

业绩释放加速，未来成长可期

——启迪桑德（000826）2017年三季度报点评

2017年10月24日

推荐/维持

启迪桑德

财报点评

杨若木	分析师	执业证书编号：S1480510120014	
	yangrm@dxzq.net.cn	010-66554032	
洪一	分析师	执业证书编号：S1480516110001	
	hongyi@dxzq.net.cn	010-66554046	
庞天一	研究助理		
	pangty@dxzq.net.cn	010-66554128	

事件：

公司发布三季度报。2017年前三季度公司实现营业收入人民币65.24亿元，同比增长21.91%；实现归属于股东的净利润人民币8.31亿元，同比增长16.02%。

公司分季度财务指标

指标	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3
营业收入（百万元）	1633.9	1778.72	1938.89	1565.04	1815.95	2095.82	2612.25
增长率（%）	74.00%	17.83%	13.39%	-28.28%	11.14%	17.83%	34.73%
毛利率（%）	26.63%	32.95%	29.70%	43.27%	27.57%	33.01%	28.60%
期间费用率（%）	11.40%	14.95%	13.03%	18.63%	13.50%	16.86%	12.77%
营业利润率（%）	14.11%	15.64%	16.65%	23.67%	12.87%	15.07%	15.31%
净利润（百万元）	193.65	245.62	277.98	366.30	208.00	287.15	344.77
增长率（%）	21.43%	12.87%	15.45%	15.60%	07.41%	16.91%	24.02%
每股盈利（季度，元）	0.23	0.29	0.32	0.43	0.25	0.33	0.33
资产负债率（%）	59.09%	59.58%	63.88%	63.51%	60.25%	63.31%	54.46%
净资产收益率（%）	2.73%	3.37%	3.67%	4.38%	2.18%	2.97%	2.36%
总资产收益率（%）	1.12%	1.36%	1.33%	1.60%	0.87%	1.09%	1.08%

观点：

- **营收大幅增长，业绩显著改善。**2017年前三季度公司实现营业收入人民币65.24亿元，较2016年前三季度的人民币53.51亿元上升21.91%；实现归属于股东的净利润人民币8.31亿元，较2016年前三季度的7.16亿元同比上升16.02%。营收净利润的稳步增长一方面是环卫板块业绩增速较快，起到了良好的带动作用，另一方面是其他业务也实现了稳步增长，对整体业绩形成了强力支撑。**净利润与营收不匹配的主要原因是大量环卫服务项目处于磨合期拖累了净利率表现，而净利润相较前两季度明显改善主要来自于定增完成后财务费用的降低。**

- **业务全面向好，步入高速通道。环卫业务连续翻番：**环卫业务高速增长一方面对于公司整体业绩的支撑，更重要的意义在于对整个固废板块的导流和支撑作用。**水务板块脱离竞业限制：**随着控股权变更，与桑德国际竞业限制不复存在，公司2016年起开始面向全国承接水务项目，深厚的历史积淀使得相关业务迅速发展迅速。**再生资源迎来拐点：**随着大宗商品价格的回升以及今年垃圾分类政策的强力推进，再生资源行业的盈利水平和产能利用率双双大幅提升。**垃圾焚烧项目投入运营：**从2017年起每年将有五到八个项目投入运营，合理的处置费价格也将在净利润和现金流量方面对业绩形成良好支撑。
- **定增完成，轻装上阵。**定增完成不但将节省近两亿的财务费用，同时也破除了股价压制因素，公司得以后续轻装上阵。随着募投项目陆续落地以及启迪控股深厚资源的不断发掘，公司业绩在未来将进入高成长通道。

结论：

我们预计公司2017-2019年主营收入分别为94.5亿、132亿和167亿元，归母净利润分别为13.56亿、17.65亿和23.47亿元，对应EPS分别为1.32元、1.72元和2.29元，对应PE分别为28倍、21倍和16倍，维持公司“强烈推荐”评级。

风险提示：

环卫项目推进不达预期，地区政策推进不达预期。

公司盈利预测表

资产负债表					利润表					单位: 百万元							
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	5952	7635	9602	13261	16683	营业收入	6341	6917	9450	13200	16700						
货币资金	2539	3247	3780	5280	6680	营业成本	4404	4642	6641	9372	11690						
应收账款	2441	2745	3728	5208	6588	营业税金及附加	70	76	104	145	184						
其他应收款	182	389	532	743	940	营业费用	58	117	95	132	167						
预付款项	321	590	656	750	867	管理费用	484	546	747	1043	1319						
存货	431	460	637	899	1121	财务费用	266	333	340	380	511						
其他流动资产	29	193	269	381	486	资产减值损失	17.27	11.97	15.00	15.00	15.00						
非流动资产合计	9897	15309	13612	12373	11159	公允价值变动收益	0.20	-0.09	0.00	0.00	0.00						
长期股权投资	140	367	367	367	367	投资净收益	8.66	11.93	5.00	5.00	5.00						
固定资产	976.30	1724.5	10088.	9090.6	8092.9	营业利润	1049	1202	1514	2118	2819						
无形资产	1926	2589	2330	2097	1887	营业外收入	61.04	99.21	120.00	10.00	10.00						
其他非流动资产	170	472	0	0	0	营业外支出	0.78	2.00	1.00	1.00	1.00						
资产总计	15849	22944	23214	25634	27842	利润总额	1109	1299	1633	2127	2828						
流动负债合计	7321	11203	11526	13228	14485	所得税	175	216	278	362	481						
短期借款	699	1924	5763	5704	5357	净利润	935	1084	1356	1765	2347						
应付账款	1753	1785	2547	3595	4484	少数股东损益	4	2	3	3	3						
预收款项	187	64	253	517	851	归属母公司净利润	931	1081	1353	1762	2344						
一年内到期的非流	525	1018	1018	1018	1018	EBITDA	3298	4225	3111	3729	4537						
非流动负债合计	2244	3369	2605	2615	2625	BPS (元)	1.10	1.25	1.32	1.72	2.29						
长期借款	574	2053	2053	2053	2053	主要财务比率											
应付债券	1500	1000	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E						
负债合计	9565	14572	14131	15843	17110	成长能力											
少数股东权益	154	144	147	150	153	营业收入增长	44.95%	9.08%	36.63%	39.68%	26.52%						
实收资本(或股本)	847	854	1022	1022	1022	营业利润增长	13.35%	14.56%	26.00%	39.85%	33.10%						
资本公积	2065	2205	2205	2205	2205	归属于母公司净利润	25.10%	30.28%	25.10%	30.28%	33.01%						
未分配利润	2876	3761	3802	3854	3925	获利能力											
归属母公司股东权	6129	8228	7939	8644	9582	毛利率(%)	30.54%	32.88%	29.70%	29.00%	29.00%						
负债和所有者权益	15849	22944	23214	25634	27842	净利率(%)	14.74%	15.67%	14.35%	13.37%	14.06%						
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润(%)	12.90%	5.87%	4.71%	5.83%	6.88%						
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	15.19%	13.14%	17.04%	20.39%	24.47%						
经营活动现金流	179	-463	-1772	3006	3675	偿债能力											
净利润	935	1084	1356	1765	2347	资产负债率(%)	60%	64%	61%	62%	61%						
折旧摊销	1982.4	2689.5	0.00	997.76	997.76	流动比率	0.81	0.68	0.83	1.00	1.15						
财务费用	266	333	340	380	511	速动比率	0.75	0.64	0.78	0.93	1.07						
应收账款减少	0	0	-983	-1479	-1381	营运能力											
预收账款增加	0	0	189	264	334	总资产周转率	0.50	0.36	0.41	0.54	0.62						
投资活动现金流	-1661	-3661	424	-10	-10	应收账款周转率	2	3	3	3	3						
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	5.81	3.91	4.36	4.30	4.13						
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)											
投资收益	9	12	5	5	5	每股收益(最新摊薄)	1.10	1.25	1.32	1.72	2.29						
筹资活动现金流	2798	4715	1881	-1496	-2265	每股净现金流(最新)	1.55	0.69	0.52	1.47	1.37						
应付债券增加	0	0	-1000	0	0	每股净资产(最新摊)	7.24	9.63	7.77	8.46	9.38						
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率											
普通股增加	3	8	168	0	0	P/E	33.70	29.70	28.02	21.51	16.17						
资本公积增加	97	140	0	0	0	P/B	5.12	3.85	4.78	4.39	3.96						
现金净增加额	1316	592	533	1500	1400	EV/EBITDA	9.75	8.15	13.81	11.10	8.74						

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长, 9 年证券行业研究经验, 擅长从宏观经济背景下, 把握化工行业的发展脉络, 对周期性行业的业绩波动有比较准确判断, 重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名, “今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名, 金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师, 《证券通》化工行业金牌分析师。

洪一

中山大学金融硕士, CPA、CIIA, 2 年新三板投资研究经验, 2016 年加盟东兴证券研究所, 关注新三板领域。

研究助理简介

庞天一

吉林大学环境科学硕士, 3 年环保产业从业经验, 2016 年加盟东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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, 也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有, 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, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。