

业绩增长强劲的国内环卫与再生资源利用龙头

——启迪桑德 (000826.SZ) 公司深度报告

公司深度研究

邱懿峰 (分析师)

qiuyifeng@xsdzq.cn

证书编号: S0280517080002

黄红卫 (联系人)

010-69004537

huanghongwei@xsdzq.cn

证书编号: S0280118010010

赵腾辉 (联系人)

010-83561349

zhaotenghui@xsdzq.cn

证书编号: S0280118020015

● 环卫业务正处于成长风口, 龙头受益集中度提升:

环卫 PPP 模式效果显著, 中国环卫市场化率有望快速提高, 当前环卫业务正处于行业快速发展风口。传统环卫管理效率低下, 启迪桑德通过“互联网+机械化+环卫”模式显著改善成本效益, 环卫拿单能力强。相比美国环卫 CR3 44% 市占率, 国内环卫企业 CR10 仅为 12.6%, 启迪桑德受益于环卫市占率向龙头集中。

● 固废业务产业链齐全, 后续将进入投产高峰期:

2017 年底, 公司已投入运营的各固废细分领域项目共 30 余个。目前, 公司固废 PPP 在手订单 (含框架协议) ~400 亿, 由于公司对“项目质量、项目收益率 (要求 7% 以上)、项目风险”把控严格, 我们预计后续 2-3 年固废 PPP 落地订单在 80 亿/年左右, 固废项目的工程将显著提振公司业绩。2017 年, 公司固废投入运营产能~5000 吨/日。2017 年底, 公司垃圾填埋产能~3000 吨/日, 垃圾焚烧产能~3 万吨/日。2018-2019 年, 固废项目将进入投产高峰, 固废运营项目业绩也将明显改善。

● 商业模式创新&先进回收技术, 再生资源业务长期发展可期:

启迪桑德的核心电子废弃物拆解能力已达 2259 万台/年, 市场占有率在 ~15%, 位居行业首位; 公司独创“集垃圾分类、再生资源回收、物流、广告和社区服务等五位一体”的好嘞社区模式, 并精心打造安徽蚌埠示范项目, 模式成本效益显著, 未来快速扩展可期。为打通再生资源回收利用渠道, 启迪桑德重点打造易再生 O2O 平台, 实现再生资源线上下业务协同发展。

● 投资建议: 未来国内环卫业的“WM 公司”, 维持“推荐”评级

我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 1.56、1.81 和 2.31 元。当前股价对应 PE 分别为 18.7、16.0 和 12.6 倍。启迪桑德全面布局“环卫设备/环卫运营/固废处置/再生资源”全产业链, 护城河宽, 并通过“互联网+机械化+环卫”显著提升环卫运营效率。公司环卫 PPP 拿单能力强, 可促进环卫设备销售, 并推动“固废处置、再生资源回收”业务发展。环卫市占率提升空间大, 公司最可能成长为国内环卫业 WM, 维持“推荐”评级。

● 风险提示: 环卫业务增速及市占率提升不及预期风险。

财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	6917	9,358	15,294	19,304	23,051
增长率(%)	9.1	35.3	63.4	26.2	19.4
净利润(百万元)	1081.4	1,251	1,590	1,854	2,357
增长率(%)	16.2	15.7	27.1	16.6	27.1
毛利率(%)	32.9	31.0	27.2	26.8	27.1
净利率(%)	15.6	13.4	10.4	9.6	10.2
ROE(%)	12.9	8.4	9.9	10.5	12.0
EPS(摊薄/元)	1.06	1.22	1.56	1.81	2.31
P/E(倍)	27.52	23.8	18.7	16.0	12.6
P/B(倍)	4.12	2.3	2.1	1.9	1.7

推荐 (维持评级)

市场数据

时间 2018.04.09

收盘价(元):	29.12
一年最低/最高(元):	26.71/39.95
总股本(亿股):	10.22
总市值(亿元):	297.56
流通股本(亿股):	8.48
流通市值(亿元):	247.03
近 3 月换手率:	36.6%

股价一年走势



收益涨幅 (%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	6.13	-4.26	-27.29
绝对	-0.1	-12.29	-17.75

相关报告

《三季报符合预期, 环卫板块增长迅速》
2017-10-26

目 录

1、 公司概况：业绩增长强劲的国内环卫与再生资源利用龙头	4
1.1、 启迪桑德：国内环卫运营与再生资源利用的龙头	4
1.2、 业绩增长较快，盈利能力突出	5
1.3、 护城河宽，商业模式前景广阔	6
1.4、 清华系控股，定增资金到位，后续发展值得期待	7
2、 环卫业务：正处于成长风口，龙头受益集中度提升	8
2.1、 中国环卫市场化率有望快速提高	8
2.2、 环卫 PPP 模式效果显著	9
2.3、 国内环卫龙头市占率将进一步提高	9
2.4、 环卫产业链一体化优势显著	10
2.5、 传统环卫管理效率低下，“互联网+环卫”显著改善成本效益	11
3、 固废业务：产业链齐全，后续将进入投产高峰期	12
4、 再生资源业务：商业模式创新&先进回收技术，再生资源业务长期发展可期	12
4.1、 再生资源利用产能第一，市场地位突出	13
4.2、 独创好嘞社区，解决再生资源回收痛点，模式快速复制可期	13
4.3、 针对混合垃圾研发干湿分离技术，回收效率更高	14
4.4、 发力易再生 O2O 平台，打造环保行业阿里	14
4.5、 打通固废全过程数据闭环，大数据平台价值更高	15
5、 关键假设	16
附：财务预测摘要	18

图表目录

表 1： 启迪桑德的业务领域及业务模式	4
表 2： 启迪桑德业务全国布局	4
表 3： 2013-2017，启迪桑德营收及净利润	5
表 4： 2013-2017，启迪桑德盈利能力较强	5
表 5： 2017 年，启迪桑德营业收入占比情况	5
表 6： 2017 年，启迪桑德毛利占比情况	5
表 7： 启迪桑德全产业链布局“环卫设备/环卫运营/固废处置/再生资源”，环卫体系与再生体系协同性较强	6
表 8： 启迪桑德“环卫+机械化/信息化/智能化+再生资源利用”更具商业应用前景	7
表 9： 启迪桑德的控股结构图	7
表 10： 环卫服务占据固废 70%以上市场	8
表 11： 中美环卫市场化率对比	8
表 12： PPP 投资运营示意图	9
表 13： 环卫 PPP 项目深受民营资本喜爱	9
表 14： 各方力量争相涌入环卫服务行业，启迪桑德优势更为显著	9
表 15： 各方力量争相涌入环卫服务行业，启迪桑德优势更为显著	10
表 16： 启迪桑德布局“环卫设备/环卫运营/垃圾处理/再生资源”等全产业链	10
表 17： 启迪桑德环卫业务向智能作业模式演进	11
表 18： 2017 年，启迪桑德生活垃圾焚烧投资运营总规模位居业内前列（吨/日）	12
表 19： 启迪桑德全产业链布局再生资源行业	13
表 20： 中国垃圾分类痛点所在	13

