

启迪桑德 (000826.SZ) 燃气水务行业

评级：买入 维持评级

公司点评

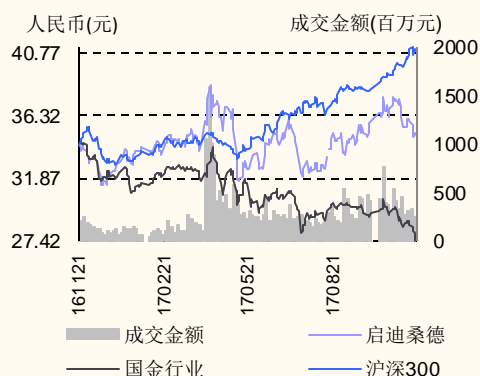
市场价格(人民币): 35.11元

四季度新订单提速, 奠定快速发展基础

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)	35,876.87
年内股价最高最低(元)	38.43/31.40
沪深 300 指数	4120.85
深证成指	11292.93



相关报告

- 《三季报业绩提速至 16%，环卫板块预期翻倍-启迪桑德公司点评》，2017.10.24
- 《中报业绩提速至 12%，定增完成放手施展-启迪桑德公司点评》，2017.8.30
- 《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
- 《定增批文获取，发令枪正式打响-启迪桑德公司点评》，2017.6.9
- 《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

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

邓晖 联系人
(8610)66216739
denghui@gjzq.com.cn

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	1.618	1.756	2.031
每股净资产(元)	7.24	9.63	15.83	15.46	17.29
每股经营性现金流(元)	0.23	-0.52	2.15	2.44	2.93
市盈率(倍)	31.93	27.74	21.70	20.00	17.29
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%	34.14%	23.79%	15.67%
净资产收益率(%)	15.19%	13.14%	10.22%	11.36%	11.74%
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

- 11月17日, 公司公告签订济南市(长青马山)生活垃圾暨污水处理厂污泥焚烧发电政府和社会资本合作(PPP)项目合同, 投资额90301万元, 建设1500吨/日的垃圾掺烧污泥生产线。

点评

- 四季度新订单提速, 近2年订单超220亿, 框架协议200亿。**11月16日, 济南市污泥焚烧9亿元项目快速落地, 该项目是济南市环境科技产业园的子项目, 从一揽子中标项目到污泥焚烧项目签约仅20天。根据不完全统计, 2017年公司新增订单超190亿元, 同比大增380%, 四季度订单如期放量保障未来3年增长, 近2年获取订单超220亿元。框架协议方面, 新增静脉产业园、聊城市政PPP项目、安源特色小镇、富裕县共计金额112.5亿元, 验证清控系拿单实力, 近2年获取框架协议超206亿元。17年四季度订单获取速度大增, 有力支撑未来业绩增长、抬升估值水平。
- 环卫布局快速展开, 预计板块收入20亿。**本年定增募资中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年运营期计算, 税后内部收益率10.53%, 投资回收期6.96年。2016年末公司已在河北、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。预计2017年末到2018年公司在全国落地环卫项目超230个, 形成辐射全国的环卫网, 预计17年环卫收入20亿元, 利润近2亿。
- 固废产业链闭环, 业绩增速30%。**固废今年预计投产4个项目(+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。经不完全统计处于在建期的固废项目至少80亿, 平均进度为60%, 环保设备需求将持续增长, 进入运营的项目合计产能将达到1万吨/日。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, 支撑未来业绩增长。
- 定增完成募资到位, 18年节约财务费用2.3亿。**本年定增价格27.39元, 募资46.5亿。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, 2018年预计节约财务费用2.3亿元, 贡献净利润1.9亿元。三季报货币资金由于定增资金到位较中报增加较多, 预计四季度资金将完成投资及偿还临时借款的配置。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。

投资建议

- 公司四季度订单如期放量，近 2 年订单超 220 亿，框架 200 亿，环卫布局迅速铺开带动业绩估值双增，定增完成项目推进提速，预期四季度经营现金流较大幅度好转并偿还部分债务。预计 17/18/19 年，公司归母净利润 14.5、18.0、20.8 亿元，EPS 1.62、1.76、2.03 元，对应 PE 为 22、20、17 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 聊城、双城、鸡西、楚雄等垃圾焚烧项目、PPP 项目、产业园项目的工程进度慢于预期，从而工程收入低于预期的风险。公司三季报应收账款 38 亿元，应收账款回收慢于预期的风险。环卫市场化快速推进，但中西部等地区政策限制等原因市场化不及预期的风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	4,374	6,341	6,917	9,222	11,538	14,706	货币资金	1,103	2,539	3,247	3,421	3,332	4,124
增长率		45.0%	9.1%	33.3%	25.1%	27.5%	应收款项	2,744	2,448	2,753	3,468	4,339	5,530
主营业务成本	-2,865	-4,404	-4,642	-6,393	-8,041	-10,341	存货	279	431	460	613	771	992
%销售收入	65.5%	69.5%	67.1%	69.3%	69.7%	70.3%	其他流动资产	99	171	726	755	1,013	1,369
毛利	1,509	1,936	2,274	2,829	3,496	4,365	流动资产	4,225	5,589	7,187	8,257	9,455	12,015
%销售收入	34.5%	30.5%	32.9%	30.7%	30.3%	29.7%	%总资产	46.1%	36.2%	32.0%	30.3%	29.0%	29.7%
营业税金及附加	-44	-70	-76	-101	-126	-161	长期投资	65	140	367	688	792	899
%销售收入	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	固定资产	2,983	7,201	11,086	14,887	19,296	24,873
营业费用	-36	-58	-117	-156	-196	-249	%总资产	32.5%	46.6%	49.4%	54.7%	59.3%	61.5%
%销售收入	0.8%	0.9%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	无形资产	1,672	2,289	3,186	2,835	2,484	2,132
管理费用	-277	-484	-546	-728	-911	-1,161	非流动资产	4,946	9,850	15,256	18,979	23,092	28,422
%销售收入	6.3%	7.6%	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%	%总资产	53.9%	63.8%	68.0%	69.7%	71.0%	70.3%
息税前利润 (EBIT)	1,152	1,324	1,535	1,844	2,263	2,793	资产总计	9,171	15,439	22,443	27,236	32,547	40,437
%销售收入	26.3%	20.9%	22.2%	20.0%	19.6%	19.0%	短期借款	175	699	1,924	0	2,794	7,561
财务费用	-175	-266	-333	-162	-184	-377	应付款项	764	2,609	3,222	3,976	4,867	6,109
%销售收入	4.0%	4.2%	4.8%	1.8%	1.6%	2.6%	其他流动负债	1,565	4,014	6,058	5,660	5,660	5,660
资产减值损失	-46	-17	-12	-21	-23	-31	流动负债	2,504	7,321	11,203	9,635	13,321	19,330
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	1,653	2,074	3,053	3,053	3,053	3,053
投资收益	-6	9	12	11	14	17	其他长期负债	-261	-240	-184	214	214	214
%税前利润	n.a	0.8%	0.9%	0.6%	0.6%	0.7%	负债	3,895	9,156	14,072	12,902	16,587	22,597
营业利润	926	1,049	1,202	1,672	2,070	2,403	普通股股东权益	5,183	6,129	8,228	14,187	15,809	17,686
%营业利润率	21.2%	16.5%	17.4%	18.1%	17.9%	16.3%	少数股东权益	93	154	144	147	150	155
营业外收支	17	60	97	58	72	76	负债股东权益合计	9,171	15,439	22,443	27,236	32,547	40,437
税前利润	943	1,109	1,299	1,730	2,142	2,478							
利润率	21.6%	17.5%	18.8%	18.8%	18.6%	16.9%	比率分析						
所得税	-148	-175	-216	-277	-342	-397		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税率	15.7%	15.7%	16.6%	16.0%	16.0%	16.0%	每股指标						
净利润	795	935	1,084	1,454	1,799	2,081	每股收益	0.953	1.099	1.266	1.618	1.756	2.031
少数股东损益	-9	4	2	3	4	4	每股净资产	6.144	7.240	9.631	15.827	15.457	17.291
归属于母公司的净利润	804	931	1,081	1,451	1,796	2,077	每股经营现金净流	0.048	0.233	-0.517	2.150	2.442	2.927
净利率	18.4%	14.7%	15.6%	15.7%	15.6%	14.1%	每股股利	0.077	0.100	0.150	0.156	0.170	0.196
							回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	15.51%	15.19%	13.14%	10.22%	11.36%	11.74%
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	总资产收益率	13.49%	11.03%	8.50%	7.62%	7.78%	7.82%
净利润	795	935	1,084	1,454	1,799	2,081	投入资本收益率	19.83%	15.40%	14.95%	12.55%	11.32%	10.70%
少数股东损益	-9	4	2	3	4	4	增长率						
非现金支出	190	207	276	192	217	302	主营业务收入增长率	62.99%	44.95%	9.08%	33.33%	25.11%	27.46%
非经营收益	185	255	341	174	257	320	EBIT 增长率	47.81%	22.64%	18.68%	17.47%	22.92%	22.77%
营运资金变动	-1,132	-1,222	-2,165	106	220	287	净利润增长率	35.07%	17.53%	15.92%	34.14%	23.79%	15.67%
经营活动现金净流	29	179	-463	1,927	2,497	2,994	总资产增长率	26.84%	68.35%	45.36%	21.36%	19.50%	24.24%
资本开支	-1,276	-1,256	-2,809	-3,925	-5,093	-6,466	资产管理能力						
投资	-192	-385	-691	-310	-90	-90	应收账款周转天数	229.0	140.9	145.3	137.3	137.3	137.3
其他	-51	-20	-161	57	161	165	存货周转天数	35.5	35.7	36.1	35.0	35.0	35.0
投资活动现金净流	-1,520	-1,661	-3,661	-4,178	-5,022	-6,391	应付账款周转天数	63.8	110.7	188.0	188.0	188.0	188.0
股权募资	58	52	1,187	4,650	0	0	固定资产周转天数	52.5	56.2	91.0	63.4	328.0	334.9
债权募资	1,056	3,263	4,196	-2,086	2,610	4,390	偿债能力						
其他	-336	-516	-669	-140	-174	-201	净负债/股东权益	20.08%	9.47%	25.98%	0.54%	18.55%	38.88%
筹资活动现金净流	779	2,798	4,715	2,423	2,436	4,189	EBIT 利息保障倍数	6.3	5.1	4.8	11.7	12.6	7.6
现金净流量	-711	1,316	597	173	-88	792	资产负债率	42.48%	59.30%	62.70%	47.37%	50.96%	55.88%

来源：公司公告、国金证券研究所、聚源数据

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	3	16	19	34	43
增持	2	8	15	27	34
中性	0	3	6	8	10
减持	0	1	2	3	3
评分	1.40	1.61	1.79	1.72	1.70

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	2016-12-02	买入	32.98	N/A
2	2016-12-29	买入	32.48	45.00~46.00
3	2017-04-19	买入	37.43	N/A
4	2017-05-11	买入	32.01	37.00~40.00
5	2017-06-09	买入	33.69	45.00~46.00
6	2017-08-18	买入	33.98	45.00~46.00
7	2017-08-30	买入	35.12	45.00~46.00
8	2017-10-24	买入	37.10	N/A

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。

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 7GH