

启迪桑德(000826.SZ)

燃气水务行业

评级：买入 维持评级

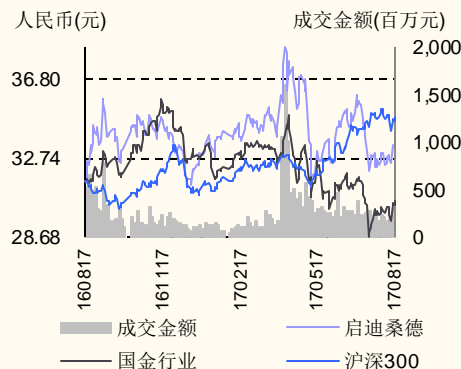
公司点评

市场价格(人民币): 33.98元  
 目标价格(人民币): 45.00-46.00元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	846.68
总市值(百万元)	34,722.19
年内股价最高最低(元)	38.43/31.40
沪深300指数	3721.28
深证成指	10653.73



## 相关报告

- 1.《定增批文获取,发令枪正式打响-启迪桑德公司点评》,2017.6.9
- 2.《运营项目稳步提升,环卫+PPP将迎双丰收-启迪桑德公司研究》,2017.5.11
- 3.《业绩增长符合预期,环卫一体化雏形初现-启迪桑德公司点评》,2017.4.19
- 4.《定增过会,拓展环卫蓝海将快速见效-启迪桑德公司点评》,2016.12.29
- 5.《中标管廊项目、定增调整,环卫一体化初衷不改,加速布局-启迪桑...》,2016.12.2

苏宝亮

分析师 SAC 执业编号: S1130516010003  
 (8610)66216815  
 subaoliang@gjzq.com.cn

陈苗苗

联系人  
 (8621)60230249  
 chenmiaomiaomiao@gjzq.com.cn

## 定增完成助力环卫扩张,发展进入快车道

## 公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	1.099	1.266	1.451	1.723	1.963
每股净资产(元)	7.24	9.63	13.95	15.67	17.63
每股经营性现金流(元)	0.20	-0.57	2.01	2.16	2.78
市盈率(倍)	36.04	26.05	23.42	19.72	17.31
行业优化市盈率(倍)	22.16	22.16	22.16	22.16	22.16
净利润增长率(%)	15.77%	16.18%	37.09%	18.77%	13.94%
净资产收益率(%)	15.19%	13.14%	10.39%	10.98%	11.12%
总股本(百万股)	846.54	854.30	1,021.90	1,021.90	1,021.90

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 事件

- 8月16日,公司公告定增完成,以27.39元/股非公开发行1.67亿股,共募集资金45.89亿,扣除发行费用后净募集资金45.53亿。

## 分析评论

- **定增完成募资到位,财务费用节省约1亿:** 募集资金的44%用于环卫业务、20%用于生活垃圾、餐厨垃圾处理业务及其他。届时将新增约6000辆环卫车产能、3300吨/日垃圾焚烧发电、860吨/日餐厨垃圾处理能力。若以5%的短借利率测算,届时公司财务费用预计减少约1亿。“清控系”持股比例升至34.1%,彰显大股东对桑德作为“启迪系”环保平台的重视。国资背景+充足资金助力公司获取PPP订单和环卫项目,并有望收购优质国内外资产提升竞争实力和市值规模。
- **顺应形势,大举进军PPP领域。** 2017年公司不仅中标7个PPP项目,投资金额预计在22亿。同时新增静脉产业园、聊城市政PPP项目、安源特色小镇、富裕县共计4个框架协议,协议金额达112.5亿元。同时下半年PPP订单有望加速落地,对未来业绩增长有支撑。
- **环卫作为固废入口,建设周期短资金回流快:** 本次增发募资资金中10.5亿元用于环卫一体化平台及服务网络建设项目。项目效益测算按3年建设期及8年运营期限计算,税后内部收益率为10.53%,投资回收期6.96年。公司已在河北、河南等19个区域实施环卫布局,涉及环卫项目149个,清扫面积2.2亿平方米,垃圾清运量1.0万吨/天。截止2017Q1新签总额至少181.46亿,比2015年增长244.49%;Q2新签150个项目。预计到2018年公司在全国展开环卫项目230个,届时将形成辐射全国的环卫网。鉴于环卫项目建设期短,项目合同签订后3~6个月内即可运营产生收入,预计17年环卫业务实现翻倍增长,净利达1.5-2亿元。
- **固废产业链闭环,业绩增速30%。** 固废今年投产4个(+1200吨/日),同时定增完成后6.2亿元垃圾发电PPP项目建设在即。整体来看在建项目步入后半段。经统计处于在建期的固废项目至少80亿,平均进度为60%,因此环保设备将持续增长;而进入运营的项目合计产能将达到1万吨/天,因此17年传统固废业务增速有望达18%。同时固废综合PPP订单,涵盖设备生产—清扫—收运—处置,将带动环卫项目的工程、设备、运营全产业链,对未来业绩增长有支撑。

### 投资建议

- 我们预测 2017-2019 年摊薄后的 EPS 分别为 1.45、1.72、1.96，对应 PE 为 23X、20X、17X 倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

- 政策变动风险，例如废旧电器拆解补贴相关、税收优惠相关等；项目推进不及预期，例如由于环评、土地使用等问题造成的项目暂停；应收账款风险；宏观经济下行；大宗商品价格波动不可预见等。

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>主营业务收入</b>	<b>4,374</b>	<b>6,341</b>	<b>6,917</b>	<b>9,179</b>	<b>11,776</b>	<b>14,329</b>
增长率		45.0%	9.1%	32.7%	28.3%	21.7%
主营业务成本	-2,865	-4,404	-4,642	-6,269	-8,114	-9,904
%销售收入	65.5%	69.5%	67.1%	68.3%	68.9%	69.1%
毛利	1,509	1,936	2,274	2,910	3,662	4,424
%销售收入	34.5%	30.5%	32.9%	31.7%	31.1%	30.9%
营业税金及附加	-44	-70	-76	-101	-130	-158
%销售收入	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
营业费用	-36	-58	-117	-167	-224	-272
%销售收入	0.8%	0.9%	1.7%	1.8%	1.9%	1.9%
管理费用	-277	-484	-546	-744	-977	-1,204
%销售收入	6.3%	7.6%	7.9%	8.1%	8.3%	8.4%
息税前利润 (EBIT)	1,152	1,324	1,535	1,899	2,331	2,791
%销售收入	26.3%	20.9%	22.2%	20.7%	19.8%	19.5%
财务费用	-175	-266	-333	-201	-281	-458
%销售收入	4.0%	4.2%	4.8%	2.2%	2.4%	3.2%
资产减值损失	-46	-17	-12	-18	-23	-14
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-6	9	12	12	13	12
%税前利润	n.a	0.8%	0.9%	0.7%	0.6%	0.5%
营业利润	926	1,049	1,202	1,692	2,040	2,331
营业利润率	21.2%	16.5%	17.4%	18.4%	17.3%	16.3%
营业外收支	17	60	97	90	80	85
税前利润	943	1,109	1,299	1,782	2,120	2,416
利润率	21.6%	17.5%	18.8%	19.4%	18.0%	16.9%
所得税	-148	-175	-216	-298	-356	-406
所得税率	15.7%	15.7%	16.6%	16.7%	16.8%	16.8%
净利润	795	935	1,084	1,484	1,764	2,010
少数股东损益	-9	4	2	2	3	4
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>804</b>	<b>931</b>	<b>1,081</b>	<b>1,482</b>	<b>1,761</b>	<b>2,006</b>
净利率	18.4%	14.7%	15.6%	16.2%	15.0%	14.0%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	795	935	1,084	1,484	1,764	2,010
少数股东损益	-9	4	2	2	3	4
非现金支出	190	207	276	295	397	487
非经营收益	185	255	341	168	254	428
营运资金变动	-1,143	-1,228	-2,189	106	-204	-86
<b>经营活动现金净流</b>	<b>28</b>	<b>170</b>	<b>-489</b>	<b>2,054</b>	<b>2,210</b>	<b>2,839</b>
资本开支	-1,276	-1,256	-2,809	-5,636	-5,045	-5,073
投资	-192	-385	-691	-40	-50	-60
其他	-51	-20	-161	12	13	12
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-1,520</b>	<b>-1,661</b>	<b>-3,661</b>	<b>-5,664</b>	<b>-5,082</b>	<b>-5,121</b>
股权募资	58	52	1,187	4,559	0	0
债权募资	1,056	3,263	4,196	-729	3,220	2,806
其他	-336	-516	-663	-268	-348	-524
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>779</b>	<b>2,798</b>	<b>4,721</b>	<b>3,563</b>	<b>2,872</b>	<b>2,282</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-713</b>	<b>1,307</b>	<b>571</b>	<b>-47</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

来源: wind; 国金证券研究所

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,103	2,539	3,247	3,200	3,200	3,200
应收款项	2,842	2,630	3,143	4,035	5,156	6,272
存货	279	431	460	618	800	977
其他流动资产	335	351	785	985	1,249	1,450
流动资产	4,559	5,952	7,635	8,838	10,405	11,899
%总资产	47.7%	37.6%	33.3%	29.8%	28.9%	28.2%
长期投资	100	163	425	465	515	575
固定资产	2,983	7,201	11,086	15,321	19,306	23,164
%总资产	31.2%	45.4%	48.3%	51.7%	53.6%	54.8%
无形资产	1,685	2,316	3,274	4,509	5,270	6,099
非流动资产	4,989	9,897	15,309	20,795	25,597	30,342
%总资产	52.3%	62.4%	66.7%	70.2%	71.1%	71.8%
<b>资产总计</b>	<b>9,549</b>	<b>15,849</b>	<b>22,944</b>	<b>29,633</b>	<b>36,002</b>	<b>42,240</b>
短期借款	190	1,224	2,942	1,929	4,649	6,955
应付款项	764	2,609	3,222	4,380	5,644	6,921
其他流动负债	1,550	3,489	5,040	5,255	5,377	5,523
流动负债	2,504	7,321	11,203	11,565	15,670	19,398
长期贷款	153	574	2,053	2,553	3,053	3,553
其他长期负债	1,617	1,669	1,316	1,100	1,100	1,100
<b>负债</b>	<b>4,273</b>	<b>9,565</b>	<b>14,572</b>	<b>15,218</b>	<b>19,823</b>	<b>24,051</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>5,183</b>	<b>6,129</b>	<b>8,228</b>	<b>14,269</b>	<b>16,030</b>	<b>18,036</b>
少数股东权益	93	154	144	146	149	153
<b>负债股东权益合计</b>	<b>9,549</b>	<b>15,849</b>	<b>22,944</b>	<b>29,633</b>	<b>36,002</b>	<b>42,240</b>

**比率分析**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.953	1.099	1.266	1.451	1.723	1.963
每股净资产	6.144	7.240	9.631	13.951	15.673	17.634
每股经营现金净流	0.033	0.201	-0.572	2.008	2.161	2.776
每股股利	4.374	4.374	6.171	0.000	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	15.51%	15.19%	13.14%	10.39%	10.98%	11.12%
总资产收益率	8.42%	5.87%	4.71%	5.00%	4.89%	4.75%
投入资本收益率	13.66%	11.64%	8.91%	7.95%	7.80%	7.82%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	62.99%	44.95%	9.08%	32.71%	28.29%	21.67%
EBIT增长率	48.63%	14.86%	15.97%	23.67%	22.79%	19.72%
净利润增长率	37.28%	15.77%	16.18%	37.09%	18.77%	13.94%
总资产增长率	28.22%	65.97%	44.77%	29.16%	21.49%	17.33%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	197.6	149.1	136.8	140.0	140.0	140.0
存货周转天数	22.7	29.4	35.0	36.0	36.0	36.0
应付账款周转天数	53.7	90.5	139.1	140.0	140.0	140.0
固定资产周转天数	52.5	56.2	91.0	97.8	97.5	94.3
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	14.02%	12.05%	32.79%	15.82%	33.99%	45.66%
EBIT利息保障倍数	6.6	5.0	4.6	9.4	8.3	6.1
资产负债率	44.75%	60.35%	63.51%	51.35%	55.06%	56.94%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	4	7	8	10
增持	0	4	4	5	7
中性	0	0	0	2	2
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.50	1.36	1.60	1.58

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

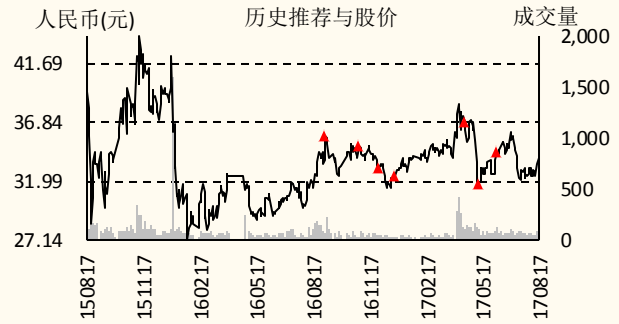
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-08-14	买入	31.42	42.00~45.00
2	2016-09-07	买入	35.43	44.00~45.00
3	2016-11-01	买入	34.78	45.00~46.00
4	2016-12-02	买入	32.98	N/A
5	2016-12-29	买入	32.48	45.00~46.00
6	2017-04-19	买入	37.43	N/A
7	2017-05-11	买入	32.01	37.00~40.00
8	2017-06-09	买入	33.69	45.00~46.00

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD