

# 启迪桑德(000826)

## 深耕湖北区域市场，乡镇污水项目再下一城 买入(维持)

2017年12月28日

证券分析师 袁理

执业证书编号: S0600511080001  
021-60199782

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	26.12	23.52	17.64	14.06
P/B	3.44	2.42	2.19	1.95

### 股价走势



### 事件:

公司公告，作为联合体成员中标襄阳市汉江水环境保护建设 PPP 项目，项目总投资为 43.21 亿元。

### 投资要点

**■ 项目权责分工明确、公司只负责运营环节:** 根据公司公告，该项目包括投资、建设、运营维护襄阳市第一期 95 个乡镇污水收集及处理工程（其中樊城区牛首镇中心镇区、竹条社区只建污水收集管网工程，伙牌镇只建污水处理厂），概算投资规模为 43.21 亿元。其中 93 个污水处理厂的污水处理设计规模合计为 8.345 万吨/日，中标污水处理运营服务费单价为 1.17 元/吨，特许经营期为 25 年（包含建设期 1 年）。而根据《联合体协议书》内容，湖北汉江作为联合体牵头人，负责项目的投资建设；公司作为联合体成员负责项目的运营维护。今年以来，公司深耕湖北区域市场，已先后中标宜昌市临江溪污水处理厂改扩建 PPP 项目（3.44 亿）、监利（容城）城区污水处理厂二期工程 PPP 项目（0.81 亿）、宜昌市夷陵区生态环保 PPP 项目（8.50 亿）等多个项目，此次乡镇污水项目再下一城，未来待该项目进入稳定运营期之后，将会对公司的业绩和现金流产生积极影响。

**■ 在手 PPP 订单超过 100 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，公司在手 PPP 订单+合作框架协议合计已经超过 100 亿，其中绝大部分为 2017 年新签，跑马圈地趋势明显。

**■ 清控系持股比例进一步上升，强协同效应有望逐步显现:** 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在三点：

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 10 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，

### 市场数据

收盘价(元)	33.17
一年最低/最高价	30.72/39.71
市净率(倍)	2.73
流通 A 股市值(百万元)	28095

### 基础数据

每股净资产(元)	12.16
资本负债率(%)	54.46
总股本(百万股)	1022
流通 A 股(百万股)	847

### 相关研究

1. 三季度业绩增速环比提升，固废龙头扬帆远航--20171025
2. 布局河北市场已久，雄安新区内项目落地水到渠成--20170925
3. PPP 项目再中标，静待下半年业绩表现 -20170904
4. 定增事项完成，市值腾飞可期 -20170817
5. 荆州餐厨 PPP 项目落地，复制静脉产业园模式可期 -20170725
6. 湖南项目再下一城，环境综合处置平台优势显现-20170616

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月开始，中诚信国际将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，安徽亳州、山东临朐、山东沂水等项目投入运营，同时四川开县、山东临清等项目也已经建设完工进入试运营期，未来集中投运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 24、18、14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
<b>流动资产</b>	<b>7634.8</b>	<b>10780.0</b>	<b>15729.1</b>	<b>21808.7</b>	<b>营业收入</b>	<b>6916.6</b>	<b>9924.6</b>	<b>12359.1</b>	<b>15626.8</b>
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
<b>非流动资产</b>	<b>15308.7</b>	<b>15940.1</b>	<b>16578.3</b>	<b>17151.8</b>	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	<b>营业利润</b>	<b>1202.0</b>	<b>1739.4</b>	<b>2318.4</b>	<b>2921.7</b>
其他	1266.3	1266.3	1266.3	1266.3	营业外净收支	97.2	1.0	1.0	1.0
<b>资产总计</b>	<b>22943.6</b>	<b>26720.1</b>	<b>32307.4</b>	<b>38960.5</b>	<b>利润总额</b>	<b>1299.2</b>	<b>1740.4</b>	<b>2319.4</b>	<b>2922.7</b>
<b>流动负债</b>	<b>11203.3</b>	<b>8721.7</b>	<b>12722.3</b>	<b>17397.0</b>	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	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1081.4</b>	<b>1436.8</b>	<b>1917.8</b>	<b>2416.1</b>
其他	5618.9	4654.2	5767.7	7279.6	EBIT	1535.2	2048.4	2611.7	3322.3
<b>非流动负债</b>	<b>3368.9</b>	<b>3848.9</b>	<b>3928.9</b>	<b>4008.9</b>	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	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
<b>负债总计</b>	<b>14572.2</b>	<b>12570.6</b>	<b>16651.3</b>	<b>21406.0</b>	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
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>22943.6</b>	<b>26720.1</b>	<b>32307.4</b>	<b>38960.5</b>	ROIC(%)	10.9%	12.2%	16.6%	22.5%
					ROE(%)	13.1%	10.3%	12.4%	13.9%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	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>

