

证券研究报告—深度报告

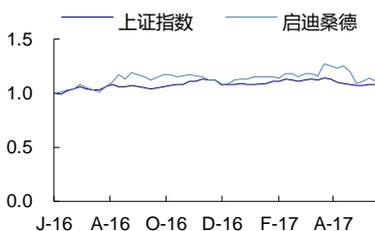
公用事业

环保 II

启迪桑德(000826)
买入

合理估值： 元 昨收盘： 32.51 元 (维持评级)

2017年06月12日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	854/847
总市值/流通(百万元)	27,773/27,538
上证综指/深圳成指	3,158/10,177
12个月最高/最低(元)	39.71/28.50

相关研究报告:

《启迪桑德-000826-重大事件快评:定增终获批准,公司有望换挡增速进入全新发展期》——2017-06-09

《启迪桑德-000826-重大事件快评:PPP框架协议持续落地,有望带来业绩快速释放》——2017-06-08

《启迪桑德-000826-2016年报点评:固废处置龙头业绩稳健,看好环卫和PPP业务业绩释放》——2017-04-19

《启迪桑德-000826-重大事件快评:定增过会奠定新一轮高速增长基础,积极参与PPP》——2016-12-29

《启迪桑德-000826-重大事件快评:调整定增方案降低发行难度,固废龙头前景光明》——2016-12-02

证券分析师:陈青青

电话: 0755-22940855
 E-MAIL: chenqingq@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513050004

证券分析师:姚健

电话: 010-88005301
 E-MAIL: yaojian1@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980516080006

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

深度报告

全产业链固废龙头进入全新发展期

● 清华控股旗下的全产业链环保综合服务商

公司是固废全产业链布局的环保综合服务商,可提供“一站式”环保服务。公司商业模式和理念行业领先,清华入主后,公司成为清华控股旗下唯一的环保上市公司,获得强大资源和资金支持,加速产业整合和业务开拓。

● 互联网环卫理念行业领先,创立全新固废生态系统,前景诱人

政策倒逼下环卫服务市场化大潮来临,空间规模超千亿。公司积极布局环卫服务市场,凭借资金、品牌、业务协同和理念优势,打造全新固废生态系统。

- 优势一:跑马圈地需品牌和资金作支撑,扩张迅速,发挥规模效应。
- 优势二:环卫整合原有固废处置和再生资源业务,效率提升。
- 优势三:互联网环卫模式理念先进,控制成本的同时开创新收入来源。

通过前两年的布局,目前公司的环卫业务已形成规模,16年底已有项目149个,遍及全国。开发基于云技术的“环卫云平台”,整合环卫机械和人员的实时大数据,小范围增强协同,提高环卫劳动效率;中区域内缩短固废垃圾处理链条,整合资源提升回收效率;在更大的范围内,做大规模效益,开发“互联网+”的增值业务新模式,实现智能大环卫,创立全新固废处置生态系统。互联网环卫模式理念领先,前景诱人,带来巨大空间。

● 垃圾焚烧进入集中建设和投运期,PPP带来业绩快速释放,其他业务稳健

在手垃圾焚烧项目进入集中建设期,16年4个项目投运后,预计未来每年平均投运5-7个,增加运营收入。凭借完整的固废产业链不断拓展综合环保产业园项目,树立固废循环利用标杆。加大对外投资,大力拓展再生资源业务,补齐固废循环利用链条的短板,有望在未来为公司的业绩带来较大增量。水务业务稳健,提供良好现金流,精细化管理逐渐扩大规模。公司从16年底开始大力拓展市政PPP业务,在手框架协议总金额超130亿元,带来业绩快速释放。

● 盈利预测和评级

公司通过前期的布局,以环卫为入口的固废产业链布局成型,中长期将显示出巨大优势,而市政PPP业务可增厚短期业绩。定增完成后,公司发展将进入全新时期。我们上调对公司17-19年归母净利润预测分别到14.5/19.2/24.5亿元,摊薄EPS分别为1.42/1.88/2.40元,对于PE分别为23/17/13,公司目前估值已回落到历史地位,未来有望重回高增长态势,维持买入评级。

盈利预测和财务指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	6,341	6,917	9,427	12,006	14,762
(+/-%)	45.0%	9.1%	36.3%	27.4%	23.0%
净利润(百万元)	931	1,081	1,448.41	1,924.86	2,452.61
(+/-%)	15.8%	16.2%	33.9%	32.9%	27.4%
摊薄每股收益(元)	1.09	1.27	1.42	1.88	2.40
EBIT Margin	21.7%	23.6%	21.4%	21.2%	21.1%
净资产收益率(ROE)	15.2%	13.1%	10.6%	13.1%	15.4%
市盈率(PE)	30.9	26.6	22.7	17.1	13.4
EV/EBITDA	24.3	22.6	20.1	13.7	11.7
市净率(PB)	4.7	3.5	2.41	2.24	2.06

资料来源:Wind、国信证券经济研究所预测

注:摊薄每股收益按最新总股本计算

内容目录

布局固废全产业链的环保平台型旗舰公司	4
公司简介：业务齐全，一站式环保综合服务平台.....	4
定增完成后清控股权进一步增大，股权激励到位，员工持股计划完善.....	5
互联网环卫理念行业领先，创新商业模式打造最大看点	7
行业趋势：环卫服务市场化大潮来临，进入 PPP 时代，龙头优势明显.....	7
公司环卫业务通过近两年的快速布局，规模效益初显，进入高速发展期.....	8
核心竞争力 I：跑马圈地需品牌和资金作支撑，足够多的网点才能发挥规模效应.....	10
核心竞争力 II：互联网云平台，商业模式创新，打造公司最大亮点.....	12
核心竞争力 III：成本控制至关重要，衍生业务成为新盈利点.....	15
传统业务稳健，维持公司业绩稳定增长	16
固废处理规模行业领先，借全产业链优势发展综合环保产业园项目.....	16
大力拓展再生资源业务，补齐固废处置全产业链，形成闭环.....	19
水务业务平稳运营，逐渐扩大规模.....	20
市政施工板块在垃圾焚烧厂和 PPP 业务的共同推动下，将呈现高增长态势	21
盈利预测	23
核心假设.....	23
盈利预测和评级.....	24
附表：财务预测与估值	25
国信证券投资评级	26
分析师承诺	26
风险提示	26
证券投资咨询业务的说明	26

图表目录

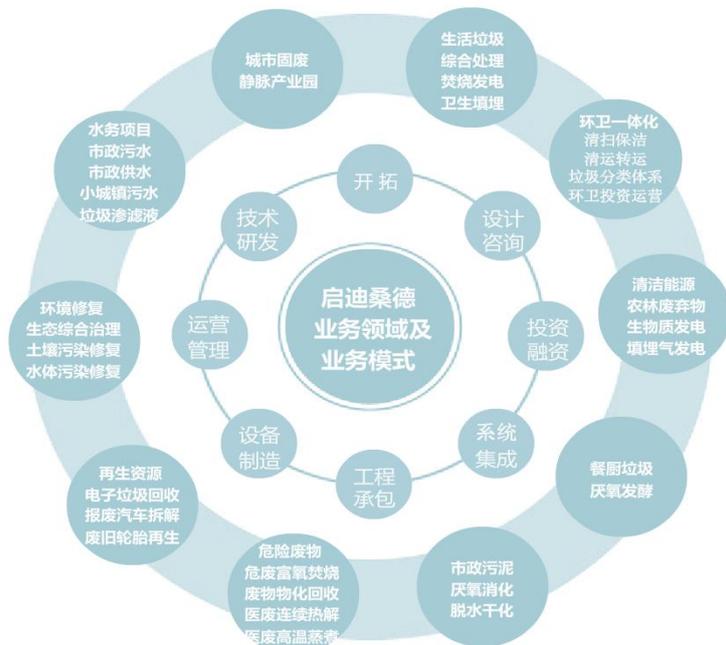
图 1: 启迪桑德业务领域及业务模式.....	4
图 2: 12-16 年营收、净利润 (万) 及增速 (% , 右轴)	5
图 3: 12-16 年公司各项业务占比变化.....	5
图 4: 2016 年公司主营业务毛利构成.....	5
图 5: 12-16 年公司各项主营业务毛利率 (%) 情况.....	5
图 6: 启迪桑德在全国的环卫布局.....	8
图 7: 启迪桑德 IPO 以来股权融资情况概览.....	11
图 8: 互联网环卫构成.....	12
图 9: 环卫云平台系统架构.....	12
图 10: 桑德云平台.....	13
图 11: 环卫机械化.....	14
图 12: 再生产业链布局.....	15
图 13: 环卫一体化业务领域.....	15
图 14: 运城市盐湖区乡村环卫一体化项目运营内容.....	15
图 15: 环卫服务成本结构——以道路清扫保洁为例.....	16
图 16: 公司 2016 年主营业务收入占比.....	17
图 17: 公司固体废物处理业务 (固废处理+再生资源) 营业情况 (万元)	17
图 18: 再生资源 O2O 构架.....	20
图 19: 公司水务板块业务营业情况.....	20
图 20: 截止 2016 年 12 月, 公司在建项目共 30 个, 其中垃圾发电占 73%.....	22
表 1: 截至 2017 年一季报前十大股东.....	6
表 2: 第一期员工持股计划详情.....	6
表 3: 环卫服务市场空间测算.....	8
表 4: 2015 年以来公司部分环卫对外投资项目.....	9
表 5: 2016 年以来公告的主要环卫服务合同.....	10
表 6: 智能环卫模式与传统模式对比.....	13
表 7: 公司 2015 年至今部分新签主要生活垃圾焚烧项目概况.....	17
表 8: 公司 2015 年至今对固废处理业务公司的投资及收购情况.....	18
表 9: 公司 2015 年至今对再生资源业务投资及收购情况.....	19
表 10: 启迪桑德 2015 年至今对水务业务类公司的对外投资及股权收购情况.....	21
表 11: 公司 2016 年底以来新签部分 PPP 订单 (除去环卫和垃圾焚烧)	22
表 12: 公司各业务营收及毛利率预测.....	23

布局固废全产业链的环保平台型旗舰公司

公司简介：业务齐全，一站式环保综合服务平台

公司长期致力于废物资源化和环境保护的可持续发展，主营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细分领域，并成为多个细分领域的领头羊。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。2016年，公司归母净利润达10.81亿元，同比增长16.18%。

