

启迪桑德 (000826)

投资评级：买入

报告日期：2018-08-08

股价走势：



金融环保组

联系人：杨易
0551-65161837
ivanyiyang@163.com

业务结构优化，环卫增长抢眼

事件：

公司近期公布了半年报：2018年上半年实现营收 93.58 亿元，同比增长 38.47%，实现归母净利润 6.07 亿元，同比增长 23.16%。

主要观点：

□ 业务结构持续优化，运营资产已成为公司营收主要贡献力量

公司上半年业务结构持续优化，环卫、固废处理、再生资源、污水处理等运营资产贡献营收比例进一步提高 5.99 个百分点至 52.74%，占总营收规模比例首次超过 50%，公司战略布局对业绩的贡献已开始显现。

环卫板块增速尤为迅猛，同比增长 101.89%，贡献营收占比同比增长 8.38 个百分点至 26.67%，占比规模再创新高。上半年中标运营合同 60 个合计年化合同额 13.56 亿元，上半年订单量已经超过去年全年总数。此外，公司环卫装备公司合加新能源上半年实现营收 3.56 亿元，完成 62 款整车新品的开发工作。随着我国环卫市场化提速，环卫专用设备有着广拓的市场前景。再生资源板块营收同比增长 23.27%，毛利率同比显著提高 6.75 个百分点至 26.67%，其主要原因是公司体量逐渐增大，终端规模效应逐渐显现，对下游议价能力进一步提升。

固废处置板块营收同比增长 93.50%，毛利率提升 7.22 个百分点至 12.51%，其主要原因是公司在建项目逐渐转为运营项目。上半年已投运或试运营项目 33 个，较去年年底垃圾焚烧项目增加 3 个，餐厨项目增加 2 个。随着公司投运项目日渐成熟，在建项目逐渐进入投运期（无形资产同比增长 79.07%），运营业绩贡献也将大幅增厚。

污水运营板块营收同比增长 19.06%，受到提标改造影响毛利率下滑 3.13 个百分点至 27.57%。公司目前污水处理规模近 200 万吨/日，收购浦华环保后可新增 69 万吨/日，进一步增厚污水运营板块业绩。

□ 工程板块毛利率下滑拖累净利，融资环境改善有望提振工业业绩

公司工程板块营收同比增长 26.81%，营收规模占比同比下降 2.5 个百分点至 27.22%。公司目前所承接的环境综合治理项目占比提升，导致工程占比增多，叠加人工及材料成本上升，致使毛利率同比减少 9.08 个百分点至 22.70%。今年上半年受到金融去杠杆的影响，环保行业整体面临融资难等问题，公司的财务费用支出同比增长 51%。面对外部环境的变化，公司坚持把项目的可融资性放在首位，上半年中标和签约项目 8 个合计 82 亿元。若下半年融资环境持续改善，工程板块有望再度发力。

□ 盈利预测与估值

公司上半年业务结构持续改善，运营类资产已经成为公司营收贡献主要来源，固废全产业链战略布局优势开始显现。公司正在实施以 22 元/股总额不超过 10 亿元回购股票，体现公司发展的信心。我们看好公司以环卫为切入口，借助互联网和云平台技术，实现固废产业链的万物互联。我们预计公司 2018-2020 年的 EPS 分别为 1.27 元、1.62 元、2.04 元，对应的 PE 分别为 12 倍、10 倍、8 倍，维持“买入”评级。

□ 风险提示

宏观政策风险；应收账款回款风险；项目拓展及投运不及预期。

盈利预测：单位：百万元

财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	9358	13203	17999	24650
收入同比 (%)	35%	41%	36%	37%
归属母公司净利润	1251	1812	2312	2925
净利润同比 (%)	16%	45%	28%	27%
毛利率 (%)	31.0%	30.3%	28.8%	27.6%
ROE (%)	8.4%	12.1%	13.6%	15.1%
每股收益	0.87	1.27	1.62	2.04
P/E	17.68	12.20	9.57	7.56
P/B	1.49	1.49	1.32	1.15
EV/EBITDA	16	8	6	4

资料来源：wind、华安证券研究所

附录：财务报表预测

资产负债表				利润表					
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	10,546	12,662	16,980	22,378	营业收入	9,358	13,203	17,999	24,650
现金	4,900	4,583	5,332	6,525	营业成本	6,462	9,207	12,821	17,835
应收账款	4,290	5,832	8,119	11,103	营业税金及附加	90	139	108	148
其他应收款	429	576	875	1,135	销售费用	156	242	339	458
预付账款	457	585	804	865	管理费用	829	1,286	1,806	2,548
存货	547	864	1,186	1,611	财务费用	437	242	237	221
其他流动资产	(76)	221	664	1,140	资产减值损失	14	0	0	0
非流动资产	22,769	22,464	23,818	25,588	公允价值变动收	0	1	(0)	(0)
长期投资	846	607	607	686	投资净收益	8	10	10	9
固定资产	2,272	2,128	1,984	1,841	营业利润	1,446	2,098	2,697	3,450
无形资产	4,626	4,318	4,030	3,761	营业外收入	68	76	81	75
其他非流动资产	15,025	15,411	17,197	19,300	营业外支出	7	3	4	5
资产总计	33,316	35,126	40,798	47,967	利润总额	1,508	2,171	2,775	3,520
流动负债	12,020	13,364	16,090	19,369	所得税	239	346	445	567
短期借款	1,570	1,544	1,515	1,479	净利润	1,269	1,824	2,330	2,953
应付账款	3,363	3,999	5,724	8,330	少数股东损益	17	12	17	28
其他流动负债	7,087	7,820	8,851	9,560	归属母公司净利润	1,251	1,812	2,312	2,925
非流动负债	6,227	6,682	7,618	8,978	EBITDA	2,210	2,792	3,366	4,083
长期借款	3,914	3,914	3,914	3,914	EPS (元)	0.87	1.27	1.62	2.04
其他非流动负债	2,313	2,768	3,703	5,063					
负债合计	18,246	20,046	23,707	28,347					
少数股东权益	252	264	281	309					
股本	1,022	1,431	1,431	1,431					
资本公积	6,593	6,593	6,593	6,593					
留存收益	5,210	6,793	8,786	11,287					
归属母公司股东权	14,817	14,816	16,809	19,311					
负债和股东权益	33,316	35,126	40,798	47,967					
现金流量表									
单位:百万元									
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E					
经营活动现金流	(451)	919	1,336	1,943					
净利润	1,269	1,812	2,312	2,925					
折旧摊销	452	452	432	413					
财务费用	457	242	237	221					
投资损失	(8)	(10)	(10)	(9)					
营运资金变动	(3,097)	(1,591)	(1,652)	(1,633)					
其他经营现金流	478	14	17	27					
投资活动现金流	(4,153)	248	10	(70)					
资本支出	0	0	0	0					
长期投资	(478)	239	0	(80)					
其他投资现金流	(3,675)	8	10	10					
筹资活动现金流	6,245	(73)	(589)	(682)					
短期借款	(354)	(26)	(30)	(36)					
长期借款	1,861	0	0	0					
普通股增加	168	409	0	0					
资本公积增加	4,388	0	0	0	P/E	17.7	12.2	9.6	7.6
其他筹资现金流	182	(456)	(560)	(647)	P/B	1.5	1.5	1.3	1.1
现金净增加额	1,641	1,093	757	1,191	EV/EBITDA	15.91	8.19	6.04	4.17

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。