



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

业绩回顾

证券研究报告

2011年3月31日

小盘股

研究部

朱亚锋

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080511010017

zhuyf@cicc.com.cn

曾令波

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080511010044

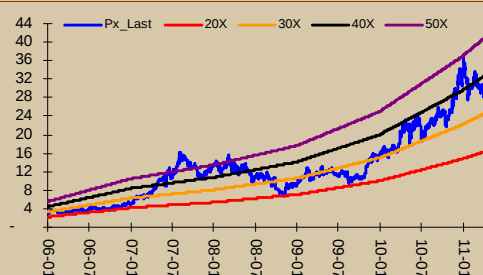
zenglb@cicc.com.cn

推荐

桑德环境 (000826.SZ)

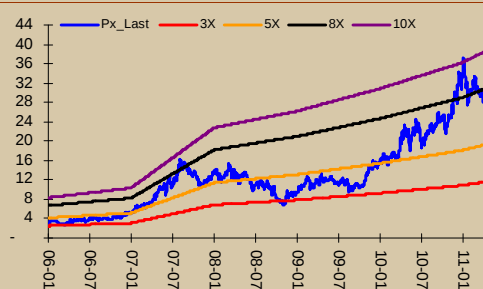
固废业务高增长、产业链优势形成

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: 历史股价表现和市净率区间



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 3: 盈利预测调整

(百万元)	2011E			2012E		
	调整前	调整后	幅度	调整前	调整后	幅度
主营业务收入	1,381	1,390	1%	1,864	1,908	2%
主营业务利润	537	482	-10%	716	659	-8%
净利润	306	306	0%	428	428	0%
每股收益(元)	0.74	0.74	0%	1.04	1.04	0%

资料来源: 中金公司研究部

公司动态:

桑德环境公布 2010 年业绩, 实现收入 9.7 亿, 净利润 2.1 亿, 同比均增长 42%, 全年录得 EPS 0.50 元, 符合预期。公司同时公告拟以 2752 万元收购三项子公司少数股权。

评论:

固废业务引领高速增长。公司全年收入 9.7 亿, 同比增长 42%。分业务看, 受原有建设项目进入施工高峰及新增工程项目推动, 固废工程、固废系统集成业务分别同比增长 46%、131%, 合计看固废业务增长 55%, 是公司业绩核心增长点, 但受原材料价格及人工费用上涨、技术咨询业务收入减少等因素影响, 固废业务毛利率总体下降 4.7%, 也导致公司综合毛利率下降 5.3%。公司费用控制较为出色, 三项费用率同比降低 2.3%。最终实现净利润 2.1 亿, 同比增长 42%, 符合预期。

固废领域全产业链优势形成, 未来还将多方向延伸。公司咸宁设备基地于 10 年 12 月正式投运, 自此, 公司设计-咨询-工程总包-设备制造-系统集成-安装调试的完整产业链优势确立, 公司未来将较大幅度受益于固废产业的快速发展; 同时, 按年报表述, 公司未来还将向固废投资、工业危险废弃物、沼气发电、废旧轮胎处理、汽车拆解、电子垃圾处理、资源回收加工利用、餐厨垃圾处理等多个细分方向延伸, 以进一步拓展成长空间。综合看, 公司前期公告的静脉产业园项目显示公司已经开始沿新思路进行产业探索, 未来进一步进展仍值得重点关注。

污水业务稳健增长, 收购少数股权对业绩略有增厚。公司 2010 年水务业务取得 2.28 亿元收入, 同比稳健增长 14%, 几个近年新投运项目产能利用率及毛利率仍处于较低水平, 预计随着效率提升及更多项目进入收获期, 公司水务业务仍将维持 15% 左右的稳健增速。公司本次同时公告拟以 2752 万收购水务业务的几项少数股东权益以实现全资控股, 分别为荆门水务 5% 股权、象湖水务 9.49% 股权、鹿城水务 10% 股权; 以 2010 年各子公司盈利看, 本次收购市盈率为 2010 年 10x, 收购价格较低, 但由于规模不大预计对 2011 年 EPS 仅有 1% 的增厚。

投资建议:

我们小幅调整了公司 2011~12 年收支预测, 但维持 2011~12 年分别 0.74 元、1.04 元的 EPS 预测; 公司当前股价对应 2011~12 年市盈率分别 39x、28x, 短期估值吸引力有限, 但考虑公司行业属性突出, 未来几年持续快速增长确定性高, 重申推荐, 仍建议长期投资者坚定持有。

股价催化剂:

固废业务订单超出预期, 分选设备得到外部推广, 介入新领域。

主要风险:

订单低于预期; 大盘下跌或市场风格转换导致估值水平下降。

图表 4: 分季度财务数据

(百万元)	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	YoY	QoQ	2009	2010	YoY
主营业务收入	122.9	170.9	191.1	199.5	152.6	246.4	242.1	330.8	65.8%	36.6%	684.5	972.0	42.0%
主营业务成本	78.5	91.2	122.7	112.5	92.3	162.3	157.5	216.5	92.4%	37.4%	405.0	628.6	55.2%
主营业务税金及附加	1.4	2.4	2.0	2.4	1.7	2.3	2.2	3.8	57.7%	70.5%	8.2	10.0	21.8%
主营业务利润	42.9	77.3	66.4	84.6	58.6	81.9	82.4	110.5	30.6%	34.1%	271.2	333.4	22.9%
营业费用	1.3	2.8	2.2	2.4	2.6	2.7	3.0	3.4	42.3%	13.5%	8.7	11.6	33.9%
管理费用	6.2	9.2	9.0	8.7	8.4	6.8	7.2	18.0	107.6%	149.9%	33.1	40.4	22.1%
财务费用	9.1	9.9	8.3	10.3	9.7	10.6	6.2	11.6	13.5%	87.3%	37.5	38.1	1.6%
资产减值损失	-	0.0	-0.0	19.2	-	-	-	3.7	-80.7%	n.a.	19.2	3.7	-80.7%
营业利润	26.3	55.4	46.9	44.0	37.9	61.9	66.0	73.8	67.6%	11.8%	172.6	239.5	38.7%
利润总额	27.5	56.0	47.4	53.9	38.8	62.4	66.0	80.5	49.3%	21.9%	184.8	247.7	34.0%
所得税	3.0	12.6	5.5	7.7	5.4	8.6	9.7	8.2	6.9%	-15.6%	28.8	32.0	11.0%
少数股东损益	1.6	2.5	2.0	4.2	1.1	1.2	1.6	4.9	16.5%	205.9%	10.3	8.8	-14.9%
归属于股东的净利润	23.0	40.8	39.9	42.0	32.3	52.6	54.7	67.4	60.4%	23.3%	145.7	207.0	42.0%
每股收益 (人民币元)	0.06	0.10	0.10	0.10	0.08	0.13	0.13	0.16	60.4%	23.3%	0.35	0.50	42.0%
毛利率	36.1%	46.6%	35.8%	43.6%	39.5%	34.2%	34.9%	34.5%	-9.0%	-0.4%	40.8%	35.3%	-5.5%
营业费用率	1.0%	1.6%	1.2%	1.2%	1.7%	1.1%	1.2%	1.0%	-0.2%	-0.2%	1.3%	1.2%	-0.1%
管理费用率	5.1%	5.4%	4.7%	4.4%	5.5%	2.7%	3.0%	5.4%	1.1%	2.5%	4.8%	4.2%	-0.7%
财务费用率	7.4%	5.8%	4.3%	5.1%	6.4%	4.3%	2.6%	3.5%	-1.6%	1.0%	5.5%	3.9%	-1.6%
营业利润率	21.4%	32.4%	24.5%	22.1%	24.8%	25.1%	27.2%	22.3%	0.2%	-4.9%	25.2%	24.6%	-0.6%
净利润率	18.7%	23.9%	20.9%	21.1%	21.2%	21.3%	22.6%	20.4%	-0.7%	-2.2%	21.3%	21.3%	0.0%
有效税率	10.8%	22.6%	11.6%	14.3%	13.8%	13.8%	14.8%	10.2%	-4.1%	-4.5%	15.6%	12.9%	-2.7%

