

公司研究/公告点评

2017年09月24日

公用事业/环保 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 35.16
合理价格区间(元): 41.4-45.5

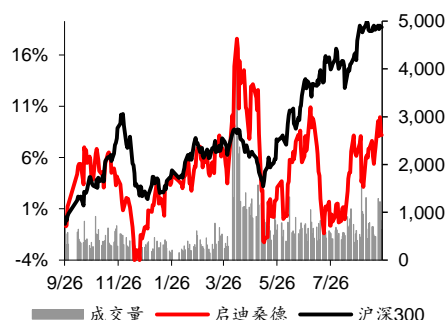
王玮嘉 执业证书编号: S0570517050002
研究员 021-28972079
wangweijia@htsc.com

张雪蓉 021-38476737
联系人 zhangxuerong@htsc.com

相关研究

- 1《启迪桑德(000826,买入): 栉风沐雨, 固废龙头砥砺前行》2017.08
- 2《启迪桑德(000826,买入): 增发获批, 固废龙头核心价值凸显》2017.06
- 3《启迪桑德(000826): 打通固废产业链, 各项业务均有新斩获》2016.10

股价走势图



资料来源: Wind

环卫龙头大布局, 落子雄安核心区

启迪桑德(000826)

中标雄安核心区环卫, 几乎包揽安新县固废

公司公司公告成为“安新县城乡环卫一体化项目”的中标单位, 服务周期3年, 总金额合计9,683万元(3,228万元/年)。安新县包括9镇3乡, 其中大王镇是雄安新区的核心区块(地位相当于北京城的中心, 此次环卫中标)。此前公司已中标新县生活垃圾处理项目、新县环卫一体化委托运营项目和安新县白洋淀景区环卫市场化运营。此次中标意味着安新县除了圈头乡以外的环卫运营都将由桑德负责, 彰显公司在环卫一体化领域的竞争实力; 在北上深三个超一线城市环卫市场几乎都被垄断的情况下, 中标雄安中心城区固废业务, 巩固公司在雄安新区的区域竞争优势, 示范效应显著。

环卫平台大布局, 三网融合, 五位一体

环卫业务仅仅是开端, 在成熟固废市场导流意义显著, 对上游可以通过环卫服务促进设备销售, 对下游可以加强收运提高垃圾处理的产能利用率。公司作为行业龙头, 已完成从上游设备到中游收运到下游处置的固废纵向产业链一体化布局。同时, 公司积极实施“环卫云”战略, 三网融合(环卫+再生资源+垃圾分类)为核心, 衍生出五位一体业务——社区服务+生活垃圾分类+环卫作业+再生资源回收+供应链物流服务。

龙头崛起, 长期有望成为中国环卫市场巨头

根据公司公告, 2016年新签环卫年化服务合同额大幅增长, 从2015年的2.9亿元增长到2016年的11.1亿元, 2016年底在手环卫项目达149个, 未来有望借助清华系股东资源和资本优势, 在跑马圈地中脱颖而出, 公司提出目标2020年环卫项目超600个。远期来看, 中国环卫市场近2000亿的空间(根据E20研究院测算数据), 龙头如果可以做到10%的市场份额(美国固废龙头WM市占率22%), 对应200亿的收入20亿利润, 按照发达国家20x的P/E估值, 就有近400亿的市值空间。

订单充足, 维持盈利预测, 维持“买入”评级

公司2016年新签订单181亿元, 同比增长280%, 根据公告统计, 公司2017年至今已经中标/签订12个PPP项目, 总计42.6亿元, 在手PPP订单(含框架协议)超200亿, 订单充足, 环卫业务快速扩张。公司增发完成后, 有效缓解资金压力, 签约项目有望稳步推进, 将步入新一轮快速成长期。我们维持公司2017~2019年EPS预测为1.38/1.78/2.22元(采用全面摊薄EPS)。目前股价对应2017-2019年PE为25/19/15倍, 参考可比公司2017年31x的平均PE, 维持启迪桑德2017年30-33倍目标P/E, 对应目标价41.4-45.5元, 维持“买入”评级。

风险提示: 固废项目进度不达预期, 环卫业务拓展未及预期。

公司基本资料

总股本(百万股)	1,022
流通A股(百万股)	846.68
52周内股价区间(元)	31.40-38.43
总市值(百万元)	35,928
总资产(百万元)	26,368
每股净资产(元)	9.32

