

## 启迪桑德 (000826)

公司研究/点评报告

# 雄安系入主完成接替，2019 有望迎来高质量发展

点评报告/环保与公用事业

2019 年 4 月 24 日

### 一、事件概述

公司近期发布 2018 年报，实现营收 109.93 亿元，同比+17.48%，归母净利润 6.43 亿元，同比-48.53%。同时公司公告拟变更公司名称为启迪环境。

### 二、分析与判断

#### ➤ 清理整顿致 2018 年业绩下滑，环卫及再生业务仍是亮点

2018 年收入增速平稳，但归母净利润大幅下滑，主要系受融资环境收紧影响，市政工程毛利率有所下滑，同时财务费用同比增加近 2 亿元，导致整体费用率有所提升，同时考虑到应收账款坏账问题，计提资产减值比上年同期增加 2.5 亿元。分业务看，公司大力推进的环卫和再生业务仍具亮点，其中环卫服务业务迎来较大增长，增速近 89%，同时毛利率提升 2.13 个百分点至 19.21%。再生业务营收较去年同期增长 15.06%，毛利率 15.06%，同比+7.37%。

#### ➤ 管理团队完成接替，2019 年有望迎来“品质提升年”

公司同期公告董事长及总经理任免情况，新管理团队来自公司实控人启迪系，有望带领公司更好地与大股东开展合作。另外公司 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并列成为启迪控股第一大股东，未来有望在雄安新区的生态环保建设过程中获得较大市场份额。2019 年公司将重点推进已签约项目开工建设、提升已运营项目收入水平，积极推进水务、环卫、固废（含危废、医废）、再生资源利用与回收、环保设备环卫车辆制造协同推进，提升生态产业链的附加价值。

#### ➤ 看好互联网环卫+易再生 O2O 模式

2018 年，公司共有 19 个项目公司从事废弃物拆解业务，报废汽车拆解总量达到 32000 台，年度电废拆解量约为 1231 万台。我们预计今年将出台再生资源相关政策，包括增值税有望下调、废弃电器电子产品的运输可能会获得一定运费补贴。若相关政策出台对行业领军企业有望带来较大业务推动，看好易再生 O2O 平台，启迪桑德“互联网+”资源回收新模式新业态值得期待。

### 三、投资建议

看好公司在环卫装备和再生领域的领军地位，管理层变更后公司发展值得期待，预计公司 2019~2021 年 EPS 为 0.63/0.74/0.79，对应当前股价 PE 23/19/18x。公司目前 PB 仅 1.48x，位于历史 5% 分位数以下，后续存在较大修复空间，首次覆盖，给予“推荐”评级。

### 四、风险提示：

1、在手项目落地不及预期；2、融资环境未改善。

#### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	10,994	14,292	15,721	17,294
增长率（%）	17.5%	30.0%	10.0%	10.0%
归属母公司股东净利润（百万元）	644	902	1,064	1,132
增长率（%）	-48.5%	40.1%	17.9%	6.4%
每股收益（元）	0.38	0.63	0.74	0.79
PE（现价）	37.5	22.7	19.2	18.1
PB	1.4	1.3	1.2	1.1

资料来源：公司公告、民生证券研究院

**推荐**

首次评级

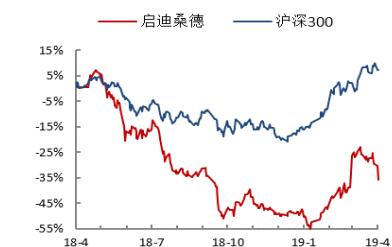
**当前价格：** 14.3

#### 交易数据

2019-4-23

近 12 个月最高/最低(元)	21.21/9.2
总股本（百万股）	1430.58
流通股本（百万股）	1185.66
流通股比例（%）	83%
总市值（亿元）	204.57
流通市值（亿元）	169.55

#### 该股与沪深 300 走势比较



资料来源：WIND，民生证券研究院

#### 分析师：黄彤

执业证号：S0100513080003

电话：021-60876721

邮箱：huangtong@mszq.com

#### 研究助理：杨任重

执业证号：S0100118070006

电话：021-60876723

邮箱：yangrenzhong@mszq.co

#### 相关研究

**公司财务报表数据预测汇总**

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业总收入</b>	10,994	14,292	15,721	17,294
营业成本	7,950	10,290	11,162	12,278
营业税金及附加	92	120	132	145
销售费用	258	335	369	406
管理费用	1,089	1,701	1,871	2,058
EBIT	1,605	1,846	2,188	2,407
财务费用	630	670	800	930
资产减值损失	265	11	11	11
投资收益	17	17	17	17
<b>营业利润</b>	813	1,182	1,394	1,483
营业外收支	19	0	0	0
<b>利润总额</b>	831	1,182	1,394	1,483
所得税	142	202	238	253
<b>净利润</b>	689	980	1,156	1,230
<b>归属于母公司净利润</b>	644	902	1,064	1,132
<b>EBITDA</b>	2,341	2,681	3,149	3,489
<hr/>				
资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	2390	2313	2897	3786
应收账款及票据	6175	8075	8882	9770
预付款项	432	559	607	667
存货	636	765	830	913
其他流动资产	1082	1082	1082	1082
<b>流动资产合计</b>	11108	13329	14886	16866
长期股权投资	870	870	870	870
固定资产	3121	3121	3121	3121
无形资产	8086	11054	13896	16618
<b>非流动资产合计</b>	28845	31220	33707	36073
<b>资产合计</b>	39953	44549	48593	52939
短期借款	3114	3114	3114	3114
应付账款及票据	6183	7014	7608	8369
其他流动负债	3153	3153	3153	3153
<b>流动负债合计</b>	15751	17366	18255	19371
长期借款	5510	7510	9510	11510
其他长期负债	3287	3287	3287	3287
<b>非流动负债合计</b>	8797	10797	12797	14797
<b>负债合计</b>	24547	28163	31051	34167
股本	1431	1431	1431	1431
少数股东权益	450	528	620	718
<b>股东权益合计</b>	15406	16386	17542	18772
<b>负债和股东权益合计</b>	39953	44549	48593	52939

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	17.5%	30.0%	10.0%	10.0%
EBIT 增长率	-11.9%	15.0%	18.5%	10.0%
净利润增长率	-48.5%	40.1%	17.9%	6.4%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	27.7%	28.0%	29.0%	29.0%
净利润率	5.9%	6.3%	6.8%	6.5%
总资产收益率 ROA	1.6%	2.0%	2.2%	2.1%
净资产收益率 ROE	4.3%	5.7%	6.3%	6.3%
<b>偿债能力</b>				
流动比率	0.7	0.8	0.8	0.9
速动比率	0.7	0.7	0.8	0.8
现金比率	0.2	0.1	0.2	0.2
资产负债率	0.6	0.6	0.6	0.6
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	163.5	200.0	200.0	200.0
存货周转天数	27.1	27.1	27.1	27.1
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.4	0.6	0.7	0.8
每股净资产	10.5	11.1	11.8	12.6
每股经营现金流	(0.5)	1.3	2.0	2.3
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>估值分析</b>				
PE	37.5	22.7	19.2	18.1
PB	1.4	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	12.2	11.4	10.2	9.5
股息收益率	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>现金流量表 (百万元)</b>				
净利润	689	980	1,156	1,230
折旧和摊销	1,001	846	972	1,093
营运资金变动	(3,007)	(683)	(85)	25
<b>经营活动现金流</b>	(743)	1,797	2,826	3,261
资本开支	1,701	3,221	3,459	3,459
投资	(254)	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	(2,278)	(3,204)	(3,442)	(3,442)
股权募资	115	0	0	0
债务募资	994	2,000	2,000	2,000
<b>筹资活动现金流</b>	587	1,330	1,200	1,070
<b>现金净流量</b>	(2,434)	(77)	585	889

## 分析师与研究助理简介

**黄彤**，复旦大学金融学硕士。2011年进入证券行业，一直从事电力设备、新能源、环保等大能源方向的行业研究，现于民生证券研究院负责公用事业、环保方向研究。

**杨任重**：香港理工大学精算与投资科学硕士，2018年加入民生证券，从事环保及公用事业方向研究。

## 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上

行业评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投資目标、財務状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。