

2010-12-30

水务

桑德环境 000826-SZ

维持

买入

当前价格	32.23 元
目标价格	36.00 元
目标期限	6 个月

分析师:

崔玉芹 (执业证书编号: S0930208050143)

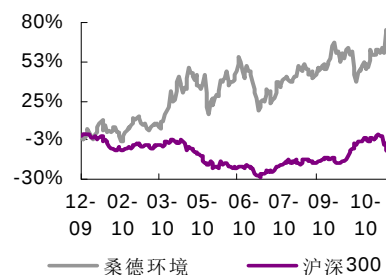
021-22169159

cuiyq@ebcn.com

市场数据

总股本(百万股)	413
总市值(百万元)	13,323
流通比例(%)	56.33%
12 个月最高/最低(元)	34.97/14.95
近 3 月日均成交量(百万股)	8.24
主要股东	北京桑德环保集团有限公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	13.98	26.60	118.49
绝对收益	10.04	33.18	106.02

相关报告:

签订大单 打开成长空间

◇ 事件: 公司公告

◆ 签订大单获得重庆市南川区垃圾处理特许经营权:

公司与重庆市南川区政府签订《生活垃圾处理特许经营协议》，获得南川区生活垃圾处理特许经营权 30 年（不含建设期）。南川区生活垃圾处理项目规模为日处理垃圾 1000 吨（保底处理量 800 吨/日），总投资约为 4.4 亿元，其中一期规模为 500 吨/日（保底处理量 400 吨/日）。预计项目在 2011 年下半年开工，建设期两年半，投资内部收益率在 8% 以上。

◆ 进军垃圾运营领域，打开成长空间:

公司签订大单，打消了市场对公司成长性的疑虑。

同时，公司借此进入生活垃圾处理领域，为未来的增长打开了空间。虽然目前各地尚未形成成熟的垃圾收费体系，且收费较低，但我们认为垃圾收费势在必行，公司进入垃圾处理运营领域也是必然之路。南川垃圾处理项目具有示范效应，将推动公司在西南地区业务的发展，并为公司进行垃圾处理运营项目积累经验。

◆ 垃圾处理空间广阔 龙头企业率先受益:

“十二五”期间，我国环保投资将比“十一五”期间增长一倍以上。我国各地饱受“垃圾围城”之害，固废处理将在“十二五”期间快速发展。我们预计“十二五”期间我国固废处理投资的增速将在 30% 以上。公司作为我国固废处理行业的领军企业，将率先分享行业的高成长。

◆ 未来仍将高速成长，维持“买入”评级

由于南川项目在短期内不能为公司带来经济效益，我们维持公司的盈利预测，即 2010 年、2011 年公司的每股收益分别为 0.48 元和 0.72 元。我们预计公司在未来 5 年内的复合增长率将保持在 30% 以上，建议继续“买入”。

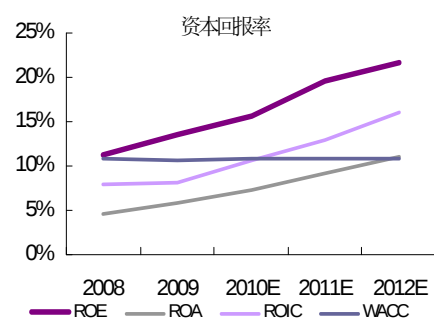
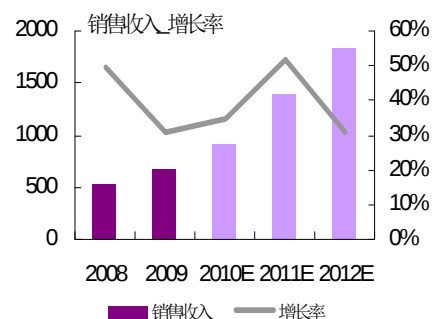
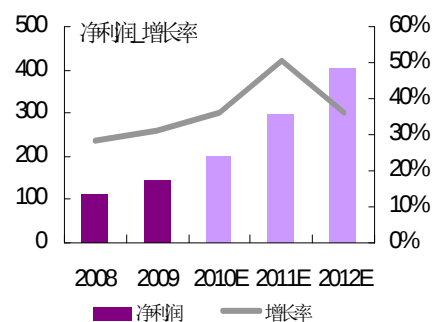
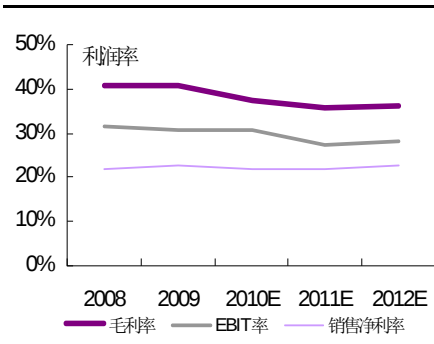
业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	523	684	922	1,399	1,829
营业收入增长率	49.37%	30.83%	34.71%	51.77%	30.74%
净利润(百万元)	111	146	198	298	405
净利润增长率	28.58%	30.91%	35.89%	50.29%	35.97%
EPS(元)	0.27	0.35	0.48	0.72	0.98
ROE(归属母公司) (摊薄)	11.35%	13.45%	15.71%	19.61%	21.74%
P/E	120	91	67	45	33
P/B	14	12	11	9	7
EV/EBITDA	70	55	41	31	24

