

上海环境 (601200.SH) 环保设备行业

评级：买入 维持评级

公司点评

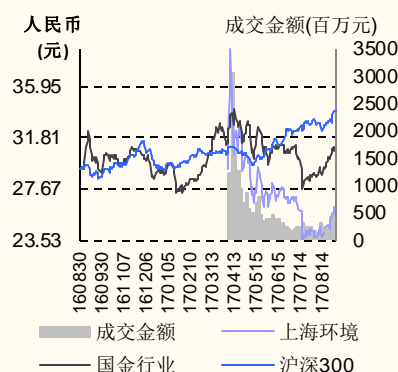
市场价格(人民币)：25.87元

长期竞争力评级：高于行业均值

中报业绩略超预期， 异地扩张+区域龙头优势显著

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	672.33
总市值(百万元)	18,174.81
年内股价最高最低(元)	38.98/23.53
沪深300指数	3834.30
上证指数	3363.63



相关报告

1. 《分立上市的环保龙头，固废危废齐腾飞-上海环境公司深度研究》，2017.7.19

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

陈苗苗 联系人
(8621)60230249
chenmiaomiao@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	N/A	N/A	0.884	1.067	1.355
每股净资产(元)	1.45	1.91	2.15	2.45	2.82
每股经营性现金流(元)	0.30	0.39	0.42	0.49	0.64
市盈率(倍)	N/A	N/A	29.26	24.25	19.09
行业优化市盈率(倍)	0.00	0.00	32.32	32.32	32.32
净利润增长率(%)	30.18%	53.88%	33.56%	20.65%	27.06%
净资产收益率(%)	8.14%	9.50%	11.26%	11.96%	13.20%
总股本(百万股)	0.00	0.00	702.54	702.54	702.54

来源：公司公告、国金证券研究所、聚源数据

业绩简评

- 公司上半年实现营业收入 11.97 亿元，同比增长 9.25%；归属于母公司的净利润 2.99 亿元，同比增长 33.24%；归属母公司的扣非净利润为 2.77 亿，同比增长 27.84%。

经营分析

- **11 个垃圾焚烧项目产能释放，控费致净利增速超收入增速。** 公司上半年实现营业收入 11.97 亿元 (+9.25%)；归母净利润 2.99 亿元 (+33.24%)。增长主因固废焚烧项目运营产能进一步释放，3 个焚烧项目 2016 年下半年转入运营，致整体上进入稳定运营的产能增加 (+3900 吨/日处理量)。分业务看，固废处理净利 2.19 亿 (占比 60%；+23%)、污水处理净利 0.71 亿 (占比 20%)。经营方面，受益于环保督查+持续高温天气，且焚烧主导的趋势下，仅焚烧量及发电量大增：入厂垃圾 282.37 万吨 (+17.78%)，垃圾焚烧上网电量 83,675.62 万度 (+23.2%)。期间控费致利润增速远好于收入增速，管理及财务费用分别下降 4.82%、8.65%。资产负债率微降至 49.45%，应收账款、现金流状况良好，稳居行业前列。考虑到环保督查持续 (上海整改方案 7 月提交，下半年处于整改期) 及产能利用率提升，预计全年垃圾焚烧量有望突破 600 万吨。
- **在建项目进度好于预期，承包业务有望大幅贡献业绩：** 1) 洛阳项目 (+1500 吨/日) 将进入试运行；2) 太原项目已获施工许可证；3) 新昌项目除填埋厂外基本完成。另外世界规模最大的生活垃圾焚烧发电厂 (6000 吨/日) 建设进展顺利。同时“2+4”战略的新兴业务拓展顺利，合计在手 20 亿项目保障未来承包设计业务稳定增长。
- **拓展订单能力加强：屡获异地项目 (13 亿)，垃圾焚烧设计产能新增 2900 吨/日。** 自 3 月分立上市后，公司屡获异地焚烧发电项目 (合计 13 亿；+2900 吨/日)；总合计 14 个项目，包括在建的设计产能已达 1.8 万吨/日；投运的焚烧处理产能合计达 1.23 万吨/日 (上海 47%+异地 53%)，稳居行业第一梯队。首次斩获 PPP 项目，大股东拥有 PPP 专业团队和基金，提升公司综合运作能力。8 月 29 日公司新获取 3.14 亿安徽蒙城固废 PPP 项目，包含填埋场运营 (年运维费 2000 万)+焚烧厂新建及特许经营权 (垃圾处理

费 40 元/吨)+渗透液处理站经营等。公司拥有资金优势(下浮 10%)及大规模运行的能力。另外大股东上海城投拥有的 PPP 政策等方面的专家团队&PPP 基金,将助力公司获取并筛选优质 PPP 项目,提升业务解决综合能力。

- **大股东旗下环保资产丰富,危废提升估值,资产注入可期。**污水处理方面:目前公司覆盖上海城市污水日处理量的 21.6%,而上海城投旗下子公司拥有污水处理能力约 600 万吨/日,是上海环境的 3 倍;固废方面,6000 吨/日垃圾焚烧项目在建,另外危废方面,上海环境及城投拥有危废资质 30 万吨/年,占上海总量 40%。同时公司代运营的固处中心垄断上海医废市场(16 年 4.6 万吨),未来商业模式成熟后将贡献利润。

投资建议

- 公司作为上海环保平台,深耕生活垃圾+市政污水,且向工业领域进军。同时,在手 20 亿未完成订单及 1.23 万吨/日投运处理能力可提供稳定现金流。另外大股东上海城投的环保资产是公司 2 倍之多(危废资质 30 万吨/年),资产注入预期强将增厚业绩。我们小幅上调盈利预测,预计 2017-19 实现 EPS 0.88、1.07、1.36 元/股,对应 PE29X、24X、19X。

风险提示

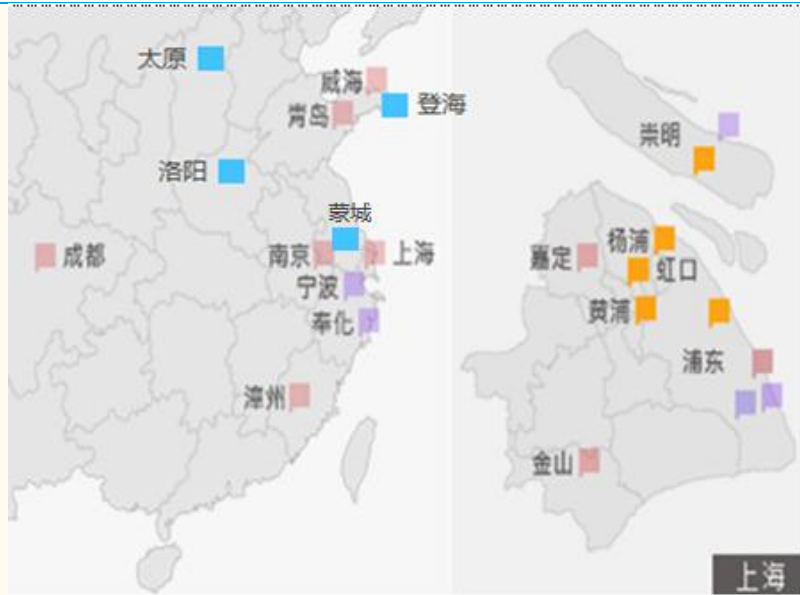
- 项目进展不达预期、应收账款过高的风险

中报分析及看点

看点 1: 固废运营项目贡献稳定收入, 在建+拓展项目进度好于预期

- 固废实现净利 2.19 亿 (占比 60%, +23%), 目前公司的生活垃圾处理业务主要涵盖焚烧、填埋、中转。其中生活垃圾焚烧发电项目 14 个, 分布在上海、成都、青岛、威海、漳州、南京、洛阳、太原、文登、蒙城等地, 垃圾焚烧项目总设计处理能力达到 1.8 万吨/日。生活垃圾填埋项目 5 个, 分布在上海、宁波、奉化、新昌等地, 垃圾填埋项目总设计处理能力达到 7350 吨/日。公司在上海运营 5 座生活垃圾中转站, 垃圾中转服务面积达 3320 平米。公司生活垃圾焚烧处理平均单厂规模 1427 吨/日, 国内位居前列。

图表 1: 公司固废业务分布情况



来源: 公司官网, 国金证券研究所

- 受益于环保督查+持续高温天气, 且焚烧主导趋势下, 仅焚烧量大增。上半年公司运营垃圾焚烧发电项目 11 个, 入厂垃圾 282.37 万吨 (+17.78%), 垃圾焚烧上网电量 83,675.62 万度 (+23.2%)。考虑到环保督查持续, 上海环保督查整改方案 7 月提交, 下半年处于整改期, 因此全年预计垃圾量超 600 万吨。

图表 2: 2017H1 仅焚烧量&上网量大增

	2015	2016	2017H1
垃圾焚烧量 (万吨)	435	557	282 (+17%)
垃圾填埋量 (万吨)	-	296	156 (持平)
垃圾中转量 (万吨)	-	123	65 (略增)
上网电量 (亿度)	11.93	15.75	8.75 (+23%)

来源: 公司公告; 国金证券研究所

- 上半年屡获异地项目 (13 亿), 在手未完成 20 亿订单, 垃圾焚烧设计产能将新增 2900 吨/日。自 3 月分立上市后, 公司屡获焚烧发电项目 (合计 13

亿；+2900 吨/日）；目前投运的焚烧处理产能达 1.23 万吨/日（上海 47%+ 异地 53%），稳居行业第一梯队。

- **17 年 H1 新增文登垃圾焚烧项目，夯实山东区域布局。**17 年上半年公司新签威海市文登区生活垃圾焚烧发电项目，项目处理规模 1050 吨/日，总投资 4.57 亿元。根据协议，政府将向公司提供规定数量及质量的生活垃圾，并支付垃圾处理费 52 元/吨，公司将同时向电力公司销售上网电量并收取电费。公司先前有青岛、威海项目，合计设计产能 2200 吨/日，此次文登项目获取，进一步扩大山东市场的规模。
- **首次斩获 PPP 项目，大股东拥有 PPP 专业团队和基金，提升公司综合运作能力。**8 月 29 日公司新获取 3.14 亿安徽蒙城固废 PPP 项目，包含填埋场运营（年运维费 2000 万）+焚烧厂新建及特许经营权（垃圾处理费 40 元/吨）+渗透液处理站经营等。公司拥有资金优势（下浮 10%）及大规模运行的能力。另外大股东上海城投拥有的 PPP 政策等方面的专家团队&PPP 基金，将助力公司获取并筛选优质 PPP 项目，提升业务解决综合能力。

图表 3：2017 年初至今新获订单总额达 13 亿

日期	项目名称	项目类型	项目总投资额 (亿元)	项目规模	项目期限	垃圾补贴费 (元/吨)	项目进度	备注
2017.8.30	安徽蒙城县生活垃圾焚烧发电 PPP 项目	焚烧、填埋、渗透液处理、填埋池	3.14 亿	70 吨/日	填埋场 5 年运营 +30 年垃圾发电特许经营	40	公司尚待签订特许经营协议	垃圾焚烧发电厂一期 700 吨/日；2) 原垃圾填埋场的委托运营服务；3) 日处理 300t 渗滤液处理站的存量资产经营权转让；4) 新建 46 万立方米垃圾填埋池的存量资产经营权转让
2017.06.02	威海市文登区生活垃圾焚烧发电项目特许经营协议	垃圾焚烧发电	4.57 亿	70 吨/日	特许经营期 30 年，含建设期	52	开工	项目一期规模 700 吨/日（2×350 吨/日+12MW 汽轮发电机组），预留一条二期工程生产线
2017.04.08	成都洛带城市生活垃圾焚烧发电厂项目特许权协议变更框架协议	垃圾焚烧发电 迁建	补偿款 5.6 亿	日处理生活垃圾 1500 吨			垃圾焚烧发电 迁建	成都市洛带城市生活垃圾焚烧发电厂项目特许权协议变更框架协议

来源：公司公告；国金证券研究所

- **“2+4”战略的新兴业务拓展顺利，土壤修复、渗透液处理优先布局，保障未来承包设计业务稳定增长。**

图表 4：2+4 战略新兴领域拓展情况

领域	中标项目
土壤修复	桃浦地区污染土壤与地下水修复工程
渗滤液处理	老港渗滤液应急处理一体化工程（规模 500m3/d） 深圳潮安渗沥液工程项目
垃圾中转 EPC	西虹桥中转站 EPC 项目 江西金溪转运站
规划项目	德阳中德循环利用产业园总体规划项目 南京、常州、无锡等地环卫专业规划项目
设计项目	莆田餐厨垃圾处理工程设计项目 吴江、青浦、嘉定等第三方监管项目 巢湖建筑垃圾消纳场工程 新沂危废填埋场工程

来源：公司公告；国金证券研究所

图表 5：公司运营的固废项目梳理

序号	项目名称	项目地点	固废类型	总投资额 (亿元)	设计产能 (吨/日)	产能利用率 (%)	投产时间	项目状态	特许经营期限	垃圾处理费标准 (元/吨)
1	上海金山环境再生能源有限公司	上海市金山区	垃圾焚烧发电	4.66	800	95.03	2013.2	完工	30 年	78.9
2	南京环境再生能源有限公司	江苏省南京市	垃圾焚烧发电	10.72	2000	101.76	2015.3	完工	30 年	76
3	青岛环境再生能源有限公司	山东省青岛市	垃圾焚烧发电	6.98	1500	112.47	2012.8	完工	25 年	51.11
4	威海环境再生能源有限公司	山东省威海市	垃圾焚烧发电	3.28	700	93.69	2011.11	完工	25 年	45
5	成都威斯特再生能源有限公司	四川省成都市	垃圾焚烧发电	5.25	1200	99.4	2008.12	完工	25.5 年	78.54
6	漳州环境再生能源有限公司	福建省漳州市	垃圾焚烧发电	4.16	1050	108.6	2014.4	完工	30 年	61
7	上海环城再生能源有限公司	上海市嘉定区	垃圾焚烧发电	9.54	1500	87.4	2005.1	完工	20 年	207.8
8	上海天马再生能源有限公司	上海市松江区	垃圾焚烧发电	21.07	2000	90.4	2016.7	完工	30 年	257.87
9	上海东石塘再生能源有限公司	上海市奉贤区	垃圾焚烧发电	8.1	1000	84	2016.7	完工	30 年	207.36
10	上海城投瀛洲生活垃圾处置有限公司	上海市崇明县	垃圾焚烧发电	3.69	500	76.7	2016.9	完工	30 年	133.55
11	上海环境虹口固废中转运营有限公司	上海市虹口区	生活垃圾中转	0.7	700	102.8	2006.5	完工	25 年	76.32
12	上海环杨固废中转运营有限公司	上海市杨浦区	生活垃圾中转	0.49	1200	73.89	2006.1	完工	25 年	65.55
13	上海环境浦东固废中转运营有限公司	上海市浦东新区	生活垃圾中转	1.04	800	108.17	2008.8	完工	25 年	102.52
14	上海黄浦环城固废转运有限公司	上海市黄浦区	生活垃圾中转	1.76	600	126.43	2005.4	完工	不适用	131.36
15	上海城瀛废弃物处置有限公司	上海市崇明县	生活垃圾中转	0.13	320	48.04	2002.2	完工	9 年	88.07
16	奉化环境能源利用有限公司	浙江省宁波市奉化区	生活垃圾卫生填埋	1.07	550	232.84	2009.7	完工	12 年	29.26
17	宁波市鄞州区绿州能源利用有限公司	浙江省宁波市鄞州区	生活垃圾卫生填埋	1.45	800	206.73	2006.5	完工	21 年	91.57
18	上海城投瀛洲生活垃圾处置有限公司	上海市崇明县	生活垃圾卫生填埋	1.1	600	44.72	2006.6	完工	11 年	不适用
19	上海老港生活垃圾处置有限公司	上海市浦东新区	生活垃圾卫生填埋	12.98	4900	101.01	2005.2	完工	20 年	不适用
20	上海老港再生能源有限公司	上海市浦东新区	填埋气发电	1.22	15MW	82.34	2012.1		不适用	不适用

