

公司研究/公告点评

2017年06月09日

公用事业/环保 II

投资评级：买入（维持评级）

当前价格(元): 33.69
合理价格区间(元): 41-44

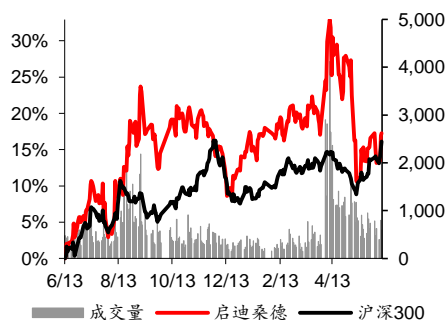
王玮嘉 执业证书编号: S0570517050002
研究员 wangweijia@htsc.com

徐科 010-56793939
联系人 xuke2@htsc.com

相关研究

- 1《启迪桑德(000826):打通固废产业链,各项业务均有新斩获》2016.10
- 2《启迪桑德(000826):将环卫作为核心业务进行强力打造》2016.08
- 3《启迪桑德(000826):布局趋于完善,多项业务收入实现增长》2016.04

股价走势图



资料来源: Wind

增发获批, 固废龙头核心价值凸显

启迪桑德(000826)

46.5 亿增发获批增强公司经济实力

6月8日晚间,启迪桑德公告称非公开发行不超过16,761万股的方案获得证监会核准批复。我们认为,增发到位会为公司业务后续发展扫清障碍:1)公司控股股东启迪科服及其一致行动人的持股比例将从29.52%提高至34.10%,同时向大股东及员工定向增发,有利于上下利益理顺,进一步发挥启迪的深厚资源为公司各板块业务发展奠定基础;2)46.5亿募资到位缓解财务压力,按照5%的融资成本考虑募集资金上半年到位可以节约财务费用2.33亿,增厚公司业绩,有助于降低资产负债率。

环卫市场竞争加剧, 龙头有望胜出

根据我们最新统计数据的测算,2019年环卫运营市场规模超过1500亿;其中第三方运营比例目前约20%,十三五末有望达到60%,2016-20复合增速35%。特许经营机制下的环卫运营作为城市固废处理的入口环节,引发了众多行业参与者的广泛关注;加之项目单体规模小、准入门槛低,竞争明显加剧。根据海外经验,环卫将走向高度市场化,行业集中度高,全产业链布局,成为环保巨头的摇篮。我们认为在跑马圈地中胜出的龙头企业有望崛起成为城市固废的一站式运营商,结合下游的垃圾转运和处理、再生资源回收利用等项目从产业链中获取稳定回报。

背景深厚, 布局前瞻

大股东清华系实力强劲,总资产规模达到2000亿,旗下拥有四大综合性集团,多家上市公司。公司作为成为清华控股旗下唯一一家上市环保公司,具有发展潜力。公司凭借大股东深厚背景,在固废管理、污水处理、自来水等业务上全面布局,并在环卫云等新领域前瞻布局。公司凭借平台优势,拿单能力显著。同时,与大股东旗下其他环保资产良性互动,在项目合作、技术研发上协同效应出现。

固废龙头核心价值凸显, 维持买入评级

公司作为环卫运营板块龙头,先发优势明显,设备基地的发展有望进一步完善公司的固废生态产业链。我们预测公司2017~2019年EPS为1.64/1.97/2.11(不考虑增发摊薄),目前股价对应2017~2019年PE为21/17/16倍,按照2017年25-27倍行业估值,微调目标价至41-44元,维持买入评级。

风险提示:定增募集资金到位进度低于预期,环卫业务进展低于预期。

公司基本资料

总股本(百万股)	854.30
流通A股(百万股)	847.07
52周内股价区间(元)	29.05-38.43
总市值(百万元)	28,781
总资产(百万元)	24,045
每股净资产(元)	11.02

资料来源:公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	6,341	6,917	10,178	12,680	14,194
+/-%	44.95	9.08	47.16	24.58	11.95
归属母公司净利润(百万元)	930.74	1,081	1,402	1,682	1,799
+/-%	15.77	16.18	29.67	19.94	6.94
EPS(元,最新摊薄)	1.09	1.27	1.64	1.97	2.11
PE(倍)	30.92	26.62	20.53	17.11	16.00

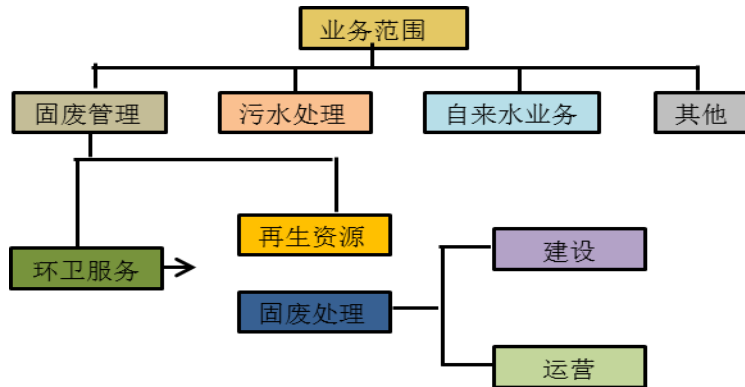
资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

清华系大手笔参增，增强公司经济实力

事项：公司公告拟 8.5 亿元收购从事生态照明艺术的良业环境 70% 股权。

增发到位会为公司业务后续发展扫清障碍：1) 公司控股股东启迪科服及其一致行动人的持股比例将从 29.52% 提高至 34.10%，同时向大股东及员工定向增发，有利于上下利益理顺，进一步发挥启迪的深厚资源为公司各板块业务发展奠定基础；2) 46.5 亿募资到位缓解财务压力，按照 5% 的融资成本考虑募集资金上半年到位可以节约财务费用 2.33 亿，增厚公司业绩，有助于降低资产负债率。3) 大手笔增发增强公司资金实力，有助于提升公司承接运营项目能力，布局固废管理全产业链。

图表1： 启迪桑德布局全产业链



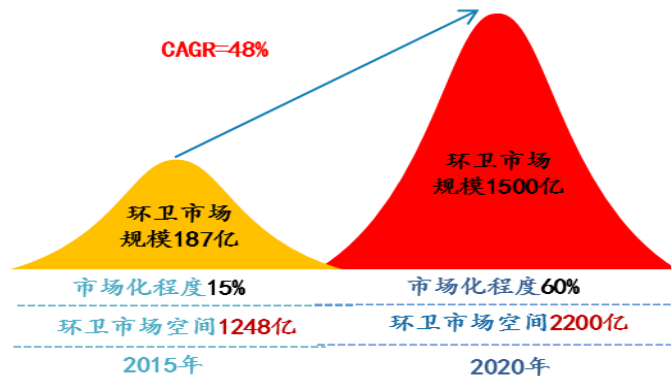
资料来源：华泰证券研究所

环卫市场竞争加剧，市场化进程加速

环卫企业充分受益行业高速发展。环卫工程作为城市的“美容工程”，随着城市人口增多，城市发展步入高速发展期，垃圾量逐年递增，环卫投资也呈现高速增长姿态。根据我们最新统计数据的测算，2019 年环卫运营市场规模超过 1500 亿；其中第三方运营比例目前约 20%，十三五末有望达到 60%，2016-20 复合增速 35%。

行业的高速发展引发了众多行业参与者的广泛关注，看到了环卫市场“有利可图”，市场竞争者明显加多。同时考虑到环卫项目单体规模小、准入门槛低，环卫市场进入了一个竞争激烈的时代。根据海外经验，环卫将走向高度市场化，行业集中度高，全产业链布局，成为环保巨头的摇篮。我们认为在跑马圈地中胜出的龙头企业有望崛起成为城市固废的一站式运营商，结合下游的垃圾转运和处理、再生资源回收利用等项目从产业链中获取稳定回报。

图表2： 环卫市场将走向大市场、高集中度



资料来源：华泰证券研究所

固废龙头核心价值凸显，维持买入评级

公司作为环卫运营板块龙头，先发优势明显，设备基地的发展有望进一步完善公司的固废生态产业链。我们预测公司 2017~2019 年 EPS 为 1.64/1.97/2.11（不考虑增发摊薄），目前股价对应 2017~2019 年 PE 为 21/17/16 倍，按照 2017 年 25-27 倍行业估值，微调目标价至 41-44 元，维持买入评级。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	5,952	7,635	9,333	11,309	11,891
现金	2,539	3,247	2,893	3,308	2,939
应收账款	2,441	2,745	4,040	5,032	5,634
其他应收账款	182.15	389.47	573.12	713.98	799.28
预付账款	320.95	589.74	910.24	1,149	1,296
存货	430.71	459.54	708.90	894.71	1,010
其他流动资产	37.99	203.54	207.49	210.51	212.34
非流动资产	9,897	15,309	16,898	19,212	22,133
长期投资	140.48	367.39	367.39	367.39	367.39
固定投资	976.30	976.30	1,725	552.53	(485.67)
无形资产	1,926	2,589	3,205	3,779	4,313
其他非流动资产	6,854	11,376	11,601	14,513	17,939
资产总计	15,849	22,944	26,231	30,521	34,024
流动负债	7,321	11,203	13,970	16,061	17,332
短期借款	699.20	1,924	2,831	3,527	3,948
应付账款	1,753	1,785	2,756	3,477	3,925
其他流动负债	4,869	7,494	8,383	9,056	9,459
非流动负债	2,244	3,369	2,655	3,169	3,598
长期借款	574.29	2,053	1,339	1,853	2,282
其他非流动负债	1,669	1,316	1,316	1,316	1,316
负债合计	9,565	14,572	16,625	19,230	20,930
少数股东权益	154.47	143.80	146.66	150.09	153.76
股本	846.54	854.30	854.30	854.30	854.30
资本公积	2,065	2,205	2,205	2,205	2,205
留存公积	3,218	4,171	6,399	8,081	9,880
归属母公司股	6,129	8,228	9,459	11,141	12,940
负债和股东权益	15,849	22,944	26,231	30,521	34,024

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	179.08	(462.87)	1,959	2,286	2,509
净利润	930.74	1,081	1,402	1,682	1,799
折旧摊销	199.33	289.95	329.11	308.00	288.68
财务费用	266.08	333.06	434.16	480.99	550.90
投资损失	(8.66)	(11.93)	(16.43)	(22.64)	(31.19)
营运资金变动	(1,223)	(2,190)	(192.55)	(165.99)	(101.41)
其他经营现金	14.26	34.49	2.86	3.43	3.67
投资活动现金	(1,661)	(3,661)	(1,902)	(2,600)	(3,178)
资本支出	1,256	2,809	1,832	2,536	3,123
长期投资	70.00	187.49	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	335.19	664.35	70.00	63.80	55.25
筹资活动现金	2,798	4,715	(411.61)	729.24	299.37
短期借款	524.70	1,225	907.27	695.84	421.38
长期借款	421.19	1,478	(713.85)	514.40	428.89
普通股增加	2.92	7.76	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	97.18	140.36	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	1,752	1,864	(605.02)	(480.99)	(550.90)
现金净增加额	1,316	591.80	(354.26)	415.25	(369.37)

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	6,341	6,917	10,178	12,680	14,194
营业成本	4,404	4,642	7,165	9,042	10,205
营业税金及附加	69.94	75.81	111.56	138.97	155.58
营业费用	58.25	117.30	155.35	193.53	216.65
管理费用	484.46	546.08	723.23	900.98	1,009
财务费用	266.08	333.06	434.16	480.99	550.90
资产减值损失	17.27	11.97	17.62	21.95	24.57
公允价值变动收益	(0.20)	0.09	0.00	0.00	0.00
投资净收益	8.66	11.93	16.43	22.64	31.19
营业利润	1,049	1,202	1,588	1,924	2,064
营业外收入	61.04	99.21	99.21	99.21	99.21
营业外支出	0.78	2.00	2.10	2.20	2.31
利润总额	1,109	1,299	1,685	2,021	2,161
所得税	174.73	215.61	279.60	335.36	358.63
净利润	934.76	1,084	1,405	1,685	1,802
少数股东损益	4.02	2.21	2.86	3.43	3.67
归属母公司净利润	930.74	1,081	1,402	1,682	1,799
EBITDA	1,514	1,799	2,326	2,686	2,871
EPS (元)	1.09	1.27	1.64	1.97	2.11

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	44.95	9.08	47.16	24.58	11.95
营业利润	13.35	14.56	32.08	21.17	7.29
归属母公司净利润	15.77	16.18	29.67	19.94	6.94
获利能力 (%)					
毛利率	30.54	32.88	29.60	28.69	28.10
净利率	14.68	15.63	13.78	13.26	12.67
ROE	16.46	15.06	15.86	16.33	14.94
ROIC	24.14	18.69	17.45	17.06	15.12
偿债能力					
资产负债率 (%)	60.35	63.51	63.38	63.01	61.52
净负债比率 (%)	18.80	34.28	31.21	33.27	34.63
流动比率	0.81	0.68	0.67	0.70	0.69
速动比率	0.75	0.64	0.62	0.65	0.63
营运能力					
总资产周转率	0.50	0.36	0.41	0.45	0.44
应收账款周转率	2.45	2.67	3.00	2.80	2.66
应付账款周转率	4.03	2.62	3.16	2.90	2.76
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.09	1.27	1.64	1.97	2.11
每股经营现金流(最新摊薄)	0.21	(0.54)	2.29	2.68	2.94
每股净资产(最新摊薄)	7.17	9.63	11.07	13.04	15.15
估值比率					
PE (倍)	30.92	26.62	20.53	17.11	16.00
PB (倍)	4.70	3.50	3.04	2.58	2.22
EV_EBITDA (倍)	19.01	16.00	12.37	10.72	10.03

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com