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	9,907	12,325	14,070
+/-%	44.95	9.08	43.24	24.41	14.15
归属母公司净利润(百万元)	930.74	1,081	1,405	1,819	2,266
+/-%	15.77	16.18	29.97	29.42	24.56
EPS(元, 最新摊薄)	1.09	1.27	1.38	1.78	2.22
PE(倍)	31.18	26.84	24.70	19.08	15.32

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

启迪桑德：环卫龙头大布局，落子雄安核心区

中标雄安核心区环卫，几乎包揽安新县固废

公司公告成为“安新县城乡环卫一体化项目”的中标单位，服务周期 3 年，总金额合计 9,683 万元（3,228 万元/年）。安新县包括 9 镇 3 乡，其中大王镇是雄安新区的核心区块（地位相当于北京城的中心，此次环卫中标）。此前：2013 年公司签署新县生活垃圾处理项目，规模为 300 吨/日，目前处于试运营期；2014 年 12 月以及 2016 年 7 月，公司中标安新县环卫一体化委托运营项目和安新县白洋淀景区环卫市场化运营，运营期限分别为 10 年、3 年，合同总金额 7,081 万元，目前项目合同正在履行中。该次中标意味着安新县除了圈头乡以外的环卫运营都将由桑德负责，彰显公司在环卫一体化领域的竞争实力；在北上深三个超一线城市环卫市场几乎都被垄断的情况下，中标雄安中心城区固废业务，巩固公司在雄安新区的区域竞争优势，示范效应显著。

图表1：公司在雄安地区负责环卫运营项目分布



（注：红色框出的地区代表雄安新区里由桑德负责环卫运营的区域，包括安新县县城、白洋淀景区及安新县周边9镇2乡）

资料来源：公司公告，百度地图，华泰证券研究所

环卫平台大布局，三网融合，五位一体

环卫业务仅仅是开端，在成熟固废市场导流意义显著，对上游可以通过环卫服务促进设备销售，对下游可以加强收运提高垃圾处理的产能利用率。公司作为行业龙头，已完成从上游设备到中游收运到下游处置的固废纵向产业链一体化布局，2016 年新签环卫年化服务合同额大幅增长，从 2015 年的 2.9 亿元增长到 2016 年的 11.1 亿元，2016 年底在手环卫项目达 149 个，未来有望借助清华系股东资源和资本优势，在跑马圈地中脱颖而出，目标 2020 年环卫项目超 600 个。远期来看，中国环卫市场近 2000 亿的空间（根据 E20 研究院测算数据），龙头如果可以做到 10% 的市场份额（WM 22%），对应 200 亿的收入 20 亿利润，按照发达国家 20x 的 P/E 估值，就有近 400 亿的市值空间。同时，公司积极实施“环卫云”战略，三网融合（环卫+再生资源+垃圾分类）为核心，衍生出五位一体业务——社区服务+生活垃圾分类+环卫作业+再生资源回收+供应链物流服务。

图表2: 2017年年初至今(2017/9/24)中标/签约PPP项目统计

项目名称	投资额(亿元)	签订、中标时间
Source: Huatai Securities Research 长治市污泥餐厨垃圾处置 PPP 项目	1.38	2017年1月6日
道县城乡环境卫生设施一体化项目	1.6	2017年3月26日
乌海市乌达区城乡环卫一体化 PPP 项目	11.53	2017年3月28日
咸宁高新区三期污水处理厂建设 PPP 项目	1.58	2017年4月5日
吉首市生活垃圾无害化处理厂 PPP 项目	4.4	2017年4月20日
吉首市乡村绿道工程 PPP 项目	2.4	2017年4月20日
泸溪县污水及垃圾处理环卫一体化 PPP 项目	7.6	2017年6月14日
S354 道县上关至湘源温泉公路 PPP 项目	4.27	2017年6月21日
: 阿克苏地区静脉产业园(东区)——生活垃圾焚烧发电 PPP 项目	3.56	2017年7月7日
宜昌市临江污水处理厂改扩建 PPP 项目	3.44	2017年9月6日
宜昌市危险废物集中处置中心政府和社会资本合作(PPP)项目		2017年9月6日
湖北省监利(容城)城区污水处理厂二期工程 PPP 项目	0.81	2017年9月6日
合计	42.6	

