

中报业绩平稳增长，蛰伏中存可喜变化

■中报业绩平稳增长，符合预期：公司披露2017年半年报，公司上半年实现营业收入39.11亿元，同比增长14.63%；归母净利润4.93亿元，同比增长12.30%；扣非后归母净利润4.53亿元，同比增长4.89%。上半年公司非经常性损益中，政府补助5414.6万元，同比大幅增长148%，随着公司国资背景加深，预计相关政府补助有望维持较高水平。单就二季度而言，公司营业收入20.96亿元，同比增长17.83%；归母净利润2.83亿元，同比增长16.01%。公司中报业绩平稳增长，符合预期。

■毛利率和费用率维持稳定，业务扩大现金流承压：公司上半年综合毛利率30.49%，同比+0.57pct。销售费用率1.33%，管理费用率8.86%，财务费用率5.11%，分别同比+0.17pct、+1.34pct、+0.53pct。公司上半年经营性现金流净额-5.47亿元，同比下降49.01%，公司业务扩大，员工人数增多，相关人工成本和支出有所增加，现金流承压。公司积极利用多种融资方式满足资金需求，45.89亿定增实施，同时拟向相关金融机构申请总额不超过8.35亿元的综合授信额度，现金流紧张状况未来将有望得到缓解。

■固废处理项目建设不断推进，再生资源业务毛利率有所上升：公司上半年污水处理和自来水供应业务分别贡献收入1.41亿元和6624.3万元，分别同比增长19.1%和5.5%。固废处理业务贡献收入8287万元，同比增长32.28%，因相关成本、摊销金额、贷款利息增加，固废处理毛利率同比下降20.47个百分点达8.36%。公司固废项目大规模积极推进，据公司半年报，截至2017年6月，公司在建固废处理项目（垃圾焚烧发电项目为主）中，楚雄项目、重庆绿能项目、亳州项目、鸡西项目、巨鹿项目、辛集项目、沂水项目进度均已达到或者接近90%，另有8个固废项目也处于建设期。上半年，公司部分工程项目进入施工后期，市政施工业务逐步减少，公司上半年市政施工业务贡献收入11.63亿元，同比下降10.65%。公司固废建设项目增加，带动相关设备采购，公司上半年环保设备业务贡献收入9.04亿元，同比增长23.47%。公司再生资源业务营业收入8.23亿元，同比减少0.66%，废旧家电采购价格整体下降，再生资源业务毛利率同比增长13.88个百分点。据公司公告，公司在废旧家电拆解业务布局已初具规模，目前已成为国内该领域规模最大的投资运营商，电子废弃物拆解能力已达2020万台/年。

■环卫业务继续保持高速增长：公司2017年上半年环卫市场拓展顺利，环卫服务业务贡献收入7.16亿元，同比增长139.45%。公司自2014年积极布局环卫以来，环卫业务发展迅速。2016年，公司新取得76个环卫清运项目合约，新签年度合同金额共计11.13亿元，同比增长280.35%；新签年度合同总金额共计181.46亿元，同比增长244.49%。

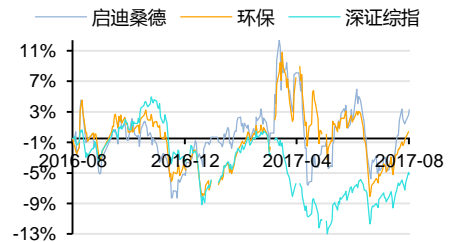
投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价：**42元**
股价(2017-08-29) **35.12元**

交易数据

总市值(百万元)	35,887.09
流通市值(百万元)	29,735.27
总股本(百万股)	1,021.84
流通股本(百万股)	846.68
12个月价格区间	31.40/38.43元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

	1M	3M	12M
升幅%	1M	3M	12M
相对收益	4.89	-1.93	9.12
绝对收益	8.29	4.8	4.62

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

方向 报告联系人

fangxiang2@essence.com.cn
021-35082718

相关报告

启迪桑德：定增获批，突破资金掣肘，驶入发展快车道/邵琳琳	2017-06-09
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：柳暗花明，新桑德的“再生”之路	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

据公司公告,公司环卫项目已覆盖 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,公司积极发展环卫业务,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。

■**可喜变化一：45.89 亿定增完成，获得资金支持，有望驶入发展快车道：**据公司公告,公司 2017 年 8 月以 27.39 元/股的价格发行股票 1.675 亿股,募集资金 45.89 亿元。公司目前处于固废项目以及基础设施项目建设不断推进阶段,对资金需求量较大。公司 2017 年上半年财务费用率 5.11%,若以募集资金替换前期投入,按 5%的短期借款利率计算,公司全年可降低财务费用 2.3 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。

■**可喜变化二：清华系持股比例上升，深化公司国资背景，加强平台支持：**据公司公告,启迪投资、启迪绿源、西藏清控、金信灏海等 9 家机构参与公司 45.89 亿定增。定增完成后,清华系股东持股比例上升至 33.51%,彰显清华系股东对公司长期发展信心,加深公司的国资背景,提升公司项目承接能力,公司享受的清华控股平台支持有望进一步增强。

■**可喜变化三：调整思路，凭借国资背景，大力承接 PPP 项目，在手订单充足，未来业绩释放可期：**公司从 2016 年下半年开始,调整战略思路,凭借国资背景积极投标 PPP 尤其是基础设施 PPP 项目。据公司公告整理,公司 2017 年以来新签约 PPP 项目超 50 亿元,全年斩获更多高质量、大额度的 PPP 订单值得期待,充足 PPP 订单奠定公司未来几年业绩增长基础。据公司公告,公司 2017 年 4 月签署萍乡安源“红色安源美丽乡村文旅特色小镇”项目框架协议,公司将参与的项目总投资额 22.5 亿元以上,公司业务积极向特色小镇延伸,从单纯的环保企业转型为大生态的构建者,业务空间有望上升到新高度。

■**投资建议：**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。公司积极拥抱大生态,长期发展空间进一步打开。公司环卫业务发展迅速,短期内为公司提供新业绩增长点,长期完善固废全产业链,发展空间值得期待。我们预计公司 2017~2019 年 EPS 分别为 1.39 元、1.95 元和 2.23 元,对应 PE 为 25.3x、18.0x 和 15.8x,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,政府补助变动。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	6,340.6	6,916.6	10,451.8	14,294.2	17,969.6
净利润	930.7	1,081.4	1,416.3	1,996.9	2,277.2
每股收益(元)	0.91	1.06	1.39	1.95	2.23
每股净资产(元)	6.00	8.05	17.51	19.19	24.60
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	38.6	33.2	25.3	18.0	15.8
市净率(倍)	5.9	4.4	2.0	1.8	1.4
净利润率	14.7%	15.6%	13.6%	14.0%	12.7%
净资产收益率	15.2%	13.1%	7.9%	10.2%	9.1%
股息收益率	0.4%	0.5%	0.5%	0.8%	0.9%
ROIC	19.3%	18.9%	16.3%	10.2%	12.0%

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
营业收入	6,340.6	6,916.6	10,451.8	14,294.2	17,969.6	成长性					
减:营业成本	4,404.2	4,642.2	7,462.0	10,338.3	13,134.0	营业收入增长率	45.0%	9.1%	51.1%	36.8%	25.7%
营业税费	69.9	75.8	109.2	151.5	187.8	营业利润增长率	13.4%	14.6%	33.5%	43.7%	14.3%
销售费用	58.3	117.3	92.6	130.1	163.0	净利润增长率	15.8%	16.2%	31.0%	41.0%	14.0%
管理费用	484.5	546.1	761.8	1,087.5	1,365.3	EBITDA 增长率	21.0%	19.5%	40.3%	32.7%	24.4%
财务费用	266.1	333.1	418.8	280.2	483.0	EBIT 增长率	19.5%	16.7%	31.8%	27.8%	20.6%
资产减值损失	17.3	12.0	10.6	11.3	11.3	NOPLAT 增长率	19.4%	15.5%	32.7%	27.6%	20.4%
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%	104.5%	1.9%	44.0%
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%	115.5%	9.5%	28.0%
营业利润	1,049.2	1,202.0	1,604.5	2,305.5	2,635.5	利润率					
加:营业外净收支	60.3	97.2	79.1	78.9	85.1	毛利率	30.5%	32.9%	28.6%	27.7%	26.9%
利润总额	1,109.5	1,299.2	1,683.6	2,384.4	2,720.5	营业利润率	16.5%	17.4%	15.4%	16.1%	14.7%
减:所得税	174.7	215.6	269.4	384.2	441.7	净利润率	14.7%	15.6%	13.6%	14.0%	12.7%
净利润	930.7	1,081.4	1,416.3	1,996.9	2,277.2	EBITDA/营业收入	23.7%	26.0%	24.2%	23.4%	23.2%
						EBIT/营业收入	20.7%	22.2%	19.4%	18.1%	17.4%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	46	70	92	116	133
货币资金	2,539.4	3,247.4	922.3	1,143.5	1,437.6	流动营业资本周转天数	-44	-171	-33	-6	1
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	291	236	242
应收账款	2,622.7	3,134.6	6,651.3	6,197.1	10,291.4	应收账款周转天数	155	150	169	162	165
应收票据	7.8	8.4	9.9	17.6	18.3	存货周转天数	20	23	20	22	23
预付账款	320.9	589.7	877.3	963.6	1,535.5	总资产周转天数	721	1,010	901	803	787
存货	430.7	459.5	727.6	1,036.9	1,246.4	投资资本周转天数	355	448	548	543	532
其他流动资产	28.8	193.0	85.1	102.3	126.8	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	15.2%	13.1%	7.9%	10.2%	9.1%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	5.9%	4.7%	4.8%	5.8%	5.2%
长期股权投资	140.5	367.4	367.4	367.4	367.4	ROIC	19.3%	18.9%	16.3%	10.2%	12.0%
投资性房地产	-	37.8	37.8	37.8	37.8	费用率					
固定资产	976.3	1,724.5	3,603.8	5,606.9	7,698.4	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	11,575.5	13,567.9	15,361.2	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	3,484.2	4,295.2	5,022.0	财务费用率	4.2%	4.8%	4.0%	2.0%	2.7%
其他非流动资产	629.4	1,228.5	1,027.3	1,026.6	1,069.4	三费/营业收入	12.8%	14.4%	12.2%	10.5%	11.2%
资产总额	15,848.7	22,943.6	29,370.6	34,364.5	44,213.7	偿债能力					
短期债务	699.2	1,924.0	-	453.5	3,075.6	资产负债率	60.4%	63.5%	38.6%	42.5%	42.8%
应付账款	2,034.2	2,300.0	2,501.9	4,974.6	5,096.3	负债权益比	152.2%	174.1%	62.8%	74.0%	74.9%
应付票据	387.5	857.1	222.8	1,580.9	990.2	流动比率	0.81	0.68	1.34	0.80	1.01
其他流动负债	4,200.6	6,122.2	4,211.3	4,879.3	5,313.6	速动比率	0.75	0.64	1.23	0.71	0.93
长期借款	574.3	2,052.8	2,861.3	1,216.1	3,005.2	利息保障倍数	4.94	4.61	4.83	9.23	6.46
其他非流动负债	1,669.2	1,316.2	1,534.0	1,506.5	1,452.2	分红指标					
负债总额	9,565.0	14,572.2	11,331.3	14,610.9	18,933.1	DPS(元)	0.13	0.17	0.19	0.28	0.32
少数股东权益	154.5	143.8	141.8	145.0	146.5	分红比率	13.8%	15.8%	13.4%	14.3%	14.5%
股本	846.5	854.3	1,021.8	1,021.8	1,021.8	股息收益率	0.4%	0.5%	0.5%	0.8%	0.9%
留存收益	5,282.6	6,376.2	16,875.6	18,586.8	24,112.3						
股东权益	6,283.7	8,371.4	18,039.3	19,753.6	25,280.7						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	934.8	1,083.6	1,416.3	1,996.9	2,277.2	EPS(元)	0.91	1.06	1.39	1.95	2.23
加:折旧和摊销	199.3	289.9	501.3	765.4	1,051.1	BVPS(元)	6.00	8.05	17.51	19.19	24.60
资产减值准备	17.3	12.0	-	-	-	PE(X)	38.6	33.2	25.3	18.0	15.8
公允价值变动损失	-0.2	0.1	-1.0	0.4	0.1	PB(X)	5.9	4.4	2.0	1.8	1.4
财务费用	259.1	353.2	418.8	280.2	483.0	P/FCF	26.4	343.3	-3.3	71.3	-12.3
投资损失	-8.7	-11.9	-8.8	-9.8	-10.2	P/S	5.7	5.2	3.4	2.5	2.0
少数股东损益	4.0	2.2	-2.1	3.2	1.6	EV/EBITDA	22.7	16.9	15.6	11.4	10.1
营运资金的变动	785.4	-959.5	-5,724.7	4,393.1	-5,012.9	CAGR(%)	28.9%	28.1%	21.1%	28.9%	28.1%
经营活动产生现金流量	179.1	-462.9	-3,400.2	7,429.5	-1,210.2	PEG	1.3	1.2	1.2	0.6	0.6
投资活动产生现金流量	-1,661.1	-3,660.7	-5,478.9	-5,563.0	-5,652.5	ROIC/WACC	2.2	2.2	1.9	1.2	1.4
融资活动产生现金流量	2,798.3	4,715.3	6,554.0	-1,645.2	7,156.7	REP	2.2	1.3	1.0	1.5	1.0

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	
	章政	021-35082861	zhangzheng@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	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
李倩		010-83321355	liqian1@essence.com.cn	
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯			

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