

# 新业务快速成长 公司进入发展新时期

桑德环境  
(000826.SZ)

## 投资要点：

- **2014年上半年营收快速增长，业绩小幅超预期。**上半年公司实现营收 17.11 亿元，归属于母公司股东的净利润 3.13 亿元，同比分别增长 65%和 40%，每股收益 0.37 元，净资产收益率 6.43%，同比小幅增加 0.14 个百分点。第一大主业市政工程业务营收规模大增，是收入规模快速增长的主要原因，新业务处于投产初期，盈利能力较弱，在一定程度上侵蚀了利润空间，未来随着业务的开展，业务规模和盈利能力将提升。
- **市政工程业务、环保设备安装及咨询业务分别增长 72%、37%。**上半年实现市政施工收入 12.52 亿元，同比增长 72%，毛利率 34%，同比下降 3 个百分点。报告期内收入大增源于公司原有建设项目进入施工高峰以及新增固废处置类工程项目施工建设收入确认。原材料价格及人工费用上涨等原因导致成本增加较快，毛利率下降。上半年环保设备安装及咨询业务收入 2.07 亿元，同比增长 37%，主要源于公司环保设备销售及安装业务增加，毛利率 44%，同比增加 1 个百分点。
- **污水处理及自来水业务收入小幅增长，盈利能力下降。**上半年污水处理业务收入 1.1 亿元，自来水业务收入 5348 万元，同比分别增长 5%和 4%，毛利率分别为 33%和 34%，同比分别下降 4、8 个百分点。上半年新增污水处理业务公司，带来污水处理量的增长；市政供水业务经营稳定。原材料价格及人工费用上涨，侵蚀了水务业务的利润空间。
- **上半年新增贵金属回收业务增收不增利，未来业务盈利规模及质量将提升。**上半年公司收购河南恒昌贵金属有限公司 60%的股权并对其增资，4 月份完成股权收购，5 月份项目投产，截止 6 月底公司实现营收 6539 万元，毛利率-4.01%，主要原因是收购时间短，并实施扩产，组织原材料货源尚不充分，生产未达到饱和状态。下半年随着业务的正常开展，尤其家电拆解业务量将快速增加，盈利规模和质量将提升。
- **固体项目运营业务逐步贡献收入。**上半年公司投资的部分特许经营垃圾填埋类、医疗废弃物处置类项目投入运营，实现收入 1710 万元，毛利率 28%。未来随着在建 BOT 项目的建设完毕转入运营，公司运营业务规模将扩大，贡献稳定的现金流。
- **环卫业务快速拓展，成为业绩新的增长点。**上半年环卫业务实现收入 267 万元，毛利率 4.8%。近年公司将环卫业务拓展定位为发展重点，先后签订了河北邢台宁晋城乡环卫一体化采购项目（3.97 亿元）
- **期间费率控制较好，财务费用增长较快。**上半年公司期间费率为 9.18%，同比增加 0.56 个百分点。其中财务费用为 7158 万元，同比增加 4091 万元或 133%，财务费率为 4.18%，同比提升 1.22 个百分点。主要由于借款利息支出增加、短期融资券及中期票据发行，费用增加所致。
- **应收账款持续增加，经营活动净现金流为负。**上半年应收账款为 26 亿元，同比增长 40%或 7.45 亿元，经营活动净现金流为-2.82 亿元，环比一季度减少 2.06 亿元(2014Q1 经营活动净现金流为-0.76 亿元)，主要为随着公司业务的拓展，支付工程款、设备款、

分析师：李晶

执业证书编号：S0050510120015

Tel：010-59355904

Email：lijing@chinans.com.cn

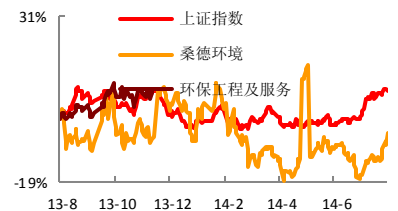
## 投资评级

本次评级：买入  
跟踪评级：维持  
目标价格：

## 市场数据

市价(元)	23.68
上市的流通 A 股(亿股)	8.13
总股本(亿股)	8.44
52 周股价最高最低(元)	41.05-20.12
上证指数/深证成指	2230.46/ 8010.71
2013 年股息率	0%

## 52 周相对市场改变



## 相关研究

往来款、投标保证金等同比增加。

- **新业务快速成长，公司进入新发展时期，资产质量及现金流状况预期改善。**2014 年公司加大环卫业务及再生资源利用业务的布局，新签多个项目，公司业务构成将逐步由市政工程建设及水务业务为主向环保项目运营、环卫一体化及再生资源利用等多元化业务格局转变，业务板块之间的协同效应将逐步体现，资产质量及现金流状况也将得到改善。
- **盈利预测：**预计 14-15 年是环卫业务和再生资源业务快速发展时期，收入贡献比将逐步提升，同时市政工程建设逐步转化为运营业务，收益趋于稳定。**原有业务持续增长，新业务崛起，新老业务互为补充，公司进入持续稳定高成长时期**，预计 2014-2016 年每股收益为 0.94、1.29、1.66 元，对应 2014 年 PE 为 25 倍，具有估值优势，维持“买入”评级。
- **风险提示。**在建项目进展低于预期，现金流状况恶化，新业务拖累公司盈利能力下降。

#### 公司财务数据及预测

项目	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	2,684	4,192	6,117	8,128
增长率(%)	27.07%	56.20%	45.92%	32.86%
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	586	788	1,084	1,397
增长率(%)	36.45%	34.61%	37.48%	28.93%
毛利率%	35.18%	34.72%	33.44%	32.83%
净资产收益率(%)	13.35%	15.42%	17.49%	18.40%
EPS(元)	0.91	0.94	1.29	1.66
P/E(倍)	26.14	25.24	18.36	14.24
P/B(倍)	4.55	3.91	3.22	2.63

数据来源：民族证券

## 正文目录

一、2014年上半年营收快速增长，业绩小幅超预期 .....	4
二、新增环卫和贵金属回收业务 业务结构更加多元化.....	4
三、期间费率控制较好，财务费用增长较快.....	5
四、应收账款持续增加，经营活动净现金流为负.....	6
五、新业务快速成长，公司进入新增长时期.....	6
六、盈利预测：2014-2016EPS 为 0.94、1.29、1.66 元.....	7
财务预测.....	8

## 图表目录

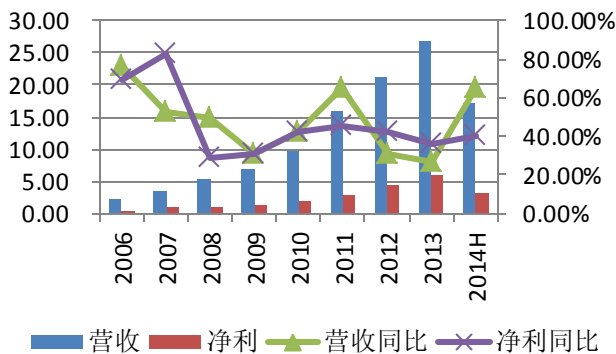
图 1：桑德环境盈利保持快速增长（单位：亿元） .....	4
图 2：桑德环境单季度盈利保持快速增长（单位：亿元） .....	4
图 3：桑德环境单季度盈利能力走势.....	4
图 4：桑德环境单季度盈利环比走势.....	4
图 5：桑德环境各业务收入规模.....	5
图 6：桑德环境 2014H 业务收入结构（单位：百万元） .....	5
图 7：桑德环境 2014H 期间费率控制较好.....	5
图 8：桑德环境 2014H 财务费率环比增长较快.....	5
图 9：桑德环境应收账款快速增长（单位：亿元） .....	6
图 10：桑德环境单季度经营活动净现金流连续 3 个季度为负 .....	6

