

启迪桑德 (000826.SZ) 燃气水务行业

评级：买入 维持评级

公司研究

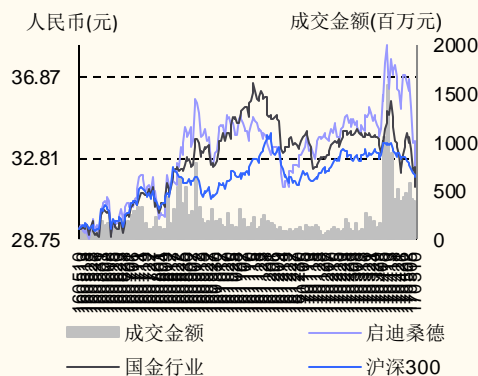
市场价格(人民币)：32.01元

运营项目稳步提升，环卫+PPP 将迎双丰收

长期竞争力评级：高于行业均值高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	847.07
总市值(百万元)	27,346.07
年内股价最高最低(元)	38.43/28.75
沪深 300 指数	3337.70
深证成指	9756.81



公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	1.099	1.266	1.451	1.723	1.963
每股净资产(元)	7.24	9.63	13.95	15.67	17.63
每股经营性现金流(元)	0.20	-0.57	2.01	2.16	2.78
市盈率(倍)	36.04	26.05	22.07	18.58	16.30
行业优化市盈率(倍)	22.16	22.16	22.16	22.16	22.16
净利润增长率(%)	15.77%	16.18%	37.09%	18.77%	13.94%
净资产收益率(%)	15.19%	13.14%	10.39%	10.98%	11.12%
总股本(百万股)	846.54	854.30	1,021.90	1,021.90	1,021.90

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **固废全产业链龙头，收入结构向运营类转变：**公司具备提供固废处置全面解决方案的核心竞争力。公司目标对标国际顶尖环保企业，从环保工程建设转变为环保运营为主。2016 年公司 BOT 项目占比提升至 70%，4 个垃圾焚烧发电项目进入运营阶段，为后续收入持续增加提供保障。同时环卫一体化运营业务快速增长，
- **构建面向全国的环卫网，17 年环卫将大幅贡献利润：**环卫进入市场化关键期，2020 年市场规模可达 2000 亿，复合增速达 10%。公司建立城乡环卫一体化运营体系，以 PPP 模式带动环卫项目的工程建设、设备出售、运营等增值服务，同时公司积极构建环卫云平台。2016 年公司新签 76 个环卫清运项目合约，合同额共计 11.13 亿元，比 2015 年度增长 280.35%；新签年度总额共计 181.46 亿元，比 2015 年增长 244.49%。公司已在河北、河南等 19 个区域实施环卫布局，涉及环卫项目 149 个，清扫面积 2.2 亿平方米，垃圾清运量 1.0 万吨/天。同时，公司再生资源交易平台与环卫平台对接，形成全产业链闭环，进一步增强公司竞争实力。预计到 2018 年公司在全国 31 个省内展开环卫项目 230 个，届时将形成辐射全国的环卫网。预计 17 年环卫业务实现翻倍增长，贡献收入 20 亿，净利润 1.5-2 亿元。
- **传统固废项目储备多，市政 PPP 项目落地加速：**2016 年末公司拥有签约、在建及运营的生活垃圾处理能力合计 2.89 万吨/天，餐厨、畜禽粪便等在有机废物总规模超过 3640 吨/天。17 年垃圾焚烧发电项目，尤其是 PPP 项目将处于集中建设期。目前处于在建期的项目总金额至少 80 亿，同时预计 17 年新建 BOT 项目 4-5 个；考虑到在建期项目平均进度为 60%，因此环保设备将持续增长；而进入运营的项目合计产能将达到 1 万吨/天，因此 17 年传统固废业务增速有望达 18%。2016 年下半年开始，PPP 订单成为新增长点，2016 年合计中标金额 37.2 亿。2017 年 PPP 落地加速，公司不仅中标 6 个 PPP 项目，投资金额预计在 11.4 亿。同时新增静脉产业园、聊城市政 PPP 项目、安源特色小镇共计 3 个框架协议，协议金额达 92.5 亿元。目前公司合计在手 PPP 订单约 141 亿。
- **定增 46.5 亿过会，加强大环卫布局，优化财务结构：**公司定增方案于 2016 年 12 月过会，46.5 亿募集资金中，44%用于环卫业务、20%用于生活垃圾、餐厨垃圾处理业务及其他。定增批文预计 9 月拿到，届时公司财务费用

相关报告

- 1.《业绩增长符合预期，环卫一体化雏形初现-启迪桑德公司点评》，2017.4.19
- 2.《定增过会，拓展环卫蓝海将快速见效-启迪桑德公司点评》，2016.12.29
- 3.《中标管廊项目、定增调整，环卫一体化初衷不改，加速布局-启迪桑...》，2016.12.2
- 4.《环卫初具格局，固废覆盖全产业链-启迪桑德公司点评》，2016.11.1
- 5.《不为浮云遮望眼，只为环卫平台大棋-启迪桑德公司研究》，2016.9.7

苏宝亮 分析师 SAC 执业编号：S1130516010003
(8610)66216815
subaoliang@gjzq.com.cn

陈苗苗 联系人
(8621)60230249
chenmiaomiao@gjzq.com.cn

预计减少 1 亿。充裕资金将有助于公司继续战略扩张，并收购优质国内外资产提升竞争实力和市值空间。另外公司是“清华系”在环保领域布局的重要平台，未来将在项目资源、资金成本等方面具备更大优势。

