

强烈推荐-A (维持)

桑德环境 000826.SZ

目标估值: 29.7-34.7 元

当前股价: 26.18 元

2011年8月29日

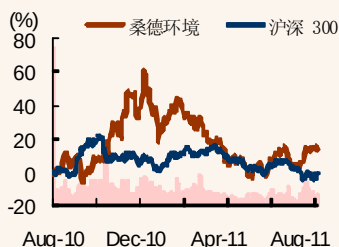
固废龙头地位稳固，挺进餐厨垃圾市场

基础数据

上证综指	2612
总股本(万股)	42159
已上市流通股(万股)	40049
总市值(亿元)	110
流通市值(亿元)	105
每股净资产(MRQ)	3.2
ROE(TTM)	16.7
资产负债率	55.5%
主要股东	北京桑德环保集团有
主要股东持股比例	44.0%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	10	-21	20
相对表现	13	-12	18



相关报告

- 1、《桑德环境(000826) - 收入大幅增长，固废业务开局良好》2011/4/28
- 2、《桑德环境(000826) - 固废业务收入大幅增长，成长进入快车道》2011/3/30

彭全刚

010-57601860
pengqg@cmschina.com.cn
S1090511030016

研究助理:

侯鹏

010-57601861
houp@cmschina.com.cn

张晨

010-57601866
zhangchen2@cmschina.com.cn

公司上半年归属净利润同比增长 44%，符合预期。此外，公司还公告对外投资设立控股子公司，开展餐厨垃圾投资、建设及运营项目。公司龙头地位稳固，同时又紧跟国家政策引导方向进入新领域，打开更大成长空间，维持“强烈推荐”评级。

- **设备及工程双驱动，固废业务收入持续增长。**2011 年上半年，公司实现主营业务收入 6.3 亿元，同比增长 59%，归属于母公司所有者的净利润 1.2 亿元，同比增加 44%，实现每股收益为 0.295 元，基本符合预期。二季度单季，公司实现归属于母公司净利润 0.7 亿元，同比增长 41%，环比增长 56%。公司上半年营业收入的增长主要仍是来自于固废处置相关业务。其中，固废设备安装及技术咨询同比大幅增长 546%，而固废工程业务同比增长 46.6%。
- **综合盈利能力有所回升，固废业务毛利率回升是主因。**公司上半年经营毛利率 38%，较去年同期上升 2 个百分点，主要是受益于固废业务毛利率的回升。其中，固废处置工程毛利率同比提升 2 个百分点；固废设备集成销售安装及技术咨询毛利率同比下降 14 个百分点，但较去年全年毛利率则提升 10 个百分点。总体来看，公司固废业务盈利能力在 2011 年上半年仍然保持在较高水平，为公司业绩提升及后续业务拓展都奠定了较好的基础。
- **对外投资设立子公司，拓展业务领域，分享餐厨垃圾市场。**公司还发布“对外投资暨关联交易公告”，桑德环境拟与控股子公司北京合加在安徽淮南市共同投资成立控股子公司淮南国新生物科技有限公司，开展餐厨垃圾收集处理工程项目投资、建设及运营，项目投资预计 1 亿元左右，日处理餐厨垃圾 200 吨左右。公司此时顺利进入餐厨垃圾处理领域，是紧跟国家政策引导方向，在新的广阔市场中提前布局，为公司后续成长发展也带来更大想象空间。
- **龙头地位稳固，新领域又再布局，维持“强烈推荐”评级。**在固废行业发展提速的背景下，公司作为行业龙头，凭借其自身的品牌优势、及不断的开拓，在未来较长一段时间内都有能力保持高速成长的势头。我们预计公司 2011-2013 年实现每股收益分别为 0.70 元、0.99 元、1.39 元，按 2012 年 30-35 倍估值给予目标价 29.7-34.7 元，维持“强烈推荐-A”的投资评级，长期看好。

