

动态报告/公司快评

公用事业

桑德环境 (000826)
谨慎推荐

水务

股权激励草案快评

(维持评级)

2010年8月11日

股权激励有利公司长远增长

分析师: 谢达成 xiedc@guosen.com.cn

021-60933161

SAC 执业证书编号: S0980210040032

分析师: 徐颖真 xuyz@guosen.com.cn

021-68864007

SAC 执业证书编号: S0980209080429

事项:

桑德环境董事会审议通过股权激励草案。拟向高管、中层管理人员、核心业务骨干授予 913.87 万份股票期权, 约占当前总股本 2.21%, 行权价格 22.15 元; 自授权日起第二年至第五年每年分别行权 25%; 每年行权业绩条件为 2010-2013 年净利润分别较 09 年增长不低于 25%/60%/120%/200%, 净资产收益率分别较 09 年增长不低于 13%/14%/15%/16%。

评论:

■ 激励强度较大

激励股份总数 913.87 万份, 占当前总股本 2.21%; 激励对象包括高管、中层管理人员和核心业务骨干合计共 43 人, 占 09 年底公司在职工总数的 3.6%, 高管人均 79 万股, 核心业务骨干人均 7.5 万股, 对比 09 年高管 22 万元、职工 2.6 万元的人均薪酬而言激励强度较大。

表1: 股权激励对象及期权分配情况

姓名	职务	本次获授的股票期权份数(万份)	占本次授予期权总数的比例	占目前总股本的比例
胡新灵	总经理、副董事长	115	12.58%	0.28%
张景志	执行总经理、董事	100	10.94%	0.24%
胡泽林	副总经理、董事	68	7.44%	0.16%
刘晓林	副总经理	68	7.44%	0.16%
李天增	副总经理	68	7.44%	0.16%
王志伟	财务总监	68	7.44%	0.16%
马勒思	董事会秘书	68	7.44%	0.16%
核心业务骨干 (36 人)		268.87	29.42%	0.65%
预留部分		90	9.85%	0.22%
合计		913.87	100%	2.21%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所

■ 近两年行权要求实现可能性较大, 较高行权价可实现有效激励

按当前 4.13 亿股本行权条件所对应 2010-2012 年 EPS 分别为 0.44/0.56/0.77/1.04 元, 不考虑期权成本摊销费用后对应 EPS 分别为 0.46/0.57/0.77/1.04 元, 未来 4 年内复合增速达 31%, 体现了公司对行业及自身长期实现高增长的信心。

表2: 股权激励考核目标

行权期	业绩考核目标
第一个行权期	以 2009 年净利润为基数, 2010 年净利润增长率不低于 25%, 2010 年加权平均净资产收益率不低于 13%;
第二个行权期	以 2009 年净利润为基数, 2011 年净利润增长率不低于 60%, 2011 年加权平均净资产收益率不低于 14%;
第三个行权期	以 2009 年净利润为基数, 2012 年净利润增长率不低于 120%, 2012 年加权平均净资产收益率不低于 15%;
第四个行权期	以 2009 年净利润为基数, 2013 年净利润增长率不低于 200%, 2012 年加权平均净资产收益率不低于 16%。

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所

1Q2010 公司净利 3200 万元, 同比增长 41%, 预计上半年增速 30%, 中期以来固废新单签订进度低于我们预期, 但湖北污水项目、设备基地分别于 2、3 季度投产将使下半年业绩环比提升, 预计全年实现业绩承诺可能性较大。

公司 2011 年行权对应盈利要求低于市场预期, 我们之前预测高出市场预期, 主要基于两个假设: (1) 设备基地全年满产贡献; (2) 西安项目全年贡献。由于设备基地投产有所滞后, 预计 2011 年生产设备自给部分没有问题, 但对外销售市场可能需要一定时间培育。即便如此相比往年由于增加了这两块贡献, 达到 24% 的承诺增速问题也不大。

2012-2013 年业绩目前较难预测, 我们认为“十二五”期间固废行业的快速发展将为公司业绩增长提供良好保证。

行权价 22.15 元对应市场盈利预期较为合理, 对于业绩承诺来说行权要求比较严格, 能进行有效激励。

表 3: 2010-2014 年期权成本摊销情况 (每股期权价值 2.03256 元测算)

期权份额 (万份)	期权价值 (元)	期权成本 (万元)	2010 年 (万元)	2011 年 (万元)	2012 年 (万元)	2013 年 (万元)
823.87	2.03256	1674.57	872.17	453.53	244.21	104.66

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所

■ 下调 2010-2012 年 EPS 至 0.47/0.70/0.82 元, 维持“谨慎推荐”

草案本身对业绩暂无影响, 对公司长期高速增长有促进作用。但考虑到固废新签订单以及设备基地项目投产均从中期延后至 3 季度, 由于设备对外销售需要时间培育, 因此也将对明年基地满产造成一定影响, 假设基地今年实际贡献为 4 个月, 2011、2012 年产能利用率分别为 60%、80%, 下调 2010-2012 年 EPS 分别至 0.47/0.70/0.82 元, 幅度分别为-8.6%/-8.8%/-1.5%。当前股价对应 2010-2012 年 PE 水平为 47×、32×、27×, 维持“谨慎推荐”。

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。