

证券研究报告—动态报告

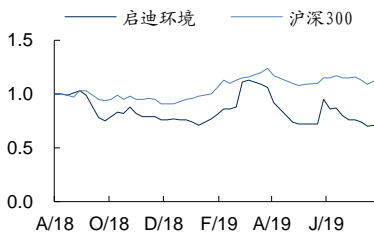
公用事业

环保 II

启迪环境(000826)
买入
2019 半年报点评

(维持评级)

2019 年 08 月 21 日

一年该股与沪深 300 走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	1,431/1,190
总市值/流通(百万元)	14,334/11,880
上证综指/深圳成指	2,883/9,329
12 个月最高/最低(元)	16.45/9.16

相关研究报告:

《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

《启迪桑德-000826-2017 年报点评: 业绩符合预期, 基础已打牢, 看好环卫和 PPP 业务高速增长业绩》——2018-04-23

《启迪桑德-000826-重大事件快评: 雄安新区环卫又下一城, 环卫提供强劲发展动力》——2018-03-14

证券分析师: 姚健

电话: 010-88005301

E-MAIL: yaojian1@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980516080006

证券分析师: 王宁

电话:

E-MAIL: wangning2@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517110001

独立性声明:

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。

财报点评

收缩工程业务, 运营质量稳步改善

● 业绩低于预期, 现金流改善, 资产负债率增加

公司上半年实现营收 48.0 亿元, 同比-11.35%; 实现归属净利润 3.45 亿元, 同比-43.05%, 扣非净利润 1.86 亿元, 同比-68.6%, 低于预期。销售费用率下降 0.82pct 到 1.54%, 管理费用率下降 0.2pct 到 9.10%, 财务压力仍较大, 财务费用率上升 1.48pct 到 7.06%, 整体费用率上升 0.46pct 到 17.7%。期末应收账款余额 65.8 亿元, 同比+18%, 主要来自再生资源 and 环卫业务。期末在手现金 27.2 亿元, 资产负债率同比上升 5.22pct 到 63.88%。经营性现金流流出大幅收窄, 由去年同期的-10.4 亿减少到-1.57 亿, 其中二季度经营性现金流为 1 亿元。

● 大力削减工程业务, 环卫、固废和水务运营收入超七成

公司上半年主动收缩了**市政工程业务**, 实现营收 7.71 亿元, 同比-47.72%; 受此影响, **设备和咨询业务**也下滑-32.8%, 这两项业务的下滑是造成公司上半年利润下滑的首要原因。公司运营业务总体收入占比由去年的 54% 上升到 70.6%。**环卫业务**实现营收 19.52 亿元, 同比+35.11%, 继续保持高增速, 毛利率下降 2.38pct 到 16.68%, 后期毛利率有望稳步提升。受多个垃圾焚烧项目投运的影响, **固废处置业务**实现营收 3.10 亿元, 同比+93.28%, 毛利率上升 9.4pct 到 21.92%。公司运营生活垃圾处理能力 1.58 万吨/日, 在手总规模达 4.59 万吨/日 (含在建)。污水处理业务实现营收 3.31 亿元, 收入+96.54%, 毛利率达 35.76%, **污水业务**受益于项目增多和调整水价的原因, 实现营收 3.31 亿元, 同比+96.54%, 毛利率增 7.93pct 达到 35.76%, 项目总处理规模为 265.69 万吨/日。**供水业务**基本保持稳定, 实现营收 0.78 亿元, 同比+11.9%。公司主动缩减了家电的拆解量, **再生资源业务**实现营收 6.12 亿元, 同比-39.63%, 应收账款有望得到改善。

● 盈利预测与投资评级

公司 19 年主动收缩, 调整业务结构, 消化在手订单, 提高运营质量。公司运营业务占比已达七成, 毛利率稳步提升, 在手订单丰富, 奠定稳固基础。公司上、下半年运营收入相近, 根据上半年营收利润情况, 我们推演公司全年业绩, 下调公司 19-20 年的盈利预测约五成到 7.0/10.1/14.4 亿元, 对应 PE 为 20/14/10 倍。公司固废处置产业链布局完整, 受益于垃圾分类的推广。我们长期看好启迪和雄安集团将给公司带来的资源, 公司将重新回到环保龙头的位置, 维持买入评级。

● 风险提示 项目进度或不及预期, 应收账款过高

盈利预测和财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	9,358	10,994	10,774	12,929	15,514
(+/-%)	35.3%	17.5%	-2.0%	20.0%	20.0%
净利润(百万元)	1251	644	701.62	1011.53	1437.69
(+/-%)	15.7%	-48.5%	9.0%	44.2%	42.1%
摊薄每股收益(元)	1.22	0.45	0.49	0.71	1.00
EBIT Margin	19.5%	16.4%	14.3%	15.4%	16.3%
净资产收益率(ROE)	8.4%	4.3%	4.7%	6.8%	10.0%
市盈率(PE)	8.1	22.1	20.2	14.0	9.9
EV/EBITDA	12.8	15.8	16.6	13.1	12.1
市净率(PB)	0.68	0.95	0.95	0.96	0.99

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

各业务板块分析:

主动缩减工程业务，运营业务占比超 70%

公司主动缩减市政工程业务，逐步清理和剥离非核心业务，逐步向市场运营服务业务转型，明确聚焦水务、固废和环卫运营业务为核心业务的定位。上半年公司市政工程业务营收 7.71 亿元，同比下降 47.72%，这是造成公司上半年利润下滑的首要原因。而收缩工程业务也使得公司环保设备安装及技术咨询业务也出现了较大的下滑，上半年实现营收 6.65 亿元，同比-32.8%。

总体来看，上半年公司水务、固废和环卫等运营收入大幅增加，运营总收入占比由去年的 54% 上升到 70.6%。

环卫保持高增长，未来有望逐步提升毛利率，互联网环卫全面助力垃圾分类

上半年公司环卫业务实现营收 19.52 亿元，同比增长 35.11%，继续保持高速增长态势，毛利率为 16.68%，下降 2.38pct。政府对环境质量要求不断提高，公司加大投入提升作业质量，毛利率略有下降。公司环卫业务新增项目较多，体量大，毛利率较同行业处在偏低水平，后期随着运营水平的不断提升和内部提质增效，毛利率有望稳步提升。

公司 2019 年环卫业务主要工作方向为提升项目质量、开发大型项目。公司新开发项目集中在江浙沪、郑州、成都等发达省市和省会城市，项目收益情况良好。公司目前在手环卫项目总数超过 400 个，现运营合同可达 43.07 亿元/年，项目分布全国 26 个省份，总服务面积超 10 亿平方米。

公司推出“互联网+环卫”模式，打造了集环卫运营、智慧公厕建设与运营、生活垃圾分类、再生资源回收、社区服务、园林绿化、路灯及道路维护管理等服务为一体的、能够为城市及乡镇提供环境综合服务的环卫一体化平台，全面助力垃圾分类的推行。公司具有固废处置全产业链技术和资源优势，将全面受益于垃圾分类的推广。公司是全国首批践行“两网融合”即垃圾分类与再生资源回收的企业之一，在垃圾分类的业务模式创新和软硬件研发方面均有所突破。

垃圾焚烧项目投运加速带动固废运营业务营收大幅提升，在建工程逐渐消化

受多个垃圾焚烧项目投运的影响，公司固废处置业务上半年实现高速增长，实现营收 3.10 亿元，同比+93.28%，毛利率 21.92%，同比上升 9.4pct。未来随着垃圾量的提升，固废运营毛利率还有较大的上升空间。

目前，公司在运营的生活垃圾处理项目总处理能力为 1.58 万吨/日，包括垃圾焚烧发电项目处理能力 1.13 万吨/日和垃圾填埋项目处理能力 0.35 万吨/日等；同时，餐厨垃圾处理项目和医疗危险废物项目处理能力分别为 970 吨/日和 20 吨/日。

期末公司固废处置总处理规模达 4.59 万吨/日（含在建），143.5 亿在建工程中大部分为在建的垃圾焚烧项目，这些项目大部分在未来的 2-3 年投入，逐渐转固，一些盈利性较差的项目将与政府进行重新谈判或者进行剥离。

水务技术改造提标升级，并购浦华环保，成立雄安浦华水务公司协同发展

污水处理业务拓展喜人，受益于项目增多和调整水价的原因，上半年污水业务实现营收 3.31 亿元，同比+96.54%，毛利率增加 7.93pct 达到 35.76%。供水业务基本保持稳定，上半年实现营收 0.78 亿元，同比+11.9%。

目前，公司污水项目总处理规模为 265.69 万吨/日，供水项目总规模为 88 万吨/日。上半年公司启动并实施了十余个污水项目的提标改造，提标改造完成后，所有项目出水水质均为一级 A 标准，供水量、处理量提升了 15.6%。同时，公司通过水务服务平台对各项目进行综合把控，将自来水产销差率降低了 7.58%。

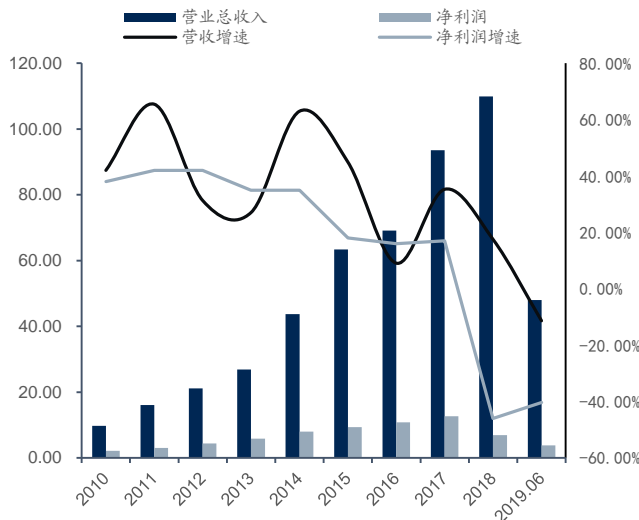
公司在雄安新区设立了水务平台公司雄安浦华水务科技有限公司，并对原水务业务与浦华环保进行合并管理，实现了板块业务内部的战略协同及优势互补。未来雄安浦华水务将作为公司的水务业务平台，积极参与雄安新区的水体保护、污水治理、自来水供应等项目的开发和运营。

再生资源业务收缩，毛利率提升，应收账款问题仍较大，但有望得到改善

再生资源业务实现营收 6.12 亿元，同比-39.63%，在当前市场环境下公司主动缩减了家电的拆解量，毛利率提升 3.15pct 到 32.06%。

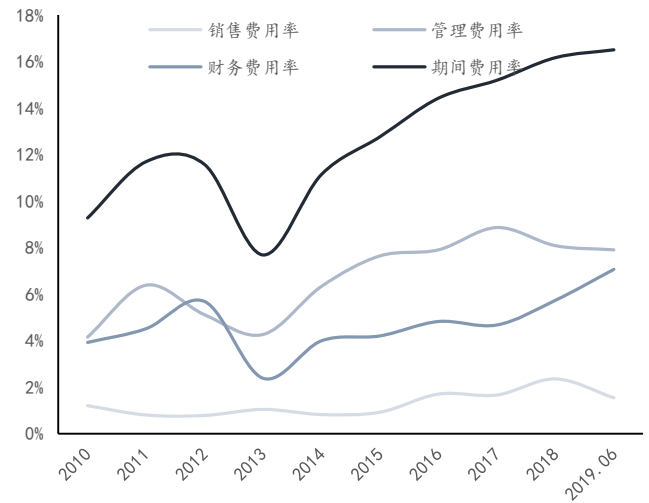
公司再生资源业务应收账款比较大，为财政部废电拆解补贴，约为 26 亿元。从去年开始，政府在加大力度解决拖欠问题，财政部付款频率逐步加快，回款金额逐步加大，有望得到改善。

图 1：公司营收与净利润变化情况



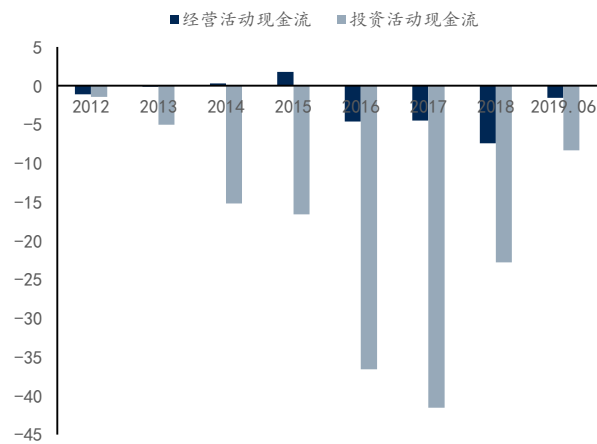
资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 2：公司各项费用率变化情况



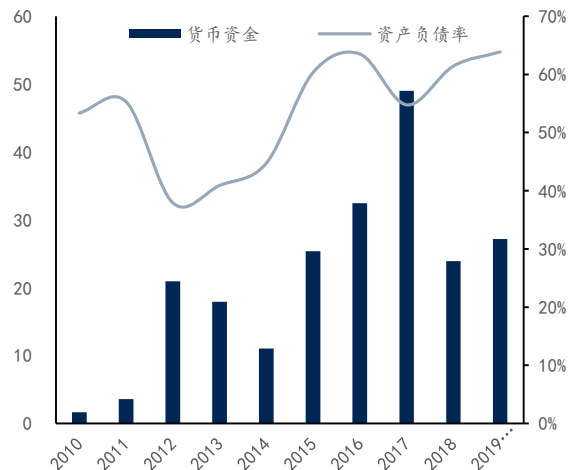
资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 3：经营活动与投资活动现金流净额变化情况



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 4：公司货币资金和资产负债率变化情况



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

表 1: 公司未来三年盈利预测数据表

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入增长率	9.08%	35.30%	17.48%	-2.00%	20.00%	20.00%
营业成本/营业收入	67.12%	69.05%	72.31%	74.50%	74.00%	73.50%
管理费用/营业收入	5.54%	6.64%	4.95%	4.80%	4.80%	4.80%
销售费用/销售收入	1.70%	1.66%	2.35%	2.30%	2.20%	2.20%

资料来源: 国信证券经济研究所预测

表 2: 同类公司估值比较

代码	简称	股价	EPS (元)				PE			总市值 (亿元)	
			2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E		2021E
000826.SZ	启迪桑德	9.93	0.45	0.49	0.71	1.00	23.08	20.2	14.0	9.9	142
可比公司:											
600217.SH	中再资环	5.55	0.23	0.29	0.35	0.42	17.97	18.75	15.32	12.72	77
603386.SH	龙马环卫	15.42	0.87	0.79	0.92	1.07	13.74	16.70	14.44	12.33	46
603568.SH	伟民环保	20.15	1.08	1.00	1.20	1.43	21.23	18.86	15.58	13.12	188
300070.SZ	碧水源	6.50	0.40	0.46	0.54	0.60	19.75	13.11	11.29	10.08	205

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	2390	4000	5926	9147	营业收入	10994	10774	12929	15514
应收款项	6567	5904	7084	8501	营业成本	7950	8027	9567	11403
存货净额	636	648	740	890	营业税金及附加	92	119	142	171
其他流动资产	1514	937	1125	776	销售费用	258	248	284	341
流动资产合计	11108	11489	14875	19314	管理费用	888	841	944	1068
固定资产	16457	16140	16249	16283	财务费用	630	673	731	732
无形资产及其他	8086	7762	7439	7115	投资收益	17	10	10	10
投资性房地产	3432	3432	3432	3432	资产减值及公允价值变动	(265)	(10)	(10)	(10)
长期股权投资	870	895	920	945	其他收入	(115)	0	0	0
资产总计	39953	39718	42915	47089	营业利润	813	868	1260	1799
短期借款及交易性金融负债	3941	2984	2998	3308	营业外净收支	19	20	20	20
应付款项	6183	5061	5782	6951	利润总额	831	888	1280	1819
其他流动负债	5626	6931	7945	9550	所得税费用	142	138	198	282
流动负债合计	15751	14976	16726	19809	少数股东损益	45	49	70	99
长期借款及应付债券	6510	11510	12510	13510	归属于母公司净利润	644	702	1012	1438
其他长期负债	2287	2887	3487	4087					
长期负债合计	8797	14397	15997	17597	现金流量表 (百万元)				
负债合计	24547	29373	32722	37406	净利润	644	702	1012	1438
少数股东权益	450	452	442	409	资产减值准备	251	921	120	38
股东权益	14955	14975	14832	14356	折旧摊销	641	1080	1591	1748
负债和股东权益总计	39953	44799	47996	52170	公允价值变动损失	265	10	10	10
					财务费用	630	673	731	732
关键财务与估值指标					营运资本变动	(780)	2932	995	2194
每股收益	0.45	0.49	0.71	1.00	其它	(291)	(919)	(130)	(71)
每股红利	0.85	0.48	0.81	1.34	经营活动现金流	730	4724	3597	5357
每股净资产	10.45	10.47	10.37	10.03	资本开支	(1581)	(1370)	(1507)	(1507)
ROIC	8%	7%	9%	12%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	4%	5%	7%	10%	投资活动现金流	(1606)	(1395)	(1531)	(1531)
毛利率	28%	26%	26%	27%	权益性融资	115	0	0	0
EBIT Margin	16%	14%	15%	16%	负债净变化	1595	2000	1000	1000
EBITDA Margin	22%	24%	28%	28%	支付股利、利息	(1211)	(682)	(1155)	(1914)
收入增长	17%	-2%	20%	20%	其它融资现金流	(2519)	(957)	14	309
净利润增长率	-49%	9%	44%	42%	融资活动现金流	(1634)	3361	(140)	(604)
资产负债率	63%	67%	69%	72%	现金净变动	(2510)	6691	1926	3221
息率	8.5%	4.8%	8.1%	13.5%	货币资金的期初余额	4900	2390	4000	5926
P/E	22.1	20.2	14.0	9.9	货币资金的期末余额	2390	9081	5926	9147
P/B	0.9	0.9	1.0	1.0	企业自由现金流	(223)	3943	2761	4575
EV/EBITDA	15.8	16.6	13.1	12.1	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

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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032