风险提示：固废项目受前期工作影响，开展滞后影响收入确认

财务数据与估值

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	684	972	1535	2104	2817
同比增长	31%	42%	58%	37%	34%
营业利润(百万元)	173	239	343	494	697
同比增长	30%	39%	43%	44%	41%
净利润(百万元)	146	207	287	410	576
同比增长	31%	42%	39%	43%	41%
每股收益(元)	0.35	0.50	0.70	0.99	1.39
PE	74.3	52.3	37.6	26.4	18.8
PB	10.0	8.5	7.2	5.9	4.7

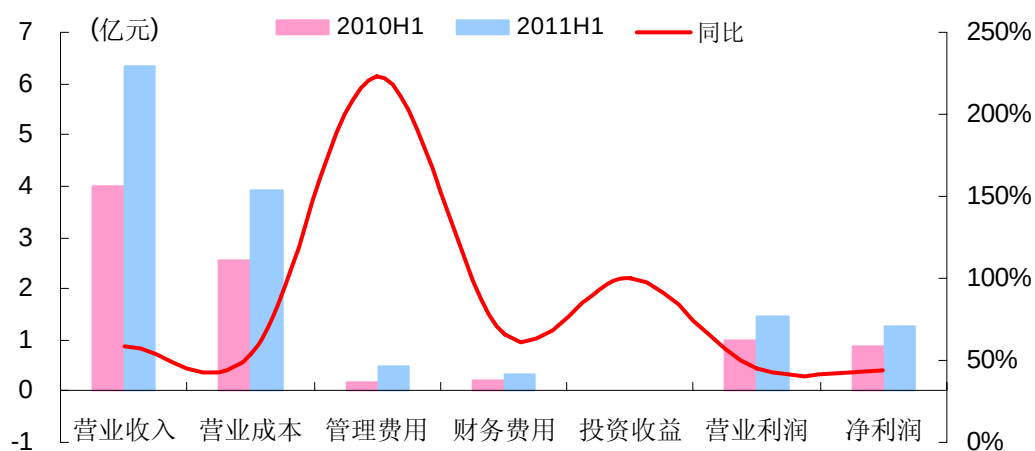
资料来源：招商证券

1、设备及工程双驱动，固废业务收入持续增长

2011 年上半年，公司实现主营业务收入 6.3 亿元，同比增长 59%，实现利润总额 1.5 亿元，同比增长 46%，归属于母公司所有者的净利润 1.2 亿元，同比增加 44%，实现每股收益为 0.295 元，基本符合预期。

公司上半年营业收入的增长主要仍是来自于固废处置相关业务收入同比增加。其中，固废设备安装及技术咨询实现营业收入 1.05 亿元，同比大幅增长 546%，而固废工程业务则保持了之前的良好增长势头，同比增长 46.6%。

