

推荐（上调）

**启迪桑德（000826）深度报告**

风险评级：中风险

固废全产业链布局，雄厚股东背景助发展

2019年3月22日

**投资要点：**
**黄秀瑜**

SAC 执业证书编号：

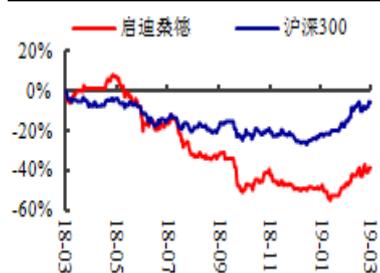
S0340512090001

电话：0769-22119455

邮箱：hxy3@dgzq.com.cn

**主要数据 2019年3月21日**

收盘价(元)	13.78
总市值(亿元)	197.13
总股本(亿股)	14.31
流通股本(亿股)	11.88
ROE(TTM)	8.36%
12月最高价(元)	22.08
12月最低价(元)	9.18

**股价走势**


资料来源：东莞证券研究所，Wind

**相关报告**

- 固废全产业链布局，雄厚股东背景助发展。**公司目前主营业务涉足固废处置、互联网环卫、再生资源回收利用、市政施工、环保装备及环卫专用车研发制造、水务等领域，环卫、再生资源、固废三足鼎立。2015年4月启迪科服成为第一大股东，清华控股变更为实际控制人，2017年8月定增完成后“清华系”的持股比例上升至34.74%。2019年3月公告，雄安集团和/或雄安新区管委会控股的基金与清华控股拟并列成为公司间接控股股东启迪控股的第一大股东。启迪桑德作为清华系的环保平台，清华系在环保技术、政府资源及资本方面均实力雄厚，再加上雄安新区管委会、雄安集团的支持，启迪桑德有望依靠雄厚的股东背景，在雄安新区生态环保建设领域获得较大的市场份额。
- 打造互联网环卫产业集群，环卫板块有望持续高速发展。**目前全国环卫市场化率大约在15%左右。随着政府采购服务的职能转变，环卫市场化是大势所趋。公司自2014年起进入环卫行业并发展迅速，构建的以互联网环卫运营为核心的环卫云平台建设成效渐显，环卫一体化订单快速增长。截至2018年上半年末，在手订单近500份，总合同额365.02亿元。随着环卫规模不断扩大，管理费用有所摊薄，净利润率有望逐步提升。环卫产业板块未来有望形成基层环卫运营、生活垃圾分类、再生资源回收、城乡最后一公里物流、环卫设施广告、园林绿化、路灯道路维护管理、社区服务、环境大数据服务等增值服务融为一体的互联网环卫产业集群。目前公司环卫市占率约10%，到2025年目标市占率要达到30%。
- 再生资源“易再生O2O+产业园”模式加强板块盈利。**再生资源板块实施“线上线下联动”战略：线下推进电废、报废汽车、危废、产业园区、深加工等实体产业发展，其中电子垃圾拆解是再生资源板块的核心业务，年资质拆解能力达2259万台，约占全国的25%，规模位居行业首位；线上不断优化易再生O2O平台，通过互联网方式解决物流和仓储环节，通过减少中间环节降低成本同时拉长产业链获得更多利润，板块盈利能力得以加强。
- 投资建议：上调至推荐评级。**预计2018-2020年EPS分别为0.90元、1.12元、1.44元，对应PE分别为15倍、12倍、10倍。2019年公司业绩增速有望回升，目前估值尚处于历史底部区域，上调至“推荐”评级。
- 风险提示。**市场竞争加剧导致毛利率下降，项目推进低于预期，业务拓展低于预期。

## 目 录

1.固废全产业链布局，雄厚股东背景助发展 .....	3
1.1 发展历程与主营业务 .....	3
1.2 背靠雄厚股东背景，有望继续做大做强 .....	4
1.3 经营业务与盈利状况 .....	5
2.打造互联网环卫产业群，环卫板块快速发展 .....	7
2.1 环卫市场化是大势所趋 .....	7
2.2 环卫运营规模迅速增长 .....	9
2.3 互联网+打造一体化环卫产业链 .....	10
2.4 跑马圈地布局全国范围环卫网络 .....	11
3.再生资源“易再生 O2O+产业园”模式加强板块盈利 .....	12
3.1 实施“线上线下联动”战略 .....	12
3.2 垃圾分类与再生资源利用“两网融合” .....	13
4.固废运营项目将逐步贡献业绩 .....	14
5.投资建议：上调至推荐评级 .....	14
6.风险提示 .....	15

## 插图目录

图 1：公司主要发展历程 .....	3
图 2：公司五大业务板块 .....	3
图 3：目前公司与实际控制人之间的产权结构图 .....	4
图 4：2018H1 收入结构 .....	5
图 5：2018H1 毛利结构 .....	5
图 6：各项业务毛利率水平 .....	6
图 7：营业收入增长 .....	6
图 8：净利润增长 .....	6
图 9：盈利能力指标 .....	7
图 10：现金流状况 .....	7
图 11：我国环卫行业发展进程 .....	7
图 12：全国城市道路清扫保洁面积 .....	8
图 13：全国生活垃圾清运量 .....	8
图 14：全国城市市容环境卫生治理投资总额 .....	8
图 15：全国市容环卫专用车辆设备数量 .....	9
图 16：公司环卫服务营业收入 .....	9
图 17：公司环卫生态系统 .....	11
图 18：公司环卫服务区域范围 .....	11
图 19：公司再生资源回收利用产业布局 .....	12
图 20：公司 PPP 订单情况 .....	14
图 21：启迪桑德 PE-Band .....	14

## 表格目录

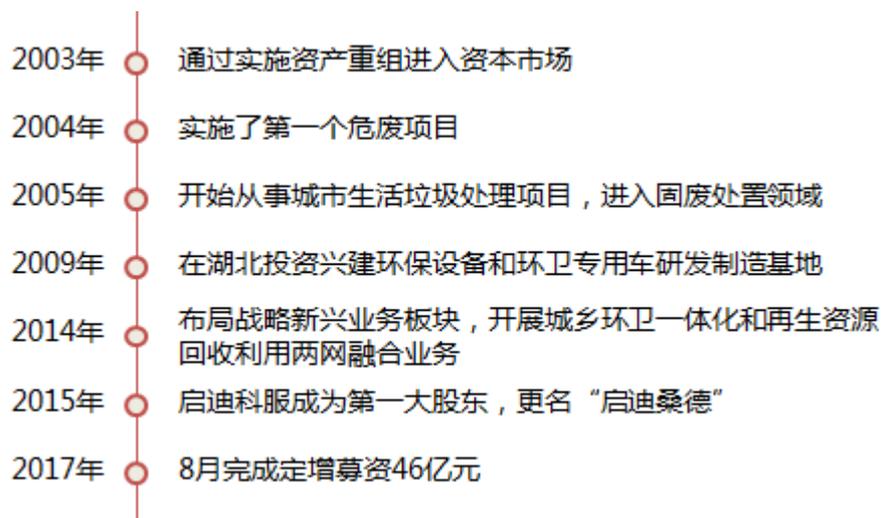
表 1：公司利润预测表 .....	16
-------------------	----

## 1. 固废全产业链布局，雄厚股东背景助发展

### 1.1 发展历程与主营业务

公司于 2003 年通过实施资产重组进入资本市场；2004 年实施了第一个危废项目；2005 年开始从事城市生活垃圾综合处理项目，进入固废处置领域；2009 年在湖北咸宁投资兴建占地 560 亩的大型环保设备和环卫专用车研发制造基地；2014 年以来布局战略新兴业务板块，开展城乡环卫一体化和再生资源回收利用两网融合业务，实施公司环保领域业务平台化管理；2015 年启迪科服（清华控股旗下企业）成为公司第一大股东，桑德集团成为第二大股东，更名为“启迪桑德”，成为清华控股旗下最大的环保上市公司；2017 年 8 月完成定增募资 46 亿元。

图 1：公司主要发展历程



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

公司目前主营业务涉足固废处置、互联网环卫、再生资源回收利用、市政施工、环保装备及环卫专用车研发制造、水务等领域，环卫、再生资源、固废处置三足鼎立。集投资、研发、咨询、设计、工程建设与系统集成、设备制造、运营维护于一体，拥有完善的产业链条，可以提供全面的“一站式”服务及环境整体解决方案。控参股桑德新环卫、桑德再生资源、桑德水务、湖北合加环境设备、桑顿新能源科技等 400 多家企业。

图 2：公司五大业务板块

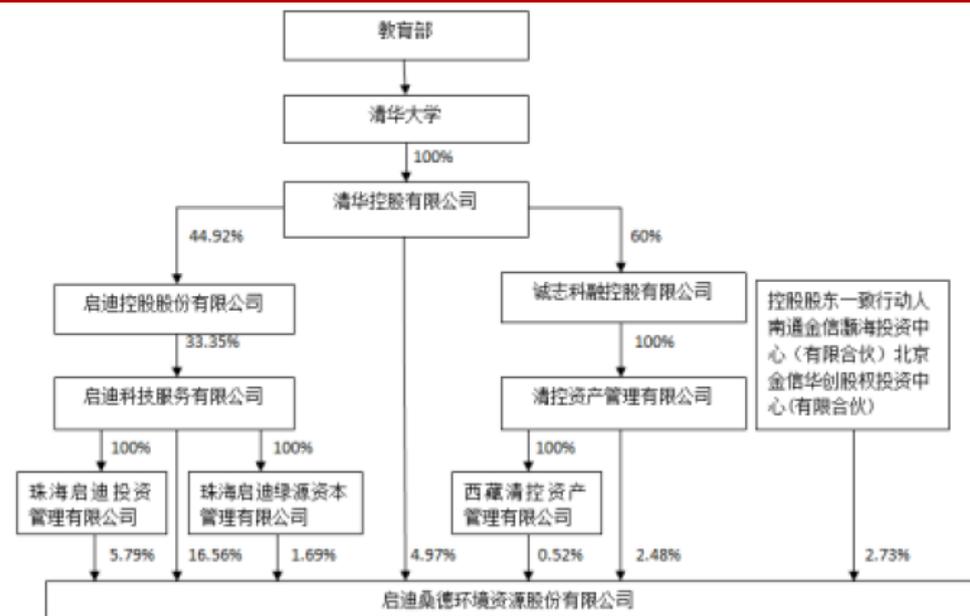


数据来源：公司公告，东莞证券研究所

### 1.2 背靠雄厚股东背景，有望继续做大做强

2015年4月，清华控股及其一致行动人启迪科服、清控资产、金信华创共斥资70亿元受让原大股东桑德集团持有的29.80%公司股权，转让价格为27.72元/股，启迪科服成为第一大股东，清华控股成为实际控制人。2017年8月公司成功实施定增募集资金46亿元，新增股份1.68亿元，约占发行后总股本的16%，发行价格为27.39元/股。定增后，“清华系”的持股比例上升至34.74%。

图3：目前公司与实际控制人之间的产权结构图



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

清华控股成立于2003年，是清华大学出资设立的国有独资有限责任公司，依托清华大学的科研实力与人才优势，是清华大学科技成果转化和产业化的重要平台。清华控股旗下产业涵盖科技产业（集成电路、能源环保、生命健康）、创新服务、科技金融、创意产业、在线教育五大产业群组。其中在能源环保领域，布局有核能、太阳能、洁净煤、污水处理、大气治理、固废处理等领域。

环保行业的投资规模较大、回款周期较长，因此融资能力是环保企业重要竞争力的体现之一。清华系入主后，公司拥有国资背景，使得其在与地方政府的合作中能够获得更高的信任度，有利于业务的拓展。同时，大股东除了能够为公司提供充足的资金保障外，也能够增强公司的融资能力。公司最新一期主体信用等级调整为 AA+，对今后进一步拓展融资渠道、降低融资成本具有显著意义。

公司未来亦有望利用现有平台整合清华系旗下环保领域的相关业务资产。2018 年 4 月公司收购大股东启迪科服旗下浦华环保 100% 股权，正是公司整合清华系旗下环保资产的一个体现。浦华环保的主营业务为市政污水处理，资产注入后，公司市政污水处理将由目前的 180 万吨/日上升至 250 万吨/日，进一步扩大水务业务规模。标的公司承诺 2018 年-2020 年扣非后净利润分别不低于 7500 万元、8650 万元、10000 万元，约能增厚公司 5% 的净利润。

**雄安集团与清华控股拟并列成为间接控股股东的最大股东。**2019 年 3 月 21 日，公司公告称，间接控股股东启迪控股与雄安新区管委会、雄安集团、清华大学、清华控股五方签署《合作框架协议》，雄安集团和/或雄安新区管委会控股的基金与清华控股并列成为启迪控股最大股东。合作方式包括但不限于雄安集团和/或雄安新区管委会控股的基金受让清华控股所持有启迪控股的部分股份、雄安集团和/或雄安新区管委会控股的基金以现金和/或其他非货币资产等方式向启迪控股增资等。目前清华控股持有启迪控股约 45% 的股份。

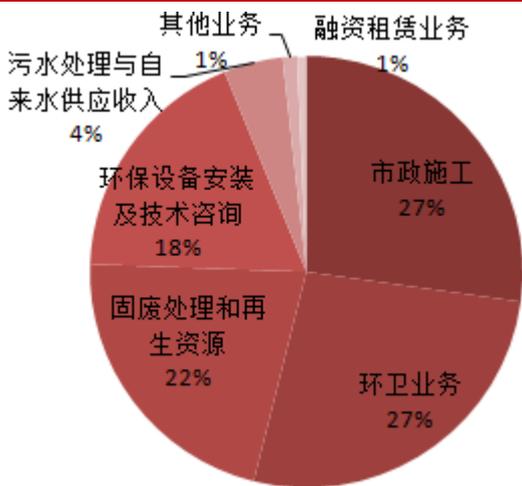
启迪控股将积极参与雄安新区的科技创新中心、科技园区、科技创新网络、科技创新服务体系等的建设，全力支持雄安新区打造科技成果转化与企业孵化平台。雄安新区管委会、雄安集团则将对启迪控股在雄安新区的各项建设工作给予支持。启迪桑德作为清华系的环保平台，清华系在环保技术、政府资源及资本方面均实力雄厚，再加上雄安新区管委会、雄安集团的支持，启迪桑德有望依靠雄厚的股东背景，在雄安新区生态环保建设领域获得较大的市场份额。

### 1.3 经营业务与盈利状况

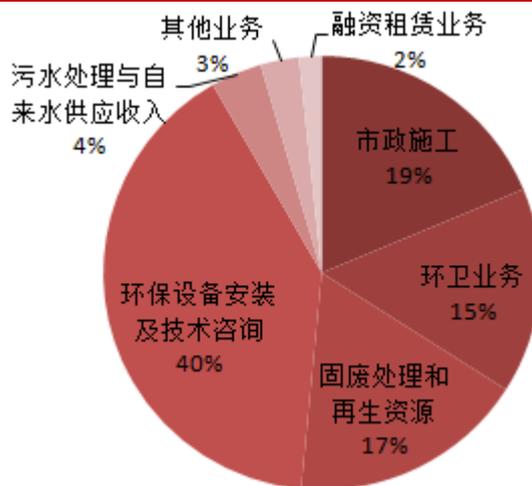
公司主营业务板块包括：市政施工、环卫、环保设备制造、固废处理和再生资源回收利用，四大板块合计的收入和毛利占比均超九成。

图 4：2018H1 收入结构

图 5：2018H1 毛利结构



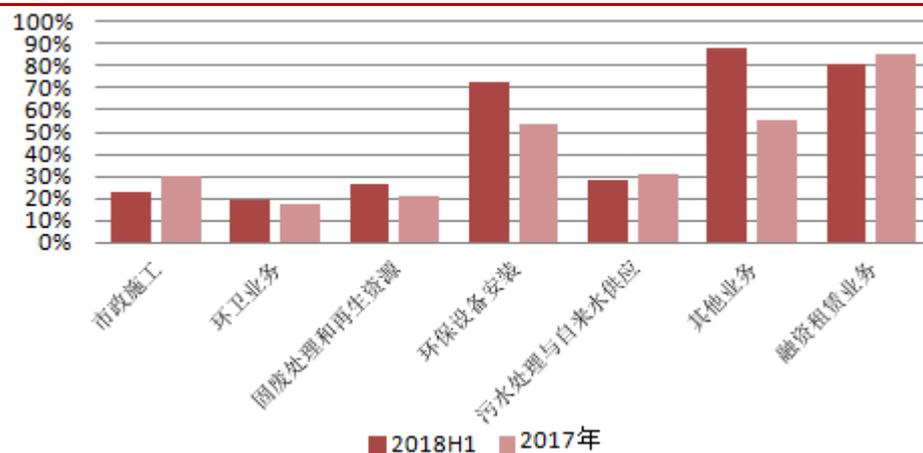
数据来源：公司公告，东莞证券研究所



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

公司重点业务中，环保设备安装及技术咨询业务的毛利率较高，市政施工、固废处理和再生资源业务的毛利率在 25% 左右，环卫业务的毛利率约 20%。

图 6：各项业务毛利率水平



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

公司营业收入和净利润实现持续增长，2015-2017 年净利润保持约 15% 的增速，但 2018 年前三季度净利润增速明显下滑，主要是第 3 季度大额计提坏账准备，净利润同比下降近 30%。

