

业务结构优化调整，环卫业务高歌猛进

买入（维持）

2018年08月06日

证券分析师 袁理

执业证号：S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

研究助理 刘博

021-60199793

liub@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	9,358	14,524	20,242	28,532
同比（%）	35.3%	55.2%	39.4%	41.0%
净利润（百万元）	1,251	1,695	2,200	2,858
同比（%）	15.7%	35.4%	29.8%	29.9%
每股收益（元/股）	0.87	1.18	1.54	2.00
P/E（倍）	18.40	13.57	10.40	8.01

投资要点

■ **事件：**公司发布半年度报告，2018年上半年实现营收54.16亿，同比增长38.47%；归母净利润6.07亿，同比增长23.16%；扣非后归母净利润为5.91亿，同比增长30.55%。

■ **受到费用增长较快影响，业绩表现略低于市场预期：**根据半年度报告，2018年上半年实现营收54.16亿，同比增长38.47%；归母净利润6.07亿，同比增长23.16%；扣非后归母净利润为5.91亿，同比增长30.55%。归母净利润增速慢于收入增速的主要原因是费用增长较快，其中上半年销售费用为1.28亿，同比增长146.09%，主要是市场拓展费用增加所致；管理费用为5.04亿，同比增长45.44%，主要是人工成本、折旧费用等增加所致；财务费用为3.02亿，同比增长51.06%，主要是融资增加，使得利息费用支出增加，总体来看受到费用拖累业绩表现略低于此前市场预期。

■ **业务结构显著优化，环卫业务高歌猛进：**根据公司公告，上半年环卫服务、再生资源回收利用、生活垃圾处理处置等运营业务收入合计为28.57亿，占比总收入为52.75%，首次超过工程业务收入占比，业务结构显著优化。分业务来看：

1) **环卫服务业务增速较快、量价提升：**上半年实现收入14.45亿，同比增长101.89%，毛利率为19.06%，同比提升1.25个百分点。根据半年报，公司上半年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，从年化合同金额来看，今年上半年落地订单已经超出去年全年水平。截至上半年年末，公司在手环卫订单合计500个，年化金额为26.70亿，总合同金额为365.02亿元。同时，公司也注意把控环卫项目质量和提升管理水平，使得业务规模快速扩大的同时，毛利率维持稳中有升。

2) **环卫装备业务市场空间广阔、蓄势待发：**环卫装备业务以合加新能源为依托，致力于成为新能源化、智能化、网联化、智慧环卫作业系统整体解决方案提供商，上半年实现营收3.56亿，净利润0.12亿。目前合加新能源共完成62款整车新产品开发工作（路面清洁产品30款，垃圾收运类产品32款，其中电动环卫车28款，燃气车8款），有23款基本完成调试（含11款纯电动车），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。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预测公司2018-2020年归母净利润分别为16.95、22.00、28.58亿，EPS 1.18、1.54、2.00元，对应PE 14、10、8倍，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**环卫项目拓展低于预期；垃圾焚烧发电项目进展不及预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	16.01
一年最低/最高价	16.01/27.06
市净率(倍)	1.77
流通A股市值(百万元)	19014.28

基础数据

每股净资产(元)	9.05
资产负债率(%)	58.66
总股本(百万股)	1430.58
流通A股(百万股)	1187.65

相关研究

1、《启迪桑德：股权重组有序推进，固废龙头扬帆起航》

2018-05-08

2、《启迪桑德：水务业务版图显著扩大，多业务协同助力公司发展》

2018-04-23

3、《启迪桑德：业绩增速符合预期，在手资金充裕助推成长》

2018-04-10

事件：公司发布半年度报告，2018 年上半年实现营收 54.16 亿，同比增长 38.47%；归母净利润 6.07 亿，同比增长 23.16%；扣非后归母净利润为 5.91 亿，同比增长 30.55%。

受到费用增长较快影响，业绩表现略低于市场预期

根据半年度报告，2018 年上半年实现营收 54.16 亿，同比增长 38.47%；归母净利润 6.07 亿，同比增长 23.16%；扣非后归母净利润为 5.91 亿，同比增长 30.55%。归母净利润增速慢于收入增速的主要原因是费用增长较快，其中上半年销售费用为 1.28 亿，同比增长 146.09%，主要是市场拓展费用增加所致；管理费用为 5.04 亿，同比增长 45.44%，主要是人工成本、折旧费用等增加所致；财务费用为 3.02 亿，同比增长 51.06%，主要是融资增加，使得利息费用支出增加，总体来看受到费用拖累业绩表现略低于此前市场预期。

业务结构显著优化，环卫业务高歌猛进

根据公司公告，上半年环卫服务、再生资源回收利用、生活垃圾处理处置等运营业务收入合计为 28.57 亿，占比总收入为 52.75%，首次超过工程业务收入占比，业务结构显著优化。分业务来看：

1) 环卫服务业务增速较快、量价提升：上半年实现收入 14.45 亿，同比增长 101.89%，毛利率为 19.06%，同比提升 1.25 个百分点。根据半年报，公司上半年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，从年化合同金额来看，今年上半年落地订单已经超出去年全年水平。截至上半年年末，公司在手环卫订单合计 500 个，年化金额为 26.70 亿，总合同金额为 365.02 亿元。同时，公司也注意把控环卫项目质量和提升管理水平，使得业务规模快速扩大的同时，毛利率维持稳中有升。

2) 环卫装备业务市场空间广阔、蓄势待发：环卫装备业务以合加新能源为依托，致力于成为新能源化、智能化、网联化、智慧环卫作业系统整体解决方案提供商，上半年实现营收 3.56 亿，净利润 0.12 亿。目前合加新能源共完成 62 款整车新产品开发工作（路面清洁产品 30 款，垃圾收运类产品 32 款，其中电动环卫车 28 款，燃气车 8 款），有 23 款基本完成调试（含 11 款纯电动车），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。

3) 水务运营：受到湖北省水厂提标改造工程的影响，上半年污水处理业务实现营业收入 1.68 亿，同比增长 19.06%，毛利率为 27.83%，下降 3.13 个百分点；自来水销售业务实现营业收入 0.70 亿，同比增长 5.05%，毛利率为 29.84%，同比下降 9.75 个百分点。2018 年 5 月，公司公告收购浦华环保 100% 股权收购完成后，可新增污水处理建设规模 69 万吨/日，有望增厚公司水务运营板块业绩。

4) 市政施工：上半年市政施工业务实现营业收入 14.74 亿，同比增长 26.81%；毛利率为 22.70%，同比下降 9.08 个百分点。2018 年以来，公司落地 PPP 项目合计 6 个（包括新签+中标），涉及投资额近 82 亿，截至上半年末，已经进入运营或者试运营阶段的固废处置项目合计 33 个，未来伴随在手固废处置项目逐步进入运营期，预计增长质量将进一步提升。

经营性净现金流有所减少，应收账款状况有望改善

上半年公司经营性净现金流为-10.69 亿，与去年同期相比（-5.47 亿）有所减少，主要是公司业务扩大，人数增多，人工、材料成本、支付的各项税费比同期增加所致；投资性净现金流为-20.83 亿，与去年同期相比（-10.73 亿）有所减少，主要是控股子公司在建项目投入、收购、增资等业务增加所致。公司应收账款合计 55.73 亿，其中再生资源基金补贴为 23.65 亿，占比应收账款总额为 40.89%，公司目前已经加大对基金补贴的催收，未来随着基金补贴逐步下发到账，预计应收账款状况会有所改善。

股权重组可能涉及实际控制人变更，协同效应彰显值得期待

1) 根据公司公告，启迪控股已经成立工作组办公室，并正在根据相关程序甄选财务、法律等方面的中介机构，有序推进股权重组事项，该事项可能将涉及公司控股股东——启迪科技服务有限公司的实际控制人发生变更。

2) 公司的控股股东启迪科服成立于 2014 年 9 月 30 日，力图通过整合清华产业系统的优质资源，围绕“服务创新创业主体、转化科技创新成果、培养创新创业人才”三大方面，以“孵化服务、创业投资、并购重组”为核心手段，建立中国“孵化+金融+云服务”的新型科技创新创业服务生态系统。

3) 而公司间接控股股东启迪控股成立于 2000 年 7 月 24 日，其前身是成立于 1994 年 8 月的清华科技园发展中心。目前启迪控股旗下上市及非上市企业 800 多家，管理总资产规模超过 2000 亿元人民币。我们分析认为，如果此次股权重组事项成功完成，那么参考启迪控股的资产规模和行业地位，预计新进入的战略投资者也是实力雄厚，未来在平台、资源、项目等多方面有望为公司提供良好助力。

盈利预测与估值

我们预测公司 2018-2020 年归母净利润分别为 16.95、22.00、28.58 亿，EPS 1.18、1.54、2.00 元，对应 PE 14、10、8 倍，维持“买入”评级。

风险提示

环卫项目拓展低于预期；垃圾焚烧发电项目进展不及预期。

启迪桑德三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	10546.4	11936.6	18152.2	25275.0	营业收入	9358.4	14524.2	20241.9	28532.2
现金	4899.8	2487.4	4955.8	6635.3	减:营业成本	6461.8	9976.4	14198.7	20408.7
应收账款	4302.8	7162.6	9984.7	14078.4	营业税金及附加	90.0	174.3	242.9	342.4
存货	546.9	844.3	1202.0	1728.2	营业费用	155.7	261.4	364.4	513.6
其他流动资产	797.0	1442.3	2009.8	2833.0	管理费用	828.9	1292.7	1841.2	2664.9
非流动资产	22769.1	23049.8	23047.3	22815.9	财务费用	436.9	742.7	891.2	1069.5
长期股权投资	845.6	845.6	845.6	845.6	资产减值损失	-14	-25	-44	-77
固定资产	15158.7	14770.8	14133.0	13298.1	加:投资净收益	8.5	0.0	0.0	0.0
在建工程	12886	5844	2675	1249	其他收益	52.9	-25.1	-44.0	-77.0
无形资产	4626.4	5295.1	5930.3	6533.8	营业利润	1446.4	2051.6	2659.5	3456.1
其他非流动资产	2138.3	2138.3	2138.3	2138.3	加:营业外净收支	61.1	1.0	1.0	1.0
资产总计	33315.5	34986.4	41199.5	48090.9	利润总额	1507.5	2052.6	2660.5	3457.1
流动负债	12019.6	11878.9	16283.8	20849.8	减:所得税费用	238.9	340.7	439.0	570.4
短期借款	2070.0	2200.0	3400.0	6400.0	少数股东损益	17.5	17.3	21.8	28.9
应付账款	3963.2	2760.6	6320.2	7368.9	归属母公司净利润	1251.2	1694.6	2199.8	2857.9
其他流动负债	5986.5	6918.3	6563.6	7080.9	EBIT	1821.9	2819.4	3594.7	4602.6
非流动负债	6226.8	6706.8	6786.8	6866.8	EBITDA	2215.8	3642.3	4999.6	6329.9
长期借款	3914.3	4314.3	4314.3	4314.3					
其他非流动负债	2312.5	2392.5	2472.5	2552.5	重要财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
负债合计	18246.4	18585.7	23070.6	27716.6	每股收益(元)	1.22	1.18	1.54	2.00
少数股东权益	251.7	265.1	282.1	304.5	每股净资产(元)	14.50	11.28	12.48	14.03
归属母公司股东权益	14817.4	16135.7	17846.9	20069.8	发行股份(百万股)	1021.8	1430.6	1430.6	1430.6
负债和股东权益	33315.5	34986.4	41199.5	48090.9	ROIC(%)	8.6%	10.7%	13.3%	15.7%
					ROE(%)	8.4%	10.5%	12.3%	14.2%
现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	毛利率(%)	31.0%	31.3%	29.9%	28.5%
经营活动现金流	-450.5	-1449.7	3203.3	887.2	销售净利率(%)	13.4%	11.7%	10.9%	10.0%
投资活动现金流	-4153.3	-1116.3	-1446.3	-1572.9	资产负债率(%)	54.8%	53.1%	56.0%	57.6%
筹资活动现金流	6244.8	153.6	711.4	2365.3	收入增长率(%)	35.3%	55.2%	39.4%	41.0%
现金净增加额	1635.5	-2412.4	2468.4	1679.6	净利润增长率(%)	15.7%	35.4%	29.8%	29.9%
折旧和摊销	394	823	1405	1727	P/E	18.40	13.57	10.40	8.01

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