图1：桑德环境上半年经营指标同比变动比较



数据来源：公司公告，招商证券整理

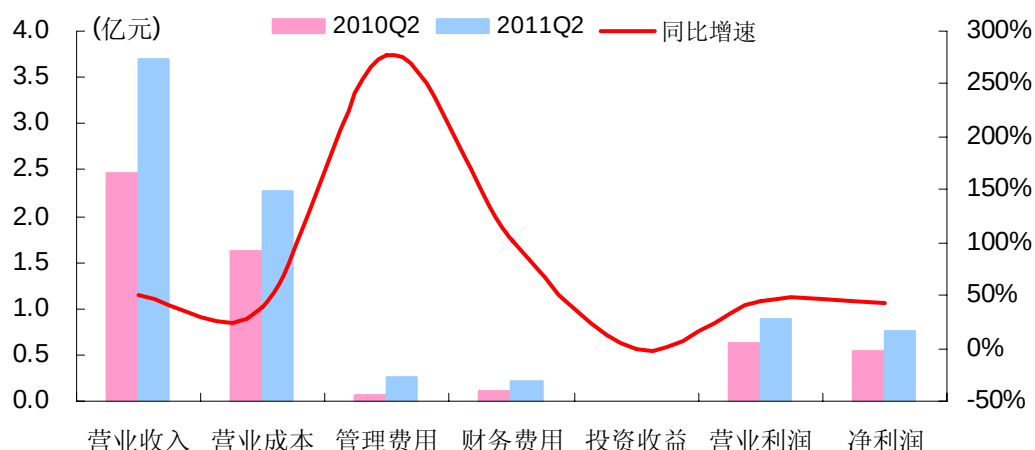
2、二季度盈利同比环比均保持增长势头

公司二季度实现归属于母公司净利润 0.7 亿元，同比增长 41%，环比增长 56%，折合每股收益 0.175 元。

- 二季度，公司实现销售收入 3.7 亿元，同比增加 50%；营业成本 2.3 亿元，同比增加 40%；财务费用 0.2 亿元，同比增加 102%；实现归属公司净利润 0.7 亿元，同比增加 41%。
- 二季度销售收入环比增加 41%，营业成本环比增加 37%，财务费用环比增加 74%。

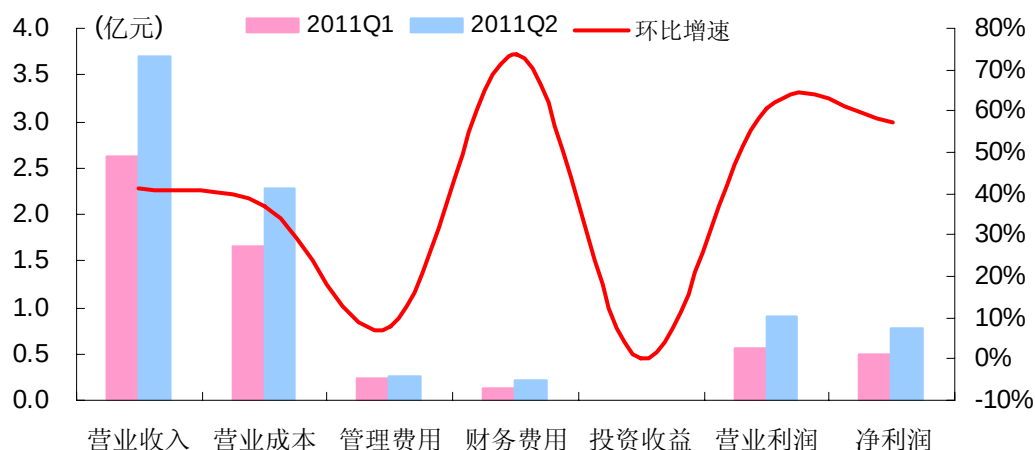
公司二季度盈利环比、同比均保持增长势头，主要是受益于固废相关业务收入的增加。二季度，公司营业成本的增长幅度小于收入增幅，促进了公司盈利的提升，但由于股权激励费用摊销等因素影响，公司管理费用及财务费用同比有较大幅度的增加，影响了净利润的增长速度。