图 7：营业收入增长

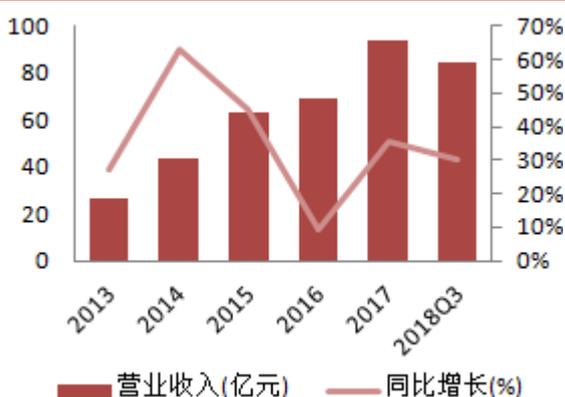
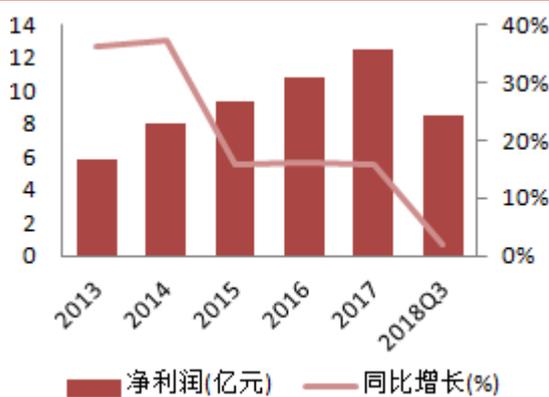


图 8：净利润增长

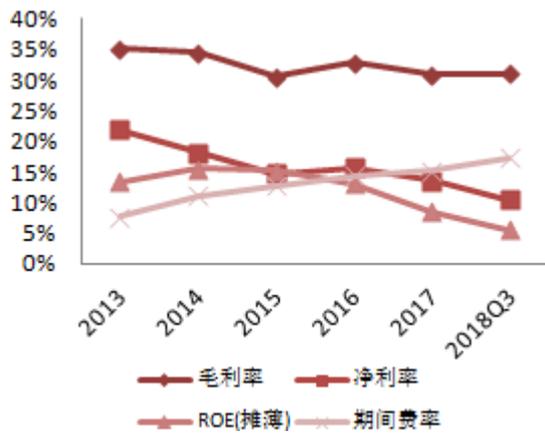


数据来源: Wind, 东莞证券研究所

数据来源: Wind, 东莞证券研究所

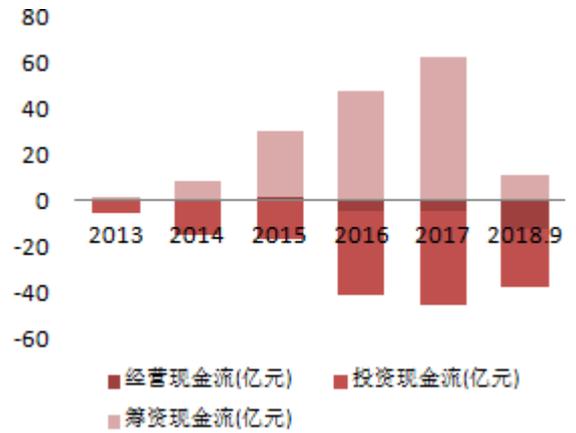
公司的毛利率较稳定, 保持约 30%, 但净利率和 ROE 呈下降趋势, 主要是随着业务规模持续扩大, 期间费用率呈上升趋势。自 2015 年, 公司的投资现金流和筹资现金流增长较快, 2018 年在金融去杠杆和信用紧缩背景下, 现金流出现恶化。

图 9: 盈利能力指标



数据来源: 公司公告, 东莞证券研究所

图 10: 现金流状况



数据来源: 公司公告, 东莞证券研究所

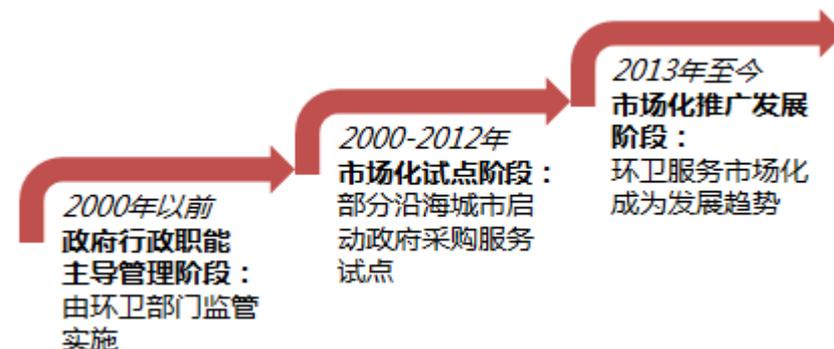
## 2. 打造互联网环卫产业群, 环卫板块快速发展

### 2.1 环卫市场化是大势所趋

目前我国市政环卫行业呈现“小而散”的特点, 全国环卫市场化率大约在 15% 左右。环卫市场化程度各地差异较大, 环卫市场化率南方高于北方, 一线城市高于二三线城市。

随着城市化进程的加快, 城市建成区面积不断扩大, 政府财政在城市环境卫生方面的投入逐年增加, 同时, 随着政府采购服务的职能转变, 环卫作业市场化率也呈逐年上升趋势。虽然目前大部分还在政府体制内运营, 但已呈现将市政环卫服务商业化运营的发展趋势, 市政环卫领域市场空间较大。

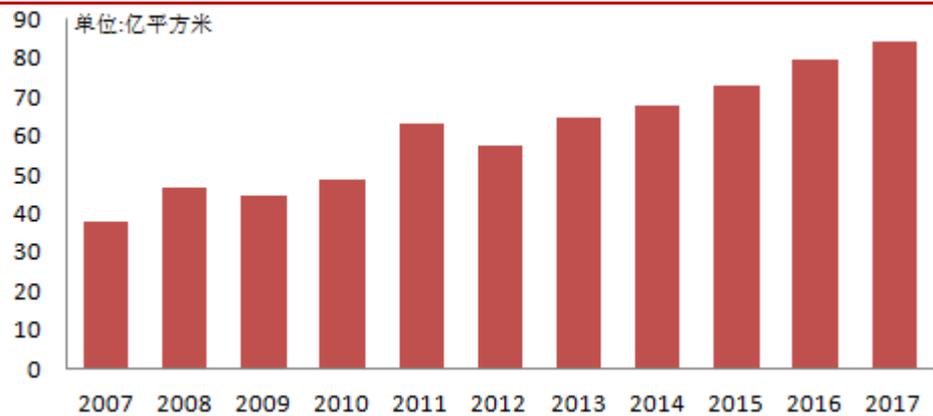
图 11: 我国环卫行业发展进程



数据来源: 公司公告, 东莞证券研究所

根据国家统计局统计数据, 全国城市道路清扫保洁面积从 2007 年的 37.94 亿平方米增长至 2017 年的 84.20 亿平方米, 复合增长率约 8.3%。

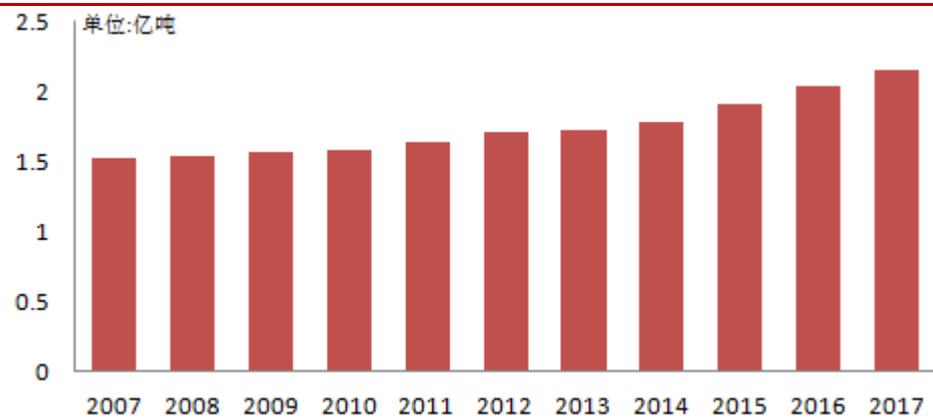
图 12：全国城市道路清扫保洁面积



数据来源：国家统计局，东莞证券研究所

全国生活垃圾清运量从 2007 年的 1.52 亿吨增长至 2017 年的 2.15 亿吨，复合增长率约 3.53%。随着城镇化率的不断提高，未来 5 年道路清扫保洁面积增速有望保持在 5%左右，生活垃圾清运量继续平稳增长。

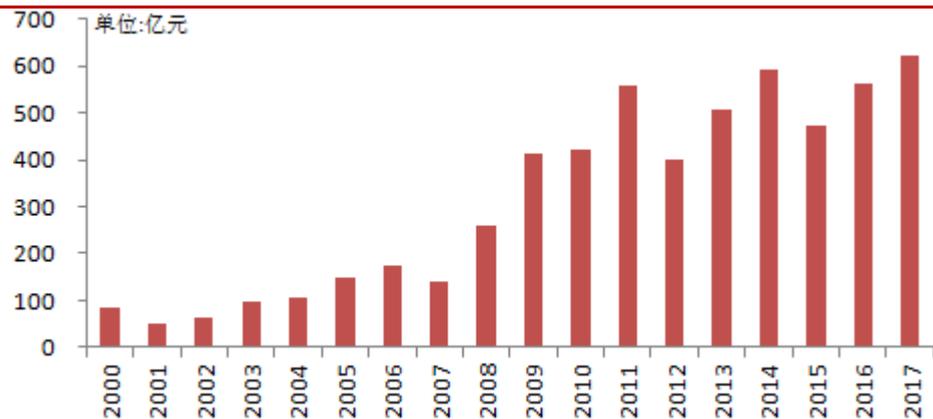
图 13：全国生活垃圾清运量



数据来源：国家统计局，东莞证券研究所

近几年，全国城市市容环境卫生治理投资总额较以往年份有了明显的提升，2017 年达到 623 亿元。

图 14：全国城市市容环境卫生治理投资总额

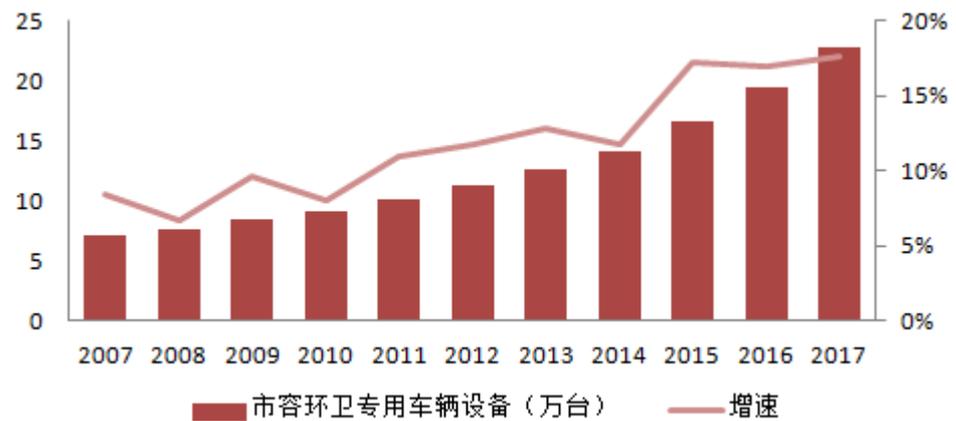


数据来源：Wind，东莞证券研究所

全国市容环卫专用车辆从 2007 年的 7.16 万台增长至 2017 年的 22.8 万台，复合增长率

约 12.3%，年增速呈上升趋势。随着我国环卫服务业市场化进程加速推进，环卫清扫机械化率的持续提升，公司环卫专用车销售市场广阔。

图 15：全国市容环卫专用车辆设备数量



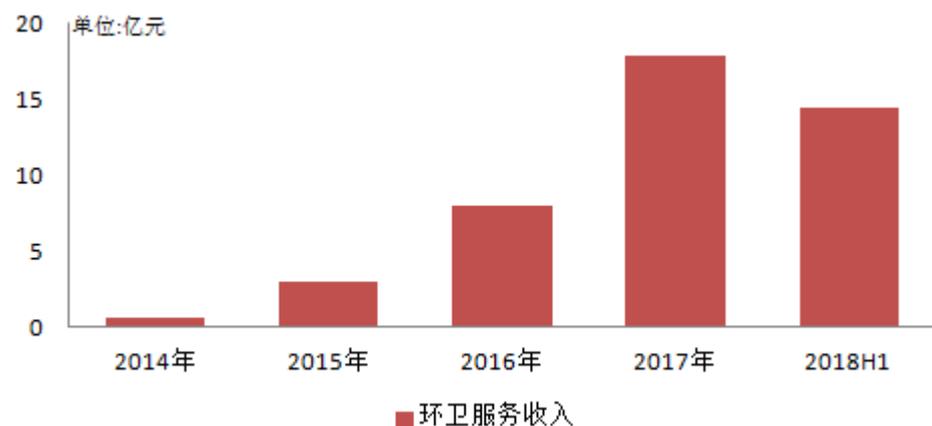
数据来源：Wind，东莞证券研究所

**垃圾分类进一步推进环卫市场化。**2017 年 3 月，国家发改委、住建部共同发布了《生活垃圾分类制度实施方案》。《方案》要求，到 2020 年底基本建立垃圾分类相关法律法规和标准体系，形成可复制、可推广的生活垃圾分类模式，在 46 个城市先行试点生活垃圾分类强制分类，在实施生活垃圾分类强制分类的城市，生活垃圾回收利用率达到 35%以上。2017 年 6 月，住建部下发《关于开展第一批农村生活垃圾分类和资源化利用示范工作的通知》，公布了 100 个农村生活垃圾分类试点县区。这两个文件的出台，为环卫市场化的进一步推进注入新的推进剂。

## 2.2 环卫运营规模迅速增长

公司自 2014 年起进入环卫行业并发展迅速。2014 年至 2018 年上半年公司环卫服务收入分别为 0.55 亿元、2.96 亿元、7.93 亿元、17.88 亿元、14.45 亿元。公司环卫服务板块实现的收入已在行业名列前茅，仅次于北京环卫集团。

图 16：公司环卫服务营业收入



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

顺应城乡环卫一体化发展趋势，城乡环卫一体化业务已是公司目前着重发展的领域。自

业务开展以来，环卫一体化订单快速增长。截至 2018 年上半年末，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 6.45 亿平方米，垃圾收集转运 1.90 万吨/日。

公司 2017 年环卫项目运营部分的净利润率接近 5%，随着环卫规模不断扩大，管理费用有所摊薄，净利润率有望逐步提升至 5%-8%，该板块的盈利能力有望逐步提升。

### 2.3 互联网+打造一体化环卫产业链

公司全资子公司北京桑德新环卫是实施城乡环卫一体化业务的平台公司。环卫产业板块以传统环卫服务为依托，投资建设特定区域市政环卫项目、城市生活垃圾经营性清扫、收集、运输和建设垃圾中转站等，利用物联网、大数据以及云计算等相关科技手段，构建了以互联网环卫运营为核心的环卫云平台，建立集中的环卫监控系统，通过各种类型的传感设备连接环卫作业过程中所涉及的人员、车辆、设施等，实现智能化采集，并将采集的各类数据汇聚于云计算中心，借助人工智能分析，挖掘数据新价值，从而实现全过程的实时监管与数据共享，大大提高环卫运营管理效率，同时大大降低运营成本、使环卫监管透明化，并形成信息互联互通的物联网。



环卫云平台于 2015 年 7 月投入使用，陆续在全国范围内 400 多个项目中发挥作用，管理超 7 万一线环卫工人、6000 多台大型环卫设备。

未来有望形成基层环卫运营、生活垃圾分类、再生资源回收、城乡最后一公里物流、环卫设施广告、园林绿化、路灯道路维护管理、社区服务、环境大数据服务等增值服务融

为一体的互联网环卫产业群。

图 17：公司环卫生态系统



数据来源：公司官网，东莞证券研究所

## 2.4 跑马圈地布局全国范围环卫网络

随着近年来 PPP 模式在环保领域的推广，大型环卫项目多采用 PPP 模式，运营期限长达 15-30 年，行业处于跑马圈地的阶段，也为公司进行产业布局的关键时间点，把握先发优势尽快布局覆盖全国主要县市的市政环卫运营网络至关重要。2016 年以来，公司环卫运营规模迅速增长。目前环卫项目已遍布：广东、湖南、安徽、湖北、江苏、山东、山西、河北、河南、辽宁、吉林、新疆、内蒙古、江西、云南、重庆等 16 个省级行政单位。根据公司中长期规划，未来总体规划的环卫一体化平台网络将形成 600-800 个基础环卫运营点，形成覆盖全国主要市、县城乡一体化环卫服务平台。目前公司环卫市场占有率约 10%，到 2025 年，目标市占率要达到 30%，运营总额超过 1000 亿元。

