

静脉产业园模式在异地成功复制

桑德环境 (000826.SZ)

推荐 维持评级

投资要点:

1. 事件

5月14日,桑德环境与保定市共同签署《战略合作框架协议》,保定市政府将支持桑德环境在保定市投资建设保定静脉产业园,项目总投资30亿元,参与环卫市场化作业和城乡环卫一体化项目。

2. 我们的分析与判断

签署保定静脉产业园,标志着公司的静脉园发展模式可以异地复制。2010年12月份公司与湖南签署《战略合作框架协议》,首次投资建设长株潭静脉产业园,该产业园计划投资50亿元,一期的固废处理项目(包括垃圾焚烧发电、餐厨垃圾处理、污泥处理等)在今年底有望建成投产。长期以后,市场对公司在大城市拿项目的能力有疑问,担心公司固废业务发展区域只能走向中小城镇,对这类小项目的盈利前景并不乐观。时隔三年,保定静脉园项目的签署,有望提升市场对公司固废业务发展的信心。

静脉产业园模式,可能是固废处理,特别是生活垃圾焚烧发电的发展方向。选址是生活垃圾焚烧发电推行过程中的最大问题,从几年前广州番禺民众抗议建设垃圾发电厂,到最近杭州建设垃圾发电厂引发的群体性事件,都反映了公众对垃圾发电厂超标排放二噁英的担心。目前从技术角度,完全可以解决二噁英的排放问题,我国有些垃圾电厂的排放标准已经比国外都高。静脉产业园,各个子项目统一规划建设,一般整体规划的面积比较大,离居民区的距离比较远。政府对这类项目的重视程度高,各项污染排放标准要求高。整个园区有明确的责任主体,也可以形成有效的约束机制。静脉产业园,综合了多种细分产业,可以形成协同效应,也是在践行循环经济发展理念,可以得到国家政策的大力支持。

环卫市场化和城乡环卫一体化,是桑德环境目前大力推行的产业模式,在国内属于首创。该产业的商业模式目前还不是很清晰,也遇到了一定的阻力,但是从长期看,市政公用事业领域的改革势在必行。通过机械化和信息化的推动,市政环卫将改变以往低效率的运作模式。桑德环境在环卫领域的拓展是一个很大的布局,从小的方面讲,可以延伸公司固废处理产业链,拓展未来利润增长点;从大的方面讲,环卫相当于电网、水网,对电厂和水厂有很强的话语权,可以控制固废的源头,做很多产业交叉的工作。未来一旦环卫市场全部放开,这种模式的异地复制速度将非常快。

本次框架协议对公司未来业绩将产生积极影响。公司具备从前期项目设计、设备制造、工程建设总包、到后期运营的固废处理全产业链资质。在静脉产业园建设阶段,可以给公司带来工程和设备收入,在后期阶段贡献运营收入。保定静脉园项目为公司未来业绩增长提供了有力支撑,而保定环卫项目可以拉动公司咸宁基地环卫车辆的销售,以及未来轻资产环卫运营收入。

分析师

冯大军

☎: (8610) 6656 8837

✉: fengdajun@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511080001

邹序元

☎: (8610) 6656 8668

✉: zouxuyuan@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511020009

市场数据

时间 2014.5.13

A股收盘价(元)	27.52
A股一年内最高价(元)*	40.72
A股一年内最低价(元)*	26.10
上证指数	2050
市净率	4.02
总股本(万股)	64893
实际流通股(万股)	62556
总市值(亿元)	178
流通市值(亿元)	172

注: *前复权价格

相关研究

桑德环境2014年1季报点评:项目大规模开工推动业绩高速增长	2014.04.29
桑德环境2013年年报点评:新签订单将支撑业绩高速增长	2014.03.25
桑德环境2013年半年报点评:下半年项目开工率将大幅提升	2013.08.29
桑德环境公司深度研究报告:十年国际TOP10	2013.05.24

3. 投资建议

我们预测公司 2014-2016 年的营业收入分别为 35.2 亿、47.1 亿、59.0 亿元，EPS 分别为 1.22 元、1.66 元、2.16 元，对应当前动态 PE 分别为 22X、16X、12X。我们看好公司静脉产业园模式的发展前景，以及市政环卫领域的前期布局，继续维持公司的“推荐”投资评级。