图2：桑德环境二季度经营指标同比变动比较



数据来源：公司公告，招商证券整理

图3：桑德环境二季度经营指标环比变动比较



数据来源：公司公告，招商证券整理

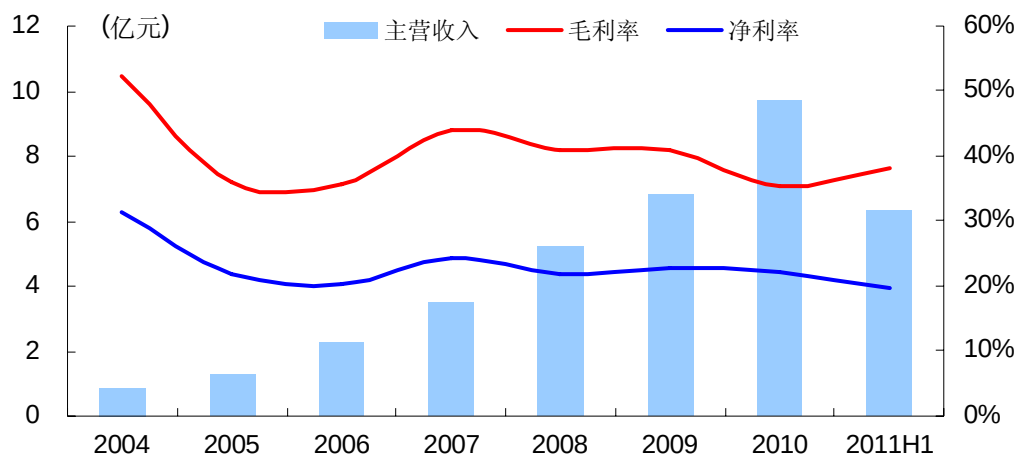
3、综合盈利能力有所回升，固废业务毛利率回升是主因

公司上半年经营毛利率 38%，较去年同期上升 2 个百分点。公司综合盈利能力的提升主要是受益于固废业务毛利率的回升。其中，固废处置工程毛利率达到 35%，同比提升 2 个百分点；固废设备集成销售安装及技术咨询毛利率达 49%，同比下降 14 个百分点，但较去年全年毛利率则提升 10 个百分点。

相比之下，公司水务业务由于管网改造、人工成本、折旧增加等因素的影响，毛利率同比有所下滑。其中，污水处理上半年毛利率为 37%，同比减少 1 个百分点；自来水供应毛利率为 29%，同比减少 7 个百分点。

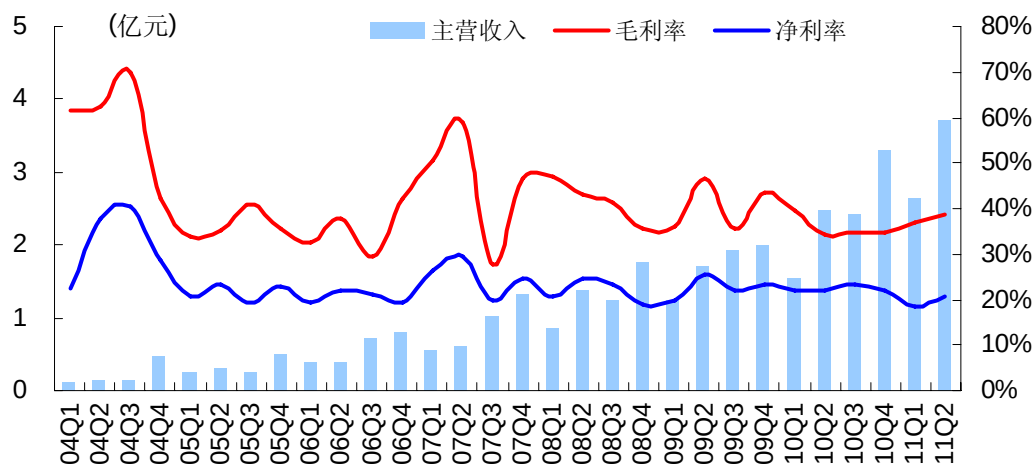
总体来看，公司固废业务盈利能力在 2011 年上半年仍然保持在较高水平，为公司业绩提升及后续业务拓展都奠定了较好的基础。