图1：启迪桑德业务领域及业务模式

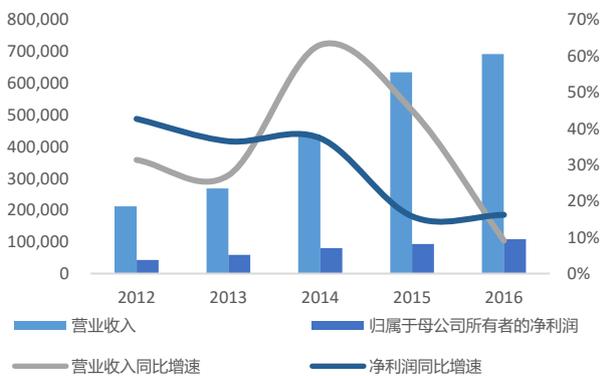


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

- **固废处置业务：**公司拥有较为完整的固废处置业务产业链，能够为客户提供“工程设计-施工承包-设备集成及安装调试”的一体化、专业化服务，并且能够生产制造专业的环保设备，主要业务涵盖了垃圾焚烧、垃圾堆肥、垃圾填埋、餐厨垃圾厌氧、市政污泥、危废、医废、建筑垃圾、农业有机废物、垃圾渗沥液等，签约生活垃圾处理能力2.89万吨/日。
- **水务业务：**负责特定地区市政供水、污水处理项目的投资及运营服务。2016年，污水处理类整体营业情况呈现较为稳定的增长态势，污水处理业务收入同比增长23%，污水处理成本同比增长9%，污水处理毛利率较上年同期增加7.64%。
- **环卫业务：**包括负责区域环卫项目投资建设、城市生活垃圾经营性清扫、收集、运输、处理和建设公共厕所，并通过互联网、大数据和云平台，构筑互联网环卫，延伸环卫领域产业链开展再生资源回收、物流扩展、广告扩展等。

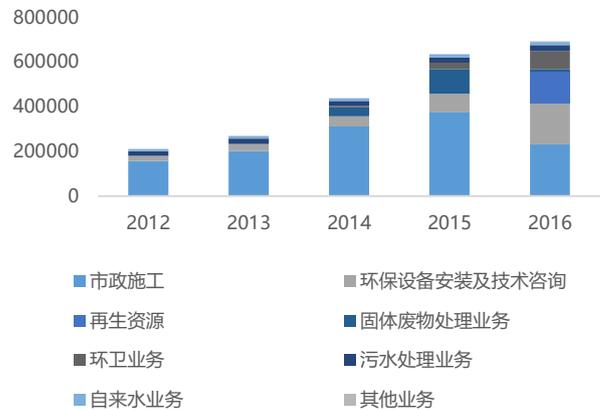
- **再生资源业务：**继续加大对再生资源业务领域的投资，2016 年先后收购湖北东江环保有限公司、清远市东江环保技术有限公司、森蓝环保(上海)有限公司三家公司 100%的股权，进一步提升废旧电器电力、电子产品的拆解产能，现有拆解能力增至 2020 万台/年。当前再生资源业务范围主要包括电子废弃物资源化、报废汽车资源化、互联网+分类回收、产业园 O2O 及深加工、再生资源网络平台、危险废弃物处置等，包括废弃电子垃圾回收、拆解、再利用，报废汽车回收、拆解，废旧物品回收、加工、销售，以及环保产业园的投资管理等业务。
- **环保设备制造业务：**主要包括电渗透污泥高干脱水技术、生活垃圾干湿分离技术、高浓废水 MVR 蒸发技术、垃圾及秸秆成型打包技术、多种型号的新型环卫车、锂电池动力新环卫车等的生产、研发和销售。该类业务成本主要为人工成本以及公司环保业务发展阶段历史投入研发成本，其毛利率处于较高区间。

图 2：12-16 年营收、净利润（万）及增速（%，右轴）



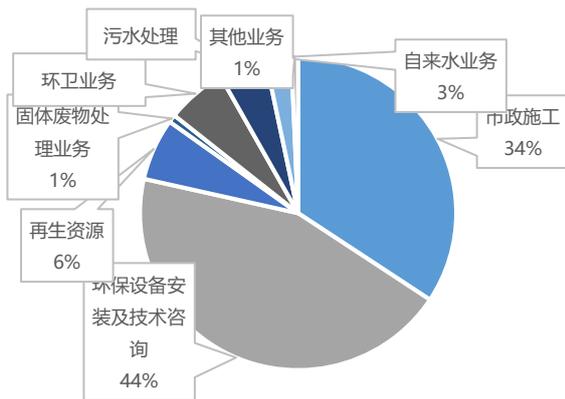
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 3：12-16 年公司各项业务占比变化



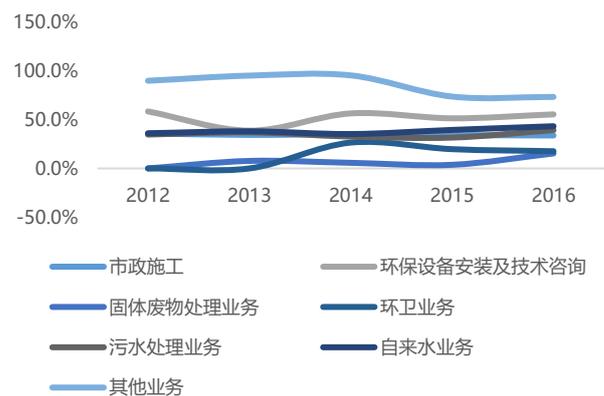
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4：2016 年公司主营业务毛利构成



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 5：12-16 年公司各项主营业务毛利率（%）情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

定增完成后清控控股权进一步增大，股权激励到位，员工持股计划完善

2015 年清华系入主公司，教育部成为公司的实际控制人。截止 2017 年第一季度，公司的前三大股东分别为启迪科技服务有限公司、桑德集团有限公司、清华控股有限公司，持股比例分别为 19.81%、14.87% 和 5.94%。

清华系拥有教育部的资源背景，拥有的资金能力自然不容小觑，入主公司增强

公司的资金实力，加速产业整合和业务开拓。公司作为清华控股旗下唯一的环保上市公司，在十三五环保行业高景气度的背景下，未来将迎来更多的产业整合，促进公司整体经营及战略的融合与协同。

公司非公开发行方案 2017 年 6 月 8 日获得证监会批复，顺利发行后，大股东启迪科服及其关联人的持股比例将超过 29%，控制权进一步增大。

表 1：截至 2017 年一季报前十大股东

排名	股东名称	持股数量 (万股)	占总股本比 例(%)
1	启迪科技服务有限公司	16925	19.81
2	桑德集团有限公司	12704	14.87
3	清华控股有限公司	5077	5.94
4	清控资产管理有限公司	2539	2.97
5	中国建银投资有限责任公司	2330	2.73
6	西藏爱尔医疗投资有限公司	1830	2.14
7	中国证券金融股份有限公司	1766	2.07
8	全国社保基金一一七组合	1557	1.82
9	冯志浩	1300	1.52
10	中国对外经济贸易信托有限公司-锐进 12 期鼎萨证券投资集合资金信托计划	1072	1.25
	合计	47100	55.12

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

股权激励方案：公司于 2014 年 11 月通过了股权激励方案，激励到位。向公司董事、高管人员、中层管理人员及核心技术人员共计 256 人授予 2200 万份股票期权，合计占激励方案签署时公司股本总额的 2.61%，相应业绩考核条件为：以 2013 年业绩为基准，14/15/16 净利润增长率不低于 35%/90%/190%。公司实际在 14 及 15 年相对于 13 年的净利润增长率为 35.1%及 58.8%。2016 年 5 月，249 名激励对象已在第一个行权期自主行权 776 万份股票期权，行权价格为 23.59 元/股。行权股份 6 个月后解锁 25%，剩余 75%逐年解锁。

员工持股计划：2016 年 5 月，公司拟以非公开发行方式发起第一期员工持股计划，发行价格为 27.74 元/股，认购股份不超过 540 万股，员工持股计划认购公司 2017 年非公开发行股票金额不超过 14,979.6 万元，参与对象为公司董事、监事（不包括外部董事和监事）和高级管理人员及部分员工。员工持股计划的顺利实施，将使员工与公司利益更深度地绑定，将利于提高公司的运营效率。

表 2：第一期员工持股计划详情

序号	持有人	职务	出资额（万元）
1	胡新灵	董事、总经理	1200
2	张仲华	执行总经理	700
3	王志伟	副总经理兼财务总监	1200
4	马勒思	董事会秘书	600
5	卫彬	副总经理	400
6	郑振华	副总经理	300
7	胡滢	职工代表监事	12
	董事、监事、高级管理人员合计		4412
	其他员工合计		不超过 10567.6
	总计		不超过 14979.6

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

互联网环卫理念行业领先，创新商业模式打造最大看点

行业趋势：环卫服务市场化大潮来临，进入 PPP 时代，龙头优势明显

我国的环卫行业起步较慢，城乡发展不平衡，技术装备和市场开发远没有达到体系化的环卫市场水平。在住建部的《2014 年城乡建设统计公报》中，2014 年末，城市道路长度达到 35.2 万公里，面积达到 68.3 亿平方米；县城道路长度为 13 万公里，面积为 24.1 亿平方米。无论在城市还是县城，道路的长度和面积都大致呈现逐年增长的趋势。这种由于城镇发展造成的道路变化也反映了城乡道路清扫保洁的客观需求。而根据 2014 年《中国城乡建设统计年鉴》，2014 年我国城市道路清扫面积 67.6 亿平方米，机械化清扫面积 34.1 亿平方米，机械化清扫率为 50.45%，县城道路清扫保洁面积 22.9 亿平方米，机械化清扫面积 7.9 亿平方米，机械化清扫率仅为 34.36%，只有上海、北京等极少数一线城市和沿海发达地区的机械化清扫率已达到 60% 以上。目前环卫市场存在零散经营、作业不规范、村镇环卫严峻、粗放管理、传统机械化、社会保障不足等问题。预计未来环卫标准会越来越高，应用范围也将不断扩大。

政策倒逼下环卫服务市场化大潮来临。长期以来，由于环卫服务的公用事业属性，我国大部分城市的市政环卫一直由各省市环卫、园林绿化和市政管理部门等事业单位负责管理和实施，行业具有典型的政府垄断性质。国家 2002 年就开始推动市政公共事业的市场化进程。在十八大确立了政府加大购买公共服务力度的思路后，国务院、财政部、发改委等部门这两年相继出台了多个国家鼓励公共服务市场化的政策。各个地方也出台多项在公用事业领域引进社会资本投资的政策，要求当地环卫监管部门从“管干一体”转型为专业监督管理组织，将环卫服务向社会公开招投标，进行市场化运作，在服从管理机构调度的前提下，自负盈亏。这一系列举措核心是避免政府成为单一投资主体，实行政府和社会资本的合作模式，使得环卫服务走向市场化。环卫的市场化已成为一个必然趋势，几年来各城市的试点项目也取得了良好的效果，具有强大的示范效应，各方因素刺激下环卫市场化大潮已然到来。

环卫服务市场空间规模超千亿。目前，我国环卫市场化程度各地差异较大，全国市场化程度平均约只有 20% 左右。其中，一线城市由于历史和市场原因，市场化空间已经不大，如北京主要由国企占据，深圳、杭州等地市场化程度已经较高。而南北方相比，南方比北方市场化程度高。未来环卫服务市场化的空间主要来自于二三线城市，预计十三五期间环卫服务市场在政策的推动下将达到 60% 的市场化渗透水平。

根据《中国城乡建设统计年鉴（2014）》，截至 2014 年，我国城市道路清扫面积达 67.6 亿平方米，县城道路清扫面积为 22.9 亿平方米，城市生活垃圾清运量达 1.8 亿吨，公厕数量约 16.5 万座，参考龙马环卫海口环卫项目的四项合同费用对比分析，城市区域，清扫保洁费约为 10 元/平米/年，垃圾清运费约为 60 元/吨/年，公厕运行费约为 13.5 万/座/年。对应市场空间为清扫保洁市场空间为 676 亿元，垃圾清运市场空间为 108 亿元，公厕运行市场空间约为 220 亿元，全国环卫服务市场保守估计市场规模约 1200 亿元。

若十三五期间全国环卫市场化程度由目前的 20% 提高至 60%，未来五年复合增速为 25%，环卫市场化进程进入突飞猛进的时期。此外，我国县镇机械清扫率仅为 34.3%，若考虑城镇化水平提高，未来提升空间巨大，市场规模不容小觑。公司董事长文一波在 2015 年固废战略论坛的发言中提到，环卫行业市场规模在 2025 年有望达到 5000 亿。

表 3: 环卫服务市场空间测算

区域	项目	清扫面积 (亿平方米/亿吨/万座)	单价 (元/平米或元/吨)	市场规模 (亿)
城市	清扫道路	67.6	10	676
	生活垃圾清运	1.8	60	108
	公厕运行	16.5	135000	220
乡镇	清扫道路	22.9	5	114.5
	生活垃圾清运	0.7	50	35
	公厕运行	4.3	100000	43
合计				1196.5

资料来源: 住建部、国信证券经济研究所预测

公司环卫业务通过近两年的快速布局, 规模效益初显, 进入高速发展期。2016 年环卫业务高速增长, 成为公司新的业绩增长点。公司环卫业务的盈利模式主要是和政府签署相对长期的带投资的特许经营协议, 从而产生环卫设施施工、环卫设备采购、环卫运营三个部分的收入。2016 年, 环卫板块业务增长迅猛, 新签环卫服务年项目 76 个, 年运营服务收入 7.93 亿元, 较 2015 年增长 168%, 占公司收入比重也有 4.69% 提升至 11%, 2016 年新签合同金额是 2015 年的 3.8 倍。2016 年底, 公司前已在河北、河南、山东、湖北、湖南、安徽、内蒙古、云南、新疆等 19 个省、自治区实施环卫清扫保洁及垃圾中转运的业务布局, 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 6: 启迪桑德在全国的环卫布局



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

2016 年加速环卫业务布局, 项目数量增加, 规模初现。公司在华中和华北地区都有较大订单金额以及布点计划数量。随着投入的加大, 全国范围的环卫项目数量也会随之上升。截至 2016 年年底, 公司在手环卫项目已达 149 个, 分布于河北、广东、安徽、山东等 16 个省级行政单位。预计到 2017 年, 公司环卫运营项目有望达到 210-230 个。届时, 多区域、多项目的互联网集合优势将得

以显现。根据公司中长期规划，环卫一体化平台建设未来将形成 600-800 个基础环卫运营点，形成覆盖全国主要市、县城乡一体化环卫服务平台，预计远期未来总投资金额约 150 亿元。

布局基本成型，环卫运营边际效益开始显现。公司用互联网的方式管理环卫项目，将所有环卫机械和环卫人员的活动数据通过实时通信设备整合上公司开发的“环卫云平台”，再通过大数据的方式在小区域内提高环卫劳动效率；中区域内缩短固废垃圾处理链条，整合资源提升回收效率；在更大的范围内，通过互联网产生的规模效应，开发“互联网+”的增值业务新模式，实现智能大环卫。公司 15-16 年处在布局阶段，除大力对外投资增加环卫运营项目点外，投入大量人力和财力搭建管理体系，开发“环卫云平台”数据控制中心。当前环卫云平台已经上线运行。总部的环卫管理费用开支趋于稳定，环卫运营收入逐渐覆盖环卫云平台建设和管理费用，预计 17 年环卫业务将大幅增加边际盈利效益。公司通过环卫把住固废资源入口，同时紧抓下游的垃圾焚烧和再生资源业务，打造固废处置闭环，同时通过庞大的环卫网络和环卫云平台，开发“互联网+”的新商业模式，理念和模式均处在国内固废企业的前列，后期有望逐渐拉开与追赶者的距离，前景诱人。

表 4：2015 年以来公司部分环卫对外投资项目

序号	被投资公司名称	投资方式	投资额（元）	持股比例	披露日期
1	佳木斯佳德环保科技有限公司	收购	26,000,000	100%	2017/5/26
2	深圳桑德丰采环境工程有限公司	增资	2,977,500	100%	2017/5/26
3	桑德智慧（苏州）环境管理有限公司	增资	2,806,500	100%	2017/5/26
4	金华市新环环卫市政有限公司	收购	3,410,000	51%	2017/5/26
5	金华市利鑫环卫清洁服务有限公司	收购	1,840,000	51%	2017/5/26
6	金华市利民环卫清洁服务有限公司	收购	16,450,000	51%	2017/5/26
7	句容桑德环境科技有限公司	新设	5,000,000	100%	2017/5/26
8	抚松桑德环卫工程有限公司	新设	5,000,000	100%	2017/5/26
9	德州启德环保工程有限公司	新设	5,000,000	100%	2017/5/26
10	贺州市桑德环卫工程有限公司	新设	5,000,000	100%	2017/5/26
11	道县启迪桑德环卫工程有限公司	新设	36,000,000	90%	2017/4/19
12	青州益源环保有限公司	增资	16,500	90%	2017/4/19
13	乌海启迪桑德环境工程有限公司	新设	40,000,000	100%	2017/3/14
14	太仆寺旗桑德环境工程有限公司	新设	5,000,000	100%	2017/2/25
15	乾县启迪桑德环卫工程有限公司	新设	5,000,000	100%	2017/2/25
16	四平桑德环卫工程有限公司	新设	5,000,000	100%	2017/2/25
17	吉首桑德建设有限责任公司	新设	27,000,000	90%	2017/1/24
18	灵寿县桑德环境工程有限公司	新设	1,650,000	55%	2017/1/24
19	平山县桑德环境工程有限公司	新设	1,650,000	55%	2017/1/24
20	河北桑德 E 路洁环保科技有限公司	新设	5,100,000	51%	2017/1/24
21	宜春市启迪桑德恒洁环境服务有限公司	新设	52,880,000	88.13%	2017/1/18
22	新野桑德环境工程有限公司	新设	4,000,000	80%	2017/1/18
23	重庆市开州区桑德环境工程有限公司	新设	4,000,000	80%	2017/1/18
24	新野新清环境服务有限公司	新设	3,000,000	100%	2017/1/18
25	茶陵县启迪桑德环卫工程有限公司	新设	5,000,000	100%	2017/1/18
26	深泽县桑德环卫工程有限公司	新设	5,000,000	100%	2017/1/18
27	通许县桑德环保工程有限公司	新设	5,000,000	100%	2017/1/18
28	安徽桑德环境循环科技有限公司	新设	5,000,000	100%	2017/1/18
29	重庆启迪桑德环境资源有限公司	新设	8,000,000	80%	2016/10/29
30	鄱阳县饶清环保服务有限公司	新设	20,000,000	88%	2016/10/29
31	新乡市桑德环境工程有限公司	新设	5,000,000	100%	2016/10/29
32	徐州汉清环境工程有限公司	新设	2,750,000	55%	2016/10/29
33	淄博桑德环境卫生管理有限公司	新设	5,000,000	100%	2016/10/29
34	德州桑德环境工程有限公司	新设	5,000,000	100%	2016/10/24
35	兴平启迪桑德环卫工程有限公司	新设	5,000,000	100%	2016/10/24
36	郑州市设立河南城发桑德新环卫有限公司	新设	98,000,000	49%	2016/9/20

37	湖北省咸宁市设立咸宁桑宁环境服务有限公司	新设	12,000,000	100%	2016/9/20
38	隆尧桑德环卫工程有限公司	新设	9,000,000	90%	2016/5/14
39	萍乡桑德环境科技有限公司	新设	8,000,000	80%	2016/5/14
40	宿州爱洁环境服务有限公司	新设	5,000,000	100%	2016/3/31
41	巨鹿县聚洁环卫工程有限公司	新设	4,500,000	90%	2016/3/31
42	淑浦桑德悦民环卫工程有限公司	新设	4,500,000	90%	2016/3/31
43	烟台桑德环境卫生服务有限公司	新设	5,000,000	100%	2016/3/31
44	若羌玉洁环卫工程有限公司	新设	5,000,000	100%	2015/12/30
45	张家界桑德环卫工程有限公司	新设	5,000,000	100%	2015/12/30
46	永清县桑德环境卫生服务有限公司	新设	5,000,000	100%	2015/12/30
47	魏县桑德环卫工程有限公司	新设	5,000,000	100%	2015/12/30
48	日照桑德环卫工程有限公司	新设	5,000,000	100%	2015/12/30
49	讷河桑德环卫工程有限公司	新设	5,000,000	100%	2015/12/30
50	楚雄桑德环境卫生管理有限公司	新设	5,000,000	100%	2015/10/31
51	泰安桑德环境工程有限公司	新设	5,000,000	100%	2015/10/31
52	天门桑德环境工程有限公司	新设	5,000,000	100%	2015/10/31
53	乌海桑德环境科技有限公司	新设	5,000,000	100%	2015/10/31
54	海城桑德环境卫生服务有限公司	新设	5,000,000	100%	2015/8/27
55	多伦桑德环境工程有限公司	新设	5,000,000	100%	2015/8/27
56	新邵桑德环卫工程有限公司	新设	5,000,000	100%	2015/8/27
57	保定市发投桑德环境治理有限公司	新设	40,000,000	40%	2015/6/26
58	禹城恒洁环卫工程有限公司	新设	5,000,000	100%	2015/6/26
59	邯郸市洁美环境工程有限公司	新设	5,000,000	100%	2015/6/26
60	万象县碧洁环境卫生管理有限公司	新设	5,000,000	100%	2015/3/16
61	咸宁桑德新环卫工程服务有限公司	新设	5,000,000	100%	2015/3/16
62	营口经济技术开发区德洁环卫工程有限责任公司	增资	23,310,000	60%	2015/1/24
63	攸县丽美环卫有限公司	新设	5,000,000	100%	2015/1/24
64	吉林市桑德永洁环境卫生服务有限公司	新设	4,000,000	80%	2015/1/24
65	桑德智慧(苏州)环境管理有限公司	新设	2,550,000	51%	2015/1/24
66	千度桑蓝环卫工程有限公司	新设	5,000,000	100%	2015/1/24
67	深圳桑德丰采环卫工程有限公司	收购	29,440,000	80%	2015/1/24

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表 5：2016 年以来公告的主要环卫服务合同

项目名称	金额(元)	产能规模	经营期限	披露日期
海城市生活垃圾焚烧发电及环卫一体化 PPP 项目	0.34 亿/年	534 万 m ² , 94 座公共厕所		2016/1/5
运城市盐湖区乡村环卫一体化项目	0.23 亿/年	-	30 年	2016/3/31
蚌埠市市容环卫市场化项目	16,906.55 万元/年	-	5 年	2016/5/21
通辽市科尔沁区城乡环卫一体化项目	653.18 万元/年	-	30 年	2016/10/10
新野县城区环卫市场化服务项目特许经营权招标项目	1,753.90 万元/年	4.67 亿元	25 年	2016/12/9
淄博市博山区城乡环卫一体化特许经营协议	4167 万元/年	-	30 年	2016/12/9
道县城乡环境卫生设施一体化 PPP 项目合同	4043.27 万元/年	-	30 年	2017/3/27
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	预计投资 20 亿	-	-	2017/4/14

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

核心竞争力 I：跑马圈地需品牌和资金作支撑，足够多的网点才能发挥规模效应

“智能环卫+轻资产运营”模式复制难度小，行业跑马圈地将加速：1) 智能环卫，从粗放的人工管理，走向信息化的智能运营和机械化的高效运营，降低了行业管理的难度，大大提升了异地复制的可能性。2) 轻资产运营，道路清扫属于轻资产业务，垃圾清运属于重资产业务，需要一定的前期投入，对于固废起家的桑德，进军环卫产业，利用原有再生资源建立的网络，迅速在县级城市小步快跑，迅速复制。

品牌决定跑马圈地的能力。在过去，大部分环卫产品、设施与服务均为政府购买，大部分企业只需要“关系营销”，与政府处好关系即可，品牌的重要性不明显。在未来一个追求高效、逐步放开的市场中，“关系营销”依然非常重要，但

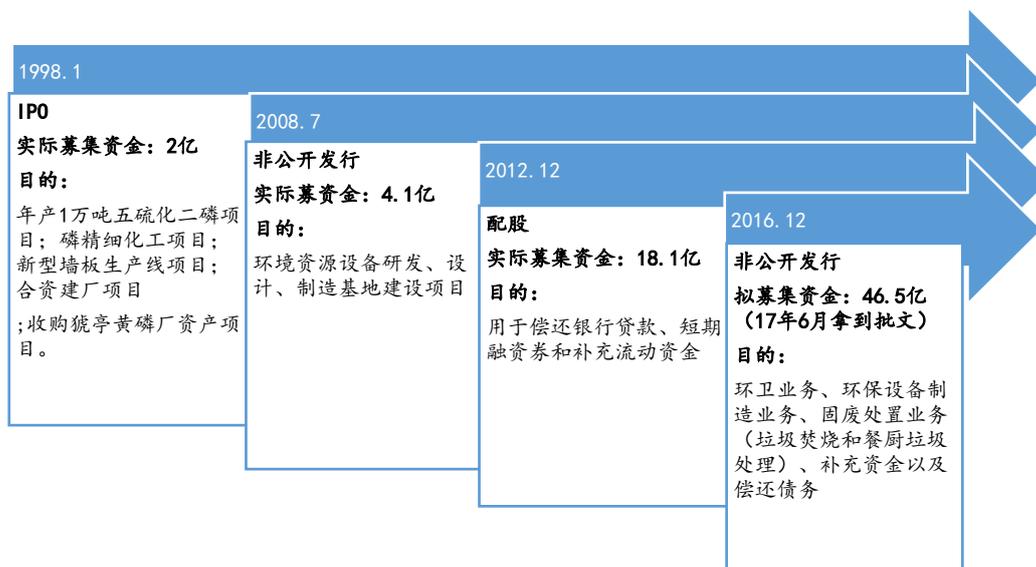
呈现弱化的趋势，品牌的重要性逐步凸显。通过可靠有效的解决方案和技术革新来拓展品牌，将推动市场的深度开发和持续渗透，降低环卫产品或服务被客户发现的成本。公司曾7度入选“年度中国固废十大影响力企业”，并且在品牌营销上具有天然优势，现有环卫业务包括从道路清扫保洁、垃圾收运到垃圾处理的综合服务，具有影响人群集中、覆盖面积广、载体数量庞大、曝光率高等特点，清扫范围基本集中在市中心，单位时间人流量较大，随着公司“智能环卫+广告”模式的推广，广告效益将愈发凸显。

资本实力决定跑马圈地的速度。资本的多少是公司发展的刚性约束。若要实现大体量的营业收入，企业就需要承担一定的流动资金的压力。环卫行业跑马圈地，资本实力直接决定企业的扩张速度。相对小型环卫公司，启迪桑德的优势在于融资渠道广泛，方式灵活，资本实力雄厚。

清华系大手笔参与定增，看好环卫市场。启迪入主后公司融资能力大幅增强。2016年4月，公司公告了非公开发行股票预案，拟定募集资金不超过人民币949,984.04万元，价格为27.74元/股，这是迄今中国环保行业最大规模融资。募集资金用于环卫一体化平台及服务网络建设项目（59亿元，占62%）、环卫车改扩建（9.8亿元）、垃圾焚烧（6.2亿元）、餐厨（3.2亿元）、补流（11.8亿元）及偿债（5亿元）等项目。2016年12月1日，定增方案进行调整：1）募集资金调整为不超过464,950.14万元；2）用于环卫一体化平台及服务网络建设项目的资金调整为10.5亿元（占22.6%）；3）发行对象中启迪金控退出，员工持股计划认购金额不变，其他认购方等比例降低认购金额。定增方案的调整主要是公司根据当时的市场和监管环境主动降低发行难度。增发方案修改降低了环卫一体化项目的募集资金投入，但我们总体认为对于公司的环卫布局影响不大，公司环卫业务的规划总投资不变，仍计划投资59亿元，在全国成立基础环卫运营项目230个，未来环卫项目的投资缺口可借助债权融资和产业基金等其他方式筹集。

2016年12月29日，公司定增方案通过证监会审核。2017年6月，本次定增方案获得证监会批文。本次定增完成后公司的财务状况将得到显著改善，启迪系将持有公司超29%的股权，国企背景进一步强化，利于公司未来发展。

图7：启迪桑德IPO以来股权融资情况概览



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

核心竞争力 II：互联网云平台，商业模式创新，打造公司最大亮点

寻找一种可持续发展的商业模式是必然选择。目前，我国环卫行业仍处于起步阶段，传统环卫模式与时代发展严重脱节，亟需一场颠覆性的变革。一方面，随着经济的发展，民众对城市环境卫生质量有了更高的要求，需要提供更多、更优质的环卫服务，由政府投资运营的环卫服务不能及时应对需求的变化；另一方面，当前环卫行业存在粗放零散经营、作业不规范、机械化率比较低、劳动安全保障不健全等问题，落后的环卫作业方式已与发展的步伐脱节，环卫市场迫切需要向精细化、信息化、一体化经营转型。市场呼唤极致的环卫服务，急需一种可持续发展的解决环境问题的技术和商业模式。

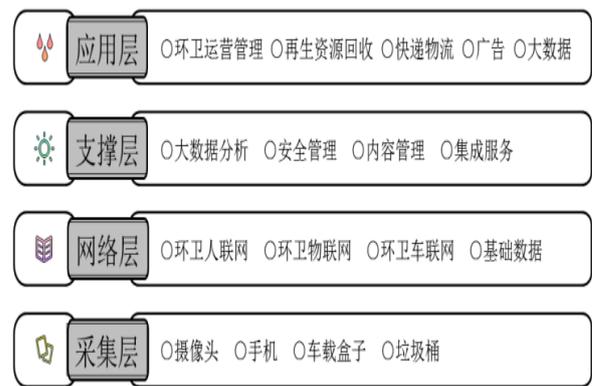
面对未来千亿级的环卫市场和发展空间巨大的环卫市场，公司互联网环卫云平台建设渐入佳境，颠覆传统环卫作业方式，促进资源回收和环卫两网合一的国家战略实现，产业协同，网络商业价值凸显。公司互联网环卫由三个维度构成，分别是线上的互联网虚拟平台、线下的基础环卫运营实体以及产业链衍生入口。以环卫作为互联网的入口和地面 O2O 的平台，以这个实体基础，与再生资源、最后一公里物流、广告等衍生业务实现连接。

图 8：互联网环卫构成



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

图 9：环卫云平台系统架构



资料来源：桑德环卫云网站、国信证券经济研究所整理

虚拟端：环卫信息化打造云计算管理平台，打造固废处置再生产业生态系统

公司云计算管理平台通过强大的云计算能力，构建环卫大数据，对环卫作业流程进行优化，随时根据数据反馈和运算对环卫作业环节进行调整。公司在互联网环卫，再生资源互联网布局方面也做了大量工作，利用互联网技术服务于新环卫一体化业务、服务于再生资源产业，在再生资源领域搭建线上线下载再生资源产业布局，借助移动互联网、大数据、物联网、云平台等现代技术产生系统效应，整合信息流、资金流和物流，形成一个完整的固废处置再生产业生态系统。

图 10：桑德云平台



资料来源：桑德环卫云网站，国信证券经济研究所整理

实体端：智能环卫模式颠覆传统环卫作业方式

与传统模式相比，智能模式具有全面市场化运营，智能、精细规范，城乡一体化运营，高度机械化，多样商业模式等特点。互联网平台依靠大数据云媒介，在垃圾投放阶段利用二维码对塑料袋进行分类以及实时的数据传输；在垃圾清运环节，垃圾清运车辆采集信息实时传输；在垃圾处理过程中，在垃圾处理设施内部安装传感器，采集和上传相关参数。在互联网平台上，基础环卫运营得以实现智慧环卫的重要理念。除此以外，由线上线下体系衍生出来的包括再生资源回收、物流、广告等产业链衍生入口都将逐渐打开，极大地增加公司互联网环卫产业链覆盖面拓宽的可能性。

表 6：智能环卫模式与传统模式对比

智能环卫模式	传统环卫模式
从清扫到收运全面市场化一体运营	政府部分作业或小型清洁公司零散经营
信息化的智能运营	粗放的人工管理
机械化的高效运营	机械化率不足，管理效率不高
新能源化的绿色运营	使用传统能源的机械，高成本高污染
全产业链的分类循环利用	低效的垃圾收集和处理方式
城乡一体化运营	村镇垃圾的清运收集，处置不到位
提高环卫工人待遇，社会保障及职业技能	职工社会保障不足，体力劳动繁重
灵活的商业模式进行投资运营	单一的政府投资运营

资料来源：桑德环卫云网站、国信证券经济研究所整理

图 11：环卫机械化



资料来源：桑德环卫云网站，国信证券经济研究所整理

衍生端：环卫和再生资源两网并行，广告、物流跨界综合效益显现

以互联网为媒介，通过环卫融入再生资源，同时通过环卫每天的作业把广告和物流业务结合起来，以此形成一个涵盖环卫、再生资源、物流、广告的全新业态，实现环卫清扫以人工为主到以机械为主的模式转变。

智能环卫+再生资源：公司所从事的再生资源业务主要采取收购兼并具有废弃电子产品处理、汽车报废回收拆解资质的其他再生资源类业务的公司，并通过资源整合，做大做强再生资源业务。业务涉足的领域包括：电子废弃物资源化、报废汽车资源化、互联网+分类回收、产业园 O2O 及深加工、再生资源网络平台、危险废弃物处置等。启迪桑德再生产业链布局将涵盖前端回收、中间拆解、初加工到后端深加工、再制造和交易。

智能环卫+广告：基础环卫运营涉及垃圾亭（包括智能垃圾亭）、垃圾桶、环卫工人（环卫服）、作业车辆、公厕等，均可以作为广告载体，无需增加额外投资即是天然、流动广告位，可扩散到各个社会群体，覆盖时间长、面积广，广告效益较大。根据北京中天盈信咨询服务有限公司数据统计：2015 年，中国大陆户外广告总体投放额达 1271 亿元，增长率为 9.44%。按此速度估算，2017 年预计为 1510 亿元。我国广告市场容量为千亿级别，基于环卫运营网络的广告载体的广告业务将有较大发展空间。

智能环卫+最后一公里物流：目前，公司的一些区域物流已经开启，有 40 多个项目正在运行，城市最后一公里物流一个包裹收费 1-1.3 元，在一些县城，公司的最后一公里物流已经达到了总量 30%-40%，为公司创造了可观的收益，2016 年有 150-200 个项目落地。公司的智能环卫服务为地区性物流提供了便利，相应的成本也比较低。

由此可见，智能环卫和衍生业务是相辅相成的。环卫和再生资源的体量会逐渐加大，盈利不会简单体现在环卫作业单方面，还会在再生资源、物流、广告等延伸效益综合体现出来。

图 12：再生产产业链布局

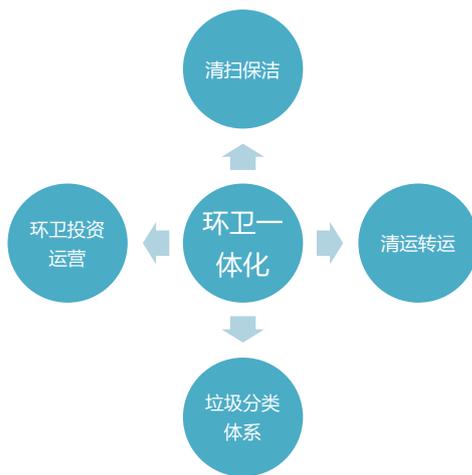


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

环卫一体化：形成闭环产业链

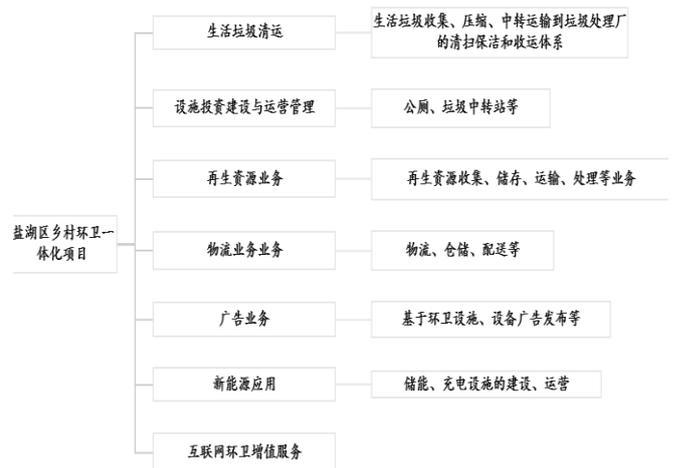
公司环卫一体化业务涉及道路清扫保洁、垃圾清运转运、垃圾分类、环卫投资运营等领域，完整的产业链加强了领域之间的产业联系。使用小型多功能清扫保洁车对传统机械难以应用的地段进行作业；垃圾清运采取直收直运模式，全程密封不落地，清洁高效。以运城市盐湖区乡村环卫一体化项目为例，一体化内容不仅包括生活垃圾收集、中转运输到垃圾处理厂的清扫保洁和收运体系，环卫设施投资建设运营，还包括公司的再生资源、物流、广告、新能源应用等衍生业务。环卫一体化模式的发展，整合了公司固废处置、环卫服务和再生资源回收等几大业务板块，缩短了产业链条，形成了产业链闭环，将产生强大的综合效益，帮助公司提升效率，提高盈利能力。

图 13：环卫一体化业务领域



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

图 14：运城市盐湖区乡村环卫一体化项目运营内容



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

核心竞争力 III：成本控制至关重要，衍生业务成为新盈利点

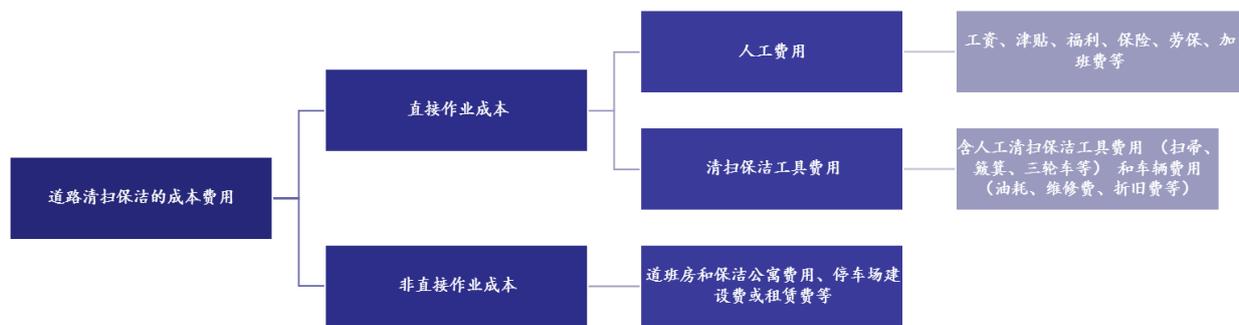
环卫行业长期来看核心竞争壁垒是什么？什么样的企业能从竞争中突出？

长期看谁能将成本降到最低，谁就有核心竞争力。公司成本的降低来源于：1) 智能化的操作，机械化率提高，大大降低了管理人员的成本，与此同时公司也

保证了环卫工人的待遇。2)企业性质转变为国企，享受更低融资成本。相关评级机构将公司主体AA评级调增为AA+，极大地提高了公司在资本市场的形象，公司将融入更多低成本资金。3)基于智能环卫的衍生业务成本相对较低。广告业务基本不需要额外投入，相比顺丰、EMS等物流公司，公司利用原有的环卫网络发展物流业务成本较低。

从目前来看，启迪桑德的环卫业务基本处于不赔不赚的状态。公司近两年环卫业务处在布局阶段，除大力对外投资对外拓展项目外，也投入大量人力和财力搭建管理体系、开发“环卫云平台”数据中心。当前环卫云平台已经上线运行，总部的环卫管理费用开支趋于稳定，环卫运营收入逐渐覆盖环卫云平台建设和管理费用，预计17年环卫业务将大幅增加边际盈利效益，整体环卫业务盈利情况大幅好转，收入规模有望超16亿元，并快速增长。公司通过环卫把住固废资源入口，同时紧抓下游的垃圾焚烧和再生资源业务，打造固废处置闭环，提升内部盈利能力；同时通过庞大的环卫网络和环卫云平台，开发“互联网+”的新商业模式，环卫服务的衍生业务，如广告、物流等业务将成为公司发展的新动力。

图 15：环卫服务成本结构——以道路清扫保洁为例



资料来源：《西安市道路清扫保洁成本费用分析》，国信证券经济研究所整理

传统业务稳健，维持公司业绩稳定增长

固废处理规模行业领先，借全产业链优势发展综合环保产业园项目

公司固废全产业链布置，实现“资源闭环”的固废处置理念。公司专注固废处置业务十余年，具备规模与品牌优势，在众多固废处置项目的实施中积累了丰富的经验。公司拥有完善的产业链条，在固废处理领域可为客户提供全面的“一站式”服务及整体环境解决方案。目前公司固废业务涵盖生活垃圾处理（焚烧发电、卫生填埋）、餐厨垃圾处理、市政污泥处置、危险废物处置（包括医疗废物）等领域。

公司从2003年开始涉足城市垃圾处理领域，长达十余年项目经验的积累使得公司的生活垃圾处理业务处于行业领先水平，目前采用的“生活垃圾末端干湿分类+干式厌氧+热解气化”的垃圾处理方案在行业中具有明显的技术优势。公司凭借与当地政府的良好关系、垃圾处理领域的运营管理经验以及深厚的财务能力，在生活垃圾焚烧项目的招投标竞争中具有优势。2015年以来，公司对主要生活垃圾焚烧发电项目计划投资总额超过40亿元，目标处理量合计8400吨/日。

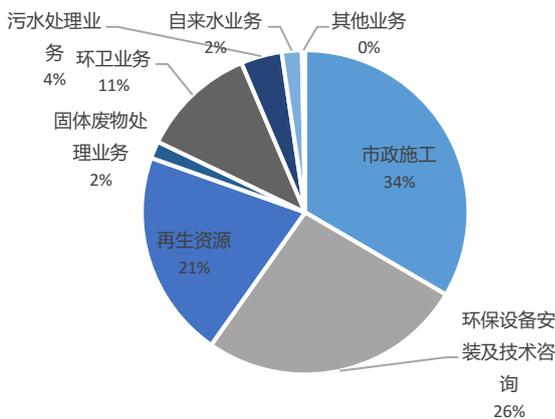
表 7：公司 2015 年至今部分新签主要生活垃圾焚烧项目概况

项目名称	计划投入(亿)	产能规模	经营期限	披露日期
鸡西市生态环保园区项目	5.3	1200 吨/日	30 年 (不含建设期)	2015/1/6
楚雄市生活垃圾焚烧发电项目	3.5	700 吨/日	30 年 (含不超过 18 个月建设期)	2015/1/23
尉氏县生活垃圾焚烧发电项目	4	800 吨/日	30 年 (含建设期)	2015/4/28
兰陵县生活垃圾焚烧发电项目	4.5	900 吨/日	30 年 (不含一期建设期)	2015/6/3
新邵县生活垃圾焚烧发电项目	3.5	700 吨/日	30 年 (不含建设期)	2015/7/1
天门市生活垃圾焚烧发电项目	4.3	800 吨/日	30 年 (不含建设期)	2015/9/9
纳河市环保产业园项目	3	600 吨/日	30 年 (不含建设期)	2015/12/5
溆浦县生活垃圾焚烧发电项目	4	800 吨/日	30 年 (不含建设期)	2016/1/27
海城市生活垃圾焚烧发电项目	5	1000 吨/日	30 年 (不含建设期)	2016/3/15
运城市盐湖区生活垃圾焚烧发电项目	5	900 吨/日	30 年 (不含建设期, 建设期为 3 年)	2016/3/31
兴平市生活垃圾焚烧发电项目特许经营协议	5	1000 吨/日	30 年	2016/8/20
白城市洮北区垃圾焚烧发电厂 BOT 特许经营项目	4	700 吨/日	-	2016/9/6
青州市生活垃圾综合处理改建焚烧发电 PPP 项目	4.8	800 吨/日	30 年	2016/12/16
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			30 年	2017/1/24
吉林省白城市洮北区生活垃圾焚烧发电项目特许经营协议	4 亿	700 吨	30 年	2017/1/10
合计	59.9	11600 吨/日	-	

资料来源：公司资料、国信证券经济研究所整理

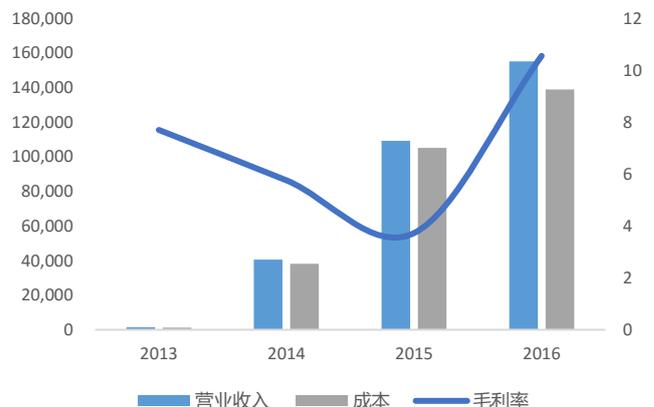
2015 年之前公司的固废处置业务将固体废物处理业务（包括垃圾焚烧、餐厨等运营）与再生资源业务合并计算，2016 年起拆分披露。2016 年，公司固废市场拓展业绩显著，共取得溆浦、海城、运城、兴平、青州、鄱阳、赣州、拉萨、齐齐哈尔、晋宁等多项环保生活垃圾、餐厨垃圾处理项目。截止 2016 年年底，公司签约、在建及运营的合计拥有生活垃圾处理能力 2.89 万吨/天，餐厨、畜禽粪便等在有机废物总规模超过 3640 吨/天。2016 年，公司特许经营的四川开县、山东临朐、山东沂水等生活垃圾焚烧发电 BOT 项目开始投入运营，河北巨鹿、山东临清、安徽亳州、河北辛集、河北魏县等生活垃圾焚烧发电 BOT 项目建设全面开工。由于目前投运的垃圾焚烧厂较少，公司固废处置业务收入占比较小。但由于新厂的投运，2016 年公司的固废业务营业收入增长 24.17%。当前，公司的垃圾焚烧项目进入集中建设期，传统固废业务获新生机。预计 2017 年起公司将保持每年有 5-7 个垃圾焚烧厂建成投运的节奏，公司固废处理业务增长也进入高速期。

图 16：公司 2016 年主营业务收入占比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 17：公司固体废物处理业务（固废处理+再生资源）营业情况（万元）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司不断投资和收购固废业务企业。2015 以来，公司以新设、增资或收购的方式投资了 40 家与固废处理业务相关的公司，主营业务以餐厨垃圾处理和生活垃圾处理为主，总投资金额超过 10 亿元。绝大部分被投资公司已经完成了工商注

册或增资、股权变更手续。截至到2016年底，公司目前通过BOT等方式取得的运营类垃圾焚烧发电项目34项，涉及建设投资总金额96.82亿元；餐厨垃圾处理项目15项，涉及建设投资总金额15.70亿元，垃圾焚烧发电和餐厨垃圾处理项目合计投资金额112.52亿元。

表 8：公司 2015 年至今对固废处理业务公司的投资及收购情况

被投资公司名称	类型	投资方式	投资额(元)	持股比例	披露日期
佳木斯佳德环保科技有限公司	医疗废物处置	增资	26,000,000	100%	2017/5/26
吉首桑德建设有限责任公司	生活垃圾无害化处理	新设	27,000,000	90%	2017/1/24
齐齐哈尔嘉润科技有限公司	固废治理, 污水处理和再生利用	增资	25,000,000	100%	2017/1/18
长治市晋清科技有限公司	固废治理, 污泥餐厨处理设备	新设	5,000,000	100%	2017/1/18
安达桑迪环保热电有限公司	对热力和生产项目的建设投资	新设	5,000,000	100%	2017/1/18
广南鼎南环保能源有限公司	生活垃圾焚烧发电	新设	5,000,000	100%	2017/1/18
喀什德盛环保能源科技有限公司	生活垃圾焚烧发电	新设	5,000,000	100%	2017/1/18
大庆肇清环保科技有限公司	城市生活垃圾、农业固体废物处理	新设	5,000,000	100%	2017/1/18
安徽桑德环境循环科技有限公司	环保技术开发, 电子产品、机械设备的研发	新设	5,000,000	100%	2017/1/18
昆明滇清科技发展有限公司	蔬菜废弃物	新设	5,000,000	100%	2016/10/30
齐齐哈尔嘉润科技有限公司	固废治理, 污水处理和再生利用	新设	5,000,000	100%	2016/10/30
鄱阳县饶清环保服务有限公司	施鄱阳县生活垃圾卫生填埋场 PPP 项目		20,000,000	88%	2016/10/30
咸阳市兴平金源环保有限公司	生活垃圾焚烧发电	新设	72,000,000	90%	2016/10/29
白城市东嘉环保有限公司	生活垃圾焚烧发电	新设	5,000,000	100%	2016/10/29
厦门桑德恒誉再生资源科技有限公司	废旧轮胎利用	新设	50,000,000	80%	2016/10/29
昆明滇清环保科技有限公司	生物质资源化和无害化	增资	75,000,000	100%	2016/10/29
济南启迪环境发展有限公司		新设	40,000,000	100%	2016/10/29
宜昌桑德三峡市政工程有限公司	水务建设, 供水	新设	10,000,000	100%	2016/10/24
清河县启清环保能源有限公司	餐厨垃圾处理, 生活垃圾焚烧发电	新设	5,000,000	100%	2016/10/24
拉萨圣清环保科技有限公司	餐厨垃圾处理	增资	20,000,000	100%	2016/9/20
赣州虔清生物科技有限公司	餐厨垃圾处理	增资	30,500,000.00	100%	2016/4/5
亳州洁能电力有限公司	生活垃圾焚烧发电	增资	18,000,000	90%	2016/4/5
赣州虔清生物科技有限公司	餐厨垃圾处理	新设	4,500,000.00	100%	2016/3/31
郑州绿源餐厨垃圾处理有限公司	餐厨垃圾处理	收购	26,950,000.00	49%	2016/3/31
齐齐哈尔启环科技有限公司	餐厨垃圾处理	新设	50,000,000.00	100%	2016/1/29
宜昌桑德环保科技有限公司	餐厨垃圾处理	新设	500,000.00	100%	2016/1/29
荆州陵清生物科技有限公司	餐厨垃圾处理	新设	20,000,000.00	100%	2015/12/30
淑浦鹏程环保有限公司	生活垃圾处理	新设	4,500,000.00	90%	2015/12/30
讷河启润环保有限公司	生活垃圾处理	新设	4,500,000.00	90%	2015/12/30
海城海德环保有限公司	生活垃圾处理	新设	4,500,000.00	90%	2015/12/30
兰陵兰清环保能源有限公司	生活垃圾焚烧发电	增资	120,000,000	100%	2015/12/30
运城德加环保治理有限公司	生活垃圾焚烧发电	新设	4,500,000	90%	2015/12/30
天门景清环保能源有限公司	生活垃圾焚烧发电	新设	90,000,000.00	100%	2015/10/31
张家口恒清环保服务有限公司	生活垃圾处理	新设	5,000,000.00	100%	2015/8/27
新邵盛煜环保能源有限公司	生活垃圾焚烧发电	新设	100,000,000.00	100%	2015/8/27
包头一机桑德新型环保建材有限公司	固废处理	新设	6,000,000.00	60%	2015/3/16
淮南淮清环保有限公司	生活垃圾处理	收购	34,000,000.00	100%	2015/3/16
洪泽洪清环保有限公司	生活垃圾处理	收购	14,200,000.00	100%	2015/3/16
鸡西德普环境资源有限公司	生活垃圾焚烧发电	新设	90,000,000.00	90%	2015/3/16
通辽华通环保有限责任公司	生活垃圾处理	收购	21,711,600	100%	2015/1/24
成武德润环保能源有限公司	生活垃圾处理	新设	63,000,000.00	90%	2015/1/24
总计			1,074,361,600		

资料来源：公司资料、国信证券经济研究所整理

公司凭借完整的固废产业链不断拓展综合环保产业园项目。2013年1月，公司首个资源综合利用重点示范工程——湖南静脉园项目正式开工，总投资规模超过50亿元。该项目按照“占地最少、减量最大、彻底无害化、高效资源化”的建设理念，运用先进的处置设施将固体废物转变成可重新利用的资源和产品，园区内的各种固废处置项目可以优势互补，中间产品及最终产品得到最大程度的高效利用，实现“资源—产品—废弃物—再生资源”的闭环循环经济模式，

最大程度地减少对自然生态系统的影响程度，从根本上解决经济社会的可持续发展难题。2014年以来，公司又相继获得魏县、鸡西市、新邵县和讷河市等综合环保产业园项目，涉及的业务除了传统的垃圾焚烧发电、餐厨垃圾处理外，还包含城乡环卫一体化、再生资源等领域，展示出公司进一步寻求产业链纵向发展的战略。2016年公司签订的产业园项目中，计划投入总金额约140亿，预计处理规模达到4110吨/日。

大力拓展再生资源业务，补齐固废处置全产业链，形成闭环

在2015年，为了开拓再生资源业务，公司投资了哈尔滨市群勤环保技术服务有限公司、南通桑德森蓝环保科技有限公司、邢台恒亿再生资源回收有限公司、河南艾瑞环保科技有限公司等公司，投资金额总计超过2亿元，2015年的投资盈利接近4千万元。2016年4月，公司进行了一系列再生资源方面的并购和投资，完善再生资源业务布局：由全资子公司桑德（天津）再生资源投资控股有限公司以人民币3.80亿元收购东江环保所持湖北东江100%股权以及清远东江100%股权，由天津再生与北京新易两全资子公司购买东江环保等股东所拥的厦门绿洲100%股权，整体吸纳了东江环保的再生资源回收业务；由天津再生以人民币1.55亿元收购上海森蓝环保100%股权；对外投资设立间接子公司“河北桑德塑业有限公司”，进行废旧塑料的综合利用及深加工；与韩国坦途株式会社在北京市共同投资设立“北京桑德坦途再生能源科技发展有限公司”，完善在电池行业生产、修复、回收再利用全价值链的整体战略布局。公司在再生资源业务的大手笔投入有望在未来为公司的业绩带来较大的有利影响。

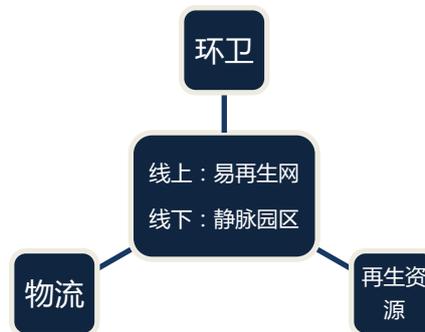
表 9：公司 2015 年至今对再生资源业务投资及收购情况

被投资公司名称	主要业务	投资方式	投资金额(元)	持股比例	合作方	披露日期
襄阳楚德再生资源科技有限公司	再生资源	增资	10,200,000.00	51%	湖北楚凯冶金有限公司	2015/1/24
楚雄东方新能源环保有限公司	再生资源	新设	90,000,000.00	90%	湖北合加环境设备有限公司	2015/3/16
湖南省同力电子废弃物回收拆解利用有限公司	再生资源	收购/增资	56,000,000.00	70%	尹延清、罗巍、许志涛、李杰	2015/6/26
攸县供销再生资源有限公司	再生资源	收购	10,134,900.00	100%	-	2015/6/26
哈尔滨市群勤环保技术服务公司	再生资源	收购	52,000,000.00	65%	冯胜、吴雪兴、张婷	2015/6/26
南通桑德森蓝环保科技有限公司	再生资源	收购	70,400,000.00	55%	恒泰(上海)国际贸易有限公司、张青怀	2015/6/26
邵阳德创再生资源产业园发展有限公司	再生资源	新设	63,000,000.00	90%	湖北合加环境设备有限公司	2015/8/27
福州桑德绿动环保科技有限公司	再生资源	新设	700,000.00	70%	梁明	2015/10/31
河南艾瑞环保科技有限公司	再生资源	收购	36,000,000.00	100%	-	2015/10/31
桑德环境(香港)有限公司	再生资源	增资	19,750,000(美元)	100%	-	2015/12/30
邢台恒亿再生资源回收有限公司	再生资源	收购	44,765,616.00	60%	宋军、高志强	2016/1/29
湖北东江&清远东江	再生资源	收购	3.8 亿	100%	东江环保	2016/04/13
厦门绿洲	再生资源	收购	3.2 亿	100%	东江环保	2016/04/13
森蓝环保	再生资源	收购	1.55 亿	100%	上海旭岚和上海源德	2016/04/13
河北桑德塑业有限公司	塑料再生	新设	7000 万	100%	天津再生	2016/04/13
厦门桑德恒誉再生资源科技有限公司	废旧轮胎	新设	5000 万	80%	天津再生、济南恒誉	2016/10/29

资料来源：公司资料、国信证券经济研究所整理

启迪桑德在产业园管理方面积极探索，形成互联网+园区的新模式，开启再生资源产业园 020 时代。公司全资子公司北京新易资源科技有限公司运营维护的“易再生站”已正式上线并提供相关服务，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。易再生网以及未来将要推出的交易平台是线上布局，线下将与再生资源产业园区链接，并将线上线下平台打通交互，产生协同效应，最终整合环卫、物流和再生资源板块，共同为再生资源商家提供便捷的服务。

图 18：再生资源 O2O 构架



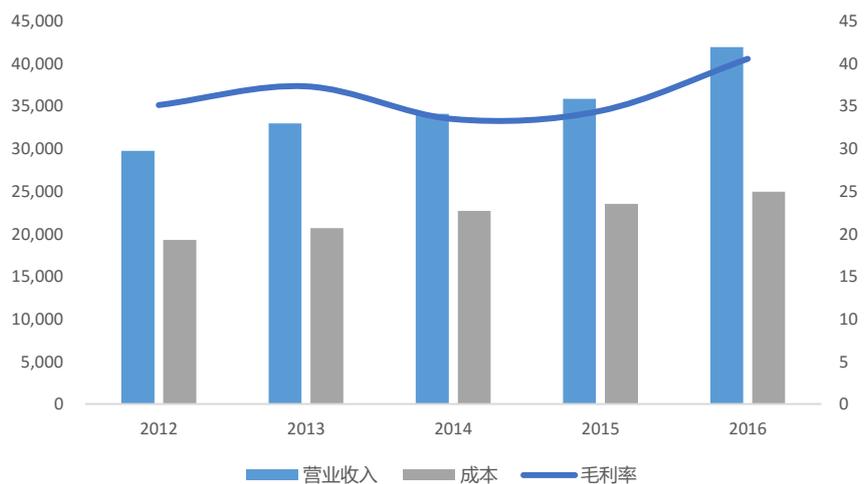
资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

易再生围绕园区的线上线下开展，目前以推广、信息收集等交易前期准备工作为主，将来会向再生资源产业园区的撮合交易方向发展。易再生平台的目标是线上平台的投入运营能与线下的物流链结合，形成资金流的合理运转，以实现再生资源业务的稳定可持续发展。预计今年易再生的线上交易量可达 30 亿左右。

水务业务平稳运营，逐渐扩大规模

水务项目运营平稳，精细化管理提高竞争优势。2016 年，水务板块业务收入占主营业务总收入比例为 6%。近五年，水务业务呈现稳定增长态势，毛利率略有下滑。公司将精细化运营管理能力在水务业务板块强化，要求体现于水务项目运营体系中的每个环节，尤其是关键环节，做到精细化管理，在整体价值链上降低成本，提高回报，获得竞争优势。

图 19：公司水务板块业务营业情况



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

水务资产集中管理，形成区域规模优势。2014 年 4 月，公司为实现水务类业务整体资源调配与业务集中管理，将公司水务类控股子公司股权整体转让予全资子公司湖北一弘水务有限公司管理。已形成湖北区域规模优势，并在内蒙古包头市、江西省南昌市、江苏省沭阳县、浙江省桐庐县横村镇等特定区域开展水

务投资运营业务。目前，公司市政供水、污水处理业务均采用特许经营的模式，通过与当地政府或市政管理部门签订 BOT 特许经营权协议，在特许经营的范围内提供相应服务。截止 2016 年底，以 BOT、BT 及托管运营方式建有 28 个公司，其中，自有运营污水处理项目 21 个，总设计规模 120 万吨/天，中水规模 5 万吨/天，托管运营污水处理项目 3 个，设计规模 7 万吨/天，在建 2 个污水处理项目，设计规模 3.75 万吨/天；4 个自来水项目，总设计规模 61.5 万吨/天。随着国家对污水处理厂的排放标准严格要求，公司开始将对现有污水处理设施实施提标改造，提高污水处理能力，使出水达到排放标准，2016 年公司开始对 14 个污水处理厂进行提标改造，并逐步在 2017 年达到设计排放标准。

借助外延并购和投资，不断拓展周边水务项目。在目前污水处理以及市政供水处理规模的基础上，水务业务通过并购和托管运营等方式，积极拓展区域周边的项目，2015 年以来，公司收购了沐阳明澈水业有限公司、宜都市威德水质净化有限公司，同时对外投资了黄冈桑德禹清水务有限公司，保定市发投桑德环境治理有限公司，鹤峰桑德德瑞水务有限公司，襄阳桑德汉清水务有限公司等，总计收购投资额达 2.3 亿元，有望在未来给公司水务板块业绩带来积极影响。

表 10：启迪桑德 2015 年至今对水务业务类公司的对外投资及股权收购情况

被投资公司名称	主要业务	投资方式	投资金额 (元)	持股比例	合作方	进展情况	披露日期
崇阳天清水务有限公司	水处理	增资	19,500,000.00	100.00%	-	已办理完毕增资手续	2015/1/20
包头鹿城水务有限公司	水处理	增资	110,000,000.00	100.00%	-	已办理完毕增资手续	2015/1/24
黄冈桑德禹清水务有限公司	水处理	新设	5,000,000.00	100.00%	-	已注册完毕	2015/3/16
黄冈桑德禹清水务有限公司	水处理	增资	15,000,000.00	100.00%	-	已办理完毕增资手续	2015/4/30
保定市发投桑德环境治理有限公司	水治理	新设	40,000,000.00	40.00%	保定市发展投资有限责任公司	已注册完毕	2015/6/26
沐阳明澈水业有限公司	供水	收购	10,250,915.44	100.00%	上海京科投资管理有限公司	已完成股权变更手续	2015/7/21
鹤峰桑德德瑞水务有限公司	水处理	新设	10,000,000.00	100.00%	-	已注册完毕	2015/9/23
襄阳桑德汉清水务有限公司	水处理	新设	5,000,000.00	100.00%	-	已注册完毕	2016/1/29
宜都市威德水质净化有限公司	水处理	收购	16,000,000.00	100.00%	-	已完成股权变更手续	2016/3/31
新野桑德水务有限公司	供水	新设	4,000,000	80%	河南省城建规划勘测设计有限公司	已注册完毕	2017/1/18
重庆启盛环保有限公司	污水处理	收购	5000000	100%	-	已完成股权变更手续	2017/5/26
总计			239,750,915.44				

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

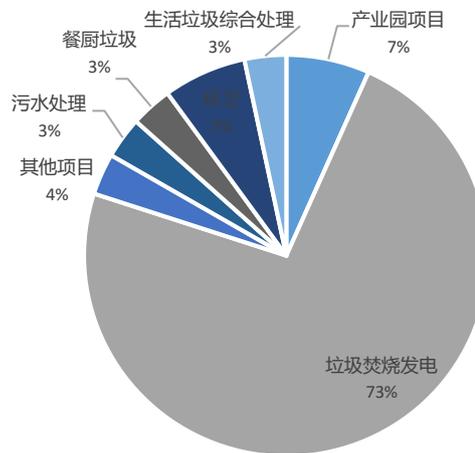
市政施工板块在垃圾焚烧厂和 PPP 业务的共同推动下， 将呈现高增长态势

公司 2016 年市政施工业务实现营收 23.2 亿元，较 2015 年同比减少 38.57%，毛利率 33.7% 基本与去年持平。市政施工业务主要来自于公司在手的垃圾焚烧发电厂的 BOT 自建收入，2016 年部分垃圾焚烧发电厂建设进度低于预期，且前期一些垃圾发电厂土建业务已经建好，进入设备安装阶段，导致环保设备销售同期占比增加而土建施工业务量同比占比减少。

公司的垃圾焚烧项目进入集中建设期，传统固废业务获新生机。截止 2016 年年底，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，餐厨、畜禽粪便等在内有机废物总规模超过 3640 吨/天。截至 2016 年，公司仅有四川开县、山东临朐、山东沂水四个生活垃圾焚烧发电 BOT 项目开始投入运营，而

公司现有在手垃圾焚烧项目超 34 个。当前河北巨鹿、山东临清、安徽亳州、河北辛集、河北魏县等生活垃圾焚烧发电 BOT 项目建设全面开工。预计 2017 年起公司将保持每年有 5-7 个垃圾焚烧厂建成投运的节奏，且一些餐厨项目也陆续开工建设，公司市政工程中垃圾焚烧电厂建设收入将进入高速增长期。

图 20：截止 2016 年 12 月，公司在建项目共 30 个，其中垃圾发电占 73%



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

加大 PPP 业务拓展力度，助力短期业绩释放。自 2016 年起，PPP 成为环保类公司主要的拿单类型，而公司涉足 PPP 领域较晚，直到 2016 年底才开始大规模进入市政工程 PPP 领域，但凭借行业龙头地位、深厚的背景资源和综合的建设能力，公司在 PPP 领域拓展迅速。截至 2017 年 6 月，已获得包括特色文化旅游小镇、静脉产业园、生态湿地、公路、地下管廊等各类型 PPP 项目，框架协议总金额超 130 亿元。公司在手的 PPP 框架协议部分已落地成合同，预计未来 PPP 订单将不断落地。PPP 项目政策支持力度大，单个项目体量可观，预计进入建设期后可很快为公司贡献丰厚利润。公司有望在 PPP 领域大踏步前进，帮助公司业绩在未来两年快速释放。

表 11：公司 2016 年底以来新签部分 PPP 订单（除去环卫和垃圾焚烧）

项目	时间	亿元	
富裕县全域战略合作框架协议	2017.6.6	20.0	项目包括生物质全产业链交易电商平台及产业链金融平台建设项目、生物质农林废弃物资源收储运体系建设及生活垃圾城乡环卫一体化项目、生物质产品制备及消纳体系建设项目、以公司投资生物质能源综合利用项目为核心的可再生能源循环经济示范区投资建设项目等。
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	2017.4.21	22.5	项目主要包括张家湾美丽乡村建设、毛泽东收藏品博物馆、安源区全域旅游基础设施项目等 6 个子项目，其中，公司投资参与的项目为张家湾美丽乡村建设、安源区全域旅游基础设施项目
吉首市改善农村人居环境建设工程 PPP 项目（合同）	2017.04.20	4.4	
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	2017.4.14	20.0	预计建设资金人民币 20 亿元
黄冈市静脉产业园项目合作框架协议	2017.3.31	50.0	黄冈市静脉产业园项目建设包括：园区基础设施、景区建设、水系治理、垃圾焚烧发电、社会停车场、城市污水处理以及城市环卫一体化综合利用，乡镇污水治理，项目预计投资 50 亿元。
兴平市生态湿地综合项目配套基础设施 PPP 项目协议	2017.2.23	12.5	包括西宝高速兴平市西出口连接线工程和兴平市景观大道工程的投融资、设计、建设、运营及维护，项目建设总投资约 124,570.16 万元
和龙边境经济合作区 2015-2018 年地下综合管廊项目 PPP 协议	2017.1.18	0.6	预计形成地下综合管廊总长度为 4.25 公里，建设期 3 年和运营期 27 年，预计内部收益率不低于 8%
S354 道县至湘源温泉公路 PPP 项目	2016.12.09	4.3	
合计		134.2	

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

盈利预测

核心假设

- 市政施工：垃圾焚烧发电厂建设进入高峰期，叠加公司积极拓展市政 PPP 业务，自 17 年起，市政施工业务有望重回高增长，预计 17-19 年增速分别为 30%/25%/18%，核心毛利率保持稳定。
- 固废处置业务：主要是垃圾焚烧和餐厨处置的运营收入，16 年起公司有 4 个垃圾焚烧项目投运，17 年起预计每年平均投运 5-7 个，未来固废运营收入比重将逐年提升，预计 17-19 年增速分别为 50%/55%/50%，毛利率保持稳定。
- 环保设备安装及技术咨询：对应于垃圾焚烧厂的集中建设和环卫项目的拓展，该业务增速保持稳定，预计 17-19 年增速分别为 25%/25%/25%，毛利率较 16 年略微降低至 51% 左右。
- 污水处理和自来水供应：水业务总体保持稳定。
- 环卫服务：环卫业务是公司业绩快速增长点，公司环卫项目已具有一定规模。考虑到 16 年四季度环卫营收约 4 亿，预计 17 年全年环卫营收在 16 亿左右，18 年继续拓展，之后逐渐稳定。预计 17-19 年增速分别为 100%/30%/15%，毛利率稳定在 19%。
- 再生资源：考虑到公司对再生资源业务的外延战略和行业增速，以及与公司其他业务的协同作用，再生资源业务有望保持较高增长态势。预计 17-19 年增速分别为 35%/35%/35%，毛利率稳定在 10%。

表 12：公司各业务营收及毛利率预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	63.4	69.2	94.3	120.1	147.6
增长率 (YOY)	45%	9%	36%	27%	23%
综合毛利率 (%)	30.5%	32.8%	30.6%	30.1%	29.7%
市政施工	37.7	23.2	30.1	37.6	44.4
增长率 (YOY)	21%	-39%	30%	25%	18%
毛利率 (%)	34.18%	34%	34%	34%	34%
固体废物处理业务	0.96	1.19	1.78	2.76	4.14
增长率 (YOY)	-76%	24%	50%	55%	50%
毛利率 (%)	19.72%	15%	20%	20%	20%
环保设备安装及技术咨询	8.17	18.2	22.7	28.4	35.5
增长率 (YOY)	78%	123%	25%	25%	25%
毛利率 (%)	51.31%	55%	51%	51%	51%
污水处理	2.3	2.8	2.84	2.87	2.90
增长率 (YOY)	1%	23%	1%	1%	1%
毛利率 (%)	31.59%	39%	35%	35%	35%
自来水供应	1.3	1.37	1.42	1.46	1.50
增长率 (YOY)	12%	6%	3%	3%	3%
毛利率 (%)	39.41%	43%	43%	43%	43%
环卫服务	2.96	7.93	15.86	20.62	23.7
增长率 (YOY)	435%	168%	100%	30%	15%
毛利率 (%)	19.73%	18%	19%	19%	19%
再生资源	9.96	14.3	19.3	26.1	35.2
增长率 (YOY)	NA	44%	35%	35%	35%
毛利率 (%)	2.18%	10%	10%	10%	10%
其他、安装及技术业务	0.09	0.22	0.23	0.24	0.25
增长率 (YOY)	26%	135%	5%	5%	5%

毛利率 (%)	73.57%	73%	50%	50%	50%
---------	--------	-----	-----	-----	-----

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

盈利预测和评级

公司 15/16 年业绩增速不及预期，商业模式转变业务布局、新股东管理层的磨合等都是原因。我们认为公司通过前期的布局，目前环卫网络规模初显，环卫业务进入盈利期，固废产业链布局完成，同时积极拓展市政基础设施 PPP 项目增厚短期业绩。此次获得定增批文顺利发行完成后，业绩增速的拐点将在今年出现，公司发展将进入全新时期，重回 35%+ 的高增速时代。

未来，公司有望凭借先进的理念和领先的模式，逐渐拉开与其他固废企业间的距离，打造固废板块的“旗舰”公司。我们上调对公司 17-19 年归母净利润预测分别到 14.5/19.2/24.5 亿元，摊薄 EPS 分别为 1.42/1.88/2.40 元，对于 PE 分别为 23/17/13，公司目前估值已回落到历史地位，未来有望重回高增长态势，维持买入评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	3247	9890	4255	4391	营业收入	6917	9427	12006	14762
应收款项	3143	4262	5427	6673	营业成本	4642	6538	8398	10381
存货净额	460	585	719	887	营业税金及附加	76	104	132	162
其他流动资产	783	943	1201	1476	销售费用	117	151	192	236
流动资产合计	7635	15617	11420	13203	管理费用	546	613	740	871
固定资产	11086	13973	16415	18605	财务费用	333	356	306	241
无形资产及其他	2589	2485	2382	2278	投资收益	12	0	0	0
投资性房地产	1266	1266	1266	1266	资产减值及公允价值变动	(12)	(3)	(3)	(3)
长期股权投资	367	417	467	517	其他收入	0	0	0	0
资产总计	22944	33759	31950	35869	营业利润	1202	1663	2235	2868
短期借款及交易性金融负债	2942	6000	3000	3000	营业外净收支	97	75	75	75
应付款项	2642	3344	4106	5069	利润总额	1299	1738	2310	2943
其他流动负债	5619	6087	7490	9230	所得税费用	216	287	381	486
流动负债合计	11203	15376	14307	16954	少数股东损益	2	3	4	5
长期借款及应付债券	3053	5053	3053	2553	归属于母公司净利润	1081	1448	1925	2453
其他长期负债	316	366	416	466					
长期负债合计	3369	5419	3469	3019					
负债合计	14572	20795	17776	19973					
少数股东权益	144	145	147	150					
股东权益	8228	13647	14666	15959					
负债和股东权益总计	22944	34588	32589	36083					

现金流量表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	1081	1448	1925	2453
资产减值准备	(5)	72	20	16
折旧摊销	264	642	1139	1395
公允价值变动损失	12	3	3	3
财务费用	333	356	306	241
营运资本变动	694	(113)	679	1079
其它	6	(128)	(207)	(127)
经营活动现金流	2053	1924	3559	4819
资本开支	(3969)	(3500)	(3500)	(3500)
其它投资现金流	(1)	0	0	0
投资活动现金流	(4196)	(3550)	(3550)	(3550)
权益性融资	1187	4660	0	0
负债净变化	1478	2000	(2000)	(500)
支付股利、利息	(502)	(621)	(833)	(1058)
其它融资现金流	(289)	3058	(500)	0
融资活动现金流	2852	9097	(3333)	(1558)
现金净变动	708	7471	(3325)	(290)
货币资金的期初余额	2539	3247	9890	4255
货币资金的期末余额	3247	10719	6565	3965
企业自由现金流	(1730)	(1282)	442	1572
权益自由现金流	(541)	(1376)	(455)	1852

关键财务与估值指标				
	2016	2017E	2018E	2019E
每股收益	1.27	1.42	1.88	2.40
每股红利	0.59	0.64	0.85	1.08
每股净资产	9.63	13.35	14.35	15.61
ROIC	12%	11%	12%	15%
ROE	13%	11%	13%	15%
毛利率	33%	31%	30%	30%
EBIT Margin	22%	21%	21%	21%
EBITDA Margin	26%	28%	31%	31%
收入增长	9%	36%	27%	23%
净利润增长率	16%	34%	33%	27%
资产负债率	64%	61%	55%	56%
息率	1.8%	2.4%	3.2%	4.0%
P/E	25.4	22.7	17.1	13.4
P/B	3.3	2.4	2.2	2.1
EV/EBITDA	23.3	20.1	13.7	11.7

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)	华东区 (机构销售二部)	华南区 (机构销售三部)	海外销售交易部
李文英 13910793700 liwying@guosen.com.cn	汤静文 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn	邵燕芳 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	赵冰童 13693633573 zhaobt@guosen.com.cn
王玮 13726685252	吴国 15800476582	赵晓曦 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	梁佳 13602596740 liangjia@guosen.com.cn
许婧 18600319171	梁轶聪 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	颜小燕 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	程可欣 886-0975503529(台湾) chengkx@guosen.com.cn
边祎维 13726685252	倪婧 18616741177	刘紫薇 13828854899	夏雪 18682071096
王艺汀 13726685252	林若 13726685252	简洁 13726685252	吴翰文 13726685252
詹云 13901062999	张南威 13726685252	欧子炜 18150530525	
陈雪庆 18150530525	周鑫 13726685252		
杨云崧 18150530525	张欣慰 13726685252		
赵海英 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn			