

启迪桑德（000826）研究报告

2017年4月11日

环卫、再生资源风起，助推固废全产业链龙头腾飞

买入（维持）

盈利预测与估值

	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	6,341	7,781	9,925	12,359
同比(+/-%)	45.0%	22.7%	27.5%	24.5%
净利润(百万元)	931	1126	1437	1918
同比(+/-%)	15.8%	21.0%	27.6%	33.5%
毛利率(%)	30.5%	28.6%	28.1%	28.8%
净资产收益率(%)	15.2%	16.0%	11.2%	13.4%
每股收益(元)	1.10	1.32	1.41	1.88
PE	34.14	28.45	26.63	19.97
PB	4.68	4.11	2.70	2.41

数据来源：WIND 资讯，东吴证券研究所

投资要点：

- **固废全产业链龙头，清华系入主协同明显：**1) 公司成立于1993年，业务涵盖环卫、垃圾焚烧发电、再生资源、餐厨垃圾等领域，是国内固废领域覆盖最全的龙头企业。2) 启迪科服等通过股权转让、非公开发行（募资46.5亿已过会）后持有公司股本将达到34.1%，公司成为“清华系”在环保领域布局的重要平台，未来将在项目资源、资金成本等方面具备更大优势。
- **环卫市场化领域大举扩张：**1) 全国环卫行业市场化进程刚刚开启，公司凭借先发优势已在多个三四线城市布局，预计2018年将达到230个。2) 公司领先行业推出“环卫云平台”，以互联网模式对行业重新定位，与再生资源回收利用业务结合打造“环卫服务-固废处置-再生资环回收利用”的固废大闭环。
- **把握再生资源新风口：**1) 中国再生资源行业市场规模近万亿，回收渠道散、正规处理企业少的现象一直阻碍行业发展。《生产者责任延伸制度》的推行将从根本上规范行业回收渠道，促进正规化发展。2) 公司拥有电子废弃物、汽车等多领域拆解资质，2016年收购东江环保再生资源业务后旗下子公司达11家，资质拆解量超过2020万台。结合2015年推出的再生资源交易O2O平台易再生网，掌握大数据优势，进一步打通产业布局。
- **垃圾发电在手项目充足，固废全产业链拓展：**1) 预计“十三五”垃圾焚烧发电总投资1426亿元，市场空间仍然巨大。公司目前仍有约2万吨/日项目在建，总投资额94亿元完成率56%，短期仍将成为业绩的重要构成。2) 公司通过静脉产业园等模式不断完善末端的固废处理范围，拓展生活垃圾、餐厨垃圾、污泥、危废等综合固废市场，作为全产业链龙头更具优势。
- **盈利预测与估值：**我们预测公司2016-2018年实现EPS 1.32、1.41、1.88元（假设2017年完成增发），对应PE 28、27、20倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**环卫拓展低于预期；垃圾发电项目进展低于预期。

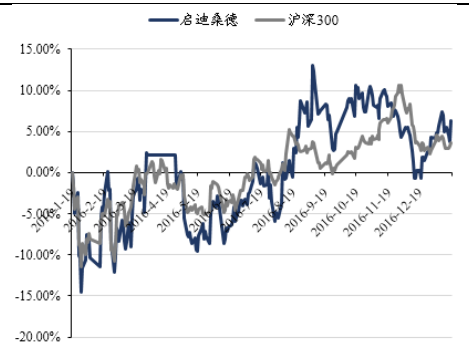
首席证券分析师袁理

执业资格证书号码：S0600511080001

yuanl@dwzq.com.cn

021-60199782

股价走势



市场数据

收盘价(元)	37.55
一年最低价/最高价	32/38.48
市净率	0.00
流通A股市值(百万元)	31807

基础数据

每股净资产(元)	8.67
资产负债率(%)	63.88
总股本(百万股)	854
流通A股(百万股)	847

相关研究

1. 环卫模式全国化布局，固废综合服务商优势明显
2016年12月27日

目录

1. 固废产业龙头，清华系入主加速发展	6
1.1. 登陆资本市场 15 年，固废行业领军企业	6
1.2. 教育部成实际控制人，员工持股助推发展	8
1.3. 业绩快速增长，维持强盈利能力	9
2. 环境质量改善为目标，“十三五”固废领域加速发展，大型综合平台受益	10
3. 启迪桑德业务看点一：环卫市场化领域大举扩张	13
3.1. 市场化运作模式推动国内环卫行业快速发展	13
3.1.1. “政策+投资”双轮驱动环卫市场高速发展	13
3.1.2. “PPP+环卫服务”模式造就“政企双赢”格局	15
3.2. 环卫领域大举扩张，打造互联网云平台	16
3.3. 强化环卫车生产，自给自足降低成本	19
4. 启迪桑德业务看点二：抢先布局再生资源风口	20
4.1. 再生资源行业迎来快速发展期	20
4.1.1. 循环利用大趋势，市场空间高达万亿	20
4.1.2. 行业逐步规范，促进有序发展	23
4.2. 紧抓市场机遇，再生资源领域大力扩张	25
4.3. 易再生——借助互联网入口，规范回收渠道	26
5. 启迪桑德业务看点三：垃圾焚烧发电在手项目充足，固废产业园模式积极推广	27
5.1. 传统垃圾焚烧发电业务短期是业绩增长重点	27
5.2. 静脉产业园模式，实现固废末端处理扁平化发展	30
6. 启迪桑德业务看点四：水务业务规模小、弹性足，内生外延齐发力	31
7. 行业高景气度+股东强势背景，PPP 业务成为公司新看点	33
7.1. PPP 现状：项目集中释放，落地率逐步提升	33
7.2. 政策发布：政策集中发布，行业仍将维持较高景气度	34
7.3. 行业高景气度+股东强势背景，更多 PPP 项目落地可期	37
8. 显魄力引入国有资本，清华系进入彰显协同	38
8.1. 受益一：清华系产业背景雄厚，业务协同效应强	38
8.2. 受益二：强势国企背景，助力斩获更多大额订单	40
8.3. 受益三：强大信用背书，融资成本显著下行	41

启迪桑德 2017年4月11日

8.4. 受益四：资本运作能力强，更多优质外延可期	41
9. 盈利预测与估值	42
10. 风险提示	42

图表目录

图表 1 启迪桑德发展历程.....	6
图表 2 启迪桑德 2012 年至今并购案例.....	7
图表 3 启迪桑德业务领域完善，涉及领域众多.....	7
图表 4 启迪桑德非公开发行股份募集资金用途.....	8
图表 5 通过两次股权变更，清华系持股占比增加达 34.1%，强化大股东控股地位.....	9
图表 6 启迪桑德营收和归母净利润快速增长.....	9
图表 7 启迪桑德维持较强盈利能力.....	9
图表 8 启迪桑德市政施工贡献主要业绩，固废处理、环卫收入提升.....	10
图表 9 启迪桑德主营业务结构和成长性.....	10
图表 10 启迪桑德毛利结构和毛利率.....	10
图表 15 十三五期间环境质量指标.....	11
图表 16“十二五”城镇生活垃圾无害化进展显著.....	12
图表 17 “十三五”期间固废市场潜力巨大.....	12
图表 14 环卫领域相关政策.....	13
图表 15 历年城市环境建设基础投资额.....	14
图表 16 历年城市市容环境卫生建设投资额及其增速.....	14
图表 17 2005-2014 年公路里程及高速公路里程.....	14
图表 18 2004-2014 年道路面积及道路清扫面积.....	14
图表 19 2004-2014 年公共厕所数量及生活垃圾清运量.....	14
图表 20 环卫 PPP 运营模式.....	15
图表 21 环卫服务市场空间测算.....	16
图表 22 启迪桑德部分环卫业务.....	17
图表 23 启迪桑德环卫业务布局.....	17
图表 24 桑德环卫云平台打造五大业务板块.....	18
图表 25 环卫一体化平台及服务网络项目建设内容.....	19
图表 26 湖北合加部分环卫装备产品.....	20
图表 27 湖北合加部分环卫装备产品.....	20
图表 28 再生资源覆盖范围广泛.....	21
图表 29 全国 2015 年再生资源回收利用规模.....	22
图表 30 全国 2015 年再生资源回收利用金额.....	22
图表 31 全国 2015 年再生资源进口金额.....	23
图表 32 非正规电子废弃物处理渠道.....	24
图表 33 电子废弃物正规处理渠道少.....	24
图表 34 再生资源正规处理渠道.....	24
图表 35 启迪桑德部分再生资源项目情况.....	25
图表 36 启迪桑德收购东江环保再生资源业务.....	25
图表 37 启迪桑德易再生网站.....	27
图表 38 启迪桑德易再生网站数据.....	27
图表 39 生活垃圾焚烧无害化处理厂快速增长.....	27
图表 40 生活垃圾焚烧无害化平均处理能力提升.....	27

图表 41 生活垃圾焚烧无害化产能覆盖率提升	28
图表 42 生活垃圾焚烧无害化平均处理能力提升	28
图表 43 全国生活垃圾焚烧发电企业总规模对比	29
图表 44 启迪桑德在建垃圾焚烧发电项目	30
图表 45 启迪桑德静脉产业园模式	31
图表 46 启迪桑德静脉产业园项目	31
图表 47 自来水业务占比小，增速稳定	32
图表 48 自来水业务毛利率持续上升	32
图表 49 启迪桑德水务业务领域子/孙公司	32
图表 50 清华系投资模式是发展产业	34
图表 51 启迪系已成清华系环保资源整合平台	34
图表 52 PPP 相关政策集中发布	35
图表 53 2015-2016 年启迪桑德 PPP 项目列表	37
图表 54 清华系投资模式是发展产业	38
图表 55 启迪系已成清华系环保资源整合平台	38
图表 56A 股上市公司中“清华系”分布	39
图表 57A 股上市民营环保企业中“清华系”占比过半	39
图表 58：清华系部分环保产业公司	40
图表 59：清华系入主后，公司重大合同数显著提升	41
图表 60 清华系入主后公司主体信用评级上升	41
图表 61 公司长短期融资成本近年来显著下降	41
图表 62 启迪桑德盈利预测	43

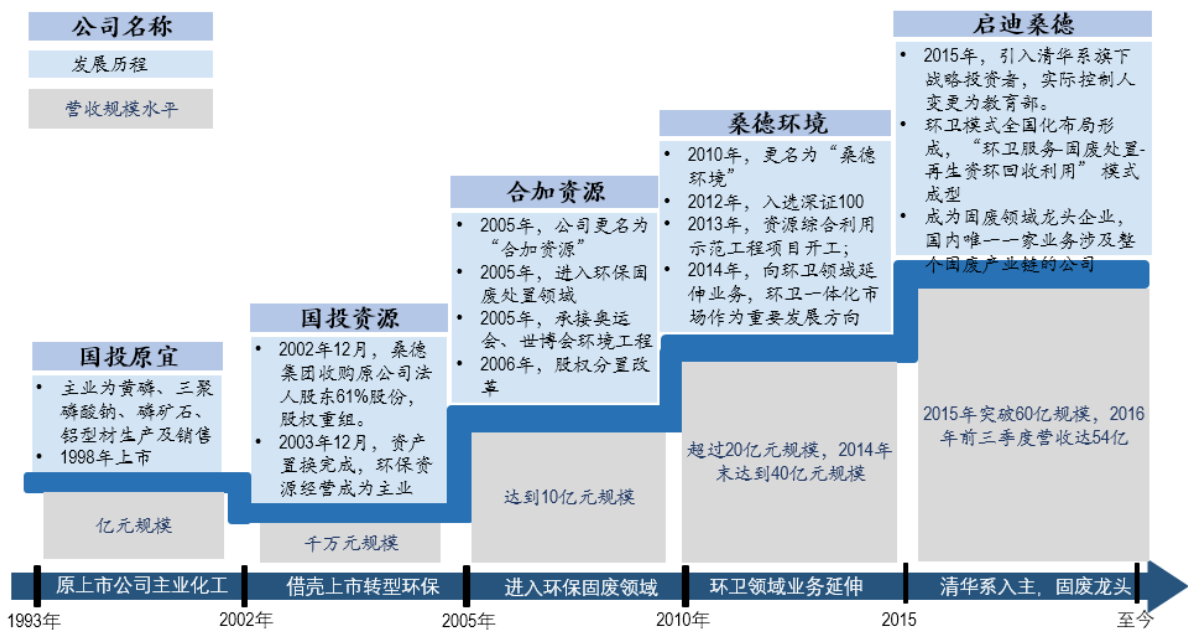
1. 固废产业龙头，清华系入主加速发展

1.1. 登陆资本市场 15 年，固废行业领军企业

启迪桑德环境资源股份有限公司是深圳主板上市公司(股票代码:000826),公司成立于1993年10月,2002年12月通过收购国投原宜实业股份有限公司原法人股东60.61%股权,成功实施股权重组,正式进入资本市场。

公司历史上共变更过四次公司名称,对应公司四个发展阶段,每次变更后环保业务均得到突破,营收规模从亿元级别突破至2015年60亿级别,目前已经成为固废领域龙头,国内唯一一家业务涉及整个固废产业链的公司。

图表 1 启迪桑德发展历程



资料来源:公司网站,东吴证券研究所

公司擅于资本运作,外延环保企业助力主业高速发展。2013-2016年期间,公司共(发起)收购环境设施服务、水务、工业机械领域企业股权24家,数量占整个市场十分之一以上(4年期间整个市场环保相关收购股权事件共计231起),其中,80%以上为环境与设施服务类公司。我们认为公司通过并购实现环卫一体化战略的推进,极大加快了网点的布置,推动公司主业快速发展,预计公司未来还将继续外延战略。

启迪桑德 2017年4月11日

图表 2 启迪桑德 2012 年至今并购案例

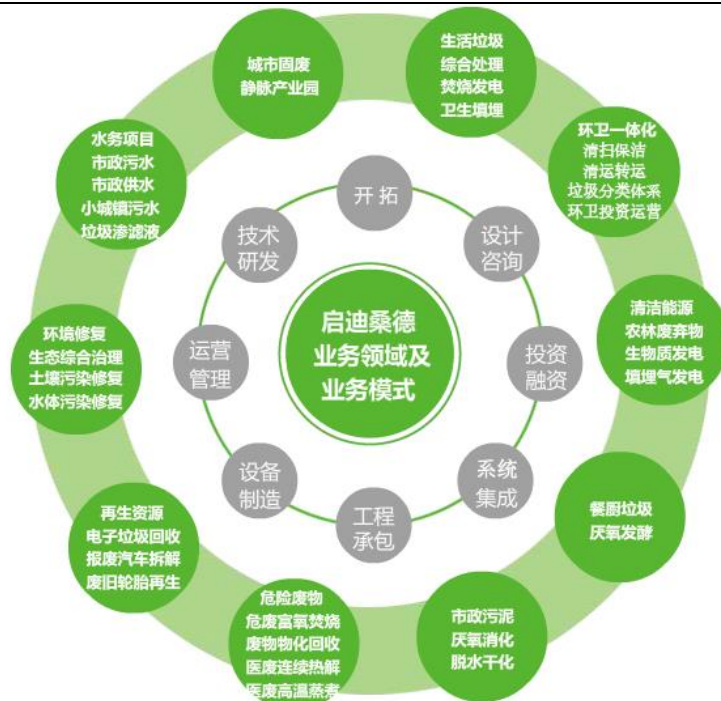
并购首次披露时间	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
并购标的数量	0	8	5	8	3
标的所属行业	环境与设施服务	水务	工业机械	复合型公用事业	
并购标的数量	20	2	1	1	

资料来源：Wind，东吴证券研究所

通过内生和外延并举，公司已实现网点化布局，业务覆盖全国。目前公司下辖湖北合加环境设备有限公司、北京桑德新环卫投资有限公司、桑德再生(天津)控股有限公司等企业，截至 2015 年底在全国共有控股、参股子公司 141 家，建立了以基层环卫运营为基础，“环卫服务-固废处置-再生资源回收利用”的固废大闭环生态模式。

公司产业链完整，可提供整体环境解决方案，是多个细分领域的领军企业。数十年来，公司致力于废物资源化和环境资源的可持续发展，已形成完善的业务梯队，拥有完善的产业链条，覆盖了前期的研发、咨询、设计业务和后期的投资、建设、运营、设备制造环节，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，目前公司业务涵盖生活垃圾处理、餐厨垃圾处理、市政污泥处置、危险废物处置、城乡环卫一体化、环保设备研发制造与销售、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、环境修复等众多领域，并已成为多个细分市场的领头羊。自成立以来，公司曾连续多年获得“固废行业十大影响力企业”、“上市公司中国成长百强”、“金牛上市公司百强”等荣誉称号。

图表 3 启迪桑德业务领域完善，涉及领域众多



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 教育部成实际控制人，员工持股助推发展

2015 年 4 月 11 日公司发布公告，清华控股、启迪科服、清控资产、金信华将合计出资近 70 亿元受让桑德集团持有的桑德环境 29.8% 的股份，其中清华控股、启迪科服、清控资产、金信华创分别出资 14.1 亿元、47 亿元、7.04 亿元和 1.88 亿元，各自获得桑德环境 6%、20%、3% 及 0.8% 的股份。股权转让于 2015 年 7 月 22 日获财政部批复，启迪科服持股 20% 成为公司第一大股东，桑德集团的持股比例由 44.81% 下降至 15.01% 成为第二大股东，公司实际控制人成为教育部，公司属性由民营企业完成向国有企业的转换。公司简称由“桑德环境”变更为“启迪桑德”。

继股权转让完成后，公司于 2016 年 4 月 28 日发布非公开发行股票预案，拟非公开发行股票不超过 3.4 亿股，募资 95 亿元。发行方案于 2016 年 12 月 1 日调整，调整非公开发行股票数量为不超过 1.7 亿股，向启迪投资、启迪绿源、西藏清控、启迪桑德第一期员工持股计划等九名对象募资 46.5 亿元，用于环卫一体化平台及服务网络建设项目、环卫车改扩建及环境技术研发中心建设项目、垃圾焚烧发电项目等 6 项。

方案于 2016 年 12 月 29 日获得证监会通过，目前尚未拿到批文。

图表 4 启迪桑德非公开发行股份募集资金用途

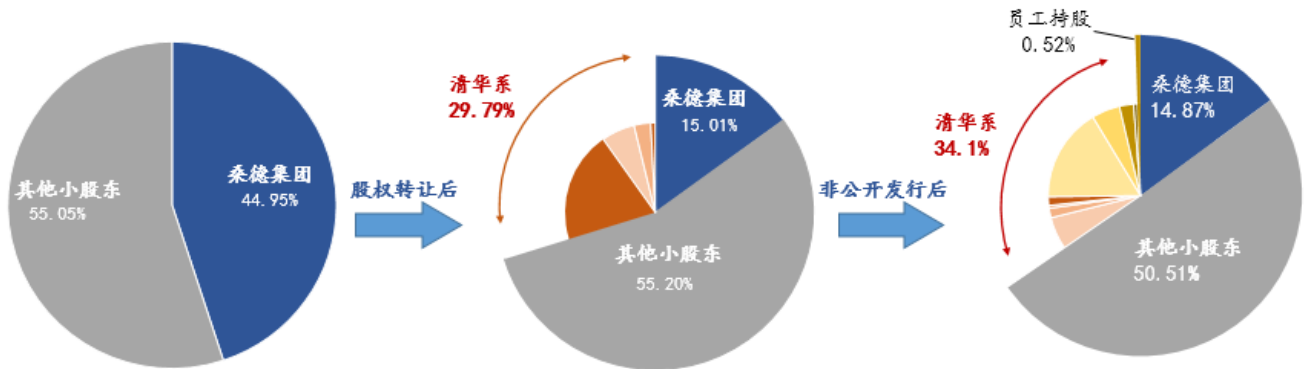
序号	项目	具体内容	实施主体	投资总额 (万元)	募集资金投入 金额 (万元)
1	环卫一体化平台及服务网络建设项目	-	启迪桑德	591,731.90	104,966.1
2	湖北合加环卫车改扩建及环境技术研发中心建设项目	环卫车改扩建项目	全资子公司湖北合加	49,000.01	49,000
		环境技术研发中心建设项目	全资子公司湖北合加	49,996.77	49,000
			小计		98,000
3	垃圾焚烧发电项目	兰陵垃圾发电项目	全资子公司兰清环保	36,886	20,000
		鸡西垃圾发电项目	全资子公司德普环境	48,968.59	22,000
		辛集垃圾发电项目	全资子公司冀清环保	31,756	20,000
			小计		62,000
4	餐厨垃圾处理项目	淮南餐厨项目	全资子公司国新生物	12000	5000
		淮北餐厨项目	全资子公司国瑞生物	13000	9000
		咸阳餐厨项目	全资子公司逸清生物	10952	7000
		衡阳餐厨项目	控股子公司凯天再生资源	12200	6000
		芜湖餐厨项目	全资子公司桑青生物	11617.64	5000
			小计		32,000
5	补充流动资金	-	启迪桑德	-	117,984.04
6	偿还公司部分有息债务	-	启迪桑德	-	50,000
		合计			464,950.14

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

非公开发行股份完成后，清华系持有公司股权比例将由 29.52% 提升至 34.10%，强化控股股东地位，未来将在资金、资源方面为公司发展提

供更进一步的支持。同时，“启迪桑德第一期员工持股计划”拟认购非公开发行的不超过540万股，金额不超过1.5亿元，员工持股计划共有不超过360名员工参与，占公司员工总人数1.73%，其中包括7名高管。本次员工持股计划锁定期三年，人均42万元的金额绑定充分，为公司未来发展提供进一步的激励效果。

图表5 通过两次股权变更，清华系持股占比增加达34.1%，强化大股东控股地位



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3. 业绩快速增长，维持强盈利能力

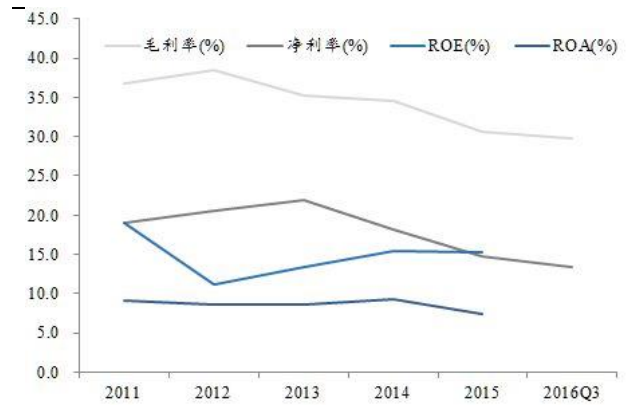
公司作为固废环保龙头发展迅速，体量扩大同时，保持高经营质量。2011-2015年期间，营收自16.08亿增长至63.41亿，复合增长率达45%，归属母公司净利润自3.01亿增长至9.31亿，年复合增长率达41%。高速发展过程中，公司始终注意控制经营质量，毛利率、净利率、ROE、ROA均维持在较高水平。

图表6 启迪桑德营收和归母净利润快速增长



资料来源：WIND 资讯，东吴证券研究所

图表7 启迪桑德维持较强盈利能力

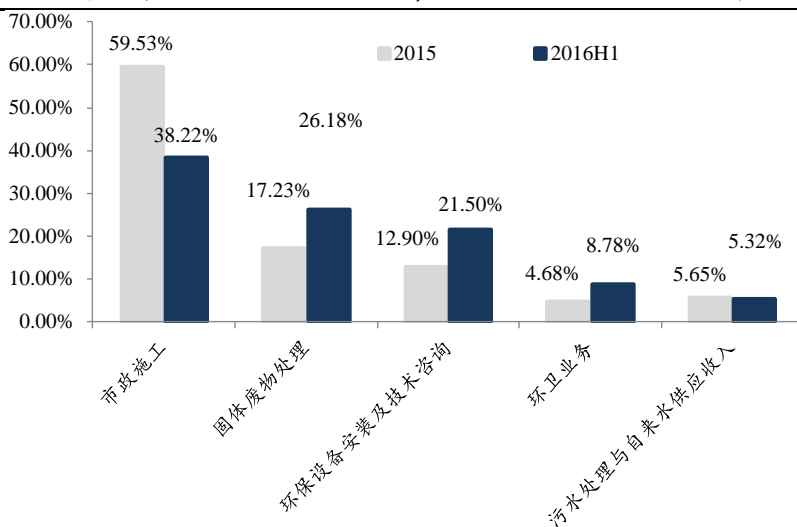


资料来源：WIND 资讯，东吴证券研究所

当前市政施工贡献主要业绩，但固废处理和环卫收入迅速提升。1) 收入端构成：市政施工、固体废物处理、环保设备安装及技术咨询、环卫业务、污水处理与自来水供应 2015 年营收分别为 37.69、10.91、8.17、2.96、3.58 亿元，占比总收入分别为 59.53%、17.23%、12.90%、4.68%、5.65%；

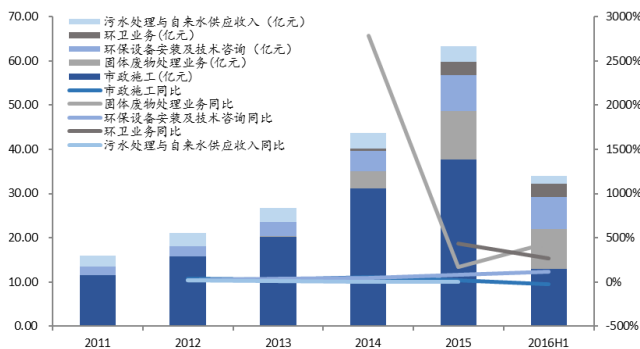
2016 年上半年营收分别为 13.01、8.91、7.32、2.99、1.81 亿元，占比总收入分别为 38.22%、26.18%、21.50%、8.78%、5.32%。**虽然市政施工业务目前仍为业绩主要构成，但固废处理、环卫业务收入占比逐渐提升，2016 年上半年营收同比增长为 447%、263%。**2) 毛利率水平：市政施工、固体废物处理、环保设备安装及技术咨询、环卫业务、污水处理与自来水供应 2015 年毛利率分别为 34.18%、3.72%、51.31%、19.72%、34.42%，2016 年上半年为 33.65%、6.09%、53.83%、21.48%、35.03%，除了市政施工以外，其他四项业务毛利率均有所提升。

图表 8 启迪桑德市政施工贡献主要业绩，固废处理、环卫收入提升



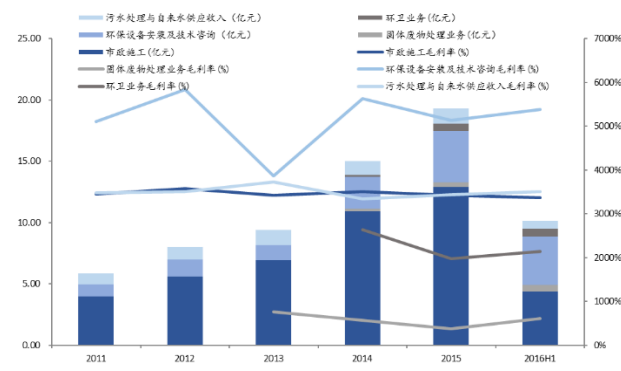
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 9 启迪桑德主营业务结构和成长性



资料来源：WIND 资讯，东吴证券研究所

图表 10 启迪桑德毛利结构和毛利率



资料来源：WIND 资讯，东吴证券研究所

2. 环境质量改善为目标，“十三五”固废领域加速发展，大型综合平台受益

在 2016 年 12 月 5 日国务院对外发布的《“十三五”生态环境保护规划》中，**和“十二五”规划相比，明确提高环境质量为核心的目标，同时将生**

生态文明建设上升为国家战略，重视度达到空前水平。环境质量改善目标下，国务院在“十三五”规划中共设立考核指标 26 个，分别包含 12 个约束性指标和 14 个预期性指标，其中约束性指标“涵盖空气质量、水环境质量、土壤环境质量、生态状况和污染物排放总量的共 12 个细分部分，较仅对污染物排放总量进行约束的指标范围大幅提升，**体现了管理思路由“总量控制”向“环境质量改善”的思路转变。**

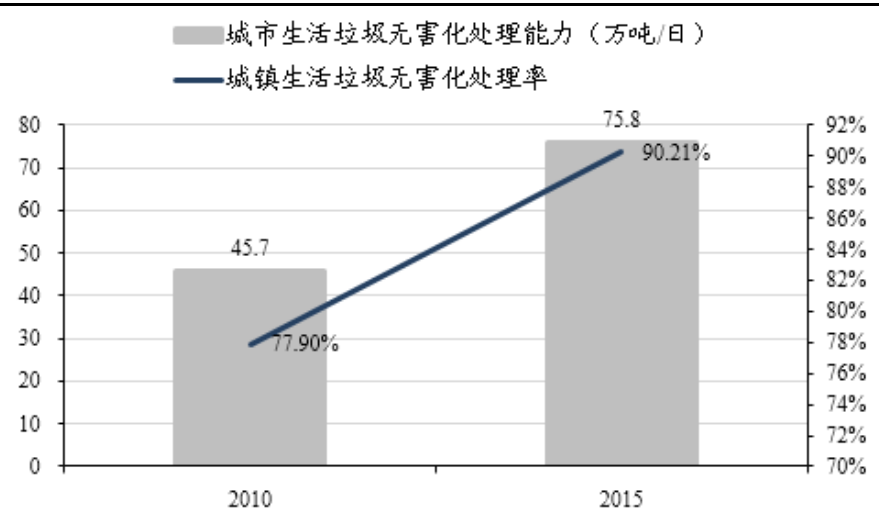
图表 11 十三五期间环境质量指标

指标		2010年	2015年	2020年	属性	十二五实际	十三五规划
1. 空气质量	地级及以上城市空气质量优良天数比率 (%)	72	76.7	>80	约束性	4.7 pct	>3.3pct
	细颗粒物未达标地级及以上城市浓度 (微克/立方米)	-	50	41	约束性		-18%
	地级及以上城市重度及以上污染天数比例下降 (%)	-	-	25 (累计)	预期性		
2. 水环境质量	地表水质量达到或好于III类水体比例 (%)	55	66	>70	约束性	11 pct	>4pct
	地表水质量劣V类水体比例 (%)	17.7	9.7	<5	约束性	-8 pct	<-4.7pct
	重要江河湖泊水功能区水质达标率 (%)	-	70.8	>80	预期性		>9.2pct
	地下水质量极差比例 (%)	-	15.74	15左右	预期性		-0.74pct
3. 土壤环境质量	近岸海域水质优良 (一、二类) 比例 (%)	-	70.5	70左右	预期性		-0.5pct
	受污染耕地安全利用率 (%)	-	70.6	90左右	约束性		19.4pct
4. 生态状况	污染地块安全利用率 (%)	-	-	90以上	约束性		-
	森林覆盖率 (%)	-	21.66	23.04	约束性		1.38pct
	森林蓄积量 (亿立方米)	-	151.4	165	约束性		9.27%
	湿地保有量 (亿亩)	-	-	≥8	预期性		-
5. 主要污染物排放总量	草原综合植被盖度 (%)	-	54	56	预期性		2pct
	重点生态功能区所属县域生态环境状况指数	-	60.4	>60.4	预期性		>0
	化学需氧量排放总量 (万吨)	2551.7	2222.5	2000.3		-12.90%	-10%
	氨氮排放总量 (万吨)	264.4	230	207	约束性	-13.00%	-10%
	二氧化硫排放总量 (万吨)	2267.8	1859.6	1580.7	约束性	-18.00%	-15%
6. 区域性污染物排放总量减少 (%)	氮氧化物排放总量 (万吨)	2273.6	1850.7	1573.1		-18.60%	-15%
	重点地区重点行业挥发性有机物	-	-	10 (累计)	预期性		
	重点地区总氮	-	-	11 (累计)	预期性		
7. 国家重点保护野生动植物保护率 (%)	重点地区总氮	-	-	12 (累计)	预期性		
	国家自然保护地保护率 (%)	-	-	>95	预期性		
	全国自然岸线保有率 (%)	-	-	≥35	预期性		
	新增沙化土地治理面积 (万平方公里)	-	-	10 (累计)	预期性		
8. 新增水土流失治理面积 (万平方公里)	-	-	27 (累计)	预期性			

数据来源：国务院，东吴证券研究所

垃圾是城市发展的附属物，城市的运转使下每年均产生上亿吨的垃圾，包含一般生活垃圾、电子废弃物、废旧汽车、餐厨垃圾、污泥等等。若无法得到妥善处置，不断增长的垃圾不仅损害城市的形象，产生的环境损害也将影响居民的身心健康。“十二五”以来，全国各地加大资金投入，城镇生活垃圾无害化处理工作取得了显著进展，截至 2015 年底，全国城市生活垃圾无害化处理能力达到 75.8 万吨/日，比 2010 年增加 30.1 万吨/日，完成处理设施建设投资 963 亿元，全国城镇生活垃圾无害化处理率达到 90.21%，其中设市城市 94.10%，县城 79.0%，超额完成“十二五”规划确定的无害化处理率目标。

图表 12 “十二五”城镇生活垃圾无害化进展显著



资料来源：发改委，东吴证券研究所

虽然城镇生活垃圾无害化处理率超额完成指标，但是随着城镇化的快速发展和人民生活水平日益提高，我国城镇生活垃圾清运量仍在快速增长，生活垃圾无害化处理能力和水平仍相对不足，大部分建制镇的生活垃圾难以实现无害化处理，垃圾回收利用率有待提高。截至“十二五”末，垃圾焚烧发电、餐厨垃圾处理、垃圾运输、垃圾转运为重点的固废处理领域“十二五”规划目标完成率分别为 **77%、43%、78%**，较目标存较大差距。同时，按照“十二五”末期数据和“十三五”规划要求，五年内总投资、垃圾焚烧发电处理能力、餐厨垃圾处理能力、垃圾运输转运处理能力将增长 85%、121%、205%、67%；其中规划总投资和垃圾焚烧发电规划新增处理能力较“十二五”增长率大幅提升。

图表 13 “十三五”期间固废市场潜力巨大

项目类别	主要指标	十一五实际	十二五实际	十二五规划	十二五实际增长率	十二五目标完成率	十三五目标	十三五规划增长率
总投资	投资额 (亿元)	1112	1039	2636	-7%	39%	1924	85%
垃圾焚烧发电	处理能力 (万吨/日)	17.93	23.52	30.72	31%	77%	52.04	121%
餐厨垃圾	新增处理能力 (万吨/日)		1.31	3.02		43%	4	47%
环卫	新增垃圾运输能力 (万吨/日)		38.18	45.74		83%	119.63	70%
	新增垃圾转运能力 (万吨/日)		33.29	45.66		73%		

资料来源：发改委，东吴证券研究所

可以认为，在以环境质量改善为核心导向的政策思路，以及各细分领域仍存在巨大缺口的背景下，“十三五”期间全国将继续加大固废领域的发展。固废领域涵盖细分子行业广泛，仅仅掌握其中一个细分领域很难得到以启迪桑德为代表的，具备环卫、再生资源、垃圾焚烧发电、餐厨垃圾处

理等全资质的平台化企业,在固废处理领域可为地方政府以及其他客户提供全面的“一站式”服务及整体环境解决方案,未来将实现超越行业的增长。

3. 启迪桑德业务看点一：环卫市场化领域大举扩张

3.1. 市场化运作模式推动国内环卫行业快速发展

3.1.1. “政策+投资”双轮驱动环卫市场高速发展

环卫全称环境卫生,主要包括城市街巷、道路、公共场所、水域等区域的环境整洁,城市垃圾、粪便等生活废弃物收集、清除、运输、中转、处理、处置、综合利用,城市环境卫生设施规划、建设等。随着经济快速发展,人们对于环境质量要求不断提升,环卫作为围绕在生活中可见的领域,受到群众的持续关注。同时,政府亦将提高城市市容和改善环境卫生水平放在了社会发展的首要位置,环卫领域政策频出。

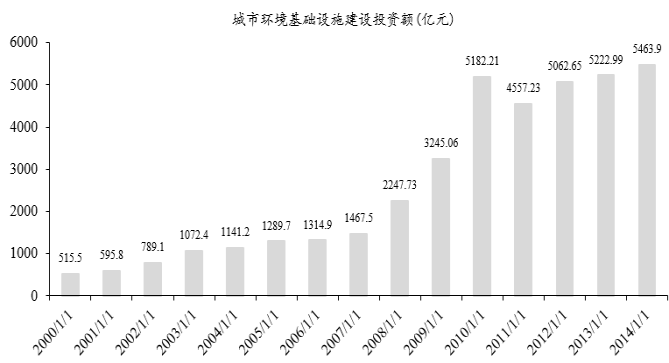
图表 14 环卫领域相关政策

年份	发文部门	政策	核心内容
1992	国务院	《城市市容和环境卫生管理条例》	鼓励城市市容和环境卫生的科学技术研究,推广先进技术
2005	国务院	《关于实施<促进产业结构调整暂行规定>决定》	发展节能省地型建筑,实施强制淘汰制度
2005	发改委	《当前国家重点鼓励发展产业、产品和技术目录(2005年修订)》	将城市垃圾处理设备制造纳入到其中
2010	发改委	《当前国家鼓励发展的环保产业设备(产品)目录(2010年版)》	清洗洁净率≥95%路面洗扫车、清洗效率为90%的清洗车列为鼓励发展环保设备
2010	国务院	《加大统筹城乡发展力度进一步夯实农业农村发展基础若干意见》	稳步推进农村环境综合整治。
2011	环保部	《国家环境保护“十二五”规划》	城市生活垃圾无害化处理率需达到80%,所有县城具有生活垃圾无害化处理能力。
2011	发改委	《产业结构调整指导目录(2011年本)》	鼓励新能源、城轨交通装备、综合交运等14个门类
2016	建设部	《城市环境卫生当前产业政策实施办法》	规定城市环境卫生当前产业政策实施办法

数据来源:政府网站,东吴证券研究所

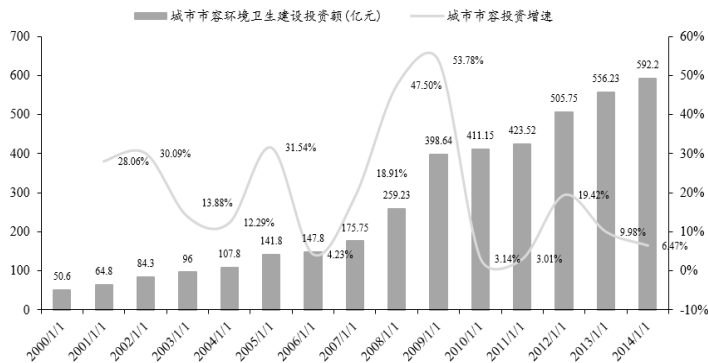
我国城市环境基础建设投资额 2014 年达到 5463.9 亿,近 14 年年均复合增速达到 18.37%,我国城市市容环境卫生建设投资额为 592.2 亿,近 14 年年均复合增速达到 19.2%。随着国家对环境卫生事业的重视程度不断提高,国家要求将环境卫生规划纳入城乡社会经济发展总体规划,加大对城乡环境卫生设施建设的资金投入,对市容环境卫生的投资额也逐步增加。在“政策+投资”双轮驱动下,我们估计环卫市场未来仍然会保持 10%~15% 持续的中高速发展,成长空间巨大。

图表 15 历年城市环境建设基础投资额



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

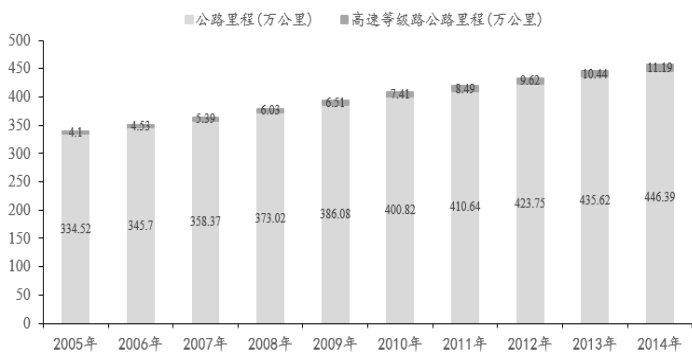
图表 16 历年城市市容环境卫生建设投资额及其增速



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

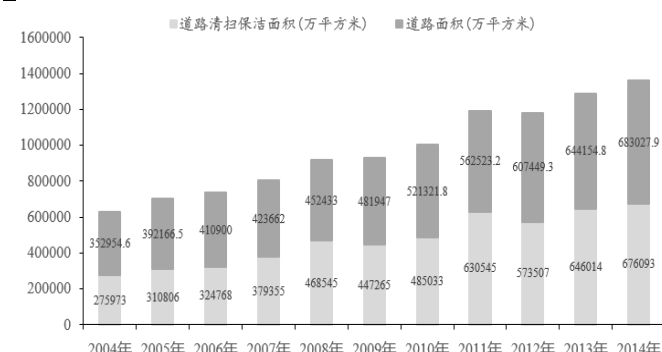
根据国家统计局资料显示，我国公路里程2014年达到446.39万公里，2005年仅334.52万公里，我国道路清扫面积2014年为275973万平方米，2014年达到676093万平方米，相比2014年增长幅度高达145%。据中国住建部统计年鉴统计，我国公厕数量2014年已经达到122541座，生活垃圾清运量为1.79亿吨，近十年不断增长。随着国家城镇化进程加速，道路长度、道路面积及清扫面积不断增长，环卫领域仍存在巨大的需求空间。

图表 17 2005-2014年公路里程及高速公路里程



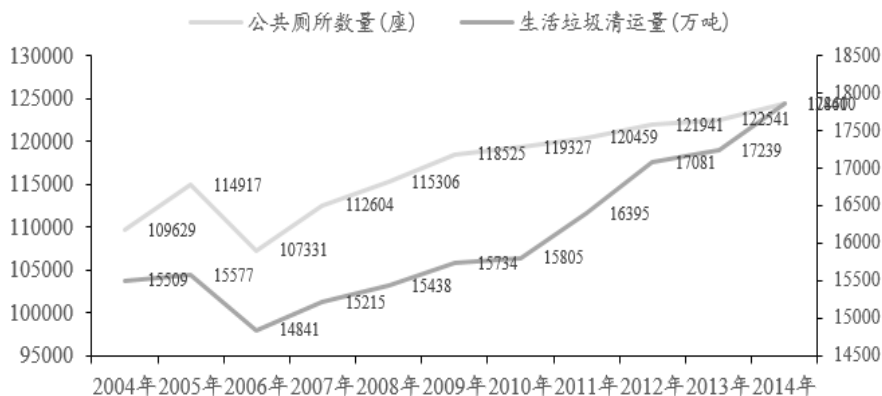
数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图表 18 2004-2014年道路面积及道路清扫面积



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图表 19 2004-2014年公共厕所数量及生活垃圾清运量



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

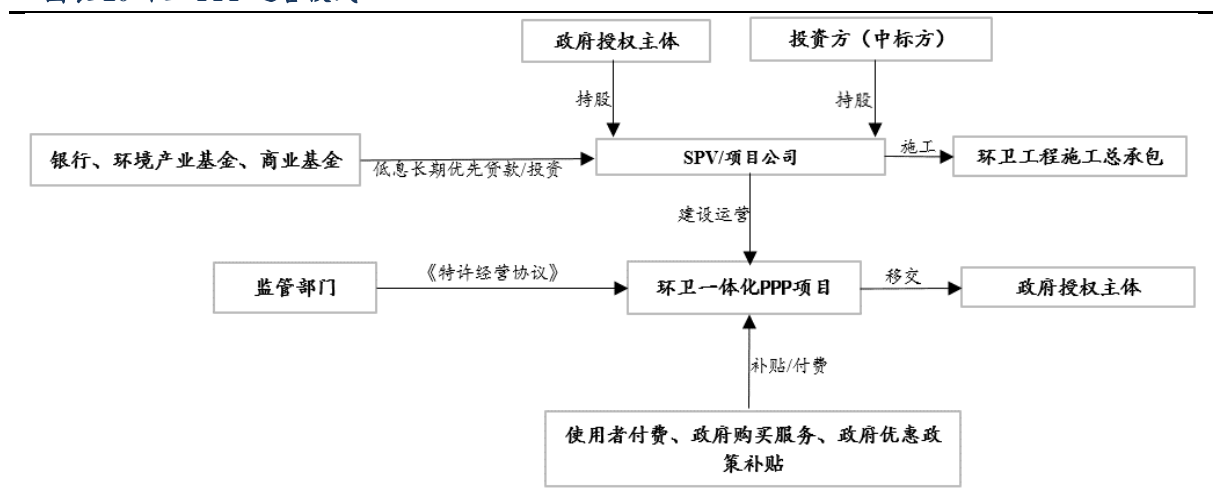
3.1.2. “PPP+环卫服务”模式造就“政企双赢”格局

目前，全国事业单位性质的环卫部门掌握全国 80% 以上环卫市场，事业单位体制管理手段有限，高级技术人才、管理人才严重匮乏，“政企不分”导致的企业运营效率低和缺乏竞争、无法满足快速城镇化带来的工作量增长，导致整体环卫服务质量无法满足城市发展的需求。在政府在环卫领域淡化执行职能、强化监管职能的背景下，政府更愿意去选择技术、人才、资金机制已实现专业化且具有一定品牌优势的行业龙头企业进行合作，企业推行精细化管理，政府严格规范绩效考核标准，监管方与执行方角色转换减轻管理压力问责明确，可以保障提供更专业化、更加优质、高效的环卫服务。

随着 PPP 模式不断兴起，引入专业团队、做专业的环卫服务运营，将成为环卫市场发展的大趋势。“PPP+环卫服务”模式能有效帮助储存大量基础设施建设和运营项目的地方政府解决融资难题，减少地方政府增量债务，也解决了政府市政环卫服务大量资金投入的压力。同时政府会向合作公司提供一定的税收减免优惠或补助政策，实现双赢。

环卫一体化 PPP 项目落地后，不同于污水处理、园林建设等工程类项目投资耗额巨大、投产到满产运营时间漫长，中标企业只需要投入相应的环卫设施装备和人才、技术支持，建设期较短。根据测算一个年营收 2 亿左右的 PPP 项目，一般初始投入不到 1 亿，此后运营的 10~20 年只需要维修 1~2 次设备。项目合同签订后 3~6 个月内即可运营产生收入，且环卫一体化 PPP 项目一般按月结算，现金流充裕，保障环卫服务良性运营。

图表 20 环卫 PPP 运营模式



数据来源：网络资料，东吴证券研究所

我们假定未来几年“PPP 模式+环卫服务”模式首先会在省市级城市全面展开，而县城及县城以下环卫一体化 PPP 项目目前较少，未来暂且不会大范围展开。我们根据龙马环卫在海口龙华区环卫一体化 PPP 项目公

启迪桑德 2017 年 4 月 11 日

告的各细分服务项目单价进行测算 PPP 模式在整个环卫服务行业推广所产生的行业空间，根据《2014 年中国城乡建设统计年鉴公报》，2014 年我国城市道路清扫面积约 67.6 亿平方米，项目单价为每年 10.25 元/平方米，对应 692.9 亿市场空间，垃圾清运总量约 1.79 亿吨，项目单价为 74.22 元/吨，对应 132.85 亿市场空间，公厕约 12.44 万座，年运营费用为 13.48 万，对应 167.69 亿，环卫服务产业年市场空间约千亿。

图表 21 环卫服务市场空间测算

城市服务项目	(海口龙华区项目) 单位价格	总需求量	对应市场规模 (亿)
城市道路清扫	10.25 元/平米,年	67.6 亿平方米	692.90
垃圾清运	74.22 元/吨	1.79 亿吨	132.85
公厕运营	13.48 万元/座,年	12.44 万座	167.69
合计			993.45

数据来源：海口市政府相关公告，东吴证券研究所

3.2. 环卫领域大举扩张，打造互联网云平台

2014 年，基于全力打造专业的环卫业务投资及运营平台的企业战略发展要求，公司整合环卫业务资源，通过全资子公司北京桑德新环卫投资有限公司深度进军城乡环卫一体化领域。桑德新环卫注册资本 1.0 亿元，主要从事道路清扫保洁，垃圾及粪便收集运输、河道清洁，环卫设施设备及星级公厕建设与运营管理、环卫技术研发与咨询、环卫产品销售以及与环卫业务相关的投资业务，依托启迪桑德的雄厚实力和强大支持，可为客户提供环卫领域的投资、研发、咨询、设计、建设、运营、设备等“一站式”服务。目前，桑德环卫已陆续签约湖北宜昌、河北宁晋、安徽蚌埠、广东深圳等环卫项目，**拥有一线员工 2 万多人，环卫实施设备超过 10 万台（套），清扫保洁面积超过 1 亿平方米。**

2016 上半年，公司在全国各地设立 15 家环卫项目公司，目前公司运营环卫项目将近 90 个，并以每周新增 2 个项目的节奏快速大布局。2016 年上半年，环卫业务实现营收 2.99 亿元，同比增 2.63 倍。根据公司非公开发行方案规划，预计 2016-2018 年公司将在全国将新成立基础环卫项目 230 个，届时将形成辐射全国的环卫网，引领行业的发展。

启迪桑德 2017 年 4 月 11 日

图表 22 启迪桑德部分环卫业务

项目序号	项目名称	项目规模
1	辽宁营口经济技术开发区环卫一体化项目	1066 万 ^m 500 吨/日
2	河北邢台宁晋县环卫一体化项目	380 万 ^m 259 吨/日
3	安徽蚌埠淮上区环卫一体化项目	358 万 ^m 100 吨/日
4	河北保定高新区环卫项目	273 万 ^m 30 吨/日
5	安徽亳州市产业园环卫项目	183 万 ^m
6	湖北宜昌西陵区环卫一体化项目	180 万 ^m 148 吨/日
7	山东青岛平度市主城区环卫项目	10197 户 116 万 ^m
8	山东滨州无棣县环卫一体化项目	100 万 ^m 274 吨/日
9	山东济宁鱼台县环卫项目	1536 万户 49.3 万 ^m
10	江苏苏州太湖新城环卫项目	42 万 ^m
11	吉林火车站前广场环卫项目	32 万 ^m
12	河北唐山迁安市环卫一体化项目	400 吨/日
13	湖南郴州永兴县环卫项目	300 吨/日
14	湖南株洲攸县环卫项目	212 吨/日
15	山东临沂郯城县四个乡镇环卫一体化项目	88740 户 187 吨/日

数据来源：公司网站，东吴证券研究所

图表 23 启迪桑德环卫业务布局

地区	项目公司数量 (个)
华东地区 (包括山东, 江苏, 安徽, 浙江, 福建, 上海)	47
华南地区 (包括广东, 广西, 海南)	16
华中地区 (包括河南, 湖北, 湖南, 江西)	72
华北地区 (包括北京, 天津, 河北, 山西, 内蒙古)	39
西北地区 (包括宁夏, 新疆, 青海, 陕西, 甘肃)	9
西南地区 (包括四川, 云南, 贵州, 西藏, 重庆)	18
东北地区 (包括辽宁, 吉林, 黑龙江)	29
合计	230

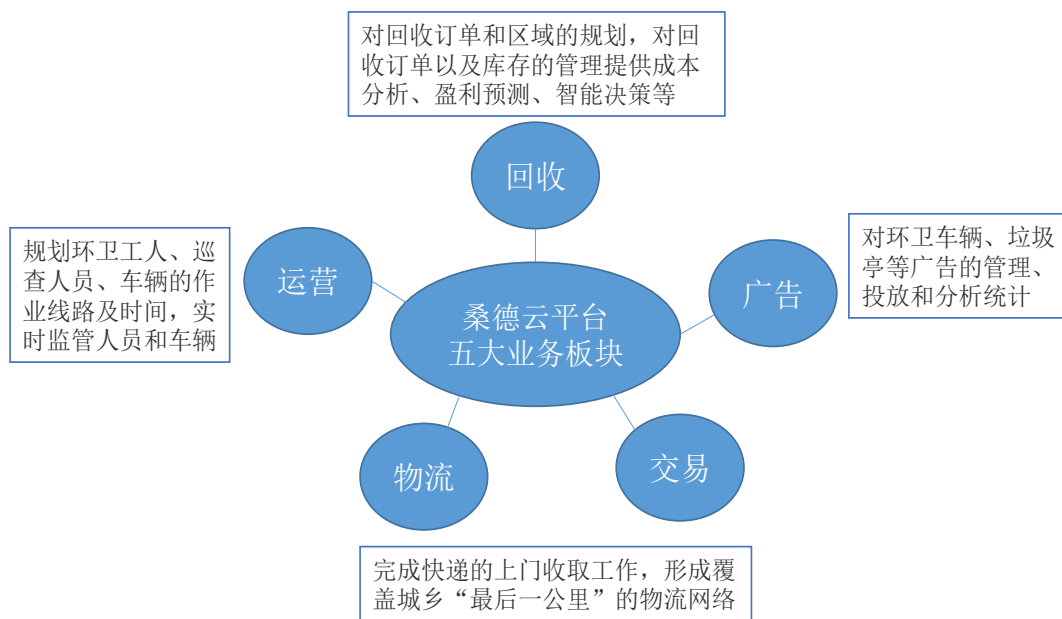
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

商业模式上，公司致力于推广智慧环卫，通过布局互联网+环卫产业，利用互联网助力传统环卫行业的转型升级，建立完善的废弃物收集终端及数字化智能网络收运系统，通过并购、合作等方式迅速扩大环卫业务规模。2015 年 9 月 11 日，公司在北京召开桑德环卫云平台发布会，正式开启环卫云平台建设。桑德环卫云平台利用物联网、移动互联网、云计算等相关技术，通过各级感知设备、智能终端，对环卫工作所涉及各类环卫设施、车辆、人员等进行全程实时监控，形成信息互通的物联网。

云平台助力环卫业务智能化管理，实现运作效率最大化。通过构建桑德环卫云平台，可实现对环卫服务所涉及各类设施运营及人员作业进行全过程实时监控，实现环卫业务全过程的智能化管理，从而降低环卫运营成本，实现管理效率最大化，**提高环卫运营服务能力。**具体来看，桑德环卫云平台主要具备以下功能：

- 1) 依托桑德环卫云平台，公司开启了五大业务板块，包括：物流、回收、广告、交易、运营。
 - ✓ 桑德环卫云平台可规划环卫工人、巡查人员、车辆的作业线路和作业时间，以此来实时监管环卫人员和车辆；
 - ✓ 桑德环卫云回收业务可实现对回收订单和区域的规划，对回收订单以及库存的管理提供成本分析、盈利预测、智能决策等功能；
 - ✓ 桑德环卫云广告业务管理平台能够实现对环卫车辆、公厕、环卫工人服装、垃圾亭、环卫垃圾桶广告的管理、投放和分析统计，能够很好地为众多商家、公司共同拓展利润空间；
 - ✓ 基于环卫工作的智能化、互联网化、机械化，环卫人员还可以完成快递的上门收取工作，形成覆盖城乡“最后一公里”的物流网络。
- 2) 桑德环卫云利用物联网、移动互联网、云计算等相关技术，可连接环卫工作所涉及各类环卫设备、环卫作业人员、数字城管系统等，实现对环卫设备、环卫管理人员全过程的实时监管以及数据共享，形成一个信息互联互通的物联网。互联网平台化管理下，可消除清扫盲点，实现物联网在线管理调度，且可以根据天气、季节等因素对地方环卫需求统筹管理等。
- 3) 桑德环卫云是一个开放的生态系统，不仅服务于桑德内部项目公司，也可为第三方公司及大众用户提供相应服务。用户可通过手机 APP 及微信完成上门回收和快递预约，还可通过微信对周边发生的环卫事件进行上报，同时亦可为第三方公司提供广告及物流等服务。

图表 24 桑德环卫云平台打造五大业务板块



数据来源：公司网站、东吴证券研究所

拟新增 59 亿元投资环卫云平台建设，未来业绩贡献可期。根据定增

启迪桑德 2017年4月11日

方案，公司拟投资 59 亿元进行环卫一体化平台及服务网络建设项目，项目建设内容包括环卫一体化项目平台建设运营部署、环卫云中心建设运营部署。项目效益测算按 3 年建设期及 8 年运营期限计算，税后内部收益率为 10.53%，投资回收期为 6.96 年。

项目建设期内，公司在全国预计新成立基础环卫运营项目 230 个，涉及环卫监控分中心建设、新型智慧环卫车、智能环卫亭、智能垃圾桶（果皮箱）、智能定制手机的购置，以及智能垃圾中转站的建设、公厕的智能化改造和物流和再生资源货运用车的购置。公司中长期规划是环卫一体化平台建设将形成 600-800 个基础环卫运营点，预计未来总投资金额约 150 亿元，形成覆盖全国主要市、县城乡一体化环卫服务平台，预期会为公司带来重要业绩增量。

图表 25 环卫一体化平台及服务网络项目建设内容

项目建设内容	项目投资预估金额（万元）	
环卫一体化项目平台建设运营部署	522,731.90	
环卫云中心建设运营部署	环卫云中心建筑设施	60,000
	云数据中心硬件设施	5,000
	环卫云平台研发及部署	4,000

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

3.3. 强化环卫车生产，自给自足降低成本

经济建设的发展促进环卫设备现代化的发展，带动环卫车的需求日益增加，为环卫车提供广阔的市场，且多功能、低排放、新能源将成为环卫车辆未来的主要发展趋势。环卫车辆由于作业环境比较恶劣，为保证运营效率其更换周期比一般运营车辆更短，为环卫车辆更新换代提供持续需求。随着城市的发展和管理标准的提高、机动车尾气排放标准的进一步提升，环卫车辆的技术水平和作业方式不断进步，用户会选择性能更优越的新产品，产品换代的加速会使市场进一步扩大。

公司旗下湖北合加环境设备有限公司坐落于咸宁市高新技术产业园区，主要生产和销售固体废弃物处理设备、水处理成套设备、以及环卫类专用车辆，湖北合加 2015 年获批咸宁市环保车辆设备技术工程研究中心，拥有压缩式垃圾车、车厢可卸式垃圾车、自卸式垃圾车、洗扫车、洒水车、餐厨车等多种环卫装备系列产品，产品已畅销全国各地。

启迪桑德 2017 年 4 月 11 日

图表 26 湖北合加部分环卫装备产品



数据来源：公司网站，东吴证券研究所

图表 27 湖北合加部分环卫装备产品



数据来源：公司网站，东吴证券研究所

公司本次拟非公开发行方案中，计划投资 4.9 亿元用于湖北合加环卫车改扩建项目，新增年产 6,000 辆环卫车的制造生产能力。调整现有生产车间布局，同时新增 2 幢生产车间（新增建筑面积约 62,000 平方米），项目预计税后内部收益率为 13.71%，投资回收期为 7.76 年。该项目目前已取得咸宁市发展和改革委员会立项备案、咸宁市环境保护局环评批复。

湖北合加环卫车改扩建项目完成后，将进一步完善了公司在环卫领域上游的产业链条，在订货、交货时间及质量、成本控制方面占据主动权，提升综合竞争力。

4. 启迪桑德业务看点二：抢先布局再生资源风口

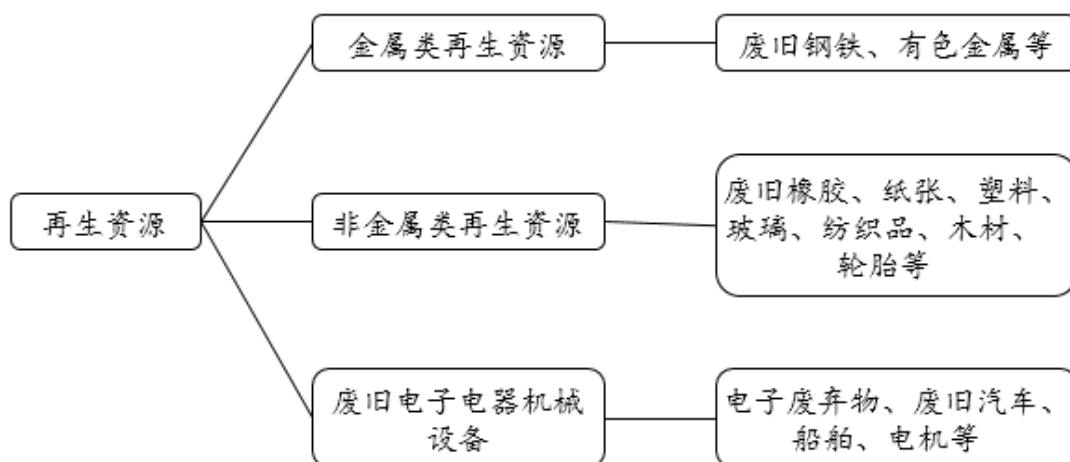
4.1. 再生资源行业迎来快速发展期

4.1.1. 循环利用大趋势，市场空间高达万亿

再生资源是可再生资源的一种，指不可再生的在人类的生产、生活、科教、交通、国防等各项活动中被开发利用一次并报废后，还可反复回收加工再利用的物质资源，它包括以矿物为原料生产并报废的钢铁、有色金属、稀有金属、合金、无机非金属、塑料、橡胶、纤维、纸张等。通过对诸如电子、家电、汽车等日常消费品的回收并集中处理，不仅可以使其在报废过程中对环境的损害降低到最小，还可以提炼出有价值的产品，实现资源的循环再利用。

启迪桑德 2017年4月11日

图表 28 再生资源覆盖范围广泛



数据来源：网络资料，东吴证券研究所

根据商务部发布的《中国再生资源回收行业发展报告(2016)》显示，截至 2015 年底，我国废钢铁、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、报废船舶、废玻璃、废电池十大类别的再生资源回收总量约为 2.46 亿吨，同比增长 0.3%。其中，增幅最大的是报废汽车，回收数量、重量分别提升 26.1%、170.8%。

启迪桑德 2017年4月11日

图表 29 全国 2015 年再生资源回收利用规模

序号	名称	单位	2014 年	2015 年	同比增长%
	废钢铁	万吨	15230	14380	-5.6
1	大型钢铁企业	万吨	8830	8330	-5.7
	其他行业	万吨	6400	6050	-5.5
	废有色金属 [®]	万吨	798	876	9.8
3	废塑料	万吨	2000	1800	-10.0
4	废纸	万吨	4419	4832	9.3
	废轮胎	万吨	430	500.6	16.4
5	翻新	万吨	50	28.6	-42.8
	再利用	万吨	380	473	24.5
	废弃电器电子产品				
6	数量	万台	13583	15274	12.4
	重量	万吨	313.5	348	11.0
	报废汽车				
7	数量	万辆	220	277.5	26.1
	重量	万吨	322	871.9	170.8
	报废船舶				
8	数量	艘	142	102	-28.2
	重量	万轻吨	109	91	-16.5
9	废玻璃	万吨	855	850	-0.6
10	废电池（铅酸除外）	万吨	9.5	10	5.3
11	合计（重量）	万吨	24470.6	24550.4	0.3

数据来源：商务部，东吴证券研究所

从回收金额来看，2015 年，我国十大品种再生资源回收总值为 5149.4 亿元，受主要品种价格持续走低影响，同比下降 20.1%。其中报废船舶降幅最大，同比下降 47.2%；报废汽车增幅最大，同比增长 85%。

图表 30 全国 2015 年再生资源回收利用金额

序号	名称	2014 年	2015 年	同比增长%
1	废钢铁	3122.15	1984.4	-36.4
2	废有色金属	1324.68	1395.6	5.4
3	废塑料	1100	810.0	-26.4
4	废纸	616	642.7	4.3
5	废轮胎	68.8	65.1	-5.4
6	废弃电器电子产品	78.4	78.3	-0.1
7	报废船舶	21.8	11.5	-47.2
8	报废汽车	66	122.1	85.0
9	废玻璃	25.7	21.3	-17.1
10	废电池（铅酸除外）	19.8	18.5	-6.6
11	回收总值	6446.9	5149.4	-20.1

数据来源：商务部，东吴证券研究所

2015年，我国废钢铁、废有色金属、废塑料、废纸、报废船舶五大类别的再生资源共进口4168.8万吨，同比增长0.9%。

图表 31 全国 2015 年再生资源进口金额

序号	名称	单位	2014 年	2015 年	同比增长%
1	废钢铁	万吨	256	233	-9.0
2	废有色金属	万吨	618.1	576.7	-6.7
3	废塑料	万吨	825.4	735.4	-10.9
4	废纸	万吨	2752	2928	6.4
5	报废船舶	万轻吨	85	72	-15.3
6	合计（重量）	万吨	4132.4	4168.8	0.9

数据来源：商务部，东吴证券研究所

从 2015 年数据来看，国内和国外的两个回收渠道可获取的再生资源总价值合计近万元，市场空间巨大。根据国务院在 2013 年的《循环经济发展战略及近期行动计划》中提出，到“十二五”末期，全国资源循环利用产业总产值达到 1.8 万亿元，目前的处理水平仍未达到“十二五”要求，从长远来看，行业仍存在巨大发展空间。

4.1.2. 行业逐步规范，促进有序发展

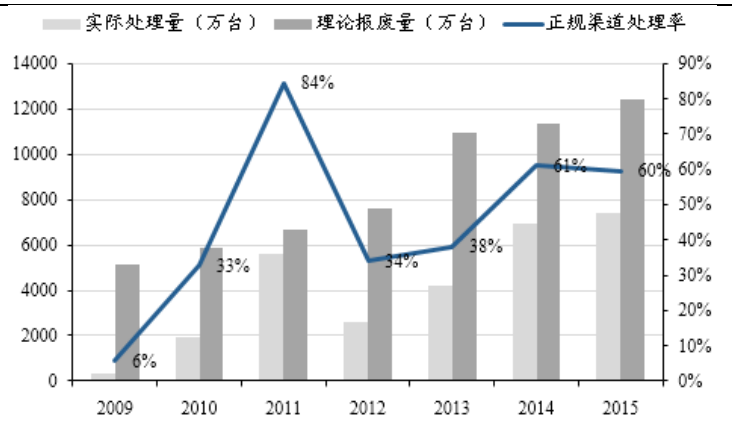
中国再生资源回收行业由于起步较晚，过去并没有市场准入门槛，正规处理企业数量较少。以电子废弃物领域为例，根据中国家用电器研究院发布的中国废弃电器电子产品回收处理及综合利用行业白皮书显示，近年来全国家电实际资质企业的处理量仅占预测的家电理论报废量的 60% 左右，目前仍有约 40% 的电子废弃物并没有经过正规渠道进行处理。由于目前再生资源行业从业人员以“40、50”人员、残疾人、农民工为主，人员素质普遍较低，且以手工作业为主，大部分企业多采取粗放式经营和管理方式、产业链条短、产品单一、生产工艺门槛低、增值水平低、同质化现象明显，不正规的处理渠道极易对环境造成二次污染。

图表 32 非正规电子废弃物处理渠道



数据来源：网络资料，东吴证券研究所

图表 33 电子废弃物正规处理渠道少



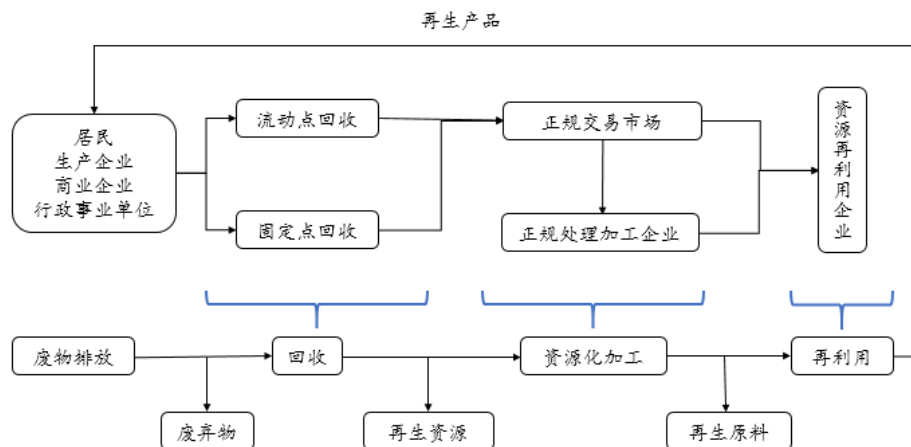
数据来源：WIND 资讯，东吴证券研究所

为进一步推动再生资源行业发展，根据《中共中央国务院关于印发〈生态文明体制改革总体方案〉的通知》要求，国务院办公厅印发《生产者责任延伸制度推行方案》，从顶层设计角度对再生资源进行规范，**在电器电子、汽车、铅酸蓄电池和包装物领域实施生产者责任延伸制度。**

政策要求，到 2020 年，生产者责任延伸制度相关政策体系初步形成，产品生态设计取得重大进展，重点品种的废弃产品规范回收与循环利用率平均达到 40%。到 2025 年，生产者责任延伸制度相关法律法规基本完善，重点领域生产者责任延伸制度运行有序，产品生态设计普遍推行，重点产品的再生原料使用比例达到 20%，废弃产品规范回收与循环利用率平均达到 50%。

《生产者责任延伸制度推行方案》的核心是强化回收处理渠道、完善再生资源回收处理体系，资源回收方式的明确将为行业发展提供有效指引。同时积极推动行业标准建立，加强资质管理，维护市场竞争秩序。我们认为，拥有正规回收渠道优势和处理资质的龙头企业将具备天然优势。

图表 34 再生资源正规处理渠道



数据来源：东吴证券研究所

4.2. 紧抓市场机遇，再生资源领域大力扩张

2011 年，公司通过收购报废汽车拆解企业咸宁兴源公司 80% 股权进军再生资源行业领域。2013 年，公司通过收购湘潭报废汽车回收公司 74% 股权以及通辽蒙东固体废物处置有限公司，进一步加快产业布局。2014 年，公司收购河北万忠、投资建设河北循环经济产业园，布局提速；同时设立互联网公司，启动再生资源 O2O 项目。2015 年，公司收购湖南同力、河南恒昌等多家优质电子废弃物拆解企业，扩大产业布局；同时推出再生资源全产业链服务平台易再生网，从互联网领域实现再生资源的布局。2016 年上半年，公司整合再生资源业务，将公司下属再生资源类子公司股权划转给桑德（天津）再生资源投资控股有限公司，形成再生资源的业务管理平台。

图表 35 启迪桑德部分再生资源项目情况

项目名称	处理类别	处理能力
河北桑德（魏县）循环经济产业园	电子废弃物	700 万吨/年
河北廊坊市电子废弃物资源化项目	电子废弃物	234 万台/年
湖南静脉园湘潭市电子废弃物资源化项目	电子废弃物	200 万台/年
湖北襄阳市电子垃圾拆解项目	电子废弃物	200 万台/年
河南焦作市电子废弃物资源化项目	电子废弃物	80 万台/年
广东肇庆市省级电子废弃物破碎分选项目	电子废弃物	1 吨/小时
湖南静脉园区域报废汽车资源化项目	报废汽车	3.2 万辆/年
湖北咸宁区域报废汽车资源化项目	报废汽车	3.2 万辆/年

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2016 年，收购东江环保旗下再生资源板块业务，旗下电子废弃物拆解企业达到 11 家，资质拆解量超过 2020 万台，稳居行业第一，完成阶段性战略布局。

图表 36 启迪桑德收购东江环保再生资源业务

序号	并购资产	交易价格（万元）	取得股权比例
1	湖北东江环保有限公司	7,950	100%
2	清远市东江环保技术有限公司	30,050	100%
3	森蓝环保（上海）有限公司	15,500	100%
4	分立后的厦门绿洲环保产业股份有限公司	32,000	100%
5	合计	85,500	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

近年来，再生资源回收价格持续下跌，“拾荒”大军和个体户的的积极性逐渐下降，回收市场呈现“利大抢收、利小不收”的局面，再生资源回收难度越来越大，垃圾清运与再生资源回收系统的协同发展被提上议事日程。商务部在 2016 年中国再生资源回收行业发展报告中明确提出，要通过两网协同融合，加强生活垃圾分类回收与再生资源回收有效衔接，能够充

分发挥两个系统优势，提高生活垃圾在回收、分拣、处理等环节的运作效率，大幅提升再生资源回收率，减少垃圾填埋量。

“两网融合”的意义在于可以推动社会客观认识生活垃圾回收利用和清洁利用水平，推进生活性垃圾源头的分类，提高资源的回收利用率。公司目前已经打通再生资源产业链条，加快线路板回收中心、加工中心建设，利用电子废弃产品提取贵金属等高附加值加工产品，提高资源综合利用效率，未来将凭借在前端环卫领域的入口价值，与再生资源业务相结合形成废钢铁、废塑料、废纸、废橡胶、报废汽车、废家电等再生资源细分市场，在生活垃圾的收集过程中就可以对再生资源实现分类回收，同时通过转运和分拣环节进一步实现可回收物的收集和再分拣；在处理环节，公司可将废旧商品分拣中心和加工处理基地与垃圾末端处理设施联合建设，**最终达到降低回收成本，提高资源综合回收率的效果。**

4.3. 易再生——借助互联网入口，规范回收渠道

公司于2015年6月5日推出“易再生网”，为用户提供了融资合作、股权合作、业务合作、确保协议履行、付款担保、信息服务、撮合交易七大服务，旨在搭建再生资源全产业链O2O服务平台。2016年8月1日，易再生O2O正式开通在线交易支付功能，实现再生资源交易的更加快捷有效，为公司再生资源生态系统的建设提供了有力支撑。为推动再生资源在线交易更加便捷和高效，实现供求双方精准匹配和实时交易，2017年1月16日，易再生O2O重磅推出手机客户端“易再生APP”，用户可以通过易再生APP及时发布产品供应、求购、报价等信息。这一商业模式创新，突破了再生资源传统交易模式瓶颈，也奠定了公司在再生资源行业的引领者的地位。

易再生O2O平台自8月份上线至今，入驻企业用户已经超过600家，进行交易的已经超过200家，平均日交易额约1000万元，每日供求信息、成交价格、行情走势等快速更新，累计收录信息已超过50万条。**根据专业流量统计商Alexa统计，易再生网单日最高访问达到近100万人次**，市场影响力大幅提升。通过“易再生O2O”交易服务平台，公司可凭借自身资金优势、线下资源优势 and 领先的品牌优势，不仅可以更好地实现信息、资源对接，还可以通过提供增值服务，系统解决再生资源交易过程中所产生的物流和融资需求，进一步拓展再生资源市场。

图表 37 启迪桑德易再生网站



数据来源：公司网站，东吴证券研究所

图表 38 启迪桑德易再生网站数据



数据来源：Alexa，东吴证券研究所

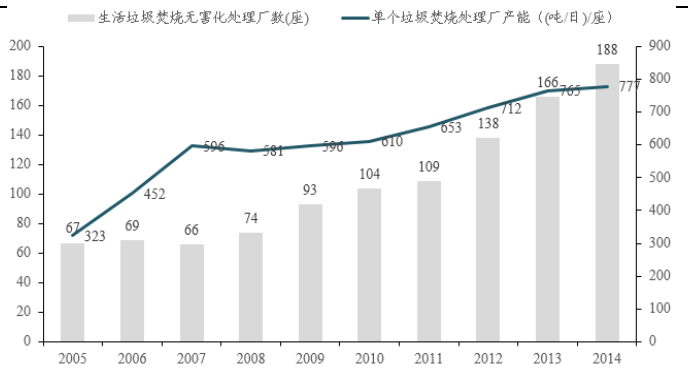
5. 启迪桑德业务看点三：垃圾焚烧发电在手项目充足，固废产业园模式积极推广

5.1. 传统垃圾焚烧发电业务短期是业绩增长重点

随着城市化进程的加快，城市垃圾产量不断增加，处理能力不足的现状逐渐显现。不当的垃圾处理将会造成严重的大气、水和土壤污染，并占用大量土地资源，严重影响城市环境和社会稳定，科学处理城市生活垃圾也因此成为全社会高度重视的重要课题。垃圾焚烧发电可使垃圾体积减小 90%，重量减轻 80%，是对垃圾进行减量最为彻底的一种方式，是垃圾处理发展的趋势所在，垃圾焚烧发电成为国家宏观政策及产业政策大力支持和发展的产业。根据国家发改委于 2011 年 3 月发布并于 2013 年 2 月修正的《产业结构调整指导目录（2011 年本）（修正）》，城市生活垃圾焚烧发电行业作为“环境保护与资源节约综合利用产业”，受政策鼓励推广。

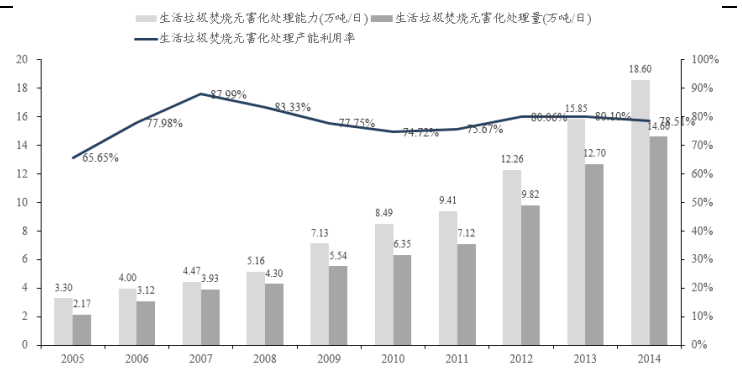
凭借着减量化、资源化、无害化的优点，垃圾焚烧发电在过去 10 年实现了快速的发展。根据统计局数据显示，截至 2014 年底全国共有垃圾焚烧发电场 188 座，较 2005 年增长 181%；垃圾焚烧无害化处理能力 18.60 万吨/日，较 2005 年增长 463%；全国垃圾焚烧无害化处理量平均 14.60 万吨/日，较 2005 年增长 574%。

图表 39 生活垃圾焚烧无害化处理厂快速增长



数据来源：统计局，东吴证券研究所

图表 40 生活垃圾焚烧无害化平均处理能力提升

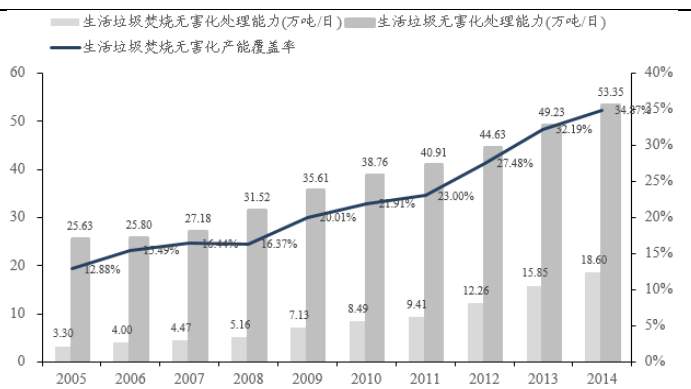


数据来源：统计局，东吴证券研究所

启迪桑德 2017年4月11日

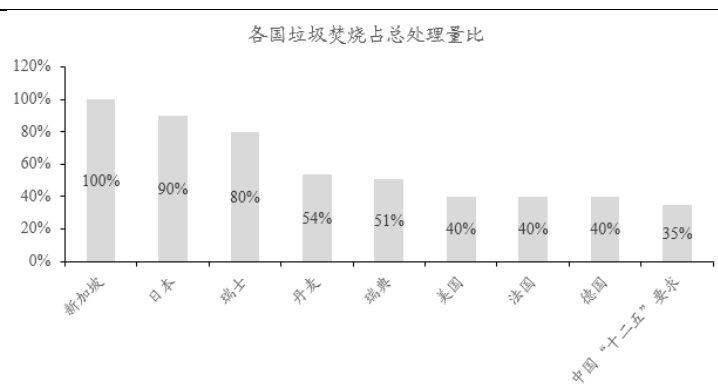
截至 2014 年底，全国共有生活垃圾无害化处理能力 53.35 万吨/日，其中垃圾焚烧无害化处理能力 18.60 万吨/日，占生活垃圾无害化处理能力的 34.87%（据有关统计 2015 年 8 月处理能力达到 20.20 万吨/日）。然而，和国外发达国家相比，我国当前的垃圾焚烧无害化处理能力占总的生活垃圾无害化处理能力比重较低，占比存在提升空间。根据《环境卫生工程》杂志统计，日本 2007 年已有 90% 以上的垃圾采用焚烧法处理，瑞士垃圾焚烧的比例高达 80%，美国达 40%，德国和法国约占 40%，新加坡甚至达到 100%。根据“十二五”规划，“十二五”末期我国东部地区垃圾焚烧无害化处理能力占生活垃圾无害化总处理能力的 48% 以上。我们认为东部地区作为经济较为发达、生活垃圾产量较多的区域，未来将在垃圾焚烧推广上起到较好的示范效应，未来全国的垃圾焚烧处理能力占比有望向东部地区的 48% 看齐。

图表 41 生活垃圾焚烧无害化产能覆盖率提升



数据来源：统计局，东吴证券研究所

图表 42 生活垃圾焚烧无害化平均处理能力提升

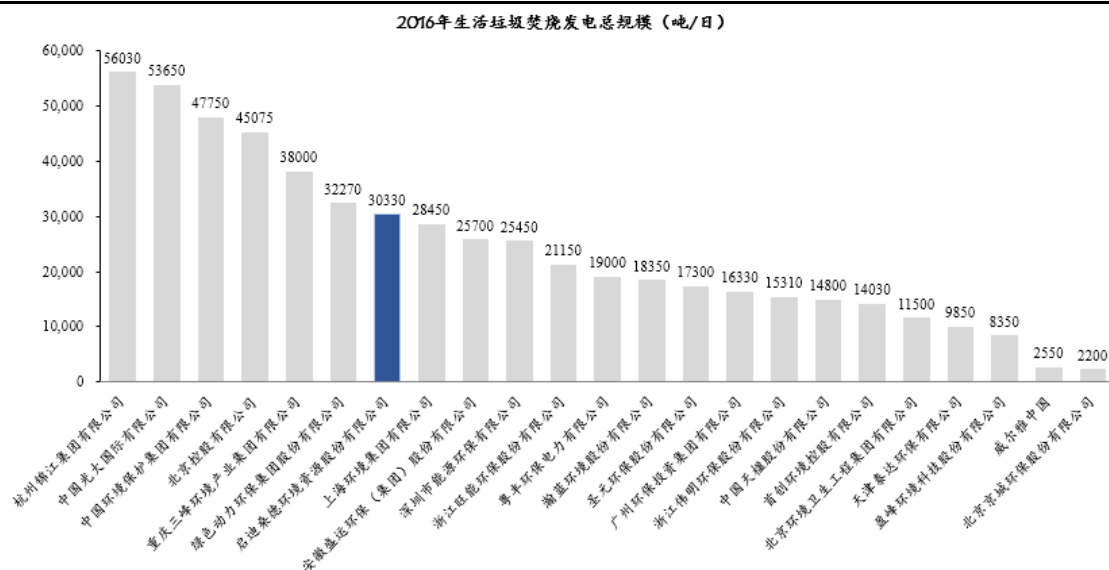


数据来源：统计局，东吴证券研究所

垃圾焚烧在“十三五”期间仍将成为生活垃圾处置的主流方式。一方面，主要项目未来仍将广泛分布在长三角、珠三角和环渤海等经济发达、人口密度较高地区，且将新建和扩建产能将逐渐向 2000 吨/日以上的大型化项目发展；另一方面，中西部地区在国家产业政策的推动下也将逐步加大垃圾焚烧处理的投资力度，政策推动向三四线城市下沉将为 1000 吨/日以下的中小型项目带来机会。根据“十三五”政策要求，全国 2020 年垃圾焚烧发电处理能力要达到 52.04 万吨/日，较 2015 年的 23.52 万吨/日存在 28.52 万吨/日的发展空间。按照垃圾焚烧项目单吨投资 50 万元，估算，则对应投资额将达到 1426 亿元。

垃圾焚烧发电作是公司的起家项目，目前在运、在建和储备项目合计达到 3 万吨/日，位于国内垃圾焚烧发电行业的第一梯队。根据公司 2016 年中报数据统计，目前仍有约 2 万吨/日的垃圾焚烧发电项目在建，总投资额高达 94 亿元。垃圾焚烧发电项目目前整体完成率约为 56%，在建项目中未完成金额合计约 41 亿元，未来在短期仍将成为业绩的重要构成。随着大股东变更，清控入主，桑德的订单获取能力将有所提升，有望获得更多的订单，市场份额进一步扩大。

图表 43 全国生活垃圾焚烧发电企业总规模对比



数据来源: E20, 东吴证券研究所

图表 44 启迪桑德在建垃圾焚烧发电项目

序号	项目名称	项目规模	总投资额 (亿元)	已投资额 (亿元, 2016H1)	项目进度
1	巨鹿垃圾焚烧发电项目	2000	7.52	6.05	81%
2	安徽亳州生产垃圾发电项目	1200	2.90	3.46	119%
3	鸡西垃圾焚烧发电项目	1200	4.90	3.26	67%
4	兰陵兰清生活垃圾焚烧发电项目	900	3.69	1.58	43%
5	辛集垃圾焚烧发电项目	800	3.18	2.86	90%
6	德惠市生活垃圾焚烧发电项目	800	3.65	2.58	71%
7	魏县生活垃圾焚烧发电项目	800	3.83	1.91	50%
8	洪湖生活垃圾焚烧发电项目	800	4.00	1.80	45%
9	尉氏县垃圾焚烧发电项目	800	3.99	1.65	41%
10	镇平垃圾焚烧发电项目	800	3.60	1.64	46%
11	临清垃圾焚烧发电工程	800	2.25	1.63	73%
12	天门景清生活垃圾焚烧发电项目	800	4.30	1.58	37%
13	湖南溆浦垃圾焚烧发电项目	800	4.00	1.15	29%
14	通辽华通生活垃圾焚烧发电项目	800	4.00	1.09	27%
15	鲅鱼圈垃圾焚烧发电项目	800	4.00	0.99	25%
16	迁安垃圾焚烧发电项目	800	2.96	0.87	29%
17	楚雄垃圾焚烧发电项目	700	3.50	1.93	55%
18	成武县生活垃圾焚烧发电 BOT 项目	700	3.07	1.59	52%
19	安新县生活垃圾综合处理项目	700	4.00	1.54	39%
20	新邵垃圾焚烧发电项目	700	4.40	1.04	24%
21	开县垃圾焚烧发电及餐厨垃圾处理项目	600	3.30	4.01	122%
22	山东临朐垃圾焚烧发电项目	600	2.67	3.40	127%
23	双城市生活垃圾焚烧发电项目	600	2.70	2.31	86%
24	沂水垃圾焚烧发电项目	600	2.46	2.10	85%
25	运城市盐湖区生活垃圾焚烧发电项目	600	5.00	0.93	19%
合计		20,700	93.87	52.96	56%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5.2. 静脉产业园模式，实现固废末端处理扁平化发展

除垃圾焚烧发电领域外，公司早已开始在其他固废领域整合产业链，通过静脉产业园等模式不断完善末端的固废处理范围，拓展生活垃圾、餐厨垃圾、污泥、危废等综合固废市场。

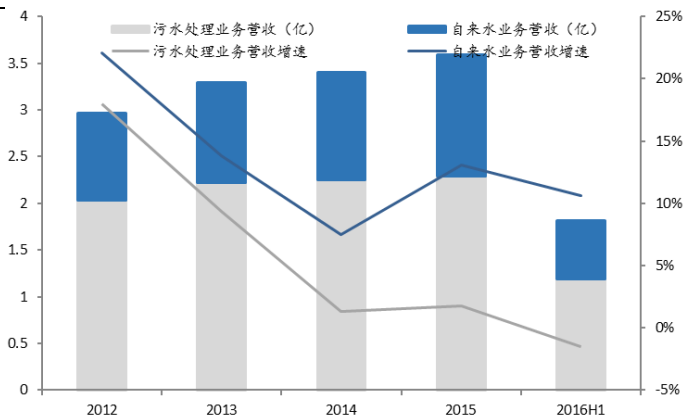
以公司湖南静脉产业园为例，该项目坐落于长株潭城市群国家“两型”社会综合配套改革实验区的核心区域——国家级湘潭（九华）经济技术开发区，**总投资规模超过 50 亿元，覆盖半径达 300 公里，服务近 2000 万长株潭人口，合计处理能力达 10000 吨/日**。项目按照“占地最少、减量最大、彻底无害化、高效资源化”的建设理念，运用先进的处置设施将固体废物转变成可重新利用的资源和产品，园区内的各种固废处置项目可以优势互补，中间产品及最终产品得到最大程度的高效利用，实现“资源—产

内生外延齐发力

公司水务业务以湖北一弘为核心，内生+外延共同发展。公司水务业务主要以子公司湖北一弘水务有限公司作为实施平台，湖北一弘利用地域优势，以合资、收购、新建等方式迅速整合和扩展了公司在湖北省内的市政供水、污水处理投资与供应项目。目前公司拥有污水处理能力 170 万吨/日、实际处理量 120 万吨/日、供水能力 62 万吨/日，设立多家子/孙公司，在湖北地区逐渐形成较强的区域壁垒。

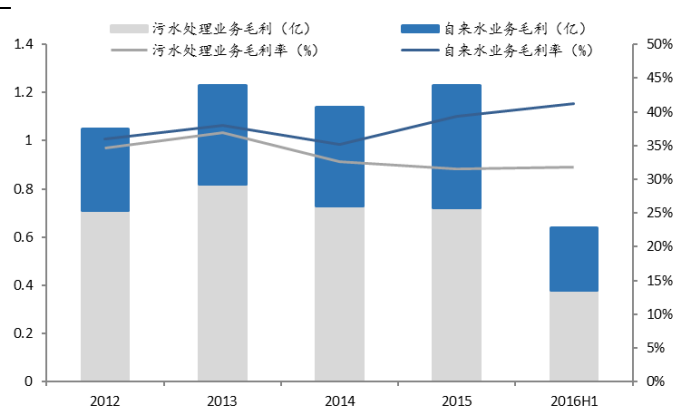
- **污水业务占比高，自来水业务增速快。** 水务业务主要由污水处理与自来水供水两部分组成，2014 年、2015 年、2016 年上半年污水处理业务营收分别为 2.25、2.29、1.19 亿元，在水务业务中占比分别为 65.98%、63.97%、65.75%，实现稳定运营；供水业务营收分别为 1.15、1.30、0.63 亿元，在水务业务中占比分别为 34.02%、36.03%、34.25%，与污水处理业务相比，供水业务占比营收较低，但是增速较快，同比增速分别为 7.48%、13.04%、10.59%。
- **毛利率方面，污水处理业务相对稳定，自来水业务持续上升。** 2014 年、2015 年、2016 年上半年公司污水处理业务的毛利率分别为 32.58%、31.59%、31.76%，基本保持稳定；受益于水价上调，供水业务毛利率分别为 35.19%、9.41%、41.20%，保持持续增长。

图表 47 自来水业务占比小，增速稳定



资料来源：WIND 资讯，东吴证券研究所

图表 48 自来水业务毛利率持续上升



资料来源：WIND 资讯，东吴证券研究所

图表 49 启迪桑德水务业务领域子/孙公司

序号	名称	注册资本 (万元)	持股比例	自来水日处理量 (万吨)	污水日处理量 (万吨)	中水日处理量 (万吨)
1	宜昌桑德三峡水务有限公司	20,000	100%	36	20	
2	荆门桑德夏家湾水务有限公司	5,000	100%		10	
3	浙江桑德富春水务开发有限公司	2,600	100%	1.50		
3-1	桐庐清和管道安装有限公司	20	100%			

启迪桑德 2017 年 4 月 11 日

(股东为浙江桑德富春水务开发有限公司)					
4	包头鹿城水务有限公司	11,000	100%	20	5.50
5	南昌桑德象湖水务有限公司	6,320	100%	20	
6	江苏桑德沐源自来水有限公司	4,000	100%	10	
7	荆州桑德荆清水务有限公司	5,000	100%	8	
8	枝江桑德枝清水务有限公司	2,200	100%	3.50	2,200
9	襄阳桑德汉水水务有限公司	5,000	100%	10	
10	大冶桑德清波水务有限公司	1,900	100%	3	
11	嘉鱼嘉清水务有限公司	3,000	100%	2	
12	嘉鱼桑德甘泉水业有限公司	500	100%	6	
12-1	嘉鱼桑德甘泉工程有限公司	20	100% (股东为嘉鱼桑德甘泉水业有限公司)		
13	咸宁桑德甘源水务有限公司	1,300	100%	3	
14	老河口桑德清源水务有限公司	1,845	100%	1	
15	监利桑德荆源水务有限公司	1,000	100%	3	
16	鄂州桑德鄂清水务有限公司	3,400	100%	9	
17	鄂州清和环境工程有限公司	300	100%	0.60	
18	崇阳天清水务有限公司	2,000	100%	1	
19	咸宁淦清水务有限公司	50	100%	3	
20	宜昌白洋水务有限公司	2,000	100%	5	
21	襄阳市余家湖污水处理厂特许经营权与污水处理服务相关的资产	7,497 (收购费用)			2.5
22	宜都市威德水质净化有限公司	1600	100%		3.1
23	鹤峰桑德德瑞水务有限公司	1,000	100%		

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

同业竞争问题解决，水务业务迎来二次腾飞机遇。实际控制人变更前，公司受限于与桑德国际存在同业竞争关系，因此水务业务仅能在湖北地区开展；随着公司实际控制人变更为清华系，同业竞争局限彻底破除，由此带来两方面变化：1) 公司水务业务将向湖北省外进行拓展，逐步扩大业务覆盖范围；2) 与启迪科技存在同业竞争关系，未来有望整体接收启迪集团旗下水务资产，外延扩张战略加速实施可期。

7. 行业高景气度+股东强势背景，PPP 业务成为公司新看点

7.1. PPP 现状：项目集中释放，落地率逐步提升

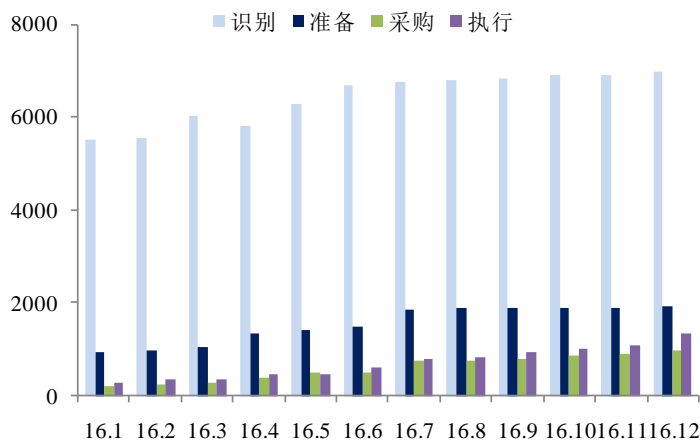
财政部第五期 PPP 项目季报显示，截至 2016 年 12 月末，PPP 入库项目数量为 11260 个，总投资额为 13.5 万亿，相比 9 月末项目数量增加 789 个，投资额增加 1.04 万亿；其中进入执行阶段的项目数量为 1351 个，

启迪桑德 2017年4月11日

总投资额为 2.2 万亿，相比 9 月末项目数量增加 405 个，投资额增加 0.64 万亿；进入执行阶段的数量占比由 9 月份的 9.03% 提升至 12.00%，金额占比由 9 月份的 12.52% 提升至 16.30%。我们统计入库项目，与环境治理相关的项目数量合计超过 2000 个，占比项目总量超过 20%；估算投资金额合计为 1 万亿左右，占比投资总额接近 10%。

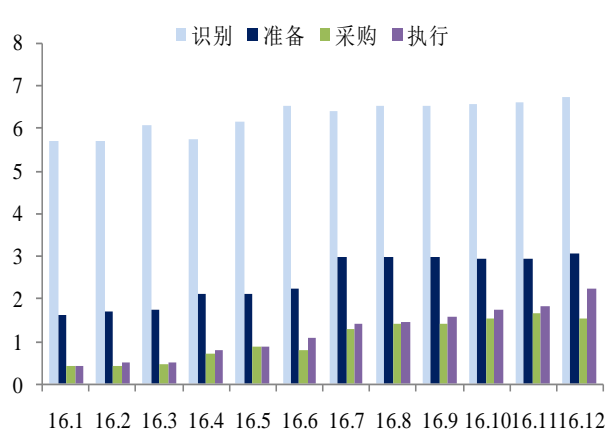
其中，财政部三批 PPP 示范项目数量合计为 743 个（第一批 22 个、第二批 205 个、第三批 516 个），投资金额合计 1.86 万亿，占所有入库项目投资金额的 13.70%。截至 2016 年 12 月末，三批示范项目处于执行阶段的项目数量合计为 363 个，占比为 48.86%；投资额合计为 9380 亿元，占比为 50.43%。如果按照财政部的落地率统计口径计算（落地率 = （执行 + 移交） / （准备 + 采购 + 执行 + 移交）），三批示范项目落地率为 49.79%，相比 1 月末 32.67% 的落地率，增长率为 52.40%。

图表 50 清华系投资模式是发展产业



资料来源：《全国 PPP 综合信息平台项目库第五期季报》，东吴证券研究所

图表 51 启迪系已成清华系环保资源整合平台



资料来源：《全国 PPP 综合信息平台项目库第五期季报》，东吴证券研究所

发改委也已经向社会公开推介三批 PPP 项目，项目数量合计 3764 个，投资金额合计 6.37 万亿。其中：第一批推介 1043 个项目，投资金额为 1.97 万亿；第二批推介 1488 个项目，投资金额为 2.26 万亿；第三批推介 1233 个项目，投资金额为 2.14 万亿。截至 2016 年 8 月，前两批推介项目合计签约 619 个，签约金额为 1 万亿，其中：第一批推介项目签约 456 个，占比项目总数为 58%（剔除项目总数中不再采用 PPP 模式的 254 个）；签约金额为 8152 亿，占比总投资额为 57%；第二批推介项目签约 163 个，占比项目总数为 17%（剔除部分不再采用 PPP 模式的项目后）；签约金额为 1867 亿，占比总投资额为 12%（签约率较低主要是由于项目公开推介时间较短，从发起、谈判到签约需要一定时间）。

7.2. 政策发布：政策集中发布，行业仍将维持较高景气度

2016 年以来，关于 PPP 的政策集中发布，我们分析认为：一方面，

启迪桑德 2017年4月11日

不断细化的行业政策为 PPP 项目构建了较为规范的市场环境，尤其是通过强化对地方政府信用的约束，解决了社会资本担忧地方政府违约的痛点，提高了社会资本参与的积极性，加速了 PPP 项目的落地实施；另一方面，PPP 项目在实施过程中反映出的一些问题和阻碍，也在进一步完善 PPP 领域的政策法规体系，两者相得益彰。未来，随着中央、地方政府对 PPP 的关注度进一步提升，以及 PPP 项目加速集中释放，我们预计该领域的政策法规和实施标准将会持续出台，行业在整个十三五时期保持高景气度值得期待。

图表 52 PPP 相关政策集中发布

时间	部门	政策	主要内容
2014.09	财政部	《关于推广运用政府和社会资本合作模式有关问题的通知》	
2014.10	国务院	《关于加强地方政府性债务管理的意见》	首次提出可以由平台公司举债，投向供水供气、垃圾处理等可以吸引社会资本参与的准经营性项目的债务，可将债务和资产打包，由地方政府或平台公司作为主体进行 PPP 社会化运作，引入社会资本，化解债务风险
2014.11	国务院	《关于创新重点领域投融资机制鼓励社会投资的指导意见》	提出了进一步放开市场准入、创新投资运营机制、推进投资主体多元化、完善价格形成机制等方面的创新措施
2014.11	财政部	《财政部关于推广运用政府和社会资本合作模式有关问题的通知》	鼓励存量项目以 TOT 等方式转型为 PPP 项目，提示各级财政部门要切实承担责任，与相关行业部门建立高效、顺畅的工作协调机制，形成工作合力，为项目实施质量提供有力保障。
2014.12	财政部	《政府和社会资本合作模式操作指南（试行）》	设计项目识别、项目准备、项目采购、项目执行、项目移交五个方面的实物操作
2014.12	国家发改委	《政府和社会资本合作项目通用合同指南（2014 版）》	要求各地发改委 2015 年一月起按月报送 PPP 项目，建立发改委的 PPP 项目库
2014.12	财政部	《关于规范政府和社会资本合作合同管理工作的通知》	
2014.12	财政部	《政府和社会资本合作项目政府采购管理办法》	
2015.03	国家发改委、国务院	《关于推进开发性金融支持政府和社会资本合作有关工作的通知》	
2015.03	国家发改委、财政部、水利部	《关于鼓励和引导社会资本参与重大水利工程建设运营的实施意见》	

启迪桑德 2017年4月11日

2015.04	财政部	《政府和社会资本合作项目财政承受能力论证指引》	
2015.04	国务院	《基础设施和公用事业特许经营管理办法》	引入民资，一方面拓宽公用事业资金来源，另一方面，也有利于打破现有垄断局面，提高公用事业建设效率和服务意识，运用市场化思维来运营
2015.04	财政部、环保部	《关于推进水污染防治领域政府和社会资本合作的实施意见》	
2015.05	财政部、发改委、人民银行	《关于在公共服务领域推广政府和社会资本合作模式的指导意见》	
2015.05	发改委	公开发布政府和社会资本合作（PPP）推介项目	一次性推出 1043 个项目，总投资 1.97 万亿元
2015.08	国务院	国务院办公厅关于推进城市地下综合管廊建设的指导意见	鼓励由企业投资建设和运营管理地下综合管廊。创新投融资模式，推广运用政府和社会资本合作（PPP）模式，通过特许经营、投资补贴、贷款贴息等形式，鼓励社会资本组建项目公司参与城市地下综合管廊建设和运营管理，优化合同管理，确保项目合理稳定回报。
2015.09	财政部	关于公布第二批政府和社会资本合作示范项目的通知	推出 206 个项目，总投资 6589 亿元
2015.10	国务院	国务院办公厅关于推进海绵城市建设的指导意见	坚持政府引导、社会参与。发挥市场配置资源的决定性作用和政府的调控引导作用，加大政策支持力度，营造良好发展环境。积极推广政府和社会资本合作（PPP）、特许经营等模式，吸引社会资本广泛参与海绵城市建设。
2016.04	财政部	2016 年中央财政支持海绵城市建设试点城市名单公示	新增 14 个城市进入第二批试点名单
2016.05	财政部	关于进一步共同做好政府和社会资本合作（PPP）有关工作的通知	进一步规范 PPP 项目回报机制
2016.06	财政部	关于组织开展第三批政府和社会资本合作示范项目申报筛选工作的通知	财政部会同行业部委联合启动第三批 PPP 示范项目申报筛选工作
2016.07	国务院	定调两法合一	推进 PPP 相关立法工作，提供 PPP 项目法律保障。
2016.08	财政部	《关于支持政府和社会资本合作（PPP）模式的税收	针对 PPP 项目公司进行税收优惠

启迪桑德 2017年4月11日

日期	部门	文件名称	主要内容
2016.08	财政部	《优惠政策的建议》 启动第三批财政部示范项目评审	第三批申报项目数达 1070 个，项目金额达 2.2 万亿。
2016.08	发改委	《关于做好传统基础设施领域政府和社会资本合作工作的通知》	做好重点基础设施领域 PPP 推进工作；建立合理投资回报机制，构建多元化退出渠道。
2016.09	财政部	《普惠金融发展专项资金管理办法》	确定 PPP 项目以奖代补为普惠金融发展专项资金的使用方向之一。
2016.10	财政部	《关于在公共服务领域深入推进政府和社会资本合作工作的通知》	推动公共服务领域供给侧结构性改革，加大 PPP 模式推广力度。
2016.10	财政部	《关于联合公布第三批政府和社会资本合作示范项目加快推动示范项目建设的通知》	公布第三批示范项目共 516 个，总投资额 1.17 万亿。明确规范采购时间节点，逾期未完成采购的将调出示范项目名单。
2016.10	财政部	关于印发《政府和社会资本合作项目财政管理暂行办法》的通知	对 PPP 项目的识别论证、项目政府采购管理、项目财政预算管理及监督管理等进行规定
2016.12	发改委、证监会	《传统基础设施领域政府和社会资本合作（PPP）项目资产证券化相关工作的通知》	提出明确重点推动资产证券化的 PPP 项目范围、优先鼓励符合国家发展战略的 PPP 项目开展资产证券化、积极做好 PPP 项目管理和配合资产证券化尽职调查等工作等

数据来源：东吴证券研究所

7.3. 行业高景气度+股东强势背景，更多 PPP 项目落地可期

受益于：1) PPP 行业景气度高企，项目集中加速释放；2) 清华系强势入驻，雄厚背景和平台资源显著增强公司获取 PPP 订单的能力，2016 年以来公司先后中标 13 个 PPP 项目，合计投资金额达到 44.62 亿元。目前公司中标的 PPP 项目主要集中于环卫、生活垃圾处置、污水处理等领域，而 2016 年 10 月财政部发布的《关于在公共服务领域深入推进政府和社会资本合作工作的通知》中明确指出，“垃圾处理、污水处理等较为成熟的公共服务领域项目，将强制采用 PPP 模式”，因此我们预计 2017 年公司将有更多 PPP 项目持续落地。

图表 532015-2016 年启迪桑德 PPP 项目列表

序号	项目名称	中标/签订时间	投资额
1	尉氏县生活垃圾焚烧发电项目	20150424	2.5 亿（一期）
2	海城市生活垃圾焚烧发电项目	20160628	5
3	内蒙古乌海市海勃湾区市政基础改造工程	20160612	1.45
4	内蒙古乌海市渤海湾区城乡环卫一体化项目	20160612	1.59
5	咸宁市城区环卫作业市场化项目	20160803	0.51
6	陕西咸阳兴平市生活垃圾焚烧发电项目	20160817	5

启迪桑德 2017 年 4 月 11 日

7	鄱阳县生活垃圾卫生填埋场项目	20160919	0.63
8	和龙边境经济合作区 2015-2018 年地下综合管廊建设项目	20161201	3.53
9	兴平市生态湿地综合项目配套基础设施项目	20161208	12.46
10	S354 道县至湘源温泉公路项目	20161209	4.27
11	青州市生活垃圾综合处理改建焚烧发电项目	20161221	4.80
12	长治市污泥餐厨垃圾处置 PPP 项目	20170106	1.38
13	白城市生活垃圾焚烧发电项目	20170110	4.00

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

8. 显魄力引入国有资本，清华系进入彰显协同

2015 年 4 月，公司公告清华控股、启迪科服、清控资产、金信华将合计出资近 70 亿元受让桑德集团持有的桑德环境 29.8% 的股份，其中清华控股、启迪科服、清控资产、金信华创分别出资 14.1 亿元、47 亿元、7.04 亿元和 1.88 亿元，各自获得桑德环境 6%、20%、3% 及 0.8% 的股份，股权转让于 2015 年 9 月完成，**权益变动完成后，清华控股成为公司的实际控股方。**原实控人桑德集团董事长兼总裁文一波以低于市场价格（转让价 27.72 元，低于公司本次交易停牌日 2015 年 3 月 23 日前 20 个交易日的交易均价 28.288 元）转让股份。结合此前实际控制人文一波追求资源平台化，合作共赢，不追求控股权的思路，**大力引入国有资本将使公司受益“清华系”的资金、技术和产业资源，助力公司做大做强。**

8.1. 受益一：清华系产业背景雄厚，业务协同效应强

“清华系”主要是以“产业+资本”的方式进行产业投资，即以产业发展为目的，通过长期资本投入支撑公司和行业长远发展。**完成对启迪桑德控股后，清华控股旗下已经形成了三大核心平台和发展路径：**

- 激进的紫光系，定位于全球集成电路巨头，主要发展以集成电路芯片设计、集成电路产业园区和通信微电子学院为主的集成电路产业链；
- 稳健的同方系，定位于以信息技术、节能环保两大类为核心，在此基础上成立计算机、物联网、军工、LED 等十多个产业本部，并以类 PE 模式不断孵化企业成长并推向资本市场；
- 灵动的启迪系，被内定为未来环保资产整合平台，致力于与科技相关的环保等产业，围绕科技展开一系列服务。

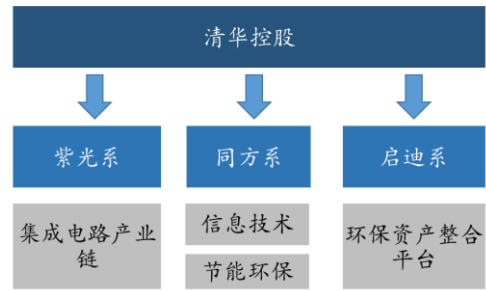
图表 54 清华系投资模式是发展产业

图表 55 启迪系已成清华系环保资源整合平台

启迪桑德 2017年4月11日

派系	资本类型	产业类型	投资模式	特点
清华系	基金、大基金、自有资金	三大核心	产业投资 整合+发展	产业资本相结合 大平台整合 产业两端延伸

资料来源：北极星节能环保网，东吴证券研究所

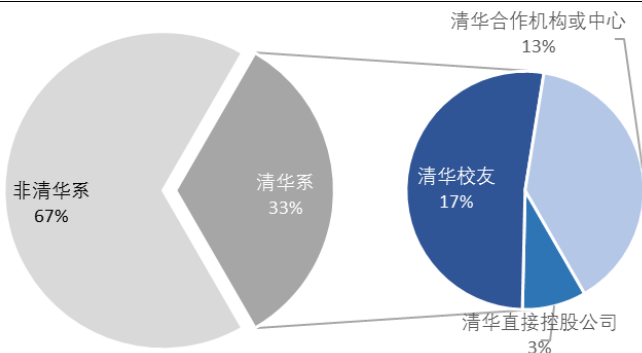


资料来源：北极星节能环保网，东吴证券研究所

清华大学由中华人民共和国教育部直属，位列“211工程”、“985工程”，入选“珠峰计划”、“2011计划”、“111计划”、“卓越工程师教育培养计划”、“卓越法律人才教育培养计划”、“卓越医生教育培养计划”，是中国最知名学府之一，产业资源、校友资源、资本资源实力雄厚。

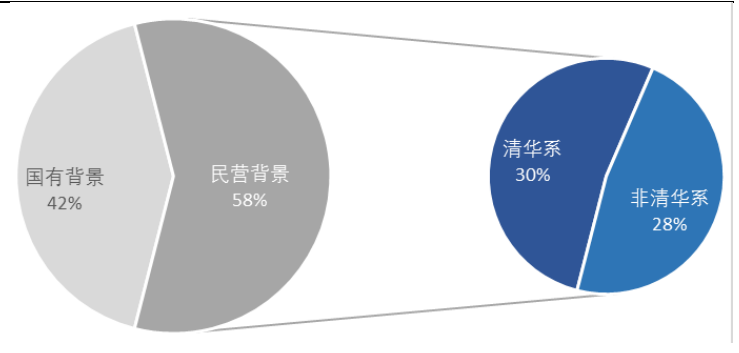
- 据统计，若将与清华存在很大联系的企业简称为“清华系”公司的话，大致分为以下三类：1) 清华子公司或清华直接控股，如启迪桑德；2) 清华毕业或执业的创始人或合伙人，如启迪桑德董事长文一波为清华环境学院研究生毕业；3) 企业与清华有深度的合作，如北控水务，与清华大学共同成立，例如清华大学-北控水务集团环境产业联合研究院。
- 据统计，65家有清华校友任核心工作岗位的环保企业中，有23家企业清华校友担任总裁、总经理、CEO以上高管，A股上市环保企业中，“清华系”企业占三分之一，由于不少“清华系”是自己一手创立了企业，因此清华系在A股上市民营企业中占比达52%。
- “清华系”政商学界互动通畅，资源互补充分，2012年起，清华环境校友总会和地方分会纷纷成立，会长多来自体制内，横跨政界和商界，我们分析认为，清华系雄厚的产业背景和丰富的产业资源有望与公司业务发展形成良好协同。

图表 56 A股上市公司中“清华系”分布



资料来源：水世界，东吴证券研究所

图表 57 A股上市民营环保企业中“清华系”占比过半



资料来源：水世界，东吴证券研究所

图表 58：清华系部分环保产业公司

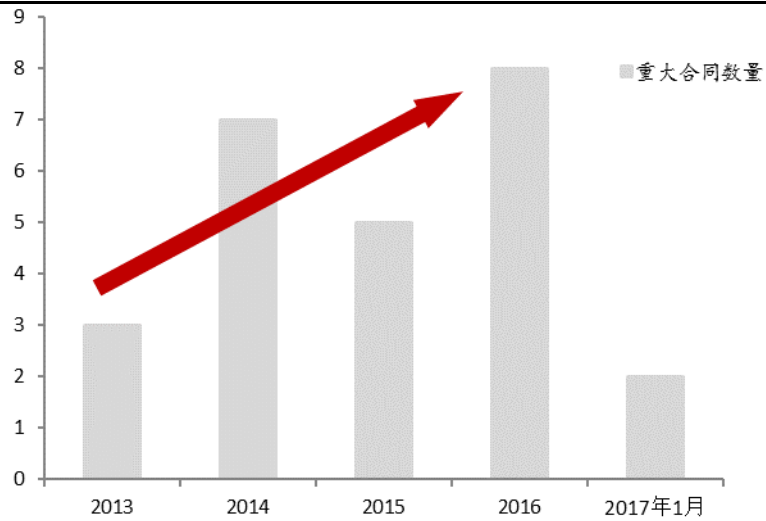


资料来源：南方周末，东吴证券研究所

8.2. 受益二：强势国企背景，助力斩获更多大额订单

我们在前文中已经介绍，清华系入主后，雄厚背景和平台资源显著增强公司获取 PPP 订单的能力，2016 年以来公司先后中标 13 个 PPP 项目，合计投资金额达到 44.62 亿元。从每年签订的重大合同数目上来看，清华系入主后，2016 年新签重大合同数量从前三年的 3 个、7 个、5 个增加至 8 个，而进入 2017 年以来，一个月内已经新增重大合同 2 例，预计 2017 年全年重大合同数将创新高。

图表 59：清华系入主后，公司重大合同数显著提升



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

8.3. 受益三：强大信用背书，融资成本显著下行

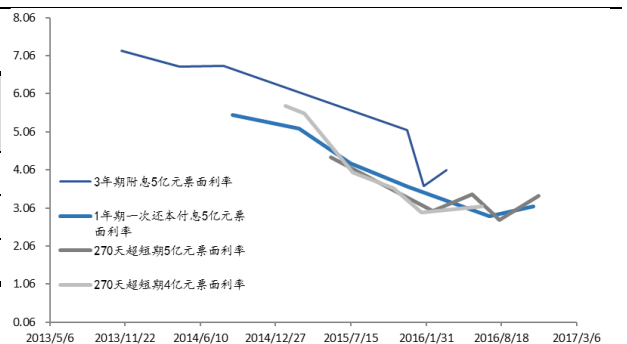
2015-2016年，公司共发行长短期债券 146 亿元。实际控制人变更为清华系以后，公司性质变更为国企，借助股东强大的信用背书，公司信用评级不断提升、融资成本显著下降。2016年1月，中诚信国际对公司主体信用评级由原本 AA 级提升为 AA+ 级，公司 3 年期、1 年期、超短期债权票面利率不断下行，显著提升公司的融资能力。

图表 60 清华系入主后公司主体信用评级上升

时间	公司评级	变动方向	评级机构	实际控制人
2010-12-24	AA-	首次	中诚信国际	桑德集团
2013-06-17	AA	调高	中诚信国际	桑德集团
2016-01-08	AA+	调高	中诚信国际	清华系

资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 61 公司长短期融资成本近年来显著下降



资料来源：Wind，东吴证券研究所

8.4. 受益四：资本运作能力强，更多优质外延可期

清华系旗下资产众多，且集团“以产业为基础、以投资为手段”，本身具备良好的资本运作能力和丰富的项目运作经验。目前，公司作为清华系下属唯一环保上市平台，未来无论是集团内环保相关资产注入，还是集团外优质外延收购标的的落实，均给市场留下了较为广阔的想象空间，值得期待。

启迪桑德 2017年4月11日

9. 盈利预测与估值

考虑到公司在环卫、再生资源和大固废领域充分的项目储备，以及优质的内生增长性和强大的外延扩张实力带来的业绩持续增长，我们预测公司 2016-2018 年实现 EPS 1.32、1.41、1.88 元（假设 2017 年完成增发），对应 PE 28、27、20 倍，维持“买入”评级。

10. 风险提示

环卫项目拓展低于预期；垃圾焚烧发电项目进展不及预期。