

投资评级：强烈推荐（首次）

**分析师**

杨洁 010-88366060-8865

Email: yangj@cgws.com

执业证书编号: S1070515020001

**市场数据**

目前股价	31.7
总市值（亿元）	274.06
流通市值（亿元）	271.74
总股本（万股）	85,430
流通股本（万股）	84,707
12 个月最高/最低	43.78/26.37

**盈利预测**

	2016E	2017E	2018E
营业收入	8,496	11,045	15,776
(+/-%)	34.0%	30.0%	42.8%
净利润	1260	1605	1962
(+/-%)	35.4%	27.4%	22.2%
摊薄 EPS	1.06	1.35	1.65
PE	30.3	23.8	19.4

**股价表现**


数据来源：贝格数据

**相关报告**

# 环卫业务扩张迅速，加强环卫和固废大环保布局

——启迪桑德（000826）公司动态点评

**投资建议**

公司发布 2016 年中报，实现归属于母公司所有者的净利润为 4.39 亿元，较上年同期增 15.70%；营业收入为 34.13 亿元，较上年同期增 39.37%；基本每股收益为 0.515 元，较上年同期增 14.70%。

考虑增发摊薄，预计公司 16-18 年 EPS 分别为 1.06、1.35、1.65 元，对应 16-18 年 PE 分别为 30.3X、23.76X、19.4X。此次增发体现股东对于公司未来发展高度认可，并有望显著加速其在环卫一体化领域布局并助推业绩持续较快增长，依然看好公司业务结构持续优化、互联网环卫生态产业群及再生资源 O2O 战略的不断落地，首次覆盖，强烈推荐评级。

**投资要点**

- **固废、环卫业务增长迅速，市政工程施工业务同比下滑**：公司上半年实现营业收入为 34.13 亿元，同比增加 39.37%，主要是公司固体废物处理业务量大增，收入同比增加 447.62% 至 8.9 亿，占总营业收入的 26%，毛利率仅为 6.09%（同比下降 6.51%），环卫业务收入较上年同期增长 263.45% 至 2.99 亿，占总营业收入的 8.8%，毛利率为 21.48%（同比下降 2.94%），市政施工业务收入同比下降 22.64% 至 13.01 亿元，毛利率维持稳定。
- **分行业看**：1) 污水处理，业务收入比上年同期减少 1.48%，处理成本较上年同期增长 4.79%，主要是为部分水务类子公司项目设施改造新增经营投入资金以及原材料费用、人工费用增加；2) 自来水业务收入较上年同期增长 10.59%，水务类控股子公司经营状况较为稳定，收入增长 10.59%，主要原因为子公司调增水价；3) 固体废弃物收入增加 447.62%，成本增加 488.42%，主要是 2015 年下半年新纳入合并范围内公司和原有公司营业收入、营业成本增加；4) 公司环保设备销售安装及技术咨询业务收入较上年同期增加 114.95%，主要是因为原有建设项目采购设备高峰以及新增工程项目增加采购设备；5) 环卫业务收入较上年同期增长 263.45%，主要是因为公司上半年在安徽、河北、湖南、山东、广东、内蒙古等地区拓展环卫业务，导致收入增加 6) 市政施工业务收入较上年同期减少 22.64%，是由于公司固体废弃物处置工程市政施工业务成本较上年同期减少 22.09%。
- **毛利率略有下滑**：公司 2016 年上半年毛利率下滑 6.12% 为 29.92%，主要是固废处理业务毛利率拖累整体毛利率，仅为 6.09%，其它除了自来水业务毛利率增加 7.45%，其他五项业务毛利率均有所下滑，污水处理下降 4.09%，固废处理业务下降 6.51%，环卫服务业务下降 2.94%，环保设备

安装及技术咨询业务下降 5.52%,市政施工下降 0.47%

- **环卫互联网+先行者，把握趋势，布局全产业链：**公司积极发展环卫互联网+，目前已经做到对环卫行业全过程实施智能化、信息化、互联化管理。公司以传统环卫作为切入口，对接互联网+，布局大环保。公司 2015 年新取得的 32 个环卫清运项目合约，环卫业务收入达 2.96 亿元，同比增长 434.64%，预计在 2016 年-2018 年，公司将在全国新成立基础环卫运营项目公司 230 个。
- **定增 95 亿深耕大环保，加强“环卫+固废”大环保布局：**2016 年 4 月公司发布公告拟定增 95 亿，其中 62%（59 亿元）用于环卫业务、10%（9.5 亿）用于固废业务，加强“环卫+固废”大环保布局。本次发行认购彰显了清系大股东对启迪桑德的信心和重视，同时清系对公司的控制力度将进一步加强，控股比例将由 29.52%上升至 37.79%，公司有望获得更多的资源支持。
- **风险提示：**环卫竞争加剧导致毛利率下降

## 1.1 附：盈利预测表

利润表 ( 百万 )	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	主要财务指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	4,374	6,341	8,496	11,045	15,776	成长性					
营业成本	2,865	4,404	6,146	7,053	10,074	营业收入增长	42.48%	44.95%	34.00%	30.00%	42.83%
销售费用	36	58	58	58	58	营业成本增长	64.72%	53.70%	39.55%	14.76%	42.83%
管理费用	277	484	490	637	910	营业利润增长	38.08%	50.56%	29.30%	82.94%	43.59%
财务费用	175	266	102	77	62	利润总额增长	36.90%	54.21%	25.56%	81.87%	43.28%
投资净收益	-6	8	0	0	0	净利润增长	37.28%	15.77%	35.38%	27.38%	22.24%
营业利润	926	1,394	1,802	3,297	4,734	盈利能力					
营业外收支	17	60	24	24	24	毛利率	34.49%	30.54%	36.14%	36.14%	36.14%
利润总额	943	1,454	1,826	3,320	4,757	销售净利率	18.18%	7.30%	7.67%	8.04%	8.04%
所得税	148	56	75	89	89	ROE	15.51%	11.96%	13.86%	15.76%	15.76%
少数股东损益	-9	4	0	0	0	ROIC	23.26%	9.31%	10.99%	12.67%	12.67%
净利润	804	931	1,260	1,605	1,962	营运效率					
资产负债表	( 百万 )					销售费用/营业收入	0.82%	0.92%	0.69%	0.53%	0.37%
流动资产	4,559	183.00	226.00	226.00	226.00	管理费用/营业收入	6.33%	7.64%	5.77%	5.77%	5.77%
货币资金	1,103	137.00	183.00	226.00	226.00	财务费用/营业收入	3.99%	4.20%	1.20%	0.70%	0.39%
应收账款	2,741	19.00	23.00	0	0	投资收益/营业利润	-0.67%	0.54%	0.00%	0.00%	0.00%
应收票据	3	66.00	82.00	83	84	所得税/利润总额	15.65%	3.85%	4.11%	2.67%	1.86%
存货	279	5.00	6.00	197	282	应收账款周转率	1.59	30.79	30.79	30.79	30.79
非流动资产	4,989	2929.00	3069.00	3069.00	3069.00	存货周转率	10.27	394.38	394.38	394.38	394.38
固定资产	629	2363.00	2430.00	2430.00	2430.00	流动资产周转率	1.04	15.85	14.28	14.28	14.28
资产总计	9,549	3112.00	3295.00	3295.00	3295.00	总资产周转率	0.48	0.75	0.84	0.84	0.84
流动负债	2,504	785.00	776.00	776.00	776.00	偿债能力					
短期借款	175	305.00	183.00	183.00	183.00	资产负债率	42.48%	50.22%	48.71%	47.20%	147.20%
应付款项	431	26.00	32.00	32.00	32.00	流动比率	1.94	0.19	0.23	0.27	0.27
非流动负债	1,770	731.00	731.00	731.00	731.00	速动比率	1.79	0.13	0.17	0.21	0.21
长期借款	153	611.00	611.00	611.00	611.00	每股指标 ( 元 )					
负债合计	4,273	1516.00	1507.00	1507.00	1507.00	EPS	0.96	1.10	1.06	1.35	1.65
股东权益	5,276	1596.00	1788.00	1788.00	1788.00	每股净资产	6.25	1.89	1.50	1.50	1.50
股本	844	847	1188.54	1188.54	1188.54	每股经营现金流	0.03	0.60	0.52	0.52	0.52
留存收益	3,218	962.00	1154.00	1154.00	1154.00	每股经营现金/EPS	0.04	0.55	0.49	0.39	0.32
少数股东权益	93	0.00	0.00	0.00	0.00	估值	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债和权益总计	9,549	3112.00	3295.00	3295.00	3295.00	PE	33.59	29.18	30.26	23.76	19.43
现金流量表	( 百万 )					PEG	0.91	0.71	0.49	0.49	0.49
经营活动现金流	29	512.00	620.00	620.00	620.00	PB	5.29	2.28	2.03	2.03	2.03
其中营运资本减少	-371	34.00	70.00	70.00	70.00	EV/EBITDA	22.37	8.70	7.33	7.33	7.33
投资活动现金流	-1,520	(385.00)	(385.00)	(385.00)	(385.00)	EV/SALES	6.46	1.74	1.37	1.37	1.37
其中资本支出	-1,427	(400.00)	(400.00)	(400.00)	(400.00)	EV/IC	4.43	1.81	1.72	1.72	1.72
融资活动现金流	779	(123.00)	(229.00)	(229.00)	(229.00)	ROIC/WACC	6.06	1.29	1.52	1.52	1.52
净现金总变化	-711	4.00	6.00	6.00	6.00	REP	0.73	1.69	1.40	1.40	1.40

**研究员介绍及承诺**

**杨洁:** 清华大学经济管理学院 MBA, 2010 年 10 月加入长城证券, 2014 年 8 月起担任电力及公用事业行业分析师

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, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 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到任何形式的报酬。

**免责声明**

长城证券股份有限公司 (以下简称长城证券) 具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。本报告由长城证券向其机构或个人客户 (以下简称客户) 提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的任何其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。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, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。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。

长城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。长城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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

**长城证券投资评级说明**

**公司评级:** 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上;  
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间;  
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间;  
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上。

**行业评级:** 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;  
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;  
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

**长城证券销售交易部****深圳联系人**

李双红: 0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com  
吴林蔓: 075583515203, 13418560821, wulinman@cgws.com  
李小音: 0755-83516187, 18562591899, lixiaoyin@cgws.com  
黄永泉: 0755-83699629, 13544440001, huangyq@cgws.com

**北京联系人**

赵 东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com  
王 媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com  
李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com  
张羲子: 010-88366060-8013, 18511539880, zhangxizi@cgws.com  
申 涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com  
杨徐超: 010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com

**上海联系人**

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com  
徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com  
王 一: 021-61683504, 13761867866, wangy@cgws.com

**长城证券研究所**

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层  
邮编: 518034 传真: 86-755-83516207  
北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层  
邮编: 100044 传真: 86-10-88366686  
上海办公地址: 上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼  
邮编: 200135 传真: 021-61680357  
网址: <http://www.cgws.com>