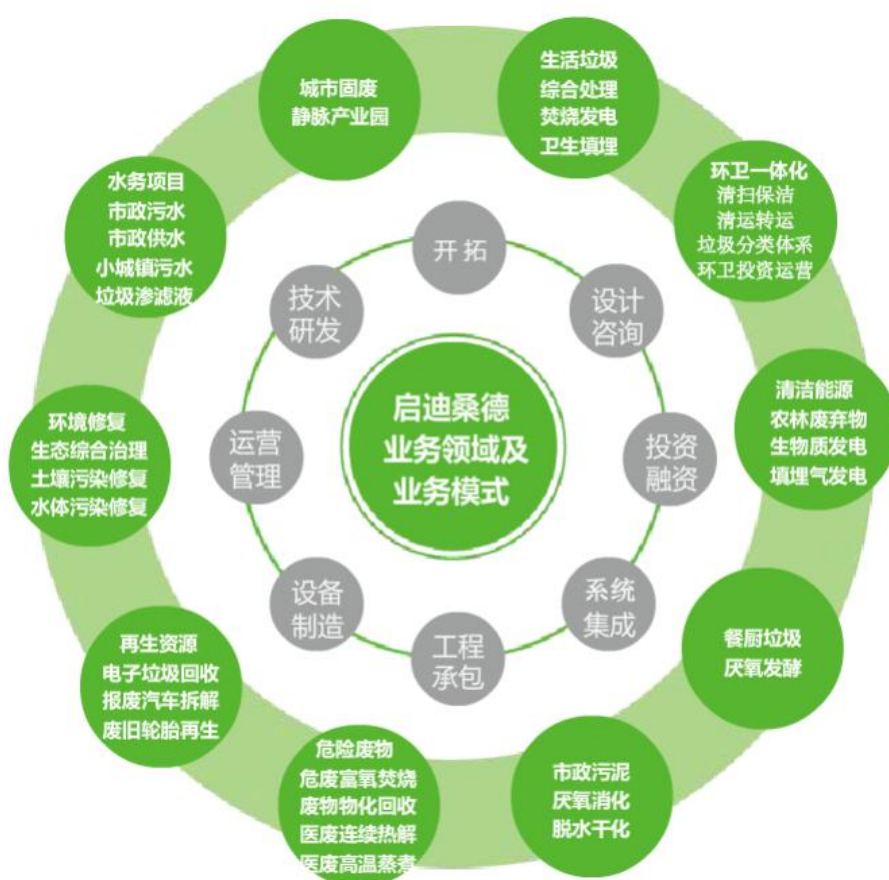
表 21: 启迪桑德好嘞社区现场图	13
表 22: 启迪桑德针对混合垃圾研发干湿分离技术, 回收效率更高	14
表 23: 启迪桑德重点打造易再生 O2O 平台, 实现再生资源线上下业务协同发展.....	15
表 24: 打造“垃圾产生→垃圾收集→垃圾分类→垃圾转运→垃圾处置→垃圾回收”的全过程数据闭环.....	15
表 25: 启迪桑德财务预测的关键假设	16

1、公司概况：业绩增长强劲的国内环卫与再生资源利用龙头

1.1、启迪桑德：国内环卫运营与再生资源利用的龙头

启迪桑德（000826.SZ）是国内环卫运营与再生资源利用的龙头企业。公司致力于环境保护和环境资源的可持续发展和循环利用，主营业务涵盖固体废弃物处置系统集成、环保设备及环卫专用车辆研发制造与销售、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领域。公司在水务、固废、环卫、再生资源领域拥有完善产业链条，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，已发展成为综合化市政环保平台。

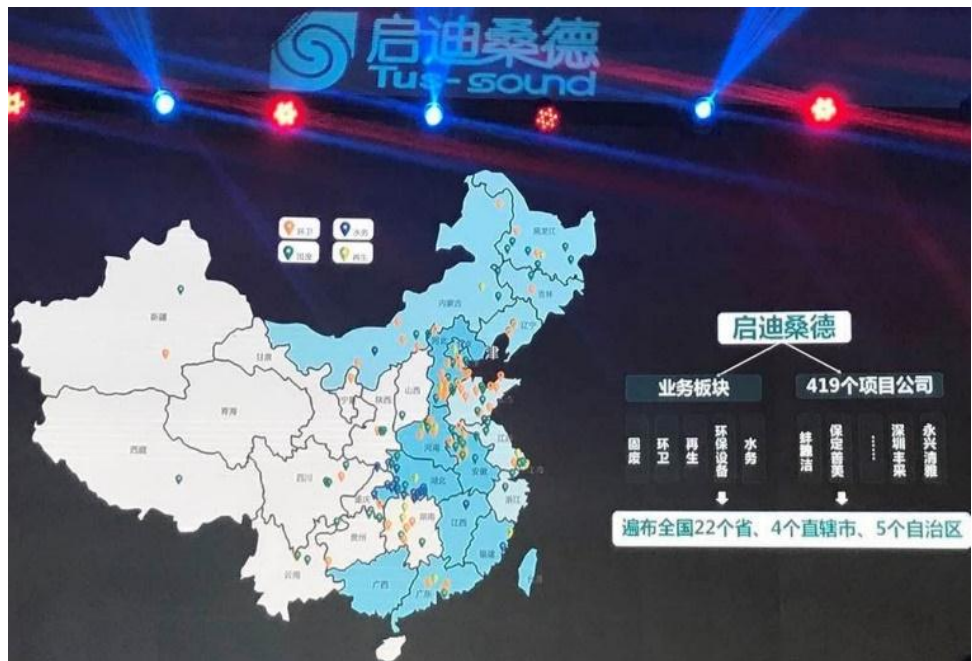
表1： 启迪桑德的业务领域及业务模式



资料来源：启迪桑德公司官网，新时代证券研究所

公司“环卫设备/环卫运营/固废/再生资源”产业链竞争优势明显，环卫运营效率高，环卫 PPP 拿单能力强，旗下 400 多个项目公司，业务全面布局全国。相比地区性环卫公司依托政企关系获取少量环卫 PPP 订单而言，启迪桑德“环卫运营效率及质量”赋予其全国范围 PPP 拿单能力，竞争优势更为持久。此外，公司在某一省份开拓环卫运营业务后，其优异“环卫/固废/再生资源”业务能力将塑造其品牌形象，有利于在当地继续获取其他 PPP 订单。

表2： 启迪桑德业务全国布局

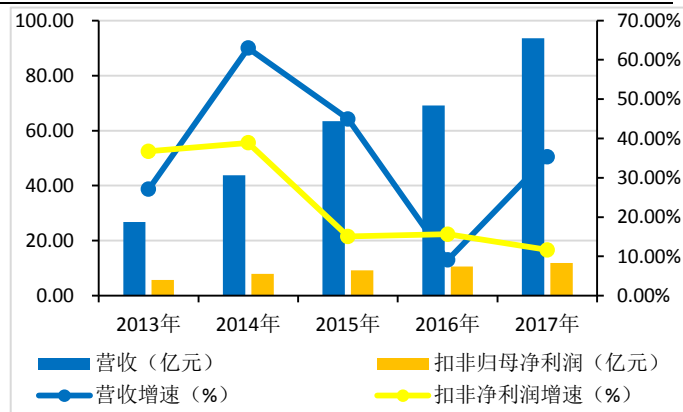


资料来源：启迪桑德现场发布会，新时代证券研究所

1.2、业绩增长较快，盈利能力突出

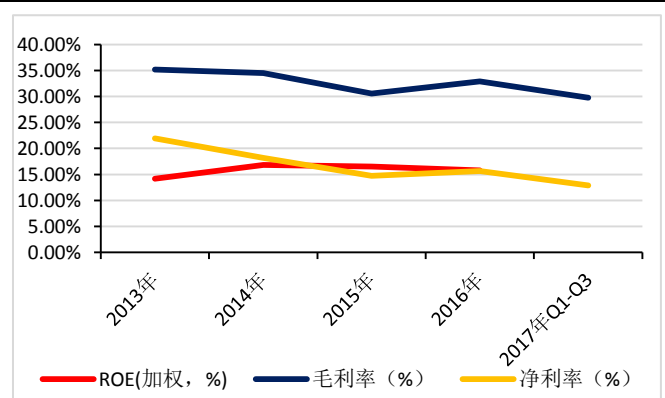
2013-2017年，公司营收从26.84亿元增加至93.58亿元(CAGR达36.65%)，扣非净利润从5.74亿增加至11.85亿(CAGR达19.87%)。公司盈利能力突出，近年来毛利率在30-35%，净利率在13-22%，ROE在11-16%之间。

表3：2013-2017，启迪桑德营收及净利润



资料来源：Wind 资讯，新时代证券研究所

表4：2013-2017，启迪桑德盈利能力较强

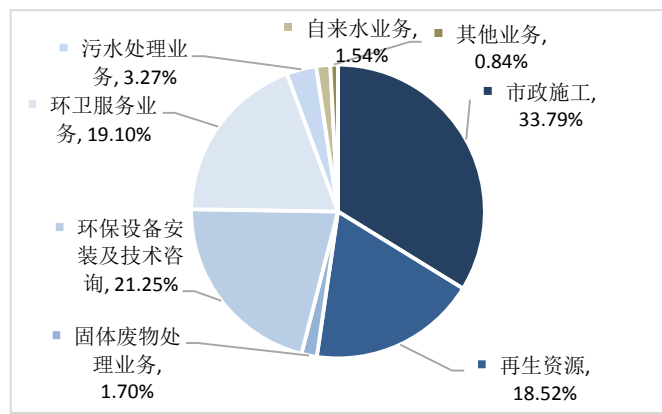


资料来源：Wind 资讯，新时代证券研究所

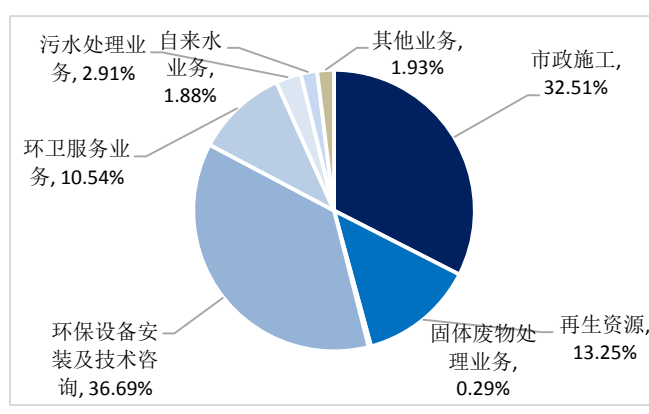
分业务来看，2017年，启迪桑德营收占比依次为：市政施工（33.79%）、环保设备安装及技术咨询（21.25%）、环卫服务业务（19.10%）、再生资源（18.52%）、污水处理业务（3.27%）、固体废物处理业务（1.70%）、自来水业务（1.54%）、其他业务（0.84%）。2017年，启迪桑德毛利占比依次为：环保设备安装及技术咨询（36.69%）、市政施工（32.51%）、再生资源（13.25%）、环卫业务（10.54%）、污水处理业务（2.91%）、自来水业务（1.88%）、固体废物处理业务（0.29%）、其他业务（1.93%）。目前，“环卫、再生资源、市政工程、环卫设备”是营收及毛利的最主要来源。

表5：2017年，启迪桑德营业收入占比情况

表6：2017年，启迪桑德毛利占比情况



资料来源：2017 年年报，新时代证券研究所



资料来源：2017 年年报，新时代证券研究所

1.3、护城河宽，商业模式前景广阔

公司通过“环卫全产业链布局”强化竞争优势，并通过“互联网+机械化+环卫”显著提升环卫运营效率，环卫 PPP 拿单能力强。随着国内环卫第三方服务放开及市场化率提升，环卫第三方运营快速发展，公司作为国内环卫龙头企业，受益于市场快速发展及市场集中度提升。公司环卫运营 PPP 订单大量落地，将促进公司环卫设备销售增加。此外，环卫作为固废产业的入口，推动公司“固废处置、再生资源回收”业务发展。国内再生资源利用率低，公司重建再生资源体系，独家推出“好嘞社区及再生 O2O 平台”解决国内再生资源回收及利用的行业痛点，掘金“再生资源蓝海”。

表7： 启迪桑德全产业链布局“环卫设备/环卫运营/固废处置/再生资源”，环卫体系与再生体系协同性较强



资料来源：启迪桑德发布会现场，新时代证券研究所

就商业模式而言，启迪桑德绝非简单复制“WM 成长路劲”，启迪桑德“环卫+机械化/信息化/智能化+再生资源利用”更具商业应用前景：1) 启迪桑德“环卫

的规模效应、环卫云运营及管理优势、全产业链优势、品牌效应、PPP 融资实力、清华系政企资源”构筑起环卫行业强大竞争壁垒，环卫 PPP 业务 5-10 年运营期形成其护城河；2）线下“好嘞社区模式及环卫运营业务”构筑起“再生资源业务”竞争壁垒，并在此基础上衍生出“再生 O2O 平台、物流、广告和社区服务”等潜在市场更为广阔的增值业务。

表8： 启迪桑德“环卫+机械化/信息化/智能化+再生资源利用”更具商业应用前景

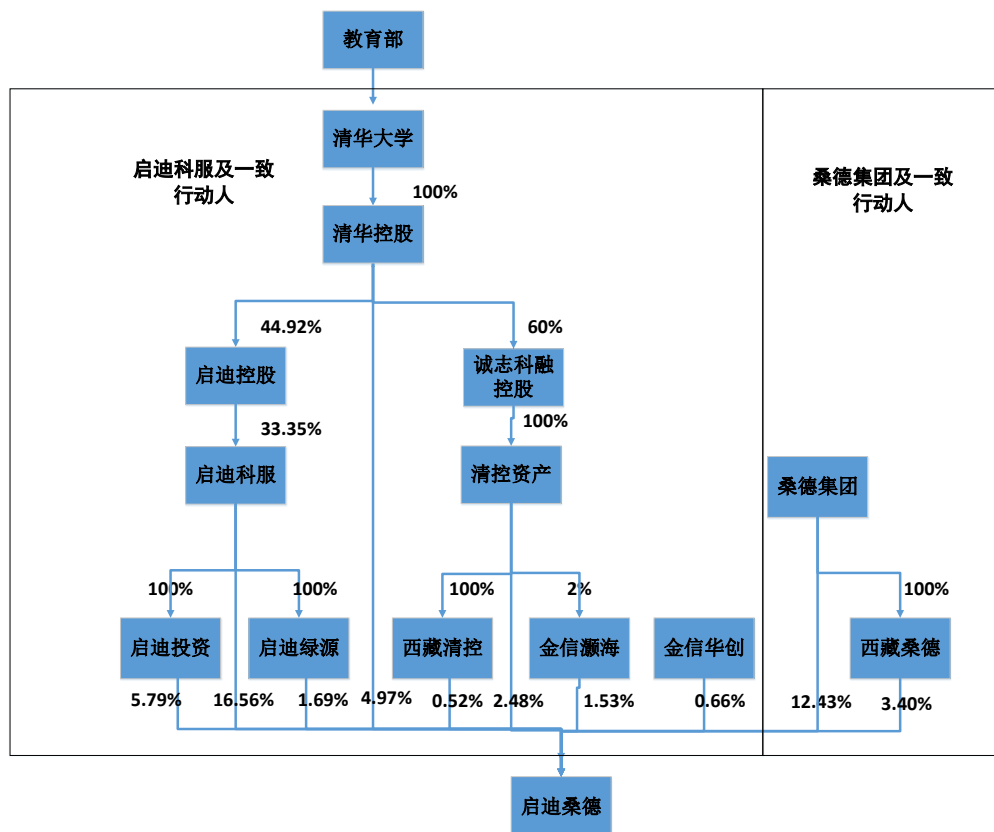


资料来源：启迪桑德发布会现场，新时代证券研究所

1.4、清华系控股，定增资金到位，后续发展值得期待

2015 年 4 月，公司控股股东变更为启迪科服，实控人由文一波变更为清华控股。清华系入股，将为公司开展环卫 PPP 业务提供较强的政企关系及资金支持。2017 年 8 月，公司完成定增，启迪科服及一致行动人合计持股比例从 29.52% 增加至 34.1%，彰显对公司发展信心。此外，本次定增募集资金净额 45.53 亿（其中 10.5 亿用于环卫一体化及服务网络建设项目，4.9 亿元用于环卫车改扩建项目、9.4 亿元用于固废处理项目），充裕定增资金大幅缓解“公司发展资金瓶颈及财务成本压力”，后续业绩值得期待。

表9： 启迪桑德的控股结构图



资料来源：2017 年年报，新时代证券研究所

2、环卫业务：正处于成长风口，龙头受益集中度提升

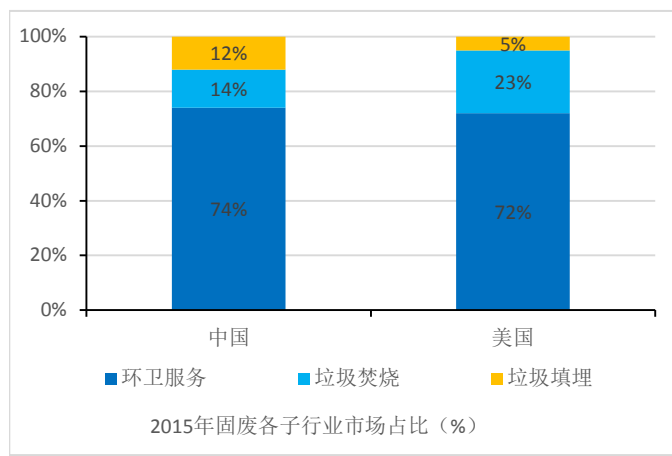
公司环卫业务包括区域市政环卫项目投资建设、城市生活垃圾清扫、收集、运输，并通过互联网、大数据和云平台等手段，构筑互联网+环卫传统及创新新业务经营模式，延伸环卫领域产业链。环保设备及环卫专用车辆制造业务：主要包括研发、制造、销售固体废弃物处理设备、水处理成套设备以及环卫专用车辆。我们认为，环卫 PPP 模式效果显著，中国环卫市场化率有望快速提高，当前环卫业务正处于行业快速发展风口。传统环卫管理效率低下，启迪桑德通过“互联网+机械化+环卫”模式显著改善成本效益，环卫拿单能力强。相比美国环卫 CR3 44% 市占率，国内环卫企业 CR10 仅为 12.6%，启迪桑德受益于环卫市占率向龙头集中。

2.1、中国环卫市场化率有望快速提高

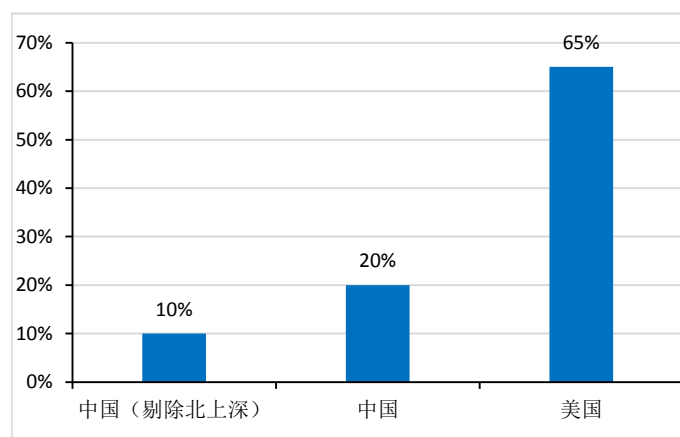
相比传统环卫模式下，政府负责城市环卫的投资运营监管等，第三方环卫运营管理运营水平更高。近年来，随着国内地方政府债务及财政压力加大，中央及地方层面出台细则推进环卫市场化。根据环卫科技网，2015 年中国环卫市场化率仅为 ~20%，对比美国 65% 市场化率，存在较大提升空间，我们预计十三五期间第三方环卫市场 CAGR~30%。

表10： 环卫服务占据固废 70%以上市场

表11： 中美环卫市场化率对比



资料来源: Waste Management Journal&国家统计局, 新时代证券研究所

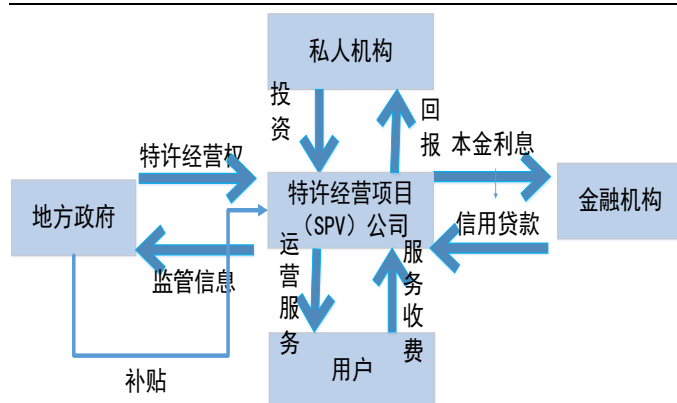


资料来源: 环卫科技网, 新时代证券研究所

2.2、环卫 PPP 模式效果显著

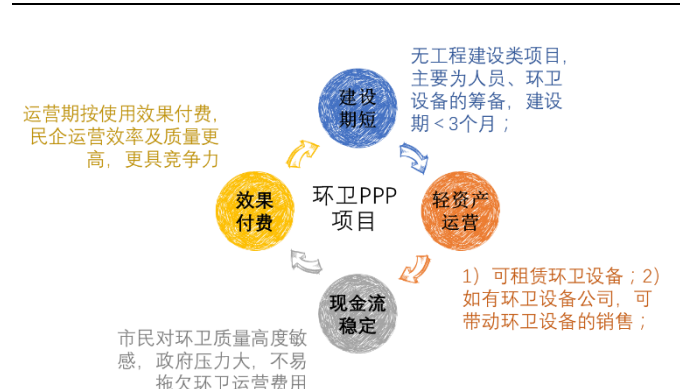
2015 年起, 为降低政府杠杆并拉动民营投资, 国家大力推行 PPP 模式。环卫服务 PPP 项目的建设期短 (<3 个月)、轻资产运营、现金流来源稳定且回款期短、运营期按使用效果付费, 深受民营资本喜爱。加之, 环卫服务一般有 5-15 年特许经营期, 在该运营期可获得稳定回报, 形成竞争壁垒, 国内环卫企业争相跑马圈地、发展较为迅速。

表12: PPP 投资运营示意图



资料来源: 新时代证券研究所

表13: 环卫 PPP 项目深受民营资本喜爱



资料来源: 新时代证券研究所

2.3、国内环卫龙头市占率将进一步提高

目前, 环卫竞争格局分散, 国内固废上下游企业争相涌入环卫行业, 主要包括四大类企业: 以“新安洁、玉禾田”为代表的环卫服务企业, 以“龙马环卫、中联环境”的环卫设备制造商、以“中国天楹、高能环境”为代表的固废处置企业、及以“北环集团、上海城投”为代表的地方国资企业。相比同类企业而言, 启迪桑德全面布局“环卫设备/环卫运营/固废处置/再生资源”全产业链, 旗下湖北合力强化其渠道及资源优势, 国资背景的清华系入股强化其政企关系优势, “实控人变更后文一波先生仍担任董事长要职”延续了其民企反应、机制灵活性优势。因此, 我们认为, 启迪桑德融合上述四类企业的优势, 竞争优势及协同效应更为显著。

表14: 各方力量争相涌入环卫服务行业, 启迪桑德优势更为显著

环卫服务企业	代表企业	特点
类型		

环卫服务企业 类型	代表企业	特点
以环卫服务起家，逐渐壮大	新安洁、玉禾田等	行业及管理经验丰富、业内口碑较佳、资本实力弱
环卫设备商，向下游环卫服务延伸	龙马环卫、盈峰环境（收购中联环境）	遍布全国销售渠道、品牌及资源优势、协同优势强、缺乏项目运营经验
垃圾处理企业，向上游环卫服务拓展	启迪桑德、中国天楹、高能环境	协同优势较强、资本实力强、地方政府关系紧密、环卫运营经验不足
地方国资企业	北环集团、上海城投	政府资源强、资本优势强、但市场竞争能力偏弱

资料来源：中国产业信息网，新时代证券研究所

国内环卫市占率低，根据2016年E20统计的道路清扫面积计算，国内环卫CR10仅12.6%。对比美国环卫服务企业市占率高：美国前三大环卫公司（WM、RSG、WCN）均为固废全产业链布局，固废行业CR3达44%，市占率高。根据E20，以2016年道路清扫面积测算，启迪桑德市占率为2.2%（国内仅次于侨银环保2.3%），龙头地位初显。据公司公告，2017年度，启迪桑德新增城乡环卫一体化业务运营服务合同235份，年度合同额合计高达10.3亿元，合同额累计为123.2亿元。自2014年至2017年12月31日，公司正在履行的环卫服务合同共计487项，年化合同额合计23.5亿元，项目运营期内合同额累计为314亿元。

表15：各方力量争相涌入环卫服务行业，启迪桑德优势更为显著

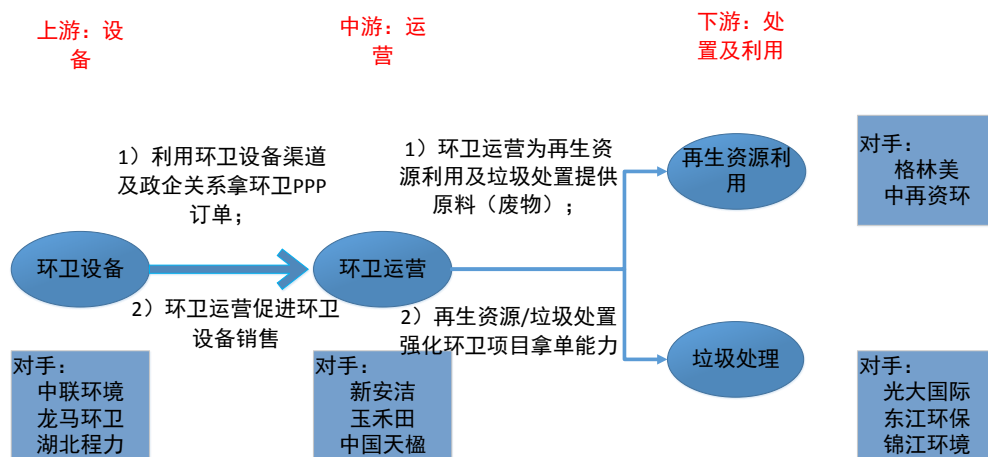
公司	道路清扫面积（万平方米/年）	市占率
侨银环保	17917	2.30%
启迪桑德	17623	2.20%
北京环卫	16145	2.00%
康洁环卫	15838	2.00%
家宝园林	10528	1.30%
玉禾田	7108	0.90%
龙马环卫	5318	0.70%
北控城市服务	4200	0.50%
广东路透	3092	0.40%
福建东飞	2700	0.30%

资料来源：E20（2016年道路清扫面积），新时代证券研究所

2.4、环卫产业链一体化优势显著

公司全面布局“环卫设备（湖北合加）/环卫运营/垃圾处理/再生资源”等全产业链。通过强大的环卫运营PPP拿单能力，促进环卫设备销售。而环卫作为固废产业链入口，可为垃圾终处理（垃圾资源化利用/焚烧/发电/填埋）提供原料来源，协同效应显著。

表16：启迪桑德布局“环卫设备/环卫运营/垃圾处理/再生资源”等全产业链



资料来源：互联网，新时代证券研究所

2.5、传统环卫管理效率低下，“互联网+环卫”显著改善成本效益

受益于环卫 PPP 强大拿单能力，陆续签约湖北宜昌市、河北宁晋县、湖南永兴县等环卫项目，迅速成为行业内有竞争力的环卫公司。2017 年度，公司新增互联网环卫业务运营服务合同 235 份，年度合同额合计约 10.31 亿元，项目运营期内合同额累计为 123.16 亿元。

2017 年 8 月，启迪桑德环卫工人已经发展到 6 万人，预计 2017 年底可能将达 10 万人，而再生资源体系也需要大量劳动力投入。传统环卫公司最大痛点在于监管环卫质量，环卫管理人员/环卫工人比例基本在 1:1 (各种层级监控人员在 50%)。启迪桑德推行智能作业模式（如移动手环监控等），实现环卫作业的机械化和信息化联动，将过去 50% 管理人员比例降低至目前~5% 左右，未来还拟降低至 1% 到 3%，显著提升业务效益水平，环卫运营利润率有望提高。

表17： 启迪桑德环卫业务向智能作业模式演进

> 传统作业模式向智能作业模式演进 > 互联网环卫衍生产业



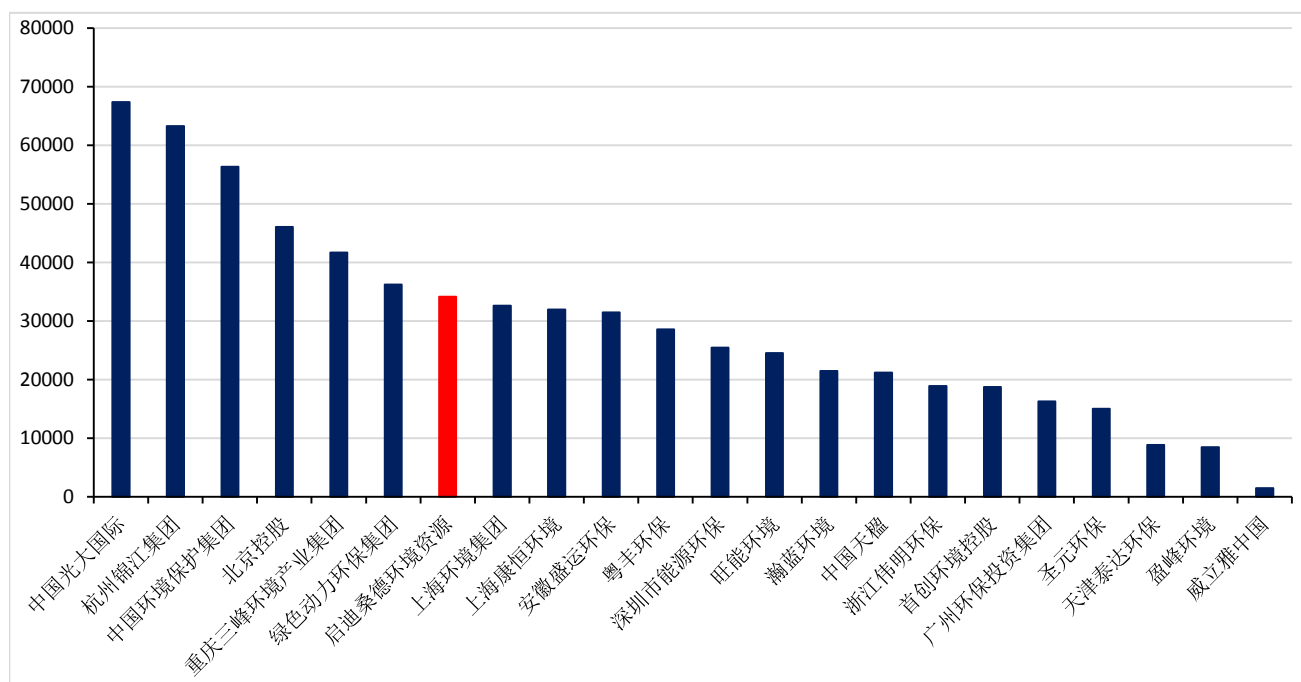
资料来源：启迪桑德公司官网，新时代证券研究所

3、固废业务：产业链齐全，后续将进入投产高峰期

启迪桑德拥有完整的固废处置业务领域产业链，固废处置业务包含生活垃圾焚烧发电、生活垃圾填埋、餐厨垃圾综合处理及利用、市政污泥处置、工业危险废弃物、医疗废弃物、农业有机废物、垃圾渗沥液处理等。2017 年度，公司固废市场拓展业绩显著，签约了白城市洮北区、阿克苏静脉产业园(东区)、福泉市、济南市（长青马山）等生活垃圾焚烧发电（PPP）项目；签约了山西长治市、湖北省荆州市、云南省楚雄市、山东省沂水县等餐厨垃圾处理项目；签约了黑龙江富裕、内蒙古莫旗等生物质热电联产项目。

2017 年底，公司已投入运营的各固废细分领域项目共 30 余个，其中生活垃圾焚烧发电项目 8 个、餐厨垃圾处理项目 4 个、医废处置项目 4 个，其他为生活垃圾填埋、填埋气发电等项目。目前，公司固废 PPP 在手订单（含框架协议）~400 亿，由于公司对“项目质量、项目收益率（要求 7% 以上）、项目风险”把控严格，我们预计后续 2-3 年固废 PPP 落地订单在 80 亿/年左右，固废项目的工程将显著提振公司业绩。2017 年，公司固废投入运营产能~5000 吨/日。截至 2017 年底，公司垃圾填埋产能~3000 吨/日，垃圾焚烧产能~3 万吨/日。2018-2019 年，固废项目将进入投产高峰，固废运营项目业绩也将明显改善。

表18： 2017 年，启迪桑德生活垃圾焚烧投资运营总规模位居业内前列（吨/日）



资料来源：中国固废网（2017 年度中国固废行业企业评选），新时代证券研究所

4、再生资源业务：商业模式创新&先进回收技术，再生资源业务长期发展可期

启迪桑德再生资源综合利用业务涵盖再生资源回收、电子废弃物拆解、报废汽车拆解及再制造、再生资源深加工、再生资源产业园区、危险废物处置和再生资源 O2O 等领域，覆盖回收、初加工和深加工再生资源全产业链。未来 3 年，启迪桑德再生回收网络将覆盖全国 4 个直辖市、27 个省会城市以及 50 个中等城市。

4.1、再生资源利用产能第一，市场地位突出

2017 年，再生板块电子废弃物年资质拆解能力达到 2259 万台/年，市场占有率在~15%，位居行业首位；其中，17 年家电拆解量在 1300 万台，占全行业 30-40%，市场地位突出。此外，启迪桑德积极进军报废汽车，现重点布局鄂东南和长株潭区域，并逐步向全国辐射，目标在 3-5 年内，成为全国最大的报废汽车回收、拆解企业，并向再制造挺进。

表19： 启迪桑德全产业链布局再生资源行业



资料来源：启迪桑德公司官网，新时代证券研究所

4.2、独创好嘞社区，解决再生资源回收痛点，模式快速复制可期

垃圾即为错配的资源，我国垃圾分类标准欠缺，居民垃圾回收意识差，回收渠道不畅，制约了我国再生资源回收产业发展，造成社会资源的巨大浪费。启迪桑德独创“集垃圾分类、再生资源回收、物流、广告和社区服务等五位一体”的好嘞社区模式，将再生资源回收业务从原有的零散废品回收转变为设立回收站或者和当地的资源企业合作。公司精心打造安徽蚌埠示范项目，好嘞社区在蚌埠市已经有 87 个社区在开展生活垃圾分类及物流、物业、快递、广告、社区经济服务工作，2017 年底计划蚌埠的好嘞亭增加至 200 个。2017 年，好嘞社区陆续在安徽、山东、浙江等近 20 个环卫项目开展生活垃圾分类、再生资源回收、快递、同城配送等业务。根据公司发展规划，2020 年，好嘞社区进驻“5 个一线城市、30 个二线城市、100 个三四线城市”，届时服务人口 8 千万-1 个亿，营业额达 100 亿。

表20： 中国垃圾分类痛点所在

表21： 启迪桑德好嘞社区现场图

再生资源回收痛点



资料来源：新时代证券研究所



资料来源：搜狐网，新时代证券研究所

4.3、针对混合垃圾研发干湿分离技术，回收效率更高

启迪桑德好嘞社区可解决垃圾源头分类问题。对于“没有实行源头分类的混合垃圾”，热值在~1000 大卡/公斤，传统燃烧技术易于产生二噁英。启迪桑德针对性研发“生活垃圾高端挤压干湿分离技术”，实现对垃圾的高效利用。混合垃圾干湿分离技术将“含水率 65—80%的垃圾”最后压缩成“含水率 30%的干垃圾”和“含水率 70%的湿垃圾”：1) **干垃圾**：含水率低（<30%），体积小，便于长久储存和远距离运输；热值>2000 大卡/公斤，适宜焚烧或热解气化处理。燃烧充分且温度高，不易生产二噁英。2) **湿垃圾**：含水率为 65%-80%，保留原生垃圾中的绝大部分可生物降解成分，适宜于干式厌氧发酵技术处理。厌氧发酵后，还可回收沼气及生物质原料（肥料等）。

表22： 启迪桑德针对混合垃圾研发干湿分离技术，回收效率更高



资料来源：启迪桑德发布会现场，新时代证券研究所

4.4、发力易再生 O2O 平台，打造环保行业阿里

为打通再生资源回收利用渠道，启迪桑德重点打造“易再生 O2O+产业园”模式，利用移动互联网、大数据、物联网、云平台等现代新技术服务于再生资源产业，精准服务产业链上下游客户。2017 年，公司推动易再生 O2O 平台由“单一交易平台”向“供求信息及采销交易综合平台”转型。易再生网及交易平台是线上布局，

将与线下再生资源（电废、危废、报废汽车、产业园区、深加工）连接，并将线上线下平台打通交互，实现再生资源线上线下业务协同发展，最终整合信息流、资金流和物流，共同为再生资源商家提供便捷服务。目前，再生资源平台访问人次 10 万/日，每个月交易额 6 亿，同时旗下 11 家电子拆解企业，2020 万台的拆解量。公司希望 2020 年，再生资源平台年交易额达到 500 亿以上，虚拟园区入驻企业到一万户以上，线下再生资源企业达到 100 家。

表23： 启迪桑德重点打造易再生 O2O 平台，实现再生资源线上线下业务协同发展



资料来源：启迪桑德发布会现场，新时代证券研究所

4.5、打通固废全过程数据闭环，大数据平台价值更高

大数据时代，数据成为企业核心竞争力及价值源泉。启迪桑德打通“环卫设备/环卫运营/固废处置/再生资源利用”全产业链，形成“垃圾产生→垃圾收集→垃圾分类→垃圾转运→垃圾处置→垃圾回收”的全过程数据闭环。相比单一数据来源而言（如环卫数据、垃圾数据），公司数据真实度更高、反映面更全、价值更强，再此基础上更可优化固废全产业运营效率。另一方面，公司通过环卫和再生资源网络收集了大量信息（道路气象等基础信息、环卫服务信息、区域信息、资源回收利用信息），再次基础上还将衍生出各类增值服务应用（如数据服务、广告、物流）等。

表24： 打造“垃圾产生→垃圾收集→垃圾分类→垃圾转运→垃圾处置→垃圾回收”的全过程数据闭环



资料来源：启迪桑德发布会现场，新时代证券研究所

5、关键假设

我们分析了启迪桑德各主要业务的关键驱动因素，据此预测启迪桑德各项业务营收及毛利率走势情况：

- ✓ 18年后，启迪桑德PPP密集进入完工期，市政施工营收有望保持。
- ✓ 考虑到18年/19年，启迪桑德固废处置业务进入密集投产期，增速较快。而供给侧改革推进，“钢铁、有色”等大宗商品价格有望高位维持，再生资源毛利率企稳后有望缓慢回升。
- ✓ 当前，国内环卫机械化率在60%左右，提升空间较大，环卫设备增速较快，我们预计未来三年公司环卫设备增速仍在10%左右，假设启迪桑德环卫设备增速与行业增速一致。
- ✓ 十三五期间环卫市场高速增长，启迪桑德环卫业务受益行业发展红利。随着公司“机械化+信息化+环卫”模式推广，公司环卫管理成本有望进一步降低，毛利率将有所回升。
- ✓ 污水处理及自来水供应业务较为稳定，考虑到量增价升，营收增速预计维持在10%左右。

表25： 启迪桑德财务预测的关键假设

分业务	分项目	2017A	2018E	2019E	2020E
市政施工	营收（亿元）	31.63	61.68	74.01	85.12
	增速（%）	36.6%	95.0%	20.0%	15.0%
	毛利率（%）	29.79%	25.00%	24.00%	23.00%
固体废物处理和再生资源	营收（亿元）	18.92	22.33	25.67	28.76
	增速（%）	22.1%	18.0%	15.0%	12.0%
	毛利率（%）	20.74%	21.0%	21.3%	21.6%
环保设备安装及技术咨询	营收（亿元）	19.88	21.87	24.05	26.46
	增速（%）	9.4%	10.0%	10.0%	10.0%

分业务	分项目	2017A	2018E	2019E	2020E
	毛利率 (%)	53.44%	53.4%	53.4%	53.4%
环卫业务	营收 (亿元)	17.88	40.23	60.35	78.45
	增速 (%)	125.5%	125.0%	50.0%	30.0%
	毛利率 (%)	17.08%	17.1%	19.1%	21.1%
污水处理与自来 水供应收入	营收 (亿元)	4.50	5.18	5.80	6.38
	增速 (%)	7.4%	15.0%	12.0%	10.0%
	毛利率 (%)	30.86%	33.0%	34.0%	35.0%
其他业务	营收 (亿元)	0.77	1.66	3.15	5.35
	增速 (%)	250.0%	115.0%	90.0%	70.0%
	毛利率 (%)	70.13%	70.1%	70.1%	70.1%
合计	营收 (亿元)	93.58	152.93	193.03	230.50
	增速 (%)	35.3%	63.4%	26.2%	19.4%
	毛利率 (%)	30.94%	27.16%	26.83%	27.10%

资料来源：部分数据来自 Wind，新时代证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	7635	10546	12354	11905	17038
现金	3247	4900	1707	2154	2573
应收账款	2745	3860	6935	6691	9580
其他应收款	389	429	909	780	1237
预付账款	590	457	1254	905	1673
存货	460	547	1188	1012	1606
其他流动资产	204	353	362	362	371
非流动资产	15309	22769	32965	35126	36552
长期投资	367	846	854	865	876
固定资产	1725	2272	11832	17811	21590
无形资产	2589	4626	4954	5328	5803
其他非流动资产	10628	15025	15325	11121	8282
资产总计	22944	33316	45319	47031	53590
流动负债	11203	12020	21858	23157	29116
短期借款	1924	1570	6028	7891	9867
应付账款	1785	3363	5512	5741	7647
其他流动负债	7494	7087	10318	9525	11601
非流动负债	3369	6227	7196	6036	4599
长期借款	3053	5414	6383	5224	3786
其他非流动负债	316	813	813	813	813
负债合计	14572	18246	29053	29193	33714
少数股东权益	144	252	267	288	314
股本	854	1022	1431	1431	1431
资本公积	2205	6593	6184	6184	6184
留存收益	4171	5210	6524	8023	9889
归属母公司股东权益	8228	14817	15998	17549	19561
负债和股东权益	22944	33316	45319	47031	53590

现金流量表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	-463	-451	2182	4106	3992
净利润	1084	1269	1606	1875	2382
折旧摊销	290	452	725	1207	1568
财务费用	333	437	570	806	846
投资损失	-12	-8	-3	-5	-6
营运资金变动	-2189	-2614	-716	224	-799
其他经营现金流	31	15	-0	-0	0
投资活动现金流	-3661	-4153	-10918	-3362	-2988
资本支出	2809	3136	10188	2150	1415
长期投资	-187	-468	-8	-11	-11
其他投资现金流	-1039	-1485	-739	-1223	-1585
筹资活动现金流	4715	6245	1085	-2161	-2561
短期借款	1225	-354	0	0	0
长期借款	978	2361	969	-1159	(1438)
普通股增加	8	168	409	0	0
资本公积增加	140	4388	-409	0	0
其他筹资现金流	2364	-318	117	-1001	-1124
现金净增加额	597	1636	-7651	-1416	-1558

利润表（百万元）	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	6917	9358	15294	19304	23051
营业成本	4642	6462	11139	14125	16805
营业税金及附加	76	90	147	186	222
营业费用	117	156	254	321	384
管理费用	546	829	1306	1669	1984
财务费用	333	437	570	806	846
资产减值损失	12	14	25	31	37
公允价值变动收益	-0	0	0	0	-0
投资净收益	12	8	3	5	6
营业利润	1202	1446	1855	2172	2779
营业外收入	99	68	68	68	68
营业外支出	2	7	7	7	7
利润总额	1299	1508	1916	2233	2841
所得税	216	239	311	358	458
净利润	1084	1269	1606	1875	2382
少数股东损益	2	17	16	21	26
归属母公司净利润	1081	1251	1590	1854	2357
EBITDA	1810	2265	2968	3995	5025
EPS（元）	1.06	1.22	1.56	1.81	2.31

主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入(%)	9.1	35.3	63.4	26.2	19.4
营业利润(%)	14.6	20.3	28.3	17.1	28.0
归属于母公司净利润(%)	16.2	15.7	27.1	16.6	27.1
获利能力					
毛利率(%)	32.9	31.0	27.2	26.8	27.1
净利率(%)	15.6	13.4	10.4	9.6	10.2
ROE(%)	12.9	8.4	9.9	10.5	12.0
ROIC(%)	8.8	6.6	6.1	7.1	8.1
偿债能力					
资产负债率(%)	63.5	54.8	64.1	62.1	62.9
净负债比率(%)	32.8	17.2	75.6	71.0	64.7
流动比率	0.7	0.9	0.6	0.5	0.6
速动比率	0.6	0.8	0.5	0.5	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.3	0.4	0.4	0.5
应收账款周转率	2.7	2.8	2.8	2.8	2.8
应付账款周转率	2.6	2.5	2.5	2.5	2.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.06	1.22	1.56	1.81	2.31
每股经营现金流(最新摊薄)	2.82	2.50	2.14	4.02	3.91
每股净资产(最新摊薄)	7.08	12.55	13.71	15.22	17.19
估值比率					
P/E	27.52	23.78	18.72	16.05	12.63
P/B	4.12	2.32	2.12	1.91	1.69
EV/EBITDA	24.74	20.0	18.5	13.8	11.1

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

邱懿峰，美国德克萨斯大学金融学硕士，南开大学国贸系本科，2015年就职于银河证券研究部，拥有两年以上行业研究经验，2017年加入新时代证券，现任环保行业首席分析师

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监 固话：010-69004649 手机：13811830164 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监 固话：021-68865595 转 258 手机：18221821684 邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
深圳	史月琳 销售经理 固话：0755-82291898 手机：13266864425 邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1501室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>