

启迪桑德（000826）研究报告

与富裕县政府二度合作，静待后续项目落地

2017年6月7日

买入（维持）

盈利预测及估值

	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	6,917	9,925	12,359	15,627
同比(+/-)%	9.1%	43.5%	24.5%	26.4%
净利润(百万元)	1081	1437	1918	2416
同比(+/-)%	16.2%	32.9%	33.5%	26.0%
毛利率(%)	32.9%	32.0%	32.0%	32.0%
净资产收益率(%)	13.1%	10.3%	12.4%	13.9%
每股收益(元)	1.27	1.40	1.87	2.36
PE	25.75	23.21	17.39	13.80
PB	3.39	2.38	2.15	1.92

数据来源：WIND 资讯，东吴证券研究所

事件：

公司公告，签署《富裕县全域战略合作框架协议书》，包括生物质资源综合利用、生物质能源投资、生态环境综合整治、城区开发区市政 PPP 项目等，预计总投资为 20 亿元。

投资要点：

- 富裕县项目梅开二度，环境治理能力已获当地政府充分认可：此次落地的合作框架协议是公司同富裕县政府第二次合作，我们分析该协议落地的背景有两点：

1) 公司管理能力和技术水平已获得当地政府充分认可。2016 年 7 月，公司曾签署《富裕县生活垃圾卫生填埋场委托运营服务协议》，负责托管运营富裕县环卫管理处的生活垃圾填埋场及配套设施渗滤液处理站项目，在项目实施过程中，公司的管理能力和技术水平获得当地政府的充分肯定和高度评价；

2) 布局生物质综合利用领域已久，技术储备充分。公司深耕固废处置业务领域多年，对于生物质综合利用、生物质发电项目已经做了深远的布局，并在行业考察了数个项目，做了极为详尽的调查和研究，技术储备和项目经验十分充分。

因此，地方政府认可+准备工作充分的形势下，项目落地是水到渠成、瓜熟蒂落。

- 固废、环卫双核心业务地位稳固，建议关注水务、环保 PPP 两块增量业务：

1) 受到市场化改革加速和 PPP 模式快速推进双重利好因素的影响，环卫行业在近几年来快速发展，公司环卫业务随之

首席证券分析师袁理

执业资格证书号码：S0600511080001

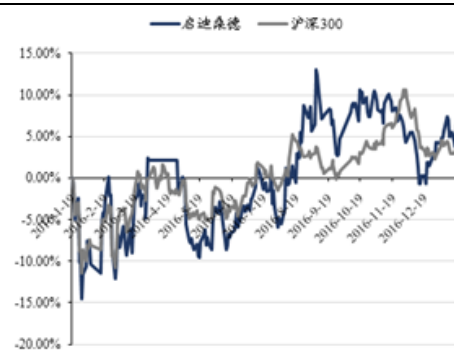
yuanl@dwzq.com.cn

021-60199782

研究助理：刘博

liub@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	32.60
一年最低价/最高价	28.05/39.95
市净率	3.39
流通 A 股市值(百万元)	27612

基础数据

每股净资产(元)	9.63
资产负债率(%)	63.5
总股本(百万股)	854
流通 A 股(百万股)	847

相关研究

1. 环卫、再生资源风起，助推固废全产业链龙头腾飞
2017 年 4 月 17 日
2. 固废处置行业龙头再起航
2017 年 4 月 19 日
3. 海绵城市+特色小镇，固废龙头踏上政策风口
2017 年 4 月 24 日

高速增长。2016 年公司新签环卫清运项目 76 个，新签年度合同额 11.13 亿元，同比增长 280.35%；新签年度总额为 181.46 亿，同比增长 244.49%。目前公司环卫业务覆盖 19 个省、自治区，清扫保洁面积 2.2 亿平方米，垃圾清运量 1.0 万吨/天，环卫第一梯队市场地位稳固。

2) **固废业务保持稳健增长。**截至 2016 年末，公司在手垃圾处理能力达到 2.89 万吨/日，餐厨、畜禽粪便等有机废物处理能力达到 0.36 万吨/天，四川开县、山东临朐、山东沂水等项目投入运营，同时河北巨鹿、山东临清、安徽亳州等项目也已经全部开工，建设完成后将显著增厚公司业绩。

3) **水务业务规模小、弹性足，内生外延齐发力。**公司水务业务主要以子公司湖北一弘水务有限公司作为实施平台，湖北一弘利用地域优势，以合资、收购、新建等方式迅速整合和扩展了公司在湖北省内的市政供水、污水处理投资与供应项目。目前公司旗下自有运营污水处理项目 21 个，总设计规模 120 万吨/天，中水规模 5 万吨/天；托管运营污水处理项目 3 个，设计规模 7 万吨/天；在建 2 个污水处理项目，设计规模 3.75 万吨/天；4 个自来水项目，总设计规模 61.5 万吨/天，在湖北地区逐渐形成较强的区域壁垒。

同业竞争问题解决，水务业务迎来二次腾飞机遇。实际控制人变更前，公司受限于与桑德国际存在同业竞争关系，因此水务业务仅能在湖北地区开展；随着公司实际控制人变更为清华系，同业竞争局限彻底破除，由此带来两方面变化：一、公司水务业务将向湖北省外进行拓展，逐步扩大业务覆盖范围；二、未来有望整体接收启迪集团旗下水务资产，外延扩张战略加速实施可期。

