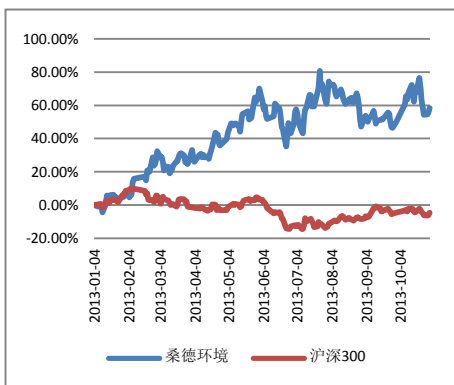


2013年10月30日

研究员：于昊
 执业证书编号：S0910513070001
 电话：021-62443206
 Email: yuhao@casstock.com

当前价格：35.72
 目标价格：
 目标期限：6个月

桑德环境(000826)股价表现



相关研究：

《花堪折时直须折，莫待无花空折枝——环保设备产业主题研究》

《国务院常务会议再提城镇污水及垃圾处理——垃圾发电设备及膜法水处理升级值得关注》

桑德环境(000826)：业绩向好，未来面向综合化发展

评级：增持

事件：发布三季度业绩公告，2013年前三季度，公司实现归属净利润同比增长36%。2013年前三季度，公司实现营业收入15.8亿元，同比增长22%；营业成本9.6亿元，同比增长21%；归属净利润3.7亿元，同比增长36%，每股收益为0.57元。

主要观点：

◆**业绩增长符合预期，净利润增速源于毛利率水平的提升。**公司在当前业务日趋综合化的同时，固废处理范围业务的增长是业绩增长的主要驱动力。公司前三季度依旧保持较高的盈利能力，前三季度公司综合毛利39%，较去年略有上升，环比略有上升。从细分业务单元来看，相对较高毛利率水平的环保设备业务增长较快，中报显示该业务营业收入增长近228%，高毛利业务大的营收占比增长较快是公司综合毛利率增长的原因之一。另公司完成配股后财务费用大幅降低，也是原因之一。

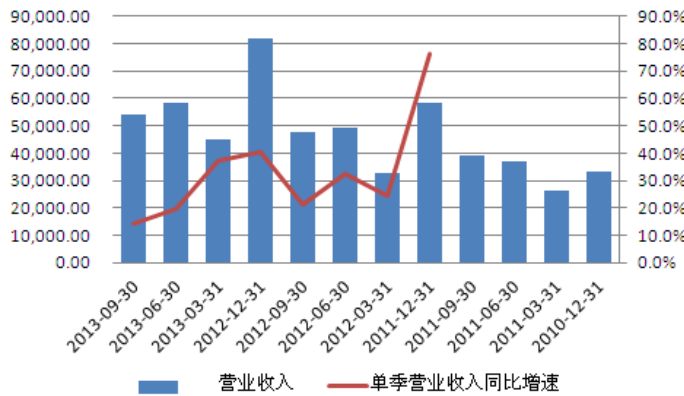
◆**固废业务是业绩增长的主引擎，从固废工程到固废运营。**公司当前固废市政工程类业务占比较大，且订单较为饱满，今年共公司签署了山东沂水、安徽淮南、湖北洪湖以及河北辛集的生活垃圾处理特许经营项目。当前安徽淮南的餐厨垃圾项目的前期工程施工已经开建，其他项目正在立项报批过程中；2013年9月，公司与河北省巨鹿县人民政府就原达成的《巨鹿县生活垃圾处理特许经营协议》共同签署了许经营协议补充协议。同时公司积极进军运营领域，预计在“十二五”后期部分项目工程建设完毕进入运营阶段，随着BOT项目带来的运营收益占比提升，特别是静脉园项目若进展顺利将为公司业绩增长提供助力。

◆**综合化发展路径，全产业链布局。**公司在其它新业务领域也在不断寻求突破，除水务、污水及生活垃圾之外，公司在固废处理各个领域均有布局。年初公司的湖南静脉产业园获批，该项目对未来固废处理或有示范意义。公司在危废项目、餐厨垃圾领域大力拓展的同时还期望进入上游的垃圾清运环节，打通固废整个大产业链。目前，公司可提供从危险废弃物的收集、运输、分类检测、综合利用、储存和焚烧处置的整套技术解决方案。如此全面的产业布局将有利于公司坐实行业龙头的地位。

◆**投资建议：**预计公司2013年至2015年的EPS分别为0.90、1.19、1.51元，略微提高了对公司的业绩预测，考虑到公司业绩相对稳定且较未来增长较有保障，因此维持“增持”评级。