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	523	684	922	1,399	1,829
营业成本	309	405	576	900	1,170
折旧和摊销	36	53	69	85	91
营业税费	8	8	11	17	22
销售费用	7	9	12	18	23
管理费用	22	33	41	63	82
财务费用	33	38	54	35	38
公允价值变动损益	0	0	-1	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	132	173	228	347	476
利润总额	140	185	239	358	487
少数股东损益	3	10	5	7	9
归属母公司净利润	111.32	145.72	198.02	297.61	404.67

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	2,486	2,644	2,822	3,324	3,739
流动资产	992	854	1,020	1,557	2,033
货币资金	357	193	277	420	549
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	373	514	514	781	1,021
应收票据	0	1	5	7	9
其他应收款	55	36	46	70	91
存货	4	3	6	9	12
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	40	40	413	586	657
无形资产	1,189	1,090	1,036	984	935
总负债	1,413	1,456	1,453	1,691	1,753
无息负债	567	446	576	822	1,023
有息负债	846	1,011	877	869	730
股东权益	1,072	1,187	1,370	1,634	1,986
股本	413	413	413	413	413
公积金	479	446	467	497	538
未分配利润	89	224	381	607	910
少数股东权益	91	104	109	116	125

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	31	21	393	276	396
净利润	111	146	198	298	405
折旧摊销	36	53	69	85	91
净营运资金增加	187	217	23	291	276
其他	-304	-395	102	-396	-376
投资活动产生现金流	-310	-505	-101	-50	-30
净资本支出	330	471	100	50	30
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-640	-977	-201	-100	-60
融资活动现金流	560	321	-208	-83	-237
股本变化	214	0	0	0	0
债务净变化	186	164	-134	-8	-139
无息负债变化	205	-121	130	246	201
净现金流	281	-164	84	143	129

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	49.37%	30.83%	34.71%	51.77%	30.74%
净利润增长率	28.58%	30.91%	35.89%	50.29%	35.97%
EBITDA 增长率	55.46%	30.45%	33.68%	32.52%	29.72%
EBIT 增长率	42.02%	27.12%	34.44%	35.17%	34.47%
估值指标					
PE	120	91	67	45	33
PB	14	12	11	9	7
EV/EBITDA	70	55	41	31	24
EV/EBIT	86	69	51	38	28
EV/NOPLAT	105	82	60	44	33
EV/Sales	27	21	16	10	8
EV/IC	8	7	6	6	5
盈利能力 (%)					
毛利率	40.84%	40.83%	37.54%	35.70%	36.03%
EBITDA 率	38.58%	38.47%	38.17%	33.33%	33.07%
EBIT 率	31.60%	30.71%	30.65%	27.29%	28.07%
税前净利润率	26.69%	27.00%	25.91%	25.61%	26.60%
税后净利润率 (归属母公司)	21.28%	21.29%	21.48%	21.27%	22.12%
ROA	4.59%	5.90%	7.19%	9.16%	11.06%
ROE (归属母公司) (摊薄)	11.35%	13.45%	15.71%	19.61%	21.74%
经营性 ROIC	7.87%	8.03%	10.69%	12.97%	16.07%
偿债能力					
流动比率	1.28	1.07	1.28	1.50	1.85
速动比率	127.63%	106.30%	127.19%	149.47%	184.15%
归属母公司权益/有息债务	1.16	1.07	1.44	1.75	2.55
有形资产/有息债务	1.52	1.51	2.03	2.69	3.83
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.27	0.35	0.48	0.72	0.98
每股红利	0.00	0.05	0.10	0.15	0.20
每股经营现金流	0.08	0.05	0.95	0.67	0.96
每股自由现金流(FCFF)	-0.81	-1.06	0.45	0.21	0.58
每股净资产	2.37	2.62	3.05	3.67	4.50
每股销售收入	1.27	1.66	2.23	3.39	4.43

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

崔玉芹，上海交通大学管理学硕士，CPA。曾就职于大鹏证券股份有限公司、（新加坡）亚洲电力投资有限公司。2005 年加盟光大证券，现任电力行业分析师。

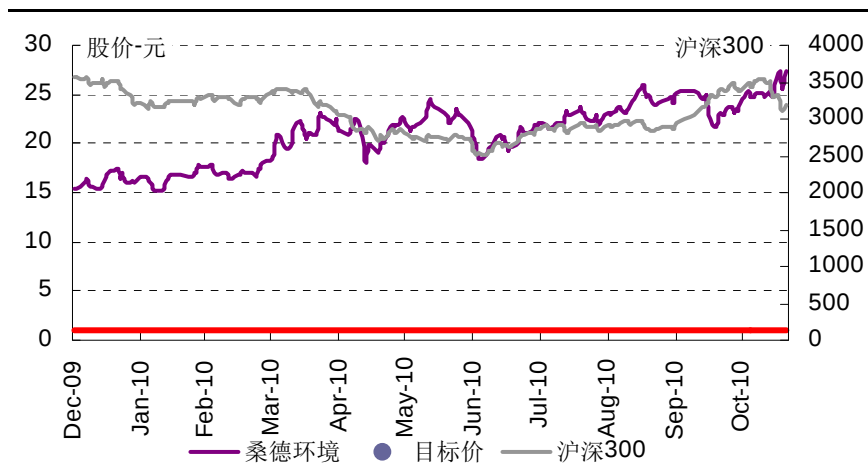
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

桑德环境（000826）

分析师：崔玉芹



日期	股价	目标	评级
2008-05-05	18.45	20.50	增持
2008-06-27	15.15	20.50	增持
2008-08-12	14.00	20.50	增持
2008-10-27	7.78	9.00	增持
2009-03-12	10.98	9.00	增持
2010-11-29	29.80	36.00	买入

资料来源：光大证券研究所

买入	增持	中性
减持	卖出	

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixy1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。