图4：桑德环境年度收入和利润率指标比较



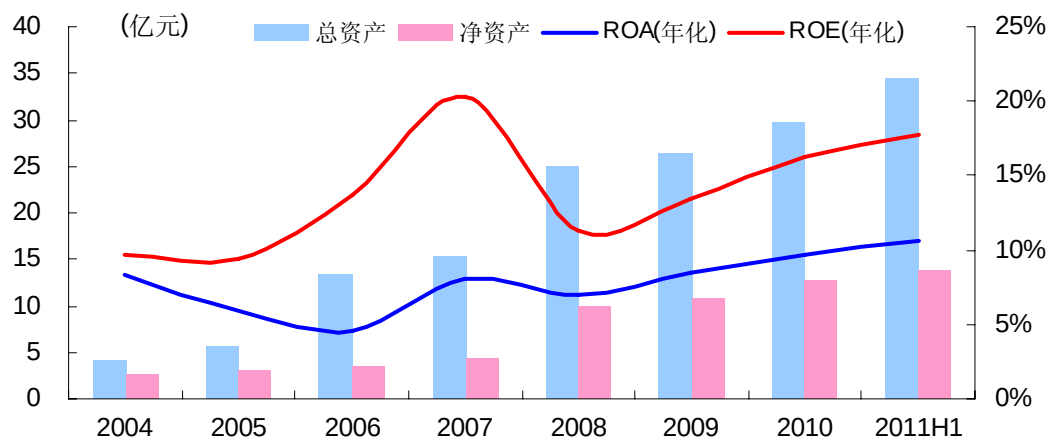
数据来源：公司公告，招商证券整理

图5：桑德环境季度营业收入和利润率指标比较



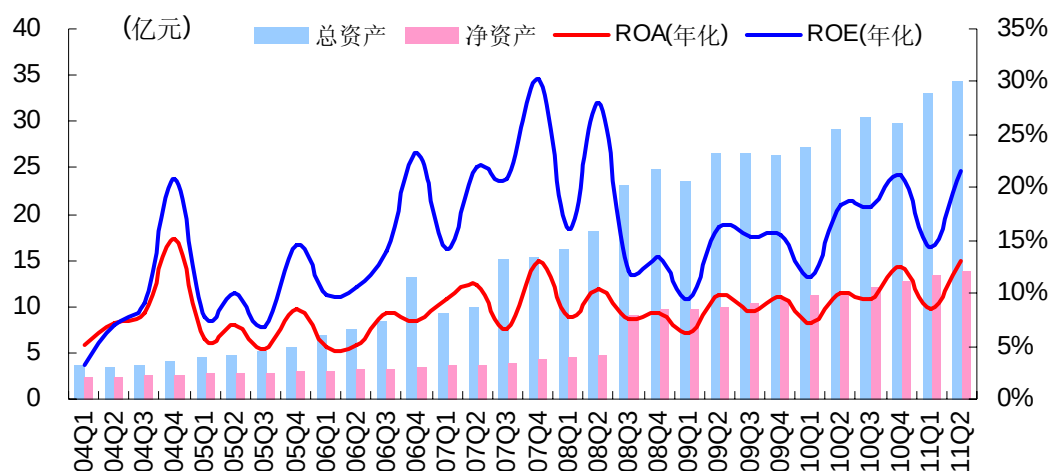
数据来源：公司公告，招商证券整理

图6：桑德环境年度资产收益率指标比较



数据来源：公司公告，招商证券整理

图7：桑德环境季度资产收益率指标比较



数据来源：公司公告，招商证券整理

4、对外投资设立子公司，拓展业务领域，分享餐厨垃圾市场

除半年报外，公司还发布“对外投资暨关联交易公告”，拟对外投资设立两子公司。

- **对外投资一：**桑德环境拟与控股股东北京桑德环保集团有限公司拟在湖南省湘潭市共同投资成立湖南桑德新能源动力科技有限公司。其中，桑德集团以现金出资 700 万元，占新公司注册资本的 70%，公司以现金出资 300 万元，占新公司注册资本的 30%。新公司经营业务为锂离子动力电池产品研发、设计、生产、销售 and 专业化服务等相关业务。
- **对外投资二：**桑德环境拟与控股子公司北京合加环保有限责任公司在安徽淮南市共同投资成立控股子公司淮南国新生物科技有限公司。其中，公司以现金出资 2700 万元，占新公司注册资本的 90%，北京合加以现金出资 300 万元，占新公司注册资本的 10%。公司本次设立控股子公司主要目的为在安徽省淮南市开展餐厨垃圾收集处理工程项目投资、建设及运营。该项目预计总投资约 1 亿元左右，日处理餐厨垃圾 200 吨左右（具体投资及项目规模以政府有关部门批准的可研报告为准）。

公司此次对外投资设立子公司，是公司业务领域的一次拓展，为公司后续发展增加新的利润点。其中，公司在安徽淮南设立的控股子公司更是将公司业务由传统固废市政工程领域拓展至餐厨垃圾新领域，对公司长期发展具有重要意义。