图 18：公司环卫服务区域范围



数据来源：公司官网，东莞证券研究所

### 3.再生资源“易再生 O2O+产业园”模式加强板块盈利

#### 3.1 实施“线上线下联动”战略

公司再生资源板块已确立“一体两翼六大领域”的发展战略：以再生资源项目的投资与运营为主体，以线下多元实体产业和线上易再生 O2O 平台为两翼，实施“线上线下联动”协同发展战略，在六大领域谋篇布局。

实体产业涉及电子垃圾处置、报废汽车拆解及再制造、危废处置、产业园区运营、废塑料深加工、废轮胎深加工等，形成覆盖回收、初加工和深加工全产业链的格局。前两年公司通过收购、兼并具有资质的再生资源回收企业，大幅提升公司废旧家电、电子产品拆解能力。其中电子垃圾拆解是再生资源板块的核心业务，旗下电子垃圾处置企业 11 家，年资质拆解能力达到 2259 万台，约占全国的 25%，规模位居行业首位。目前运营项目 15 个，在建项目 6 个。

图 19：公司再生资源回收利用产业布局



数据来源：公司官网，东莞证券研究所

线上不断优化易再生 O2O 平台，“易再生”网站于 2015 年 6 月上线，交易平台、报价平台、资讯平台实现对外开放，平台每天访问量 10 万人次，每月交易额 6 亿元。平台在创新产业交易模式的同时，也可为企业提供金融、物流等多种增值服务。

公司依托易再生 O2O 平台和产业公社业务，挖掘“虚拟园区+产业集群”模式优势，整合再生资源行业资源，面向全行业、全品类、全产业链开展业务。通过互联网方式解决物流和仓储环节，通过减少中间环节降低不必要的成本同时拉长产业链获得更多的利润，板块盈利能力得以加强。



### 3.2 垃圾分类与再生资源利用“两网融合”

目前居民垃圾中的再生资源通常经过“流动回收人员——回收商——集散地货场”等较长的回收链条到达处置利用企业，中间环节较多，回收成本较高。

公司的再生资源业务目前主要是家电拆解，主要还是依靠第三方渠道。但建设环卫一体化运营平台可提升公司在再生资源回收领域的渠道覆盖，有利于建立完善的再生资源回收网络，以环卫市场为入口保障公司下游生产企业的原料供应。公司是全国最先践行生活垃圾分类与再生资源利用“两网融合”的企业之一。公司的“好嘞亭”模式已成为推动社区垃圾分类和再生资源回收的平台。安徽省蚌埠市项目试点已经成型，好嘞社区在蚌埠市已有 87 个社区在开展生活垃圾分类及物流、物业、快递、广告、社区服务等工作，并陆续将“好嘞亭”模式推广至安徽、山东、浙江等其他省市的近 20 个环卫项目。公司计划到 2020 年服务 5 个一线城市、30 个二线城市、100 个三四线城市。

试点垃圾分类模式：



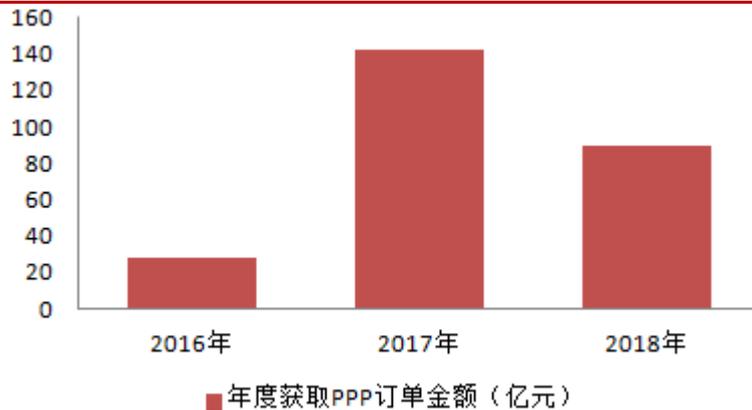
#### 4. 固废运营项目将逐步贡献业绩

公司的固废处理业务包括：生活垃圾焚烧发电、餐厨垃圾处理、生活垃圾填埋、医废处置、危废处置、生物质利用及固废领域的 PPP 项目。

生活垃圾焚烧发电项目的处理规模总量占比、项目在建和运营数量是最大的，目前处理规模约 2.3 万吨/日。截至 2018 年上半年末，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。公司从 2016 年开始布局 PPP 项目，2017 年下半年开始 PPP 项目施工，在建项目近 10 个。目前固废 BOT 及 PPP 项目主要在前端土建阶段，预计 2019 年以后，运营项目会逐步贡献业绩。

2017 年 7 月财政部、环保部等四部委联合发布《关于政府参与的污水、垃圾处理项目全面实施 PPP 模式的通知》，提出对政府参与的污水处理、垃圾处理项目全面实施 PPP 模式。在国家大力推广 PPP 模式的背景下，启迪桑德凭借大股东的国资背景、政府资源和融资优势也开始积极拓展 PPP 项目。但 2018 年在金融去杠杆、信用紧缩背景下，环保企业普遍遭遇融资贵融资难问题，公司也适时收紧 PPP 规模，2016-2018 年分别获取 PPP 订单 28 亿元、142 亿元、90 亿元。

图 20：公司 PPP 订单情况



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

#### 5. 投资建议：上调至推荐评级

预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.90 元、1.12 元、1.44 元，对应 PE 分别为 15 倍、12 倍、10 倍。2019 年公司业绩增速有望回升，目前估值尚处于历史底部区域，上调至“推荐”的投资评级。

图 21：启迪桑德 PE-Band



数据来源: Wind, 东莞证券研究所

## 6.风险提示

市场竞争加剧导致毛利率下降。

项目推进低于预期。

业务拓展低于预期。

表 1: 公司利润预测表

利润表:					现金流量表:				
科目(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	科目(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业总收入	9,358.3	12,655.5	16,185.5	20,528.9	净利润	1,201.41	1,304.66	1,626.90	2,081.20
营业成本	6,461.82	8,960.5	11,692.4	15,074.2	折旧与摊销	465.48	754.35	1,120.80	1,201.46
营业税金及附加	89.99	126.56	161.86	205.29	财务支出	456.73	582.61	648.17	671.39
销售费用	155.70	253.11	323.71	410.58	投资损失	-8.50	-10.00	-10.00	-10.00
管理费用	828.92	1,139.00	1,375.77	1,642.31	净营运资本变动	-2,632.86	-262.37	-77.91	-78.50
财务费用	436.87	582.61	648.17	671.39	经营性现金流	-450.53	2,369.26	3,307.96	3,865.55
资产减值损失	14.36	101.24	105.21	102.64	资本支出	-4,437.85	1,182.87	1,186.12	1,292.19
其他经营收益	8.50	10.00	10.00	10.00	其它投资	284.57	10.00	10.00	10.00
营业利润	1,379.22	1,502.47	1,888.38	2,432.46	投资性现金流	-4,153.28	1,192.87	1,196.12	1,302.19
利润总额	1,440.32	1,562.47	1,948.38	2,492.46	股权融资	5,595.65	0.00	0.00	0.00
减 所得税	238.91	257.81	321.48	411.26	债券融资	9,560.80	843.50	470.18	387.18
净利润	1,201.41	1,304.66	1,626.90	2,081.20	股利分配及其它	-715.42	-1,172.17	-1,383.34	-1,611.86
减 少数股东损益	17.47	15.62	19.48	24.92	筹资性现金流	14,441.0	-328.68	-913.16	-1,224.67
归母公司净利润	1,251.15	1,289.04	1,607.42	2,056.28	货币资金变动	9,837.22	3,233.45	3,590.92	3,943.07
资产负债表:					主要财务比率:				
科目(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	科目(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	4,899.76	8,133.21	11,724.1	15,667.2	成长能力 (YOY)				
应收账款	3,860.47	5,062.20	6,474.22	8,211.56	营业收入	35.30%	35.23%	27.89%	26.83%
预付账款	456.81	627.24	818.47	1,055.20	营业利润	14.75%	8.94%	25.69%	28.81%
存货	546.87	944.75	1,210.84	1,532.38	归母公司净利润	15.70%	3.03%	24.70%	27.92%
其它	782.52	933.76	1,095.69	1,294.92	盈利能力				
流动资产合计	10,546.4	15,701.1	21,323.3	27,761.2	销售毛利率	30.95%	29.20%	27.76%	26.57%
长期股权投资	845.65	845.65	845.65	845.65	销售净利率	13.37%	10.19%	9.93%	10.02%
固定资产合计	2,272.30	6,491.44	7,714.78	7,282.00	ROE	9.57%	9.35%	10.95%	12.99%
长期待摊费用	146.46	49.73	16.89	5.73	ROIC	10.38%	7.59%	8.48%	9.64%
其它	19,504.6	13,445.0	9,947.63	7,897.91	偿债能力				
非流动资产合计	22,769.0	20,831.8	18,524.9	16,031.2	资产负债率	54.23%	56.30%	57.70%	58.91%
资产总计	33,315.5	36,533.0	39,848.2	43,792.5	流动比率	0.88	1.12	1.33	1.50
短期借款	1,570.00	1,898.33	1,942.27	2,052.89	速动比率	0.83	1.05	1.26	1.42
应付账款	3,362.92	4,480.26	5,846.23	7,537.11	营运能力 (次)				
预收款项	137.69	190.94	249.15	321.21	资产周转率	0.33	0.36	0.42	0.49
其它	6,949.02	7,437.34	7,966.53	8,619.92	存货周转率	12.84	12.01	10.85	10.99
流动负债合计	12,019.6	14,006.8	16,004.1	18,531.1	应收账款周转率	2.83	2.84	2.81	2.80
长期借款	3,914.26	4,429.43	4,855.67	5,132.22	每股指标 (元)				
其它	-647.68	1,617.56	1,706.49	1,856.17	每股收益	0.87	0.90	1.12	1.44
非流动负债合计	3,266.58	6,046.99	6,562.16	6,988.39	每股经营现金流	-31.49	165.62	231.23	270.21
负债合计	18,066.6	20,569.0	22,992.5	25,796.0	每股净资产	12.55	9.64	10.26	11.06
实收资本	1,021.84	1,021.84	1,021.84	1,021.84	每股股利	0.40	0.41	0.51	0.66
资本公积	6,592.81	6,592.81	6,592.81	6,592.81	估值指标 (倍)				
留存收益及其它	5,461.46	6,176.56	7,068.29	8,209.02	PE	15.76	15.29	12.26	9.59
所有者权益合计	13,076.1	13,791.2	14,682.9	15,823.6	PB	1.10	1.43	1.34	1.25
负债和权益总计	31,142.7	34,360.2	37,675.5	41,619.7	EV/EBITDA	9.65	7.53	5.88	5.02

数据来源: Wind, 东莞证券研究所

**东莞证券研究报告评级体系：**

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

**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或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn