



东兴证券
DONGXING SECURITIES

环卫服务业务收入快速增长，PPP 将成增长新动力

——启迪桑德（000826）2017 年年报点评

2018 年 4 月 12 日

推荐/维持

启迪桑德

财报点评

姓名

分析师：洪一

执业证书编号：S1480516110001

Email: hongyi@dxzq.net.cn 010-66554046

事件：

公司披露2017年年度报告。2017年公司实现营业总收入93.6亿元，比上年同期增长35.30%；实现营业利润14.5亿元，比上年同期增长20.34%；实现归属于上市公司股东的净利润12.5亿元，比上年同期增长15.70%。

观点：

1、巩固固废全产业链优势，环卫服务营收爆发式增长。

2017年公司实现营业总收入93.6亿元，比上年同期增长35.30%；实现归属于上市公司股东的净利润12.5亿元，比上年同期增长15.70%。公司业绩增长主要是由于1）2017年公司环卫服务板块实现营收17.88亿，同比增长125.39%，营收占比已达19%。环卫服务板块的增长，对总营收有显著拉动。17年公司大力拓展环卫服务业务实现全国布局，全年新增环卫服务合同235份，新增合同年化金额约10.3亿元，项目运营期内合同总金额为123.2亿元。2）再生资源处理、环保设备安装及技术咨询、市政施工等业务领域也有较好表现，营收分别同比增长21.08%、9.40%、36.60%。

公司营收增速和净利润增速不匹配主要是由于管理费用较期初增加了51.79%，业务拓展使得工资、社保、技术开发费、折旧费等比上年同期增加。

2、水务业务拓展初见成效，PPP成增长新动能。

2017年，公司水务业务管理平台公司湖北一弘水务有限公司更名为启迪桑德水务有限公司，负责公司水务业务的全面经营和管理，公司水务类经营以启迪桑德水务为业务实施平台，通过省内大批收购，已形成湖北区域规模优势。公司水务业务拓展已取得初步成效，水环境平台化优势已呈现。2017年公司在手水环境综合治理PPP项目超100亿，随着公司的不断拓展，PPP项目有望形成公司业绩增长新动力，为未来业务规模高速增长打下坚实基础。

3、定增募集资金到位，筑牢长远业绩增长基础。

2017年6月，公司定增方案获得证监会核准批复。此次定增，公司以每股27.39元的发行价格非公开发行不超过1.7亿股新股，募集资金总额不超过46.5亿元。控股股东启迪科服的关联方及一致行动人和公司部分董事、监事、高管、员工参与定增，股权结构更加稳固。资金充分服务于各项目建设，主要用于环卫一体化平台及服务网络建设项目、湖北合加环卫车改扩建及环境技术研发中心建设项目、垃圾焚烧发电项目、餐厨垃圾处理项目、补充流动资金及偿还公司部分有息债务。2017年8月，45.9亿元募集资金到位，有效补充了公司流动资金，加速在建项目落地投产，优化公司资产负债结构，为公司长远的业绩增长筑牢基础。

结论：

我们预计公司 2018-2020 年主营收入分别为 124.78 亿、156.86 亿和 181.81 亿元，归母净利润分别为 15.38 亿、19.14 亿和 22.44 亿元，对应 EPS 分别为 1.50 元、1.87 元和 2.20 元，对应 PE 分别为 19 倍、16 倍和 13 倍，维持公司“推荐”评级。

风险提示：

环卫服务项目订单承接不及预期；垃圾焚烧及 ppp 项目落地不及预期。

公司盈利预测表

资产负债表			单位:百万元			利润表			单位:百万元		
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	7635	10546	12520	15769	18336	营业收入	6917	9358	12478	15686	18181
货币资金	3247	4900	4991	6274	7272	营业成本	4642	6462	8702	10980	12723
应收账款	2745	3860	5148	6471	7500	营业税金及附加	76	90	120	151	175
其他应收款	389	429	572	720	834	营业费用	117	156	208	261	302
预付款项	590	457	544	654	781	管理费用	546	829	1098	1380	1600
存货	460	547	736	929	1077	财务费用	333	437	524	629	692
其他流动资产	193	340	528	722	872	资产减值损失	11.97	14.36	15.00	15.00	15.00
非流动资产合计	15309	22769	20371	18578	16827	公允价值变动收益	-0.09	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	367	846	846	846	846	投资净收益	11.93	8.50	5.00	5.00	5.00
固定资产	1724.5	2272.3	13794	12430.	11065.	营业利润	1202	1446	1817	2275	2678
无形资产	2589	4626	4164	3747	3373	营业外收入	99.21	68.32	68.32	68.32	68.32
其他非流动资产	472	596	0	0	0	营业外支出	2.00	7.22	7.22	7.22	7.22
资产总计	22944	33316	32892	34347	35163	利润总额	1299	1508	1878	2336	2739
流动负债合计	11203	12020	12342	12997	12875	所得税	216	239	319	397	466
短期借款	1924	1570	5220	4494	3315	净利润	1084	1269	1559	1939	2274
应付账款	1785	3363	4467	5636	6531	少数股东损益	2	17	21	25	30
预收款项	64	138	138	138	138	归属母公司净利润	1081	1251	1538	1914	2244
一年内到期的非流	1018	500	500	500	500	EBITDA	4225	6696	4168	4685	5109
非流动负债合计	3369	6227	4844	4854	4864	EPS (元)	1.25	1.27	1.50	1.87	2.20
长期借款	2053	3914	3914	3914	3914	主要财务比率					
应付债券	1000	1500	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	14572	18246	17186	17851	17740	成长能力					
少数股东权益	144	252	273	298	328	营业收入增长	9.08%	35.30%	33.34%	25.70%	15.91%
实收资本(或股本)	854	1022	1022	1022	1022	营业利润增长	14.56%	20.34%	25.59%	25.24%	17.73%
资本公积	2205	6593	6593	6593	6593	归属于母公司净利润	22.89%	24.48%	22.89%	24.48%	17.23%
未分配利润	3761	4718	4764	4822	4889	获利能力					
归属母公司股东权	8228	14817	13439	14205	15102	毛利率(%)	32.88%	30.95%	30.26%	30.00%	30.02%
负债和所有者权	22944	33316	32892	34347	35163	净利率(%)	15.67%	13.56%	12.49%	12.36%	12.51%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	4.71%	3.76%	4.67%	5.57%	6.38%
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	13.14%	8.44%	11.44%	13.47%	14.86%
经营活动现金流	-463	-451	-1092	3796	4225	偿债能力					
净利润	1084	1269	1559	1939	2274	资产负债率(%)	64%	55%	52%	52%	50%
折旧摊销	2689.5	4812.8	0.00	1364.	1364.2	流动比率	0.68	0.88	1.01	1.21	1.42
财务费用	333	437	524	629	692	速动比率	0.64	0.83	0.95	1.14	1.34
应收账款减少	0	0	-1287	-1323	-1029	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.36	0.33	0.38	0.47	0.52
投资活动现金流	-3661	-4153	546	-10	-10	应收账款周转率	3	3	3	3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	3.91	3.64	3.19	3.11	2.99
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	12	8	5	5	5	每股收益(最新摊薄)	1.25	1.27	1.50	1.87	2.20
筹资活动现金流	4715	6245	637	-2503	-3217	每股净现金流(最新	0.69	1.61	0.09	1.26	0.98
应付债券增加	0	0	-1500	0	0	每股净资产(最新摊	9.63	14.50	13.15	13.90	14.78
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	8	168	0	0	0	P/E	23.31	22.97	19.35	15.55	13.26
资本公积增加	140	4388	0	0	0	P/B	3.02	2.01	2.21	2.09	1.97
现金净增加额	592	1641	92	1283	998	EV/EBITDA	6.54	4.83	8.25	6.91	5.91

资料来源：Wind，东兴证券研究所

分析师简介

洪一

中山大学金融学硕士，CPA、CIIA，2 年投资研究经验，2016 年加盟东兴证券研究所。

研究助理简介

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。