

**证券研究报告—动态报告/公司快评**
**公用事业**
**环保 II**
**启迪环境 (000826)**
**重大事件快评**
**买入**

(维持评级)

2019年12月25日

# 联合三峡集团发展水务业务，“环保”+“能源”双轮驱动

**证券分析师：姚健**

010-88005301

yaojian1@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980516080006

**证券分析师：王宁**

wangning2@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517110001

## 事项：

公司 25 日公告子公司雄安浦华水务将向三峡资本控股有限责任公司及长江生态环保集团有限公司以 13.5 亿元的价格转让 40% 的股权，其中三峡资本受让 15% 股权，长江生态环保受让 25% 股权，转让完成后各股东将按持股比例进行增资。

## 评论：

### ■ 雄安浦华是启迪环境的水务运营平台，业务主要集中在湖北等地

公司于 2018 年 4 月以 13 亿元的价格收购启迪科服旗下的水务资产浦华环保，并于 2019 年 4 月将旗下“启迪桑德水务”和“浦华环保”两块水务资产划转到在雄安新成立的“雄安浦华水务”全资子公司。雄安浦华成为公司水务业务的实施平台，负责水务项目的市场营销拓展、项目投资建设与运营管理以及技术研发创新等工作。

启迪桑德水务 2018 年净利润 1.31 亿元，浦华环保 2018 年净利润 1.80 亿元；而雄安浦华 2019 年前三季度实现利润 1.97 亿元。此次三峡集团收购雄安浦华水务 40% 的股权价格为 13.5 亿元，对应 2019 年的估值约 14.5 倍。收购带来的股权增值部分将计入今年的其他综合受益，预计将对公司 2019 年全年业绩产生积极的影响。

### ■ 引入三峡集团，深度介入长江大保护

三峡集团做为长江大保护的骨干力量，三峡集团自 2018 年被习总书记钦点进入环保领域以来，先后与多个地方政府、部委、央企及知名环境企业签订共抓长江大保护战略合作协议，先后入股北控水务、收购国祯环保，成立千亿基金。目前，三峡集团已经落地项目 100 多个，金额超过 500 亿元。根据发改委对三峡集团的要求，至 2020 年，三峡集团规划每年投入长江大保护项目规模 300 到 500 亿元、带动社会资金 3000 到 5000 亿元。

此次交易的标的雄安浦华水务在湖北、江西、山东等地开展业务较早，拥有大批水务运营资产，具有丰富的技术、人员和经验优势，与三峡集团开展长江大保护具有很强的协同作用。三峡集团收购雄安浦华 40% 股权后，双方将对雄安浦华进行同比例增资 2.93 亿元，其中启迪环境增资 1.76 亿元，三峡集团增资 1.17 亿。

双方资源整合深度介入长江大保护工作：启迪环境加入长江生态环保产业联盟，三峡集团授权雄安浦华作为其在长江流域业务布局的市场拓展代表。雄安浦华将作为双方在污水处理、管网优化、生态修复、智慧环保方面的核心技术支持单位，前期在有沿江项目，包括但不限于宜昌、鄂州、荆州、咸宁选择试点，落地“厂网一体治理模式”、“价格调整商业模式”、“政企互赢合作模式”，最终实现全国范围内的项目复制落地。

### ■ 布局能源业务，“环保”+“能源”双轮驱动

公司今年在原有环保业务的基础上提出了发展能源板块的战略，以“零碳无废建设者”的初心，以技术创新驱动技术引领，深度践行“能源环保一体化”战略方针，在城市集中供热方面，开发、并购城市集中供热项目，通过源、网、端一体化运营模式，为城市广大用户提供清洁供热服务。全力打造“一脑一链四网”，即智慧能源管理系统、能源区块链、零碳电力网、零碳热力网、零碳动力网及零碳生物质能源网，加速新科技产业化落地，构建零碳社会。

为推进公司在综合能源板块的业务拓展，2019年9月19日，启迪创智能能源产业发展有限公司（“启迪创能”）注册完毕，作为启迪环境在综合能源领域的平台公司，注册资本1亿元，其中启迪环境全资子公司启迪零碳科技占股51%；赫普能源39%；北京国网电力技术有限公司占10%。

2019年12月份，公司拟与吉林省一诚能源科技发展中心（“一诚能源”）在吉林省长春市共同出资设立启迪（吉林）清洁热力有限公司（“吉林启迪”），作为公司在吉林省实施综合能源项目的区域平台公司。注册资金2亿元，公司占股60%；一诚能源占40%。

我们预计凭借公司占据的技术和资源优势，公司的能源业务将得到快速的发展，成为公司的一个重要发展极，拓宽了公司业务范围和营收的增长性与持续性。

■ **出台新的回购计划，看好明年长江大保护落地和垃圾强制分类全国性推广给公司带来的发展动力，维持买入评级**  
公司12月25日也公告了新的社会公众股份回购方案，回购总金额不低于人民币3亿元(含)且不超过人民币6亿元(含)，回购股份的价格为每股不超过人民币13.16元，显示公司对于未来发展的信心。