未找到图形项目表。

## 一、2014年上半年营收快速增长，业绩小幅超预期

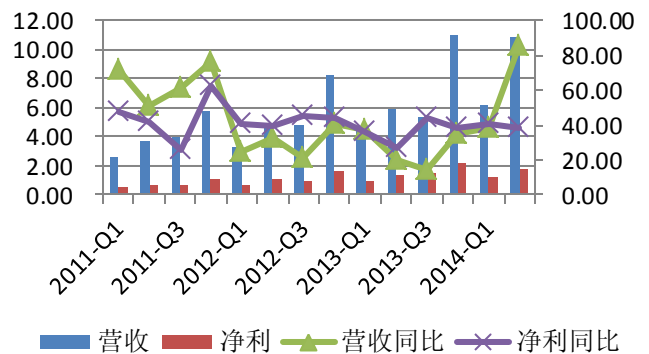
上半年公司实现营收 17.11 亿元，归属于母公司股东的净利润 3.13 亿元，同比分别增长 65% 和 40%，每股收益 0.37 元，净资产收益率 6.43%，同比小幅增加 0.14 个百分点。第一大主业市政工程业务营收规模大增，是收入规模快速增长的主要原因，新业务处于投产初期，盈利能力较弱，在一定程度上侵蚀了利润空间，未来随着业务的开展，业务规模和盈利能力将提升。2014Q2 公司营收和净利环比分别增长 74% 和 42%，均达到历史较好水平。从盈利能力来看，2014Q2 的毛利率和净利率均环比下降，主要受到业务成本快速增长的影响。下半年随着新业务拓展贡献收益，预计盈利规模将大幅提升，但受到新业务盈利能力相对较低的拖累，预计综合盈利能力将下降。

图 1：桑德环境盈利保持快速增长（单位：亿元）



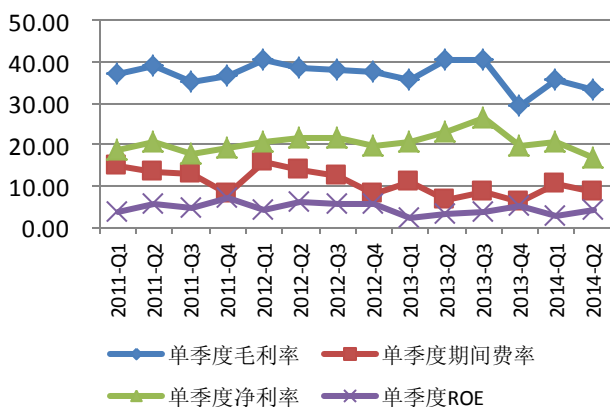
资料来源：民族证券

图 2：桑德环境单季度盈利保持快速增长（单位：亿元）



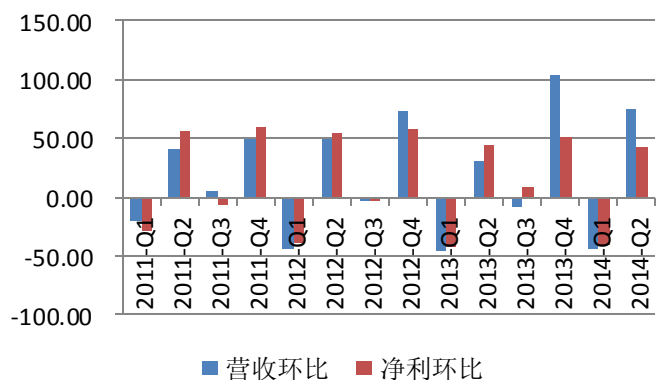
资料来源：民族证券

图 3：桑德环境单季度盈利能力走势



资料来源：民族证券

图 4：桑德环境单季度盈利环比走势



资料来源：民族证券

## 二、新增环卫和贵金属回收业务 业务结构更加多元化

市政工程业务、环保设备安装及咨询业务分别增长 72%、37%。上半年实现市政施工收入 12.52 亿元，同比增长 72%，毛利率 34%，同比下降 3 个百分点。报告期内收入大增源于公司原有建设项目进入施工高峰以及新增固废处置类工程项目施工建设收入确认。原材料价格及人工费用上涨等原因导致成本增加较快，毛利率下降。

上半年环保设备安装及咨询业务收入 2.07 亿元，同比增长 37%，主要源于公司环保设备销售及安装业务增加。毛利率 44%，同比增加 1 个百分点。

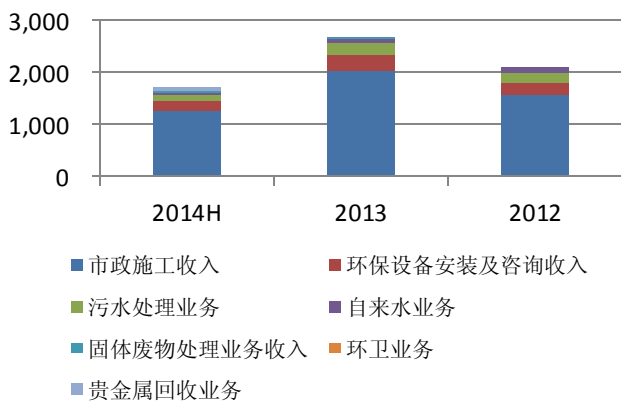
**污水处理及自来水业务收入小幅增长，盈利能力下降。**上半年污水处理业务收入 1.1 亿元，自来水业务收入 5348 万元，同比分别增长 5% 和 4%，毛利率分别为 33% 和 34%，同比分别下降 4、8 个百分点。上半年新增污水处理业务公司，带来污水处理量的增长；市政供水业务经营稳定。原材料价格及人工费用上涨，侵蚀了水务业务的利润空间。

**上半年新增贵金属回收业务增收不增利，未来业务盈利规模及质量将提升。**上半年公司收购河南恒昌贵金属有限公司 60% 的股权并对其增资，4 月份完成股权收购，5 月份项目投产，截止 6 月底公司实现营收 6539 万元，毛利率-4.01%，主要原因是收购时间短，并实施扩产，组织原材料货源尚不充分，生产未达到饱和状态。下半年随着业务的正常开展，尤其家电拆解业务量将快速增加，盈利规模和质量将提升。

**固体项目运营业务逐步贡献收入。**上半年公司投资的部分特许经营垃圾填埋类、医疗废弃物处置类项目投入运营，实现收入 1710 万元，毛利率 28%。未来随着在建 BOT 项目的建设完毕转入运营，公司运营业务规模将扩大，贡献稳定的现金流。

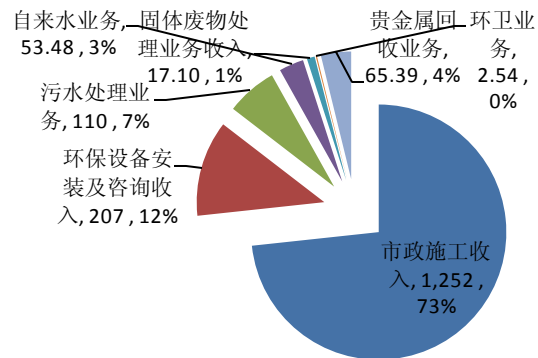
**环卫业务快速拓展，成为业绩新的增长点。**上半年新增环卫业务实现收入 267 万元，毛利率 4.8%。

图 5：桑德环境各业务收入规模



资料来源：wind 民族证券

图 6：桑德环境 2014H 业务收入结构（单位：百万元）



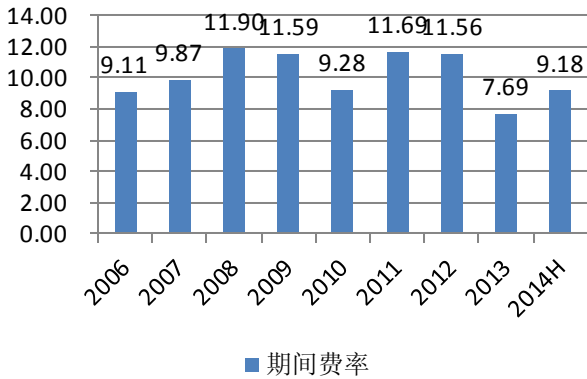
资料来源：wind 民族证券

### 三、期间费率控制较好，财务费用增长较快

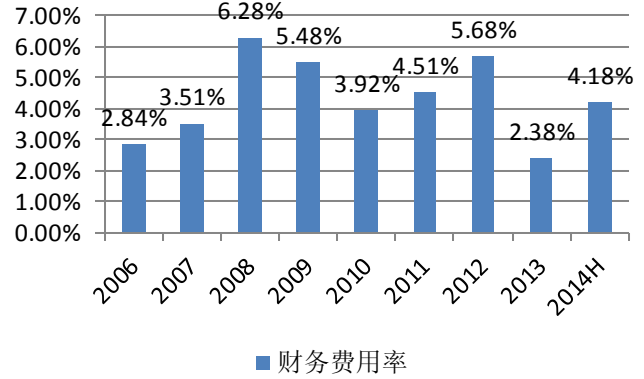
上半年公司期间费率为 9.18%，同比增加 0.56 个百分点。其中财务费用为 7158 万元，同比增加 4091 万元或 133%，财务费率为 4.18%，同比提升 1.22 个百分点。主要由于借款利息支出增加、短期融资券及中期票据发行，费用增加所致。

图 7：桑德环境 2014H 期间费率控制较好

图 8：桑德环境 2014H 财务费率环比增长较快



资料来源: wind 民族证券



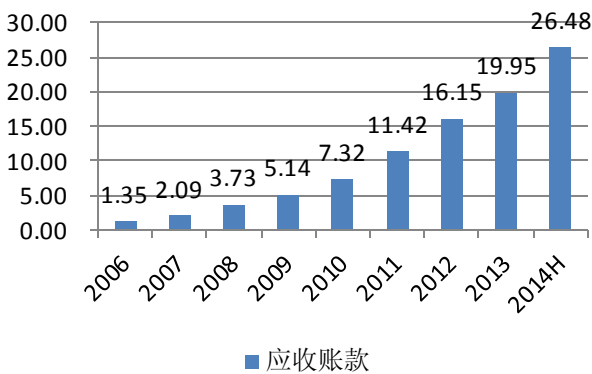
资料来源: wind 民族证券

#### 四、应收账款持续增加，经营活动净现金流为负

上半年应收账款为 26 亿元，同比增长 40% 或 7.45 亿元。主要是随着业务规模的扩张，营收账款随之增长，同时也受到地方政府债务问题的一定影响，回款进度受到拖累。

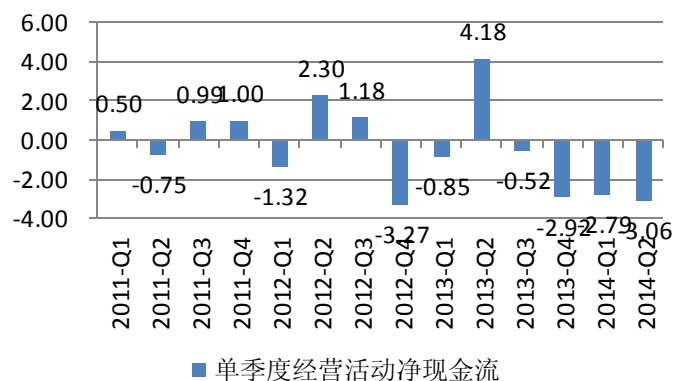
上半年经营活动净现金流为-2.82 亿元，环比一季度减少 2.06 亿元(2014Q1 经营活动净现金流为-0.76 亿元)，主要为随着公司业务的拓展，支付工程款、设备款、往来款、投标保证金等同比增加。

图 9: 桑德环境应收账款快速增长 (单位: 亿元)



资料来源: wind 民族证券

图 10: 桑德环境单季度经营活动净现金流连续 3 个季度为负



资料来源: wind 民族证券

#### 五、新业务快速成长，公司进入新增长时期

2014 年公司加大环卫业务及再生资源利用业务布局，取得重大突破。公司规划 2014 年至少拿下 20 个环卫项目，上半年已在蚌埠、河北宁晋和保定、永兴、辽宁营口、安徽亳州等地获得订单，同时加大环卫机械业务布局，下半年预计市场拓展速度将进一步加快。环卫业务属于轻资产业务，盈利稳定，现金流结算及时，同时对于公司开展再生资源回收业务、开辟新的盈利增长点奠定基础，未来协同效应可期。公司加大再生资源业务布局，对河南恒昌贵金属有限公司、湖南湘潭报废汽车拆解公司进行增资，收购河北万忠废旧材料回收有限公司 75% 股权同时增资。继前期在保定获得静脉园项目后，公司又在河北邯郸投资循环经济产业园项目，作为区域环保项

目整合的平台，利用京津冀区域环保及经济一体化发展的战略契机，加大市场布局，战略意义重大。同时公司加大生物质发电、锂电池、清洁气化技术等领域的投资，延伸固废处理产业链，增强综合实力。

随着新业务的拓展，公司业务构成将逐步由市政工程建设及水务业务为主向环保项目运营、环卫一体化及再生资源利用等多元化业务格局转变，业务板块之间的协同效应将逐步体现，资产质量及现金流状况也将得到改善。新老业务齐头并进，公司将进入新的增长轨道。

**构建业务平台，提高经营效率。**为实现整体资源调配与业务集中管理，公司正构建环保细分领域的业务实施平台，分别以湖北一弘水务有限公司、北京桑德新环卫投资有限公司为水务和环卫业务平台，以桑德环境为垃圾处理 and 再生资源回收业务平台，实施扁平化管理，提高经营效率，大环保公司雏形已现。

## 六、盈利预测：2014-2016EPS 为 0.94、1.29、1.66 元

预计 14-15 年是环卫业务和再生资源业务快速发展时期，收入贡献比将逐步提升，同时市政工程建设逐步转化为运营业务，收益趋于稳定。原有业务持续增长，新业务崛起，新老业务互为补充，公司进入持续稳定高成长时期，预计 2014-2016 年每股收益为 0.94、1.29、1.66 元，对应 2014 年 PE 为 25 倍，具有估值优势，维持“买入”评级。

风险提示。在建项目进展低于预期，现金流状况恶化，新业务拖累公司盈利能力下降。

## 财务预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2013	2014E	2015E	2016E	单位: 百万元	2013	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	<b>4330</b>	<b>5562</b>	<b>8498</b>	<b>11515</b>	<b>营业收入</b>	2684	4192	6117	8128
现金	1792	1256	2201	3140	营业成本	1740	2736	4071	5460
应收账款	1997	3216	4693	6235	营业税金及附加	27	41	61	80
其它应收款	43	115	168	223	销售费用	28	44	64	84
预付账款	421	747	1089	1447	管理费用	114	179	261	347
存货	77	229	348	470	财务费用	64	210	306	406
其他	0	0	0	0	资产减值损失	37	84	122	163
<b>非流动资产</b>	<b>3117</b>	<b>5188</b>	<b>5688</b>	<b>6711</b>	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	26	26	26	26	投资净收益	-4	0	0	0
固定及无形资产	2979	5031	5506	6502	<b>营业利润</b>	670	898	1233	1588
其他	35	54	79	105	<b>利润总额</b>	689	927	1275	1643
<b>资产总计</b>	<b>7447</b>	<b>10750</b>	<b>14186</b>	<b>18225</b>	所得税	100	135	185	238
<b>流动负债</b>	<b>2118</b>	<b>3693</b>	<b>5154</b>	<b>6864</b>	<b>净利润</b>	589	793	1090	1405
短期借款	457	1258	1835	2438	少数股东损益	3	4	6	8
应付账款	472	486	738	997	<b>归属母公司净利润</b>	586	788	1084	1397
其他	826	1467	2141	2845	EBITDA	895	1395	1883	2419
<b>非流动负债</b>	<b>928</b>	<b>1928</b>	<b>2814</b>	<b>3739</b>	EPS (元)	0.91	0.94	1.29	1.66
长期借款	720	1677	2447	3251					
其他	208	252	367	488	<b>主要财务比率</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>
<b>负债合计</b>	<b>3047</b>	<b>5622</b>	<b>7968</b>	<b>10602</b>	<b>成长能力</b>				
少数股东权益	13	17	23	31	营业收入	27.07%	56.20%	45.92%	32.86%
归属母公司股东权益	4388	5111	6195	7592	营业利润	35.63%	34.01%	37.22%	28.80%
<b>负债和股东权益</b>	<b>7447</b>	<b>10750</b>	<b>14186</b>	<b>18225</b>	归属母公司净利润	36.45%	34.61%	37.48%	28.93%
					<b>获利能力</b>				
<b>现金流量表</b>					毛利率	35.18%	34.72%	33.44%	32.83%
单位: 百万元	2013	2014E	2015E	2016E	净利率	21.82%	18.80%	17.72%	17.19%
<b>经营活动现金流</b>	<b>503</b>	<b>-5</b>	<b>606</b>	<b>1014</b>	ROE	13.35%	15.42%	17.49%	18.40%
净利润	589	793	1090	1405	ROIC	11.27%	11.86%	12.91%	13.20%
资产减值损失					<b>偿债能力</b>				
折旧摊销	120	203	222	262	资产负债率	40.91%	52.29%	56.17%	58.17%
公允价值变动收益					净负债比率				
财务费用	64	210	306	406	流动比率	2.04	1.51	1.65	1.68
投资损失	4	0	0	0	速动比率	2.01	1.44	1.58	1.61
营运资本变化	-305	-1274	-1108	-1196	<b>营运能力</b>				
递延税款变化					总资产周转率	0.36	0.39	0.43	0.45
<b>投资活动现金流</b>	<b>-858</b>	<b>-2254</b>	<b>-697</b>	<b>-1258</b>	应收帐款周转率	1.34	1.30	1.30	1.30
资本支出	-927	-2254	-697	-1258	应付帐款周转率	22.52	11.95	11.70	11.62
其他投资	69	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>				
<b>筹资活动现金流</b>	<b>52</b>	<b>1724</b>	<b>1035</b>	<b>1184</b>	每股收益	0.91	0.94	1.29	1.66
短期借款	234	1998	1341	1591	每股经营现金	0.78	-0.01	0.72	1.21
新发股份	113	0	0	0	每股净资产	6.79	6.08	7.37	9.04
分红	-149	-65	0	0	<b>估值比率</b>				
少数股东融资	-82	0	0	0	P/E	26.14	25.24	18.36	14.24
财务费用	-64	-210	-306	-406	P/B	4.55	3.91	3.22	2.63
<b>现金净增加额</b>	<b>-304</b>	<b>-536</b>	<b>945</b>	<b>939</b>	EV/EBITDA	22.31	14.33	10.61	8.26

数据来源: 贝格数据, 民族证券



## 分析师简介

李晶，管理学硕士，具有证券行业投资咨询业务执业资格，四年证券行业从业经历。

## 联系人简介

## 分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：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、准确地反映了分析师本人的研究观点；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接受到任何形式的报酬。

## 投资评级说明

类别	级别	
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

## 免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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征价。本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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

## 特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 [www.e5618.com](http://www.e5618.com) 信息披露栏查询公司静默期安排。

地址：北京市朝阳区北四环中路27号盘古大观A座40层(100101)