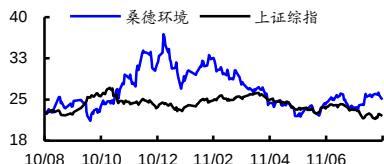


证券研究报告—动态报告
公用事业
环保
桑德环境(000826)
2011 年半年报点评
推荐

(维持评级)

2011 年 8 月 30 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本 (百万股)	413.4/400.5
总市值 (百万元)	10,821.7/10,484.7
沪深 300/深圳成指	2,576.41/11,372.38
12 个月最高/最低 (元)	37.29/21.61

相关研究报告:

《桑德环境-000826-固废业务高速增长, 费用控制良好》——2011-4-29

《产业链下游延伸实质启动》——2010-12-31

《桑德环境-000826-竞争模式创新, 业绩高速增长可期》——2010-12-27

《桑德环境-000826-股权激励草案点评: 股权激励有利公司长远增长》——2010-8-11

证券分析师: 谢达成

电话: 021-60933161

E-mail: xiedc@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120032

半年报点评

业绩超出预期, 布局新业务点

●项目配套基建投资、周边县级填埋项目拓展超出预期

公司上半年实现收入 6.3 亿元, 同比增长 58.7%, 归属母公司净利 1.22 亿元, 折合摊薄后 EPS0.30 元, 同比增长 44%。这是在新增 2300 万期权费用摊销后做到, 实属不易。固废工程业务增长较快, 超出我们预期, 原因主要在于 (1) 部分填埋项目配套的“三通一平”等基建投资超出预期; (2) 除了青州、德州、大庆、安达、天门等几个较大项目进入结算外, 公司在部分项目周边拓展了多个县级填埋小项目, 周期较短。在行业新签大项目进度较缓情况下, 公司利用填埋项目作为补充, 一定程度体现了技术均衡的优势。

●固废工程增长较快, 布局新业务点

上半年公司经营亮点主要体现在: (1) 固废工程业务快速增长, 并且毛利率提升 1.8 个百分点, 由于量占比大, 带动整体毛利率上升近 2 个百分点。(2) 业务拓展至环保新能源: 上半年公司除固废业务外, 公司还投资建设安徽淮南餐厨垃圾项目、生物质发电, 参股锂电池项目等, 进行了相关技术和业务储备, 前两者建设服务在下半年就有望贡献。

稍不足的是公司应收和应付项目增加的不匹配导致公司营运资本增加较大, 经营性现金流为负。主要是 2010 年上半年对应项目回款不力所致, 与地方政府国债资金未到位有关, 但我们预计成为坏账可能性较小。

●下半年项目进入“设备交付”或“设计咨询”期, 盈利能力有望提升

展望下半年, 我们预计“固废设备和安装咨询”业务将增长较快且毛利率回升, 原因在于在手几个项目大多进入设备交付期, 且静脉园子项目、安徽淮南餐厨垃圾项目、重庆南川、生物质发电等均有有望启动前期的设计咨询。

●看好公司长期发展, 维持“推荐”评级

公司 2011 年业绩增长取决于大项目推进速度, 但 2012 年高增长确定, 暂维持 2011-13 年 EPS 为 0.66/0.92/1.17 元, 动态 PE 水平分别为 38/28/22*, 看好公司长期发展, 维持“推荐”评级。风险主要在于项目进展搁置、回款恶化。

盈利预测和财务指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	684	972	1,391	1,762	2,085
(+/-%)	30.8%	42.0%	43.1%	26.7%	18.4%
净利润(百万元)	146	207	274	382	483
(+/-%)	30.9%	42.0%	32.5%	39.2%	26.5%
每股收益 (元)	0.35	0.50	0.66	0.92	1.17
EBIT Margin	33.5%	28.9%	27.5%	29.5%	31.3%
净资产收益率 (ROE)	13.5%	16.2%	18.0%	20.5%	21.0%
市盈率 (PE)	72.1	50.8	38.3	27.5	21.8
EV/EBITD	40.8	35.0	27.6	21.8	18.1
市净率 (PB)	9.70	8.24	6.91	5.63	4.57

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

表 1: 桑德环境单季盈利分析

	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	YoY	QoQ	1H10	1H11	YoY
营业收入	152.6	246.4	242.1	330.8	262.7	370.7	50.4%	41.1%	399.1	633.5	58.7%
营业成本	92.3	162.3	157.5	216.5	165.4	226.9	39.8%	37.2%	254.6	392.4	54.1%
营业税金及附加	1.7	2.3	2.2	3.8	3.2	4.6	98.7%	41.4%	4.0	7.8	95.8%
销售费用	2.6	2.7	3.0	3.4	2.7	3.2	18.2%	16.7%	5.3	5.9	10.6%
管理费用	8.4	6.7	7.2	18.0	23.5	25.5	277.0%	8.1%	15.1	49.0	223.6%
财务费用	9.7	10.6	6.2	11.6	12.3	21.3	101.9%	73.8%	20.3	33.6	65.5%
营业利润	37.9	61.9	66.0	73.7	55.6	89.3	44.3%	60.8%	99.8	144.9	45.2%
利润总额	38.8	62.4	66.0	80.5	57.5	90.4	45.0%	57.3%	101.2	147.9	46.2%
所得税费用	5.4	8.6	9.7	8.2	8.8	13.9	61.5%	58.1%	14.0	22.8	62.7%
归属母公司净利	32.3	52.6	54.7	67.4	47.7	74.3	41.3%	55.7%	84.9	122.0	43.7%
每股收益	0.08	0.13	0.13	0.16	0.12	0.18	41.3%	55.7%	0.21	0.30	43.9%
毛利率	39.5%	34.2%	34.9%	34.5%	37.0%	38.8%	4.6%	1.8%	36.2%	38.1%	1.9%
销售费用率	1.7%	1.1%	1.2%	1.0%	1.0%	0.8%	-0.2%	-0.2%	1.3%	0.9%	-0.4%
管理费用率	5.5%	2.7%	3.0%	5.4%	9.0%	6.9%	4.1%	-2.1%	3.8%	7.7%	3.9%
EBIT/收入	6.4%	4.3%	2.6%	3.5%	4.7%	5.7%	1.5%	1.1%	5.1%	5.3%	0.2%
财务费用率	31.2%	29.4%	29.8%	26.9%	25.8%	29.8%	0.4%	4.0%	30.1%	28.2%	-1.9%
营业利润率	24.8%	25.1%	27.2%	22.3%	21.1%	24.1%	-1.0%	2.9%	25.0%	22.9%	-2.1%
实际所得税率	13.8%	13.8%	14.8%	10.2%	15.3%	15.4%	1.6%	0.1%	13.8%	15.4%	1.6%
净利润率	21.2%	21.3%	22.6%	20.4%	18.2%	20.0%	-1.3%	1.9%	21.3%	19.3%	-2.0%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表 2: 桑德环境分产品盈利分析

	1H09	2H09	1H10	2H10	1H11	YOY
营业收入	293.4	382.6	395.8	568.6	628.8	58.9%
市政污水处理	65.5	69.5	72.1	83.6	84.1	16.7%
自来水供应业务	29.1	36.2	30.9	41.4	34.0	9.8%
固体废弃物处置设备安装及技术咨询业务	34.7	15.3	16.3	99.4	105.3	545.9%
固体废弃物处置工程市政施工业务	164.1	261.6	276.5	344.2	405.5	46.6%
营业成本	169.8	234.4	254.2	373.5	391.9	54.2%
市政污水处理	36.9	34.6	44.7	50.1	52.7	17.9%
自来水供应业务	14.9	26.2	19.9	26.6	24.1	20.8%
固体废弃物处置设备安装及技术咨询业务	9.0	7.4	6.0	64.2	53.4	793.1%
固体废弃物处置工程市政施工业务	109.0	166.3	183.6	232.7	261.7	42.6%
营业利润率	42.1%	38.7%	35.8%	34.3%	37.7%	1.9%
市政污水处理	43.6%	50.3%	38.0%	40.1%	37.4%	-0.7%
自来水供应业务	48.9%	27.6%	35.6%	35.9%	29.1%	-6.5%
固体废弃物处置设备安装及技术咨询业务	74.1%	51.7%	63.3%	35.5%	49.3%	-14.0%
固体废弃物处置工程市政施工业务	33.6%	36.4%	33.6%	32.4%	35.5%	1.8%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	164	114	88	104	营业收入	972	1391	1762	2085
应收款项	747	1109	1392	1637	营业成本	629	891	1122	1312
存货净额	12	19	24	28	营业税金及附加	10	14	18	22
其他流动资产	43	61	77	91	销售费用	12	18	22	26
流动资产合计	966	1302	1581	1861	管理费用	100	142	144	152
固定资产	693	664	1021	1025	财务费用	38	47	55	69
无形资产及其他	1291	1541	1778	2419	投资收益	0	(0)	(0)	(0)
投资性房地产	24	24	24	24	资产减值及公允价值变动	(4)	(4)	(4)	(4)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	60	58	64	78
资产总计	2974	3532	4404	5329	营业利润	239	332	461	580
短期借款及交易性金融负债	477	0	99	228	营业外净收支	8	9	9	10
应付款项	389	608	767	898	利润总额	248	341	470	589
其他流动负债	169	270	334	385	所得税费用	32	55	72	86
流动负债合计	1035	878	1200	1511	少数股东损益	9	12	17	21
长期借款及应付债券	511	968	1159	1321	归属于母公司净利润	207	274	382	483
其他长期负债	42	42	42	42					
长期负债合计	553	1009	1201	1362	现金流量表 (百万元)				
负债合计	1587	1888	2400	2873		2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	112	123	138	157	净利润	207	274	382	483
股东权益	1274	1521	1865	2299	资产减值准备	4	(0)	(0)	(0)
负债和股东权益总计	2974	3532	4404	5329	折旧摊销	65	65	72	86
					公允价值变动损失	0	4	4	4
					财务费用	44	47	55	69
					营运资本变动	(69)	(67)	(83)	(81)
					其它	52	58	70	88
					经营活动现金流	258	335	444	579
					资本开支	(184)	(291)	(668)	(736)
					其它投资现金流	0	(0)	(0)	(0)
					投资活动现金流	(184)	(291)	(668)	(736)
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	(23)	(20)	291	290
					支付股利、利息	(79)	(74)	(93)	(117)
					其它融资现金流	(18)	(477)	99	129
					融资活动现金流	(120)	(94)	198	173
					现金净变动	(28)	(50)	(26)	16
					货币资金的期初余额	193	164	114	88
					货币资金的期末余额	164	114	88	104
					企业自由现金流	123	30	(239)	(173)
					权益自由现金流	145	(30)	6	58

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归国信证券所有，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。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔 嵘	021-60933159	张 旭	010-66026340		
				技术分析	
				闫 莉	010-88005316
交通运输		银行		房地产	
郑 武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648
陈建生	0755- 82133766	黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳 鑫	0755- 82130432	谈 煊	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397
周 俊	0755-82130833-6215				
糜怀清					
商业贸易		汽车及零配件		钢铁及新材料	
孙菲菲	0755-82130722	左 涛	021-60933164	郑 东	010- 66025270
祝 彬	021-60933156			秦 波	010-66026317
常 伟				郭 莹	010-88005303
机械		基础化工		医药	
郑 武	0755- 82130422	刘旭明	010-66025272	贺平鸽	0755-82133396
陈 玲	0755-82130646	张栋梁	0755-82130532	丁 丹	0755- 82139908
杨 森	0755-82133343	罗 洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
后立尧	010-88005327	吴琳琳	0755-82130833-1867	谭权胜	0755-82136019
		梁 丹	0755- 82134323	胡博新	0755-82133263
				刘 勃	0755-82130833-1845
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
杨敬梅	021-60933160	陈财茂	010-88005322	彭 波	0755-82133909
张 弢	010-88005311	刘 明	010-88005319	谢鸿鹤	0755-82130646
				龙 飞	
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	唐俊杰	021-60875160
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵 达	0755-82130706	黄海培	021-60933150	欧阳仕华	0755-82151833
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
熊 丹					
建材		旅游		食品饮料	
郑 东	010- 66025270	曾 光	0755-82150809	黄 茂	0755-82138922
马 彦	010-88005304				
建筑		新兴产业		研究支持	
邱 波	0755-82133390	陈 健	010-66022025	沈 瑞	0755-82132998
刘 萍	0755-82130678	李筱筠	010-66026326	雷 达	0755-82132098
		孙 伟	010- 66026320	余 辉	0755-82130741
				王越明	0755-82130478
量化投资产品		基金评价与研究		量化投资策略	
焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
阳 瑾	0755-82133538	康 亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155
周 琦	0755-82133568	刘舒宇	0755-82133568	程景佳	010-88005326
邓 岳	0755- 82150533	李 腾	0755-82130833-6223	郑 云	021-60875163
		刘 洋	0755-82150566	毛 甜	021-60933154
		潘小果	0755-82130843	李荣兴	021-60933165
		蔡乐祥	0755-82130833-1368	郑亚斌	
		钱 晶	0755-82130833-1367		
量化交易策略与技术		数据与系统支持			

戴 军	0755-82133129	赵斯尘	021-60875174
黄志文	0755-82133928	徐左乾	0755-82133090
彭甘霖	0755-82133259	李扬之	0755-82136165
秦国文	0755-82133528	陈爱华	0755-82133397
韦 敏	0755-82130833-3772	袁 剑	0755-82139918
张璐楠	0755-82130833- 1379		

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）		华东区（机构销售二部）		华南区（机构销售三部）	
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
焦 骥	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwyng@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
原 祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	徐 冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
				颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
				赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
				郑 灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn