

瀚蓝环境 (600323.SH)

环保行业

评级：买入 上调评级

公司研究

市场价格 (人民币): 14.07 元
 目标价格 (人民币): 17.00-20.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	628.71
总市值(百万元)	10,781.33
年内股价最高最低(元)	17.61/10.85
沪深 300 指数	3233.36
上证指数	3002.64



瀚蓝环境：低估值快速增长的固废新秀

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.431	0.526	0.708	0.928	1.190
每股净资产(元)	4.64	5.73	6.34	7.17	8.26
每股经营性现金流(元)	1.16	1.65	3.47	2.25	2.68
市盈率(倍)	33.60	30.52	20.46	15.62	12.17
行业优化市盈率(倍)	28.75	37.61	39.90	39.90	39.90
净利润增长率(%)	32.00%	30.51%	34.72%	30.95%	28.34%
净资产收益率(%)	9.27%	9.17%	11.17%	12.94%	14.41%
总股本(百万股)	716.80	766.26	766.26	766.26	766.26

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **南海区国资背景, 3 大传统业务稳定占据地域优势:** 截止上半年, 佛山市南海国资委员会各项持股共计 36.14%, 为公司的实际控制人。国资背景使公司与地方政府合作紧密, 占据地域优势。经过近两年的收购布局, 公司已基本完成了佛山市南海区供水业务整合和污水处理业务整合, 业务范围覆盖整个南海区, 日供水量达 136 万吨, 2016 年底有望新增第二水厂四期工程 25 万吨/日, 污水日处理量 56 万吨。燃气业务基于 2014 年收购南海区燃气发展有限公司 70% 股权, 也有非常大幅度的增长。3 大传统业务均有稳定的毛利率, 为公司进一步布局固废危废业务提供稳定的资源;
- **秉承蓝色焚烧理念, 南海环保产业园区行业独创, 创冠中国固废布局全国:** 公司精心打造的南海固废处理环保产业园——“瀚蓝模式”——包含垃圾压缩转运, 垃圾焚烧发电, 污泥处理, 污水处理, 渗透液处理固等完整的固废处理产业链, 固废处理综合技术能力和运营管理能力均处于行业前列, 同时公司向蓝色垃圾焚烧看齐, 做到首先让政府和民众满意, 其次有一定经济效益。该项目目前日处理能力 3000 吨, 并已满负荷运转。此外, 公司通过收购创冠中国, 垃圾焚烧发电项目布局福建、武汉、河北等 5 省。现在投运的项目产能达 6000 多吨/日, 在建项目约 7000 吨/日, 未来 3 年内有望陆续投产。扩张的完整的环境服务产业链初见规模, 综合环境服务商已具雏形。
- **半年报固废表现强劲, 助力业绩快速增长:** 公司上半年收入 17 亿, 同比增长 4%; 归母净利润 2.6 亿, 同比增长 38%; 扣非净利润 2.5 亿, 同比增长 33%;。受益于固废处理产能利用率较去年增加, 现有投产项目全部满负荷运转, 发电效率提高, 固废收入占总收入 38%, 达 6.4 亿元, 固废毛利率 44.2%, 为 4 项主营业务第一, 是业绩增长的主要驱动力。
- **内生+外延, 危废业务起步晚, 质量高:** 2015 年公司和德国瑞曼迪斯合资建立佛山的第一个危废项目——佛山市绿色工业服务中心, 该项目可利用现有的环保产业园区, 结合德国先进的技术和经验, 面向佛山地区开展危废处理业务。项目规模达 5 万吨/日, 包含雾化和焚烧。2016 年 8 月, 公司拟出资 1.3 亿元人民币收购湖北威辰环境 70% 股权。该公司拥有资质危废年处理量 32 万吨, 且位于经济技术开发区内, 市场需求空间很大。公司地址靠近现有垃圾焚烧发电项目, 二者协同可有效互补, 充分利用资源。

投资建议

相关报告

1. 《固废, 燃气业务提升 1 季度盈利水平, 大固废业务是全年看点-瀚蓝...》, 2016.4.26
2. 《业绩稳定增长, 定增价凸显安全边际-瀚蓝环境年报点评: 业绩稳定...》, 2016.2.12
3. 《持续外延收购, 或为未来异地扩张奠定基础-瀚蓝环境公司点评》, 2016.2.24
4. 《业绩增速稳定, 经营状况持续改善-瀚蓝环境三季报点评: 业绩增速...》, 2015.10.20
5. 《放眼大固废领域, 探索环保小 PPP 模式; 瀚蓝环境: 放眼大固废...》, 2015.9.10

苏宝亮 分析师 SAC 执业编号: S1130516010003
 (8610)66216815
 subaoliang@gjzq.com.cn

- 我们认为瀚蓝环境估值低，地域优势明显，固废处理业务利润高，再加上水价升高、燃气采购价格下降以及固废处理需求量增加的良好预期，给予“买入”评级。

估值

- 预计公司 2016-2018 年可实现营业收入 36.96、42.76、50.45 亿元，实现归属母公司所有的净利润 5.43、7.11、9.12 亿元，对应 EPS 分别为 0.71、0.93、1.19 元。参考同行业估值和公司在固废领域的迅速拓展，给予公司 2016 年 25 倍 PE，对应目标价 17.75 元，给予“买入”评级。

