

证券研究报告—动态报告/公司快评

公用事业

桑德环境 (000826)

推荐

环保

集团签订湖南静脉产业园项目快评

(上调评级)

2010 年 12 月 27 日

竞争模式创新，业绩高增长可期

证券分析师： 谢达成 021-60933161

xiedc@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：

S0980210040032

事项：

公司接控股股东桑德集团通知，集团 12 月 24 日与湖南省湘潭市人民政府签署了《湖南静脉园项目投资合作协议书》，项目总投资 50 亿元，占地约 3000 亩，分两期共 5-6 年建设完成；集团拟邀请公司共同参与“湖南静脉园项目”的投资、建设、开发与运营。具体合作方式以及公司所占比例尚未确定。

评论：

■ 项目投资：预计将以固废处理、资源再生利用为主

项目总投资 50 亿元，占地约 3000 亩，分两期共 5-6 年建设完成。项目内容包括长株潭固废处理中心；再生物资及再制造产品生产、加工、交易中心；循环经济型企业孵化中心；环保及循环经济技术研发中心；循环经济及“两型社会”示范基地、环保教育培训基地等。我们预计总投资中大部分是固废处理、资源再生利用项目，这将极大拓展公司的固废业务规模。

■ 合作模式判断：公司较可能一开始就介入投资运营环节，并且不排除再融资可能

合作方式尚未确定，但预计主要有两种模式（1）集团投资运营、公司提供设备和系统集成服务，即与现有固废项目模式一致；（2）公司设立子公司直接参与投资、建设、运营。

我们认为采用第 2 种合作模式可能性较大，基于：（1）项目投资金额巨大，桑德集团作为投资控股公司资金也较缺乏，而公司是融资平台；（2）3 月份签订的《战略发展备忘录》确定公司固废处理的核心地位，指出桑德集团及同一控制子公司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）除现有项目之外也需经公司书面同意才能参与；公司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。因此公司以投资模式进入可以省略将来再注入步骤。

若采用第 2 种模式，则公司未来 1 至 2 年内不排除再融资，主要是因为公司介入投资环节一方面资金偏紧，另一方面资产变重，投资回报率面临下降风险，从而可能导致股权激励方案的行权要求（加权净资产收益率最低值）无法满足，而再融资可同时解决这两个问题。

■ 项目影响：将充分保障公司相当长一段时期的业绩高增长

国内第一个静脉产业园是青岛新天地静脉产业园，但相关信息较少。苏州市光大国家静脉产业示范园项目 05 年启动，截止 09 年底已经投资近 15 个亿，基本来自固废及相关业务包括苏州生活垃圾焚烧发电一、二期项目，固体废弃物填埋项目，苏州沼气发电一、二期项目等。

项目投资细项以及合作模式未知，但比较肯定的一点是固废处理及资源再生利用的系统集成服务、设备基本都由公司提供。我们对公司受益做如下大致估算。

参考以上产业园，假设湖南静脉园 70%投资来自固废及资源再生利用项目，则相关投资高达 35 亿元，平均每年高达 7 亿，而 2010 年固废业务收入、总收入预计分别为 4.6 亿元，7.6 亿元左右。

我们判断 2011 年上半年项目即可启动，以产生效益最迟的 BOT 模式为例，项目建设周期约为 2 年，则 2013 年开始公司可以盈利，投资回报率保守估计在 8%（参考当前固废投资运营水平，实际由于公司自己提供设备和建设回报率可能更高），则每年至少贡献净利 5600 万。而公司 2010 年全部净利润预计约为 2 亿，年均增速可达 20%；若投资回报率达到 10%，则增速可达 22%。

表1：苏州市光大国家静脉产业示范园项目投资一览（截止2009年底）

	总投资 (亿元)	模式	垃圾日处理 规模(吨)	装机(万 KW)	开工	正式运营	年上网电量 (万度)
苏州生活垃圾焚烧发电项目一期	4.890	BOT	1050	2*0.9	2004.10	2006.07	20000
苏州生活垃圾焚烧发电项目二期	4.500	BOT	1000	1*2	2008.02	2009.06	
苏州工业固体废物填埋场项目一期	0.781	BOT		NA	2006.11	2007.07	
苏州沼气发电项目一期	2.794	BOO	NA	2*0.125		2006.08	1800
苏州沼气发电项目二期	1.275	BOO	NA	2*0.125	2007.07	2008.09	900
合计	14.240						

资料来源：国信证券经济研究所

■ 上调公司评级至“推荐”，长期看好公司

由于项目具体内容仍待协商，我们暂时维持 2010-2012 年 EPS 分别为 0.47/0.70/0.92 元不变，当前股价对应 2011 年 PE 为 44.5 倍。

我们上调公司评级至“推荐”，长期看好公司，基于（1）湖南静脉园项目投资金额超出市场普遍估计的 30 亿元；（2）湖南项目不管采取何种合作方式，公司都将极大受益，保守情况下 2013 年开始 5 年内每年新增 5600 万净利，对公司相当长一段时期内的业绩高增长形成支撑；（3）该项目对集团包括公司而言都是竞争模式的创新，若项目运行良好，存在向周边地区设点复制的可能；（4）公司作为产业链完整、技术均衡的专业固废处理商在其他项目竞争中具有优势，享有一定估值溢价。今日大盘若在加息影响下带动个股回调则建议积极介入。

■ 投资风险

由于与各地政府沟通出现问题而导致项目推进缓慢，相关政策配套不完善导致园区固废项目运营状况欠佳。

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。

风险提示:

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。

证券投资咨询业务的说明:

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。