

## 定增获批，突破资金掣肘，驶入发展快车道

■ **定增获批**：据公司公告，公司6月8日收到证监会批复，核准公司非公开发行不超过1.68亿股新股。公司定增已于2016年12月过会，过会方案为以27.75元/股发行不超过1.68亿股。因发生派息，增发过会后增发价格和增发数量有所调整，但调整后方案募集金额始终为“不超过46.5亿元”，此次批复应是基于2016年12月过会方案做出。预计公司最终发行方案为最新调整方案：以27.39元/股价格发行不超过16975万股，募集资金不超过46.5亿元。

■ **突破资金掣肘，业务拓展有望加速**：由于环保工程EPC或PPP等模式对于公司资本开支的要求较高，资金是公司业务拓展的重要因素之一，2016年公司财务费用达到3.33亿元。此次募集资金规模较大，若以募集资金替换前期投入，按5%的短期借款利率计算，2017年公司可直接降低财务费用1.16亿元，2018年降低财务费用2.33亿元。在资金充沛的条件下，公司也可更大程度上调用资金撬动更多的PPP订单，带来市政工程板块的业绩提升。

■ **清华系股东持股比例进一步增加，进一步提升项目承接能力**：启迪投资、启迪绿源、西藏清控等清华系公司将参与此次定增，定增之后，启迪科服控制股权比例由29.51%上升至34%以上，启迪科服控股股东地位增强，有望进一步提升公司项目承接能力。清华系股东2015年入主公司，2016年，公司开始进入市政基础设施建设PPP项目领域，之后不断斩获大额PPP订单，项目承接能力不断提升，公司2017年新签约、中标PPP项目23.5亿元，新增框架协议112.5亿元，清华系股东为公司带来的国企背景以及实力提升不断彰显。

■ **环卫业务快速扩张，固废全产业链打造加速**：公司自2014年布局城乡一体化以来，环卫业务发展迅速。2016年，公司环卫业务实现收入7.9亿元，同比增长168%，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，同比增长280.35%，新签年度总额共计181.46亿元，同比增长244.49%。公司环卫项目目前已覆盖19个省并形成8个区域性管理中心，涉及环卫项目149个。公司环卫业务有望进入扩张快车道，据公司公告，公司此次定增募资中的10.5亿将用于环卫一体化相关项目投资，加速环卫业务扩张。环卫业务是固废的入口，公司积极发展环业务，有望和公司下游固废处理、再生资源以及云平台形成有机联动，共同打造固废全产业链，进一步巩固公司固废全产业链龙头地位。

■ **投资建议**：随着清华系股东增持公司股份，清华控股实际控制人地位进一步稳固，看好公司借助清华系平台效应和国资背景进一步巩固自身固废龙头地位，并在PPP项目订单上取得更大突破。公司积极布局环卫领域，规模扩张迅速，打造固废全产业链，未来发展空间值得

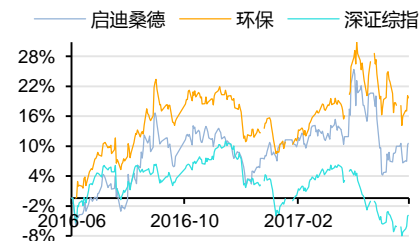
投资评级 **买入-A**  
维持评级

6个月目标价：**42元**  
股价(2017-06-08) **33.69元**

### 交易数据

总市值(百万元)	28,781.29
流通市值(百万元)	28,537.78
总股本(百万股)	854.30
流通股本(百万股)	847.07
12个月价格区间	29.05/38.43元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.13	7.05	14.92
绝对收益	0.81	-1.41	11.49

**邵琳琳** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1450513080002  
shaoll@essence.com.cn  
021-35082107

**周喆** 报告联系人  
zhouzhe@essence.com.cn  
021-35082029

### 相关报告

启迪桑德：年报业绩符合预期，继续看好清华系股东对公司支持力度进一步提升/邵琳琳	2017-04-19
启迪桑德：2017年01月09日公司深度分析/邵琳琳	2017-01-09
启迪桑德：调整定增方案，固废龙头加速布局/邵琳琳	2016-12-01

期待。我们预计公司 2017~2019 年 EPS 分别为 1.39 元、1.88 元和 2.26 元，对应 PE 为 24.3x、17.9x 和 14.9x，给予“买入-A”投资评级，6 个月目标价 42 元。

■风险提示：项目推进不及预期，定增进度不及预期。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	6,340.6	6,916.6	12,403.2	14,294.1	15,111.9
净利润	930.7	1,081.4	1,419.2	1,924.0	2,309.4
每股收益(元)	1.09	1.27	1.39	1.88	2.26
每股净资产(元)	7.17	9.63	8.43	10.04	11.97

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	30.9	26.6	24.3	17.9	14.9
市净率(倍)	4.7	3.5	4.0	3.4	2.8
净利润率	14.7%	15.6%	11.4%	13.5%	15.3%
净资产收益率	15.2%	13.1%	16.4%	18.7%	18.8%
股息收益率	0.4%	0.6%	0.5%	0.8%	1.0%
ROIC	19.3%	18.9%	19.0%	13.2%	23.8%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	6,340.6	6,916.6	12,403.2	14,294.1	15,111.9	<b>成长性</b>					
减:营业成本	4,404.2	4,642.2	8,909.2	10,220.5	10,827.2	营业收入增长率	45.0%	9.1%	79.3%	15.2%	5.7%
营业税费	69.9	75.8	129.6	151.5	157.9	营业利润增长率	13.4%	14.6%	33.1%	37.7%	20.3%
销售费用	58.3	117.3	109.9	130.1	137.1	净利润增长率	15.8%	16.2%	31.2%	35.6%	20.0%
管理费用	484.5	546.1	904.1	1,087.5	1,148.1	EBITDA 增长率	21.0%	19.5%	45.0%	13.6%	4.6%
财务费用	266.1	333.1	748.3	500.6	191.5	EBIT 增长率	19.5%	16.7%	52.9%	15.2%	5.1%
资产减值损失	17.3	12.0	10.6	11.3	11.3	NOPLAT 增长率	19.4%	15.5%	54.8%	15.2%	5.2%
加:公允价值变动收益	0.2	-0.1	-1.0	0.4	0.1	投资资本增长率	17.9%	54.2%	65.1%	-41.6%	57.5%
投资和汇兑收益	8.7	11.9	8.8	9.8	10.2	净资产增长率	19.1%	33.2%	4.8%	18.8%	19.0%
<b>营业利润</b>	1,049.2	1,202.0	1,599.3	2,202.8	2,649.0	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	60.3	97.2	79.1	78.9	85.1	毛利率	30.5%	32.9%	28.2%	28.5%	28.4%
<b>利润总额</b>	1,109.5	1,299.2	1,678.4	2,281.7	2,734.0	营业利润率	16.5%	17.4%	12.9%	15.4%	17.5%
减:所得税	174.7	215.6	261.3	354.6	423.0	净利润率	14.7%	15.6%	11.4%	13.5%	15.3%
<b>净利润</b>	930.7	1,081.4	1,419.2	1,924.0	2,309.4	EBITDA/营业收入	23.7%	26.0%	21.0%	20.7%	20.5%
						EBIT/营业收入	20.7%	22.2%	18.9%	18.9%	18.8%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	固定资产周转天数	46	70	49	41	37
货币资金	2,539.4	3,247.4	992.3	1,886.1	1,209.0	流动营业资本周转天数	-44	-171	-12	-9	-18
交易性金融资产	1.5	2.2	1.2	1.6	1.7	流动资产周转天数	298	354	280	242	246
应收账款	2,622.7	3,134.6	8,478.5	4,053.2	9,272.4	应收账款周转天数	155	150	169	158	159
应收票据	7.8	8.4	13.3	14.2	16.0	存货周转天数	20	23	21	22	22
预付账款	320.9	589.7	1,161.8	658.1	1,402.1	总资产周转天数	721	1,010	718	611	589
存货	430.7	459.5	957.8	786.5	1,095.7	投资资本周转天数	355	448	402	344	309
其他流动资产	28.8	193.0	85.1	102.3	126.8	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	15.2%	13.1%	16.4%	18.7%	18.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	5.9%	4.7%	5.3%	8.7%	8.4%
长期股权投资	140.5	367.4	367.4	367.4	367.4	ROIC	19.3%	18.9%	19.0%	13.2%	23.8%
投资性房地产	-	37.8	37.8	37.8	37.8	<b>费用率</b>					
固定资产	976.3	1,724.5	1,651.7	1,579.0	1,506.2	销售费用率	0.9%	1.7%	0.9%	0.9%	0.9%
在建工程	6,224.6	9,361.7	9,361.7	9,361.7	9,361.7	管理费用率	7.6%	7.9%	7.3%	7.6%	7.6%
无形资产	1,926.0	2,588.9	2,401.8	2,214.8	2,027.7	财务费用率	4.2%	4.8%	6.0%	3.5%	1.3%
其他非流动资产	629.4	1,228.5	991.4	981.4	1,019.7	三费/营业收入	12.8%	14.4%	14.2%	12.0%	9.8%
<b>资产总额</b>	15,848.7	22,943.6	26,501.7	22,044.1	27,444.2	<b>偿债能力</b>					
短期债务	699.2	1,924.0	4,923.5	-	546.1	资产负债率	60.4%	63.5%	66.9%	52.7%	54.8%
应付账款	2,034.2	2,300.0	3,433.2	3,958.2	4,343.9	负债权益比	152.2%	174.1%	202.1%	111.5%	121.3%
应付票据	387.5	857.1	432.2	1,351.0	768.6	流动比率	0.81	0.68	0.89	0.74	1.20
其他流动负债	4,200.6	6,122.2	4,285.5	4,805.2	5,279.5	速动比率	0.75	0.64	0.82	0.66	1.10
长期借款	574.3	2,052.8	3,121.7	-	2,654.3	利息保障倍数	4.94	4.61	3.14	5.40	14.83
其他非流动负债	1,669.2	1,316.2	1,534.0	1,506.5	1,452.2	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	9,565.0	14,572.2	17,730.1	11,620.9	15,044.6	DPS(元)	0.15	0.20	0.19	0.27	0.33
少数股东权益	154.5	143.8	141.8	144.8	146.4	分红比率	13.8%	15.8%	13.4%	14.3%	14.5%
股本	846.5	854.3	1,024.0	1,024.0	1,024.0	股息收益率	0.4%	0.6%	0.5%	0.8%	1.0%
留存收益	5,282.6	6,376.2	7,605.8	9,254.4	11,229.1						
<b>股东权益</b>	6,283.7	8,371.4	8,771.6	10,423.3	12,399.6						

## 现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	934.8	1,083.6	1,419.2	1,924.0	2,309.4	EPS(元)	1.09	1.27	1.39	1.88	2.26
加:折旧和摊销	199.3	289.9	259.8	259.8	259.8	BVPS(元)	7.17	9.63	8.43	10.04	11.97
资产减值准备	17.3	12.0	-	-	-	PE(X)	30.9	26.6	24.3	17.9	14.9
公允价值变动损失	-0.2	0.1	-1.0	0.4	0.1	PB(X)	4.7	3.5	4.0	3.4	2.8
财务费用	259.1	353.2	748.3	500.6	191.5	P/FCF	21.2	275.4	-23.4	29.8	-112.8
投资损失	-8.7	-11.9	-8.8	-9.8	-10.2	P/S	4.5	4.2	2.8	2.4	2.3
少数股东损益	4.0	2.2	-2.1	3.1	1.7	EV/EBITDA	22.7	16.9	16.5	11.6	12.3
营运资金的变动	785.4	-959.5	-6,819.2	6,915.4	-6,093.7	CAGR(%)	27.3%	28.7%	21.2%	27.3%	28.7%
<b>经营活动产生现金流量</b>	179.1	-462.9	-4,403.8	9,593.5	-3,341.5	PEG	1.1	0.9	1.1	0.7	0.5
<b>投资活动产生现金流量</b>	-1,661.1	-3,660.7	10.8	9.0	10.1	ROIC/WACC	1.8	1.8	1.8	1.3	2.3
<b>融资活动产生现金流量</b>	2,798.3	4,715.3	2,137.9	-8,708.7	2,654.3	REP	2.8	1.6	1.4	2.7	1.1

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

邵琳琳、杨心成声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034