

启迪桑德(000826)

布局河北市场已久，雄安新区内项目落地水到渠成

买入(维持)

2017年09月25日

证券分析师 袁理

执业证书编号: S0600511080001
02160199782

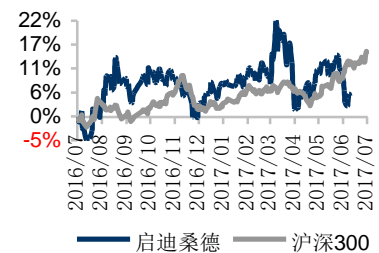
yuanl@dwzq.com.cn

研究助理 刘博

liub@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	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%
ROE(%)	13.1%	10.3%	12.4%	13.9%
每股收益(元)	1.27	1.41	1.88	2.36
P/E	27.69	24.94	18.70	14.90
P/B	3.65	2.55	2.32	2.07

股价走势



事件:

公司公告, 中标河北省安新县城乡环卫一体化项目, 中标金额为3年合计0.97亿元(0.32亿元/年)。

投资要点

■ **布局河北市场已久, 雄安新区内项目落地水到渠成:** 公司自2013年涉足城乡环卫一体化业务以来, 已先后在河北、安徽、山东、广东等地实施了多个环卫一体化项目, 而河北省地处京津冀区域, 战略意义不言而喻, 因此公司针对河北省环卫市场做了一系列战略布局:

1) 2013年5月, 公司与河北省安新县人民政府签署了《安新县生活垃圾等城市固体废物综合处理项目特许经营协议》, 项目总处理规模为300吨/日, 其中包括生活垃圾、餐厨垃圾、污泥及粪便的处理, 特许经营期限为30年(不含建设期), 目前该项目处于试运营期。

2) 2014年12月以及2016年7月, 公司控股子公司保定善美环境卫生服务有限公司分别与安新县城市执法局、安新县白洋淀景区开发有限公司签署了《安新县环卫一体化委托运营项目合同》(运营内容为安新县城区主要街道清扫作业及县城范围内所产生生活垃圾转运, 运营期限为10年)、《安新县白洋淀景区环卫市场化运营协议》(运营内容为白洋淀景区范围内的清扫保洁及垃圾清运服务, 运营期限为3年), 合同总金额为0.71亿元, 目前项目合同正在履行中。

自2017年4月雄安新区设立以来, 结合公司已实施项目, 公司管理层和相关技术团队多次到雄安新区调研、沟通, 积极参与雄安新区存量环境问题解决及新区未来生态环境规划、建设工作, 因此此次雄安新区内城乡环卫一体化项目落地是瓜熟蒂落、水到渠成

■ **目前在手PPP订单(包含合作框架协议)超过200亿, 为业绩稳健增长保驾护航:** 2017年以来, 公司先后中标长治(1.38亿)、兴平(12.46亿)、道县(1.6亿)、乌海(11.53亿)、吉首(6.8亿)、泸溪(7.6亿)等PPP项目, 并签署黄冈(50亿)、聊城(20亿)、萍乡(22.5亿)、富裕(20亿)等合作框架协议, 根据我们统计, 公司目前在手PPP订单+合作框架协议合计已经超过200亿, 其中约150亿为2017年新签, 跑马圈地趋势明显。伴随公司在手PPP项目进入集中建设期, 预计将为公司业绩增长提供充足助

市场数据

收盘价(元)	35.16
一年最低/最高价	29.33/39.71
市净率(倍)	2.55
流通A股市值(百万元)	29781

基础数据

每股净资产(元)	8.82
资产负债率(%)	63.31
总股本(百万股)	1022
流通A股(百万股)	847

相关研究

1. PPP项目再中标, 静待下半年业绩表现 -20170904
2. 定增事项完成, 市值腾飞可期 -20170817
3. 荆州餐厨PPP项目落地, 复制静脉产业园模式可期 -20170725
4. 湖南项目再下一城, 环境综合处置平台优势显现-20170616
5. 定增获得批文, 固废龙头市值腾飞可期 -20170609
6. 与富裕县政府二度合作, 静待后续项目落地 -20170607

力。

- **定增事项完成，压制股价上涨因素破除：**公司从2016年4月发布定增预案、5月发布修订稿、12月发布二次修订稿、12月末过会，到2017年6月拿到批文、8月定增事项完成，整个流程历时16个月。在监管力度空前趋严、定增事项难度加大的形势下，公司仍然在相对较短的时间内完成定增流程，一方面体现了公司较强的执行力，更重要的是体现了公司战略规划与业务布局契合管理层的思路，受到政策和监管层的支持。根据二次修订稿，控股股东启迪科服的关联方及一致行动人认购金额合计26.70亿，占到募集资金总额的57.42%；公司全资子公司桑德控股认购9.63亿；第一期员工持股计划认购1.50亿。我们认为，此次定增完成后，我们预计将为公司带来三方面的变化：

1) **强势国企背景，助力斩获更多大额订单。**从每年签订的重大合同数目上来看，清华系入主后，2016年新签重大合同数量从前三年的3个、7个、5个增加至8个，预计2017年全年重大合同数将创新高。

1) **有效缓解资金压力，显著降低资产负债率。**截至2017年中报，公司资产负债率达到63.31%，是公司自上市以来的高点，此次定增募集资金总额为46.50亿元，完成后将有效缓解公司资金压力，降低资产负债率。

2) **再融资新规下规模优势凸显，巩固强者恒强格局。**根据2017年初证监会发布的再融资新规，定增拟发行数量不得超过发行前总股本的20%，严格限制融资规模，在这种形势下，公司凭借规模优势和先发优势，此次定增发行股份数量占到总股本的19.67%，进一步巩固资金壁垒、强化行业龙头地位。

3) **压制股价上涨因素破除，市值规模有望快速增长。**根据三年期定增发行定价原则，七折条款的上限价格为39.63元，此前由于受到七折条款的约束，公司股价表现不佳，此次定增事项做完后，压制公司股价上涨的因素破除，预计公司市值将伴随项目进展和业绩释放，进入快速上升通道。

- **清控系持股比例进一步上升，强协同效应有望逐步显现：**根据定增预案（二次修订稿），启迪科服（清华控股为实际控制方）及一致行动人定增前持股数量为2.52亿股，持股比例为29.52%；定增后持股数量为3.48亿股，持股比例进一步上升为34.10%，锁定期为三年。完成对启迪桑德的控股及进一步增加持股比例后，清控系旗下已经形成了包括紫光系、同方系、启迪系在内的三大核心平台，**其中启迪系在集团层面被定位为未来环保资产的整合平台**，致力于与科技相关的环保产业发展。我们分析认为，未来大股东层面对公司的支持以及与公司之间的协同效应主要体现为三点：

1) **强势国企背景，助力斩获更多大额订单。**从每年签订的重大合同数目上来看，清华系入主后，2016年新签重大合同数量从前三年的3个、7个、5个增加至8个，预计2017年全年重大合同数将创新高。

2) **强大信用背书，融资成本显著下行。**实际控制人变更为清华系以后，公司性质变更为国企，借助股东强大的信用背书，公司信用评级不断提升、融资成本显著下降。2016年1月，中诚信国际对公司主体信用评级由原本AA级提升为AA+级，公司3年期、1年期、超短期债权票面利率不断下行，显著提升公司的融资能力。

3) **资本运作能力强，更多优质外延可期。**清华系旗下资产众多，且集团“以产业为基础、以投资为手段”，本身具备良好的资本运作能力和丰富的项目运作经验。目前，公司作为清华系下属唯一环保上市平台，未来无论是集团内环保相关资产注入，还是集团外优质外延收购标的落实，均给市场留下了较为广阔的想法空间，值得期待。

- **固废、环卫双核心业务地位稳固，水务资产弹性充足：**

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。

- **盈利预测与投资评级：**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 1.41、1.88、2.36 元，对应 PE 25、19、15 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。

启迪桑德三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		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	0.0	0.0	0.0
固定资产	11086.2	10903.8	10755.4	10568.6	其他	-12.1	-21.1	-36.9	-64.6
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	1.0	1.0	1.0
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	14.7	19.0	24.4
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	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
负债总计	14572.2	12570.6	16651.3	21406.0	每股收益(元)	1.27	1.41	1.88	2.36
少数股东权益	143.8	155.2	170.0	188.9	每股净资产(元)	9.63	13.70	15.16	16.99
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	1021.8	1021.8	1021.8
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%
现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	毛利率(%)	32.9%	32.0%	32.0%	32.0%
经营活动现金流	-462.9	515.7	5009.4	3871.8	EBIT Margin(%)	22.2%	20.6%	21.1%	21.3%
投资活动现金流	-3660.7	-1086.6	-1403.3	-1493.7	销售净利率(%)	15.6%	14.5%	15.5%	15.5%
筹资活动现金流	4715.3	3987.9	774.1	2463.4	资产负债率(%)	63.5%	47.0%	51.5%	54.9%
现金净增加额	597.5	3417.0	4380.2	4841.5	收入增长率(%)	9.1%	43.5%	24.5%	26.4%
折旧和摊销	-1492.3	568.0	4717.5	3552.6	净利润增长率(%)	16.2%	32.9%	33.5%	26.0%

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

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 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

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>

