



## 业绩兑现，未来仍有想象力

### ——桑德环境 2013 年年报点评

桑德环境 (000826)

投资评级: 推荐

市场表现

截至 2014.3.24



收盘价	28.56
一年内最高价	41.05
一年内最低价	27.3
市净率	4.4
市盈率 (TTM)	35.2
总股本 (亿股)	6.49
实际流通 A 股 (亿股)	6.26
流通 A 股市值 (亿元)	179
总市值 (亿元)	185

分析师: 俞鹏程

证书编号: S1490513110001

Email: yupengcheng@hrsec.com.cn

Tel: 010-58566808

#### 事件

桑德环境昨晚公布 2013 年年报，公司实现营业收入 26.838 亿元，同比增长 27.07%；归属母公司净利润为 5.856 亿元，同比增长 36.45%，EPS0.91 元。

#### 点评

#### 13 年利润符合市场预期，四季度收入增速重回高增长

公司全年收入和业绩基本符合预期，其中占全年业绩比重较大（约 40%）的四季度收入增速重回高增长，单季收入 11.06 亿，同比增长 34.92%，增速较 Q3 和 Q2 分别提升 20.69 和 15.46 个百分点；四季度单季实现净利润 2.1765 亿，同比增长 37.85%，环比增长 50.80%。

#### 毛利率略降，净利率平稳

公司 13 年毛利率 35.18%，同比基本微降 3.28 个百分点，主要是收入占比较高的四季度近 29.43%，同比下降 8.35 个百分点，环比三季度下降 11.28 个百分点。我们判断，公司四季度毛利率大幅下降的主要原因是环保设备安装及技术咨询业务（占收入 11.77%）毛利率大幅下降导致，该项业务全年毛利率 38.66%，同比下降近 20 个百分点。

13 年公司在毛利率同比下降 3.28 个百分点的基础上，净利率依然实现 21.94% 的历史较高水平，同比提升 1.31 个百分点。这种情况在四季度表现尤为明显，13 年 Q4 毛利率仅 29.43%，同比下降 8.35 个百分点，但净利率依然维持在 19.68%，同比甚至略有提升。

我们判断，公司 13 年毛利率下降，净利率提升的主要原因在于 12 年末实施配股后，财务费率从 12 年的 5.68% 大幅下降至 2.38%，同时资产减值损失由 12 年的 2.32% 降至 1.38%，后者对 13 年四季度的影响尤其明显（13 年 Q4 资产减值与收入比为 -0.16%，12 年同期为 6.59%）。

#### 应收账款增至 19.95 亿，结构恶化，集中度提升。

公司 13 年应收账款增至 19.95 亿（新增 3.8 亿），同比增长 23.56%，增速较 12 年的 41.37% 有一定程度下降，占资产比重由 12 年同期的 25.51% 增至 13 年末的 26.79%。目前公司应收账款规模存量较大，考虑到固废项目属于市政基础设施领域，工程的建设需要多项审核和批准，项目开工的前期时间较长，预计随着公司业务规模的增长，应收账款仍将随之增长。

从应收账款结构看，公司 1 至 2 年账龄的应收款占比由 12 年的 14.33%（2.458 亿）大增至 24.82%（5.3 亿）。

此外，公司应收账款集中度显著攀升，应收账款金额前五名单位所占比重由 12 年末的 23.56% 大幅提升至 13 年末的 57.99%，，我们推测，主要在于公司客户集中地的显著提升（公司前 5 大客户占比由 12 年的 23.84% 增至 56.69%）

**经营性现金流同比改善，收现比仍不容乐观。**

公司 13 年经营性现金流净额为 -1172 万，较 12 年同期（-1.12 亿）明显好转，但公司 13 年收现比 65.09 仍接近历史新低，自 10 年以来逐年下降，显示公司现金回流状况仍有待改善。

**⑤ 盈利预测与投资建议**

公司目前在手订单充足（13 年新签订单 35 亿），项目储备丰富（在建工程 9.33 亿），未来三年公司收入和利润较有保障；此外，公司 13 年并购频频（蒙东固废，鄂清环境，康德医废，湘潭市报废汽车回收以及意意环卫等），预计未来公司将加大并购步伐，我们对公司发展前景保持乐观。

我们预计公司 2014 年、2015 年实现归属母公司净利润分别为 8.99 亿和 12.12 亿，EPS 分别为 1.21 元和 1.63 元，对应 PE 为 23.6 倍和 17.6 倍。鉴于公司目前估值较为合理，给予“推荐”评级。

**财务数据与估值**

会计年度	2012	2013	2014E	2015E
主营收入（百万元）	2,112.1	2,683.8	3,623.2	4,782.6
同比增长(+/-%)	31.3%	27.1%	35.0%	32.0%
营业利润（百万元）	494.3	670.4	898.9	1,212.7
同比增长(+/-%)	37.0%	35.6%	34.1%	34.9%
净利润（百万元）	435.7	588.8	783.0	1,051.9
同比增长(+/-%)	41.8%	35.1%	33.0%	34.3%
每股收益（元）	0.77	0.91	1.21	1.63
PE	37.17	31.45	23.63	17.59
PB	4.80	4.22	3.64	3.07

**⑤ 风险提示：**

应收账款坏账风险，高估值板块系统性风险

## 附录

### 资产负债表

单位：百万元	2012	2013	2014E	2015E
<b>流动资产</b>	<b>3,952.6</b>	<b>4,330.4</b>	<b>4,687.8</b>	<b>5,971.1</b>
现金	2,095.2	1,791.6	1,421.0	1,578.2
交易性投资	0.0	0.0	0.0	0.0
应收票据	0.9	2.3	3.2	3.2
应收款项	1,614.6	1,994.9	2,683.2	3,537.6
其他应收款	24.2	43.5	52.2	69.7
存货	31.7	77.2	68.0	96.8
其他	186.0	420.8	460.3	685.6
<b>非流动资产</b>	<b>2,377.1</b>	<b>3,116.9</b>	<b>3,447.8</b>	<b>3,789.9</b>
长期股权投资	30.0	25.9	21.8	17.7
固定资产	456.1	453.0	732.5	1,233.7
无形资产	1,383.6	1,576.0	1,454.4	1,340.2
其他	507.4	1,062.0	1,239.0	1,198.3
<b>资产总计</b>	<b>6,329.6</b>	<b>10,564.1</b>	<b>11,583.3</b>	<b>13,550.9</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,751.8</b>	<b>2,118.2</b>	<b>2,354.2</b>	<b>2,894.9</b>
短期负债	586.0	456.5	0.0	0.0
应付账款	327.6	412.3	685.1	816.0
预收账款	25.4	59.6	65.4	90.3
其他	812.8	1,189.8	1,603.7	1,988.5
<b>长期负债</b>	<b>647.6</b>	<b>928.5</b>	<b>683.8</b>	<b>832.3</b>
长期借款	454.7	220.4	220.4	220.4
其他	192.9	708.0	463.4	611.9
<b>负债合计</b>	<b>2,399.4</b>	<b>3,046.6</b>	<b>3,038.0</b>	<b>3,727.2</b>
股本	498.1	646.4	646.4	646.4
资本公积金	2,228.7	2,108.8	2,108.8	2,108.8
留存收益	1,111.2	1,632.5	2,329.5	3,265.7
少数股东权益	92.1	12.9	12.9	12.9
母公司所有者权益	3,838.0	4,387.7	5,084.7	6,020.9
<b>负债及权益合计</b>	<b>6,329.6</b>	<b>7,447.3</b>	<b>8,135.6</b>	<b>9,761.0</b>

### 现金流量表

单位：百万元				
<b>经营活动现金流</b>	<b>-160.2</b>	<b>-48.7</b>	<b>974.9</b>	<b>676.1</b>
净利润	435.7	588.8	783.0	1,051.9
折旧摊销	106.4	120.0	151.5	141.0

财务费用	119.5	80.8	80.0	73.4
投资收益	<b>0.0</b>	<b>4.1</b>	<b>1.4</b>	<b>1.4</b>
营运资金变动	-814.2	-836.9	-69.7	-651.4
其他	-7.7	-5.6	28.8	59.7
<b>投资活动现金流</b>	<b>-145.7</b>	<b>-504.4</b>	<b>-478.4</b>	<b>-478.4</b>
资本支出	-78.0	-568.9	-549.8	-549.8
其他投资	-67.6	64.5	71.4	71.4
<b>筹资活动现金流</b>	<b>2,206.6</b>	<b>196.2</b>	<b>-867.2</b>	<b>-40.5</b>
借款变动	106.0	-363.8	-456.5	0.0
普通股增加	84.8	148.3	0.0	0.0
资本公积增加	1,789.7	-119.9	0.0	0.0
股利分配	-41.5	-64.4	-86.1	-115.6
其他	267.7	596.0	-324.6	75.1

### 利润表

单位：百万元	2012	2013	2014E	2015E
营业收入	2,112.1	2,683.8	3,623.2	4,782.6
营业成本	1,299.8	1,739.5	2,391.3	3,156.5
营业税金及附加	24.9	26.5	39.9	52.6
营业费用	16.4	27.9	32.6	38.3
管理费用	107.9	114.5	144.9	181.7
财务费用	119.9	64.0	80.0	73.4
资产减值损失	49.0	36.9	34.2	66.0
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	0.0	-4.1	-1.4	-1.4
<b>营业利润</b>	<b>494.3</b>	<b>670.4</b>	<b>898.9</b>	<b>1,212.7</b>
营业外收入	15.6	18.4	17.0	17.7
营业外支出	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>利润总额</b>	<b>509.9</b>	<b>688.8</b>	<b>915.9</b>	<b>1,230.4</b>
所得税	74.2	99.9	132.9	178.5
<b>净利润</b>	<b>435.7</b>	<b>588.8</b>	<b>783.0</b>	<b>1,051.9</b>
少数股东权益	6.5	3.2	0.0	0.0
归属母公司所有者净利润	429.2	585.6	783.0	1,051.9
EPS (元)	0.77	0.91	1.21	1.63

### 主要财务比率

单位：百万元	2012	2013	2014E	2015E
同比增长率				

营业收入	31.3%	27.1%	35.0%	32.0%
营业利润	37.0%	35.6%	34.1%	34.9%
净利润	41.8%	35.1%	33.0%	34.3%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	38.5%	35.2%	34.0%	34.0%
净利率	20.6%	21.9%	21.6%	22.0%
ROE	11.2%	13.3%	15.4%	17.5%
ROIC	12.5%	13.2%	17.6%	19.5%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	37.9%	40.9%	37.3%	38.2%
流动比率	2.26	2.04	1.99	2.06
速动比率	2.24	2.01	1.96	2.03
<b>营运能力</b>				
资产周转率	0.33	0.36	0.45	0.49
存货周转率	40.97	22.52	35.19	32.59
应收账款周转率	1.31	1.34	1.35	1.35
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	0.77	0.91	1.21	1.63
每股经营现金	-0.17	-0.02	1.51	1.05
每股净资产	5.96	6.79	7.87	9.31
每股股利	0.06	0.10	0.13	0.16
<b>估值比率</b>				
PE	37.17	31.45	23.63	17.59
PB	4.80	4.22	3.64	3.07

**投资评级定义**

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15% 以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5% 以上
推 荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5% 到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5% 到 5% 内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5% 以上
卖 出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15% 以上		

俞鹏程在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司（以下简称本公司）的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

**华融证券股份有限公司市场研究部**

地址：北京市西城区金融大街 8 号 A 座 5 层(100033)

 传真：010 - 58568159      网址：[www.hrsec.com.cn](http://www.hrsec.com.cn)