投资建议

- 公司作为环保固废板块龙头，17 年环卫及 PPP 发力，看好公司内生增长+外延扩张实力，我们预测 2017-2019 年摊薄后的 EPS 分别为 1.45、1.72、1.96，对应 PE 为 22X、19X、16X 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 政策变动风险，例如废旧电器拆解补贴相关、税收优惠相关等；项目推进不及预期，例如由于环评、土地使用等问题造成的项目暂停；应收账款风险；宏观经济下行；大宗商品价格波动不可预见等。

内容目录

全产业链覆盖的综合化环境服务商	
致力于废物资源化和环境保护的可持续发展	
定增：46.5 亿深耕“环卫+生活垃圾、餐厨垃圾处理”	
前期定增调整现已过会，今年上半年有望实施	
定增后启迪科服仍为控股股东，清控系提供协助支持	
看点一：加大布局环卫业务，业绩大幅提升可期	
加速拓展环卫蓝海，积极构建环卫云平台	
看点二：传统固废项目储备多，内生增长 18%	
垃圾焚烧项目在手订单充足，餐厨等垃圾处理稳步推进	
看点三：清控入驻，拿单能力凸显，PPP 业务成为新增长点	1
投资建议	1
风险提示	1

图表目录

图表 1：本次募集资金用途	
图表 2：本次收购前后，控股股东及一致行动人在上市公司的权益变化	
图表 3：本次收购前后，桑德集团及其余新增股东在上市公司的权益变化	
图表 4：定增后，公司股权结构	
图表 5：公司部分环卫项目	
图表 6：2016 年公司环卫业务高速增长	
图表 7：公司拟投资 59 亿，进行环卫建设	
图表 8：预计到 2018 年公司将在全国将新成立基础环卫项目 230 个	
图表 9：公司垃圾焚烧项目订单充足	
图表 10：公司餐厨垃圾处理项目稳步推进	1
图表 11：截止目前 PPP 订单金额合计 141 亿元	1
图表 12：公司分产品预测	1

全产业链覆盖的综合化环境服务商

致力于废物资源化和环境保护的可持续发展

- 公司是 A 股市场最主要的主营业务为固废处理处置的上市公司之一，业务涉及固体废弃物处置系统集成、环保设备研发制造与销售、城乡环卫一体化、再生资源回收与利用及特定区域市政供水、污水处理项目的投资运营服务等诸多领域。
- 以互联网+打造智能环保全产业链，公司已成为综合化市政环保平台，在水务、固废、环卫领域拥有完善的产业链条，可为客户提供从项目投资、工程设计与咨询、技术研发、工程建设、系统集成、设备制造、运营维护等“一站式”服务。

定增：46.5 亿深耕“环卫+生活垃圾、餐厨垃圾处理”

前期定增调整现已过会，今年上半年有望实施

- 公司于 2016 年 12 月 1 日发布公告，对非公开发行股票方案中的“发行数量”、“发行对象和认购方式”和“募集资金金额与用途”进行调整。其中：1) 发行数量由 34246 万股调整为 16761 万股，募集资金相应从近 95 亿元下降至 46.5 亿元；2) 认购对象和数量中，启迪金控退出认购，员工持股计划认购数量不变（仍为不超过 540 万股），其余对象认购数量相应按比例调整；3) 募资用途方面，除环卫一体化平台及服务网络建设项目拟投入本次募资减少（从 59.2 亿减至 10.5 亿元），取消本次募集资金关于环卫办公大楼的用途，其余不变。

图表 1：本次募集资金用途

序号	项目	具体内容	实施主体	投资总额 (亿元)	募资投入 (亿元)
1	环卫一体化平台及服务网络建设项目	-	启迪桑德	59.2	10.5
2	湖北合加环卫车改扩建及环境技术研发中心建设项目	环卫车改扩建项目	全资子公司湖北合加	4.9	4.9
		环境技术研发中心建设项目	全资子公司湖北合加	5.0	4.9
3	垃圾焚烧发电项目	兰陵垃圾发电项目	全资子公司兰清环保	3.7	2.0
		鸡西垃圾发电项目	全资子公司德普环境	4.9	2.2
		辛集垃圾发电项目	全资子公司冀清环保	3.2	2.0
4	餐厨垃圾处理项目	淮南餐厨项目	全资子公司国新生物	1.2	0.5
		淮北餐厨项目	全资子公司国瑞生物	1.3	0.9
		咸阳餐厨项目	全资子公司逸清生物	1.1	0.7
		衡阳餐厨项目	控股子公司凯天再生资源	1.2	0.6
		芜湖餐厨项目	全资子公司桑青生物	1.2	0.5
5	补充流动资金	-	启迪桑德	-	11.8
6	偿还公司部分有息债务	-	启迪桑德	-	5.0
合计				-	46.5

来源：公司公告、国金证券研究所

- 2016 年 12 月 29 日，证监会审核并通过了公司调整后的定增申请。定增批文有望于 17 年三季度获得，资金到位后公司财务费用将大幅下降，利息费用相较 2016 年将至少节约 1 亿元，同时项目建设开展将更加游刃有余。

定增后启迪科服仍为控股股东，清控系提供协助支持

- 本次定增顺利实施后，启迪科服仍为公司控股股东，持股比例降至 16.56%，但新增启迪科服及清控系子公司参股占比 9.43%，合计控股股东及一致行动人持股占比总股本上升至 34.1%。桑德集团通过子公司西藏桑德参股

3.4%，持股比例合计达 15.83%。其余新增参股股东包括：嘉实基金（1.53%）、汇添富基金（1.02%）、邦信资管（0.51%）。

图表 2：本次收购前后，控股股东及一致行动人在上市公司的权益变化

股东名称	本次发行前		本次发行后	
	持股数量 (万股)	占总股本比例	持股数量 (万股)	占总股本比例
启迪科服	16,924.83	19.81%	16,924.83	16.56%
清华控股	5,077.45	5.94%	5,077.45	4.97%
清控资产	2,538.72	2.97%	2,538.72	2.48%
金信华创	676.99	0.79%	676.99	0.66%
启迪投资	-	-	5,841.00	5.72%
启迪绿源	-	-	1,706.00	1.67%
西藏清控	-	-	520.00	0.51%
金信灞海	-	-	1,562.00	1.53%
合计	25,217.99	29.51%	34,846.99	34.10%

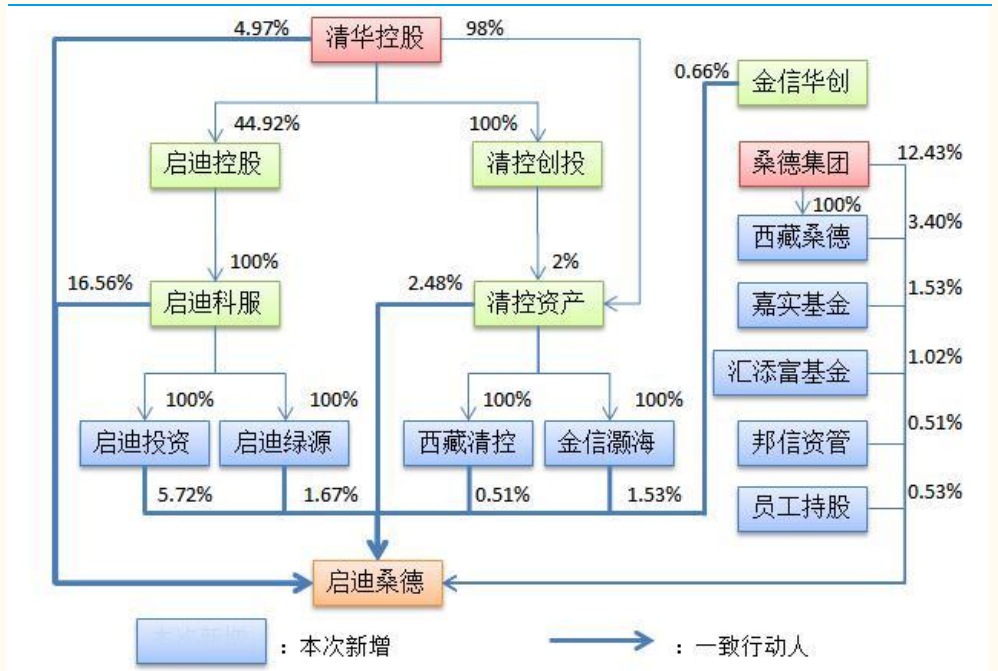
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 3：本次收购前后，桑德集团及其余新增股东在上市公司的权益变化

股东名称	本次发行前		本次发行后	
	持股数量(万 股)	占总股本比例	持股数量(万 股)	占总股本比例
桑德集团	12,704.01	14.87%	12,704.01	12.43%
西藏桑德	-	-	3,470.00	3.40%
嘉实基金	-	-	1,561.00	1.53%
汇添富基金	-	-	1,041.00	1.02%
邦信资管	-	-	520.00	0.51%
员工持股	-	-	540.00	0.53%
合计	12,704.01	14.87%	19,836.01	19.41%

来源：公司公告、国金证券研究所

图表 4：定增后，公司股权结构



来源：公司公告、国金证券研究所

- 清控系的继续增持，无论是在公司治理提升、还是资源获取上，都将给公司带来更多协助和支持。2016 年 10 月，公司与济南市长清区政府签署关于济南环境科技产业园投资战略合作协议，将在产业园“三园两中心”（静脉产业园+环卫产业园+再生资源产业园+环保装备制造及交易中心+产业服务中心）近 93 亿元投资中展开全面深入合作，其中包含 60 亿元绿色产业基金融资。目前公司另有 4 个产业园项目，计划总投资超过 80 亿元，分别是湖南静脉产业园、魏县循环经济产业园、鸡西市生态环保产业园、讷河市环保产业园，其中鸡西产业园生活垃圾焚烧发电项目已经包含在本次募资用途规划中。

