

动态报告/公司快评

公用事业

水务

合加资源 (000826)
谨慎推荐

更名以及签署战略发展备忘录点评

(维持评级)

2010年3月16日

公司发展将步入新阶段

分析师: 谢达成 xiedc@guosen.com.cn 021-60933161

分析师: 徐颖真 xuyz@guosen.com.cn 021-60875162

事项:

董事会审议通过(1)公司更名;(2)与大股东桑德环保集团有限公司(简称“桑德环保”)、关联方桑德国际有限公司(简称“桑德国际”)签署《战略发展备忘录》;(3)湖北合加增资议案。

评论:

■ 公司三阶段成长路径

我们认为公司成长路径清晰,在不同阶段以不同角色出现,更名为“桑德环境资源股份有限公司”(简称“桑德环境”)对公司的实际控制人和业务有直接体现。

系统集成: 一直以来,公司作为国内固废系统集成领域的龙头,提供运营前除设备制造外的一切服务(包括工艺设计、设备设计及分包、基建施工、组装及系统调试)。在发展初期可避免大量的资本支出,形成“轻资产高盈利”模式。

一站式服务: 08年公司增发募集资金约4.6亿元建设咸宁设备生产基地,并拟于2010年3季度左右投产。届时,公司将介入设备生产领域,在工程竞争激烈的时候分享设备景气,提高公司设备集成毛利率、避免技术外溢。目前该项目增资5000万,项目预计于3季度投产。

一体化服务: 随着规模扩大,公司最终将介入投资运营环节,成为产业链完整的一体化服务商,该环节资本投入较大,但好处在于政策明朗后带来的长期稳定现金流(一般持续25年左右)。

■ 《备忘录》表明集团做强公司固废主业态度,构成战略性利好

《战略发展备忘录》中与公司相关的主要内容: (1)桑德环保、桑德国际不参与固废系统集成、设备制造业务,固废其他业务(主要是运营)除现有项目之外经公司书面同意才能参与。(2)公司今后三年内适时以适当的方式和市场公允的价格提出受让桑德集团现有固废项目,桑德集团将接受公司提出的受让要求,并承诺给予公司固废项目优先受让权。(3)公司及其控股公司将只参与经营目前所控股的水务项目所在地(即中国湖北省、包头市、南昌市、江苏沭阳县、浙江省桐庐县横村镇)内BOT或TOT形式的给水及污水处理项目。

影响: (1)明确集团、公司及其关联法人的定位,避免形成同业竞争,造成资源浪费;(2)表明公司整合收购集团内固废资产的意愿,也体现了集团对公司做大固废处理业务的大力支持。由于目前桑德集团内的固废资产基本以运营为主,收购集团资产意味着公司将进入固废投资运营领域,成为集系统集成、设备制造和运营的产业链一体化固废龙头,而运营带来的持续稳定现金流将有益于公司在固废处理市场的进一步扩张;(3)水务业务基本在覆盖区域内扩张,实现稳定增长。

图 1：固废处理三阶段成长路径


资料来源：国信证券经济研究所

表 1：桑德环保集团固废资产一览

控股公司	地点	注册资本 (万元)	直接持 股 (%)	间接持 股 (%)	内容	类型	总投资 (亿)	规模
北京国中生物科技有限公司	北京	8,000	35	28	阿苏卫生活垃圾建设运营	综合处理	2.7	1600 吨/天
通辽蒙东固体废弃物处置有限公司	内蒙	1,000	90	10	蒙东地区危废建设运营	危废	2.1	2.1 万吨/年
吉林省固体废弃物处置有限公司	吉林	1,200	66.67		吉林危废建设运营	危废	1.6	3.5 万吨/年
湖北汇楚危废处置有限公司	湖北	1,000	70	20	湖北危废建设运营	危废	1.3	2.6 万吨/年
甘肃金创绿丰环境技术有限公司	甘肃	1,000	20	80	甘肃危废建设运营	危废	1.2	2.6 万吨/年
通辽华通环保有限责任公司	内蒙	500	80		通辽生活垃圾项目建设运营	卫生填埋	1.0	500 吨/天
天门市城市生活垃圾处理(在建)	湖北		100		天门生活垃圾项目建设运营		1.0	600 吨/天

资料来源：公司 07 年增发意向书，国信证券经济研究所

■ 维持“谨慎推荐”

尽管《战略发展备忘录》暂未体现实际收益，但对公司而言趋势向好，根据协议未来将实现集团固废资产整合。暂维持公司 09-11 年的 EPS 分别为 0.34、0.55、0.77 元的盈利预测，对应动态 PE 为 49.4×、30.5×、21.8×，维持“谨慎推荐”评级。

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

分析师承诺:

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。

免责条款:

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。