

启迪桑德(000826)

股权重组有序推进，固废龙头扬帆起航 买入(维持)

2018年5月8日

证券分析师 袁理

执业证书编号: S0600511080001
021-60199782

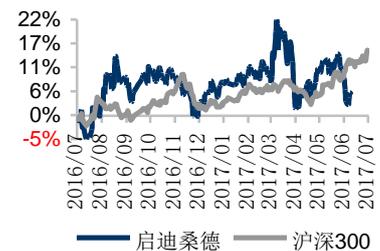
yuanl@dwzq.com.cn

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:

公司公告, 1) 停牌期间, 启迪控股已成立工作组, 有序推进股权重组事项, 该事项可能涉及公司控股股东启迪科服的实际控制人发生变更。2) 公司股票将于2018年5月8日(星期二)上午开市起复牌。

投资要点

■ 股权重组可能涉及实际控制人变更:

1) 根据公司公告, 在停牌期间, 启迪控股已经成立工作组办公室, 并正在根据相关程序甄选财务、法律等方面的中介机构, 有序推进股权重组事项, 该事项可能将涉及公司控股股东——启迪科技服务有限公司的实际控制人发生变更。

2) 公司的控股股东启迪科服成立于2014年9月30日, 力图通过整合清华产业系统的优质资源, 围绕“服务创新创业主体、转化科技创新成果、培养创新创业人才”三大方面, 以“孵化服务、创业投资、并购重组”为核心手段, 建立中国“孵化+金融+云服务”的新型科技创新创业服务生态系统。

3) 而公司间接控股股东启迪控股成立于2000年7月24日, 其前身是成立于1994年8月的清华科技园发展中心。目前启迪控股旗下拥有上市及非上市企业800多家, 管理总资产规模超过2000亿元人民币。我们分析认为, 如果此次股权重组事项成功完成, 那么参考启迪控股的资产规模和行业地位, 预计新进入的战略投资者也是实力雄厚, 未来在平台、资源、项目等多方面有望为公司提供良好助力。

■ 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。

2) 固废业务: 项目数量合计86个, 其中在建27个, 目前处理规模为2.3

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
资本负债率(%)	54.77
总股本(百万股)	1022
流通A股(百万股)	848

相关研究

1. 水务业务版图显著扩大, 多业务协同助力公司发展 --20180423
2. 河北项目落地, 示范效应彰显 --20180318
3. 深耕湖北区域市场, 乡镇污水项目再下一城--20171228
4. 三季度业绩增速环比提升, 固废龙头扬帆远航--20171025
5. 布局河北市场已久, 雄安新区内项目落地水到渠成 --20170925
6. PPP项目再中标, 静待下半年业绩表现 -20170904

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,公司在手资金49亿,根据公司公告,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),预计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:**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,公司股票将于2018年5月8日复牌,考虑到控股股东的股权重组事项并不对上市公司日常经营造成实质性影响,维持“买入”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
流动资产	10546	13023	14350	23928	营业收入	9358	14524	20242	28532
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
非流动资产	22769	29267	36860	48321	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	营业利润	1446	1988	2589	3385
其他非流动资产	2138	2134	2130	2123	加:营业外净收支	61	59	69	72
资产总计	33316	42290	51210	72249	利润总额	1508	2046	2658	3456
流动负债	12020	19556	26404	44461	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	归属母公司净利润	1251	1695	2200	2858
其他流动负债	7087	9706	9986	12981	EBIT	1813	2332	3238	4534
非流动负债	6227	6355	6411	6738	EBITDA	2265	2919	4127	5796
长期借款	5414	5542	5598	5926	重要财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
其他非流动负债	813	813	813	813	每股收益(元)	1.22	1.66	2.15	2.80
负债合计	18246	25910	32815	51200	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%
负债和股东权益	33316	42290	51210	72249	ROE(%)	8.4%	10.5%	12.1%	13.8%
现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	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>