风险

- 公司目前在快速扩张，可能面临项目建设不达预期的风险，同时在项目工程完工后，产能是否能完全释放和需要多长时间完全释放目前未知。此外，公司贵阳和孝感项目由于选址和环评问题暂停，何时可以筹建仍然未知。公司所在的广东省拥有固废处理行业龙头东江环保，省内竞争会非常激烈。同时燃气价格受国际石油价格波动的影响，不确定性很多。

内容目录

公司基本情况介绍	4
公司股权结构：南海区国资背景具备地域优势。	4
五大控股子公司协同发展，固废处理项目公司分散全国多省。	4
公司“十三五”战略方向大固废，联手复星资源整合利用。	4
公司主营业务情况	5
公司整体经营稳定，处行业中上游	5
供水业务：覆盖佛山市南海区，2016 年价量齐升迎利润增长。	6
污水处理业务：税费政策调整，营收下降。污水处理未达负荷运转，下半年收入较同期基本不变。	6
燃气业务：采购价格降低，营业收入下降，利润稳定。	7
背靠三大传统业务，固废处理得以快速扩张规模化发展。	8
南海园区有效解决固废垃圾围城困扰，行业领先“瀚蓝模式”。	8
收购创冠中国，固废处理业务布局全国，稳中有进。	9
股票估值和定价	10
主要假设	10
估值	10
风险提示	11

图表目录

图表 1：公司股权结构图	4
图表 2：创冠环保（中国）有限公司组织结构	5
图表 3：公司整体营业收入、营业成本与毛利率变化（万元）	5
图表 4：2015 年环保行业销售毛利率情况（%）	6
图表 5：公司近 5 年售水量及污水处理量情况	6
图表 6：污水处理厂分布	7
图表 7：燃气销售量（万立方米）	7
图表 8：燃气业务营收（万元）及毛利率（%）变化	7
图表 9：主营业务营业收入占比（%）	8
图表 10：主营业务毛利变化	8
图表 11：固废业务毛利率变化情况%	9
图表 12：创冠环保（中国）有限公司项目情况	10

公司基本情况介绍

公司股权结构：南海区国资背景具备地域优势。

- 公司前身是由广东省南海市发展集团公司以其属下的 5 家具独立法人资格的企业为发起人，以定向募集方式设立于 1992 年。1993 年公司定向募集法人股 4500 万股在中国证券交易系统有限公司上市流通。1999 年 11 月，南海市供水集团有限公司（现已更名为“佛山市南海供水集团有限公司”）以承担债务方式受让南海市发展集团公司持有的公司国有法人股，成为公司的控股股东。2014 年年底，公司向创冠环保（香港）有限公司发行股份及支付现金购买其所持创冠环保（中国）有限公司 100% 股权、向佛山市南海城市建设投资有限公司发行股份购买其所持佛山市南海燃气发展有限公司 30% 股权，并且完成其余非公开发行股票发行。截止到 2016 年 6 月 30 日，南海国资委通过供水集团、广东南海控股投资有限公司和南海城投分别持有公司 17.98%、12.09% 和 6.07% 的股权（共计 36.14%），为公司的实际控制人。

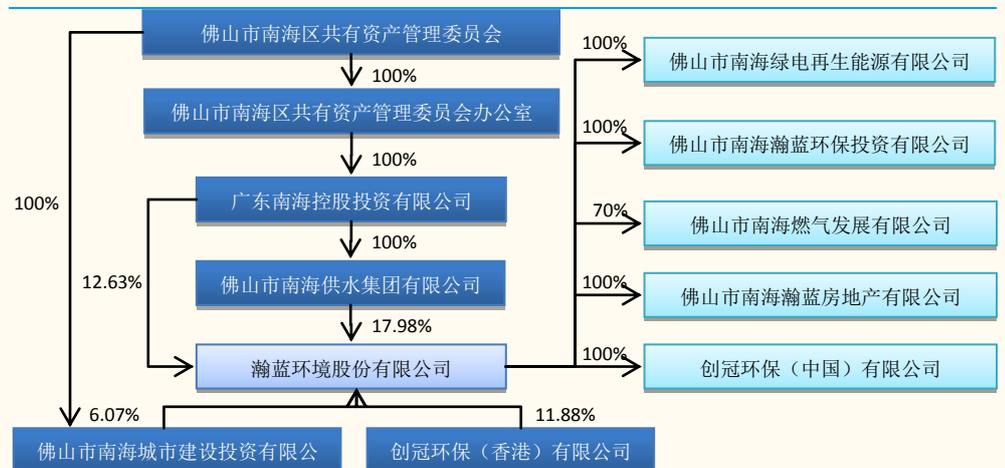
五大控股子公司协同发展，固废处理项目公司分散全国多省。

- 公司目前拥有 4 家全资子公司：1) 以垃圾处理及余热发电、污泥处理为主营业务的佛山市南海绿电再生能源有限公司；2) 以垃圾焚烧发电为主营业务的创冠环保（中国）有限公司；3) 以环保投资为主营业务的佛山市南海瀚蓝环保投资有限公司；4) 以房地产为主营业务的佛山市南海瀚蓝房地产有限公司。1 家控股子公司，佛山市南海燃气发展有限公司。其中，2014 年年底全资收购的创冠中国拥有成功的固废处理发电业务模式和丰富的项目投建、运营经验，目前在国内拥有 10 个垃圾焚烧发电项目公司，分别位于福建省（5 家）、武汉省（2 家）、河北省（1 家）、辽宁省（1 家）、贵州省（1 家）。其中位于福建省晋江、惠安、安溪、福清、建阳，湖北省黄石，河北廊坊的项目已建成并投入运营；辽宁省大连项目预计 2017 年上半年完工；贵州贵阳和武汉孝感项目由于选址或环评问题暂停。

