

证券研究报告

公司研究——季报点评

桑德环境（000826.SZ）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：买入，2015.08.27

范海波 CFA，行业分析师

执业编号：S1500510120021

联系电话：+86 10 63081252

邮箱：fanhaibo@cindasc.com

吴漪 行业分析师

执业编号：S1500512110003

联系电话：+86 10 63081085

邮箱：wuyi@cindasc.com

丁士涛 行业分析师

执业编号：S1500514080001

联系电话：+86 10 6308 0936

邮箱：dingshitao@cindasc.com

王伟 行业分析师

执业编号：S1500515070001

联系电话：+86 10 63081273

邮箱：wangwei2@cindasc.com

相关研究

《股权转让获财政部批复，清华控股入主》2015.07

《业绩稳步增长，开拓环保大平台》2015.08

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院
1号楼6层研究开发中心

邮编：100031

清华控股正式入主，加速业务整合

季报点评

2015年11月2日

事件：桑德环境2015年10月31日发布2015年三季报。2015年1-9月公司实现营业收入41.59亿元，同比增加44.98%；实现归属于母公司的净利润6.17亿元，同比增加20.41%；基本每股收益0.73元。

点评：

- **业绩稳步增长，各板块齐头并进。**报告期内，营业收入较上年同期增加44.98%，主要系固废处理业务、新环卫一体化和再生资源业务增加所致。公司近年来致力于推进从固废投资运营商向综合化环境服务商的转型。报告期内，传统的固废、水务板块业务保持持续增长，环卫、再生资源板块也取得积极进展，呈现四大业务板块齐头并进快速发展的良好局面。
- **业务整合加速，打造环保大平台。**15年9月，桑德环境设立天门景清环保能源有限公司、鹤峰桑德德瑞水务有限公司，分别实施公司在湖北的生活垃圾焚烧发电项目和污水处理工程项目；拟以4476.6万元收购邢台恒亿60%股权，以3600万元收购河南艾瑞环保100%股权，拓展公司在电子废弃物方面的业务能力；并设立全资子公司桑德（天津）再生资源投资控股有限公司和控股子公司福州桑德绿动公司，分别经营项目投资管理和再生资源回收业务。10月，公司继续扩张步伐，拟在香港设立全资子公司“桑德香港”、在天津设立“启迪桑德融资租赁公司”、在湖北设立“荆州陵清生物”，并增资“兰陵兰清公司”，拓展公司在再生能源进出口贸易、融资租赁、生活垃圾投资管理和餐厨垃圾处理方面的相关业务。公司近期业务整合加速，正在完成其建立环保业务大平台的愿景。
- **清华控股正式入主，管理层全面整合。**2015年9月21日，桑德集团收到中国证券登记结算有限责任公司出具的《过户登记确认书》，将其所持252,179,937股份转让给清华控股及其一致行动人的股份转让事项已经正式办理完成相关过户登记手续。本次股份过户手续完成后，启迪科服成为公司控股股东，公司实际控制人变更为清华控股。9月29日，公司召开董事会通过决议，拟变更公司名称为“启迪桑德环境资源股份有限公司”，并提名王书贵先生、曹达先生、袁桅女士以及韩永先生为公司第八届董事会非独立董事候选人；以上重大决议在10月20日的股东大会中已审议通过。王书贵先生是现任启迪控股副总裁，启迪科服总经理；其余提名董事均为清华控股高级管理人员。管理层的变动实现了清华控股对桑德环境的进一步整合，桑德环境可能成为清华系唯一环保上市平台，技术与资产的整合前景广阔。
- **盈利预测及评级：**根据当前股本，我们预测桑德环境15-17年摊薄每股收益分别为1.33元、2.02元和2.29元，以2015-10-30收盘价计算，P/E分别为29X、19X、17X，维持“买入”评级。
- **风险因素：**政策风险；项目风险；财务风险；行业竞争加剧风险。

公司报告首页财务数据

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	2,683.83	4,374.30	6,576.93	8,991.91	10,082.10
增长率 YoY %	27.07	62.99	50.35	36.72	12.12
归属母公司净利润(百万元)	585.61	803.95	1123.27	1711.85	1937.20
增长率 YoY%	36.45	37.28	39.72	52.40	13.16
毛利率%	35.18	34.49	30.52	31.91	31.99
净资产收益率 ROE%	14.24	16.80	19.55	23.90	21.56
每股收益 EPS(元)	0.69	0.95	1.33	2.02	2.29
市盈率 P/E(倍)	42	40	29	19	17
市净率 P/B(倍)	7.4	6.2	5.1	4.0	3.3

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2015 年 10 月 30 日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产	4,330.40	4,559.50	5,445.13	7,066.97	8,661.57
货币资金	1,791.64	1,102.87	261.18	53.37	815.21
应收票据	2.35	2.95	4.44	6.06	6.80
应收账款	1,994.95	2,741.08	4,121.32	5,634.62	6,317.77
预付账款	420.78	301.88	481.46	644.99	722.35
存货	77.23	279.07	445.09	596.27	667.78
其他	43.47	131.65	131.65	131.65	131.65
非流动资产	3,116.85	4,989.44	5,716.13	6,283.70	6,848.10
长期投资	25.89	64.88	64.88	64.88	64.88
固定资产	453.03	629.25	593.35	557.81	522.63
无形资产	1,575.98	1,537.42	1,495.71	1,449.73	1,399.42
其他	1,061.96	2,757.88	3,562.18	4,211.27	4,861.17
资产总计	7,447.25	9,548.93	11,161.26	13,350.67	15,509.67
流动负债	2,118.18	2,503.58	2,992.64	3,470.20	3,692.00
短期借款	456.50	174.50	174.50	174.50	174.50
应付账款	412.28	431.10	687.55	921.09	1,031.56
其他	1,249.40	1,897.98	2,130.59	2,374.61	2,485.94
非流动负债	928.46	1,769.69	1,769.69	1,769.69	1,769.69
长期借款	220.41	153.10	153.10	153.10	153.10
其他	708.05	1,616.58	1,616.58	1,616.58	1,616.58
负债合计	3,046.64	4,273.27	4,762.33	5,239.89	5,461.68
少数股东权益	12.93	92.74	92.74	92.74	92.74
归属母公司股东权益	4,387.69	5,182.92	6,306.20	8,018.04	9,955.24
负债和股东权益	7,447.25	9,548.93	11,161.26	13,350.67	15,509.67

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	2,683.83	4,374.30	6,576.93	8,991.91	10,082.10
同比	27.07%	62.99%	50.35%	36.72%	12.12%
归属母公司净利润	585.61	803.95	1,123.27	1,711.85	1,937.20
同比	36.45%	37.28%	39.72%	52.40%	13.16%
毛利率	35.18%	34.49%	30.52%	31.91%	31.99%
ROE	14.24%	16.80%	19.55%	23.90%	21.56%
每股收益(元)	0.69	0.95	1.33	2.02	2.29
P/E	42	40	29	19	17
P/B	7.4	6.2	5.1	4.0	3.3
EV/EBITDA	29.30	26.77	21.08	14.75	13.21

利润表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	2,683.83	4,374.30	6,576.93	8,991.91	10,082.10
营业成本	1,739.53	2,865.41	4,569.95	6,122.20	6,856.48
营业税金及附加	26.55	43.76	65.80	89.62	100.48
营业费用	27.90	35.69	53.66	73.36	82.25
管理费用	114.45	276.96	361.73	449.60	504.11
财务费用	63.98	174.58	152.06	166.09	170.78
资产减值损失	36.94	46.07	69.33	94.20	106.04
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-4.11	-6.19	0.00	0.00	0.00
营业利润	670.37	925.64	1,304.40	1,996.84	2,261.96
营业外收入	18.42	17.61	17.23	17.23	17.23
营业外支出	0.04	0.33	0.13	0.13	0.13
利润总额	688.75	942.92	1,321.50	2,013.94	2,279.06
所得税	99.93	147.58	198.22	302.09	341.86
净利润	588.82	795.33	1,123.27	1,711.85	1,937.20
少数股东损益	3.21	-8.62	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	585.61	803.95	1,123.27	1,711.85	1,937.20
EBITDA	889.60	1,275.85	1,625.84	2,323.45	2,593.46
EPS	0.69	0.95	1.33	2.02	2.29

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	-11.73	29.26	172.77	648.96	1,618.56
净利润	588.82	795.33	1,123.27	1,711.85	1,937.20
折旧摊销	120.01	145.50	158.13	163.30	168.19
财务费用	80.83	187.43	146.21	146.21	146.21
投资损失	4.11	6.19	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-836.87	-1,142.57	-1,307.59	-1,446.29	-716.99
其它	31.36	37.36	52.75	73.89	83.95
投资活动现金流	-504.41	-1,519.93	-868.25	-710.57	-710.50
资本支出	-420.81	-1,276.49	-868.25	-710.57	-710.50
长期投资	-29.22	-151.10	0.00	0.00	0.00
其他	-54.38	-92.34	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	166.86	779.44	-146.21	-146.21	-146.21
吸收投资	50.28	58.49	0.00	0.00	0.00
借款	-723.59	-1,143.55	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	149.30	185.18	146.21	146.21	146.21
现金净增加额	-349.28	-711.27	-841.68	-207.81	761.84

分析师简介

范海波, CFA, 高级研究员。中国科学院理学(地球化学)硕士, 加拿大 Concordia 大学管理学(金融)硕士。现任信达证券研发中心有色金属、钢铁行业高级研究员。曾任冶金部勘察研究总院高级工程师, 在加拿大学习工作 7 年, 从事北美金融市场实证研究, 多篇金融市场论文在包括 Review of Futures Markets, Journal of Portfolio Management, Journal of Trading 等著名欧美期刊发表。

吴漪, 行业研究员。北京大学理学学士、硕士, 2010 年加入信达证券。

丁士涛, 行业研究员。中央财经大学管理学硕士, 3 年银行业工作经验, 2012 年 2 月加盟信达证券研究开发中心。

王伟, 行业研究员。澳大利亚悉尼大学矿产、环境工程双硕士, 矿产大宗商品行业 1 年工作经验, 2013 年 4 月加盟信达证券研究开发中心。

环保行业重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
华西能源	002630	东江环保	002672	桑德环境	000826	瀚蓝环境	600323	盛运股份	300090
凯美特气	002549	迪森股份	300335	三维丝	300056	雪迪龙	002658	先河环保	300137
国中水务	600187	中国天楹	000035	龙净环保	600388	格林美	002340		

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyahua@cindasc.com
国际	高 放	010-63081256	13691257256	gaofang@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。