



# 启迪桑德 (000826.SZ): 环卫、再生资源创新发展, 固废龙头再起航

分析师

梁晨

执业证书编号: S1380518120001

联系电话: 010-88300853

邮箱: liangchen@gkzq.com.cn

公司评级

当前价格(元): 10.45

本次评级: 推荐(首次覆盖)

公司基本数据

总股本(百万股): 1431

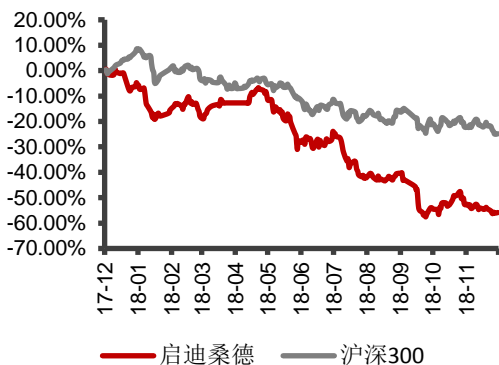
流通股本(百万股): 1188

流通A股市值(亿元): 124.15

每股净资产(元): 9.22

资产负债率(%): 60.80

启迪桑德与沪深300指数涨跌幅比较



相关报告

《紧贴政策导向, 静待融资回暖----2019年环保行业投资策略》2018.12.04

2018年12月26日

内容提要:

- 启迪桑德是国内固废龙头企业, 公司致力于发展成为一流的全产业链综合环境服务商。主营业务涉及固废处置、互联网环卫、再生资源回收与利用、水务业务、环卫专用车辆及环保设备制造等诸多领域, 借助互联网平台对环卫、垃圾分类收运、再生资源回收利用等进行智能化管理, 通过各产业链之间的有机协同、关键环节的有效掌控形成了整体核心竞争力。
- 环卫业务方面, 公司是环卫行业龙头, 拿单能力突出, 2018年上半年新签订单增速高达90%。环卫车辆类型丰富, 实体废物回收站增强环卫前端业务粘性, 模式有望在全国复制。预计未来几年环卫业务仍将保持高速增长。
- 再生资源回收利用业务方面, 随着电器电子报废高峰期的来临, 行业有望加速释放, 政策红利将有效扭转行业颓势, 提升业务平均毛利率水平。公司构建易再生网上交易平台, 形成线上线下再生资源回收全产业链。待新政出台后, 行业规模提升, 将逐步释放订单。
- **盈利预测及投资建议。**公司大固废产业链逐步完善, 环卫业务模式领先并进入盈利期, 再生资源业务受益政策红利, 运营收入占比超过五成, 经营稳健, 融资渠道丰富, 资金较为充足。预计公司2018-2020年归母净利润分别为14.79、18.32、22.56亿元, EPS分别为1.03、1.28、1.58元, 以当前10.45元的收盘价计算, 对应PE分别为10.11、8.16、6.63倍, 给予公司“推荐”的投资评级。
- **风险提示。**环卫市场化进程低于预期、再生资源财政补贴发放时间不及预期、项目推进不及预期、资金成本进一步提升、业绩增长不及预期、国内外二级市场系统性风险。

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	9358	12608	16321	20651
(+/-)%	35.30%	34.73%	29.45%	26.53%
营业利润(百万元)	1446	1879	2391	2889
(+/-)%	20.30%	29.95%	27.25%	20.82%
归母净利润(百万元)	1251	1479	1832	2256
(+/-)%	15.70%	18.22%	23.88%	23.09%
每股收益(元)	1.22	1.03	1.28	1.58
市盈率(倍)	26.97	10.11	8.16	6.63

备注: 2017年数据为WIND一致预期, 2018-2020年数据系预测值, 其中2018-2020PE根据2018年12月24日收盘价预测

资料来源: WIND, 国开证券研究部

# 目 录

<b>1、公司概况：固废龙头创新发展，环卫、再生资源业务快速增长</b> .....	<b>3</b>
1.1 互联网助力固废龙头加速发展 .....	3
1.2 毛利率提升，环卫、再生资源业务快速增长 .....	4
<b>2、环卫装备+服务齐备，订单高增</b> .....	<b>7</b>
2.1 环卫服务订单快速增长，乡村市场空间较大 .....	7
2.2 环卫装备+服务+实体废物回收站形成完整产业链 .....	8
<b>3、政策促进再生资源行业改善，线上线下布局提升毛利率</b> .....	<b>12</b>
3.1 政策助力废电子和废汽车行业扭转颓势 .....	12
3.2 易再生网上交易平台实现供需匹配，毛利率显著提升 .....	16
<b>4、盈利预测及投资建议</b> .....	<b>18</b>
4.1 具体假设和预测 .....	18
4.2 投资建议 .....	20
<b>5、风险提示</b> .....	<b>20</b>

## 图表目录

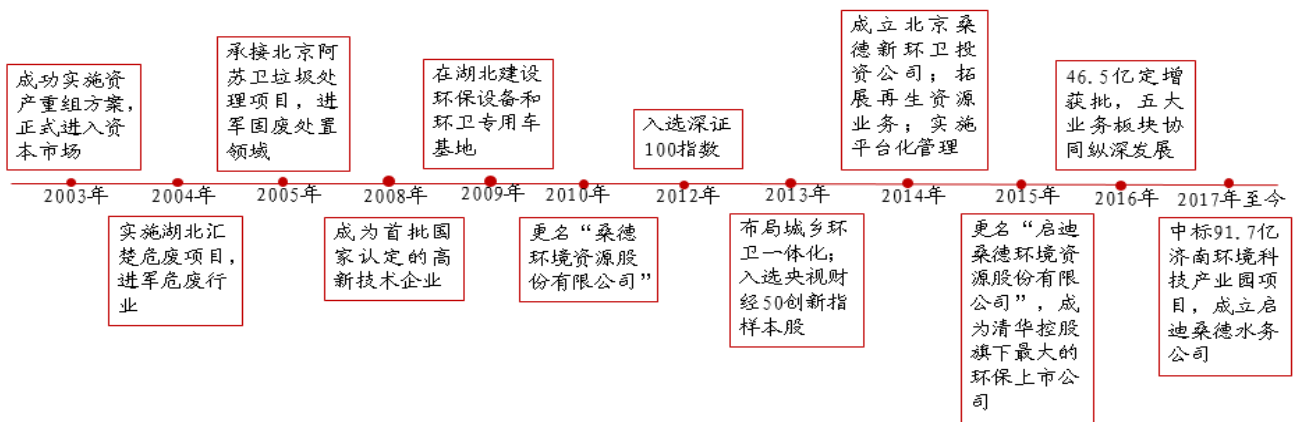
图 1: 启迪桑德发展历程	3
图 2: 公司主营业务	3
图 3: 公司股权结构及控制子公司 (截至 2018 年 Q3)	4
图 4: 公司近年营业收入情况	5
图 5: 公司近年归母净利润情况	5
图 6: 公司近年来盈利和费用情况 (%)	5
图 7: 公司近年各业务毛利率 (%)	5
图 8: 公司 2018 年 H1 收入构成情况 (%)	6
图 9: 公司 2018 年 H1 毛利构成情况 (%)	6
图 10: 公司近年来收入构成情况 (万元)	6
图 11: 公司近年来毛利构成情况 (万元)	6
图 12: 环卫服务项目订单释放情况	7
图 13: 2017 年底环卫服务龙头企业市场占有率	8
图 14: 2018 年上半年企业拿单能力比较	8
图 15: 公司环卫业务布局	9
图 16: 垃圾分类模式	9
图 17: 子公司湖北合加	10
图 18: 子公司湖北合加环卫设备	10
图 19: 好嘞便民服务站	11
图 20: 好嘞社区	11
图 21: 近年环卫营收和增长率情况	11
图 22: 近年环卫毛利和毛利率情况	11
图 23: 再生资源分类	12
图 24: 近年再生资源回收总量	13
图 25: 近年再生资源回收总值	13
图 26: 2017 年主要再生资源类别回收量同比增长情况	13
图 27: 2016-2017 年主要再生资源类别回收价值占比情况	13
图 28: 废弃电器电子产品回收情况	14
图 29: 首批目录产品理论报废量 (万台)	14
图 30: 补贴标准对比 (元/台)	15
图 31: 我国汽车保有量	15
图 32: 我国废汽车回收量	15
图 33: 公司再生资源回收利用并购历程	17
图 34: 公司再生资源回收利用业务布局	17
图 35: 公司再生资源营收及增长率	18
图 36: 公司再生资源毛利及毛利率	18
表 1: 公司分产品盈利预测表 (万元)	19
表 2: 财务预测表 (百万元)	20

# 1、公司概况：固废龙头创新发展，环卫、再生资源业务快速增长

## 1.1 互联网助力固废龙头加速发展

启迪桑德环境资源股份有限公司成立于1993年10月11日，2003年上市，是国内固废龙头企业，公司致力于发展成为一流的全产业链综合环境服务商。主营业务涉及固废处置、互联网环卫、再生资源回收与利用、水务业务、环卫专用车辆及环保设备制造等诸多领域，借助互联网平台对环卫、垃圾分类收运、再生资源回收利用等进行智能化管理，通过各产业链之间的有机协同、关键环节的有效掌控形成了整体核心竞争力。

图 1：启迪桑德发展历程



资料来源：公司官网，国开证券研究部

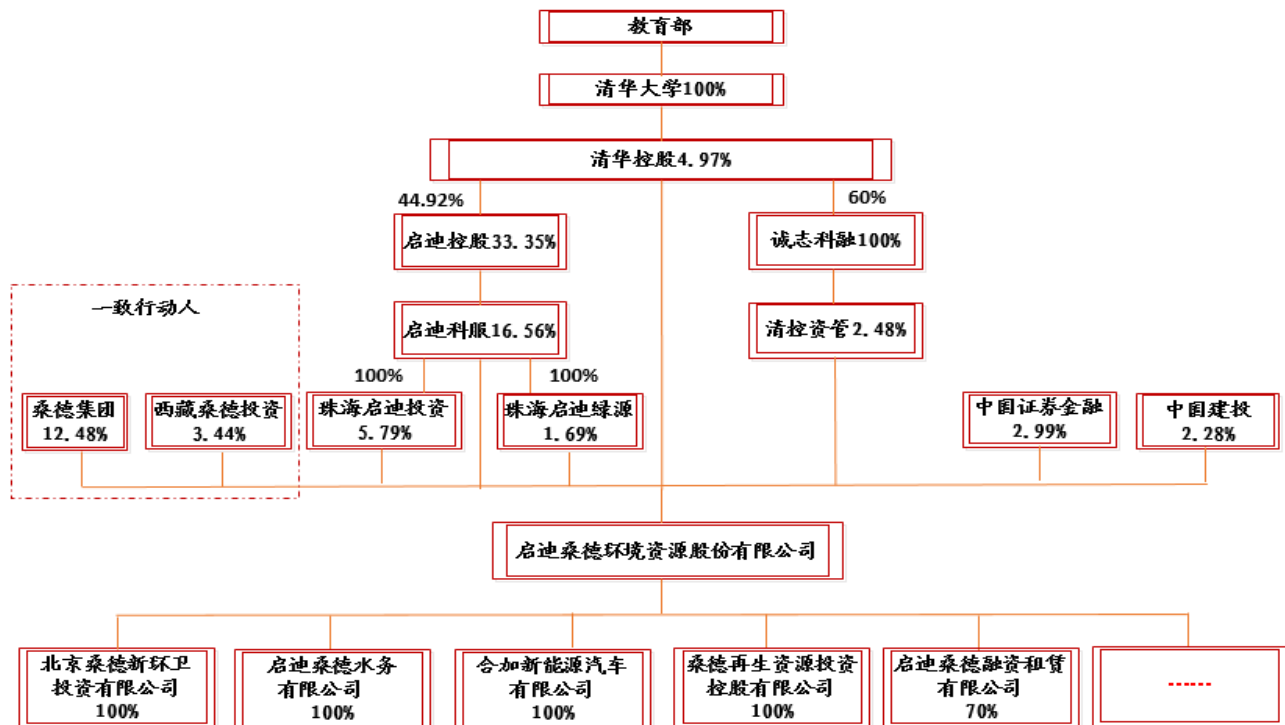
图 2：公司主营业务



资料来源：公司公告，国开证券研究部

2015年清华控股成为实际控制人，公司实现由民营企业向国企转型，启迪科服（清华控股旗下企业）成为公司第一大股东，桑德集团成为第二大股东。启迪科服是国家第一家旨在提供专业科技服务的企业集团，由启迪控股股份有限公司联合清华控股有限公司、紫光集团有限公司共同发起，首期募集资金规模高达100亿元。公司是启迪科服的核心资产，未来启迪系将带来更多的资本和技术支持。目前，参控股的主要子公司对公司净利润影响达10%以上的包括：北京桑德新环卫投资有限公司、启迪桑德水务有限公司、合加新能源汽车有限公司、桑德再生资源控股有限公司、启迪桑德融资租赁有限公司等。

图 3：公司股权结构及控制子公司（截至 2018 年 Q3）

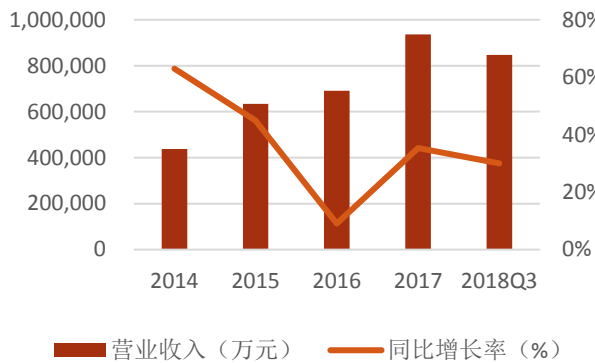


资料来源：公司公告，国开证券研究部

## 1.2 毛利率提升，环卫、再生资源业务快速增长

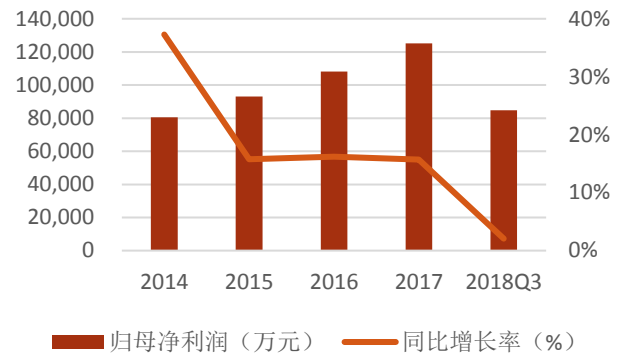
2018年Q3业绩低于市场预期。2014-2017年公司营收规模逐步增长，由43.74亿元增长至93.58亿元，2016年为营收增长率拐点，此后维持在30%左右，四年间复合增长率为20.94%。2018年前三季度，公司实现营业收入84.8亿元，同比增长29.95%，低于市场预期，主要原因是工程项目推进放缓所致。公司2014-2017年归母净利润由8.04亿元增长至12.51亿元，增长率自2015年下降后维持在16%左右，四年间复合增长率为11.69%。2018年前三季度，公司归母净利润实现8.48亿元，同比仅增长2.07%，主要原因是三季度期间费用大幅增加所致。

图 4: 公司近年营业收入情况



资料来源: WIND, 国开证券研究部

图 5: 公司近年归母净利润情况

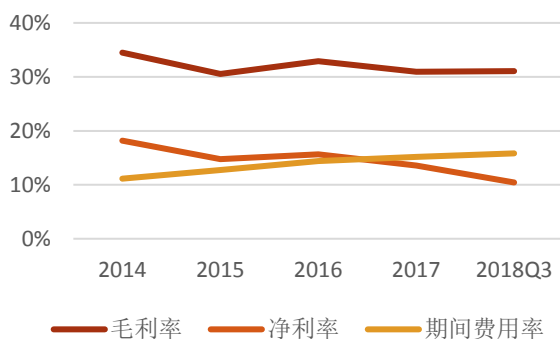


资料来源: WIND, 国开证券研究部

**毛利率小幅提升,净利率受费用增长拖累。**近年,公司毛利率始终维持在 30%左右,2018 年三季度末,公司毛利率上升至 31.04%,同比提升 1.31 个百分点,但净利率下降 2.44 个百分点至 10.43%,主要原因是公司规模扩大,期间费用率提升至 15.82%,其中,公司三季度销售、管理+研发、财务费用率分别为 2.53%、9.34%、5.52%,分别同比增长 1.53、2.33、0.99 个百分点。

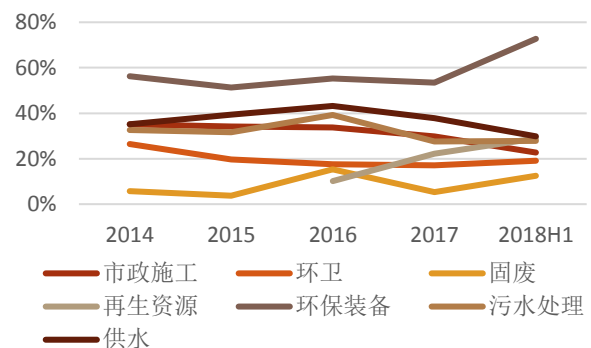
**大部分细分业务毛利率有所提升。**近年环保装备和再生资源业务基本呈上升趋势,环保装备毛利率最高,始终维持在 50%以上。2018 年上半年,环保装备毛利率增长最快,同比大幅提升 21.89 个百分点至 72.73%,主要原因是新中标 PPP 项目业务类型变更,导致营收增加,成本降低;再生资源毛利率高增 10.66 个百分点至 28.91%,主要原因是废电器电子回收利用市场行情较好,同时规模效应提升公司议价能力;固废毛利率为 12.51%,同比增长 4.15%,主要原因是新增在建项目转运营,垃圾焚烧发电项目运营稳定;环卫毛利率为 19.06%,同比小幅增长 1.25%,主要是因为环卫一体化项目快速增长;此外,市政工程、污水处理和供水业务由于费用增速高于营收增速,毛利率水平均出现下滑。

图 6: 公司近年来盈利和费用情况 (%)



资料来源: WIND, 国开证券研究部

图 7: 公司近年各业务毛利率 (%)



资料来源: WIND, 国开证券研究部



四大板块占据公司 91%总营收，环保装备是主要毛利来源。2018 年上半年，公司营收的主要来源为市政工程（27.22%）、环卫（26.67%）、再生资源（18.72%）、环保装备（18.29%），四项业务占总营收的 90.9%。而环保装备毛利是公司最主要的贡献项目，明显高于其他业务，占总毛利的 40.19%。

图 8: 公司 2018 年 H1 收入构成情况 (%)

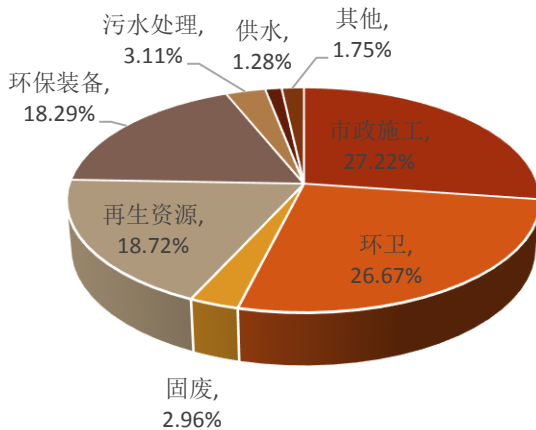
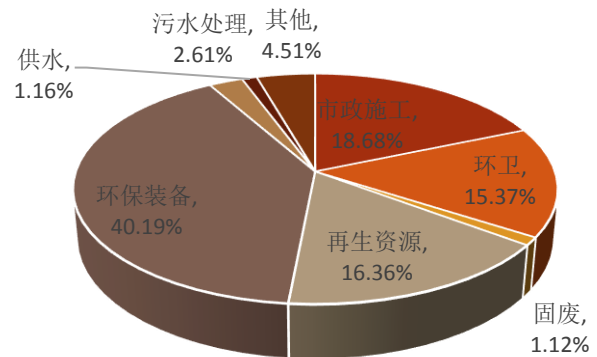


图 9: 公司 2018 年 H1 毛利构成情况 (%)



资料来源: WIND, 国开证券研究部

资料来源: WIND, 国开证券研究部

环卫、再生资源业务增势迅猛，运营业务营收占比过半。2015 年前，公司营收以市政工程为主，2016 年新增再生资源回收利用业务，环卫和环保装备业务营收占比进一步提升，毛利构成方面，2016 年起，环保装备逐步成为公司毛利主要组成部分。截至 2018 年上半年，公司运营业务（环卫服务、固废处理、再生资源、水务）收入占比达到 52.8%，同比提升 6 个百分点。前三季度运营业务营收约占总营收的 55%，公司运营业务比重增大，毛利率有望进一步提升。

图 10: 公司近年来收入构成情况 (万元)

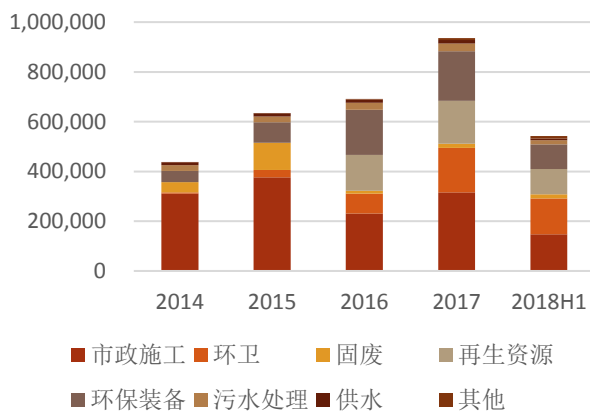
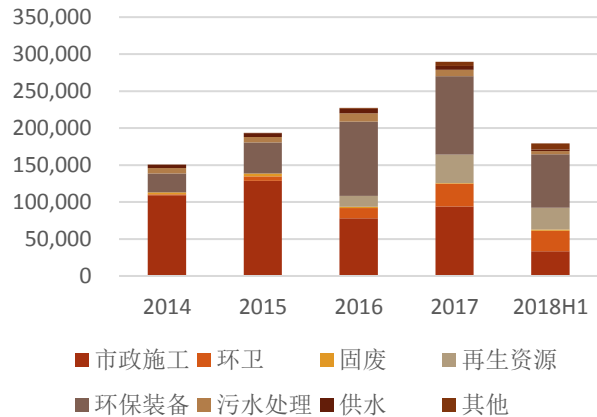


图 11: 公司近年来毛利构成情况 (万元)



资料来源: WIND, 国开证券研究部

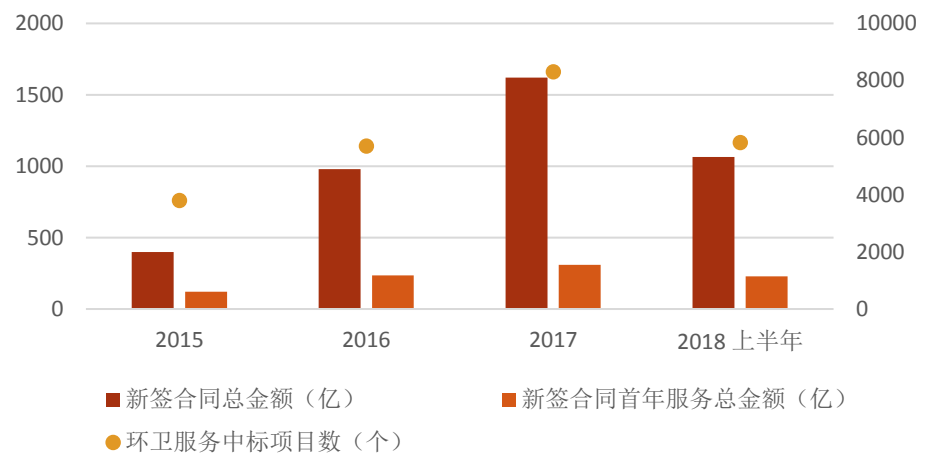
资料来源: WIND, 国开证券研究部

## 2、环卫装备+服务齐备，订单高增

### 2.1 环卫服务订单快速增长，乡村市场空间较大

**环卫服务订单大幅增长。**我国环卫行业市场化始于2013年，环卫服务市场目前处于初期发展阶段。行业属于轻资产运营，资产周转率较高，现金流水平优于工程项目，商业模式具备较强吸引力。从订单方面来看，环卫服务项目新签合同金额和个数均实现了大幅增长。2018年上半年，环卫服务新签合同总金额1064亿元，同比增长约90%，新签合同首年服务金额229亿元，同比增长约78%，中标项目5827个，同比增长约45%。从细分领域农村环卫服务来看，根据环境司南数据显示，2016年签约环卫项目金额最多的前十家公司首年服务金额共计52.16亿元，其中农村环卫和城乡环卫一体化项目金额占比近50%。由此来看，环卫市场将进一步打开，乡村环卫有望成为重要增长点。

图 12：环卫服务项目订单释放情况



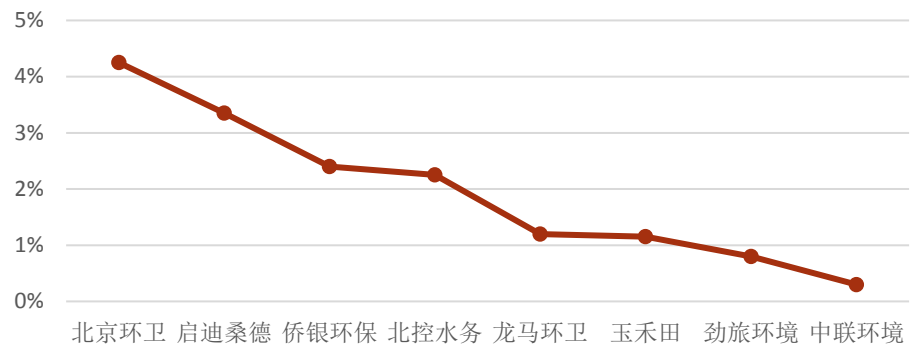
资料来源：环境司南，国开证券研究部

**市场空间超 700 亿。**根据中国产业信息网数据显示，我国环卫服务产业市场化率不足 20%，参照欧美经验，未来有望提升至 60%以上。根据 2016 年城乡建设统计年鉴数据显示，全国村庄环境卫生建设投入为 239.06 亿元，村庄内硬化道路面积 51.44 亿平方米，生活垃圾总量 1.50 亿吨，公共厕所 11.69 万座。根据现有乡村环卫项目单价计算，假设道路清扫保洁费 8 元/年/平米，垃圾清运费 130 元/吨，公厕运营管理费 9 万/座/年，乡村环卫服务市场空间超 700 亿元。

**行业集中度低。**从行业格局来看，截至 2017 年底，首年环卫服务金额前十的企业市场份额占比约为 18%，市场集中度较低。2018 年上半年拿单能力比较突出的是北京环卫和启迪桑德。在订单快速增长的市场条件下，行业龙头企业有望率先受益。

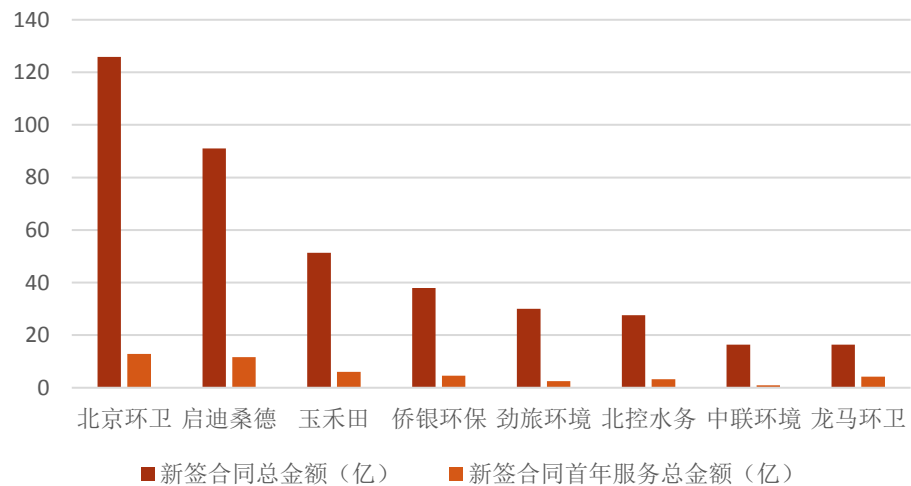


图 13: 2017 年底环卫服务龙头企业市场占有率



资料来源: 环境司南, 国开证券研究部

图 14: 2018 年上半年企业拿单能力比较



资料来源: 环境司南, 国开证券研究部

## 2.2 环卫装备+服务+实体废物回收站形成完整产业链

**环卫业务产业链布局完善。**公司积极布局环卫设备和运营生态系统, 具体包括: 设备、收集、分类、运输、处理、运营等环卫业务全产业链。公司积极推进城乡垃圾收运环卫一体化体系, 采用自主研发的环卫专用车进行机械化清运, 利用垃圾回收站点进行分类和处理, 如此一来, 提升了公司环卫业务上中下游综合竞争力, 同时, 从环卫清运和垃圾回收开始介入业务, 有利于增加后期垃圾焚烧、发电、再生资源等业务数量, 强化环卫一体化业务粘性。

图 15: 公司环卫业务布局



资料来源：公司官网，国开证券研究部

图 16: 垃圾分类模式



资料来源：公司公告，国开证券研究部

**环保装备和环卫车系列齐全。**公司旗下合加新能源汽车有限公司是现代化环保装备和环卫汽车研发、设计、制造基地，也是业内最大的环保设备生产基地之一，具备年产环保设备 1000 套、环卫专用车 3000 辆，产值逾十亿的制造能力。设备类型包括：环卫车系列产品、生活垃圾压缩中转设备、生活垃圾预处理设备、生活垃圾焚烧处理设备、餐厨垃圾处理设备、污水处理的成套设备、小城镇污水处理设备等。目前环卫车已快速实现新能源化、智能化，共完成 62 款整车新产品开发工作，

包括路面清洁车、垃圾收运车、电动环卫车等，有 23 款基本完成调试。环卫汽车产品累计已完成 17 个系列共 128 款公告，其中新能源车型已完成 10 个系列共 21 款。未来，新能源车方面，锂电池动力和天然气动力的环卫车是研究重点。

**环保装备政策促进行业发展。**2017 年 10 月，工信部发布《关于加快推进环保装备制造发展的指导意见》，要求到 2020 年，环保装备制造制造业产值达到 10000 亿元。其中，2016 年实现产值 6200 亿元，年均增幅维持在 20%以上，市场空间广阔。2018 年上半年，环保装备业务毛利率提升 21.89 个百分点至 72.73%，业务毛利占总毛利的比重高达 40.19%。随着我国环保装备政策的推动，环卫服务业市场化进程的加速推进，环卫清扫机械化率的持续提升，未来锂电池动力和天然气动力的环卫车生产带来的毛利率提升，公司环保装备销售有望提速，为公司业绩提供更大支撑。

图 17: 子公司湖北合加



资料来源：合加新能源官网，国开证券研究部

图 18: 子公司湖北合加环卫设备



资料来源：合加新能源官网，国开证券研究部

**好嘞社区是垃圾分类和再生资源回收业务的重要载体。**公司通过在小区建立好嘞社区，以环卫业务为基础，形成集垃圾分类、再生资源回收、物流、广告和社区服务五大功能于一体的创新业务模式。根据 2017 年 12 月发布的《关于加快推进部分重点城市生活垃圾分类工作的通知》，要求 2020 年底前，46 个重点城市基本建成生活垃圾分类处理系统，形成一批可复制、可推广的模式。公司好嘞社区通过与小区环卫业务对接，成为生活垃圾分类端口。小区用户也可在好嘞社区线上平台下单，回收员会上门回收废旧物品，实现环卫与再生资源的高度协同。此外，现有的物流业务为末端配送，未来将与物流公司有更多创新合作。根据公司规划，预计到 2020 年，物流和广告业务有望分别实现收入超 1800 万元和 11000 万元。目前，好嘞社区已在蚌埠、合肥、徐州等地区顺利落地，模式可复制性较强，未来有望在全国铺开。

图 19: 好嘞便民服务站



资料来源: 公开资料, 国开证券研究部

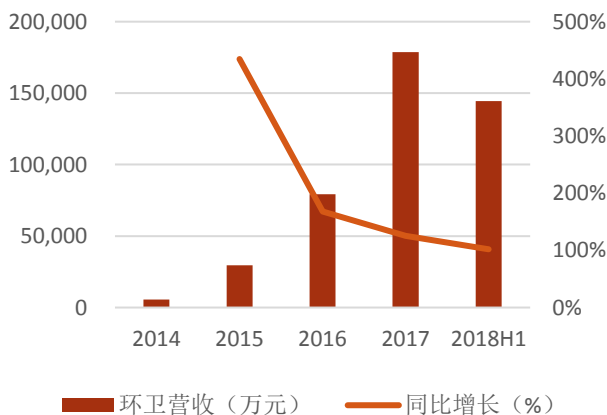
图 20: 好嘞社区



资料来源: 公开资料, 国开证券研究部

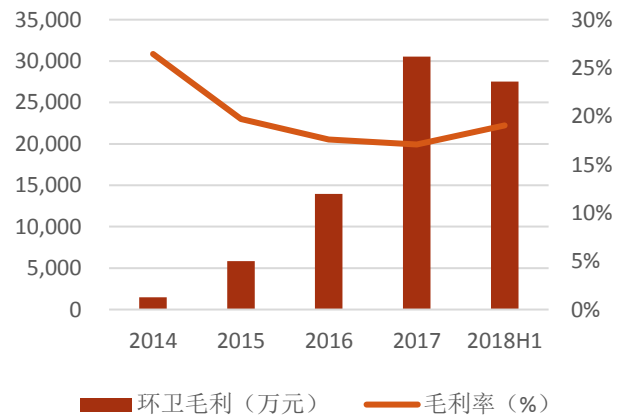
**环卫服务业务快速增长, 环卫设备即将产业化。**2018 年上半年, 环卫服务业务营收占比达 26.7%, 已经成为公司第二大收入来源, 自 2015 年以来一直保持三位数增长。毛利率 19.06%, 同比增长 1.25 个百分点。2018 年上半年公司新签环卫订单年合同额 13.56 亿元, 合同总额 108.8 亿元; 累计在手环卫订单年合同额 26.7 亿元, 总合同额 365.0 亿元。同时, 公司积极提升机械化作业率, 节约人工成本, 调整核心市场布局, 以省会城市为重点, 紧绕国家政策与时事动脉培育市场, 聚焦生活垃圾分类、再生资源回收、物业管理、社区经营等环卫创新业务线, 打造高度协同的固废全产业链。

图 21: 近年环卫营收和增长率情况



资料来源: WIND, 国开证券研究部

图 22: 近年环卫毛利和毛利率情况



资料来源: WIND, 国开证券研究部

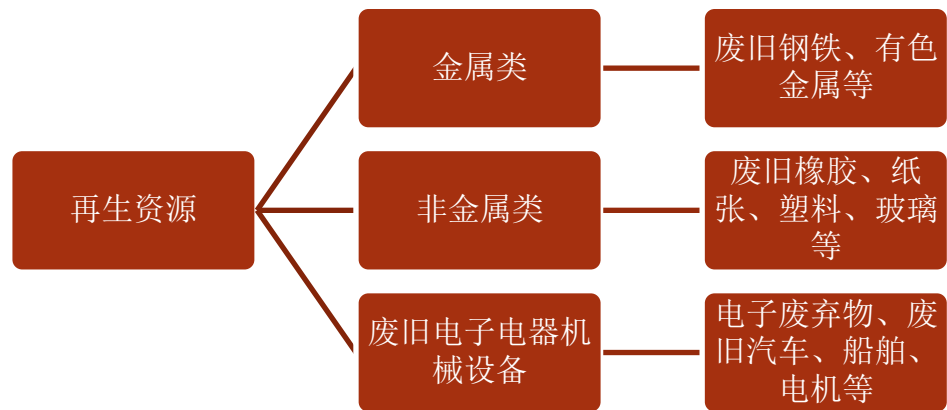


### 3、政策促进再生资源行业改善，线上线下布局提升毛利率

#### 3.1 政策助力废电子和废汽车行业扭转颓势

再生资源主要分为三种类型：金属类、非金属类和废旧电子电器机械设备。细分领域主要包括十大废弃物，包括废钢铁、废有色金属、废塑料、废轮胎、废纸、废弃电器电子产品、报废汽车、废旧纺织品、废玻璃、废电池。目前来看，我国再生资源回收利用主要品种回收率基本低于 60%，与发达国家 80% 以上的回收率仍存在较大差距，再生资源产业产值提升空间较大。

图 23：再生资源分类



资料来源：中国产业信息网，国开证券研究部

**市场低迷态势逐步改善。**整体来看，2013-2017 年再生资源回收量和回收总值年复合增长率分别为 3.89% 和 3.12%，行业增长率较低。其中，2015 年随着再生资源领域政策开始完善和盈利模式持续创新，行业拐点渐显。根据《中国再生资源回收行业发展报告（2018）》数据，2017 年再生资源回收量实现 2.82 亿吨，同比增长 10.16%，回收总值达到 7551 亿元，同比增长 27.91%。主要原因是国际期货市场钢铁、有色金属等原料价格持续上升，叠加供给侧改革和去产能等政策推动，再生资源回收实现量价齐升。随着再生资源回收增长缓慢的趋势持续改善，行业将逐步走出效益低迷的态势。预测后十三五时期，再生资源回收体系制度将逐步完善，市场化程度也将逐步提高，行业有望延续景气度，假设回收量和回收总值年均增速分别为 10% 和 15%，则 2020 年有望实现回收量 3.75 亿吨，回收总值达 11484 亿元。

图 24: 近年再生资源回收总量

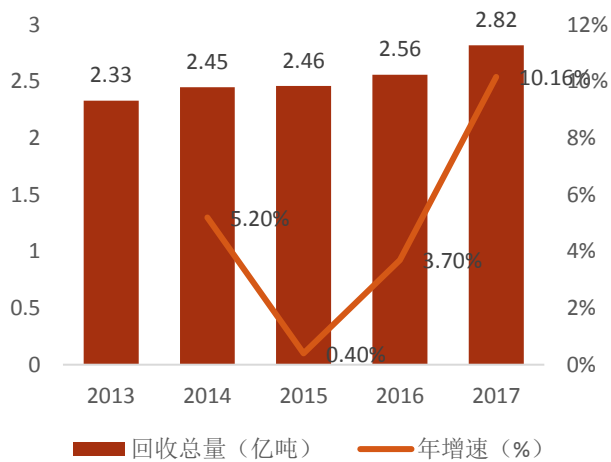
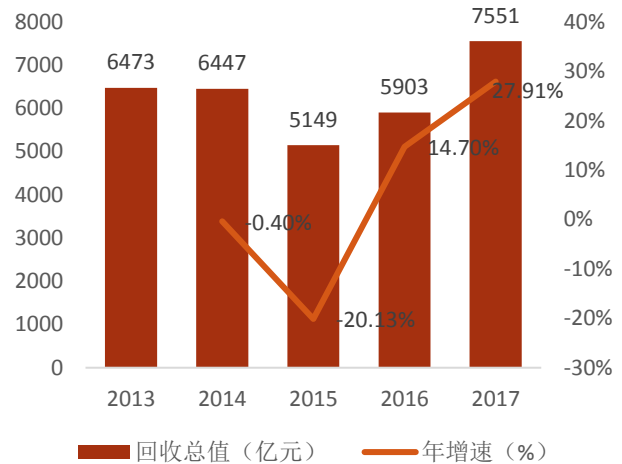


图 25: 近年再生资源回收总值



资料来源: 中国产业信息网,《中国再生资源回收行业发展报告 (2018)》, 国开证券研究部

从细分领域来看, 2017 年回收量方面, 废电池回收增长率高达 46.7%, 远高于其他细分子行业, 仅报废机动车和废塑料回收量出现负增长。回收价值方面, 废钢铁、废有色金属、废塑料和废纸为主要细分子行业, 回收价值占总值的 95%左右, 2017 年回收价值占比增长最多的是废钢铁(+5.5%), 下降最多的是废有色金属(-3.64%)。

图 26: 2017 年主要再生资源类别回收量同比增长

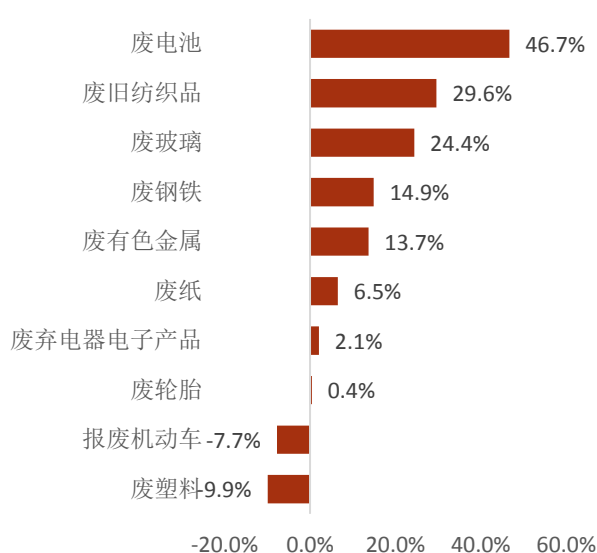
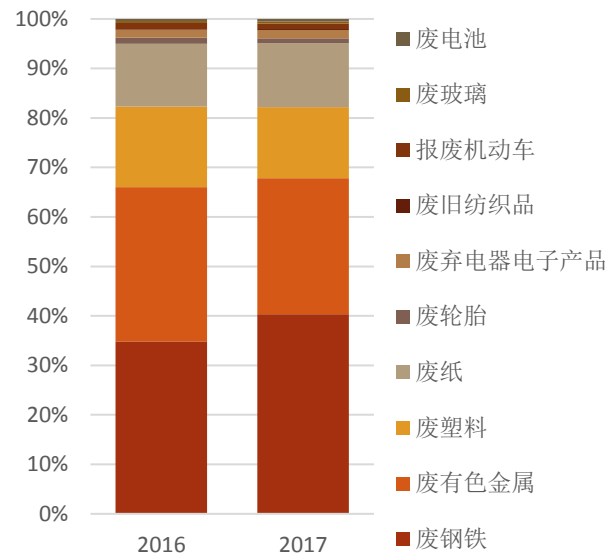


图 27: 2016-2017 年主要再生资源回收价值占比



资料来源: 《中国再生资源回收行业发展报告 (2018)》, 国开证券研究部

资料来源: 中国产业信息网,《中国再生资源回收行业发展报告 (2018)》, 国开证券研究部



启迪桑德所涉及的最主要的再生资源细分领域是废电器电子和废机动车,两项业务回收量和价值在再生资源行业中占比均较小,行业尚未成熟,但随着政策的逐步细化和报废高峰期的到来,行业有望迎来机遇期。

**废电器电子行业维持低增速。**自 2013 年起,废电器电子产品回收增速下滑较快,2017 年共回收产品 16370 万台,同比仅增 1.96%,其中主要的五大类产品,包括电视机、电冰箱、洗衣机、空调、微型计算机报废量均有增长。增速下滑的主要原因是竞争加剧以及部分品种基金补贴标准略有下降。基金补贴制度是促进废电器电子行业快速发展的重要动力,补贴收入约占拆解总收益的 30%左右。2016 年 1 月 1 日,《新版废弃电器电子产品处理基金补贴标准》正式实施,此次调整中,占总报废量比重较大的电视机补贴价格下降最多,由 85 元降至 60 元,这也是影响行业增速的重要原因,空调补贴标准增长最多,由 35 元提升至 130 元。此外,由于此前发生的骗补事件,环保部加大了审核力度,补贴到位时间由原来的半年延长到一年半,这对行业整体增速产生了一定影响,小企业面临较大资金压力,龙头优势显著。

**政策支持,报废高峰期来临。**2016 年 3 月 1 日,《废弃电器电子产品处理目录(2014 年版)》正式实施,在原有五种产品基础上增加了吸油烟机、电热水器、打印机、手机等至 14 种产品,新版目录有利于促进市场逐步扩容,废电视机一家独大的现象将逐渐走向多元化,未来新目录产品配套政策出台后将进一步促进行业发展。此外,按照一般家用电器 8-10 年的使用周期,2018 年起我国又迎来了电器电子产品报废高峰期,行业增速有望改善。

图 28: 废弃电器电子产品回收情况

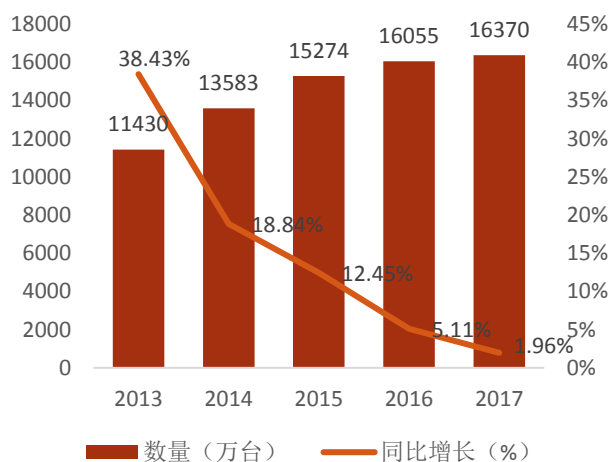
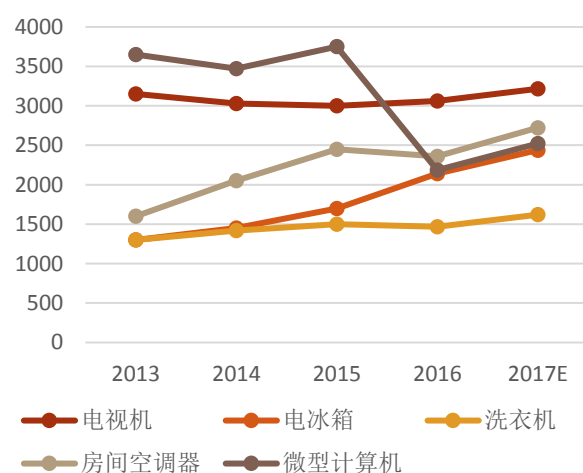
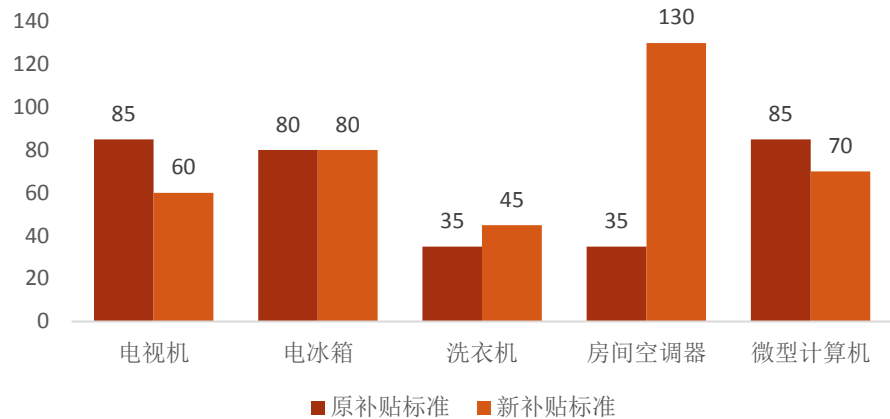


图 29: 首批目录产品理论报废量 (万台)



资料来源: 商务部,《中国再生资源回收行业发展报告(2018)》资料来源:《中国废弃电器电子产品回收处理及综合利用行业白皮书 2017》,国开证券研究部

图 30: 补贴标准对比 (元/台)



资料来源:《新版废弃电器电子产品处理基金补贴标准》, 国开证券研究部

**废汽车行业发展限制较多。**我国汽车保有量逐年增加, 2017 年达到 2.17 亿辆, 增长率基本维持在 12-13%之间。但废汽车回收率自 2014 年起一路下滑, 2017 年废汽车回收量仅为 147.2 万辆, 增长率为-7.54%。我国废汽车回收率较低的原因主要来自四大主要处理环节(回收、拆解、破碎、再制造), 其中, 最大的问题来自拆解和破碎两个环节。汽车拆解行业盈利主要来自三方面: 政府补贴; “五大总成”(发动机、方向盘、变速器、前后桥、车架)等零件再造、再利用; 销售拆解材料。2001 年《报废汽车回收管理办法》要求, 废汽车的“五大总成”应作为废金属, 交售给钢铁企业作为冶炼原料, 严禁流回市场。因此, 我国汽车拆解行业收入主要来源于废车钢铁销售, 这导致了拆解企业盈利能力低以及回收利用率低, 同时行业受钢铁价格影响较大。此外, 回收阶段, 黑市监管不足, 降低了正规途径回收率; 再制造阶段, 实施牌照管控, 截至 2016 年底, 全国再制造企业仅有 27 家, 企业数量远低于美国, 极大地限制了行业发展。

图 31: 我国汽车保有量

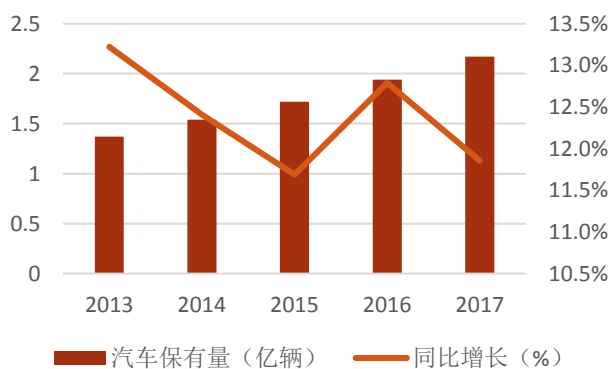
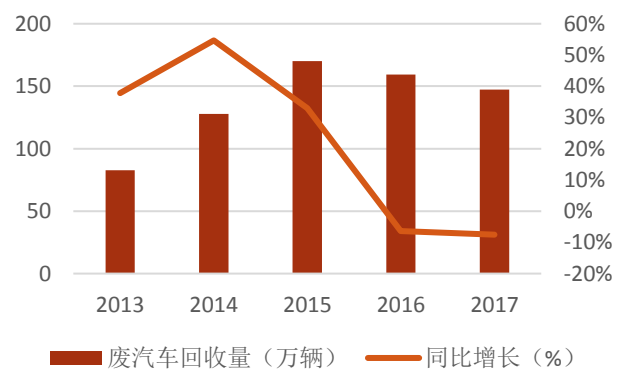


图 32: 我国废汽车回收量



资料来源: WIND, 国开证券研究部

资料来源: WIND, 《中国再生资源回收行业发展报告(2018)》, 国开证券研究部

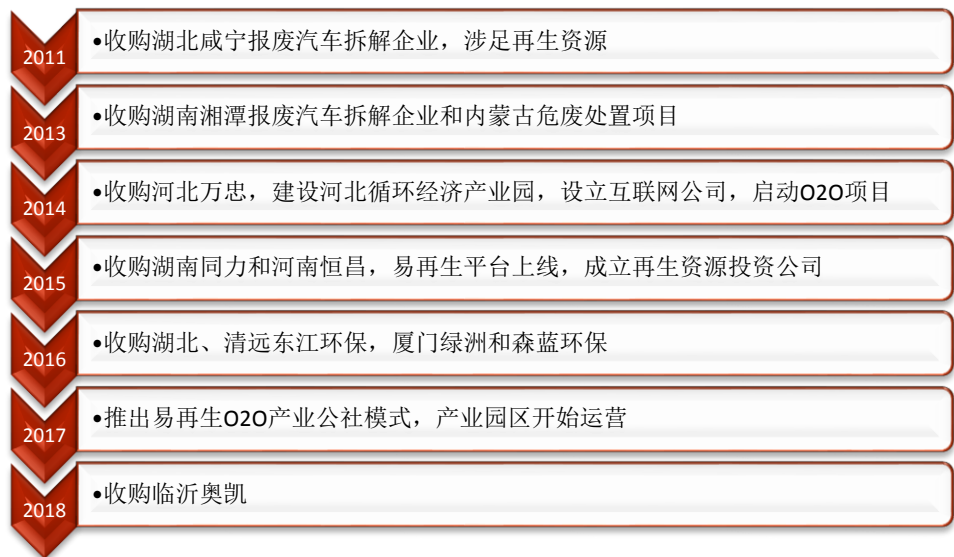
**政策助力“五大总成”松绑，提升行业毛利率。**《报废汽车回收管理办法》的修改计划列入了 2018 年立法工作计划，新办法有望取消废汽车回收拆解企业总量控制的要求，允许拆解回用件进入市场流通，开展绿色汽车消费，鼓励“五大总成”交给有资质的再制造企业进行再制造。其中，“五大总成”的松绑，有助于通过再制造循环使用，提升行业毛利率水平，进而促进废汽车回收率良性改善。预计未来，随着废汽车政策的逐步完善以及行业模式的不断创新，废汽车行业有望迎来机遇期。

### 3.2 易再生网上交易平台实现供需匹配，毛利率显著提升

**公司电子废弃物拆解能力行业第一。**自 2011 年起，公司经历多次并购，布局再生资源回收与利用领域，业务涉及电子废弃物处置、报废汽车拆解及再制造、危险废弃物处置、产业园区运营、再生资源深加工、再生资源 B2B、锂电池回收与利用等，形成了覆盖回收、初加工和深加工全产业链的格局。根据《中国废弃电器电子产品回收处理及综合利用行业白皮书 2017》数据，2017 年第 1 季度处理量前 10 名企业占总量比重为 49.3%，同比上升 10.7 个百分点，集中度进一步提升，龙头公司议价能力提高。截至 2017 年底，电子废弃物年资质拆解能力排名前三的企业为启迪桑德（2959 万台）、中再资环（1810 万台）、格林美（1500 万台），启迪桑德位居行业第一。

**易再生 020 网上交易平台加速供需匹配。**公司再生资源业务发展具有全产业链布局、多业务领域布局和线上线下全方位布局三大鲜明特点。实体产业全面布局，通过商业模式创新和协同管理创新，各业务领域打通交互，形成业务内和业务间的联动，充分发挥规模优势和协同效应，实现多业务协同发展、齐头并进。线上平台持续创新，构建了易再生网 020 交易平台，以“产业 + 互联网”为路径，为企业提供金融、物流等多种增值服务，最终形成一个完整的再生资源生态系统。其中，易再生“产业 + 互联网”模式是利用大数据、云平台等技术建立“供求信息及采销交易综合平台”，撮合再生资源线上和线下、信息和资金匹配，为供求双方提供多种便捷增值服务。公司目标是到 2020 年，再生资源平台年交易额超 500 亿元，线上虚拟园区企业超一万户，线下再生资源企业达到 100 家。

图 33: 公司再生资源回收利用并购历程



资料来源：公司公告，国开证券研究部

图 34: 公司再生资源回收利用业务布局



资料来源：公司官网，国开证券研究部

**2018年再生资源业务进展顺利。**2018年上半年，公司再生资源业务积极开展电子废弃物非基金业务，改变原有依赖于基金补贴的单一盈利模式；成立锂电池事业部，布局2017年回收量增速最快的锂电池回收利用业务，打造锂电池终生托管服务模式；拓宽危废业务领域，2018年1-6月处置危废和医废11,670吨；再生资源交易平台易再生3.0重磅上线；收购临沂奥凯再生资源利用有限公司70%股权，深入推进报废车拆解、零部件再制造以及锂电池回收利用业务；产业公社+园区模式在邵阳园区深入推广。

**业务毛利率提升显著。**公司再生资源营收增长率和毛利率持续提升，随着高毛利率的危废、医废、废电池回收业务的不断推进，叠加废电子和废汽车政策的不断完善，板块毛利率有望进一步提升。截至 2018 年三季度末，公司再生资源业务实现营收 10.14 亿元，同比增长 23.27%，毛利率增长 10.66 个百分点至 28.91%。

图 35: 公司再生资源营收及增长率

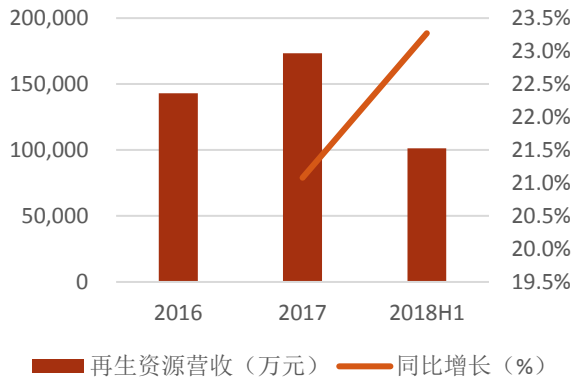
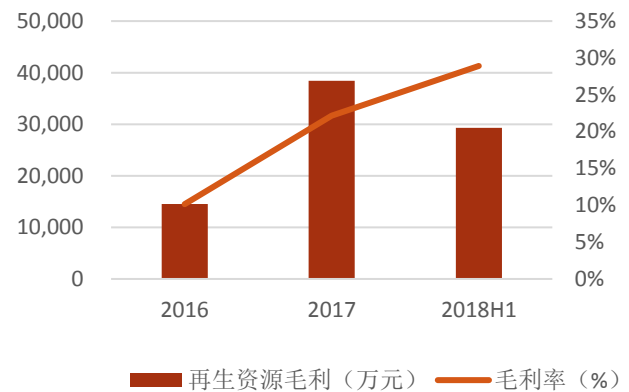


图 36: 公司再生资源毛利及毛利率



资料来源: WIND, 国开证券研究部

资料来源: WIND, 国开证券研究部

## 4、盈利预测及投资建议

### 4.1 具体假设和预测

根据公司在手订单金额、数量和工程建设期、运营期计算，假设公司税率、期间费用率维持在相对稳定水平，预计 2018-2020 年营业收入分别约为 126.08 亿元、163.21 亿元、206.51 亿元，毛利率维持在 30% 左右。

环卫业务方面，公司是环卫行业龙头，拿单能力突出，2018 年上半年新签订单增速高达 90%。环卫车辆类型丰富，实体废物回收站增强环卫前端业务粘性，模式有望在全国复制。预计未来几年环卫业务仍将保持高增速。

再生资源回收利用业务方面，随着电器电子报废高峰期的来临，行业有望加速释放，政策红利将有效扭转行业颓势，提升业务平均毛利率水平。公司构建易再生网上交易平台，形成线上线下再生资源回收全产业链。待新政出台后，行业规模提升，将逐步释放订单。

其他方面，环保装备、污水处理和供水业务预计将维持原有增速，固废运营项目占比提升，营收增速有望增长，但由于目前融资环境仍较为紧张，市政施工业务增速可能会有所下降。

**表 1: 公司分产品盈利预测表 (万元)**

产品细分		2017A	2018E	2019E	2020E
市政施工	收入	316,253.09	400,060.16	506,076.10	632,595.13
	增速	36.60%	26.50%	26.50%	25.00%
	毛利率	29.79%	23.00%	22.00%	22.00%
	成本	222,041.29	308,046.32	394,739.36	493,424.20
环卫业务	收入	178,778.95	339,680.01	509,520.01	713,328.01
	增速	125.40%	90.00%	50.00%	40.00%
	毛利率	17.08%	19.00%	19.00%	19.00%
	成本	148,243.51	275,140.80	412,711.21	577,795.69
再生资源	收入	173,317.30	211,447.11	260,079.94	319,898.33
	增速	21.08%	22.00%	23.00%	23.00%
	毛利率	22.16%	29.00%	28.00%	28.00%
	成本	134,910.19	150,127.45	187,257.56	230,326.80
固废处理	收入	15,884.67	28,592.41	42,888.61	55,755.19
	增速	33.87%	80.00%	50.00%	30.00%
	毛利率	5.29%	12.50%	12.50%	12.50%
	成本	15,044.37	25,018.36	37,527.53	48,785.79
环保设备及咨询	收入	198,830.49	216,725.23	236,230.51	255,128.95
	增速	9.40%	9.00%	9.00%	8.00%
	毛利率	53.44%	70.00%	60.00%	60.00%
	成本	92,575.48	65,017.57	94,492.20	102,051.58
污水处理	收入	30,598.82	35,188.64	40,466.94	46,536.98
	增速	8.64%	15.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	27.57%	27.50%	27.50%	27.50%
	成本	22,162.73	25,511.77	29,338.53	33,739.31
自来水供水	收入	14,388.75	15,108.19	15,863.60	16,656.78
	增速	4.77%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	37.86%	29.00%	29.00%	29.00%
	成本	8,941.17	10,726.81	11,263.15	11,826.31
其他	收入	7,786.4	14,015.52	21,023.28	25,227.94
	增速	261.35%	80.00%	50.00%	20.00%
	毛利率	70.93%	60.00%	60.00%	60.00%
	成本	2,263.43	5,606.21	8,409.31	10,091.17
合计	收入	935,838.47	1,260,817.26	1,632,148.98	2,065,127.29
	增速	35.30%	34.73%	29.45%	26.53%
	毛利率	30.95%	31.38%	30.97%	29.67%
	成本	646,182.16	865,195.28	1,126,727.86	1,452,384.05

注: 2018-2020 年数据系预测值

资料来源: 公司公告, 国开证券研究部



## 4.2 投资建议

公司大固废产业链逐步完善，环卫业务模式领先并进入盈利期，再生资源业务受益政策红利，运营收入占比超过五成，经营稳健，融资渠道丰富，资金较为充足。预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 14.79、18.32、22.56 亿元，EPS 分别为 1.03、1.28、1.58 元，以当前 10.45 元的收盘价计算，对应 PE 分别为 10.11、8.16、6.63 倍，给予公司“推荐”的投资评级。

## 5、风险提示

环卫市场化进程低于预期、再生资源财政补贴发放时间不及预期、项目推进不及预期、资金成本进一步提升、业绩增长不及预期、国内外二级市场系统性风险。

表 2：财务预测表（百万元）

资产负债表					利润表				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	4044	3782	4896	6195	营业收入	9358	12608	16321	20651
应收和预付款项	4760	10367	13420	16980	营业成本	6462	8652	11267	14524
存货	547	1081	1408	1815	营业税金及附加	90	121	157	199
其他流动资产	340	550	550	550	销售费用	156	353	457	578
长期股权投资	846	846	846	846	管理费用	829	1198	1551	1962
固定资产和在建工程	15159	16390	17332	17984	财务费用	437	305	399	400
无形资产和开发支出	5268	11342	16836	21750	资产减值损失	14	100	100	100
其他非流动资产	1389	1973	1900	1900	投资收益	8	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>32388</b>	<b>46454</b>	<b>57387</b>	<b>68285</b>	公允价值变动	0	0	0	0
短期借款	1570	2736	3523	4208	其他经营损益	0	0	0	0
应付和预收款项	4596	8724	10705	13014	<b>营业利润</b>	<b>1446</b>	<b>1879</b>	<b>2391</b>	<b>2889</b>
长期借款	5414	7611	7976	7709	其他非经营损益	61	0	0	0
其他负债	5739	4904	4904	4904	<b>利润总额</b>	<b>1508</b>	<b>1879</b>	<b>2391</b>	<b>2889</b>
<b>负债合计</b>	<b>17319</b>	<b>23975</b>	<b>27107</b>	<b>29835</b>	所得税	239	282	359	433
股本	1022	1022	1022	1022	净利润	1268	1597	2032	2456
资本公积	6593	12593	18593	24593	少数股东损益	17	118	200	200
留存收益	7203	8495	10096	12066	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1251</b>	<b>1479</b>	<b>1832</b>	<b>2256</b>
少数股东权益	252	370	570	770	<b>财务指标</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
<b>股东权益合计</b>	<b>15069</b>	<b>22479</b>	<b>30280</b>	<b>38451</b>	销售毛利率	30.95%	31.38%	30.97%	29.67%
<b>负债及权益合计</b>	<b>32388</b>	<b>46454</b>	<b>57387</b>	<b>68285</b>	销售净利率	13.07%	12.67%	12.45%	11.89%
<b>现金流量表</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	ROE	8.44%	6.69%	6.17%	5.99%
经营活动现金流	(422)	355	4443	5416	EPS (元)	1.22	1.03	1.28	1.58
投资活动现金流	(4153)	(3754)	(3850)	(3850)	PE (倍)	26.97	10.11	8.16	6.63
融资活动现金流	6245	3138	521	(267)	PB (倍)	1.01	0.68	0.50	0.40
<b>现金流量净额</b>	<b>1664</b>	<b>-261</b>	<b>1114</b>	<b>1299</b>	EV/EBITDA	7.25	4.74	3.73	3.15

备注：2018-2020 年数据系预测值，其中 PE、PB、EV/EBITDA 根据 2018 年 12 月 24 日收盘价计算  
 资料来源：WIND，国开证券研究部

## 分析师简介承诺

梁晨，环保行业研究员，2011年毕业于英国圣安德鲁斯大学，硕士，2011年至今就职于国开证券股份有限公司。

本人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登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

## 国开证券投资评级标准

### ■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300指数跌幅10%以上。

### ■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300指数跌幅10%以上。

### ■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

## 免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表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“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 国开证券研究部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层