

桑德环境（000826）重大事项点评



股权激励凸显高增前景 平台整合协同值得期待

中信证券研究部

2014年11月14日

王海旭

电话：021-20262112

邮件：wanghx@citics.com

执业证书编号：S1010510120063

吴非

电话：021-20262101

邮件：wf@citics.com

执业证书编号：S1010510120066

崔霖

电话：021-20262124

邮件：cuil@citics.com

执业证书编号：S1010513080002

投资评级

买入（维持）

当前价：23.05 元

目标价：29.00 元

事项：

公司公告股票期权激励计划（草案），拟向激励对象授予 2,200 万份股票期权，其中首次授予 1,983.2 万份，预留 216.8 万份，激励计划首次授予的股票期权的行权价格为 23.69 元。

评论：

行权价格较高显示未来发展信心

本次股权激励计划涉及范围相对较广，包括公司董事、中高层管理人员、核心业务（技术）人员以及公司董事认为需要激励的相关员工（包括子公司管理层和骨干员工）等合计 256 人，在公司处于快速发展阶段将有助于保证核心人员稳定性并调动其业务开拓积极性。就 23.69 元/股的行权价格来看，亦略高于目前股价 23.05 元（从而提供足够安全边际支撑），表明公司对于自身未来发展前景及业绩保持快速增长态势的信心。

行权条件预示业绩高增可期

就行权条件而言，2014~2016 年净利润较 2013 年增长分别不低于 35%/90%/190%（其中 2015 年或考虑桑德国际并表半年左右、2016 年则全年并表），据此估算 2014~2016 年同比增速约为 35%/41%/53%（折算复合增速将不低于 42%）。从历史数据看，丰富项目储备及良好业务布局使得公司多年来始终保持快速发展（2009~2013 年业绩复合增速约 40%），本次股权激励预示未来仍有望延续业绩快速增长态势，特别是如顺利整合桑德国际后的协同效应值得期待。

表 1：股权激励行权条件

	2013	2014E	2015E	2016E
净利润（万元）	58,561	79,057	111,266	169,827
相比 2013 年累计增速		35%	90%	190%
同比增速		35%	41%	53%

资料来源：公司公告，中信证券研究部

整合桑德国际打造环保整体平台

公司此前公告拟增发获得桑德国际 31.19% 股权并同时转让湖北一弘 100% 股权，其重要意义在于把握未来水务产业发展机遇（“水十条”或年内出台）、避免潜在同业竞争、发挥协同效应（主要客户均为地方政府）、进一步强化竞争优势（提供综合性解决方案、降低融资成本、更好的规模效应等）。我国环保产业发展正在逐渐步入平台时代，公司作为典型民营企业不断整合自身资源、最大限度做大规模便成为应对未来市场竞争的必然选择，也将为后续构建更大战略布局奠定坚实基础。

风险提示

增发进度不确定性；湖南静脉产业园等项目审批、环评、选址、建设等时间进度存在不确定性；金属价格波动带来恒昌公司业绩不确定性；应收账款回收风险等。

维持“买入”评级

鉴于公司此次股权激励行权条件与我们此前盈利预测判断基本一致，维持 2014~2016 年 0.97/1.34/1.74 元盈利预测不变（假设桑德国际自 2015 年起全年并表），目前股价对应 P/E 为 24/17/13 倍。综合考虑公司若完成桑德国际整合后良好发展前景、在手项目顺利推进、从环卫到再生的固废平台布局不断完善等因素，结合行业平均估值水平，给予 2014 年 30 倍 P/E，目标价 29.0 元，维持“买入”评级

表 2：桑德环境盈利预测表

项目/年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	2,112	2,684	4,185	11,361	14,016
增长率 YoY%	30.8	27.1	55.9	171.5	23.4
净利润(百万元)	430	586	817	1,355	1,768
增长率 YoY%	30.9	36.2	39.5	65.9	30.4
每股收益 EPS(基本)(元)	0.51	0.69	0.97	1.34	1.74
净资产收益率 ROE%	11.2	13.3	16.1	13.8	15.4
PE	45	33	24	17	13
PB	3.0	3.4	3.8	2.4	2.0

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

注：股价为 2014 年 11 月 13 日收盘

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	2,112	2,684	4,185	11,361	14,016
营业成本	1,300	1,740	2,882	8,261	10,245
毛利率	38.46%	35.18%	31.14%	27.29%	26.90%
营业税金及附加	25	27	42	114	140
营业费用	16	28	38	45	56
营业费用率	0.78%	1.04%	0.90%	0.40%	0.40%
管理费用	108	114	168	365	402
管理费用率	5.11%	4.26%	4.03%	3.22%	2.87%
财务费用	120	64	64	137	176
财务费用率	5.68%	2.38%	1.53%	1.21%	1.25%
投资收益	0	-4	0	0	0
营业利润	495	670	966	2,330	2,956
营业利润率	23.44%	24.98%	23.07%	20.51%	21.09%
营业外收入	16	18	15	15	15
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	511	689	981	2,345	2,971
所得税	74	100	147	352	446
所得税率	14.53%	14.51%	15.00%	15.00%	15.00%
少数股东损益	7	3	17	638	758
归属于母公司股东的净利润	430	586	817	1,355	1,768
净利率	20.36%	21.82%	19.52%	11.93%	12.61%
每股收益(元)(摊薄)	0.51	0.69	0.97	1.34	1.74

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	430	586	817	1,355	1,768
少数股东损益	7	3	17	638	758
折旧和摊销	106	120	86	146	141
营运资金变动	-822	-842	-918	-4,715	-1,714
其他	168	122	90	246	216
经营现金流	-111	-12	92	-2,330	1,168
资本支出	-89	-421	-824	-104	-745
投资收益	-10	-29	0	0	0
资产变卖	17	78	0	0	0
其他	-64	-132	-244	0	0
投资现金流	-146	-504	-1,068	-104	-745
发行股票	0	0	0	3,611	110
负债变化	3,726	1,562	208	599	439
股息支出	-126	-149	-123	-203	-265
其他	-1,604	-1,296	-64	-137	-176
融资现金流	1,996	117	21	3,869	108
现金净增加额	1,740	-400	-955	1,435	531

资料来源：中信量化投资分析系统

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	2,095	1,792	837	2,272	2,803
存货	32	77	72	207	256
应收账款	1,615	1,995	3,117	8,462	10,439
其他流动资产	211	467	639	1,823	2,259
流动资产	3,953	4,330	4,665	12,763	15,757
固定资产	456	453	434	415	396
长期股权投资	30	26	270	270	270
无形资产	1,384	1,576	3,059	2,937	3,875
其他长期资产	507	1,062	335	435	119
非流动资产	2,377	3,117	4,098	4,057	4,661
资产总计	6,330	7,447	8,763	16,820	20,418
短期借款	586	457	932	1,298	1,972
应付账款	328	412	720	2,065	2,561
其他流动负债	838	1,249	1,338	2,051	2,344
流动负债	1,752	2,118	2,991	5,414	6,877
长期负债	455	220	453	685	450
其他长期负债	193	708	208	208	208
非流动性负债	648	928	661	893	658
负债合计	2,399	3,047	3,652	6,307	7,536
股本	498	646	844	1,012	1,016
资本公积	2,229	2,109	1,912	5,354	5,459
股东权益合计	3,838	4,388	5,082	9,845	11,457
少数股东权益	92	13	30	667	1,425
负债股东权益总计	6,330	7,447	8,763	16,820	20,418

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
增长率 (%)					
营业收入	31.3	27.1	55.9	171.5	23.4
营业利润	37.2	35.4	44.0	141.3	26.9
净利润	42.9	36.2	39.5	65.9	30.4
利润率 (%)					
毛利率	38.5	35.2	31.1	27.3	26.9
EBITMargin	31.4	28.9	25.2	22.7	22.6
EBITDAMargin	36.4	33.3	27.3	24.0	23.6
净利率	20.4	21.8	19.5	11.9	12.6
回报率 (%)					
净资产收益率	11.2	13.3	16.1	13.8	15.4
总资产收益率	6.9	8.6	10.1	10.9	10.1
其他 (%)					
资产负债率	37.9	40.9	41.7	37.5	36.9
所得税率	14.5	14.5	15.0	15.0	15.0
股息率	0.4	0.0	0.6	0.9	1.1

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2014 版权所有。保留一切权利。