看点一：加大布局环卫业务，业绩大幅提升可期

加速拓展环卫蓝海，积极构建环卫云平台

- 环卫服务市场超千亿，预计未来仍将保持 10%以上增速。据相关测算，2015 年我国城市道路清扫、垃圾清运、公厕管理市场规模分别达 920 亿元、180 亿元和 150 亿元，合计达 1250 亿元。未来随人口增长、城镇化率提升及交通基础设施扩建导致环卫服务范围拓展及质量提升、环卫单价上涨，2020 年环卫市场空间有望 2000 亿元，复合增长率达 10%。
- 加速布局环卫蓝海，环卫业务高速增长。环卫服务年市场空间逾千亿，预计环卫市场未来仍将保持 10%以上的增速。环卫市场尚处于初期发展阶段，行业集中度低。鉴于环卫服务具有一定的排他性，近年来公司加速扩展环卫蓝海市场，2016 年，公司环卫业务呈现高速增长，2016 年度公司新取得的 76 个环卫清运项目合约，新签年度合同额共计 11.13 亿元，比 2015 年度增长 280.35%，新签年度总额共计 181.46 亿元，比 2015 年增长 244.49%。公司目前已在河北、河南等 19 个省、自治区实施环卫清扫保洁及垃圾中转运输的业务布局，并形成 8 个区域性管理中心，涉及环卫项目 149 个，清扫保洁面积 2.2 亿平方米，垃圾清运量 1.0 万吨/天。

图表 5：公司部分环卫项目

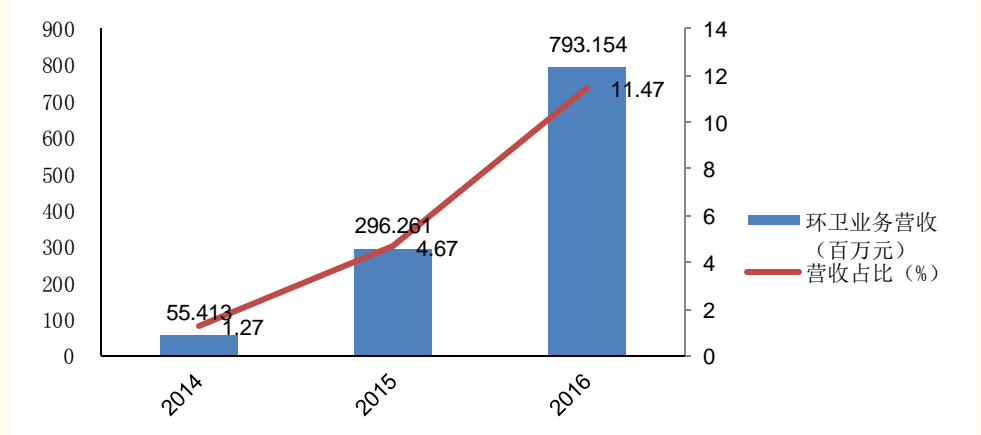
签约年份	序号	项目名称
2014	1	北京通州董村垃圾综合处理厂成套设备
	2	河北高碑店市垃圾机械生物综合处理厂垃圾分选成套设备
	3	河北唐山迁安市环卫一体化项目
	4	湖北宜昌西陵区环卫一体化项目
	5	安徽蚌埠淮上区环卫一体化项目
	6	河北邢台宁晋县环卫一体化项目
	7	广西崇左扶绥县生活垃圾综合处理厂垃圾分选成套设备
	8	中央电视台新园区垃圾中转站工程
	9	国家体育场零层南、北垃圾中转站工程
	10	河北省宁晋县城乡环卫一体化项目
2015	11	辽宁营口经济技术开发区环卫一体化项目
	12	山东临沂郯城四个乡镇环卫一体化项目
	13	湖南株洲攸县环卫项目
	14	吉林火车站前广场环卫项目
	15	江苏苏州太湖新城环卫项目
	16	山东济宁鱼台县环卫项目
	17	山东滨州无棣县环卫一体化项目
	18	山东青岛平度市主城区环卫项目
	19	安徽亳州市产业园环卫项目
	20	河北保定高新区环卫项目
	21	辽宁抚顺市各乡镇垃圾中转站项目
	22	湖南郴州永兴县垃圾中转站项目
	23	湖南永兴县环卫项目
	24	江苏淮安洪泽县生活垃圾中转站项目
	25	苏州环卫运营项目
	26	禹城市中心城区清扫保洁、垃圾收集清运和垃圾压缩转运处理项目特许经营协议
	27	日照岚山区城乡环卫一体化项目
	28	巨鹿县城乡环卫一体化特许经营协议
2016	29	海城市生活垃圾焚烧发电及环卫一体化 PPP 项目
	30	盐湖区乡村环卫一体化项目特许经营协议
	31	蚌埠市市容环卫市场化项目
	32	乌海市海勃湾区城乡环卫一体化 PPP 项目特许经营协议
	33	察右后旗人民政府签约环卫一体化项目
	34	咸宁市城区环卫作业市场化项目
	35	通辽市科尔沁区城乡环卫一体化项目
	36	通辽市科尔沁区镇村生活垃圾综合整治项目
	37	淄博市博山区城乡环卫一体化特许经营协议
2017	38	道县城乡环境卫生设施一体化 PPP 项目合同
	39	乌海市乌达区城乡环卫一体化 PPP 项目

来源：公司公告，国金证券研究所

- 2016 年环卫营收占比 11.47%，为 7.93 亿，同比增长 167.72%。报告期内环卫业务市场大步开拓，新纳入 13 家环卫公司并表，环卫一体化运营网络

初具规模，业务增量使得营收大幅增加。

图表 6：2016 年公司环卫业务高速增长



来源：wind，国金证券研究所

- 拟投资 59 亿，积极构建环卫云平台，环卫业务业绩贡献可期。公司拟投资 59 亿元进行环卫一体化平台及服务网络建设项目，项目建设内容包括环卫一体化项目平台建设运营部署、环卫云中心建设运营部署，项目效益测算按 3 年建设期及 8 年运营期限计算，税后内部收益率为 10.53%，投资回收 6.96 年。

图表 7：公司拟投资 59 亿，进行环卫建设

序号	项目建设内容	项目投资预估金额 (万元)	拟通过本次募集资金投入金额 (万元)
1	环卫一体化项目平台建设运营部署	522,731.90	95,966.10
2	环卫云中心建设运营部署	60,000.00	-
	环卫云中心建筑设施	5,000	5,000
	云数据中心硬件设施	4,000	4,000
	环卫云平台研发及部署		
合计		591,731.90	104,966.10

来源：公司公告，国金证券研究所

- 预计到 2018 年公司将在全国新成立基础环卫运营项目 230 个，届时将形成辐射全国的环卫网，提升品牌影响力。

图表 8：预计到 2018 年公司将在全国将新成立基础环卫项目 230 个

地区	项目公司数量 (个)
华东地区 (包括山东、江苏、安徽、浙江、福建、上海)	47
华南地区 (包括广东、广西、海南)	16
华中地区 (包括湖北、湖南、河南、江西)	72
华北地区 (包括北京、天津、河北、山西、内蒙古)	39
西北地区 (包括宁夏、新疆、青海、陕西、甘肃)	9
西南地区 (包括四川、云南、贵州、西藏、重庆)	18
东北地区 (包括辽宁、吉林、黑龙江)	29
合计	230

来源：公司公告，国金证券研究所

- 一方面，鉴于环卫项目建设期短，项目合同签订后 3~6 个月内即可运营产

生收入，而公司环卫项目大多为 PPP 项目，一般按月结算，具有充裕的现金流。另一方面，通过构建环卫云平台，可实现对环卫服务所涉及各类设施运营及人员作业进行全过程实时监管，实现环卫业务全过程的智能化、精细化管理，降低环卫运营成本，提高管理效率，提高环卫运营服务能力。充裕的现金流+高效的环卫运营服务能力保障环卫项目贡献业绩可期。

- 按照环卫项目平均收入 2000 万/年计算，2017 年环卫收入目标 20 亿元，同时有包含 CPI 的环卫服务费涨价公式做保障，按照目前环卫净利润 5-10% 计算，将新增净利润 1.5 亿元。预计 17 年环卫业务实现营收 20 亿，增长 50-60%，贡献利润 1.5 亿。

看点二：传统固废项目储备多，内生增长 18%

垃圾焚烧项目在手订单充足，餐厨等垃圾处理稳步推进

垃圾焚烧发电行业发展空间达千亿。“十三五”政策要求，全国 2020 年垃圾焚烧发电处理能力要达到 52.04 万吨/日，较 2015 年的 23.52 万吨/日存在 28.52 万吨/日的发展空间。按照垃圾焚烧项目单吨投资 50 万元估算，则对应投资额将达到 1426 亿元。

公司作为国内垃圾焚烧发电行业的第一梯队，截至 16 年末公司签约、在建及运营的合计拥有生活垃圾处理能力 2.89 万吨/天，目前公司垃圾焚烧发电项目在建规模为 1.5 万吨/日，总投资额为 67.9 亿，垃圾焚烧发电项目目前整体完成率为 54%（包括筹建项目），在建、筹建项目中未完成金额合计约 52.57 亿元。

另外，餐厨垃圾处理方面，截至 16 年年末公司，餐厨、畜禽粪便等在有机废物总规模超过 3640 吨/天。

- 垃圾焚烧项目订单充足，餐厨垃圾处理稳步推进，项目的运营及开工建设为未来运营收入的持续增加奠定了良好的基础，预计 17 年内生增速为 8%。

图表 9：公司垃圾焚烧项目订单充足

签约年份	序号	项目名称	项目建设投资总额 (亿元)	项目规模 (t/d)	16 年累计投入金额 (元)	16 年项目进度
2011	1	临朐县生活垃圾处理项目	2.67	600	332,897,154.50	100.00%
	2	双城市生活垃圾处理项目	2.02	600	253,151,167.86	50.63%
2012	3	德惠市生活垃圾焚烧发电项目	3.65	800	310,954,139.02	85.20%
	4	涟水县生活垃圾处理项目	3.64	700		100.00%
	5	重庆市开县生活垃圾处理项目	3.3	600	398,828,675.92	100.00%
	6	巨鹿县生活垃圾处理项目	7.52	2000	731,014,818.91	97.19%
	7	辛集市生活垃圾处理项目	3.18	600	315,286,040.68	99.28%
2013	8	安新县生活垃圾等城市固体废弃物综合处理项目	1.16		176,394,678.06	77.71%
	9	洪湖市生活垃圾处理项目	4	800	180,503,066.68	45.13%
	10	沂水县生活垃圾处理项目	2.46	600	262,045,943.37	77.45%
	11	临清市生活垃圾处理项目	2.25	800	251,829,251.38	91.60%
	12	亳州市生活垃圾焚烧发电厂及污泥处理项目	2.9	1200	451,432,277.09	100.00%
2014	13	河北魏县生活垃圾焚烧发电项目	3.83	800	264,847,849.95	70.52%
	14	迁安市城乡垃圾清运焚烧一体化 BOT 项目	2.96	800	-	29.00%

	15	镇平县生活垃圾焚烧发电项目	3.6	800	164,873,935.93	45.80%
	16	营口经济技术开发区生活垃圾处理项目	4	800		100.00%
	17	成武县生活垃圾焚烧发电 BOT 项目	3.07	700	197,231,709.75	64.21%
2015	18	河南尉氏县生活垃圾焚烧发电 PPP 项目	3.99	800	166,534,499.15	41.63%
	19	鸡西环保生态产业园项目	4.9	1200	410,477,900.00	83.82%
	20	讷河市环保产业园项目	3	600		
	21	天门市生活垃圾焚烧发电项目	4.3	800	158,702,728.24	37.00%
	22	新邵县生活垃圾焚烧发电项目	4.4	700	154,365,774.24	24.00%
	23	兰陵县生活垃圾焚烧发电项目	3.69	900	241,381,393.74	65.44%
	24	楚雄市生活垃圾处理项目	3.5	700	294,521,370.29	84.15%
	25	溆浦县生活垃圾焚烧发电项目	4	800		29.00%
	26	海城市生活垃圾焚烧发电项目	5	1000		尚在筹建期
	27	运城市盐湖区生活垃圾焚烧发电项目	5	900		尚在筹建期
	28	兴平市生活垃圾焚烧发电项目	5	1000		尚在筹建期
2016	29	白城市生活垃圾焚烧发电项目	4	700		尚在筹建期
	30	潘阳县生活垃圾填埋场 PPP 项目	0.63	260		尚在筹建期
	31	晋宁县生物质能项目	2	1000		尚在筹建期
	32	青州市生活垃圾焚烧发电项目	4.8	800		尚在筹建期
	垃圾发电项目合计		114.42	25360		--

来源：公司公告、国金证券研究所 注：不完全统计

图表 10：公司餐厨垃圾处理项目稳步推进

签约年份	序号	项目名称	项目投资总额 (亿元)
2013	1	淮南市餐厨垃圾收集处置项目	1.2
	2	金华市餐厨废弃物资源化利用和无害化处理项目	0.89
	3	淮北市餐厨垃圾收运与处置项目	1.3
	4	焦作市餐厨废弃物处置项目	0.66
2014	5	咸阳市城区餐厨废弃物资源化利用和无害化处理项目	1.1
	6	毕节市餐厨废弃物资源化利用和无害化处理项目	0.68
	7	衡阳市餐厨废弃物资源化利用和无害化处理项目	1.75
	8	芜湖市餐厨废弃物处置特许经营权 BOO 项目	1.16

	9	塞北管理区牛粪资源化利用工程项目	2.2
2015	10	讷河市环保产业园项目	0.7
	11	赣州市餐厨废弃物资源化利用和无害化处理项目	1.03
	12	成都市中心城区餐厨垃圾无害化处理项目（二期）	1.28
2016	13	拉萨市餐厨废弃物资源化利用和无害化处理项目	1.3
	14	齐齐哈尔餐厨垃圾处理项目	0.93
	15	长治市餐厨废弃物资源化利用和无害化处理项目	0.4
2017	16	长治市污泥餐厨垃圾处置 PPP 项目	1.38
		餐厨、污泥垃圾处理项目合计	19.12

来源：公司公告，国金证券研究所注：不完全统计

看点三：清控入驻，拿单能力凸显，PPP 业务成为新增长点

- 清华系入驻以来，公司拿单能力凸显，2016 年以来，公司中标多个 PPP 项目。2017 年 PPP 落地加速，公司不仅中标 PPP 项目 6 个，投资金额预计在 32 亿，同时新增黄冈市静脉产业园、山东省聊城江北水城旅游度假区市政环保 PPP 项目、萍乡市安源区“红色安源美丽乡村文旅特色小镇”项目共计 3 个框架协议，协议金额达 92.5 亿元。目前，公司合计在手 PPP 订单约 141 亿元。
- 公司中标的 PPP 项目涉及环卫、传统固废处置、污水处理、市政等多个方面。2016 年 10 月财政部发布的《关于在公共服务领域深入推进政府和社会资本合作工作的通知》中明确指出，“垃圾处理、污水处理等较为成熟的公共服务领域项目，将强制采用 PPP 模式”。加之清控强势入驻，未来协助公司加强拿单能力，我们预计 2017 年公司将有更多 PPP 项目持续落地，PPP 业务有望成为新增长点。

图表 11：截止目前 PPP 订单金额合计 141 亿元

签订年份	序号	项目名称	投资项目涉及业务	项目总投资（亿元）
	1	海城市生活垃圾焚烧发电及环卫一体化 PPP 项目	环卫	3
	2	乌海市海勃湾区城乡环卫一体化 PPP 项目特许经营协议	环卫	1.59
	3	乌海市海勃湾区市政基础设施改造工程 PPP 项目	市政	1.45
	4	咸宁市城区环卫作业市场化项目	环卫	0.51
2016	5	陕西咸阳兴平市生活垃圾焚烧发电项目	垃圾焚烧发电	5
	6	鄱阳县生活垃圾卫生填埋场 PPP 项目特许经营协议	垃圾填埋	0.625
	8	和龙边境经济合作区 2015-2018 年地下综合管廊建设项目	市政	3.5
	9	兴平市生态湿地综合项目配套基础设施 PPP 项目	市政	12.46
	10	湖南省永州市 S354 道县至湘源温泉公路 PPP 项目	市政	4.27
	11	青州市生活垃圾综合处理改建焚烧发电 PPP 项目特许经营协议	垃圾焚烧发电	4.8
2017	12	长治市污泥餐厨垃圾处置 PPP 项目	污泥餐厨处置	1.38
	13	道县城乡环境卫生设施一体化 PPP 项目合同	环卫	1.6
	14	乌海市乌达区城乡环卫一体化 PPP 项目	环卫	-
	15	黄冈市静脉产业园项目合作框架协议	综合	50

16	咸宁高新区三期污水处理厂建设 PPP 项目	污水处理	1.58
17	山东省聊城江北水城旅游度假区市政环保 PPP 项目框架协议	综合	20
18	萍乡市安源区“红色安源美丽乡村文旅特色小镇”项目投资合作框架协议书	综合	22.5
19	吉首市改善农村人居环境建设工程 PPP 项目--生活垃圾无害化处理厂、传统村落保护工程及乡镇人居环境改善配套设施建设工程 PPP 项目合同	综合	4.4
20	吉首市改善农村人居环境建设工程 PPP 项目--乡村绿道工程 PPP 项目合同	综合	2.4
合计 (亿元)			141.065

来源：公司公告，国金证券研究所

投资建议

- 公司作为环保固废板块龙头，17 年环卫及 PPP 发力，看好公司强大的内生增长+外延扩张实力，我们预测 2017-2019 年摊薄后的 EPS 分别为 1.45、1.72、1.96，对应 PE 为 22X、19X、16X 倍，维持“买入”评级。

图表 12：公司分产品预测

单位：百万元	2014	2015	2016	2017E	2018E
市政施工					
销售收入	3,107.26	3,768.72	2,315.24	2500.46	2725.50
增长率 (YOY)	53.9%	21.3%	-38.6%	8%	9%
毛利率	35.1%	34.2%	33.7%	33.6%	33.5%
固体废物处理业务					
销售收入	404.34	95.56	118.66	147.49	183.93
增长率 (YOY)	2777.9%	-76.4%	24.2%	24.3%	24.7%
毛利率	5.8%	19.7%	15.3%	15.2%	15%
再生资源业务					
销售收入	-	995.72	1,431.42	1531.62	1638.83
增长率 (YOY)	-	-	43.8%	7%	7%
毛利率	-	2.2%	10.1%	10.2%	10.3%
环保设备安装及技术咨询					
销售收入	459.21	816.84	1,817.54	2453.68	3189.78
增长率 (YOY)	45.3%	77.9%	122.5%	35%	30%
毛利率	56.3%	51.3%	55.3%	55.2%	55.1%
污水处理与自来水供应收					
销售收入	340.78	358.30	418.99	456.70	498.72
增长率 (YOY)	3.4%	5.1%	16.9%	9.0%	9.2%
毛利率	33.5%	34.4%	40.5%	41%	42%
环卫业务					
销售收入	55.41	296.26	793.15	2,062.19	3,505.72
增长率 (YOY)		434.7%	167.7%	160%	70%
毛利率	26.5%	19.7%	17.6%	16%	16%
其他业务					
销售收入	7.29	9.19	21.55	26.94	33.67

增长率 (YOY)	22.9%	26.1%	134.5%	25%	25%
毛利率	95.2%	73.6%	73.2%	73%	73%
合计					
销售收入	4,374.30	6,340.59	6,916.56	9,179.08	11,776.15
增长率 (YOY)	63.0%	45.0%	9.1%	32.7%	28.3%
毛利率	34.49%	30.54%	32.88%	31.70%	31.10%

来源：公司历年年报，国金证券研究所

风险提示

- 政策变动风险，例如废旧电器拆解补贴相关、税收优惠相关等；项目推进不及预期，例如由于环评、土地使用等问题造成的项目暂停；应收账款风险；宏观经济下行；大宗商品价格波动不可预见等。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	4,374	6,341	6,917	9,179	11,776	14,329	货币资金	1,103	2,539	3,247	3,200	3,200	3,200
增长率		45.0%	9.1%	32.7%	28.3%	21.7%	应收账款	2,842	2,630	3,143	4,035	5,156	6,272
主营业务成本	-2,865	-4,404	-4,642	-6,269	-8,114	-9,904	存货	279	431	460	618	800	977
%销售收入	65.5%	69.5%	67.1%	68.3%	68.9%	69.1%	其他流动资产	335	351	785	985	1,249	1,450
毛利	1,509	1,936	2,274	2,910	3,662	4,424	流动资产	4,559	5,952	7,635	8,838	10,405	11,899
%销售收入	34.5%	30.5%	32.9%	31.7%	31.1%	30.9%	%总资产	47.7%	37.6%	33.3%	29.8%	28.9%	28.2%
营业税金及附加	-44	-70	-76	-101	-130	-158	长期投资	100	163	425	465	515	575
%销售收入	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	固定资产	2,983	7,201	11,086	15,321	19,306	23,164
营业费用	-36	-58	-117	-167	-224	-272	%总资产	31.2%	45.4%	48.3%	51.7%	53.6%	54.8%
%销售收入	0.8%	0.9%	1.7%	1.8%	1.9%	1.9%	无形资产	1,685	2,316	3,274	4,509	5,270	6,099
管理费用	-277	-484	-546	-744	-977	-1,204	非流动资产	4,989	9,897	15,309	20,795	25,597	30,342
%销售收入	6.3%	7.6%	7.9%	8.1%	8.3%	8.4%	%总资产	52.3%	62.4%	66.7%	70.2%	71.1%	71.8%
息税前利润 (EBIT)	1,152	1,324	1,535	1,899	2,331	2,791	资产总计	9,549	15,849	22,944	29,633	36,002	42,240
%销售收入	26.3%	20.9%	22.2%	20.7%	19.8%	19.5%	短期借款	190	1,224	2,942	1,929	4,649	6,955
财务费用	-175	-266	-333	-201	-281	-458	应付款项	764	2,609	3,222	4,380	5,644	6,921
%销售收入	4.0%	4.2%	4.8%	2.2%	2.4%	3.2%	其他流动负债	1,550	3,489	5,040	5,255	5,377	5,523
资产减值损失	-46	-17	-12	-18	-23	-14	流动负债	2,504	7,321	11,203	11,565	15,670	19,398
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	153	574	2,053	2,553	3,053	3,553
投资收益	-6	9	12	12	13	12	其他长期负债	1,617	1,669	1,316	1,100	1,100	1,100
%税前利润	n.a	0.8%	0.9%	0.7%	0.6%	0.5%	负债	4,273	9,565	14,572	15,218	19,823	24,051
营业利润	926	1,049	1,202	1,692	2,040	2,331	普通股股东权益	5,183	6,129	8,228	14,269	16,030	18,036
营业利润率	21.2%	16.5%	17.4%	18.4%	17.3%	16.3%	少数股东权益	93	154	144	146	149	153
营业外收支	17	60	97	90	80	85	负债股东权益合计	9,549	15,849	22,944	29,633	36,002	42,240
税前利润	943	1,109	1,299	1,782	2,120	2,416	比率分析						
利润率	21.6%	17.5%	18.8%	19.4%	18.0%	16.9%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-148	-175	-216	-298	-356	-406	每股指标						
所得税率	15.7%	15.7%	16.6%	16.7%	16.8%	16.8%	每股收益	0.953	1.099	1.266	1.451	1.723	1.963
净利润	795	935	1,084	1,484	1,764	2,010	每股净资产	6.144	7.240	9.631	13.951	15.673	17.634
少数股东损益	-9	4	2	2	3	4	每股经营现金净流	0.033	0.201	-0.572	2.008	2.161	2.776
归属于母公司的净利润	804	931	1,081	1,482	1,761	2,006	每股股利	4.374	4.374	6.171	0.000	0.000	0.000
净利率	18.4%	14.7%	15.6%	16.2%	15.0%	14.0%	回报率						
							净资产收益率	15.51%	15.19%	13.14%	10.39%	10.98%	11.12%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	8.42%	5.87%	4.71%	5.00%	4.89%	4.75%
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	投入资本收益率	13.66%	11.64%	8.91%	7.95%	7.80%	7.82%
净利润	795	935	1,084	1,484	1,764	2,010	增长率						
少数股东损益	-9	4	2	2	3	4	主营业务收入增长率	62.99%	44.95%	9.08%	32.71%	28.29%	21.67%
非现金支出	190	207	276	295	397	487	EBIT增长率	48.63%	14.86%	15.97%	23.67%	22.79%	19.72%
非经营收益	185	255	341	168	254	428	净利润增长率	37.28%	15.77%	16.18%	37.09%	18.77%	13.94%
营运资金变动	-1,143	-1,228	-2,189	106	-204	-86	总资产增长率	28.22%	65.97%	44.77%	29.16%	21.49%	17.33%
经营活动现金净流	28	170	-489	2,054	2,210	2,839	资产管理能力						
资本开支	-1,276	-1,256	-2,809	-5,636	-5,045	-5,073	应收账款周转天数	197.6	149.1	136.8	140.0	140.0	140.0
投资	-192	-385	-691	-40	-50	-60	存货周转天数	22.7	29.4	35.0	36.0	36.0	36.0
其他	-51	-20	-161	12	13	12	应付账款周转天数	53.7	90.5	139.1	140.0	140.0	140.0
投资活动现金净流	-1,520	-1,661	-3,661	-5,664	-5,082	-5,121	固定资产周转天数	52.5	56.2	91.0	97.8	97.5	94.3
股权募资	58	52	1,187	4,559	0	0	偿债能力						
债权募资	1,056	3,263	4,196	-729	3,220	2,806	净负债/股东权益	14.02%	12.05%	32.79%	15.82%	33.99%	45.66%
其他	-336	-516	-663	-268	-348	-524	EBIT利息保障倍数	6.6	5.0	4.6	9.4	8.3	6.1
筹资活动现金净流	779	2,798	4,721	3,563	2,872	2,282	资产负债率	44.75%	60.35%	63.51%	51.35%	55.06%	56.94%
现金净流量	-713	1,307	571	-47	0	0							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	1	18
增持	0	0	0	0	1
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	1.00	1.05

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0= 增持； 2.01~3.0= 中性
3.01~4.0= 减持

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-08-14	买入	31.42	42.00~45.00
2	2016-09-07	买入	35.43	44.00~45.00
3	2016-11-01	买入	34.78	45.00~46.00
4	2016-12-02	买入	32.98	N/A
5	2016-12-29	买入	32.48	45.00~46.00
6	2017-04-19	买入	37.43	N/A

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15% 以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5% 以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用;非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD