

# 启迪桑德(000826)

## 河北项目落地，示范效应彰显 买入(维持)

2018年3月19日

证券分析师 袁理

执业证书编号: S0600511080001  
021-60199782

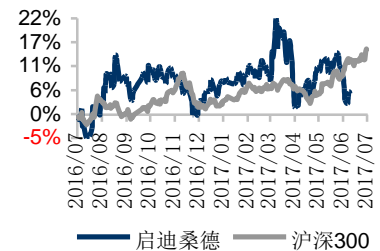
yuanl@dwzq.com.cn

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	8,431	10,614	13,421
同比(%)	9.1%	21.9%	25.9%	26.4%
净利润(百万元)	1081	1264	1697	2140
同比(%)	16.2%	16.9%	34.3%	26.1%
毛利率(%)	32.9%	31.7%	31.7%	31.7%
ROE(%)	13.1%	8.0%	9.9%	11.4%
每股收益(元)	1.27	1.24	1.66	2.09
P/E	22.93	23.49	17.55	13.94
P/B	3.02	1.88	1.73	1.58

### 股价走势



### 事件:

公司公告: 中标河北省雄安新区容城县农村环卫市场化项目, 项目金额合计 0.81 亿元。

### 投资要点

■ **河北核心区域项目落地, 标杆效应显著, 更多项目落地可期:** 根据公司公告, 此次中标的容城县农村环卫市场化项目包含容城县下辖的容城镇、南张镇、大河镇、晾马台镇、八于乡、贾光乡、平王乡、小里镇 8 个乡镇, 负责 114 个行政村清扫保洁、垃圾收集、压缩中转运输及垃圾处理工作, 项目服务期限为 3 年, 金额合计 0.81 亿元。容城县位于河北雄安新区, 区域重要性不言而喻, 此次公司项目落地示范和标杆效应彰显, 预计未来公司仍将在该区域进一步拓展环卫、固废、水务、再生资源等其他业务。

■ **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。** 环卫目前公司的核心板块, 战略意义深重, 而且对其他业务(生活垃圾焚烧、再生资源回收利用)的协同性较强; 互联网环卫对增值业务的协同性拉动较强, 未来增值业务的收入将超过环卫项目本身; 公司本身客户资源深厚, 有深厚的行业基础。目前公司环卫业务在手合同订单金额合计 300 亿, 以覆盖 19 个省、自治区, 环卫第一梯队市场地位稳固。

2) **固废业务保持稳健增长。** 公司在手生活垃圾项目总数量 86 个, 总处理规模为 3 万吨, 已经投运发电的项目有 9 个, 包括德惠、魏县、临沂、亳州、沂水、重庆、临朐、开县、临清等, 规划每年新增 5000-6000 吨, 未来在手生活垃圾项目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 160-170 万吨/天; 4 个自来水项目, 总设计规模接近 70 万吨/天, 在湖北地区逐渐形成较强的区域壁垒。

### 市场数据

收盘价(元)	29.13
一年最低/最高价	26.71/39.95
市净率(倍)	2.40
流通 A 股市值(百万元)	24673

### 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. 深耕湖北区域市场, 乡镇污水项目再下一城--20171228
2. 三季度业绩增速环比提升, 固废龙头扬帆远航--20171025
3. 布局河北市场已久, 雄安新区内项目落地水到渠成--20170925
4. PPP 项目再中标, 静待下半年业绩表现 -20170904
5. 定增事项完成, 市值腾飞可期 -20170817
6. 荆州餐厨 PPP 项目落地, 复制静脉产业园模式可期 -20170725

**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 2017 年下半年以来，行业竞争加剧使得公司业务毛利率有所下降、同时利率上行造成财务费用高企，我们预测公司 2017-2019 年实现 EPS 1.24、1.66、2.09 元，对应 PE 23、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>12089.5</b>	<b>10757.4</b>	<b>10494.8</b>	<b>营业收入</b>	<b>6916.6</b>	<b>8431.3</b>	<b>10614.1</b>	<b>13420.5</b>
现金	3247.4	6973.6	4317.6	2352.8	营业成本	4642.2	5756.0	7246.3	9162.2
应收款项	3143.0	3834.5	4827.3	6103.6	营业税金及附加	75.8	92.7	116.8	147.6
存货	459.5	569.8	717.3	907.0	营业费用	117.3	119.7	138.0	186.5
其他	784.9	711.6	895.3	1131.5	管理费用	546.1	677.9	789.7	1045.5
<b>非流动资产</b>	<b>15308.7</b>	<b>22953.7</b>	<b>28526.2</b>	<b>34003.0</b>	财务费用	333.1	316.0	367.7	375.9
长期股权投资	367.4	1367.4	1367.4	1367.4	投资净收益	11.9	0.0	0.0	0.0
固定资产	11086.2	15917.7	20703.7	25420.1	其他	-12.1	59.0	59.0	59.0
无形资产	2588.9	3402.6	4189.2	4949.5	<b>营业利润</b>	<b>1202.0</b>	<b>1527.9</b>	<b>2014.8</b>	<b>2561.8</b>
其他	1266.3	2266.0	2266.0	2266.0	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>35043.1</b>	<b>39283.7</b>	<b>44497.8</b>	<b>利润总额</b>	<b>1299.2</b>	<b>1528.9</b>	<b>2015.8</b>	<b>2562.8</b>
<b>流动负债</b>	<b>11203.3</b>	<b>12580.7</b>	<b>14408.4</b>	<b>16860.9</b>	所得税费用	215.6	252.3	302.4	401.1
短期借款	2942.0	5300.0	5300.0	5300.0	少数股东损益	2.2	12.9	16.8	21.6
应付账款	2642.4	2365.5	2977.9	3765.3	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1081.4</b>	<b>1263.7</b>	<b>1696.6</b>	<b>2140.1</b>
其他	5618.9	4915.2	6130.5	7795.6	EBIT	1535.2	1784.9	2323.4	2878.7
<b>非流动负债</b>	<b>3368.9</b>	<b>6448.9</b>	<b>7528.9</b>	<b>8608.9</b>	EBITDA	1798.9	2087.2	2749.1	3449.7
长期借款	2052.8	5052.8	6052.8	7052.8					
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>19029.7</b>	<b>21937.3</b>	<b>25469.9</b>	每股收益(元)	1.27	1.24	1.66	2.09
少数股东权益	143.8	153.8	166.9	183.7	每股净资产(元)	9.63	15.52	16.81	18.44
					发行在外股份(百万股)	854.3	1021.8	1021.8	1021.8
归属母公司股东权益	8227.6	15859.6	17179.4	18844.2	ROIC(%)	10.9%	8.7%	8.7%	8.8%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>22943.6</b>	<b>35043.1</b>	<b>39283.7</b>	<b>44497.8</b>	ROE(%)	13.1%	8.0%	9.9%	11.4%
					毛利率(%)	32.9%	31.7%	31.7%	31.7%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	EBIT Margin(%)	22.2%	21.2%	21.9%	21.5%
经营活动现金流	-462.9	-1013.5	2771.9	3641.4	销售净利率(%)	15.6%	15.0%	16.0%	15.9%
投资活动现金流	-3660.7	-5986.6	-6051.1	-6130.8	资产负债率(%)	63.5%	54.3%	55.8%	57.2%
筹资活动现金流	4715.3	9726.3	623.2	524.7	收入增长率(%)	9.1%	21.9%	25.9%	26.4%
现金净增加额	597.5	2726.2	-2656.0	-1964.8	净利润增长率(%)	16.2%	16.9%	34.3%	26.1%
折旧和摊销	-1492.3	-5904.8	-2150.9	-1382.8					

数据来源: WIND 资讯, 东吴证券研究所

## 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>

