

2018年Q3 营收仍较快增长, 盈利能力略有下滑

——启迪桑德(000826.SZ) 三季度报告点评

季报点评

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年第三季度报告》: 2018年Q1-Q3, 实现营收84.78亿元(同比+29.95%), 实现归母净利润8.48亿元(同比+2.07%)。

● 2018年Q3 营收仍较快增长, 盈利能力略有下滑:

2018年Q1-Q3, 实现营收84.78亿元(同比+29.95%), 实现归母净利润8.48亿元(同比+2.07%)。其中2018年Q3实现营业收入30.61亿元(同比+17.20%), 公司营业收入仍维持较快增速, 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。2018年Q1-Q3, 毛利率为31.04%, 净利率为10.43%, 盈利能力略有下滑。

● 三项期间费用增长较快, 期待进一步优化费用管控:

2018年Q3实现归母净利润2.41亿元(同比-28.70%), 净利润增速放缓主要系三项期间费用增加较多所致。2018年Q3, 公司营业成本、销售费用、管理费用、财务费用分别为22.22亿元、0.87亿元、2.55亿元、1.66亿元, 同比分别变动19.12%、155.07%、57.04%、44.09%, 三项期间费用增幅远高于Q3营收增速(17.20%), 拖累公司业绩, 期待公司进一步优化费用管控。

● 应收账款增速较快, 但经营风险较低:

2018年Q1-Q3, 公司销售商品提供劳务收到的现金为46.36亿元(占同期营收比例为54.68%), 经营活动现金净流量为-12.71亿元(而同期净利润为8.85亿元), 主要系应收账款增长较快所致。2018年Q3底, 公司账上货币资金为22.99亿元, 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:

鉴于期间费用增长较快, 调整公司2018-2020年净利润分别为13.13、16.07、20.01亿元, 对应EPS分别为0.92、1.12和1.40元。当前股价对应PE分别为11.7、9.6和7.7倍。公司全面布局“环卫设备/运营/固废处置/再生资源”产业链, 护城河宽, 有望成长为国内环卫业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。

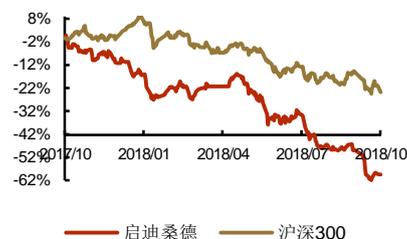
财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	6917	9,358	11,862	14,972	17,878
增长率(%)	9.1	35.3	26.8	26.2	19.4
净利润(百万元)	1081.4	1,251	1,313	1,607	2,001
增长率(%)	16.2	15.7	4.9	22.4	24.5
毛利率(%)	32.9	31.0	27.2	26.8	27.1
净利率(%)	15.6	13.4	11.1	10.7	11.2
ROE(%)	12.9	8.4	8.3	9.4	10.7
EPS(摊薄/元)	0.76	0.87	0.92	1.12	1.40
P/E(倍)	14.22	12.3	11.7	9.6	7.7
P/B(倍)	2.13	1.2	1.1	1.0	0.9

推荐(维持评级)

市场数据	时间 2018.10.29
收盘价(元):	10.69
一年最低/最高(元):	9.89/38.15
总股本(亿股):	14.31
总市值(亿元):	152.93
流通股本(亿股):	11.88
流通市值(亿元):	126.96
近3月换手率:	39.84%

股价一年走势



收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-16.68	-28.37	-38.04
绝对	-23.81	-38.62	-58.57

相关报告

《业绩持续高速增长, 盈利能力较强》
2018-08-05

《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

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
流动资产	7635	10546	8899	10500	12100	营业收入	6917	9358	11862	14972	17878
现金	3247	4900	1756	1671	1995	营业成本	4642	6462	8640	10955	13034
应收账款	2745	3860	4512	6056	6564	营业税金及附加	76	90	114	144	172
其他应收款	389	429	608	701	863	营业费用	117	156	197	249	297
预付账款	590	457	870	805	1195	管理费用	546	829	1013	1294	1539
存货	460	547	799	907	1122	财务费用	333	437	361	437	462
其他流动资产	204	353	354	360	361	资产减值损失	12	14	19	24	29
非流动资产	15309	22769	27210	28980	30203	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	9177	13762	16667	营业利润	1202	1446	1522	1875	2351
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	12225	9024	6856	营业外支出	2	7	7	7	7
资产总计	22944	33316	36109	39480	42302	利润总额	1299	1508	1583	1936	2412
流动负债	11203	12020	14086	17085	19395	所得税	216	239	257	310	389
短期借款	1924	1570	1570	2939	4217	净利润	1084	1269	1326	1625	2023
应付账款	1785	3363	3520	5208	5177	少数股东损益	2	17	13	18	22
其他流动负债	7494	7087	8996	8938	10001	归属母公司净利润	1081	1251	1313	1607	2001
非流动负债	3369	6227	6037	5088	3921	EBITDA	1810	2265	2409	3204	4014
长期借款	3053	5414	5224	4275	3109	EPS(元)	0.76	0.87	0.92	1.12	1.40
其他非流动负债	316	813	813	813	813						
负债合计	14572	18246	20123	22172	23316						
少数股东权益	144	252	265	283	305	主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
股本	854	1022	1431	1431	1431	成长能力					
资本公积	2205	6593	6184	6184	6184	营业收入(%)	9.1	35.3	26.8	26.2	19.4
留存收益	4171	5210	6295	7594	9179	营业利润(%)	14.6	20.3	5.2	23.2	25.4
归属母公司股东权益	8228	14817	15722	17025	18682	归属于母公司净利润(%)	16.2	15.7	4.9	22.4	24.5
负债和股东权益	22944	33316	36109	39480	42302	获利能力					
						毛利率(%)	32.9	31.0	27.2	26.8	27.1
						净利率(%)	15.6	13.4	11.1	10.7	11.2
						ROE(%)	12.9	8.4	8.3	9.4	10.7
						ROIC(%)	8.8	6.6	6.0	6.9	8.0
						偿债能力					
						资产负债率(%)	63.5	54.8	55.7	56.2	55.1
						净负债比率(%)	32.8	17.2	39.7	40.1	35.7
						流动比率	0.7	0.9	0.6	0.6	0.6
						速动比率	0.6	0.8	0.6	0.6	0.6
						营运能力					
						总资产周转率	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4
						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	0.92	1.12	1.40
						每股经营现金流(最新摊薄)	2.01	1.79	1.47	2.05	2.44
						每股净资产(最新摊薄)	5.05	8.96	9.60	10.51	11.67
						估值比率					
						P/E	14.22	12.29	11.71	9.57	7.68
						P/B	2.13	1.20	1.12	1.02	0.92
						EV/EBITDA	10.22	8.4	9.4	7.3	5.8

现金流量表(百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	-463	-451	2102	2937	3497
净利润	1084	1269	1326	1625	2023
折旧摊销	290	452	655	1026	1318
财务费用	333	437	361	437	462
投资损失	-12	-8	-3	-5	-6
营运资金变动	-2189	-2614	-236	-145	-301
其他经营现金流	31	15	-0	-0	0
投资活动现金流	-3661	-4153	-5093	-2790	-2535
资本支出	2809	3136	4432	1759	1212
长期投资	-187	-468	-8	-11	-11
其他投资现金流	-1039	-1485	-669	-1042	-1335
筹资活动现金流	4715	6245	-154	-1600	-1916
短期借款	1225	-354	0	0	0
长期借款	978	2361	-190	-949	(1166)
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	2364	-318	37	-651	-749
现金净增加额	597	1636	-3144	-1454	-954

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
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕苒琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258
	邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898
	邮箱：wulinman@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23楼2317室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>