公司“十三五”战略方向大固废，联手复星资源整合利用。

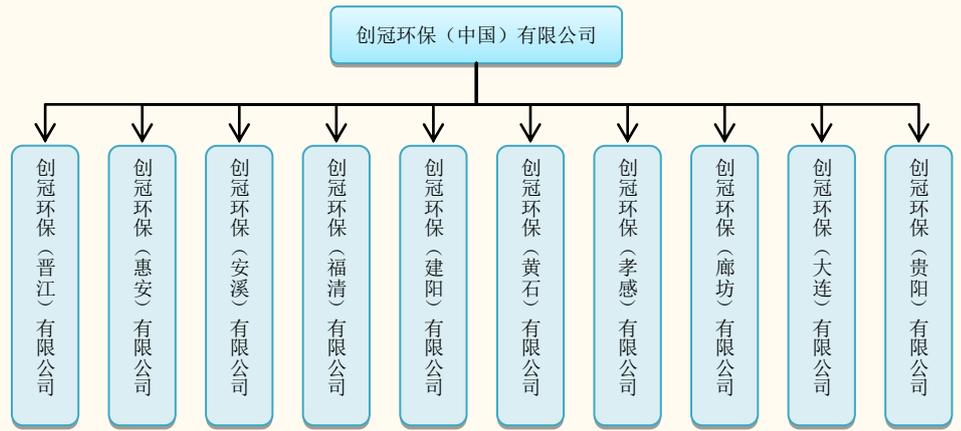
- 2015 年，公司确立的“十三五”发展规划。分析资源禀赋和市场发展阶段后，公司聚焦大固废，主要包括市政垃圾固体废弃物和工业垃圾危险废弃物。同年 4 月，公司与复星集团合资成立上海复蓝环保投资管理有限公司，公司占比 30%。主要投资方向与公司战略相匹配，以能形成规模效应或者协同效应的固废和环保行业和企业为主。此外，值得关注的是，复星董事长为实际控制人的上海惟冉投资管理中心 2016 年定增参股公司，公司可以有效利用复星集团的经验和平台，理顺管理层激励机制，或将实施薪酬与业绩挂钩模式，释放管理层活力。

