

启迪桑德 (000826.SZ)

燃气水务行业

评级：买入 维持评级

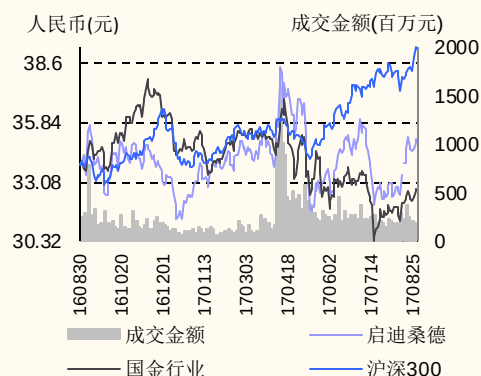
公司点评

市场价格 (人民币): 35.12 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)	35,887.09
年内股价最高最低(元)	38.43/31.40
沪深 300 指数	3834.54
深证成指	10762.37



相关报告

1. 《定增完成助力环卫扩张，发展进入快车道-启迪桑德公司点评》，2017.8.18
2. 《定增批文获取，发令枪正式打响-启迪桑德公司点评》，2017.6.9
3. 《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
4. 《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
5. 《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

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
chenmiaomiao@gjzq.com.cn

中报业绩提速至 12%，定增完成放手施展

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	1.665	1.836	2.156
每股净资产(元)	7.24	9.63	15.87	15.57	17.51
每股经营性现金流(元)	0.23	-0.52	2.24	2.20	3.17
市盈率(倍)	31.94	27.75	21.10	19.13	16.29
行业优化市盈率(倍)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润增长率(%)	17.53%	15.92%	37.99%	25.86%	17.42%
净资产收益率(%)	15.19%	13.14%	10.49%	11.80%	12.31%
总股本(百万股)	846.54	854.30	1,022.82	1,022.82	1,022.82

来源: 公司公告、国金证券研究所、聚源数据

事件

- 8 月 29 日，公司公布 2017 年半年报，实现收入 39.12 亿元，同比增长 14.63%；归母净利润 4.93 亿元，同比增长 12.30%，扣非归母净利润 4.53 亿元，同比增长 4.89%。EPS 0.52 元，同比增长 0.78%。

点评

- **环卫布局成效显著，市场开拓加大投入。**归母净利润与扣非差异主要是营业外收入中的政府补贴，与工程运营业务相关。分业务看，市政施工收入 11.63 亿元，同比降低 10.65%，主要是在建工程施工进度影响，预计下半年回升；环卫收入 7.16 亿元，同比增长 139.45%，环卫项目数量继续稳步增长；环保设备收入 9.04 亿，同比增长 23.47%，主要是部分工程进入后期设备自供需求增加。三费方面，销售费用增长 32%，主要是加大各板块开拓力度导致咨询费、人工、办公差旅费等增加。公司综合毛利率 30.49%，同比下降 2.39 个百分点，主要是收入结构及设备利润水平影响，其中环卫毛利率 17.81%，同比下降 3.66pct，环保设备毛利率为 50.84%，下降 2.99pct。
- **定增完成募资到位，财务费用节约 6 千万。**本次定增价格为 27.39 元/股，募资 46.5 亿元。按 5%资金成本测算，本年将减少财务成本 0.58 亿元，贡献净利润 0.48 亿元。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。“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。
- **拿单速度大增，支撑业绩增长估值抬升。**2017 年公司新增订单额超 61 亿元，权益投资额超 57 亿元，同比大幅增长约 61%，拿单速度大增保障未来 3 年工程业务增长。同时新增静脉产业园、聊城市市政 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，验证清控系实力。同时下半年 PPP 订单有望加速落地，有力支撑未来业绩增长、抬升估值水平。
- **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/日，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

- 公司拿单速度大增、环卫布局迅速铺开带动业绩估值双增，定增完成直接降低财务成本，筹建在建项目推进提速。预计 17/18/19 年，公司归母净利润 14.9、18.8、22.1 亿元，EPS 1.66、1.84、2.16 元，对应 PE 为 21、19、16 倍，维持“买入”评级。

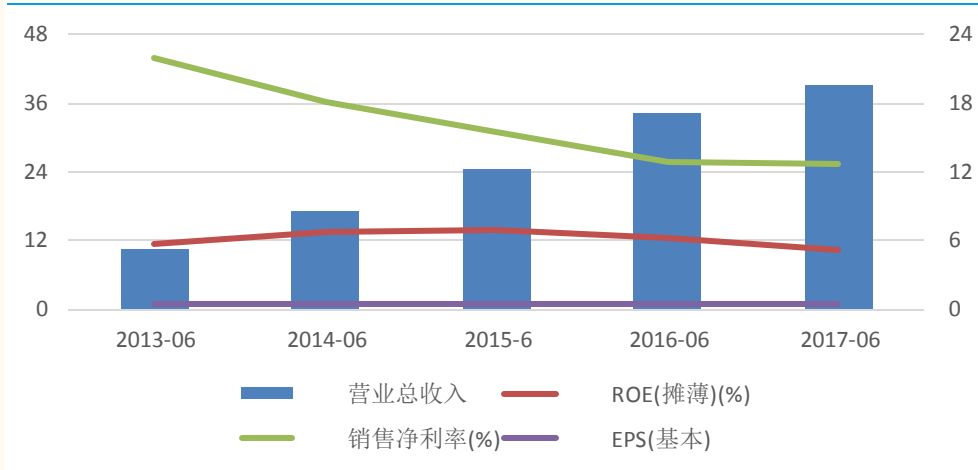
风险提示

- 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。

环卫布局成效显著，市场开拓加大投入

- 8月29日，公司公布2017年半年报，实现收入39.12亿元，同比增长14.63%，实现五年持续增长。归母净利润4.93亿元，同比增长12.30%，扣非归母净利润4.53亿元，同比增长4.89%。EPS 0.52元，同比增长0.78%。归母净利润与扣非差异主要是营业外收入中的政府补贴，与工程运营业务相关。三费方面，销售费用增长32%，主要是加大各板块开拓力度导致咨询费、人工、办公差旅费等增加。

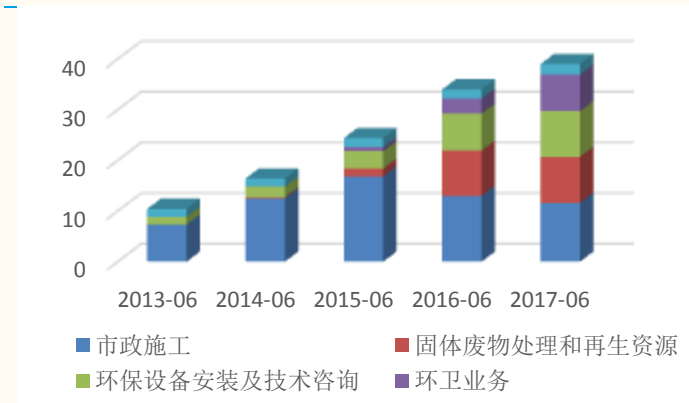
图表1：五年业绩持续增长



来源：WIND、国金证券研究所

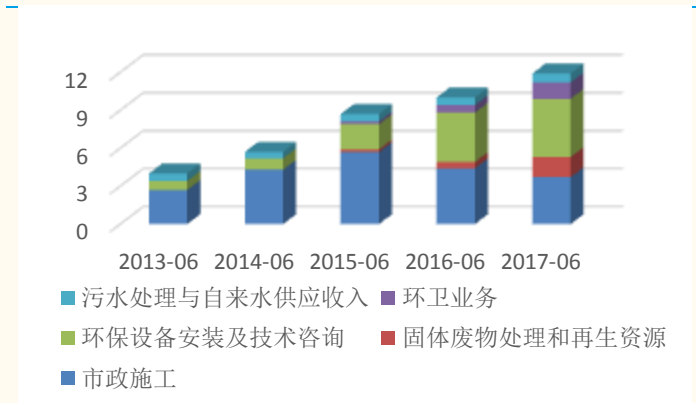
- 分业务看，市政施工收入11.63亿元，同比降低10.65%，主要是在建工程施工进度影响，预计下半年回升；环卫收入7.16亿元，同比增长139.45%，环卫项目数量继续稳步增长；环保设备收入9.04亿元，同比增长23.47%，主要是部分工程进入后期设备自供需求增加。

图表2：公司分业务收入



来源：WIND、国金证券研究所

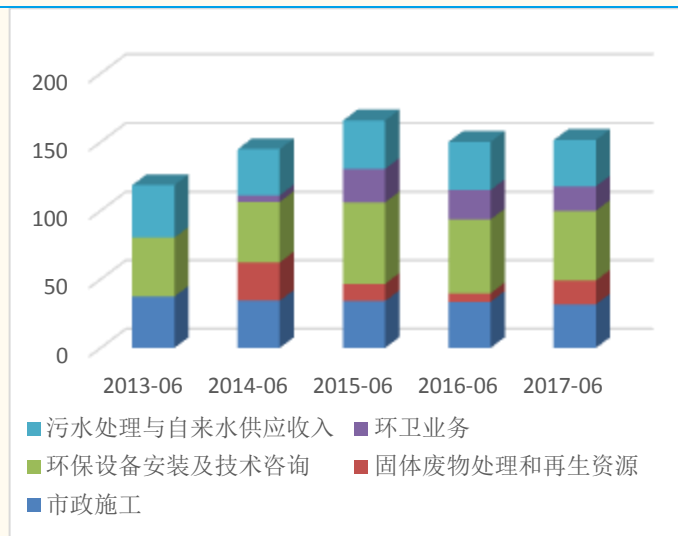
图表3：公司毛利结构



来源：WIND、国金证券研究所

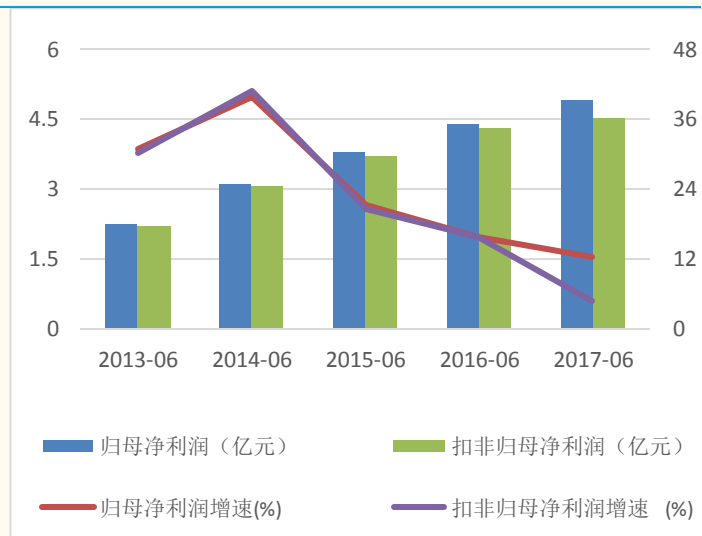
- 公司综合毛利率30.49%，同比下降2.39个百分点，主要是收入结构及设备利润水平影响，其中环卫毛利率17.81%，同比下降3.66pct，环保设备毛利率为50.84%，下降2.99pct。

图表 3：公司分业务毛利率



来源：WIND、国金证券研究所

图表 5：公司利润情况



来源：WIND、国金证券研究所

定增完成募资到位，工程、订单放手施展

定增完成募资到位，财务费用节约 6 千万

- 本次定增价格为 27.39 元/股，募资 46.5 亿元。按 5% 资金成本测算，本年将减少财务成本 0.58 亿元，贡献净利润 0.48 亿元。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。“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。
- 公司于 2016 年 12 月 1 日发布公告，对非公开发行股票方案中的“发行数量”、“发行对象和认购方式”和“募集资金金额与用途”进行调整。其中：1) 发行数量由 34246 万股调整为 16761 万股，募集资金相应从近 95 亿元下降至 46.5 亿元；2) 认购对象和数量中，启迪金控退出认购，员工持股计划认购数量不变（仍为不超过 540 万股），其余对象认购数量相应按比例调整；3) 募资用途方面，除环卫一体化平台及服务网络建设项目拟投入本次募资减少（从 59.2 亿减至 10.5 亿元），取消本次募集资金关于环卫办公大楼的用途，其余不变。

图表 4：本次募集资金用途

序号	项目	具体内容	实施主体	投资总额 (亿元)	募资投入 (亿元)
1	环卫一体化平台及服务网络建设项目	-	启迪桑德	59.2	10.5
2	湖北合加环卫车改扩建及环境技术研发中心建设项目	环卫车改扩建项目	全资子公司湖北合加	4.9	4.9
		环境技术研发中心建设项目	全资子公司湖北合加	5.0	4.9
3	垃圾焚烧发电项目	兰陵垃圾发电项目	全资子公司兰清环保	3.7	2.0
		鸡西垃圾发电项目	全资子公司德普环境	4.9	2.2
		辛集垃圾发电项目	全资子公司冀清环保	3.2	2.0
4	餐厨垃圾处理项目	淮南餐厨项目	全资子公司国新生物	1.2	0.5
		淮北餐厨项目	全资子公司国瑞生物	1.3	0.9
		咸阳餐厨项目	全资子公司逸清生物	1.1	0.7
		衡阳餐厨项目	控股子公司凯天再生资源	1.2	0.6
		芜湖餐厨项目	全资子公司桑青生物	1.2	0.5
5	补充流动资金	-	启迪桑德	-	11.8
6	偿还公司部分有息债务	-	启迪桑德	-	5.0
合计				-	46.5

来源：公司公告、国金证券研究所

定增后启迪科服仍为控股股东，清控系提供协助支持

- 本次定增顺利实施完成，启迪科服仍为公司控股股东，持股比例降至 16.56%，但新增启迪科服及清控系子公司参股占比 9.43%，合计控股股东及一致行动人持股占比总股本上升至 34.1%。桑德集团通过子公司西藏桑德参股 3.4%，持股比例合计达 15.83%。其余新增参股股东包括：嘉实基金（1.53%）、汇添富基金（1.02%）、邦信资管（0.51%）。

图表 5：本次收购前后，控股股东及一致行动人在上市公司的权益变化

股东名称	本次发行前		本次发行后	
	持股数量 (万股)	占总股本比例	持股数量 (万股)	占总股本比例
启迪科服	16,924.83	19.81%	16,924.83	16.56%
清华控股	5,077.45	5.94%	5,077.45	4.97%
清控资产	2,538.72	2.97%	2,538.72	2.48%
金信华创	676.99	0.79%	676.99	0.66%
启迪投资	-	-	5,841.00	5.72%
启迪绿源	-	-	1,706.00	1.67%
西藏清控	-	-	520.00	0.51%
金信瀚海	-	-	1,562.00	1.53%
合计	25,217.99	29.51%	34,846.99	34.10%

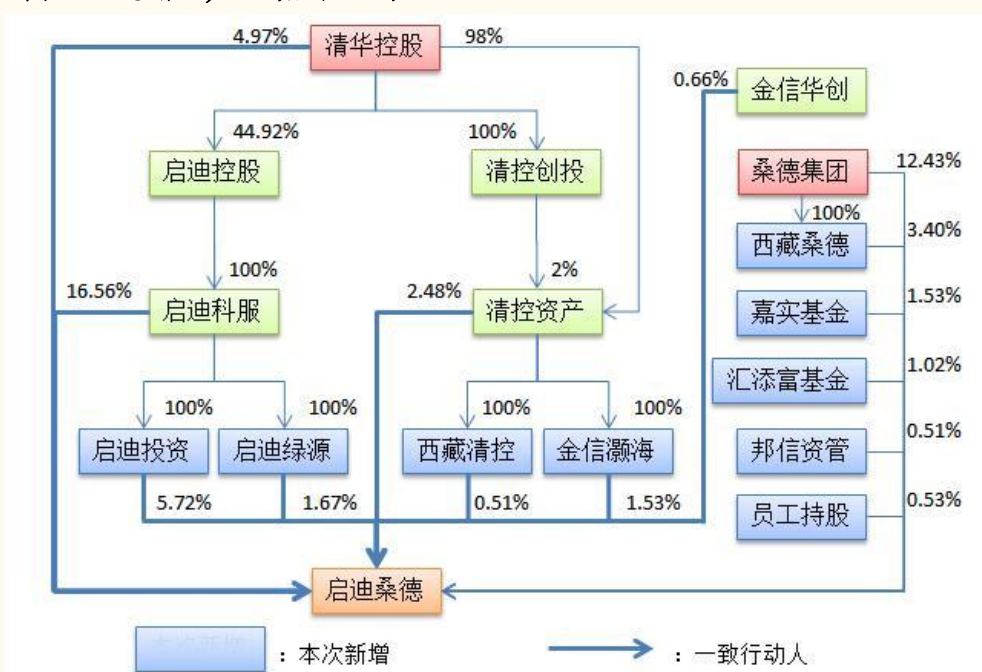
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 6：本次收购前后，桑德集团及其余新增股东在上市公司的权益变化

股东名称	本次发行前		本次发行后	
	持股数量（万股）	占总股本比例	持股数量（万股）	占总股本比例
桑德集团	12,704.01	14.87%	12,704.01	12.43%
西藏桑德	—	—	3,470.00	3.40%
嘉实基金	—	—	1,561.00	1.53%
汇添富基金	—	—	1,041.00	1.02%
邦信资管	—	—	520.00	0.51%
员工持股	—	—	540.00	0.53%
合计	12,704.01	14.87%	19,836.01	19.41%

来源：公司公告、国金证券研究所

图表 7：定增后，公司股权结构



来源：公司公告、国金证券研究所

- 清控系的继续增持，无论是在公司治理提升、还是资源获取上，都将给公司带来更多协助和支持。2016 年 10 月，公司与济南市长清区政府签署关于济南环境科技产业园投资战略合作协议书，将在产业园“三园两中心”（静脉产业园+环卫产业园+再生资源产业园+环保装备制造及交易中心+产业服务中心）近 93 亿元投资中展开全面深入合作，其中包含 60 亿元绿色产业基金融资。2017 年，公司新增静脉产业园、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，验证清控系拿单实力。

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
主营业务收入	4,374	6,341	6,917	9,286	11,835	15,090
增长率		45.0%	9.1%	34.3%	27.4%	27.5%
主营业务成本	-2,865	-4,404	-4,642	-6,375	-8,218	-10,592
%销售收入	65.5%	69.5%	67.1%	68.6%	69.4%	70.2%
毛利	1,509	1,936	2,274	2,911	3,616	4,498
%销售收入	34.5%	30.5%	32.9%	31.4%	30.6%	29.8%
营业税金及附加	-44	-70	-76	-102	-130	-165
%销售收入	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
营业费用	-36	-58	-117	-157	-201	-256
%销售收入	0.8%	0.9%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
管理费用	-277	-484	-546	-733	-934	-1,191
%销售收入	6.3%	7.6%	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%
息税前利润 (EBIT)	1,152	1,324	1,535	1,919	2,352	2,886
%销售收入	26.3%	20.9%	22.2%	20.7%	19.9%	19.1%
财务费用	-175	-266	-333	-187	-174	-315
%销售收入	4.0%	4.2%	4.8%	2.0%	1.5%	2.1%
资产减值损失	-46	-17	-12	-21	-23	-32
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-6	9	12	11	14	18
%税前利润	n.a	0.8%	0.9%	0.6%	0.6%	0.7%
营业利润	926	1,049	1,202	1,722	2,169	2,556
营业利润率	21.2%	16.5%	17.4%	18.5%	18.3%	16.9%
营业外收支	17	60	97	58	72	76
税前利润	943	1,109	1,299	1,780	2,240	2,632
利润率	21.6%	17.5%	18.8%	19.2%	18.9%	17.4%
所得税	-148	-175	-216	-285	-359	-422
所得税率	15.7%	15.7%	16.6%	16.0%	16.0%	16.1%
净利润	795	935	1,084	1,495	1,882	2,210
少数股东损益	-9	4	2	3	4	4
归属于母公司的净利润	804	931	1,081	1,492	1,878	2,205
净利率	18.4%	14.7%	15.6%	16.1%	15.9%	14.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	795	935	1,084	1,495	1,882	2,210
少数股东损益	-9	4	2	3	4	4
非现金支出	190	207	276	192	217	302
非经营收益	185	255	341	174	257	320
营运资金变动	-1,132	-1,222	-2,165	148	-114	408
经营活动现金净流	29	179	-463	2,011	2,246	3,244
资本开支	-1,276	-1,256	-2,809	-3,998	-5,098	-6,500
投资	-192	-385	-691	0	0	0
其他	-51	-20	-161	57	71	75
投资活动现金净流	-1,520	-1,661	-3,661	-3,941	-5,027	-6,426
股权募资	58	52	1,187	4,650	0	0
债权募资	1,056	3,263	4,196	-2,082	-137	3,353
其他	-336	-516	-669	-144	-182	-213
筹资活动现金净流	779	2,798	4,715	2,423	-318	3,140
现金净流量	-711	1,316	597	493	-3,100	-42

来源：公司公告、国金证券研究所、聚源数据

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	3,741	641	599
应收款项	2,744	2,448	2,753	4,230	4,670	6,679
存货	279	431	460	523	744	889
其他流动资产	99	171	726	786	1,299	1,521
流动资产	4,225	5,589	7,187	9,280	7,354	9,687
%总资产	46.1%	36.2%	32.0%	33.1%	24.3%	25.6%
长期投资	65	140	367	378	392	410
固定资产	2,983	7,201	11,086	14,960	19,464	25,161
%总资产	32.5%	46.6%	49.4%	53.4%	64.4%	66.4%
无形资产	1,672	2,289	3,186	2,835	2,484	2,132
非流动资产	4,946	9,850	15,256	18,742	22,861	28,221
%总资产	53.9%	63.8%	68.0%	66.9%	75.7%	74.4%
资产总计	9,171	15,439	22,443	28,023	30,215	37,908
短期借款	175	699	1,924	0	0	3,621
应付款项	764	2,609	3,222	4,725	5,217	7,293
其他流动负债	1,565	4,014	6,058	5,660	5,660	5,660
流动负债	2,504	7,321	11,203	10,384	10,876	16,573
长期贷款	1,653	2,074	3,053	3,053	3,053	3,053
其他长期负债	2,242	7,081	11,019	10,598	11,090	16,787
负债	3,895	9,156	14,072	13,651	14,143	19,840
普通股股东权益	5,183	6,129	8,228	14,225	15,921	17,913
少数股东权益	93	154	144	147	151	155
负债股东权益合计	9,171	15,439	22,443	28,023	30,215	37,908

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.953	1.099	1.266	1.665	1.836	2.156
每股净资产	6.144	7.240	9.631	15.868	15.566	17.513
每股经营现金净流	0.048	0.233	-0.517	2.244	2.196	3.171
每股股利	0.077	0.100	0.150	0.161	0.178	0.209
回报率						
净资产收益率	15.51%	15.19%	13.14%	10.49%	11.80%	12.31%
总资产收益率	13.49%	11.03%	8.50%	7.68%	8.16%	8.51%
投入资本收益率	23.03%	17.15%	18.23%	14.87%	13.61%	12.44%
增长率						
主营业务收入增长率	62.99%	44.95%	9.08%	34.26%	27.45%	27.51%
EBIT 增长率	47.81%	22.64%	18.68%	20.35%	22.63%	22.01%
净利润增长率	35.07%	17.53%	15.92%	37.99%	25.86%	17.42%
总资产增长率	26.84%	68.35%	45.36%	24.86%	7.82%	25.46%
资产管理能力						
应收账款周转天数	229.0	140.9	145.3	166.3	144.0	161.5
存货周转天数	35.5	35.7	36.1	30.0	33.0	30.6
应付账款周转天数	63.8	110.7	188.0	188.0	188.0	188.0
固定资产周转天数	52.5	56.2	91.0	62.9	319.8	328.1
偿债能力						
净负债/股东权益	20.08%	9.47%	25.98%	-1.69%	17.78%	36.09%
EBIT 利息保障倍数	6.3	5.1	4.8	10.3	13.7	9.2
资产负债率	42.48%	59.30%	62.70%	48.71%	46.81%	52.34%

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	2	6	12	13	14
增持	1	4	7	8	10
中性	1	1	1	3	3
减持	0	0	0	0	0
评分	1.75	1.55	1.45	1.58	1.59

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-09-07	买入	35.43	44.00~45.00
2	2016-11-01	买入	34.78	45.00~46.00
3	2016-12-02	买入	32.98	N/A
4	2016-12-29	买入	32.48	45.00~46.00
5	2017-04-19	买入	37.43	N/A
6	2017-05-11	买入	32.01	37.00~40.00
7	2017-06-09	买入	33.69	45.00~46.00
8	2017-08-18	买入	33.98	45.00~46.00

来源：国金证券研究所

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



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为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。

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