

公用事业

2014年09月29日

桑德环境 (000826)

——重组摊薄短期业绩，业务结构理顺有助提升估值

报告原因：有信息公布需要点评

买入

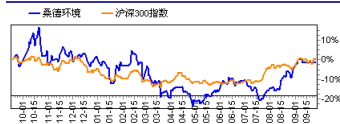
维持

市场数据：	2014年09月26日
收盘价(元)	24.78
一年内最高/最低(元)	41.05/20.12
上证指数/深证成指	2348/8073
市净率	4.5
息率(分红/股价)	0.40
流通A股市值(百万元)	20152

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：	2014年06月30日
每股净资产(元)	5.55
资产负债率%	46.02
总股本/流通A股(百万)	844/813
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《全国土壤污染状况调查公报发布，将促进土壤污染防治行动计划出台》

2014/04/18

《桑德环境：业绩略低于预期，维持“买入”评级》 2013/08/29

证券分析师

谷风 A0230513080003
gufeng@swsresearch.com
刘晓宁 A0230511120002
liuxn@swsresearch.com

联系人

王璐
(8621)23297818x7618
wanglu@swsresearch.com

地址：上海市南京东路99号
电话：(8621) 23297818
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2013	2,684	27	586	37	0.91	35.2	13.3	27	26
2014H1	1,711	65	313	40	0.37	34.0	6.7		
2014E	3574	33.2	818	38	0.97	36.4	11.5	26	
2015E	8201	129.4	1260	54	1.25	37.6	13.2	20	
2016E	9389	14.5	1622	29	1.61	38.4	15.6	15	

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE；

投资要点：公司公告非公开发行股票预案，预计募集资金总额不超过 35 亿元，拟用于桑德环境香港认购桑德国际增发的股份和受让 Sound Water (BVI) Limited 所持桑德国际的股份。桑德集团承诺按照与其他发行对象相同的认购价格参与认购，认购数量为本次实际发行股份数量的 30%。同时，公司将湖北一弘 100% 股权出售给桑德国际。

- **重组后业务结构清晰，解决同业竞争问题。**由于历史原因，桑德集团旗下多个平台业务一直存在相互交叉，此次重组完成后，桑德环境和桑德国际将分别重点发展固废和水务业务，且桑德环境通过子公司桑德环境香港实现了对桑德国际的相对控股，集团旗下的业务版图逐渐清晰。
- **短期由于股本快速增加导致业绩略有摊薄。**此次定增，按照募集资金 35 亿，发行价格 21.41 元/股计算，发行 1.63 亿股，公司股本将增至 10.07 亿股。业绩方面，桑德国际并表带来业绩增量，水务资产出让是减量。分别以 2013 和 2014H1 业绩为基数，则发行后桑德环境归属于母公司所有者的净利润为 6.59 和 3.43 亿，发行前分别为 5.86 亿和 3.13 亿，EPS 分别摊薄 5% 和 8%。
- **整合后融资成本降低，有利于桑德国际长远发展，桑德环境将专注固废领域。**此次整合之后有助于公司更好地利用境内外两个上市公司的融资平台，实现管理、人员和资金的协同，有助于降低桑德国际的融资成本，对于桑德国际和桑德环境的长远发展利远大于弊。而桑德环境在城市生活垃圾处理、餐厨垃圾、再生资源利用和环卫领域逐步布局，未来可在固废领域大展拳脚。
- **上调 15-16 年盈利预测，维持“买入”评级。**维持 14 年盈利不变，上调 15-16 年盈利预测，预测公司 14-16 年归属于母公司所有者净利润分别为 8.18 亿、12.60 亿和 16.22 亿（原预测分别为 8.18 亿、11.16 亿、14.62 亿）。14-16 年对应每股收益分别为 0.97 元、1.25 元、1.61 元，目前股价对应 PE 分别为 26、20 和 15 倍，低于行业平均水平。此次重组后可解决公司同业竞争、关联交易等历史遗留问题，实现市场拓展、管理和融资功能的协同，有助于提升公司估值，维持“买入”评级。

表：利润表预测（假设15年一季度完成重组）

利润表						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
一、营业收入	1,608	2,112	2,684	3,574	8,201	9,389
二、营业总成本	1,248	1,618	2,009	2,613	5,936	6,474
其中：营业成本	1,017	1,300	1,740	2,272	5,117	5,786
营业税金及附加	19	25	27	35	81	93
销售费用	13	16	28	37	85	98
管理费用	103	108	114	188	400	450
财务费用	73	120	64	28	(25)	(25)
资产减值损失	24	49	37	53	278	71
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	(4)	0	0	0
三、营业利润	361	494	670	961	2,265	2,915
加：营业外收入	6	16	18	0	0	0
减：营业外支出	0	0	0	0	0	0
四、利润总额	367	510	689	961	2,265	2,915
减：所得税	60	74	100	139	327	420
五、净利润	307	436	589	822	1,938	2,495
少数股东损益	6	7	3	4	678	873
归属于母公司所有者的净利润	301	429	586	818	1,260	1,622
六、基本每股收益	0.73	0.77	0.91	1.03	1.59	2.04
全面摊薄每股收益	0.36	0.51	0.69	0.97	1.25	1.61

资料来源：申万研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。