公司在今年行业低迷的大环境下，深度调整经营架构和战略，处理存量的低效资产，着力提升资产运营质量。雄安集团入股公司的控股股东启迪控股，实现双控股股东，此次又联合三峡集团拓展环保水务业务，这些资源的整合都将为公司下一步发展提供持续动力，显示公司仍是环保领域重量级的优质选手。从公司今年经营情况来看，虽然由于业务调整的原因，营收和利润下滑，但公司运营资产收入占比显著提升，经营更加稳健。公司固废处置产业链布局完整，公司处在全新发展期拐点，受益于长江大保护的落地和全国性垃圾强制分类的推广，看好公司重回快速发展道路。在不考虑公司股权增值受益的前提下，我们维持公司19-20年的盈利预测为7.0/10.1/14.4亿元，对应PE为18/13/9倍，维持买入评级。

**风险提示** 投资项目所需资金过大或造成现金流紧张，项目进度或不及预期，应收账款过高

**附表：财务预测与估值**

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	2390	4000	5926	9147
应收款项	6567	5904	7084	8501
存货净额	636	648	740	890
其他流动资产	1514	937	1125	776
<b>流动资产合计</b>	<b>11108</b>	<b>11489</b>	<b>14875</b>	<b>19314</b>
固定资产	16457	16140	16249	16283
无形资产及其他	8086	7762	7439	7115
投资性房地产	3432	3432	3432	3432
长期股权投资	870	895	920	945
<b>资产总计</b>	<b>39953</b>	<b>39718</b>	<b>42915</b>	<b>47089</b>
短期借款及交易性金融负债	3941	2984	2998	3308
应付款项	6183	5061	5782	6951
其他流动负债	5626	6931	7945	9550
<b>流动负债合计</b>	<b>15751</b>	<b>14976</b>	<b>16726</b>	<b>19809</b>
长期借款及应付债券	6510	11510	12510	13510
其他长期负债	2287	2887	3487	4087
<b>长期负债合计</b>	<b>8797</b>	<b>14397</b>	<b>15997</b>	<b>17597</b>
<b>负债合计</b>	<b>24547</b>	<b>29373</b>	<b>32722</b>	<b>37406</b>
少数股东权益	450	452	442	409
股东权益	14955	14975	14832	14356
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>39953</b>	<b>44799</b>	<b>47996</b>	<b>52170</b>

关键财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	0.45	0.49	0.71	1.00
每股红利	0.85	0.48	0.81	1.34
每股净资产	10.45	10.47	10.37	10.03
ROIC	8%	7%	9%	12%
ROE	4%	5%	7%	10%
毛利率	28%	26%	26%	27%
EBIT Margin	16%	14%	15%	16%
EBITDA Margin	22%	24%	28%	28%
收入增长	17%	-2%	20%	20%
净利润增长率	-49%	9%	44%	42%
资产负债率	63%	67%	69%	72%
息率	8.5%	4.8%	8.1%	13.5%
P/E	22.1	20.2	14.0	9.9
P/B	0.9	0.9	1.0	1.0
EV/EBITDA	15.8	16.6	13.1	12.1

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>10994</b>	<b>10774</b>	<b>12929</b>	<b>15514</b>
营业成本	7950	8027	9567	11403
营业税金及附加	92	119	142	171
销售费用	258	248	284	341
管理费用	888	841	944	1068
财务费用	630	673	731	732
投资收益	17	10	10	10
资产减值及公允价值变动	(265)	(10)	(10)	(10)
其他收入	(115)	0	0	0
营业利润	813	868	1260	1799
营业外净收支	19	20	20	20
<b>利润总额</b>	<b>831</b>	<b>888</b>	<b>1280</b>	<b>1819</b>
所得税费用	142	138	198	282
少数股东损益	45	49	70	99
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>644</b>	<b>702</b>	<b>1012</b>	<b>1438</b>

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
<b>净利润</b>	<b>644</b>	<b>702</b>	<b>1012</b>	<b>1438</b>
资产减值准备	251	921	120	38
折旧摊销	641	1080	1591	1748
公允价值变动损失	265	10	10	10
财务费用	630	673	731	732
营运资本变动	(780)	2932	995	2194
其它	(291)	(919)	(130)	(71)
<b>经营活动现金流</b>	<b>730</b>	<b>4724</b>	<b>3597</b>	<b>5357</b>
资本开支	(1581)	(1370)	(1507)	(1507)
其它投资现金流	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1606)</b>	<b>(1395)</b>	<b>(1531)</b>	<b>(1531)</b>
权益性融资	115	0	0	0
负债净变化	1595	2000	1000	1000
支付股利、利息	(1211)	(682)	(1155)	(1914)
其它融资现金流	(2519)	(957)	14	309
<b>融资活动现金流</b>	<b>(1634)</b>	<b>3361</b>	<b>(140)</b>	<b>(604)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>(2510)</b>	<b>6691</b>	<b>1926</b>	<b>3221</b>
货币资金的期初余额	4900	2390	4000	5926
货币资金的期末余额	2390	9081	5926	9147
企业自由现金流	(223)	3943	2761	4575
权益自由现金流	(1146)	4418	3158	5266

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 相关研究报告

《启迪环境-000826-2019 半年报点评：收缩工程业务，运营质量稳步改善》 ——2019-08-21

《启迪桑德-000826-2018 年报点评：费用和减值拖累业绩，看好启迪和雄安双大股东带来积极变化》 ——2019-04-24

《启迪桑德-000826-2018 三季报报点评：业绩低于预期，费用大幅上涨和减值吞噬利润》 ——2018-10-31

《启迪桑德-000826-2018 半年报点评：运营占比继续提升，环卫业务增长快速》 ——2018-08-06

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行