图表 1：公司股权结构图



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2: 创冠环保(中国)有限公司组织结构



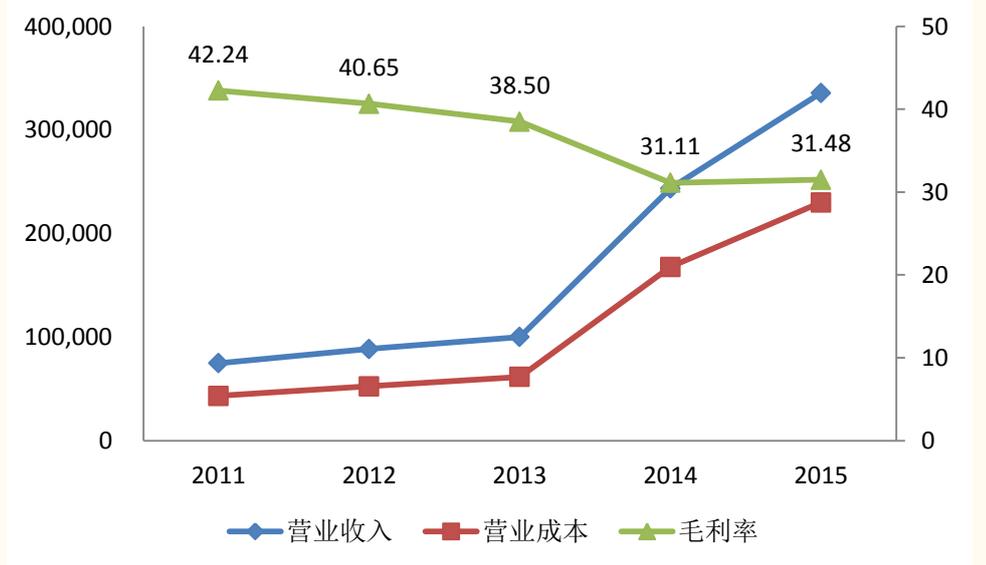
来源: 公司网站, 国金证券研究所

公司主营业务情况

公司整体经营稳定, 处行业中上游

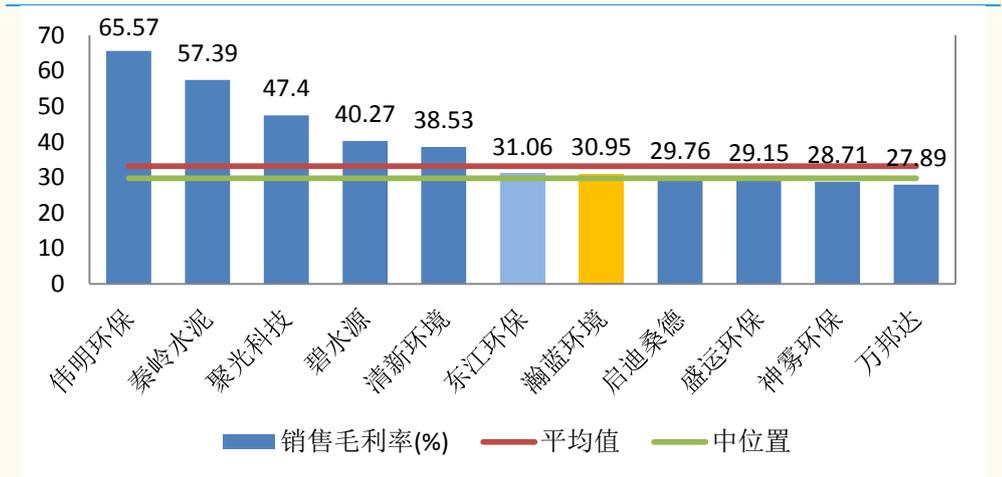
■ 从近五年数据来看, 公司受益于 2014 年的股权收购活动, 营业收入在 2014-2015 年间都有较大幅度上涨, 营业成本也随之上升, 毛利率出现下滑, 尤其是在 2013-2014 年间, 下滑幅度达 7%, 从 38.50% 降至 31.11%。2015 年维持在 31.48%。后续随着产能得到释放, 固废处理业务占比增加, 毛利率将很有可能回升。依据申银万国三级行业分类全部 31 家环保工程与服务公司数据, 2015 年公司毛利率略高于中位置 29.76%, 略低于平均值 33.14%。同样身为广东省环保工程与服务行业固废处理龙头企业的东江环保, 毛利率与瀚蓝环境基本相同。但是值得注意的是, 东江环保由于业务结构的调整, 毛利率呈现总体上升的趋势, 从 2013 年的 30.5% 提升到 2015 年的 32.4%。

图表 3: 公司整体营业收入、营业成本与毛利率变化 (万元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所。营业收入和成本: 左轴; 毛利率: 右轴

图表 4: 2015 年环保行业销售毛利率情况 (%)

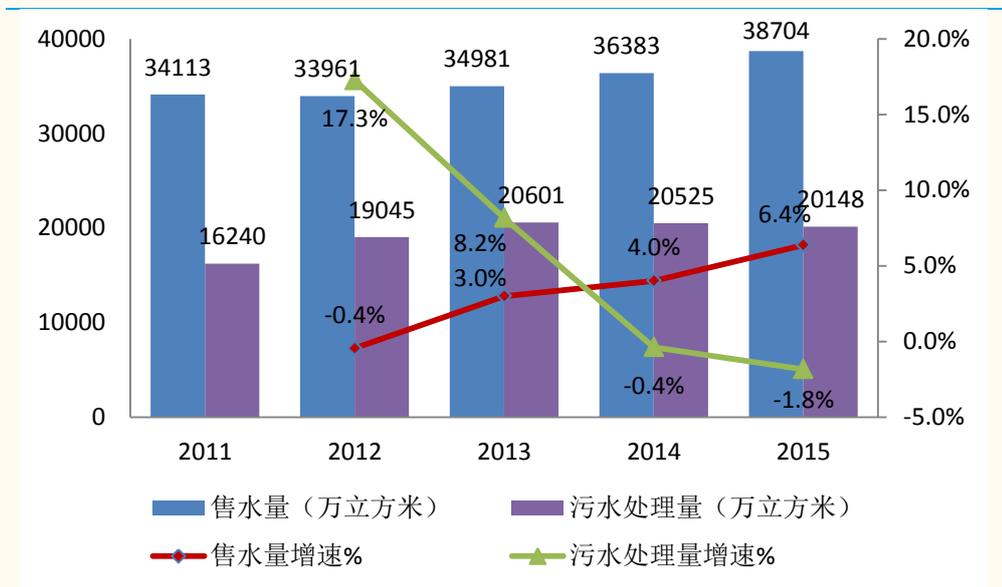


来源: wind, 国金证券研究所

供水业务: 覆盖佛山市南海区, 2016 年价量齐升迎利润增长。

- 供水业务是公司的主营业务之一, 公司拥有从取水、制水、输水到客户终端的供水服务全产业链。据公司 2015 年报介绍, 在去年全面完成南海区股权收购的基础上, 目前日供水能力 136 万立方米, 2016 年南海第二水厂四期工程项目 (25 万立方米/日) 也已启动, 预计今年年底完工, 基本覆盖佛山市南海区所有区域, 供水模式从原来的批发为主转变为零售到户, 售水量在过去三年以 4.5% 的速度复合增长。此外, 受益于今年 1 月份南海区水价调整 (平均上调 0.27 元/立方米), 量价齐催化, 上半年供水业务收入 37,996 万元, 同比增加 22.12%, 毛利率 21.46%, 同比增加 4.48%。预计下半年公司供水业务售水量与往年变化基本相同, 将小幅增加, 毛利率和营业收入受水价调整和股权收购影响, 仍维持较高的同比增加。

图表 5: 公司近 5 年售水量及污水处理量情况



来源: wind, 国金证券研究所 售水量, 污水处理量: 左轴; 增速: 右轴

污水处理业务: 税费政策调整, 营收下降。污水处理未满载运转, 下半年收入较同期基本不变。

- 公司在佛山市南海区的 7 个区县拥有约 20 个污水处理项目的特许经营权, 并自主研发应用集中远程控制系统, 进行多厂集约式管理, 有效控制成本。目前污水处理规模约 60 万立方米/日, 但由于来水不足, 产能利用率未能充分发挥。同时去年 7 月份开始, 污水处理业务增值税政策从免征调整为先征收后退 70%,

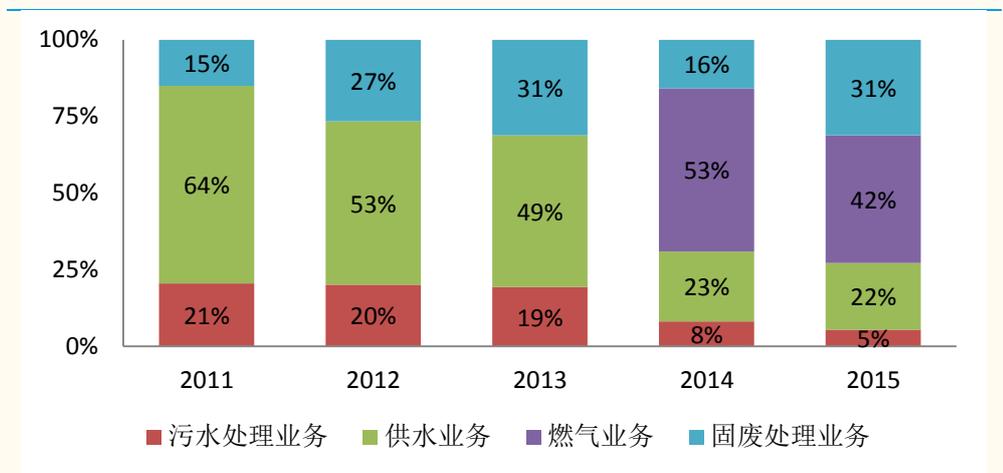
来源: wind, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所, 营收: 左轴, 毛利率: 右轴

背靠三大传统业务, 固废处理得以快速扩张规模化发展。

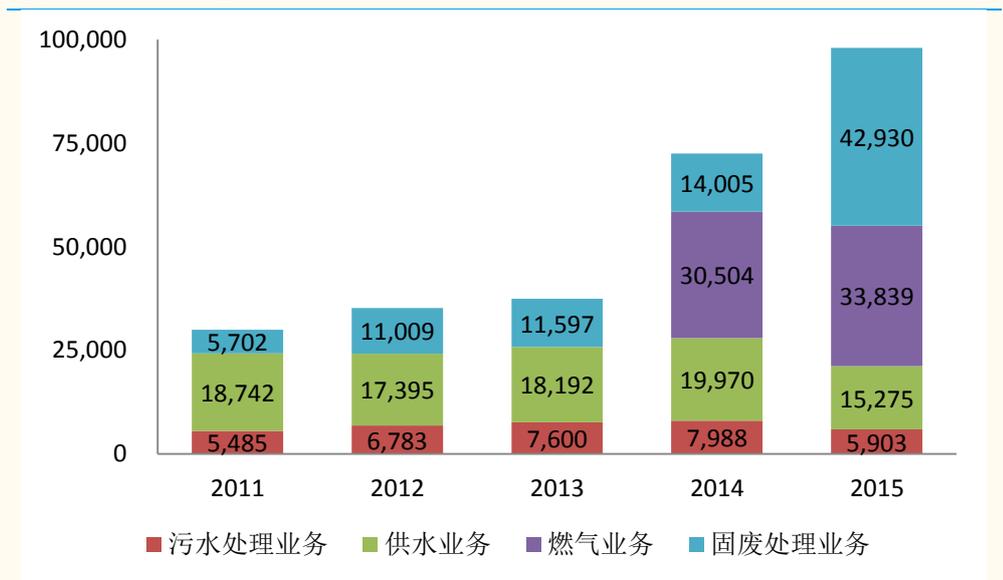
- 从图 7 和图 8 中可以看出, 公司供水及污水处理业占比在逐年下降, 但其业务量相对稳定, 毛利相对稳定, 仅有小幅下降, 每一年都能为公司提供可观的稳定的现金流。燃气业务作为公司另一主营业务, 配合 25%~30% 的毛利率以及不断增加的售气量, 是公司稳定现金流的另一来源。借助这三大在佛山市南海区具垄断地域优势的传统业务, 固废处理业务发展迅速, 营业收入从 2011 年的 1 亿元 (占总收入 15%) 上涨到 2014 年 3.8 亿元人民币 (占总收入 31%), 并在 2015 年突破 10 亿元人民币, 毛利从 2011 年的 0.57 亿元上涨到 2015 年的 4.3 亿元人民币。同时毛利率在 4 项主营业务中最高, 达 42.86%。成为最主要的利润来源。考虑到 2016 年下半年福清二期调试可能尚未完全放量, 我们预计 2016 年全年增速在 30% 左右, 后续到 2017 年随着黄石二期和大连项目工程陆续完工, 预测 2018 年产能利用率良好, 全年增速可达 40%。

图表 9: 主营业务营业收入占比 (%)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 10: 主营业务毛利变化



来源: 公司公告, 国金证券研究所

南海园区有效解决固废垃圾围城困扰, 行业领先“瀚蓝模式”。

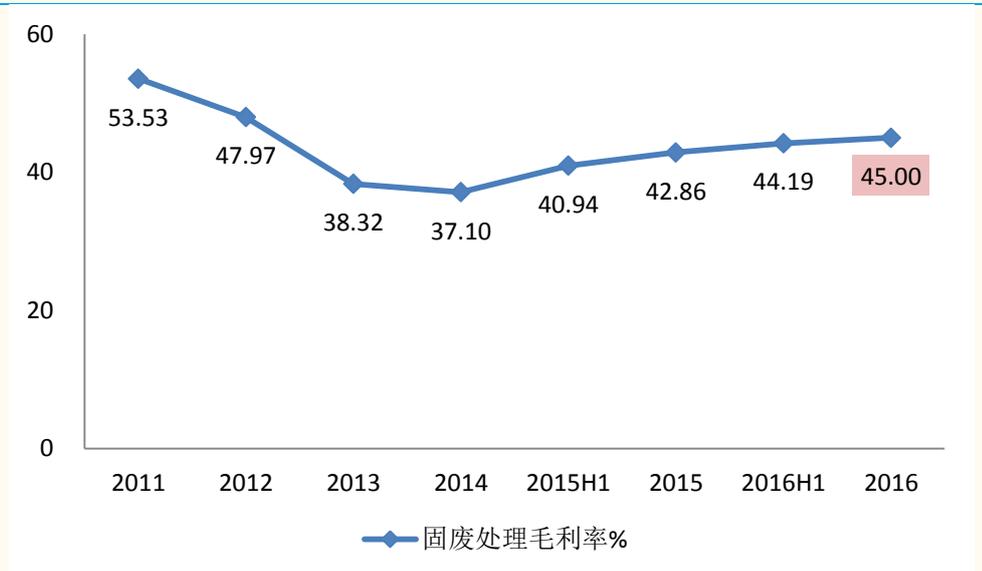
- 公司投资超过 20 亿元, 精心打造的南海固废处理环保产业园包含固体废弃物全产业链处理系统, 包括前端的垃圾集中压缩转运; 中端的生活垃圾焚

烧处理、污泥干化焚烧处理、餐厨垃圾处理；以及末端的渗滤液处理、飞灰处理。园区内包括：垃圾焚烧发电二厂（1500 吨/日）与垃圾焚烧发电一厂改扩建工程（1500 吨/日），总规模 3000 吨/日，价格约 95 元/吨，目前已经满负荷运转；日处理垃圾渗滤液 400 吨的垃圾渗滤液处理站一个；垃圾压缩转运配套工程，日转运生活垃圾 4000 吨，满足南海区垃圾处理需求；污泥处理项目一期，日处理量 300 吨/日。固废处理综合技术能力和运营管理能力均处于行业前列，其中南海垃圾焚烧发电二厂为全国 AAA 级垃圾焚烧发电厂，被称为“破解垃圾围城困境的‘南海样本’”，成为国内同行业标杆和典范。同时，鉴于南海区目前日产生垃圾量已达 3800 吨/日，公司计划新增园区垃圾焚烧发电项目三期，正在论证中。

收购创冠中国，固废处理业务布局全国，稳中有进。

- 创冠中国拥有成功的业务模式和丰富的项目投建、运营经验，目前在国内拥有 10 个垃圾发电环保项目。其中位于福建省晋江、惠安、安溪、福清、建阳，湖北省黄石的项目已建成并投入运营，目前垃圾日处理能力为 6600 吨，调试项目 400 吨/日。公司另有湖北黄石、辽宁大连、湖北孝感、贵州贵阳项目处于试运行、建设或筹建状态，预计 2016 年底新增黄石垃圾焚烧发电 400 吨/日，2017 年上半年再增 1000 吨/日。此外，所有投产项目产能利用率较去年增加，全部满负荷运转，发电效率提高。固废业务毛利率有显著提升，从 2015 年中期的 40.94% 增加到 44.19%。此外，今年收购的福建漳州南部垃圾焚烧发电项目 1000 吨，年底前期工作可完成，明年开始建设，预计 1-2 年投产，3-4 年可满产，目标价格在 85 元/吨。以及哈尔滨、大庆、牡丹江三市有机垃圾处理项目，2017 年固废处理能力有望达到 15850 吨/日，餐厨垃圾处理能力 850 吨/日。目前在国内拥有 10 个垃圾发电环保项目。预计 2016 年固废毛利率受项目在建及完工产能释放不完全影像，小幅上升至 45%。

图表 11：固废业务毛利率变化情况%



来源：公司公告，国金证券研究所

- 2016 年初公司还收购了东北三个城市哈尔滨、大庆、牡丹江三市有机垃圾处理项目共 550 吨/日，加上南海环保产业园区已有餐厨垃圾处理 300 吨/日，总体规模可达 850 吨/日。公司优势在于：以现有项目为基础，对餐厨垃圾处理过程中重要环节——垃圾收集、转运——有很好的与政府合作的经验和方法。目前哈尔滨项目已经基本完工，后续不需要更多大投资，明年可以投入调试生产。