资料来源: 华泰证券研究所

订单充足, 维持盈利预测, 维持“买入”评级

公司 2016 年新签订单 181 亿元, 同比增长 280%, 根据公告统计, 公司 2017 年至今已经中标/签订 12 个 PPP 项目, 总计 42.6 亿元, 在手 PPP 订单(含框架协议)超 200 亿, 订单充足, 环卫业务快速扩张。公司增发完成后, 有效缓解资金压力, 签约项目有望稳步推进, 将步入新一轮快速成长期。我们维持公司 2017~2019 年 EPS 预测为 1.38/1.78/2.22 元(采用全面摊薄 EPS)。目前股价对应 2017-2019 年 PE 为 25/19/15 倍, 参考可比公司 2017 年 31x 的平均 PE, 维持启迪桑德 2017 年 30-33 倍目标 P/E, 对应目标价 41.4-45.5 元, 维持“买入”评级。

可比公司估值表

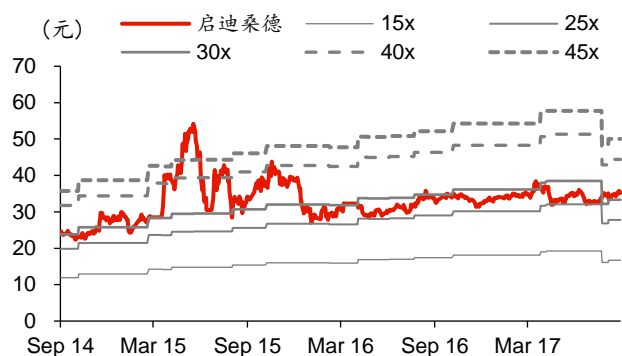
图表3: 可比公司估值表

公司名称	股票代码	股价		市值(mn)		每股收益		市盈率(x)		市净率(x)		净资产收益率(%)	
		2017/9/23	2017/9/23	2017/9/23	2017/9/23	17E	18E	17E	18E	17E	18E	17E	18E
东江环保	002672.SZ	16.0	12,943	0.53	0.69	30.2	23.2	3.7	3.2	12%	14%		
伟明环保	603568.SH	22.3	15,297	0.67	0.81	33.3	27.6	6.6	5.6	20%	20%		
龙马环卫	603686.SH	30.6	8,320	1.00	1.28	30.4	23.8	5.4	4.5	18%	19%		
中国天楹	000035.SZ	6.7	9,082	0.23	0.31	29.9	21.5	2.9	2.6	10%	12%		
平均值			11,411	0.61	0.77	30.9	24.0	4.7	4.0	12%	14%		
中间值			11,013	0.60	0.75	30.3	23.5	4.6	3.9	11%	12%		
启迪桑德	000826.SZ	35.2	35,928	1.38	1.78	25.6	19.8	2.7	2.4	11%	12%		

资料来源: 华泰证券研究所

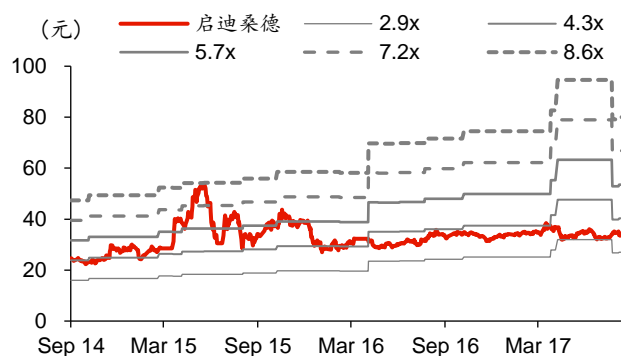
PE/PB - Bands

图表4: 启迪桑德历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表5: 启迪桑德历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

风险提示: 固废项目进度不达预期, 环卫业务拓展未及预期。

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	10,732	10,821	11,597
现金	2,539	3,247	4,447	3,062	2,802
应收账款	2,441	2,745	3,932	4,892	5,584
其他应收账款	182.15	389.47	557.87	694.04	792.26
预付账款	320.95	589.74	892.23	1,104	1,240
存货	430.71	459.54	694.87	859.57	965.77
其他流动资产	37.99	203.54	207.16	210.08	212.19
非流动资产	9,897	15,309	18,950	22,776	26,313
长期投资	140.48	367.39	367.39	367.39	367.39
固定投资	976.30	976.30	1,725	1,805	1,940
无形资产	1,926	2,589	4,302	6,741	9,572
其他非流动资产	6,854	11,376	12,555	13,863	14,433
资产总计	15,849	22,944	29,681	33,597	37,909
流动负债	7,321	11,203	13,014	14,778	16,703
短期借款	699.20	1,924	1,981	2,465	3,517
应付账款	1,753	1,785	2,701	3,341	3,753
其他流动负债	4,869	7,494	8,332	8,972	9,432
非流动负债	2,244	3,369	2,505	3,042	3,427
长期借款	574.29	2,053	1,189	1,726	2,110
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	15,519	17,820	20,130
少数股东权益	154.47	143.80	146.66	153.97	163.07
股本	846.54	854.30	1,022	1,022	1,022
资本公积	2,065	2,205	6,591	6,591	6,591
留存公积	3,218	4,171	6,403	8,011	10,004
归属母公司股	6,129	8,228	14,015	15,623	17,616
负债和股东权益	15,849	22,944	29,681	33,597	37,909

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)	2,049	2,585	3,361
净利润	930.74	1,081	1,405	1,819	2,266
折旧摊销	199.33	289.95	408.41	573.68	771.09
财务费用	266.08	333.06	387.70	391.53	489.57
投资损失	(8.66)	(11.93)	(11.93)	(11.93)	(11.93)
营运资金变动	(1,223)	(2,190)	(143.34)	(194.50)	(162.55)
其他经营现金	14.26	34.49	2.87	7.31	9.10
投资活动现金	(1,661)	(3,661)	(4,037)	(4,388)	(4,295)
资本支出	1,256	2,809	3,963	4,314	4,221
长期投资	70.00	187.49	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	335.19	664.35	74.51	74.51	74.51
筹资活动现金	2,798	4,715	3,188	418.03	674.79
短期借款	524.70	1,225	57.42	483.67	1,052
长期借款	421.19	1,478	(863.93)	536.71	384.88
普通股增加	2.92	7.76	167.54	0.00	0.00
资本公积增加	97.18	140.36	4,386	0.00	0.00
其他筹资现金	1,752	1,864	(558.56)	(602.35)	(762.41)
现金净增加额	1,316	591.80	1,200	(1,385)	(259.70)

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	6,341	6,917	9,907	12,325	14,070
营业成本	4,404	4,642	7,023	8,687	9,760
营业税金及附加	69.94	75.81	99.07	135.58	154.77
营业费用	58.25	117.30	98.67	122.75	111.98
管理费用	484.46	546.08	732.66	911.50	970.14
财务费用	266.08	333.06	387.70	391.53	489.57
资产减值损失	17.27	11.97	17.15	61.63	70.35
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	11.93	11.93	11.93
营业利润	1,049	1,202	1,561	2,027	2,525
营业外收入	61.04	99.21	126.24	159.52	198.57
营业外支出	0.78	2.00	2.20	2.42	2.54
利润总额	1,109	1,299	1,685	2,184	2,721
所得税	174.73	215.61	276.20	358.16	446.11
净利润	934.76	1,084	1,408	1,826	2,275
少数股东损益	4.02	2.21	2.87	7.31	9.10
归属母公司净利润	930.74	1,081	1,405	1,819	2,266
EBITDA	1,514	1,799	2,336	3,016	3,818
EPS (元)	1.09	1.27	1.38	1.78	2.22

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	43.24	24.41	14.15
营业利润	13.35	14.56	29.83	29.91	24.54
归属母公司净利润	15.77	16.18	29.97	29.42	24.56
获利能力 (%)					
毛利率	30.54	32.88	29.11	29.52	30.63
净利率	14.68	15.63	14.19	14.76	16.10
ROE	16.46	15.06	12.64	12.27	13.63
ROIC	24.14	18.69	15.26	14.17	14.00
偿债能力					
资产负债率 (%)	60.35	63.51	52.29	53.04	53.10
净负债比率 (%)	18.80	34.28	26.99	29.23	33.02
流动比率	0.81	0.68	0.82	0.73	0.69
速动比率	0.75	0.64	0.77	0.67	0.64
营运能力					
总资产周转率	0.50	0.36	0.38	0.39	0.39
应收账款周转率	2.45	2.67	2.97	2.79	2.69
应付账款周转率	4.03	2.62	3.13	2.88	2.75
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.09	1.27	1.38	1.78	2.22
每股经营现金流(最新摊薄)	0.21	(0.54)	2.01	2.53	3.29
每股净资产(最新摊薄)	7.17	9.63	13.72	15.29	17.24
估值比率					
PE (倍)	31.18	26.84	24.70	19.08	15.32
PB (倍)	4.73	3.53	2.48	2.22	1.97
EV_EBITDA (倍)	19.17	16.13	12.43	9.62	7.60

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：AOK809

©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