

**启迪桑德(000826)**

**水务业务版图显著扩大，多业务协同助力公司发展**

2018年4月23日

证券分析师 **袁理**

执业证书编号: S0600511080001  
021-60199782

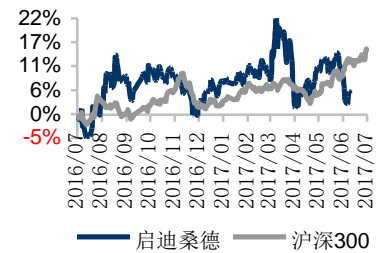
yuanl@dwzq.com.cn

研究助理 **刘博**

liub@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	9,358	14,524	20,242	28,532
同比(%)	35.3%	55.2%	39.4%	41.0%
净利润(百万元)	1,251	1,695	2,200	2,858
同比(%)	15.7%	35.5%	29.8%	29.9%
每股收益(元)	1.22	1.66	2.15	2.80
P/E	24.03	17.66	13.64	10.47

**股价走势**



**事件:**

1) 公司拟以现金 13 亿收购关联方持有的浦华环保 100% 股权。2) 拟与关联方桑顿新能源开展动力电池材料贸易业务，预计 2018 年相关动力电池材料贸易业务总金额不超过 8.25 亿元。

**投资要点**

**■ 合理价格收购水务资产，水务业务版图显著扩大:**

1) 根据公告内容，公司与人保远望、西藏浦华、西藏富元、宜昌启迪、启迪控股、华清基业签署协议，拟以现金 13 亿收购上述交易对手持有的浦华环保 100% 股权。

2) 浦华环保成立于 2002 年，主营业务为水务和生态环境治理服务，2016 年 1 月挂牌新三板，2017 年 7 月退市。公司采取“技术+管理+资本”的发展战略模式，以改善城镇供水水质、提高城镇污水处理效率为重点，通过 PPP、BOT、TOT、DBO 等方式，为不同行业水环境和生态修复项目提供包括综合治理前瞻性规划、咨询、投融资、工程建设、高效节能环保设备生产及产品集成、以及运营管理在内整个项目全过程服务。截至 2018 年 4 月，公司在手污水处理项目共 7 个，污水处理建设规模为 69 万吨/日，运营期为 20-30 年，2017 年净利润规模为 0.59 亿。

3) 根据公司业绩承诺，2018、2019、2020 年扣非归母净利润规模不低于 0.75、0.865、1.00 亿，按照 2018 年业绩承诺估值，对应 PE 为 17 倍，考虑到浦华环保在 2017 年年底将旗下大连紫光水务、大连紫光凌水股权转让，将股权转让款剔除后，实际 PE 小于 17 倍，收购价格合理。

4) 2017 年公司水务板块合计处理规模约为 200 万吨左右，可贡献净利润估计为 2 亿元左右，所以此次资产收购完成后，将显著增强公司水务业务能力，版图进一步扩大。

**■ 环卫业务引领、固废和 PPP 业务跟随，多渠道筹措资金助推成长:** 根据公司公告内容，2017 年公司实现营收 93.58 亿，同比增长 35.30%；归母净利润为 12.51 亿，同比增长 15.70%；扣非后归母净利润为 11.85 亿，同比增长 11.65%，总体来看，业绩增长符合市场预期。

1) 环卫业务：是公司收入结构转变的来源和未来战略布局的重要方向，同时，考虑到环卫业务对其他业务（生活垃圾焚烧、再生资源回收利用）的协同性较强，公司自 2014 年开始布局环卫领域，截至 2017 年年末，履行的环卫合约总数为 487 个，覆盖 19 个省、自治区，年度合同额为 23 亿元，项目运营期的合约总额为 313 亿元，已经跻身我国环卫业务领域第一梯队。

**市场数据**

收盘价(元)	29.32
一年最低/最高价	26.71/38.40
市净率(倍)	2.34
流通 A 股市值(百万元)	24863

**基础数据**

每股净资产(元)	12.55
资产负债率(%)	54.77
总股本(百万股)	1022
流通 A 股(百万股)	848

**相关研究**

1. 河北项目落地，示范效应彰显 --20180318
2. 深耕湖北区域市场，乡镇污水项目再下一城--20171228
3. 三季度业绩增速环比提升，固废龙头扬帆远航--20171025
4. 布局河北市场已久，雄安新区内项目落地水到渠成 --20170925
5. PPP 项目再中标，静待下半年业绩表现 -20170904
6. 定增事项完成，市值腾飞可期 -20170817

万吨/天,截至 2017 年末总共投入运营生活垃圾焚烧发电项目 9 个,包括德惠、魏县、临沂、亳州、沂水、重庆、临朐、开县、临清等,未来随着在手生活垃圾项目集中投运,将为业绩增长提供充足弹性。

3) PPP 业务: 根据我们的统计,截至 2017 年末,公司已签合同 89 亿,中标未签合同金额为 134 亿,加总后在手项目金额合计 223 亿。**值得注意的是,随着 PPP 项目清库逐步完成,资金成为限制 PPP 相关公司发展的核心要素,目前公司在手资金 49 亿,发布年报的同时,拟通过银行授信(117.80 亿)、超短融(20 亿)、短融(20 亿)、公司债(50 亿)、中期票据(25 亿)等多种方式,合计筹措资金规模最多有望达到 281.8 亿。**雄厚的资金实力一方面可为公司推进在手 PPP 项目提供充足助力,另一方面也有助于公司通过外延并购扩大市场份额。

- **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 2018-2020 年归母净利润分别为 16.95、22.00、28.58 亿, EPS 1.66、2.15、2.80 元,对应 PE 18、14、10 倍,公司目前因控股股东启迪科服拟筹划股权重组事项处于停牌期间,基于本事件的相关信息的未知性及不确定性,我们暂不给予投资评级。
- **风险提示:** 拟筹划重组事项的不确定性风险、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)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	<b>10546</b>	<b>13023</b>	<b>14350</b>	<b>23928</b>	<b>营业收入</b>	<b>9358</b>	<b>14524</b>	<b>20242</b>	<b>28532</b>
现金	4900	1621	2259	3184	减:营业成本	6462	10167	14170	19972
应收账款	3860	7996	8528	14763	营业税金及附加	90	160	223	314
存货	547	1037	1170	1940	营业费用	156	241	336	474
其他流动资产	1239	2369	2392	4040	管理费用	829	1432	1996	2813
<b>非流动资产</b>	<b>22769</b>	<b>29267</b>	<b>36860</b>	<b>48321</b>	财务费用	437	519	905	1537
长期股权投资	846	1332	1821	2311	资产减值损失	14	23	32	46
固定资产	2272	6592	11301	17393	加:投资净收益	8	6	9	9
在建工程	12886	14254	16280	20691	其他收益	0	0	0	0
无形资产	4626	4954	5328	5803	<b>营业利润</b>	<b>1446</b>	<b>1988</b>	<b>2589</b>	<b>3385</b>
其他非流动资产	2138	2134	2130	2123	加:营业外净收支	61	59	69	72
<b>资产总计</b>	<b>33316</b>	<b>42290</b>	<b>51210</b>	<b>72249</b>	<b>利润总额</b>	<b>1508</b>	<b>2046</b>	<b>2658</b>	<b>3456</b>
<b>流动负债</b>	<b>12020</b>	<b>19556</b>	<b>26404</b>	<b>44461</b>	减:所得税费用	239	327	426	557
短期借款	1570	5112	9866	22120	少数股东损益	17	25	32	42
应付账款	3363	4737	6552	9360	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1251</b>	<b>1695</b>	<b>2200</b>	<b>2858</b>
其他流动负债	7087	9706	9986	12981	EBIT	1813	2332	3238	4534
<b>非流动负债</b>	<b>6227</b>	<b>6355</b>	<b>6411</b>	<b>6738</b>	EBITDA	2265	2919	4127	5796
长期借款	5414	5542	5598	5926	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
其他非流动负债	813	813	813	813	每股收益(元)	1.22	1.66	2.15	2.80
<b>负债合计</b>	<b>18246</b>	<b>25910</b>	<b>32815</b>	<b>51200</b>	每股净资产(元)	12.55	15.76	17.70	20.26
少数股东权益	252	277	309	351	发行在外股份(百万股)	1022	1022	1022	1022
归属母公司股东权益	14817	16104	18086	20698	ROIC(%)	6.6%	6.8%	7.5%	7.4%
<b>负债和股东权益</b>	<b>33316</b>	<b>42290</b>	<b>51210</b>	<b>72249</b>	ROE(%)	8.4%	10.5%	12.1%	13.8%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	毛利率(%)	31.0%	30.0%	30.0%	30.0%
经营活动现金流	-451	174	5063	2322	销售净利率(%)	13.4%	11.7%	10.9%	10.0%
投资活动现金流	-4153	-7080	-8473	-12713	资产负债率(%)	54.8%	61.3%	64.1%	70.9%
筹资活动现金流	6245	85	-706	-937	收入增长率(%)	35.3%	55.2%	39.4%	41.0%
现金净增加额	1636	-6821	-4116	-11328	净利润增长率(%)	15.7%	35.5%	29.8%	29.9%
折旧和摊销	452	587	889	1262	P/E	24.03	17.66	13.64	10.47
资本开支	3136	6012	7104	10971	P/B	2.34	1.86	1.66	1.45
营运资本变动	-2614	-2647	1045	-3367	EV/EBITDA	14.71	14.10	11.08	10.00

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>

