

2018年06月26日

证券分析师 袁理

执业证号: S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

研究助理 刘博

021-60199793

liub@dwzq.com.cn

大手笔股份回购显信心，资金实力雄厚保增长

买入 (维持)

盈利预测预估值	2017A	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%	35.4%	29.8%	29.9%
每股收益 (元/股)	0.87	1.18	1.54	2.00
P/E (倍)	19.76	14.57	11.16	8.60

投资要点

- **事件:** 公司公告，未来6个月内，以不超过22元/股的价格进行股份回购，回购资金总额为5-10亿元之间，资金来源为公司自有和自筹资金。
- **大手笔回购彰显管理层信心，坚定看好公司未来发展:** 未来6个月内，公司将以不超过22元/股的价格回购股份，回购资金总额为5-10亿元之间。大手笔回购股份有助于提振市场信心，更重要的是体现出公司的战略眼光和宏伟格局，在行业发展关键时刻对公司未来发展显示充足信心。
- **在手资金充足为全年业绩增长保驾护航，实际控制人变更产生协同效应可期:** 在去杠杆的宏观形势下，资金成为限制环保公司发展的核心要素，公司在手资金49亿，通过银行授信、超短融、短融、公司债、中票，合计筹措资金规模有望达到281.8亿，雄厚的资金实力为公司业绩释放保驾护航。实际控制人变更后，未来在平台、资源、项目等多方面有望为公司提供良好助力。
- **一季度业绩大超预期:** 根据公司一季报，一季度实现营收22.20亿，同比增长22.26%；实现归母净利润3.01亿，同比增长43.22%；扣非后归母净利润为2.98亿，同比增长54.96%，超出市场预期。其中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，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。
- **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 1.18、1.54、2.00元，对应PE 15、11、9倍，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 环卫项目拓展低于预期；垃圾焚烧发电项目进展不及预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	17.19
一年最低/最高价	16.32/27.06
市净率(倍)	1.94
流通A股市值(百万元)	20308.84

基础数据

每股净资产(元)	8.84 (分红除权)
资产负债率(%)	56.39
总股本(百万股)	1430.58
流通A股(百万股)	1187.65

相关研究

- 1、《启迪桑德：股权重组有序推进，固废龙头扬帆起航》
2018-05-08
- 2、《启迪桑德：水务业务版图显著扩大，多业务协同助力公司发展》
2018-04-23
- 3、《启迪桑德：业绩增速符合预期，在手资金充裕助推成长》
2018-04-10

事件：公司公告，未来 6 个月内，以不超过 22 元/股的价格进行股份回购，回购资金总额为 5-10 亿元之间，资金来源为公司自有和自筹资金。

大手笔回购彰显管理层信心，坚定看好公司未来发展

根据公司公告，未来 6 个月内，公司将以不超过 22 元/股的价格回购股份，回购资金总额为 5-10 亿元之间，如果以回购资金总额上限人民币 10 亿元测算，预计回购的股份约为 4545 万股，占公司目前已发行总股本的比例约为 3.18%。近期市场波动较大，公司大手笔回购股份，一方面有助于提振市场信心、保护投资者的利益，另一方面，在环保行业发展的关键时刻，体现出公司的战略眼光和宏伟格局，对行业和公司未来发展显示充足信心。

一季度业绩大超预期，在手资金充足为全年业绩增长保驾护航

根据公司一季报，一季度实现营收 22.20 亿，同比增长 22.26%；实现归母净利润 3.01 亿，同比增长 43.22%；扣非后归母净利润为 2.98 亿，同比增长 54.96%，超出市场预期。

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 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：截至 2017 年末，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。

在去杠杆的宏观形势下，资金实力成为公司发展的核心竞争力，目前公司在手资金

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，从在手项目和筹措资金情况来看，全年业绩高增长值得期待。

股权重组可能涉及实际控制人变更，协同效应彰显值得期待

1) 根据公司公告，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。

盈利预测与估值

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 1.18、1.54、2.00 元，对应 PE 15、11、9 倍，维持“买入”评级。

风险提示

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	10546.4	11936.6	18152.2	25275.0	营业收入	9358.4	14524.2	20241.9	28532.2
现金	4899.8	2487.4	4955.8	6635.3	减:营业成本	6461.8	9976.4	14198.7	20408.7
应收账款	4302.8	7162.6	9984.7	14078.4	营业税金及附加	90.0	174.3	242.9	342.4
存货	546.9	844.3	1202.0	1728.2	营业费用	155.7	261.4	364.4	513.6
其他流动资产	797.0	1442.3	2009.8	2833.0	管理费用	828.9	1292.7	1841.2	2664.9
非流动资产	22769.1	23049.8	23047.3	22815.9	财务费用	436.9	742.7	891.2	1069.5
长期股权投资	845.6	845.6	845.6	845.6	资产减值损失	-14	-25	-44	-77
固定资产	15158.7	14770.8	14133.0	13298.1	加:投资净收益	8.5	0.0	0.0	0.0
在建工程	12886	5844	2675	1249	其他收益	52.9	-25.1	-44.0	-77.0
无形资产	4626.4	5295.1	5930.3	6533.8	营业利润	1446.4	2051.6	2659.5	3456.1
其他非流动资产	2138.3	2138.3	2138.3	2138.3	加:营业外净收支	61.1	1.0	1.0	1.0
资产总计	33315.5	34986.4	41199.5	48090.9	利润总额	1507.5	2052.6	2660.5	3457.1
流动负债	12019.6	11878.9	16283.8	20849.8	减:所得税费用	238.9	340.7	439.0	570.4
短期借款	2070.0	2200.0	3400.0	6400.0	少数股东损益	17.5	17.3	21.8	28.9
应付账款	3963.2	2760.6	6320.2	7368.9	归属母公司净利润	1251.2	1694.6	2199.8	2857.9
其他流动负债	5986.5	6918.3	6563.6	7080.9	EBIT	1821.9	2819.4	3594.7	4602.6
非流动负债	6226.8	6706.8	6786.8	6866.8	EBITDA	2215.8	3642.3	4999.6	6329.9
长期借款	3914.3	4314.3	4314.3	4314.3					
其他非流动负债	2312.5	2392.5	2472.5	2552.5	重要财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
负债合计	18246.4	18585.7	23070.6	27716.6	每股收益(元)	1.22	1.18	1.54	2.00
少数股东权益	251.7	265.1	282.1	304.5	每股净资产(元)	14.50	11.28	12.48	14.03
归属母公司股东权益	14817.4	16135.7	17846.9	20069.8	发行股份(百万股)	1021.8	1430.6	1430.6	1430.6
负债和股东权益	33315.5	34986.4	41199.5	48090.9	ROIC(%)	8.6%	10.7%	13.3%	15.7%
					ROE(%)	8.4%	10.5%	12.3%	14.2%
现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	毛利率(%)	31.0%	31.3%	29.9%	28.5%
经营活动现金流	-450.5	-1449.7	3203.3	887.2	销售净利率(%)	13.4%	11.7%	10.9%	10.0%
投资活动现金流	-4153.3	-1116.3	-1446.3	-1572.9	资产负债率(%)	54.8%	53.1%	56.0%	57.6%
筹资活动现金流	6244.8	153.6	711.4	2365.3	收入增长率(%)	35.3%	55.2%	39.4%	41.0%
现金净增加额	1635.5	-2412.4	2468.4	1679.6	净利润增长率(%)	15.7%	35.4%	29.8%	29.9%
折旧和摊销	394	823	1405	1727	P/E	19.76	14.57	11.16	8.60

数据来源: 贝格数据, 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>

