



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩回顾

研究报告

2010 年 4 月 29 日

小盘股

研究部

朱亚锋

分析师, SAC 执业证书编号: S0080208030079

zhuyf@cicc.com.cn

曾令波

分析师, SAC 执业证书编号: S0080207120069

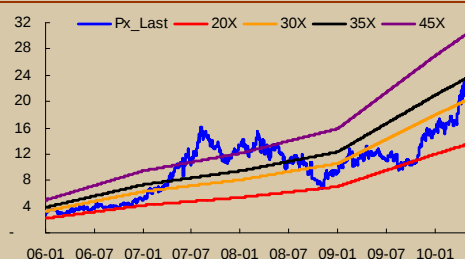
zenglb@cicc.com.cn

推荐

桑德环境(000826.CH)

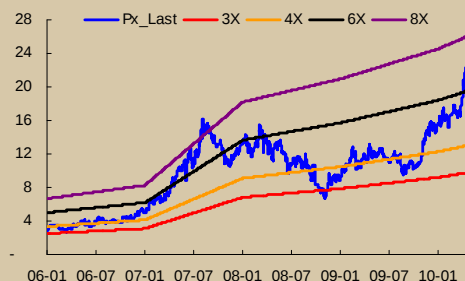
1 季度业绩符合预期

图表 1: 历史股价表现和市盈率区间



资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图表 2: 历史股价表现和市盈率区间



资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

公司动态:

桑德环境公告更名事项(原股票简称“合加资源”,现改为“桑德环境”)及 1 季度业绩: 收入、净利润分别同比增长 24%、41%, 符合预期。

评论:

1 季度业绩增长符合预期。公司 1 季度收入增长 24%, 固废业务及污水处理业务对收入增量均有贡献; 毛利率同比攀升 3.4% 至 39.5%, 但环比下降 4.1%, 总体仍较为稳定; 营业费用、管理费用分别攀升 105% 和 35%, 而现金流量表中 1 季度支付给职工的现金同比大增 119%, 均显示公司业务人员扩充较快, 人均薪酬可能也有较大幅度提升; 净利润实现 41% 增幅, 符合预期。

更名有助于品牌价值的更好发挥。公司顺利更名为桑德环境, 本次更名有助于上市公司在订单获取阶段更好的发挥“桑德/Sound”在国内环保界的良好品牌优势, 也体现了大股东桑德集团做大做强固废业务的战略意图, 但本次公告更名事项已在预期之内。

期待咸宁基地 2 季度投产完善产业链。仍预计咸宁基地 2 季度初步投产, 除对本年收入增长带来一定贡献外, 咸宁基地投产对公司固废全产业链布局的推动也可能提升公司固废项目签单能力, 其中, 垃圾分选、污泥处理等设备也将在业内率先向行业标配设备的地位去迈进, 仍值得重点跟踪和关注。

达成 2010 年盈利预期仍有待更多固废项目及时落地。我们仍预期公司年内新签固废项目订单 10~12 亿元(同比增 40%~70%), 但从 1 季度签单信息看(估计 1.5~2 亿), 公司总体签单节奏略慢于预期, 新签固废项目及时落地并对本年收入的贡献度最终可能不达预期, 我们 2010 年 70% 的盈利增长预测可能存在小幅下调压力, 但不改 2010 年快速增长趋势及 2011 年盈利预测。

投资建议:

维持公司 2010、2011 年分别 0.60 元和 0.83 元的 EPS 预测, 但提示 2010 年业绩存小幅下调可能, 目前股价对应 2010~2011 年市盈率分别 37.5x、27.1x, 短期估值吸引力不突出, 但公司独特的行业属性及地位、高盈利增长确定性/持续性仍值得中长线投资者积极关注和逢低买入, 维持推荐评级。

图表 3: 分季度数据

(百万元)	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	YoY	QoQ
主营业务收入	85.0	137.4	124.9	175.9	122.9	170.9	191.1	199.5	152.6	24.2%	-23.5%
主营业务成本	45.1	77.9	73.3	113.2	78.5	91.2	122.7	112.5	92.3	17.5%	-18.0%
主营业务税金及附加	2.9	0.6	1.7	2.6	1.4	2.4	2.0	2.4	1.7	18.2%	-29.8%
主营业务利润	37.0	58.9	49.9	60.1	42.9	77.3	66.4	84.6	58.6	36.7%	-30.7%
营业费用	2.2	2.2	1.7	1.1	1.3	2.8	2.2	2.4	2.6	105.0%	10.6%
管理费用	4.4	5.3	4.9	7.6	6.2	9.2	9.0	8.7	8.4	34.9%	-3.4%
财务费用	7.2	8.9	8.5	8.2	9.1	9.9	8.3	10.3	9.7	6.8%	-5.1%
资产减值损失	-	4.8	-0.7	7.0	-	0.0	-0.0	19.2	-	n.a.	-100.0%
营业利润	23.2	37.7	35.5	36.1	26.3	55.4	46.9	44.0	37.9	44.0%	-14.0%
利润总额	23.9	38.2	35.8	41.7	27.5	56.0	47.4	53.9	38.8	41.1%	-28.1%
所得税	6.5	4.2	6.5	8.3	3.0	12.6	5.5	7.7	5.4	81.0%	-30.5%
少数股东损益	-0.5	0.6	2.2	0.6	1.6	2.5	2.0	4.2	1.1	-27.2%	-72.5%
归属于股东的净利润	17.9	33.5	27.2	32.9	23.0	40.8	39.9	42.0	32.3	40.7%	-23.2%
每股收益 (人民币元)	0.04	0.08	0.07	0.08	0.06	0.10	0.10	0.10	0.08	40.7%	-23.2%
毛利率	47.0%	43.3%	41.3%	35.6%	36.1%	46.6%	35.8%	43.6%	39.5%	3.4%	-4.1%
营业费用率	2.6%	1.6%	1.3%	0.6%	1.0%	1.6%	1.2%	1.2%	1.7%	0.7%	0.5%
管理费用率	5.2%	3.8%	4.0%	4.3%	5.1%	5.4%	4.7%	4.4%	5.5%	0.4%	1.1%
营业利润率	27.3%	27.4%	28.4%	20.5%	21.4%	32.4%	24.5%	22.1%	24.8%	3.4%	2.8%
净利润率	21.0%	24.4%	21.7%	18.7%	18.7%	23.9%	20.9%	21.1%	21.2%	2.5%	0.1%
有效税率	27.3%	10.9%	18.1%	19.8%	10.8%	22.6%	11.6%	14.3%	13.8%	3.0%	-0.5%

资料来源：公司资料，中金公司

图表 4: 财务分析、盈利预测与估值分析摘要

损益表 (人民币百万)						
桑德环境 000826	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
销售收入	230	350	523	684	1,057	1,454
销售成本及税金	151	202	317	413	620	866
营业费用	4	8	7	9	17	24
管理费用	15	15	22	33	49	71
EBIT	60	126	176	229	371	493
EBITDA	68	139	149	230	377	505
财务费用	7	12	33	38	53	52
投资收益	-1	7	0	0	0	0
其他损益项	1	-8	-4	12	-9	-9
所得税	8	27	25	29	51	78
少数股东损益	-1	-1	3	10	10	11
归属于股东的净利润	46	87	111	146	248	342

资产负债表 (人民币百万)						
桑德环境 000826	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
现金	80	72	357	193	118	88
应收帐款	150	226	428	551	870	1,178
预付帐款	20	87	199	108	248	347
存货	1	1	3	3	3	5
其他流动资产	-	-	-	-	-	-
流动资产	250	387	987	854	1,239	1,617
固定资产	608	1,124	158	675	747	771
长期投资	15	10	10	-	-	-
其他长期资产	11	17	1,194	1,096	1,198	1,301
长期资产	634	1,151	1,362	1,771	1,945	2,073
资产总额	884	1,538	2,349	2,626	3,185	3,690
短期借款	101	151	228	395	415	415
各项应付款	91	309	495	341	672	927
应交税费	20	48	32	57	66	93
应付职工薪酬	1	0	1	1	1	2
其他流动负债	1	4	9	7	60	62
流动负债	214	512	765	801	1,214	1,499
长期借款	296	509	540	613	563	513
其他长期负债	-	1	21	42	42	42
长期负债	296	510	560	655	605	555
负债总额	510	1,022	1,325	1,456	1,819	2,054
少数股东权益	30	89	91	104	114	126
股本	181	200	413	413	413	413
公积金及未分配利润	163	227	528	670	856	1,115
股东权益	345	427	941	1,084	1,269	1,528
负债及股东权益	884	1,538	2,358	2,644	3,203	3,708

现金流量表 (人民币百万)						
桑德环境 000826	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
净利润	46	87	111	146	248	342
折旧/摊销	8	13	-28	0	6	12
运营资本变化	83	104	-144	-160	-115	-123
其他项	-93	14	82	35	63	64
经营活动现金流	44	218	21	21	202	295
固定资产投资	-303	-231	-316	-471	-180	-140
其他投资活动	105	8	20	-34	0	-
投资活动现金流	-198	-223	-296	-505	-180	-140
股权融资	-	-	420	-	-	-
借款变动	224	28	179	368	18	-50
其他融资活动	-18	-31	-39	-48	-115	-135
融资活动现金流	207	-2	560	321	-97	-185
现金(等价物)变化	53	-7	284	-164	-75	-30

历史股价表现						
	1周	1月	1季度	半年	1年	2年
	-3%	24%	38%	91%	95%	75%
行业板块	公用事业		二级行业		公用事业	
第一大股东	桑德集团		持股比例		44.9%	
总市值	92.8 亿元		流通市值		52.2 亿元	
发行股数	4.13 亿股		股票现价		22.44 元	

成长性分析						
	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
销售收入	77%	52%	49%	31%	54%	38%
销售毛利	83%	88%	39%	32%	61%	35%
EBITDA	69%	105%	7%	54%	64%	34%
EBIT	68%	111%	41%	30%	62%	33%
净利润	63%	89%	29%	31%	70%	38%

盈利能力分析						
	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
毛利率	34.2%	42.2%	39.3%	39.6%	41.3%	40.4%
营业费用率	1.7%	2.2%	1.4%	1.3%	1.4%	1.4%
管理费用率	6.5%	4.2%	4.3%	4.8%	4.1%	4.1%
EBITDA利润率	29.5%	39.7%	28.4%	33.6%	35.7%	34.7%
EBIT利润率	26.0%	35.9%	33.7%	33.5%	35.1%	33.9%
净利润率	19.9%	24.7%	21.3%	21.3%	23.4%	23.5%

偿债能力分析						
	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
流动比率	1.17	0.75	1.29	1.07	1.02	1.08
速动比率	1.17	0.75	1.29	1.06	1.02	1.08
现金比率	9%	5%	15%	7%	4%	2%
资产负债率	58%	66%	56%	55%	57%	55%
债务/权益	115%	155%	84%	97%	84%	67%
净债务/权益	92%	138%	46%	79%	75%	61%
利息覆盖倍数	7	7	3	4	5	7

杜邦分析						
	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
净资产收益率	13.3%	20.3%	11.8%	13.4%	19.5%	22.4%
= 总资产收益率	6.3%	7.2%	5.7%	5.8%	8.5%	9.9%
× 总资产/净资产	2.10	2.84	2.07	2.31	2.30	2.26
= 销售净利润率	19.9%	24.7%	21.3%	21.3%	23.4%	23.5%
× 资产周转率	0.26	0.23	0.22	0.26	0.33	0.39
× 总资产/净资产	2.10	2.84	2.07	2.31	2.30	2.26

回报率分析						
	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
投入资本回报率	8.0%	10.2%	8.5%	8.5%	12.9%	16.3%
资本回报率	13.3%	20.3%	11.8%	13.4%	19.5%	22.4%
加权平均资本成本	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

每股指标						
	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
摊薄每股收益	0.11	0.21	0.27	0.35	0.60	0.83
每股经营性现金	0.11	0.53	0.05	0.05	0.49	0.71
每股股息	0.18	0.00	0.17	0.14	0.25	0.24
每股净资产	0.83	1.03	2.28	2.62	3.07	3.70

估值分析						
	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
市盈率	202.8	107.1	83.3	63.7	37.5	27.1
市净率	26.9	21.7	9.9	8.6	7.3	6.1
股价/每股经营性现金流	93.3	20.5	438.4	447.7	46.0	31.4
红利收益率	0.1%	0.0%	0.2%	0.2%	0.7%	0.9%

资料来源：彭博资讯，公司资料，中金公司

北京

中国国际金融有限公司

北京市建国门外大街1号

国贸写字楼2座28层

邮编: 100004

电话: (8610) 6505-1166

传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司

上海市陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (8621) 5879-6226

传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司

新加坡百得利路6号39层4号

邮编: 049909

电话: (65) 6572-1999

传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号

SK大厦1层

邮编: 100022

电话: (8610) 8567-9238

传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号

世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B

邮编: 200020

电话: (8621) 6386-1195

传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号

免税商务大厦裙楼107、201

邮编: 518048

电话: (86755) 8832-2388

传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城

欧美中心1层

邮编: 310012

电话: (86571) 8849-8000

传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号

绿地广场2层

邮编: 210008

电话: (8625) 8316-8988

传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号

粤海天河城大厦40层

邮编: 510620

电话: (8620) 8396-3968

传真: (8620) 8516-8198

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号

香格里拉办公楼1层、16层

邮编: 610021

电话: (8628) 8612-8188

传真: (8628) 8444-7010



本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供, 及(2)中国国际金融(新加坡)有限公司提供于符合Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations定义下的accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者, 有关财务顾问将不需要根据新加坡之Financial Advisers Act第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询, 新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。