资料来源：公司资料，中金公司

图表 5: 分业务财务数据

(百万元)	1H09	2H09	1H10	2H10	YoY	HoH	2009	2010	YoY
收入	293.3	382.5	399.1	565.4	48%	41.7%	675.9	964.4	42.7%
固废合计	198.8	276.9	292.8	443.6	60%	51.5%	475.6	736.4	54.8%
-固废系统集成	34.7	15.3	16.3	99.4	549%	510.1%	50.0	115.7	131.4%
-固废工程	164.1	261.5	276.5	344.2	32%	24.5%	425.6	620.7	45.8%
污水处理	65.5	69.5	72.1	83.6	20%	16.0%	135.0	155.7	15.3%
自来水	29.1	36.2	30.9	41.4	15%	34.0%	65.2	72.3	10.9%
毛利率	42.1%	38.7%	36.2%	34.0%	-5%	-2.2%	40.2%	34.9%	-5.3%
固废合计	40.6%	37.3%	35.3%	33.1%	-4%	-2.2%	38.7%	33.9%	-4.7%
-固废系统集成	74.1%	51.8%	63.3%	35.5%	-16%	-27.9%	67.3%	39.4%	-27.9%
-固废工程	33.6%	36.4%	33.6%	32.4%	-4%	-1.2%	35.3%	32.9%	-2.4%
污水处理	43.7%	50.3%	38.0%	40.1%	-10%	2.1%	47.1%	39.1%	-8.0%
自来水	48.9%	27.6%	35.6%	35.8%	8%	0.2%	37.1%	35.7%	-1.4%

资料来源：公司资料，中金公司

图表6：财务分析、盈利预测与估值分析摘要

桑德环境 000826 损益表 (人民币百万)						
	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
销售收入	350	523	684	972	1,390	1,908
销售成本及税金	202	317	413	639	908	1,249
营业费用	8	7	9	12	18	26
管理费用	15	22	33	40	61	86
EBIT	126	176	229	281	402	547
EBITDA	139	149	283	346	494	649
财务费用	12	33	38	38	40	41
投资收益	7	0	0	0	0	0
其他损益项	-8	-4	12	8	8	8
所得税	27	25	29	32	56	77
少数股东损益	-1	3	10	9	9	9
归属于股东的净利润	87	111	146	207	306	428

桑德环境 000826 资产负债表 (人民币百万)						
	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
现金	72	357	193	164	267	-68
应收帐款	226	428	551	747	1,142	1,542
预付帐款	87	199	108	43	60	502
存货	1	3	3	12	5	7
其他流动资产	-	-	-	-	-	-
流动资产	387	987	854	966	1,474	1,983
固定资产	1,124	158	675	693	700	698
长期投资	10	10	-	-	0	0
其他长期资产	17	1,203	1,114	1,315	1,357	1,396
长期资产	1,151	1,371	1,789	2,008	2,056	2,095
资产总额	1,538	2,358	2,644	2,974	3,530	4,077
短期借款	151	228	395	427	427	327
各项应付款	309	495	341	483	849	1,151
应交税费	48	32	57	68	97	134
应付职工薪酬	0	1	1	1	2	2
其他流动负债	4	9	7	56	63	66
流动负债	512	765	801	1,035	1,437	1,680
长期借款	509	540	613	511	461	411
其他长期负债	1	21	42	42	42	42
长期负债	510	560	655	553	503	453
负债总额	1,022	1,325	1,456	1,587	1,940	2,132
少数股东权益	89	91	104	112	92	102
股本	200	413	413	413	413	413
公积金及未分配利润	227	528	670	861	1,084	1,430
股东权益	427	941	1,084	1,274	1,498	1,844
负债及股东权益	1,538	2,358	2,644	2,974	3,530	4,077

桑德环境 000826 现金流量表 (人民币百万)						
	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
净利润	87	111	146	207	306	428
折旧/摊销	13	-28	53	65	92	102
运营资本变化	104	-144	-160	13	-3	-501
其他项	14	82	-18	-27	49	50
经营活动现金流	218	21	21	258	444	79
固定资产投资	-231	-316	-471	-184	-140	-140
其他投资活动	8	20	-34	-	18	-
投资活动现金流	-223	-296	-505	-184	-122	-140
股权融资	-	420	-	-	-	-
借款变动	28	179	368	-61	-50	-150
其他融资活动	-31	-39	-48	-59	-152	-123
融资活动现金流	-2	560	321	-120	-202	-273
现金(等价物)变化	-7	284	-164	-46	120	-334

历史股价表现						
	1周	1月	1季度	半年	1年	2年
	-8%	-15%	-13%	16%	52%	140%
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	118.4 亿元		流通市值		66.7 亿元	
发行股数	4.13 亿股		股票现价		28.64 元	

成长性分析						
	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
销售收入	52%	49%	31%	42%	43%	37%
销售毛利	88%	39%	32%	23%	45%	37%
EBITDA	105%	7%	90%	22%	43%	31%
EBIT	111%	41%	30%	23%	43%	36%
净利润	89%	29%	31%	42%	48%	40%

盈利能力分析						
	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
毛利率	42.2%	39.3%	39.6%	34.3%	34.7%	34.5%
营业费用率	2.2%	1.4%	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%
管理费用率	4.2%	4.3%	4.8%	4.2%	4.0%	4.0%
EBITDA利润率	39.7%	28.4%	41.3%	35.6%	35.6%	34.0%
EBIT利润率	35.9%	33.7%	33.5%	28.9%	29.0%	28.7%
净利润率	24.7%	21.3%	21.3%	21.3%	22.0%	22.5%

偿债能力分析						
	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
流动比率	0.75	1.29	1.07	0.93	1.03	1.18
速动比率	0.75	1.29	1.06	0.92	1.02	1.18
现金比率	5%	15%	7%	6%	8%	-2%
资产负债率	66%	56%	55%	53%	55%	52%
债务/权益	155%	84%	97%	81%	65%	45%
净债务/权益	138%	46%	79%	68%	48%	49%
利息覆盖倍数	7	3	4	5	8	11

杜邦分析						
	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
净资产收益率	20.3%	11.8%	13.4%	16.2%	20.4%	23.2%
= 总资产收益率	7.2%	5.7%	5.8%	7.4%	9.4%	11.3%
× 总资产/净资产	2.84	2.07	2.31	2.20	2.17	2.06
= 销售净利润率	24.7%	21.3%	21.3%	21.3%	22.0%	22.5%
× 资产周转率	0.23	0.22	0.26	0.33	0.39	0.47
× 总资产/净资产	2.84	2.07	2.31	2.20	2.17	2.06

回报率分析						
	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
投入资本回报率	10.2%	8.5%	8.5%	10.9%	15.2%	19.1%
资本回报率	20.3%	11.8%	13.4%	16.2%	20.4%	23.2%
加权平均资本成本	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

每股指标						
	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
摊薄每股收益	0.21	0.27	0.35	0.50	0.74	1.04
每股经营性现金	0.53	0.05	0.05	0.62	1.07	0.19
每股股息	0.00	0.17	0.14	0.20	0.27	0.19
每股净资产	1.03	2.28	2.62	3.08	3.62	4.46

估值分析						
	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
市盈率	136.7	106.3	81.2	57.2	38.7	27.6
市净率	27.7	12.6	10.9	9.3	7.9	6.4
股价/每股经营性现金流	26.2	559.5	571.3	45.9	26.7	150.0
红利收益率	0.0%	0.2%	0.2%	0.3%	0.7%	0.7%

资料来源：彭博资讯，公司资料，中金公司

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。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财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》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，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析师估测 6-12 个月绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%-20% 为“审慎推荐”、-10%-10% 为“中性”、-20%--10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

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: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)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

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

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: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

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: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

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: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

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: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

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: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



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