《战略合作框架协议》相关内容介绍：

桑德环境与保定市政府秉承深化合作、优势互补、共同发展的原则，经双方友好协商并共同签署了《战略合作框架协议》，双方所达成合作意向如下：

- 1、保定市政府支持桑德环境在保定市投资建设保定静脉产业园，参与环卫市场化作业和城乡环卫一体化项目；
- 2、保定市政府支持桑德环境在保定市投资城乡一体化系统项目，按照试点先行原则，采用专业化、市场化运营管理模式，逐步建立街道清扫、保洁、垃圾收集转运以及终端处理处置的城乡环卫一体化运营模式；
- 3、在法律和政策允许范围内，保定市政府积极支持和帮助桑德环境解决静脉产业园项目所需土地指标，并在权限范围内给予相应政策支持；
- 4、保定市政府在法律和政策允许的范围内，积极支持企业发展，对桑德环境投资项目立项、规划、建设等提供便利条件，确保规划项目顺利推进；
- 5、桑德环境保证在保定市的投资项目按照国家政策和保定市产业发展布局规划要求建设和实施；
- 6、保定静脉产业园项目总投资约 30 亿元，规划建设为“一园两区”，固废处理处置园区和再生资源回收利用园区；
- 7、双方将进一步加强合作，及时协商解决项目开发建设以及运营中的有关问题，共同推进战略合作协议的实施。

表 1: 桑德环境 (000826) 财务报表预测

资产负债表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	利润表 (百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	2095	1792	705	943	1181	营业收入	2112	2684	3525	4713	5903
应收票据	1	2	3	4	5	营业成本	1300	1740	2291	3057	3804
应收账款	1615	1995	2620	3503	4388	营业税金及附加	25	27	35	47	58
预付款项	186	421	421	421	421	销售费用	16	28	37	49	61
其他应收款	24	43	43	43	43	管理费用	108	114	133	177	193
存货	32	77	102	136	169	财务费用	120	64	87	106	128
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	49	37	33	30	27
长期股权投资	30	26	26	26	26	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	456	453	1559	2260	2929	投资收益	0	-4	0	0	0
在建工程	319	933	560	560	560	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	0	营业利润	494	670	909	1247	1632
无形资产	1384	1576	1766	1938	2092	营业外收支净额	16	18	18	18	18
长期待摊费用	4	4	4	3	3	税前利润	510	689	927	1265	1650
资产总计	6330	7447	7940	9977	11967	减: 所得税	74	100	134	183	239
短期借款	586	457	242	613	665	净利润	436	589	797	1081	1411
应付票据	50	59	0	0	0	母公司净利润	429	586	792	1076	1403
应付账款	328	412	536	715	889	少数股东损益	7	3	4	6	8
预收款项	25	60	104	165	240	基本每股收益(元)	0.86	0.91	1.22	1.66	2.16
应付职工薪酬	4	7	7	8	9	稀释每股收益(元)	0.86	0.91	1.22	1.66	2.16
应交税费	141	195	205	215	226	财务指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
其他应付款	130	172	172	172	172	成长性					
其他流动负债	425	609	0	0	0	营收增长率	31.32%	27.07%	31.33%	33.70%	25.26%
长期借款	455	220	713	1174	1603	EBIT 增长率	45.15%	16.93%	32.77%	34.27%	29.24%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	42.62%	36.45%	35.33%	35.72%	30.47%
负债合计	2399	3047	2830	3905	4639	盈利性					
股东权益合计	3930	4401	5110	6072	7327	销售毛利率	38.46%	35.18%	35.00%	35.12%	35.56%
现金流量表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	销售净利率	20.63%	21.94%	22.61%	22.95%	23.90%
净利润	436	589	797	1081	1411	ROE	11.18%	13.35%	15.56%	17.78%	19.23%
折旧与摊销	0	145	178	227	277	ROIC	10.99%	11.40%	12.94%	13.75%	14.78%
经营现金流	-111	-12	-90	731	1141	估值倍数					
投资现金流	-146	-504	-1100	-1100	-1100	PE	30.29	28.81	22.55	16.57	12.74
融资现金流	1996	167	104	606	197	P/S	6.16	6.29	4.79	3.58	2.86
现金净变动	1740	-349	-1087	238	238	P/B	4.41	3.86	3.31	2.79	2.31
期初现金余额	356	2095	1792	705	943	股息收益率	0.50%	0.38%	0.52%	0.71%	0.92%
期末现金余额	2095	1746	705	943	1181	EV/EBITDA	18.52	17.99	14.85	11.50	9.09

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

邹序元、冯大军，环保及公用事业证券分析师。本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座
上海浦东新区富城路99号震旦大厦26楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层
北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座
北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄	010-83574171	fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷	021-20252612	hetingting@chinastock.com.cn
深圳广州：詹璐	0755-83453719	zhanlu@chinastock.com.cn
北京地区：高兴	010-83574017	gaoxing_jg@chinastock.com.cn
北京地区：李笑裕	010-83571359	lixiaoyu@chinastock.com.cn