

环卫及再生资源业务将迅速扩大公司收入规模

投资要点:

1. 事件

桑德环境公告 2014 年三季报: 公司前三季度营业收入 28.68 亿元, 同比增长 81.78%, 归属于股东净利润 5.12 亿元, 同比增长 39.21%, 基本每股收益 0.608 元, 同比增长 38.50%; 第三季度营业收入 11.68 亿元, 同比增长 113.59%, 归属于股东净利润 1.99 亿元, 同比增长 38.21%, 基本每股收益 0.237 元, 同比增长 37.79%。

2. 我们的分析与判断

公司 2013 年第三季度营业收入 5.41 亿元, 同比增长 14.23%。今年本季度营业收入规模大幅超过去年同期, 主要原因有: (1) 今年新增了市政环卫和再生资源业务, 这两块新业务从二季度开始运行, 预计季度贡献收入约 4 亿元; (2) 公司今年的工程项目建设进度快于预期, 按照完工百分比法确认的市政施工业务收入相应地快速增加, 预计该业务增速在 30% 以上。

公司 2014 年第三季度净利润增速远低于收入增速, 主要原因有: (1) 公司去年第三季度毛利率为 40.71%, 本期毛利率为 29.97%, 主要系今年新增的两块新业务毛利率比较低, 拉低了整体综合毛利率所致; (2) 今年以来财务费用增加的非常快, 公司本季度财务费用 5213 万元, 较上年同期增长 225.66%, 主要系借款利息支出增加、短期融资券及中期票据发行费用增加所致。

公司第四季度业绩还将快速增长, 基于以下分析: (1) 公司在建项目年底是赶工期, 拟建项目的前期设计工作主要集中在四季度, 从公司历年的收入结构看, 四季度是市政工程收入确认的高峰,

(2) 公司环保设备销售、安装及技术咨询业务, 跟市政工程业务有一定相关性, 同时公司的咸宁环保设备制造基地还有设备外销增量, 基地产品类型已经很丰富, 设备销售量将大幅增加; (3) 市政环卫及再生资源业务在四季度将不断有新增量, 特别是公司新接的环卫订单还在增加, 预计这两项目新业务单季收入将继续增长。

维持公司长期推荐逻辑不变: (1) 公司是固废处理行业龙头企业, 持续成长性得到过市场验证, 过去几年业绩年均增长率都在 30% 以上; (2) 公司今年新拓展的环卫和再生资源业务前景广阔, 这两块业务有望真正打通公司的固废处理产业链, 从以往的单纯垃圾处理, 过渡到前端收集清运、逆向物流带来的资源化价值; (3) 公司最近公告的收购桑德国际定增事项, 标志着公司将成为整合集团环保资源的平台, 为公司未来做国际化的大环保产业打下基础, 本次收购将充分发挥桑德环境和桑德国际的业务协同效应。

3. 投资建议

我们预测公司 2014-2016 年的营业收入分别为 46.3 亿、63.5 亿、85.0 亿元, EPS 分别为 0.98 元、1.33 元、1.76 元, 对应当前动态 PE 分别为 23X、17X、13X。我们继续维持公司“推荐”投资评级。

桑德环境 (000826.SZ)

推荐 维持评级

分析师

冯大军

☎: (8610) 6656 8837

✉: fengdajun@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511080001

邹序元

☎: (8610) 6656 8668

✉: zouxuyuan@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511020009

市场数据

时间 2014.10.29

A 股收盘价 (元)	23.41
A 股一年内最高价 (元) *	27.93
A 股一年内最低价 (元) *	20.01
上证指数	2373
市净率	4.22
总股本 (万股)	84361
实际流通股 (万股)	81323
总市值 (亿元)	197
流通市值 (亿元)	190

注: *前复权价格

相关研究

桑德环境 2014 年中报点评	2014.08.21
桑德环境重大公告点评	2014.07.11
桑德环境重大公告点评	2014.07.06
桑德环境公司深度研究报告	2014.06.21

表 1: 桑德环境 (000826) 财务报表预测

资产负债表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	利润表 (百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	2095	1792	1389	1907	2552	营业收入	2112	2684	4630	6355	8508
应收票据	1	2	4	6	7	营业成本	1300	1740	3229	4531	6171
应收账款	1615	1995	2753	3023	3238	营业税金及附加	25	27	43	53	71
预付款项	186	421	589	707	848	销售费用	16	28	39	50	63
其他应收款	24	43	43	43	43	管理费用	108	114	165	201	227
存货	32	77	143	201	274	财务费用	120	64	168	191	225
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	49	37	44	49	59
长期股权投资	30	26	26	26	26	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	456	453	1322	2134	2906	投资收益	0	-4	0	0	0
在建工程	319	933	907	901	900	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	0	营业利润	494	670	941	1280	1692
无形资产	1384	1576	1766	2032	2368	营业外收支净额	16	18	40	56	78
长期待摊费用	4	4	4	3	3	税前利润	510	689	981	1336	1770
资产总计	6330	7447	9078	11123	13317	减: 所得税	74	100	147	200	265
短期借款	586	457	683	1425	1909	净利润	436	589	834	1135	1504
应付票据	50	59	59	59	59	母公司净利润	429	586	825	1123	1489
应付账款	328	412	604	847	1154	少数股东损益	7	3	9	12	16
预收款项	25	60	119	200	308	基本每股收益(元)	0.51	0.69	0.98	1.33	1.76
应付职工薪酬	4	7	7	8	9	稀释每股收益(元)	0.51	0.69	0.98	1.33	1.76
应交税费	141	195	205	215	226	财务指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
其他应付款	130	172	172	172	172	成长性					
其他流动负债	425	609	0	0	0	营收增长率	31.32%	27.07%	72.51%	37.26%	33.88%
长期借款	455	220	201	170	127	EBIT 增长率	45.15%	16.93%	48.77%	31.70%	30.04%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	42.62%	36.45%	40.87%	36.18%	32.50%
负债合计	2399	3047	3894	4928	5782	盈利性					
股东权益合计	3930	4401	5185	6195	7535	销售毛利率	38.46%	35.18%	30.26%	28.70%	27.46%
现金流量表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	销售净利率	20.63%	21.94%	18.01%	17.86%	17.68%
净利润	436	589	834	1135	1504	ROE	11.18%	13.35%	15.98%	18.23%	19.89%
折旧与摊销	0	145	168	228	293	ROIC	10.99%	11.40%	12.56%	13.55%	14.85%
经营现金流	-111	-12	-192	1423	1995	估值倍数					
投资现金流	-146	-504	-1200	-1300	-1400	PE	34.45	38.66	23.94	17.58	13.27
融资现金流	1996	167	990	395	51	P/S	7.03	8.38	4.27	3.11	2.32
现金净变动	1740	-349	-403	518	646	P/B	3.77	5.11	3.83	3.21	2.64
期初现金余额	356	2095	1792	1389	1907	股息收益率	0.55%	0.29%	0.46%	0.63%	0.84%
期末现金余额	2095	1746	1389	1907	2552						

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

邹序元、冯大军，环保与公用事业行业分析师。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，本人承诺，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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座
上海浦东新区富城路99号震旦大厦15楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层
北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：王婷	010-66568908	wangting@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷	021-20252612	hetingting@chinastock.com.cn
深圳广州：詹璐	0755-83453719	zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶	010-83571359	liusiyao@chinastock.com.cn