图表 12：创冠环保（中国）有限公司项目情况

项目公司	项目名称	处理能力（吨/日）	状态
创冠晋江	晋江市垃圾焚烧发电综合处理厂	1800	投运
创冠安溪	安溪生活垃圾焚烧发电厂	600	投运
创冠惠安	惠安生活垃圾焚烧发电厂	1200	投运
创冠福清	福清生活垃圾焚烧发电厂一期	600	投运
创冠福清	福清生活垃圾焚烧发电厂二期	300	调试
创冠建阳	建阳生活垃圾焚烧发电厂	600	投运
创冠黄石	黄石生活垃圾焚烧发电厂一期	800	投运
创冠黄石	黄石生活垃圾焚烧发电厂二期	400	在建，预计 16 年年底完工
创冠孝感	孝感生活垃圾焚烧发电厂	1050	暂停-选址问题
创冠廊坊	廊坊生活垃圾焚烧发电厂一期	1000	投运
创冠廊坊	廊坊生活垃圾焚烧发电厂二期	500	未知
创冠大连	大连生活垃圾焚烧发电厂一期	1000	在建，预计 17 年上半年完工
创冠贵阳	贵阳生活垃圾焚烧发电厂	2000	暂停-环评问题

来源：公司公告，国金证券研究所

危废业务内生+外延，联手德企，起步晚，质量高。

- 佛山市是制造业重镇，每年产生大量危险废物，2010 年全市产生工业危险废物近 2 万吨，2014 年上升到 6.9 万吨。工业危险废物数量基本呈现递增态势。而目前佛山危废处理企业只能处理规定中 49 类危险废物中的 8 类危险废物，处理规模较小，也不具备危废的最终处置（填埋）资质，远不能满足佛山工业危废的处理处置需求。同时外运处置也已暴露出不能满足本地需求的弊端。此外，佛山市拥有国内 3 个中德工业服务区（另外两个在北京和上海）其中之一，许多德企在佛山市有直接总部或办事处，与政府的沟通合作良好。德国也是制造业发达国家，相应的废弃物处理发展也比较成熟，拥有较好的技术和经验。同时公司现有的南海环保产业园区又可以有效解决项目用地问题。基于上述考虑和考察，本着从本地市场做起的思路，2015 年公司和德国瑞曼迪斯合资建立佛山的第一个危废项目——佛山市绿色工业服务中心。该项目规模达 5 万吨/日，包含雾化和焚烧，预计今年年底开工，2017 年 6 月建成。
- 2016 年拟出资 1.3 亿元人民币收购湖北威辰环境 70% 股权。通过前期的考察，威辰环境是一家前景不错且受政府所青睐的公司，资质危废年处理量 32 万吨，且位于经济技术开发区内，市场需求空间很大。公司地址靠近现有垃圾焚烧发电项目，如若成功收购，可与湖北固废项目相呼应，提高资源利用情况，也是公司涉足危废处理的有力基石。

股票估值和定价

主要假设

- 公司 2016 年和 2017 年垃圾焚烧发电项目工程顺利完工。
- 水价及燃气价格无大幅度波动。
- 后续公司在固废处理领域仍保持一定速度发展。
- 全社会固废处理总需求大幅度上升。
- 佛山绿色工业服务中心 2017 年顺利投产。

估值

预计公司 2016-2018 年可实现营业收入 36.96、42.76、50.45 亿元，实现归属母公司所有的净利润 5.43、7.11、9.12 亿元，对应 EPS 分别为 0.71、0.93、

1.19 元。参考同行业估值和公司在固废领域的迅速拓展，给予公司 2016 年 25 倍 PE，对应目标价 17.75 元，给予买入评级；

风险提示

- 公司垃圾焚烧项目收运垃圾不足，产能利用率不及预期；
- 贵阳、孝感项目长期停滞；
- 水价及燃机价格波动较大，影响公司盈利；
- 项目建设不达预期；
- 广东省同行业龙头竞争激烈。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	1,001	2,435	3,357	3,696	4,276	5,045	货币资金	392	854	1,379	3,782	5,755	7,061
增长率		143.2%	37.8%	10.1%	15.7%	18.0%	应收款项	112	263	279	314	363	428
主营业务成本	-616	-1,678	-2,300	-2,466	-2,835	-3,316	存货	52	97	139	101	117	136
%销售收入	61.5%	68.9%	68.5%	66.7%	66.3%	65.7%	其他流动资产	277	342	135	134	145	159
毛利	386	758	1,057	1,230	1,441	1,728	流动资产	833	1,556	1,931	4,331	6,380	7,786
%销售收入	38.5%	31.1%	31.5%	33.3%	33.7%	34.3%	%总资产	15.3%	14.2%	15.6%	30.6%	41.7%	46.4%
营业税金及附加	-7	-15	-26	-25	-29	-34	长期投资	593	89	114	114	114	114
%销售收入	0.7%	0.6%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	1,911	4,385	4,731	3,905	3,113	3,321
营业费用	0	-72	-75	-95	-110	-130	%总资产	35.2%	39.9%	38.3%	27.6%	20.4%	19.8%
%销售收入	0.0%	2.9%	2.2%	2.6%	2.6%	2.6%	无形资产	1,806	4,630	5,512	5,763	5,625	5,492
管理费用	-72	-120	-218	-222	-257	-303	非流动资产	4,596	9,424	10,428	9,839	8,907	8,980
%销售收入	7.2%	4.9%	6.5%	6.0%	6.0%	6.0%	%总资产	84.7%	85.8%	84.4%	69.4%	58.3%	53.6%
息税前利润 (EBIT)	307	551	738	888	1,045	1,261	资产总计	5,428	10,980	12,359	14,170	15,287	16,766
%销售收入	30.6%	22.6%	22.0%	24.0%	24.4%	25.0%	短期借款	203	877	1,326	1,100	1,050	1,000
财务费用	-86	-95	-246	-171	-120	-86	应付款项	918	2,566	1,714	3,147	3,620	4,239
%销售收入	8.6%	3.9%	7.3%	4.6%	2.8%	1.7%	其他流动负债	88	209	181	298	327	365
资产减值损失	-2	-2	1	0	0	0	流动负债	1,209	3,652	3,221	4,544	4,997	5,605
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	1,062	2,796	3,157	3,157	3,157	3,158
投资收益	48	0	5	0	0	0	其他长期负债	673	844	1,067	1,045	1,032	1,024
%税前利润	17.2%	0.0%	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	2,945	7,291	7,445	8,747	9,187	9,787
营业利润	266	454	498	717	925	1,175	普通股股东权益	2,443	3,329	4,394	4,861	5,495	6,330
营业利润率	26.5%	18.6%	14.8%	19.4%	21.6%	23.3%	少数股东权益	41	359	519	562	605	648
营业外收支	11	13	78	15	17	19	负债股东权益合计	5,428	10,980	12,359	14,170	15,287	16,766
税前利润	277	467	576	732	942	1,194							
利润率	27.6%	19.2%	17.1%	19.8%	22.0%	23.7%	比率分析						
所得税	-42	-116	-130	-146	-188	-239		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税率	15.1%	24.8%	22.6%	20.0%	20.0%	20.0%	每股指标						
净利润	235	352	446	586	754	955	每股收益	0.404	0.431	0.526	0.708	0.928	1.190
少数股东损益	1	43	43	43	43	43	每股净资产	4.217	4.644	5.735	6.343	7.171	8.261
归属于母公司的净利润	234	309	403	543	711	912	每股经营现金净流	0.857	1.157	1.648	3.468	2.251	2.676
净利率	23.4%	12.7%	12.0%	14.7%	16.6%	18.1%	每股股利	0.150	0.200	0.080	0.100	0.100	0.100
							回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	9.57%	9.27%	9.17%	11.17%	12.94%	14.41%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	总资产收益率	4.31%	2.81%	3.26%	3.83%	4.65%	5.44%
净利润	235	352	446	586	754	955	投入资本收益率	5.93%	5.22%	5.99%	7.23%	8.00%	8.94%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	184	236	496	379	340	336	主营业务收入增长率	13.12%	143.18%	37.85%	10.11%	15.69%	17.96%
非经营收益	35	115	269	217	204	202	EBIT 增长率	2.11%	79.81%	33.91%	20.31%	17.71%	20.65%
营运资金变动	43	126	52	1,476	427	558	净利润增长率	22.93%	32.00%	30.51%	34.72%	30.95%	28.34%
经营活动现金净流	497	829	1,263	2,657	1,725	2,051	总资产增长率	17.11%	102.27%	12.56%	14.65%	7.88%	9.68%
资本开支	-680	-1,074	-1,322	223	609	-390	资产管理能力						
投资	-553	0	-1,256	0	0	0	应收账款周转天数	23.5	21.9	24.8	24.0	24.0	24.0
其他	25	7	896	0	0	0	存货周转天数	22.7	16.2	18.7	15.0	15.0	15.0
投资活动现金净流	-1,209	-1,067	-1,682	223	609	-390	应付账款周转天数	160.9	130.1	151.7	150.0	150.0	150.0
股权募资	2	131	942	0	0	0	固定资产周转天数	437.1	450.4	379.5	272.9	176.9	172.2
债权募资	266	712	422	-254	-65	-59	偿债能力						
其他	88	-486	-419	-224	-295	-295	净负债/股东权益	61.13%	88.66%	63.19%	8.77%	-25.37%	-41.60%
筹资活动现金净流	357	357	946	-478	-360	-354	EBIT 利息保障倍数	3.5	5.8	3.0	5.2	8.7	14.6
现金净流量	-355	119	526	2,403	1,973	1,306	资产负债率	54.25%	66.41%	60.24%	61.73%	60.10%	58.38%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2014-08-11	增持	12.31	N/A
2	2014-08-15	增持	12.70	N/A
3	2015-09-10	增持	12.47	14.20~14.20
4	2015-10-30	增持	13.67	14.20~14.20
5	2016-02-24	增持	12.80	14.20~14.20
6	2016-03-12	增持	11.59	N/A
7	2016-04-26	增持	12.07	N/A

来源：国金证券研究所

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

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

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD