

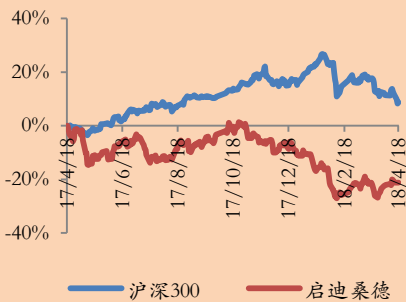


启迪桑德 (000826)

投资评级: 买入

报告日期: 2018-04-18

股价走势:



金融环保组

联系人: 杨易

0551-65161837

ivanyiyang@163.com

业绩增长强劲, 战略布局优势凸显

事件:

- 1) 公司近期发布了2017年年报:实现营业收入93.58亿元,同比增长35.3%,归属母公司净利润12.51亿元,同比增长15.7%。
- 2) 控股股东启迪科服拟筹划股权重组并停牌,预计不超过10个交易日。

主要观点:

□ 业绩增长动能十足, 战略布局效果充分显现

公司战略布局对业绩贡献已充分显现: 1) **公司加大对 PPP 重视程度。**业绩来看, 市政工程板块占总营收比例约 1/3, 同比增长 36.6%, 一改连续 3 年业绩下滑趋势, 仍占据业绩贡献最大板块。**订单来看**, 自 2015 年至今共获得 37 个订单合计 330 亿元, 其中有 9 个项目入选 PPP 合作示范项目名单; 值得注意的是, 公司主拿运营类订单, 质量较高, 占比约 85%。今年一季度, 公司斩获 PPP 订单 6 个合计 82.93 亿元, 实现开门红。**项目来看**, 公司无形资产大幅增长 78.7%, 其主要原因是公司在建工程 (主要为垃圾焚烧项目) 集中进入投运期, 预计未来运营业绩贡献也将大幅增厚。2) **环卫板块已成为公司战略支撑点。**业绩来看, 公司环卫服务同比增长 125.4%, 实现快速增长; 环卫和再生资源营收合计占到公司总营收的 37.6%, 首次超越市政工程成为最主要营收来源, 上游环卫和下游再生资源链条已融会贯通, 两网融合战略布局得到充分显现。**订单来看**, 公司 2017 年环卫订单总数达 235 份, 是 16 的近 3 倍, 年度合同金额为 10.31 亿元, 较 2016 略有下降, 其原因是去年单体订单金额较小所致。**标杆项目来看**, 蚌埠项目试点已经成熟, 已具备向 20 多个环卫项目拓展的条件。**募投项目来看**, 公司去年定增落地, 募集资金 46.5 亿元, 投向的环卫一体化平台及服务网络建设、湖北合加环卫车改扩建及环境技术研发中心建设于今年一季度陆续开工, 静待落地生根。

□ 清华系下唯一环保上市平台, 打造环保业阿里

自 2015 年战略引入启迪科服, 使其成为公司控股股东后, 外加去年定增, 启迪科服及一致行动人已累计投资近百亿元, 合计持股比例上升至 34.1%, 成为清华系旗下中唯一环保上市平台。在清华系在技术、资金、产业方面的资源的支持的基础上, 我们看好公司借助互联网和云平台技术, 实现固废产业链的万物互联。

□ 盈利预测与估值

我们认为公司固废领域龙头地位稳固, 预计订单增长和落地仍可保持较快速度。定增完成后, 强化了清华系控股股东地位, 未来在势必加大环卫、再生资源等领域的投资力度, 业绩发展可期。我们预计公司 2018-2020 年的 EPS 分别为 1.51 元、1.98 元、2.76 元, 对应的 PE 分别为 22 倍、19 倍、16 倍, 维持“买入”评级。

□ 风险提示

宏观经济下行压力; 项目拓展不及预期; 商业模式发展瓶颈。

盈利预测：单位：百万元

财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	9358	12166	15207	18249
收入同比 (%)	35%	30%	25%	20%
归属母公司净利润	1251	1545	2023	2823
净利润同比 (%)	16%	23%	31%	40%
毛利率 (%)	31.0%	26.5%	27.0%	29.3%
ROE (%)	8.4%	10.8%	12.6%	15.3%
每股收益	1.22	1.51	1.98	2.76
P/E	23.95	19.39	14.81	10.61
P/B	2.02	2.11	1.88	1.63
EV/EBITDA	16	12	8	4

资料来源：wind、华安证券研究所

附录：财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	10,546	14,549	21,951	28,139	营业收入	9,358	12,166	15,207	18,249
现金	4,900	7,077	12,145	16,455	营业成本	6,462	8,942	11,101	12,896
应收账款	4,290	5,374	6,860	8,220	营业税金及附加	90	127	160	189
其他应收款	429	531	739	840	销售费用	156	155	211	275
预付账款	457	581	771	815	管理费用	829	934	1,219	1,481
存货	547	839	1,027	1,165	财务费用	437	223	166	91
其他流动资产	(76)	147	408	644	资产减值损失	14	0	0	(0)
非流动资产	22,769	23,095	23,615	24,146	公允价值变动收	0	1	(0)	(0)
长期投资	846	846	846	846	投资净收益	8	6	9	9
固定资产	2,272	2,128	1,984	1,841	营业利润	1,446	1,792	2,359	3,326
无形资产	4,626	4,318	4,030	3,761	营业外收入	68	62	73	75
其他非流动资产	15,025	15,802	16,755	17,698	营业外支出	7	3	3	4
资产总计	33,316	37,643	45,566	52,285	利润总额	1,508	1,851	2,428	3,397
流动负债	12,020	16,504	22,025	25,539	所得税	239	295	389	547
短期借款	1,570	1,530	1,463	1,373	净利润	1,269	1,555	2,039	2,850
应付账款	3,363	3,884	4,956	6,023	少数股东损益	17	10	15	27
其他流动负债	7,087	11,089	15,606	18,143	归属母公司净利润	1,251	1,545	2,023	2,823
非流动负债	6,227	6,704	7,345	8,108	EBITDA	2,210	2,467	2,956	3,830
长期借款	3,914	3,914	3,914	3,914	EPS (元)	1.22	1.51	1.98	2.76
其他非流动负债	2,313	2,789	3,431	4,194					
负债合计	18,246	23,207	29,370	33,648					
少数股东权益	252	262	277	304					
股本	1,022	1,022	1,022	1,022					
资本公积	6,593	6,593	6,593	6,593					
留存收益	5,210	6,560	8,303	10,718					
归属母公司股东权	14,817	14,174	15,918	18,333					
负债和股东权益	33,316	37,643	45,566	52,285					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	(451)	4,598	5,569	4,891
净利润	1,269	1,545	2,023	2,823
折旧摊销	452	452	432	413
财务费用	457	223	166	91
投资损失	(8)	(6)	(9)	(9)
营运资金变动	(3,097)	2,372	2,941	1,547
其他经营现金流	478	12	15	26
投资活动现金流	(4,153)	5	9	9
资本支出	0	0	0	0
长期投资	(478)	0	0	0
其他投资现金流	(3,675)	5	9	9
筹资活动现金流	6,245	(443)	(516)	(593)
短期借款	(354)	(40)	(67)	(90)
长期借款	1,861	0	0	0
普通股增加	168	0	0	0
资本公积增加	4,388	0	0	0
其他筹资现金流	182	(403)	(449)	(502)
现金净增加额	1,641	4,160	5,062	4,308

主要财务比率				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入	35.30%	30.00%	25.00%	20.00%
营业利润	20.34%	23.89%	31.64%	40.99%
归属于母公司净利	15.70%	23.49%	30.97%	39.53%
获利能力				
毛利率(%)	30.95%	26.50%	27.00%	29.33%
净利率(%)	45.09%	13.37%	12.70%	13.31%
ROE(%)	8.42%	10.77%	12.59%	15.29%
ROIC(%)	16.24%	10.74%	17.28%	35.45%
偿债能力				
资产负债率(%)	54.77%	61.65%	64.46%	64.35%
净负债比率(%)	24.41%	25.53%	22.25%	29.66%
流动比率	0.88	0.88	1.00	1.10
速动比率	0.83	0.83	0.95	1.06
营运能力				
总资产周转率	0.33	0.34	0.37	0.37
应收账款周转率	2.83	2.80	2.77	2.70
应付账款周转率	3.64	3.36	3.44	3.32
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	1.22	1.51	1.98	2.76
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.44)	4.50	5.45	4.79
每股净资产(最新摊薄)	14.50	13.87	15.58	17.94
估值比率				
P/E	23.9	19.4	14.8	10.6
P/B	2.0	2.1	1.9	1.6
EV/EBITDA	15.91	11.51	7.54	4.43

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。