

# 环卫及再生资源业务向好，2018年Q1业绩持续高速增长

## ——启迪桑德(000826.SZ)公司动态点评

## 公司点评

邱懿峰(分析师)

qiuyifeng@xsdzq.cn

证书编号: S0280517080002

黄红卫(联系人)

010-69004537

huanghongwei@xsdzq.cn

证书编号: S0280118010010

赵腾辉(联系人)

010-83561349

zhaotenghui@xsdzq.cn

证书编号: S0280118020015

### ● 事件:

1) 4月25日发布《2018年一季报》: 2018年Q1, 实现营收22.20亿元(同比+22.26%), 实现归母净利润3.01亿元(同比+43.22%); 2) 4月21号公告, 拟以13亿元现金收购关联方浦华环保股份有限公司100%股权; 3) 4月21号公告, 拟与关联方桑顿新能源开展动力电池材料贸易业务。

### ● 环卫及再生资源业务向好, 2018年Q1业绩持续高速增长:

2018年Q1, 公司实现营收22.20亿元(同比+22.26%), 实现归母净利润3.01亿元(同比+43.22%), 主要系“环卫服务、环保设备安装及技术咨询及再生资源业务”增长所致。Q1底账上货币资金充裕, 高增速有望维持。

### ● 收购浦华环保, 提升水务业务竞争力:

启迪桑德拟以13亿元现金收购关联方浦华环保股份有限公司100%股权。转让方承诺标的公司2018-2020年分别实现扣非净利润分别不低于0.75亿元、0.865亿元、1亿元。浦华环保是国内专业的水环境污染控制和生态建设服务商, 收购可实现战略协同及优势互补, 增强水业业务竞争力。

### ● 连同桑顿新能源, 开展动力电池材料贸易业务:

全资子公司桑德再生拟与桑顿新能源开展动力电池材料贸易业务, 2018年相关动力电池材料贸易业务总金额不超过8.25亿元, 交易均采用市场定价。双方锂电池回收及其他电废业务产业协同效应明显, 开展动力电池材料贸易业务有利于公司布局电池回收及循环利用业务, 从而快速扩张动力电池材料贸易业务, 并降低贸易风险。

### ● 未来国内环卫业的“WM公司”, 维持“推荐”评级:

预计公司2018-2020年EPS分别为1.56、1.81和2.31元。当前股价对应PE分别为18.7、16.0和12.6倍。启迪桑德全面布局“环卫设备/环卫运营/固废处置/再生资源”全产业链, 护城河宽, 并通过“互联网+机械化+环卫”显著提升环卫运营效率。环卫市占率提升空间大, 公司最可能成长为国内环卫业WM, 维持“推荐”评级。

### ● 风险提示: 环卫业务增速及市占率提升不及预期风险。

### 财务摘要和估值指标

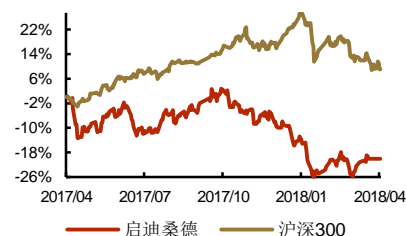
指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	6917	9,358	15,294	19,304	23,051
增长率(%)	9.1	35.3	63.4	26.2	19.4
净利润(百万元)	1081.4	1,251	1,590	1,854	2,357
增长率(%)	16.2	15.7	27.1	16.6	27.1
毛利率(%)	32.9	31.0	27.2	26.8	27.1
净利率(%)	15.6	13.4	10.4	9.6	10.2
ROE(%)	12.9	8.4	9.9	10.5	12.0
EPS(摊薄/元)	1.06	1.22	1.56	1.81	2.31
P/E(倍)	27.52	23.8	18.7	16.0	12.6
P/B(倍)	4.12	2.3	2.1	1.9	1.7

## 推荐(维持评级)

市场数据 时间 2018.04.13

收盘价(元):	29.32
一年最低/最高(元):	26.71/38.4
总股本(亿股):	10.22
总市值(亿元):	299.6
流通股本(亿股):	8.48
流通市值(亿元):	248.72
近3月换手率:	31.93%

### 股价一年走势



### 收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	9.82	6.95	-26.03
绝对	6.62	-7.33	-17.03

### 相关报告

《业绩增长强劲的国内环卫与再生资源利用龙头》2018-04-10

《三季报符合预期, 环卫板块增长迅速》2017-10-26

## 1、事件

1) 4月25号, 启迪桑德(000826.SZ)发布《2018年一季度》: 2018年Q1, 公司实现营收22.20亿元(同比+22.26%), 实现归母净利润3.01亿元(同比+43.22%); 2) 4月21号公司公告, 拟以13亿元现金收购关联方浦华环保股份有限公司100%股权; 3) 4月21号公司公告, 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。

## 2、动态点评

### 2.1、环卫及再生资源业务向好, 2018年Q1业绩持续高速增长

根据启迪桑德《2018年一季度》, 2018年Q1, 公司实现营收22.20亿元(同比+22.26%), 实现归母净利润3.01亿元(同比+43.22%), 实现扣非后归母净利润2.98亿元(+54.96%), 业绩持续高速增长, 主要系“环卫服务业务、环保设备安装及技术咨询业务以及再生资源处理业务”增长所致。2018年Q1, 公司经营活动产生的现金流量净额为-4.19亿元(同比-61.87%), 主要系“工程设备款、环卫、再生业务回款增加”所致, 且Q1为销售回款淡季。2018年Q1底, 公司账上货币资金仍高达42.16亿元, 流动性相对充裕, 为高业绩增速提供支撑。

### 2.2、收购浦华环保, 提升水务业务竞争力

启迪桑德拟以13亿元现金收购关联方浦华环保股份有限公司100%股权。浦华环保业务可分为污水处理运营业务、环境工程业务、其他环境业务及进出口供应链业务: **1) 污水处理运营业务:** 运营的污水处理项目共7个, 污水处理建设规模为69万吨/日, 运营期一般为20-30年。**2) 环境工程业务:** 包括设备EPC、环境工程和环境咨询业务, 浦华环保污水处理工艺、设备技术储备丰富, 目前具有各项专利101项。**3) 其他环境业务:** 包括环境技术咨询、环境评价等。**4) 进出口供应链业务:** 向客户提供国际先进节能环保产品的进出口服务, 亦扩展到非环保产品领域。转让方承诺标的公司2018-2020年分别实现扣非净利润分别不低于0.75亿元、0.865亿元、1亿元。浦华环保是国内专业的水环境污染控制和水生态建设服务商, 收购可实现公司与浦华环保的战略协同及优势互补, 延伸产业链, 扩大公司水务业务规模并提高市场占有率, 增强公司竞争实力。

### 2.3、连同桑顿新能源, 开展动力电池材料贸易业务

公司全资子公司桑德再生拟与桑顿新能源开展动力电池材料贸易业务, 2018年相关动力电池材料贸易业务总金额不超过8.25亿元, 交易均采用市场定价。桑顿新能源和桑德再生的锂电池回收及其他电废业务具有先天的产业协同优势, 双方开展动力电池材料贸易业务有利于公司布局电池回收及循环利用业务: **1) 快速扩张动力电池材料贸易业务:** 桑德再生作为再生资源行业的龙头企业, 积极布局前端的线上线下相结合的回收渠道、中间的储能梯次利用、初级拆解加工、深加工、再生材料回用电池等全产业链业务。通过与桑顿新能源开展上述贸易业务, 桑德再生可以快速熟悉动力电池行业的上下游产业, 了解和掌握从原料采购到产品销售的整个业务环节, 培养和锻炼业务团队, 为后续拓展业务规模和细分业务领域打下良好基础。**2) 降低桑德再生贸易业务风险:** 基于动力电池贸易业务具有资金密集、价格波动风险较大和专业壁垒较高的特点, 贸易业务选择和桑顿新能源进行合作, 利用桑顿新能源已有的采购渠道作为切入点, 有力的降低了桑德再生贸易业务风险。

## 2.4、环卫业务正处于成长风口，龙头受益集中度提升：

环卫 PPP 模式效果显著，中国环卫市场化率有望快速提高，当前环卫业务正处于行业快速发展风口。传统环卫管理效率低下，启迪桑德通过“互联网+机械化+环卫”模式显著改善成本效益，环卫拿单能力强。相比美国环卫 CR3 44% 市占率，国内环卫企业 CR10 仅为 12.6%，启迪桑德受益于环卫市占率向龙头集中。

## 2.5、固废业务产业链齐全，后续将进入投产高峰期：

2017 年底，公司已投入运营的各固废细分领域项目共 30 余个。目前，公司固废 PPP 在手订单（含框架协议）~400 亿，由于公司对“项目质量、项目收益率（要求 7% 以上）、项目风险”把控严格，我们预计后续 2-3 年固废 PPP 落地订单在 80 亿/年左右，固废项目的工程将显著提振公司业绩。2017 年，公司固废投入运营产能~5000 吨/日。2017 年底，公司垃圾填埋产能~3000 吨/日，垃圾焚烧产能~3 万吨/日。2018-2019 年，固废项目将进入投产高峰，固废运营项目业绩也将明显改善。

## 2.6、商业模式创新&先进回收技术，再生资源业务长期发展可期：

启迪桑德的核心电子废弃物拆解能力已达 2259 万台/年，市场占有率在~15%，位居行业首位；公司独创“集垃圾分类、再生资源回收、物流、广告和社区服务等五位一体”的好嘞社区模式，并精心打造安徽蚌埠示范项目，模式成本效益显著，未来快速扩展可期。为打通再生资源回收利用渠道，启迪桑德重点打造易再生 O2O 平台，实现再生资源线上线下业务协同发展。

## 3、投资建议：未来国内环卫业的“WM 公司”，维持“推荐”

### 评级

我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 1.56、1.81 和 2.31 元。当前股价对应 PE 分别为 18.7、16.0 和 12.6 倍。启迪桑德全面布局“环卫设备/环卫运营/固废处置/再生资源”全产业链，护城河宽，并通过“互联网+机械化+环卫”显著提升环卫运营效率。公司环卫 PPP 拿单能力强，可促进环卫设备销售，并推动“固废处置、再生资源回收”业务发展。环卫市占率提升空间大，公司最可能成长为国内环卫业 WM，维持“推荐”评级。

## 4、风险提示

环卫业务增速及市占率提升不及预期风险。

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	7635	10546	12354	11905	17038	<b>营业收入</b>	<b>6917</b>	<b>9358</b>	<b>15294</b>	<b>19304</b>	<b>23051</b>
现金	3247	4900	1707	2154	2573	营业成本	4642	6462	11139	14125	16805
应收账款	2745	3860	6935	6691	9580	营业税金及附加	76	90	147	186	222
其他应收款	389	429	909	780	1237	营业费用	117	156	254	321	384
预付账款	590	457	1254	905	1673	管理费用	546	829	1306	1669	1984
存货	<b>460</b>	<b>547</b>	<b>1188</b>	<b>1012</b>	<b>1606</b>	财务费用	333	437	570	806	846
其他流动资产	204	353	362	362	371	资产减值损失	12	14	25	31	37
<b>非流动资产</b>	15309	22769	32965	35126	36552	公允价值变动收益	-0	0	0	0	-0
长期投资	367	846	854	865	876	投资净收益	12	8	3	5	6
固定资产	1725	2272	11832	17811	21590	<b>营业利润</b>	1202	1446	1855	2172	2779
无形资产	2589	4626	4954	5328	5803	营业外收入	<b>99</b>	<b>68</b>	<b>68</b>	<b>68</b>	<b>68</b>
其他非流动资产	<b>10628</b>	<b>15025</b>	<b>15325</b>	<b>11121</b>	<b>8282</b>	营业外支出	2	7	7	7	7
<b>资产总计</b>	<b>22944</b>	<b>33316</b>	<b>45319</b>	<b>47031</b>	<b>53590</b>	<b>利润总额</b>	1299	1508	1916	2233	2841
<b>流动负债</b>	11203	12020	21858	23157	29116	所得税	<b>216</b>	<b>239</b>	<b>311</b>	<b>358</b>	<b>458</b>
短期借款	1924	1570	6028	7891	9867	<b>净利润</b>	1084	1269	1606	1875	2382
应付账款	1785	3363	5512	5741	7647	少数股东损益	<b>2</b>	<b>17</b>	<b>16</b>	<b>21</b>	<b>26</b>
其他流动负债	<b>7494</b>	<b>7087</b>	<b>10318</b>	<b>9525</b>	<b>11601</b>	<b>归属母公司净利润</b>	1081	1251	1590	1854	2357
<b>非流动负债</b>	3369	6227	7196	6036	4599	EBITDA	<b>1810</b>	<b>2265</b>	<b>2968</b>	<b>3995</b>	<b>5025</b>
长期借款	3053	5414	6383	5224	3786	EPS(元)	1.06	1.22	1.56	1.81	2.31
其他非流动负债	<b>316</b>	<b>813</b>	<b>813</b>	<b>813</b>	<b>813</b>						
<b>负债合计</b>	<b>14572</b>	<b>18246</b>	<b>29053</b>	<b>29193</b>	<b>33714</b>						
少数股东权益	144	252	267	288	314	<b>主要财务比率</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
股本	854	1022	1431	1431	1431	<b>成长能力</b>					
资本公积	2205	6593	6184	6184	6184	营业收入(%)	9.1	35.3	63.4	26.2	19.4
留存收益	4171	5210	6524	8023	9889	营业利润(%)	14.6	20.3	28.3	17.1	28.0
归属母公司股东权益	8228	14817	15998	17549	19561	归属于母公司净利润(%)	16.2	15.7	27.1	16.6	27.1
<b>负债和股东权益</b>	<b>22944</b>	<b>33316</b>	<b>45319</b>	<b>47031</b>	<b>53590</b>	<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	32.9	31.0	27.2	26.8	27.1
						净利率(%)	15.6	13.4	10.4	9.6	10.2
						ROE(%)	12.9	8.4	9.9	10.5	12.0
						ROIC(%)	8.8	6.6	6.1	7.1	8.1
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	63.5	54.8	64.1	62.1	62.9
						净负债比率(%)	32.8	17.2	75.6	71.0	64.7
						流动比率	0.7	0.9	0.6	0.5	0.6
						速动比率	0.6	0.8	0.5	0.5	0.5
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.4	0.3	0.4	0.4	0.5
						应收账款周转率	2.7	2.8	2.8	2.8	2.8
						应付账款周转率	2.6	2.5	2.5	2.5	2.5
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	1.06	1.22	1.56	1.81	2.31
						每股经营现金流(最新摊薄)	2.82	2.50	2.14	4.02	3.91
						每股净资产(最新摊薄)	7.08	12.55	13.71	15.22	17.19
						<b>估值比率</b>					
						P/E	27.52	23.78	18.72	16.05	12.63
						P/B	4.12	2.32	2.12	1.91	1.69
						EV/EBITDA	24.74	20.0	18.5	13.8	11.1

现金流量表(百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	-463	-451	2182	4106	3992
净利润	1084	1269	1606	1875	2382
折旧摊销	290	452	725	1207	1568
财务费用	333	437	570	806	846
投资损失	-12	-8	-3	-5	-6
营运资金变动	-2189	-2614	-716	224	-799
其他经营现金流	31	15	-0	-0	0
<b>投资活动现金流</b>	-3661	-4153	-10918	-3362	-2988
资本支出	<b>2809</b>	<b>3136</b>	<b>10188</b>	<b>2150</b>	<b>1415</b>
长期投资	-187	-468	-8	-11	-11
其他投资现金流	-1039	-1485	-739	-1223	-1585
<b>筹资活动现金流</b>	4715	6245	1085	-2161	-2561
短期借款	<b>1225</b>	<b>-354</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
长期借款	978	2361	969	-1159	(1438)
普通股增加	8	168	409	0	0
资本公积增加	140	4388	-409	0	0
其他筹资现金流	<b>2364</b>	<b>-318</b>	<b>117</b>	<b>-1001</b>	<b>-1124</b>
<b>现金净增加额</b>	<b>597</b>	<b>1636</b>	<b>-7651</b>	<b>-1416</b>	<b>-1558</b>

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

**邱懿峰**，美国德克萨斯大学金融学硕士，南开大学国贸系本科，2015年就职于银河证券研究部，拥有两年以上行业研究经验，2017年加入新时代证券，现任环保行业首席分析师

## 投资评级说明

### 新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

### 新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

北京	<b>郝颖 销售总监</b>
	固话：010-69004649
	手机：13811830164
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	<b>吕莅琪 销售总监</b>
	固话：021-68865595 转 258
	手机：18221821684
	邮箱：lvyuqi@xsdzq.cn
深圳	<b>史月琳 销售经理</b>
	固话：0755-82291898
	手机：13266864425
	邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

## 联系我们

### 新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1501室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>