

审慎推荐-A (首次)

东旭蓝天 000040.SZ

当前股价: 13.19 元

2017年05月22日

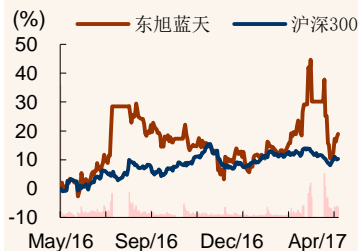
绿色能源+绿色人居+绿色环境, 三位一体让天更蓝

基础数据

上证综指	3091
总股本(万股)	133717
已上市流通股(万股)	46459
总市值(亿元)	176
流通市值(亿元)	61
每股净资产(MRQ)	8.2
ROE(TTM)	1.7
资产负债率	37.2%
主要股东	东旭集团有限公司
主要股东持股比例	30.98%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-9	1	17
相对表现	-7	2	5



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

朱纯阳

010-57601855
zhucy3@cmschina.com.cn
S1090515060001

张晨

010-57601866
zhangchen2@cmschina.com.cn
S1090513100003

研究助理

弋隽雅

yijunya@cmschina.com.cn

近期,东旭蓝天通过收购星景生态,开始向环保PPP领域进军。在原先房地产业务的基础上,东旭蓝天的光伏电站建设运营业务和环保PPP业务拓展迅速,为公司近三年的业绩增长打下良好基础。按完成本次定增后总股本17.48亿股计算,2017-2019年EPS分别为0.22元、0.51元、1.10元。首次覆盖,给予“审慎推荐-A”评级。

一、公司现有主营业务

- 公司主营业务为光伏电站投资、建设、运营,房地产开发与销售等。
- **东旭蓝天的控股股东:**东旭集团是注册于河北省的民营企业,2008年建成国内首条自主研发的液晶玻璃基板生产线,打破了国外企业对液晶玻璃基板的垄断,并在之后重组老牌上市公司宝石A,就成为了现在的东旭光电。重组完成之后募集50个亿投资建设10条第六代TFT-LCD玻璃基板生产线。近年来在光电显示行业上下游进行了延伸,包括偏光片、彩色滤光片、蓝宝石、石墨烯等,今年公告了拟收购上海申龙客车的资产。
- **东旭蓝天:**是东旭集团下面第二家上市公司,经东旭集团多年探索,在光伏组件制造、光伏电站开发和建设等方面组建了团队,在2015年大力开拓光伏电站业务,获得了1.15GW的路条,另一方面收购了上市公司宝安地产。收购了之后定增95亿元用于光伏电厂建设。
- **东旭蓝天的地产业务:**
地产业务,公司原来以住宅地产为主,但是新的战略布局下,从控股股东收购永清、易县的园区开发项目。易县距离雄安约30公里,永清也在雄安周边,发展潜力大,未来这些园区会提供绿色能源,绿色建筑,绿色环境。
- **东旭蓝天的光伏业务:**
公司新能源业务发展迅速。2016年,800MW光伏电站已经开工建设,其中以地面电站为主。分布式单体规模小,公司已加大分布式项目开发力度,未来也会是一个增长点。光伏并网进展顺利,2017年6月30日之前公司目标实现300~400MW的并网工作,并规划在近3年实现3-4GW的并网持有。
近两年,光伏行业面临严峻的市场变化情况,比如补贴滞后、电价下调等,但是另一方面上游成本也在下降,因此收益率基本维持稳定。目前光伏行业项目开发竞争激烈,但是公司长期看好这个行业,所以长期择优投资建设光伏电站。另外也会投资风能、燃气发电、多能互补、微电网及储能等项目,计划在能源产业链的横向和纵向都进行拓展。