4) **行业高景气度+股东强势背景，PPP 业务成为公司新看点。**随着中央、地方政府对 PPP 的关注度进一步提升，以及 PPP 项目加速集中释放，我们预计该领域的政策法规和实施标准将会持续出台，行业在整个十三五时期保持高景气度值得期待。清华系强势入驻后，雄厚背景和平台资源将显著增强公司获取 PPP 订单的能力，2016 年以来公司先后中标 13 个 PPP 项目，合计投资金额达到 44.62 亿元，预计 2017 年公司将有更多 PPP 项目持续落地。

- **定增事项获得审核通过，员工持股助推公司发展：**公司于 2016 年 4 月 28 日发布非公开发行股票预案，拟非公开发行股票不超过 3.4 亿股，募资 95 亿元。发行方案于 2016 年 12 月 1 日调整，调整非公开发行股票数量为不超过 1.7 亿股，向启迪投资、启迪绿源、西藏清控、启迪桑德第一期员工持股计划等九名对象募资 46.5 亿元，其中清控系四家公司启迪投资、启迪绿源、西藏清控、金信灏海合计参与定增比例为 57.45%。同时，员工持股计划参与定增，锁定期三年，人均 42 万元的金额绑定充分，为公司业绩增长释放活力，目前定增事项已获得证监会审核通过。
- **盈利预测与估值：**考虑到公司在环卫、再生资源和大固废领域充分的项目储备，以及优质的内生增长性和强大的外延扩张实力带来的业绩持续增长，我们预测公司 2017-2019 年实现 EPS 1.40、1.87、2.36 元（假设 2017 年完成增发），对应 PE 23、17、14 倍，维持“买入”评级。

- **风险提示:** 环卫项目拓展低于预期; 垃圾焚烧发电项目进展不及预期。

图表 1 天翔环境业绩预测

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	7634.8	10780.0	15729.1	21808.7	营业收入	6916.6	9924.6	12359.1	15626.8
现金	3247.4	6664.4	11044.6	15886.1	营业成本	4642.2	6748.7	8404.2	10626.2
应收款项	3143.0	2610.3	2810.4	3553.5	营业税金及附加	75.8	119.1	134.5	171.9
存货	459.5	668.1	831.9	1051.9	营业费用	117.3	178.6	206.4	265.7
其他	784.9	837.3	1042.1	1317.2	管理费用	546.1	829.7	1002.3	1240.8
非流动资产	15308.7	15940.1	16578.3	17151.8	财务费用	333.1	287.9	256.3	335.9
长期股权投资	367.4	367.4	367.4	367.4	投资净收益	11.9	10.0	8.0	8.0
固定资产	11086.2	10903.8	10755.4	10568.6	其他	-12.1	-31.1	-42.9	-72.6
无形资产	2588.9	3402.6	4189.2	4949.5	营业利润	1202.0	1739.4	2318.4	2921.7
其他	1266.3	1266.3	1266.3	1266.3	营业外净收支	97.2	11.0	10.0	21.0
资产总计	22943.6	26720.1	32307.4	38960.5	利润总额	1299.2	1740.4	2319.4	2922.7
流动负债	11203.3	8721.7	12722.3	17397.0	所得税费用	215.6	288.9	382.7	482.2
短期借款	2942.0	2200.0	3400.0	6400.0	少数股东损益	2.2	4.7	1.0	4.4
应付账款	2642.4	1867.4	3554.6	3717.4	归属母公司净利润	1081.4	1436.8	1917.8	2416.1
其他	5618.9	4654.2	5767.7	7279.6	EBIT	1535.2	2048.4	2611.7	3322.3
非流动负债	3368.9	3848.9	3928.9	4008.9	EBITDA	1798.9	2494.8	3339.9	4177.8
长期借款	2052.8	2452.8	2452.8	2452.8					
其他	1316.2	1396.2	1476.2	1556.2	重要财务与估值指				
负债总计	14572.2	12570.6	16651.3	21406.0	标	2016	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	143.8	155.2	170.0	188.9	每股收益(元)	1.27	1.40	1.87	2.36
					每股净资产(元)	9.63	13.68	15.14	16.98
归属母公司股东权益	8227.6	13994.3	15486.1	17365.6	发行在外股份(百万股)	854.3	1022.8	1022.8	1022.8
负债和股东权益总计	22943.6	26720.1	32307.4	38960.5	ROIC(%)	10.9%	12.2%	16.6%	22.5%
					ROE(%)	13.1%	10.3%	12.4%	13.9%
					毛利率(%)	32.9%	32.0%	32.0%	32.0%
现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	EBIT Margin(%)	22.2%	20.6%	21.1%	21.3%
经营活动现金流	-462.9	515.7	5009.4	3871.8	销售净利率(%)	15.6%	14.5%	15.5%	15.5%
投资活动现金流	-3660.7	-1086.6	-1403.3	-1493.7	资产负债率(%)	63.5%	47.0%	51.5%	54.9%
筹资活动现金流	4715.3	3987.9	774.1	2463.4	收入增长率(%)	9.1%	43.5%	24.5%	26.4%
现金净增加额	597.5	3417.0	4380.2	4841.5	净利润增长率(%)	16.2%	32.9%	33.5%	26.0%
企业自由现金流	-1492.3	568.0	4717.5	3552.6					

数据来源: WIND 资讯, 东吴证券研究所 (股本变化是因为假设定增今年完成)

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