今年上半年，国务院批转《关于进一步加强城市生活垃圾处理工作意见》，《意见》首次明确提出“推行垃圾分类、餐厨垃圾分类收运处理”，到 2015 年，50%的设区城市初步实现餐厨垃圾分类收运处理。8 月份，国家发改委、财政部、住建部确定了首批 33 个餐厨废弃物资源化利用和无害化处理试点城市，更大力度地推进了餐厨垃圾分类处理的进程。因此，在国家政策的引导下，我国有机垃圾、尤其是餐厨垃圾综合处理未来将大有可为。

我们认为，公司此时顺利进入餐厨垃圾处理领域，是紧跟国家政策引导方向，在新的广阔市场中提前布局，为公司后续成长发展也带来更大想象空间。

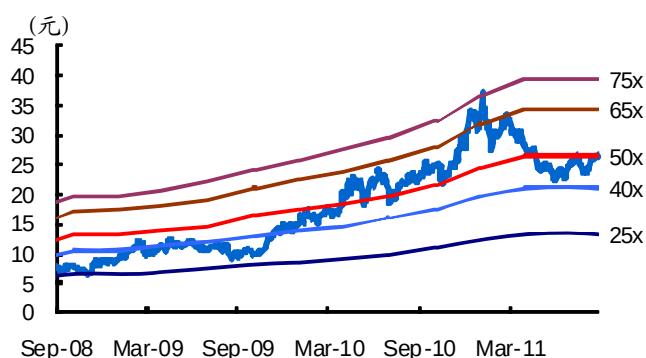
5、龙头地位稳固，新领域又再布局，维持“强烈推荐”评级

公司是我国固废行业龙头，受益于行业投资力度的加大，2010 年开始，公司固废处置业务开始进入成长快车道。2011 年一季度和二季度，公司固废业务增长的良好势头依然保持，盈利能力也稳定在行业较高水平，公司传统业务领域龙头地位稳固。未来，随着重庆项目、静脉园项目的建设开工，还将为公司固废业务带来更多收入。

此外，公司还不断拓展，在厨余垃圾、污泥等多方面争取实现多点布局。本次对外投资设立控股子公司是公司在餐厨垃圾处理领域走出的第一步，新领域的布局也为后续成长带来了更大空间。

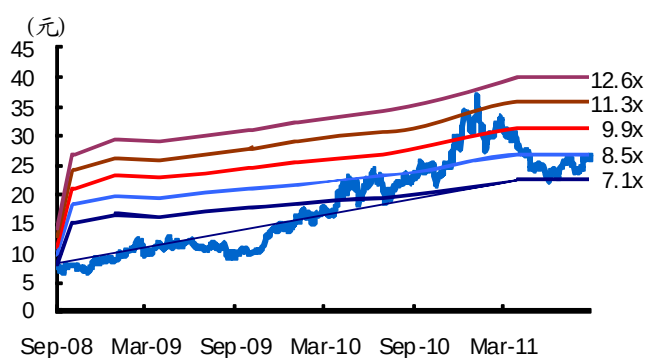
我们认为，在固废行业发展提速的背景下，公司作为行业龙头，凭借其自身的品牌优势、及不断的开拓，在未来较长一段时间内都有能力保持高速成长的势头。预计公司 2011-2013 年实现每股收益分别为 0.70 元，0.99 元，1.39 元，按 2012 年 30-35 倍估值给予目标价 29.7-34.7 元，维持“强烈推荐-A”的投资评级，长期看好。

图 8：桑德环境历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心、港澳资讯

图 9：桑德环境历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心、港澳资讯

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	854	966	1605	2657	3954
现金	193	164	243	786	1450
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	1	0	0	0	0
应收款项	514	732	1123	1540	2062
其它应收款	36	15	23	32	43
存货	3	12	14	19	26
其他	108	43	202	279	374
非流动资产	1789	2008	1802	1675	1570
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	40	376	300	290	282
无形资产	1090	1291	1162	1046	941
其他	659	341	340	339	347
资产总计	2644	2974	3407	4332	5525
流动负债	801	1035	1226	1706	2213
短期借款	395	427	420	650	850
应付账款	253	342	550	759	1017
预收账款	6	14	23	32	43
其他	147	252	233	265	304
长期负债	655	553	552	652	852
长期借款	613	511	511	611	811
其他	42	42	41	41	41
负债合计	1456	1587	1778	2358	3065
股本	413	413	413	413	413
资本公积金	393	398	398	398	398
留存收益	277	463	693	1021	1482
少数股东权益	104	112	124	142	166
母公司所有者权益	1084	1274	1504	1833	2294
负债及权益合计	2644	2974	3407	4332	5525

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	21	258	249	368	478
净利润			287	410	576
折旧摊销			153	139	127
财务费用			46	62	79
投资收益			0	0	0
营运资金变动			(323)	(270)	(342)
其它			86	27	37
投资活动现金流	(505)	(184)	(10)	(10)	(20)
资本支出			(10)	(10)	(12)
其他投资			0	0	(8)
筹资活动现金流	321	(120)	(161)	186	206
借款变动			(57)	330	400
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(57)	(82)	(115)
其他			(47)	(62)	(79)
现金净增加额	(164)	(46)	78	544	663

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	684	972	1535	2104	2817
营业成本	405	629	1011	1396	1870
营业税金及附加	8	10	16	22	30
营业费用	9	12	18	25	34
管理费用	33	40	94	97	96
财务费用	38	38	46	62	79
资产减值损失	19	4	6	8	11
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	173	239	343	494	697
营业外收入	12	9	9	9	9
营业外支出	0	1	0	0	0
利润总额	185	248	352	503	706
所得税	29	32	53	75	106
净利润	156	216	299	427	600
少数股东损益	10	9	12	17	24
母公司所有者净利润	146	207	287	410	576
EPS (元)	0.35	0.50	0.70	0.99	1.39

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	31%	42%	58%	37%	34%
营业利润	30%	39%	43%	44%	41%
净利润	31%	42%	39%	43%	41%
获利能力					
毛利率	40.8%	35.3%	34.1%	33.7%	33.6%
净利率	21.3%	21.3%	18.7%	19.5%	20.5%
ROE	13.4%	16.2%	19.1%	22.4%	25.1%
ROIC	8.1%	10.2%	12.9%	14.6%	16.0%
偿债能力					
资产负债率	55.1%	53.4%	52.2%	54.4%	55.5%
净负债比率	38.2%	33.2%	27.3%	29.1%	30.1%
流动比率	1.1	0.9	1.3	1.6	1.8
速动比率	1.1	0.9	1.3	1.5	1.8
营运能力					
资产周转率	0.3	0.3	0.5	0.5	0.5
存货周转率	131.1	84.7	77.6	84.5	83.4
应收帐款周转率	1.5	1.6	1.7	1.6	1.6
应付帐款周转率	1.5	2.1	2.3	2.1	2.1
每股资料(元)					
每股收益	0.35	0.50	0.70	0.99	1.39
每股经营现金	0.05	0.62	0.60	0.89	1.16
每股净资产	2.62	3.08	3.64	4.43	5.55
每股股利	0.12	0.10	0.14	0.20	0.28
估值比率					
PE	74.3	52.3	37.6	26.4	18.8
PB	10.0	8.5	7.2	5.9	4.7
EV/EBITDA	73.8	55.8	29.0	22.7	17.4

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

彭全刚：清华大学博士，长期从事电力行业研究工作，曾供职于中国华能集团公司、国务院电力体制改革工作小组办公室，2007 年加入招商证券。现为招商证券研究董事，曾获《新财富》2008~2010 年电力与公用事业最佳分析师。

侯鹏：清华大学硕士，曾供职于国家开发投资公司旗下国投电力公司，长期从事电力项目建设和企业管理工作，2010 年加入招商证券，现为招商证券电力及公用事业行业分析师。

张晨：清华大学硕士，2010 年加入招商证券，现为招商证券电力及公用事业行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。