

经营质量开始改善，静待下半年业绩好转

——启迪环境 (000826.SZ) 2019 年半年度报告点评

公司简报

◆**事件：**公司发布 2019 年半年度报告，2019 年上半年公司实现营业收入 48.01 亿元，同比减少 11.35%，实现归母净利润 3.46 亿元，同比减少 43.05%，实现扣非净利润 1.86 亿元，同比减少 68.60%。非经常性损益中，政府补助为 1.59 亿元，占比较高。

◆**公司稳步由工程建设向市场运营服务转型。**从分部业务上来看，公司的市政施工、环保设备销售业务收入分别同比下降 47.72%、32.81%，说明公司正积极改变战略、改善经营水平，增加运营业务占比，提升未来发展的可持续性。公司再生资源处理业务 2019 年 1-6 月电废拆解量为 376.77 万台，收入同比减少 39.63%，说明公司主动减少补贴依赖型业务的规模，有助于未来逐步改善应收账款和现金流负担。

目前，公司运营的垃圾焚烧发电项目产能 1.13 万吨/日、填埋项目产能 3513 吨/日，餐厨垃圾处理项目产能 970 吨/日、医疗危废产能 20 吨/日；截至报告期末，公司总固废处置规模为 4.59 万吨/日（含在建），污水总处理规模为 265.69 万吨/日，供水总规模为 88 万吨/日，环卫项目总数超过 400 个，现运营合同达 43.07 亿元/年；运营项目盈利处于可控且稳定水平。

◆**公司逐步改善经营质量，推进“能源+环保”的战略布局。**公司回归清华科技园后，更好地依托大股东资源，促进整体经营及战略的融合与协同。未来公司将以“能源+环保”的战略布局，规划固废及再生资源平台、城市环境服务平台、水务生态平台等三大业务板块，形成具有一定规模的全产业链横向覆盖，重新踏入新的征途。

◆**上调至“增持”评级：**公司 2018 年业绩同比减少主要系 2018 年下半年的经营大幅承压（2018H2 归母净利润仅为 0.37 亿元），今年下半年类似情况出现的概率较低。我们维持原盈利预测，预计公司 2019-21 年归母净利润为 7.56/8.46/9.36 亿元，对应 2019-21 年 EPS 分别为 0.53/0.59/0.65 元，当前股价对应 19 年 PE 为 19 倍。考虑到公司已渡过“去杠杆”致融资环境偏紧困难时期，目前经营正逐步进入正轨，**上调至“增持”评级。**

◆**风险提示：**再生资源业务政府补贴较慢，环卫业务人工成本提升，财务费用改善依然未明显改善，公司战略转型进度低于预期。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	9,358	10,994	12,275	13,408	14,648
营业收入增长率	35.30%	17.48%	11.65%	9.23%	9.25%
净利润（百万元）	1,251	644	756	846	936
净利润增长率	15.70%	-48.53%	17.46%	11.85%	10.67%
EPS（元）	0.87	0.45	0.53	0.59	0.65
ROE（归属母公司）（摊薄）	8.44%	4.31%	4.83%	5.14%	5.39%
P/E	11	22	19	17	15
P/B	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 8 月 19 日

增持（上调）

当前价：10.02 元

分析师

殷中枢（执业证书编号：S0930518040004）

010-58452063

yinzs@ebsecn.com

王威（执业证书编号：S0930517030001）

021-52523818

wangwei2016@ebsecn.com

联系人

郝骞

021-52523827

haogqian@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)：14.31

总市值(亿元)：143.34

一年最低/最高(元)：9.16/16.45

近 3 月换手率：88.74%

股价表现(一年)



收益表现

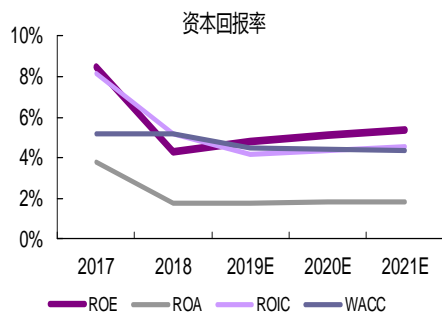
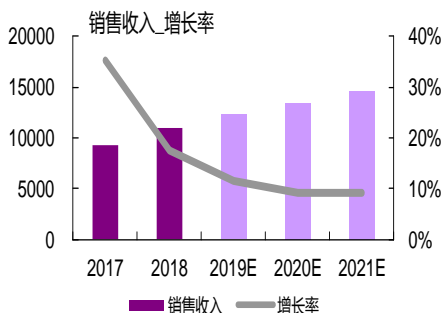
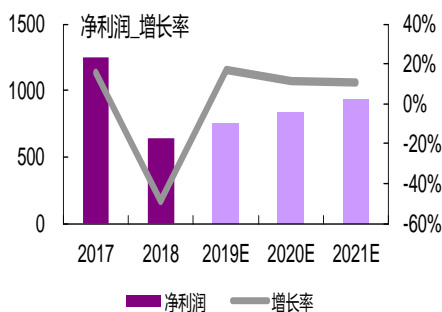
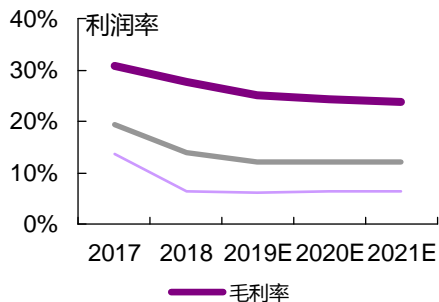
%	一个月	三个月	十二个月
相对	-4.34	-4.22	-45.30
绝对	-3.74	-0.32	-27.92

资料来源：Wind

相关研报

业绩低于预期，雄安系入主迎来新发展——启迪桑德 (000826.SZ) 2018 年年报点评

.....2019-04-23



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	9,358	10,994	12,275	13,408	14,648
营业成本	6,462	7,950	9,194	10,126	11,146
折旧和摊销	452	736	713	919	1,096
营业税费	90	92	110	107	117
销售费用	156	258	307	295	308
管理费用	829	888	1,129	1,207	1,260
财务费用	437	630	686	741	773
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	8	17	15	15	15
营业利润	1,446	813	818	906	1,015
利润总额	1,508	831	916	1,024	1,133
少数股东损益	17	45	4	4	4
归属母公司净利润	1,251	644	756	846	936

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	33,316	39,953	44,075	47,458	50,948
流动资产	10,546	11,108	13,255	14,804	16,594
货币资金	4,900	2,390	2,455	2,682	2,930
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	3,860	5,988	6,923	7,562	8,262
应收票据	13	187	209	134	146
其他应收款	429	392	614	670	732
存货	547	636	871	960	1,057
可供出售投资	0	60	0	0	0
持有到期金融资产	0	22	0	0	0
长期投资	846	870	870	870	870
固定资产	2,272	3,121	7,211	10,419	12,955
无形资产	4,626	8,086	8,169	8,248	8,323
总负债	18,246	24,547	27,952	30,531	33,132
无息负债	10,762	14,096	13,605	15,480	17,569
有息负债	7,484	10,451	14,347	15,051	15,563
股东权益	15,069	15,406	16,123	16,927	17,817
股本	1,022	1,431	1,431	1,431	1,431
公积金	7,084	6,698	6,773	6,858	6,899
未分配利润	4,718	4,832	5,470	6,186	7,030
少数股东权益	252	450	454	458	462

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	-451	-743	-2,152	1,461	1,605
净利润	1,251	644	756	846	936
折旧摊销	452	736	713	919	1,096
净营运资金增加	61	1,538	4,032	807	941
其他	-2,215	-3,661	-7,653	-1,111	-1,369
投资活动产生现金流	-4,153	-2,278	-2,231	-2,285	-2,285
净资本支出	-3,136	-1,701	-2,300	-2,300	-2,300
长期投资变化	846	870	0	0	0
其他资产变化	-1,863	-1,447	69	15	15
融资活动现金流	6,245	587	4,448	1,050	928
股本变化	168	409	0	0	0
债务净变化	1,489	2,966	3,896	704	512
无息负债变化	2,185	3,334	-491	1,875	2,089
净现金流	1,636	-2,432	65	227	248

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	35.30%	17.48%	11.65%	9.23%	9.25%
净利润增长率	15.70%	-48.53%	17.46%	11.85%	10.67%
EBITDA 增长率	24.60%	0.78%	-3.28%	15.85%	12.44%
EBIT 增长率	18.67%	-14.76%	-3.36%	9.60%	8.62%
估值指标					
PE	11	22	19	17	15
PB	1	1	1	1	1
EV/EBITDA	6	11	13	12	10
EV/EBIT	8	16	19	18	17
EV/NOPLAT	9	19	23	22	20
EV/Sales	2	2	2	2	2
EV/IC	1	1	1	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	30.95%	27.69%	25.10%	24.48%	23.91%
EBITDA 率	24.14%	20.71%	17.94%	19.03%	19.58%
EBIT 率	19.32%	14.02%	12.13%	12.17%	12.10%
税前净利润率	16.11%	7.56%	7.46%	7.64%	7.73%
税后净利润率 (归属母公司)	13.37%	5.86%	6.16%	6.31%	6.39%
ROA	3.81%	1.73%	1.73%	1.79%	1.85%
ROE (归属母公司) (摊薄)	8.44%	4.31%	4.83%	5.14%	5.39%
经营性 ROIC	8.16%	5.18%	4.18%	4.35%	4.53%
偿债能力					
流动比率	0.88	0.71	0.78	0.85	0.93
速动比率	0.83	0.66	0.73	0.80	0.87
归属母公司权益/有息债务	1.98	1.43	1.09	1.09	1.12
有形资产/有息债务	3.72	2.93	2.42	2.53	2.67
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.87	0.45	0.53	0.59	0.65
每股红利	0.29	0.03	0.03	0.04	0.04
每股经营现金流	-0.31	-0.52	-1.50	1.02	1.12
每股自由现金流(FCFF)	-0.85	-0.67	-3.03	-0.55	-0.44
每股净资产	10.36	10.45	10.95	11.51	12.13
每股销售收入	6.54	7.68	8.58	9.37	10.24

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