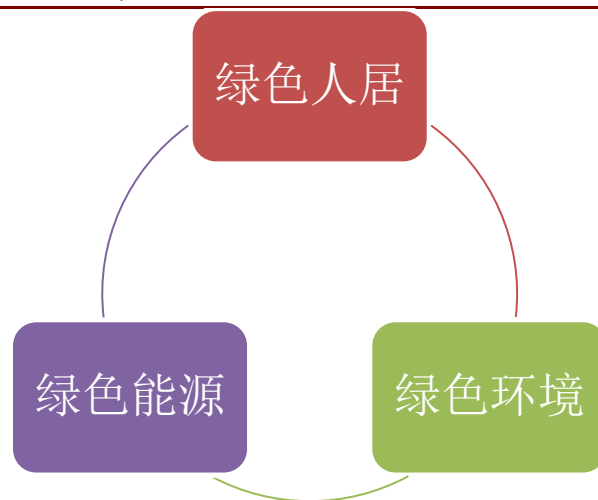
□ 东旭蓝天的环保业务：

基于调研，可知东旭蓝天近期收购环保公司并非临时决策。公司近期进军新能源业务，是基于“让天更蓝”、发展环境友好产业的目标，公司认为环保行业也非常符合公司的这一发展目标。另外，经过多年粗放型经济发展，我国环保治理面临市场爆发期，包括村镇水处理、土壤修复、固废、生态治理在内的子行业都有很大的市场空间，公司也很看好这样的空间。根据公司的“发展环境友好产业”的战略目标，以及对环保行业市场整体看好的前提，公司积极寻找环保行业的合作伙伴，并最终收购星景生态。

□ 东旭蓝天：地产+清洁能源+环保——三大板块联动

公司认为，环保业务和东旭蓝天现有产业可以实现战略协同。首先东旭蓝天主营业务之一即为绿色能源，可以和原有的“绿色地产”形成绿色能源住宅的结合，同时再和环保结合就形成“绿色能源+绿色人居+绿色环境”三位一体的绿色新生态，并能够互相带动和互补。

图 1 东旭蓝天的三大业务板块



资料来源：招商证券

二、星景生态概况

星景生态于 2015 年并购成立，其骨干团队成员主要来自于东方园林，其中星景生态的创始人和领导卢召义总，曾在东方园林任职约 15 年。之后，基于个人的创业梦想，卢总离开东方园林，和资本运作良好的复星集团合资成立星景生态。

经过了约 2 年的孵化成长期，星景生态市场拓展迅速，获得环保生态 PPP 订单共 27 亿元。之后，基于公司发展的战略需要，星景生态和复星达成一致，和平结束紧密的合作关系。

随后，星景生态开始选择新合作伙伴实现重组。在与多家上市公司洽谈后，最终选择东旭蓝天实现新的重组。而选择东旭蓝天合作的原因主要有以下三点：

- 第一，双方领导沟通良好，星景生态认为东旭蓝天执行力强，有助于未来的发展壮大。

➤ 第二，双方发展愿景相吻合，均认为环保是大生态，也都愿意为中国的碧水蓝天做出自己的贡献。

第三，东旭蓝天的战略规划清晰，可以和星景生态形成良好的联动促进作用。星景生态极为重视产业联动的力量，由于环境区域化治理的方向越来越清晰，过于专精某一子行业的公司未来独立获取大体量的订单难度较大。因此，为了实现星景生态的跨越式发展，星景生态选择跨行业协同的方式，未来发展能力更强，战略想象空间更大。在跨行业协同上，未来，星景生态可以和东旭蓝天地产板块联动，拓展特色小镇业务，双方取长补短。例如，现代农业特色小镇和农业生态，可以和土壤修复很好的结合，绿色农业小镇也可以和清洁能源、分布式供能很好结合。所以战略联动会给星景生态和东旭蓝天起到很大的助力作用。此外，星景生态也有望成为东旭蓝天的环保平台，未来在环保领域进行横向拓展。

星景生态自 2014 年开始研究 PPP 的特点和运作模式，在 PPP 领域涉足较早，而且团队成员具有类似项目成功案例的工作经验，因此对于未来在生态治理 PPP 方面发展有充分信心。基于经验和信心，星景生态管理层股东承诺公司 2017 年、2018 年、2019 年年度所签订的与生态环境及环保、水利水务等与受让方环保主营业务相关的 PPP 项目合同及有进度款的非 PPP 项目合同金额分别不低于 60 亿元人民币、70 亿元人民币、80 亿元人民币。

三、三大板块的发展战略

房地产：

公司房地产业务规模在行业中较小，总体开发项目规模较小，随着房地产行业整体发展趋势趋缓，竞争日趋激烈，行业集中度进一步提升，公司面临更为严峻的考验。目前公司现有房地产项目集中在深莞惠、湘潭、西安阎良等地，受 2016 年房地产市场整体火爆局面影响，公司各项目整体量价均有一定涨幅，但较中心、热点区域市场更平稳。面对外部环境变化，公司以市场为导向，继续以首置、首改、改善型产品为主，资源配置由目前的三四线城市逐步向一线城市及区域中心城市倾斜，实现有质量的可持续发展。

新能源：

截止 2016 年末公司已有 800MW 的光伏电站启动建设，已完成超过 3GW 的光伏电站项目开发备案。未来一到两年是公司极其宝贵的发展战略机遇期，随着全行业光伏电站投资规模增加、建设速度加快，作为光伏行业的追赶者，公司正在加快增加电站持有规模，强化在行业中的竞争优势，使公司能在短期内迈入国内光伏发电产业的第一梯队。与此同时，公司还将积极顺应新能源行业的发展趋势，响应国家产业政策，通过聚焦分布式光伏发电、能效管理及储能领域的解决方案，建立以客户为中心的清洁能源解决方案的服务平台，全面优化业务、产品结构，实现公司的可持续发展。

环保：

公司目前主营业务为新能源业务及房地产开发业务，近期收购生态治理环保项目公司，进军生态及环保产业，系为构建绿色能源+绿色人居+绿色环境相互带动、相互促进、

深度战略协同、并形成绿色生态系统解决方案之目的。本次收购后，公司将通过加强各产业板块协同，助力标的公司业务发展。

四、主营业务之一：新能源

投资：单 MW 投资 700 万元左右，折合 7 元多/W，具体每个项目投资存在一定差异。

主要构成：公司目前光伏电站项目主要为地面电站。分布式开发力度正在加大，但目前总量上比例较小。

业务区域：主要都是在中东部，例如山东、河南、安徽、湖南、湖北、浙江等。

现有进度：已经有 4GW 备案，现在开工 800MW，计划每年增加 1GW 电站持有，包括自建和并购。总体而言，计划 3 年持有并网的规模达到 3~4GW。

价格：一般补贴部分按照 2 年延期拿到。

- 1) 一类地区，新的是 0.65，之前是 0.8 元/度电，公司一类地区运营业务较少。
- 2) 各类地区光伏上网电价：

表 1：三类地区光伏并网电价（元/度）

	一类	二类	三类
2017-6-30 之前并网	0.80	0.88	0.98
2017-6-30 之后并网	0.65	0.75	0.85

资料来源：公司调研资料，招商证券

- 3) 电价下调的影响：电价下调是因为上游成本下降，总体利润率基本维持。

五、主营业务之二：环保

2017 年 5 月 2 日晚间，东旭蓝天公告称，公司拟以自有资金收购星景生态建设投资(苏州)有限公司 100% 股权，收购对价为 3.4 亿元。收购完成后，星景生态将成为公司全资子公司。

资料显示，星景生态经营范围包括投资与资产管理、项目管理与咨询、生态湿地修复与保护等。2015 年，复星集团旗下的星景资本成为了星景生态的控股股东，进而将星景生态打造成生态环境建设企业，成为 PPP 领域专业投资建设平台，从事园林生态建设业务。

表 2：收购公告发布时，星景生态在手的 PPP 合同（单位：万元）

项目名称	客户名称	PPP 合同额
山西临汾市涝洑河生态建设润州园政企合作（PPP）项目（国家财政部第三批示范工程）	临汾市尧都区住房保障和城乡建设管理局	75,130
贵州瓮安县草塘“十二塘”景观工程（一期）PPP	瓮安县文化和旅游局	100,000
贵州惠水县涟江河河道治理项目（北段）及涟江文化体育公园建设工程政企合作（PPP）项目	惠水县住房和城乡建设局	95,000
合计	/	270,130

资料来源：公司公告，招商证券

管理层股东承诺标的公司 2017 年、2018 年、2019 年年度所签订的与生态环境及环保、水利水务等与受让方环保主营业务相关的 PPP 项目合同及有进度款的非 PPP 项目合同金额分别不低于 60 亿元人民币、70 亿元人民币、80 亿元人民币。

星景生态已签署或中标的合同包括:《山西临汾市涝洮河生态建设润州园政企合作(PPP)项目》、《贵州瓮安县草塘“十二塘”景观工程(一期)PPP项目》、《贵州惠水县涟江河河道治理项目(北段)及涟江文化体育公园建设工程政企合作(PPP)项目》,合计合同金额为 27 亿元人民币,占 2017 年年度项目合同承诺总额的 45%。

同时星景生态在云南省、山东省、吉林省等多个城市拥有 40 亿左右 PPP 项目在谈储备。

相关问题:

0、未来和星景资本会有合作吗?

星景生态管理层和复星关系很好,有好的机会会合作。东旭和复星集团已签署协议,星景资本开发的 PPP 项目优先提供给星景生态,东旭与复星集团在新能源和一带一路等领域开展战略合作。

1、签单主要涉及领域: 流域治理等生态环境综合治理领域。

2、竞争优劣: 优势是团队成熟,具有多年专业经验;劣势是业绩积累还不充足,另一方面,设计团队缺人手,现在和中科院等设计院联合完成业务。

3、项目主要来源省份: 最初在贵州云南拓展,今年全线布局山西。下半年山东、四川也在推进。两湖地区也在推进,吉林也会进入。

4、承诺 3 年拿单是否有信心: 很有信心。

5、落地进度:

1) 星景生态:领导聚焦,前期准备工作十分充分,管理更加聚焦,PPP 项目开发手续完善。

2) 从中标到可以开工的时间:根据经验,星景生态一般是半年,如果快是 4 个月。

3) 具体开工时间:开工和施工合同有关系,因为有些前期需要做搬迁之类的工作。

4) 开工后到完工的时间:以 7~10 亿规模/个项目的项目为例,一般 3 年期建设期。目前几个项目都是 10 年期,一般是总周期 10 年=2 年建设+8 年运营,或者 2.5+7.5,最长 3+7。星景生态一般是 2+8。

6、SPV 资金结构: 20%资本金,政府 20%出左右,少的只出 5%~10%,企业 80%。

企业 80%怎么分:目前蓝天自有资金比较充足,短期是自有资金。未来不排除搭建基金,或者和政府组建基金。

7、毛利率情况：资金成本不考虑的话能达到 20%~25%。

8、净利润率情况：8-10%左右。

六、主营业务之三：房地产

公司对地产板块看法：

东旭考虑收购地产上市公司，一方面是因为业务模式有相同性，另外未来能源一定是分散化的，光伏和建筑一定有协同空间。目前公司地产业务保持稳健的发展思路，另外近期公司公告了拟自控股股东收购融旭发展 60%股权;旭华园区 70%股权。

雄安概念+京津冀概念：

融旭发展和旭华园区，在雄安区域周边。

融旭发展是东旭集团为了永清县园区开发建设而参与设立的公司。2014 年 2 月，东旭集团与永清县人民政府签署《关于整体合作开发建设经营河北省永清县约定区域的合作协议》，根据协议的约定，永清县人民政府将约 30 平方公里约定区域的整体开发事项与东旭集团进行合作，合作期限为 25 年，并依照总体规划，分期实施，其中永清县人民政府负责区域内的开发建设管理工作，负责争取区域内建设用地规划规模和指标，并依法进行供地；东旭集团负责投入资金并协助永清县人民政府进行区域的开发建设及管理工作，并按约定享有相应的收益。

旭华园区是东旭集团为了易县园区 PPP 开发建设而设立的项目公司。2015 年 10 月东旭集团与易县政府签订《易县经济开发区 PPP 项目合作开发协议》，2016 年 4 月，设立旭华园区，负责 PPP 项目的运营。根据《易县经济开发区 PPP 项目合作开发协议》规定，东旭集团的排他开发权项目用地规划总面积约为 82 平方公里。期限为 50 年，自旭华园区建设项目公司成立之日起计算。项目合作期限届满时，东旭集团在同等条件下享有优先权。双方合作的范围包括：双方计划将项目建设成为国内知名、省内领先、环境优美、配套智能、产业发达、服务高效、人民幸福的经济发展示范区和现代化新城。

七、盈利预测和投资建议

1、根据调研情况，暂且假设房地产和光伏电站 EPC 按照稳健发展，在 2016 年水平上每年增长 10%预计。

2、新能源运营业务：

表 3：光电建成投运假设（单位：MW）

并网情况	折算值	2017 上半年	2017 下半年	2018 上半年	2018 下半年	2019 上半年	2019 下半年
半年新增假设		300	200	500	500	600	600
2017 折算并网	170	150	20				
2018 折算并网	800	300	200	250	50		
2019 折算并网	1860	300	200	500	500	300	60

资料来源：招商证券；

备注：折算并网，即按照投运进度计算。即上半年投运按照并网半年计算（乘以 0.5），下半年陆续投运按照平均并网 1/10 年计算。

因为光伏电站大多数在三类地区，因此假设 2017-6-30 之前并网价格：0.98 元/度，之后价格 0.85 元/度。

并网时间按照平均 1300 小时计算。

表 4：光伏电站运营收入利润测算

	折算并网规模(MW)	并网发电(万 KWH)	收入(万元)	毛利(万元)
2017	170	22,100	21,320	12,792
2018	800	104,000	93,470	56,082
2019	1860	241,800	210,600	126,360

资料来源：招商证券

3、环保 PPP 业务

2017~2019 年承诺中标金额为 60、70、80 亿元，其中 2017 年已签订 27 亿元。

因 PPP 项目总金额含部分设计费、前期开发费等，因此工程合同金额约为中标金额的 75%。

进度假设：

- 2017 年现已在手 27 亿项目：75%合同转化率，2017~2019 年分别完成并结算 30%、40%、30%。
- 其余项目：75%合同转化率，按第 1 年（签合同当年）~第 4 年，分别完工并结算 5%、35%、40%、20%计算收入。

表 5：环保 PPP 开工和结算金额测算（单位：亿元）

	新签订单	完工+结算金额		
		2017	2018	2019
2017(在手)	27	6.08	1.82	0.41
2017	33	1.24	8.66	9.90
2018	70		2.63	18.38
2019	80			3.00
合计	210	7.31	13.11	31.69

资料来源：招商证券

按照毛利率 22%，净利润率 10%计算。

4、汇总：

表 6：东旭蓝天收入利润测算

收入(亿元)	2017	2018	2019
房地产	17.27	19.00	20.90
新能源-运营	2.13	9.35	21.06
新能源-EPC	24.09	26.50	29.15
环保 PPP	7.31	13.11	31.69
合计	50.80	67.95	102.79
毛利率	2017	2018	2019
房地产	22%	22%	22%
新能源-运营	60%	60%	60%
新能源-EPC	12%	12%	12%

环保 PPP	22%	22%	22%
--------	-----	-----	-----

资料来源：招商证券

表 7：费用假设（单位：亿元）

费用	2017	2018	2019	假设
情况 1	5.01	5.51	6.06	费用每年增长 10%
情况 2	5.46	6.55	7.86	费用每年增长 20%
情况 3	5.92	7.69	10.00	费用每年增长 30%

资料来源：招商证券

因为公司业务体量增大，因此预测费用有所增长。但是因为规模效益开始显现，因此假设费用率有所下降，费用在 2016 年基础上按照不同增速进行增长。

表 8：不同费用增长率情况下的净利润（税前）测算（单位：亿元）

净利润	2016	2017	2018	2019	假设
情况 1	2.30	4.57	10.35	21.65	费用每年增长 10%
情况 2	2.30	4.12	9.30	19.84	费用每年增长 20%
情况 3	2.30	3.66	8.16	17.71	费用每年增长 30%

资料来源：招商证券；备注：2016 年利润中，其中 0.51 为出售广播电视的投资收益

因东旭蓝天近几年光伏运营和环保 PPP 业务的快速扩张，预计公司利润将会实现 3~5 年的快速增长。根据对各版块业务的测算，我们认为在费用每年增长 20% 的中性假设下，公司 2017 年-2019 年的净利润（税前）分别为 4.12 亿元 9.30 亿元和 19.84 亿元。

所得税测算：房地产业务 25% 所得税税率。光伏 EPC 工程因地处西藏，因此享受 9% 的所得税率。环保因按照 10% 左右净利润率（已经扣税）倒推得到的毛利率，因此不再重复计算所得税税额。光伏运营因属于国家鼓励行业，享受所得税三免三减半的优惠，公司 2017 年开始运营光伏电站，因此 2017~2019 年免所得税。

表 9：所得税测算（单位：亿元）

	2017E	2018E	2019E
房地产税前利润	1.94	2.35	3.00
房地产-25%所得税税额	0.49	0.59	0.75
光伏 EPC 税前利润	0.54	0.89	1.56
光伏 EPC-9%所得税税额	0.05	0.08	0.14
所得税加和	0.53	0.67	0.89

资料来源：招商证券；

备注：按照情况 2，即费用率每年增长 20% 进行所得税测算。因投资收益和营业外收支净额较小，这里未做收入和所得税的计算。

表 10：税后净利润测算（单位：亿元，%）

净利润(税后)	2016A	2017E	2018E	2019E	
情况 2	1.75	3.82	8.90	19.24	费用每年增长 20%
同比增长		119%	133%	116%	

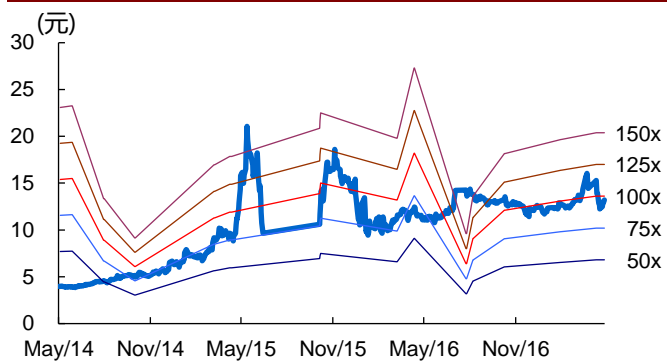
资料来源：招商证券

当前总股本 13.37 亿股，若当前募集 48.5 亿元增发 4.11 亿股（数据来自定增草案），则完成定增之后总股本为 17.48 亿股。2017-2019 年 EPS 分别为 0.22 元、0.51 元、1.10 元。

首次覆盖，给予“审慎推荐-A”评级。

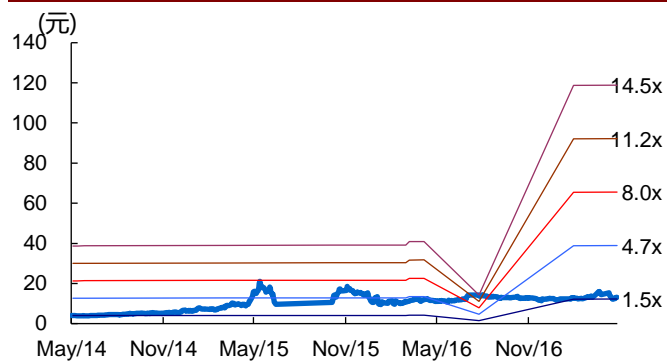
风险提示：建设、并网、结算进度低于预期，光伏补贴下调，环保市场拓展不及预期。

图 2：东旭蓝天历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 3：东旭蓝天历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	6359	13130	12745	12965	15659
现金	2847	8458	6640	5111	4157
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	13	1066	1409	1885	2852
其它应收款	74	95	128	171	258
存货	3373	2760	3584	4533	6541
其他	52	749	985	1265	1851
非流动资产	410	4158	4270	4376	4477
长期股权投资	25	2	2	2	2
固定资产	67	201	322	436	544
无形资产	17	29	26	24	21
其他	302	3926	3919	3914	3910
资产总计	6769	17288	17015	17340	20136
流动负债	3296	3664	3678	3783	5322
短期借款	865	1295	672	50	50
应付账款	537	1390	1810	2289	3304
预收账款	712	714	930	1177	1698
其他	1182	264	265	267	271
长期负债	2147	2661	2661	2661	2661
长期借款	2130	2643	2643	2643	2643
其他	17	18	18	18	18
负债合计	5443	6324	6339	6444	7983
股本	470	1337	1337	1337	1337
资本公积金	284	8884	8884	8884	8884
留存收益	572	743	455	675	1932
少数股东权益	(0)	0	(0)	(0)	(1)
归属于母公司所有者权益	1326	10964	10676	10897	12153
负债及权益合计	6769	17288	17015	17340	20135

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	191	(283)	(219)	43	(12)
净利润	62	175	381	889	1925
折旧摊销	11	11	22	27	33
财务费用	61	138	166	138	129
投资收益	9	(51)	0	0	0
营运资金变动	58	(552)	(806)	(1033)	(2133)
其它	(10)	(6)	19	21	33
投资活动现金流	(42)	(3190)	(143)	(143)	(143)
资本支出	(35)	(3231)	(143)	(143)	(143)
其他投资	(6)	41	0	0	0
筹资活动现金流	1969	9345	(1457)	(1429)	(798)
借款变动	2254	250	(623)	(622)	0
普通股增加	0	868	0	0	0
资本公积增加	4	8600	0	0	0
股利分配	(235)	(235)	(669)	(669)	(669)
其他	(55)	(138)	(166)	(138)	(129)
现金净增加额	2119	5871	(1819)	(1529)	(953)

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1666	3774	5080	6795	10278
营业成本	1113	3147	4098	5183	7479
营业税金及附加	183	101	140	166	264
营业费用	70	50	53	82	93
管理费用	97	157	198	279	308
财务费用	57	138	166	138	129
资产减值损失	29	10	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(9)	51	0	0	0
营业利润	108	221	425	947	2005
营业外收入	1	11	11	11	11
营业外支出	6	2	2	2	2
利润总额	102	230	434	956	2014
所得税	40	55	53	67	89
净利润	62	175	381	889	1925
少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
归属于母公司净利润	62	175	381	889	1925
EPS (元)	0.13	0.13	0.28	0.66	1.44

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	61%	127%	35%	34%	51%
营业利润	23%	106%	92%	123%	112%
净利润	17%	183%	117%	134%	117%
获利能力					
毛利率	33.2%	16.6%	19.3%	23.7%	27.2%
净利率	3.7%	4.6%	7.5%	13.1%	18.7%
ROE	4.7%	1.6%	3.6%	8.2%	15.8%
ROIC	2.4%	1.7%	3.7%	7.4%	13.7%
偿债能力					
资产负债率	80.4%	36.6%	37.3%	37.2%	39.6%
净负债比率	46.1%	22.8%	19.5%	15.5%	13.4%
流动比率	1.9	3.6	3.5	3.4	2.9
速动比率	0.9	2.8	2.5	2.2	1.7
营运能力					
资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.4	0.5
存货周转率	0.3	1.0	1.3	1.3	1.4
应收帐款周转率	43.7	7.0	4.1	4.1	4.3
应付帐款周转率	2.2	3.3	2.6	2.5	2.7
每股资料 (元)					
每股收益	0.13	0.13	0.28	0.66	1.44
每股经营现金	0.41	-0.21	-0.16	0.03	-0.01
每股净资产	2.82	8.20	7.98	8.15	9.09
每股股利	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
估值比率					
PE	99.8	100.6	46.3	19.8	9.2
PB	4.7	1.6	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	92.4	43.7	26.3	14.5	7.4

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

朱纯阳：中科院硕士，曾就职于天弘基金、建信基金，2015 年加入招商证券，现为招商证券研发中心董事、环保行业首席分析师，电力煤气及水等公用事业行业首席分析师。

张晨：清华大学硕士，2010 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

弋隽雅：中国社科院硕士，2015 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

王啸：北航硕士，CFA，曾就职于神华海外公司，2015 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

团队荣誉：《新财富》2016 年环保行业最佳分析师第二名、2015 年环保行业最佳分析师第四名、电力煤气及水等公用事业最佳分析师第四名；《金牛奖》2016 年最佳分析师第二名；《Wind 资讯》2016 年金牌分析师第一名。《水晶球奖》2015 年最佳分析师第二名；《第一财经》2015 年最佳分析师第一名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。