

业绩持续高速增长，盈利能力较强

——启迪桑德 (000826.SZ) 半年报点评

半年报点评

邱懿峰 (分析师)	黄红卫 (联系人)	赵腾辉 (联系人)
010-69004648	010-69004537	010-83561349
qiuyifeng@xsdzq.cn	huanghongwei@xsdzq.cn	zhaotenghui@xsdzq.cn
证书编号: S0280517080002	证书编号: S0280118010010	证书编号: S0280118020015

● 事件:

启迪桑德发布《2018 年半年度报告》: 2018 年 H1, 实现营收 54.16 亿元 (同比+38.47%), 实现归母净利润 6.07 亿元 (同比+23.16%)。

● 业绩持续高速增长，盈利能力较强:

公司业绩持续高速增长，符合市场预期，业绩增长主要系“环卫服务业务、市政施工业务及再生资源处理业务”增长所致。2018 年 H1, 毛利率为 33.09%，净利率为 11.63%，盈利能力仍维持在较高水平。

● “再生资源及环卫设备业务”为毛利润增量的重要贡献力量:

2018 年 H1, 市政施工、环卫服务、再生资源、环卫设备安装及技术咨询业务分别占总营收比例为 27.22%、26.68%、18.72%、18.28%，分别占毛利润比例为 18.69%、15.35%、16.35%、40.18%。再生资源、环卫设备安装及技术咨询业务营收占比高，且毛利率增长明显，为贡献业绩增量最重两极。

● 应收账款增速较快，但经营风险较低:

2018 年 H1, 启迪桑德销售商品提供劳务收到的现金为 27.04 亿元 (占同期营业收入的比例为 49.93%)，经营活动现金净流量为 -10.69 亿元 (而同期净利润为 6.30 亿元)，主要系应收账款增长较快所致。2018 年 H1 底，公司账上货币资金为 30.34 亿元，资金较为充足，经营风险较低。

● 未来国内环卫业的“WM 公司”，维持“推荐”评级:

预计公司 2018-2020 年净利润分别为 15.90、18.54、23.57 亿元，对应 EPS 分别为 1.11、1.30 和 1.65 元。当前股价对应 PE 分别为 14.4、12.4 和 9.7 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。

● 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)	0.76	0.87	1.11	1.30	1.65
P/E(倍)	21.18	18.3	14.4	12.4	9.7
P/B(倍)	3.17	1.8	1.6	1.5	1.3

推荐 (维持评级)

市场数据	时间 2018.08.03
收盘价(元):	16.01
一年最低/最高(元):	15.99/38.4
总股本(亿股):	14.31
总市值(亿元):	229.04
流通股本(亿股):	11.88
流通市值(亿元):	190.14
近 3 月换手率:	38.8%

股价一年走势



收益涨幅 (%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-4.59	-9.9	-20.07
绝对	-7.35	-22.5	-31.14

相关报告

《环卫及再生资源业务向好，2018 年 Q1 业绩持续高速增长》2018-04-27

《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

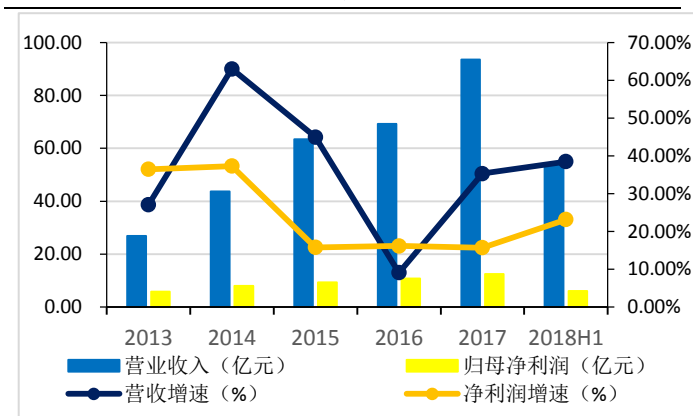
2018年8月5日，启迪桑德（000826.SZ）发布《2018年半年度报告》：2018年上半年，启迪桑德实现营业收入54.16亿元（同比+38.47%），实现归母净利润6.07亿元（同比+23.16%）。

2、动态点评

2.1、业绩持续高速增长，盈利能力较强

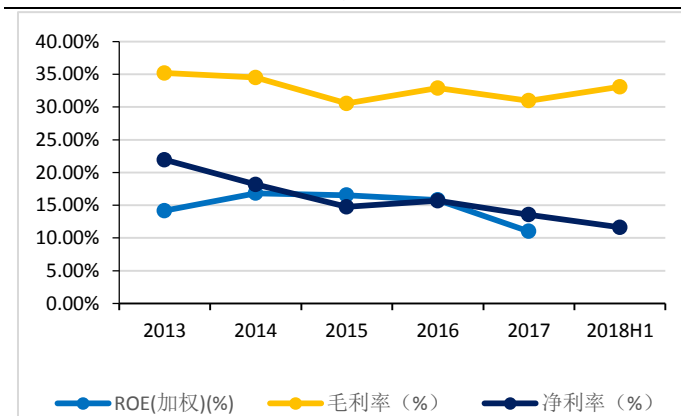
根据启迪桑德《2018年半年度报告》：2018年上半年，启迪桑德实现营业收入54.16亿元（同比+38.47%），实现归母净利润6.07亿元（同比+23.16%），业绩持续高速增长，符合市场预期。公司业绩高速增长主要系“环卫服务业务、市政施工业务及再生资源处理业务”增长所致，其中环卫业务、市政施工业务、再生资源业务营收增速分别高达101.89%、26.81%、23.27%。2018年H1，启迪桑德毛利率为33.09%（比2017年增加2.14个百分点），净利率为11.63%（比2017年下滑1.93个百分点），净利率与毛利率走势背离主要系“三项期间费用及资产减值损失”上浮较多所致。总体而言，公司业绩高速增长同时，盈利能力仍维持在较高水平。

图1：2013-2018H1，启迪桑德业绩增速较快



资料来源：Wind 资讯，新时代证券研究所

图2：2013-2018H1，启迪桑德的盈利能力较强



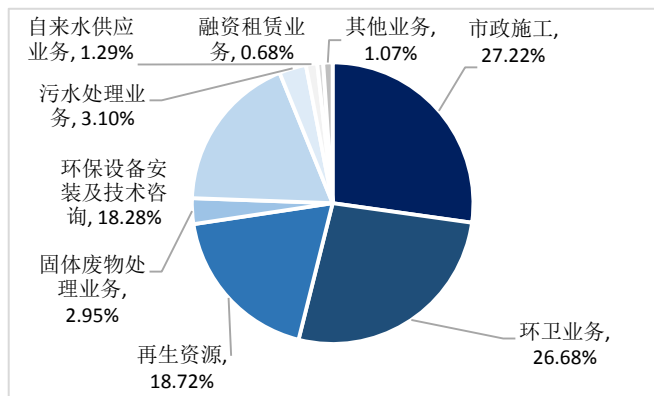
资料来源：Wind 资讯，新时代证券研究所

2.2、“再生资源及环卫设备业务”为毛利润增量的重要贡献力量

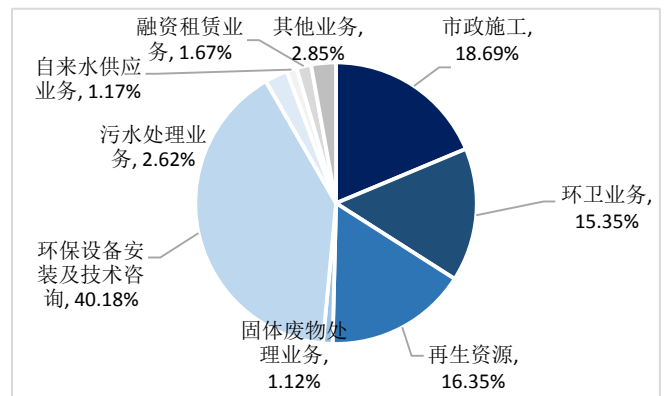
分业务而言，2018年H1启迪桑德营业收入中，市政施工实现营收14.74亿元（同比+26.81%），环卫服务业务实现营收14.45亿元（同比+101.89%），再生资源业务实现营收10.14亿元（同比+23.27%），环卫设备安装及技术咨询业务实现营收9.90亿元（同比+9.55%），上述四项业务占启迪桑德总营收比例分别为27.22%、26.68%、18.72%、18.28%。2018年H1启迪桑德毛利润中，市政施工实现毛利润3.35亿元，环卫服务业务实现毛利润2.75亿元，再生资源业务实现毛利润2.93亿元，环卫设备安装及技术咨询业务实现毛利润7.20亿元，上述四项业务占启迪桑德总毛利润比例分别为18.69%、15.35%、16.35%、40.18%，为公司业绩最主要来源。

图3：2018H1，启迪桑德的营业收入占比（%）

图4：2018H1，启迪桑德的毛利润占比（%）

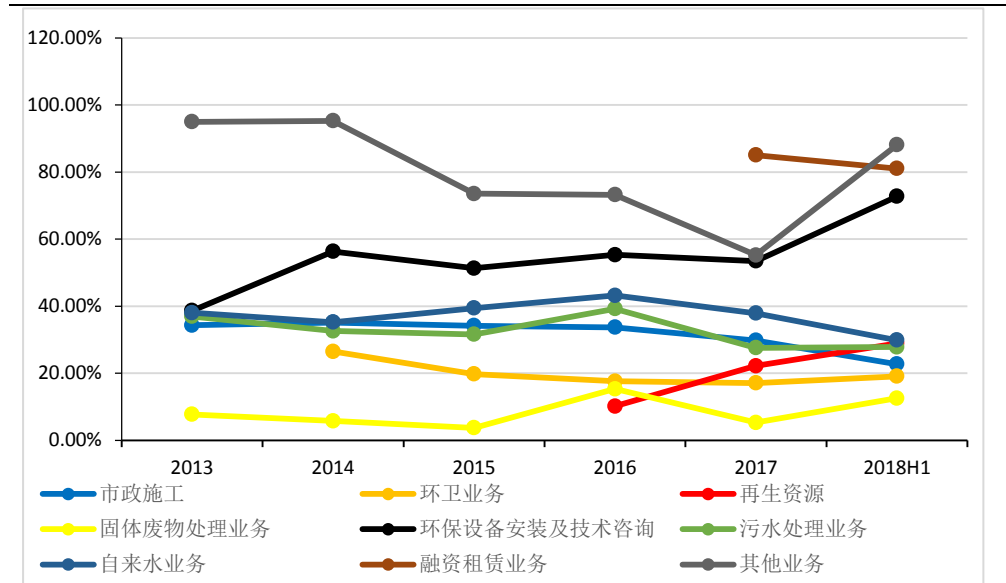


资料来源：Wind 资讯，新时代证券研究所



资料来源：Wind 资讯，新时代证券研究所

2018 年 H1，市政施工、环卫服务、再生资源、环卫设备安装及技术咨询业务毛利率分别为 22.70%、19.06%、28.91%、72.73%，该四项业务毛利率相比 2017 年分别变动-11.00、1.45、18.76、17.41 个百分点。再生资源、环卫设备安装及技术咨询业务的营收占比高，且毛利率增长明显，成为贡献公司业绩增量的最重要两极。

图5： 2013-2018H1，启迪桑德的各项业务毛利率情况

资料来源：Wind 资讯，新时代证券研究所

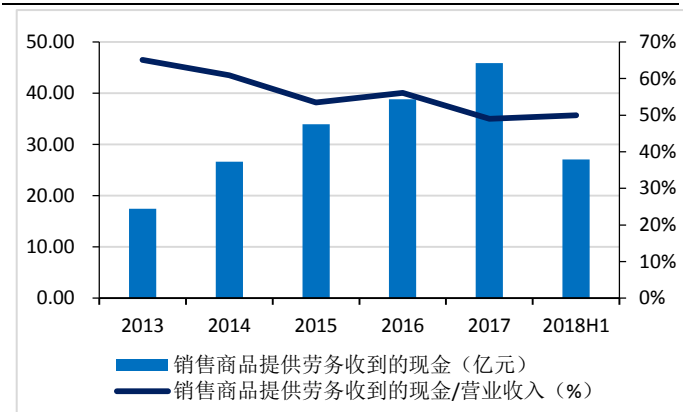
2.3、应收账款增速较快，但经营风险较低

2018 年 H1，启迪桑德销售商品提供劳务收到的现金为 27.04 亿元（占同期营业收入的比例为 49.93%），经营活动现金净流量为-10.69 亿元（而同期净利润为 6.30 亿元），净利润与经营活动现金净流量主要系经营性应收项目的减少（影响为-17.93 亿元）以及经营性应付项目的增加（影响为-5.79 亿元）所致。公司应收账款从 2017 年底 38.60 亿元增加至 2018 年 H1 底的 55.73 亿元，预付账款从 2017 年底的 4.57 亿元增加至 2018 年 H1 底的 9.51 亿元。启迪桑德的应收账款主要为再生资源类国家补贴基金（2018 年 H1 为 23.65 亿元，2017 年底为 19.93 亿元），该类应收账款基本无“难收回的风险”。**剔除再生资源类国家补贴基金影响后**，2018 年 H1 应收账款为 32.08 亿元（55.73-23.65），仍较 2017 年底的 18.67 亿元（38.60-19.93）大幅上升 71.83%，应收账款增幅远高于同期“营收增速、及净利润增速”。从历史来看，公司应收账款在下半年收回较多（与政府付款习惯等有关），下半年的应收账款一般持平或小幅增加。2018 年 H1 底，公司账上货币资金为 30.34 亿元（2017 年底的

货币资金为 49 亿元)，货币资金仍较为充足。

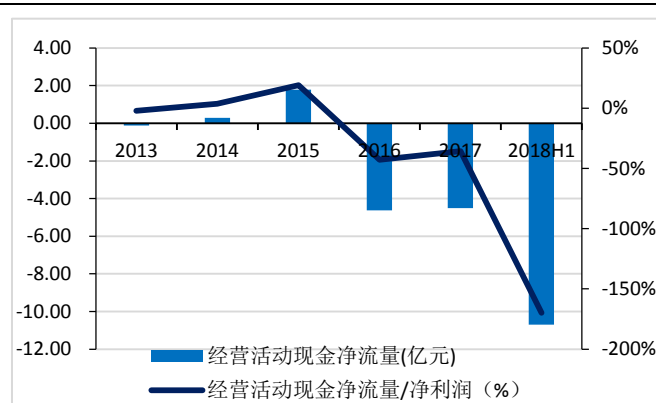
总体而言，由于行业特性所致（尤其是再生资源业务），公司现金流状况不甚乐观，形成了较多应收账款，但应收账款坏账损失风险较小。目前，公司账上货币资金仍较为充足，短期内，经营风险较小。但我们认为，公司亟需改变高垫资的经营模式，否则，营收增速越快，积累的经营风险越高，而资金状况也将成为制约公司持续高速增长的瓶颈。

图6： 2013-2018H1，启迪桑德销售商品提供劳务收到的现金情况



资料来源：Wind 资讯，新时代证券研究所

图7： 2013-2018H1，启迪桑德经营活动现金净流量情况



资料来源：Wind 资讯，新时代证券研究所

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。

2018 年 H1，公司中标各类环卫清扫保洁运营项目 60 个，新增落地年合同额 13.56 亿元，合同总额 108.85 亿元。2018 年 H1 底，公司在手订单近 500 份，年合同额 26.7 亿元，总合同额 365.02 亿元，清扫总面积达 64,511.87 万平方米，垃圾收集转运 18,971.59 吨/日。丰富的在手环卫订单，保障了公司未来业绩高增长。

2.5、固废业务产业链齐全，后续将进入投产高峰期：

2018 年 H1 底，公司已进入运营或试运营阶段的各类固废处置项目合计 33 个，其中生活垃圾焚烧发电项目 11 个，餐厨垃圾处置项目 6 个，生活垃圾填埋项目 12 个，医疗废弃物处置项目 4 个。2017 年底，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 年净利润分别为 15.90、18.54、23.57 亿元，对应 EPS 分别为 1.11、1.30 和 1.65 元。当前股价对应 PE 分别为 14.4、12.4 和 9.7 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；再生资源基金补贴发放继续延迟风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	7635	10546	12354	11905	17038	营业收入	6917	9358	15294	19304	23051
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	460	547	1188	1012	1606	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
非流动资产	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	营业利润	1202	1446	1855	2172	2779
无形资产	2589	4626	4954	5328	5803	营业外收入	99	68	68	68	68
其他非流动资产	10628	15025	15325	11121	8282	营业外支出	2	7	7	7	7
资产总计	22944	33316	45319	47031	53590	利润总额	1299	1508	1916	2233	2841
流动负债	11203	12020	21858	23157	29116	所得税	216	239	311	358	458
短期借款	1924	1570	6028	7891	9867	净利润	1084	1269	1606	1875	2382
应付账款	1785	3363	5512	5741	7647	少数股东损益	2	17	16	21	26
其他流动负债	7494	7087	10318	9525	11601	归属母公司净利润	1081	1251	1590	1854	2357
非流动负债	3369	6227	7196	6036	4599	EBITDA	1810	2265	2968	3995	5025
长期借款	3053	5414	6383	5224	3786	EPS(元)	0.76	0.87	1.11	1.30	1.65
其他非流动负债	316	813	813	813	813						
负债合计	14572	18246	29053	29193	33714	主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	144	252	267	288	314	成长能力					
股本	854	1022	1431	1431	1431	营业收入(%)	9.1	35.3	63.4	26.2	19.4
资本公积	2205	6593	6184	6184	6184	营业利润(%)	14.6	20.3	28.3	17.1	28.0
留存收益	4171	5210	6524	8023	9889	归属于母公司净利润(%)	16.2	15.7	27.1	16.6	27.1
归属母公司股东权益	8228	14817	15998	17549	19561	获利能力					
负债和股东权益	22944	33316	45319	47031	53590	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
						偿债能力					
						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
						营运能力					
						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
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.76	0.87	1.11	1.30	1.65
						每股经营现金流(最新摊薄)	2.01	1.79	1.53	2.87	2.79
						每股净资产(最新摊薄)	5.05	8.96	9.79	10.87	12.28
						估值比率					
						P/E	21.18	18.31	14.41	12.35	9.72
						P/B	3.17	1.79	1.64	1.47	1.30
						EV/EBITDA	14.37	11.7	12.2	9.2	7.3

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	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649
	手机：13811830164
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258
	手机：18221821684
	邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
深圳	史月琳 销售经理
	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/>