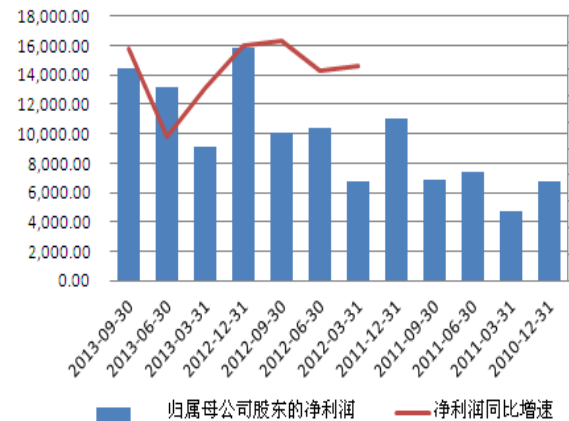
◆**风险提示：**公司固废项目速度低于预期，毛利率水平下滑，坏账风险。

图 1: 桑德环境 (000826) 营收情况



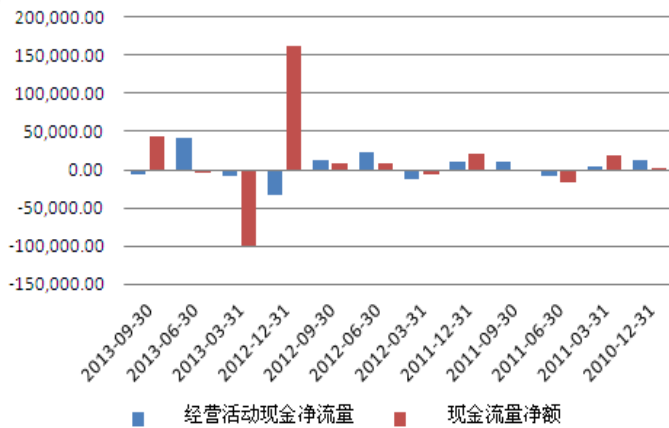
资料来源: wind, 航天证券研发部

图 2: 桑德环境 (000826) 净利润情况



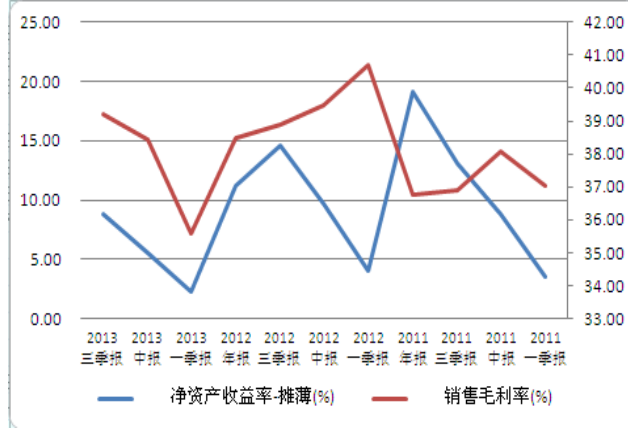
资料来源: wind, 航天证券研发部

图 3: 桑德环境 (000826) 现金流情况



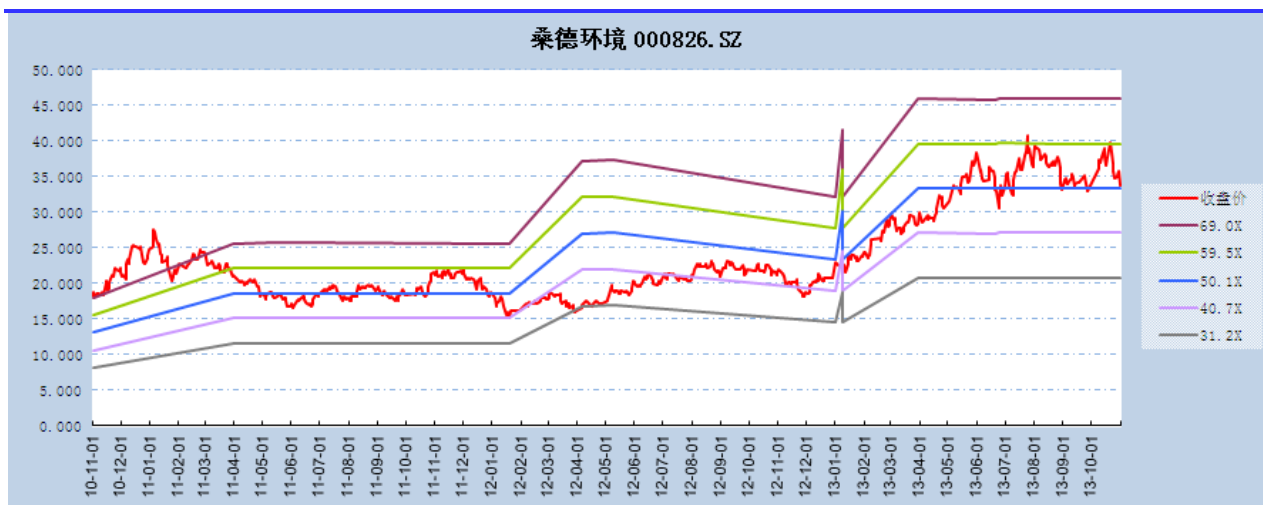
资料来源: wind, 航天证券研发部

图 4: 桑德环境 (000826) 毛利率与 ROE



资料来源: wind, 航天证券研发部

图 5: 桑德环境 PE-Band



资料来源: wind, 航天证券研发部

图表 6: 盈利预测

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业总收入(百万元)	1,608	2,112	2,882	3,762	4,781
增长率(%)	65.48	31.32	36.44	30.54	27.09
归属母公司股东的净利润(百万元)	301	430	581	778	994
增长率(%)	45.37	42.88	35.13	33.96	27.69
每股收益-摊薄(元)	0.73	0.86	0.90	1.19	1.51
基准股本(百万股)	413.36	643.72	646.38	654.35	656.9
PE	46.36	39.1	40	30	24

资料来源航天证券研发部

具备证券投资咨询业务资格的说明:

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，航天证券有限责任公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

投资评级说明:

—报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准

—股票投资评级标准:

买入: 相对强于基准表现 20%以上

增持: 相对强于基准表现 10~20%

中性: 相对基准表现在-10%~+10%之间波动

减持: 相对弱于基准表现 10%以下

—行业投资评级标准:

看好: 行业超越基准整体表现

中性: 行业与基准整体表现持平

看淡: 行业弱于基准整体表现

免责声明:

本报告版权归“航天证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“航天证券”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何形式的担保。

风险提示:

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

航天证券有限责任公司

地址: 上海市曹杨路 430 号

电话: 021-62446688

网址: www.casstock.com