来源：公司公告，国金证券研究所

看点 2：财务数据优良，应收账款、现金流状况良好，稳居行业前列

报告期内，公司资产负债率小幅下降至 49.45%，同时盈利能力良好，ROE 处行业中枢位置为 5.94%。另外现金流及应收账款好于平均，考虑到下半年进入工程结算高峰期，因此现金回流有望进一步加快。

图表 6：公司现金流状况良好，好于行业平均

公司	ROA	ROE	经营性净现金流/净利润	资产负债率	应收账款 百万元	应收账款 周转率 次
瀚蓝环境	3.86	6.41	1.28	58.23	423.75	5.72
上海环境	3.77	5.94	1.29	49.45	494.83	2.74
兴蓉环境	3.28	4.98	1.44	45.08	656.58	2.97
伟明环保	8.18	12.21	0.74	40.97	282.95	1.85
东江环保	3.98	6.42	0.36	52.27	603.99	2.56
中国天楹	2.74	3.44	1.17	67.76	205.86	2.90
雪浪环境	3.58	4.62	-1.40	50.38	500.78	0.78
启迪桑德	3.21	5.55	-1.11	63.31	3130.97	1.33
盛运环保	1.47	1.06	-4.85	55.83	976.88	0.81

来源：wind；国金证券研究所

看点 3：资本助力，背靠上海城投，城市环境综合服务提供商可期

- **资本市场助力，横纵向产业链布局。**公司历时两年通过吸收合并、分拆上市等方式最终独立上市，体现了大股东上海城投对大环境产业的发展定位，我们认为上海城投将大力推进环境产业发展。同时，公司也形成了一个清晰的企业平台面对市场，可以借助资本的力量，横向进行业务的整合，纵向完善产业链布局。
- **上海城投环保类资产丰富**
 - **污水处理方面：**目前公司覆盖上海城市污水日处理量的 **21.6%**，而上海城投旗下子公司拥有污水处理能力是上海环境的 **3 倍**。根据我们的统计，污水处理类业务的经营主体为上海城投水务（集团）有限公司，其城市污水日处理量设计量达 **600 万吨**（约占上海市日处理能力 **74%**），其中竹园一期项目（处理量 **170 万吨/日**）**51%**的股权由上海环境持有，上海城投水务持有剩余 **49%**；另外，上海城投水务全资持有竹园二厂（**30 万吨/日**）、亚洲最大的白龙港污水处理厂（**220 万吨/日**）、石洞口污水处理厂（**40 万吨/日**）、新虹桥项目和太和项目（处理量均为 **30 万吨**）。
 - **固废处置方面，上海城投涵盖上海市区 70%垃圾短驳运输，并拥有大型固废、危废处置基地。**固废处理类业务的主要经营主体为上海环境实业有限公司和上海老港固废综合开发有限公司。1) 上海环境实业主要业务为危废、医废处置、垃圾中转运输，其经营的老港综合填埋场飞灰填埋区拥有 **84315 吨/年**的资质；2) 固处中心垄断上海医废产业等。另外老港固废是上海市最大的固废产业基地，主要业务为垃圾焚烧（已委托上海环境运营管理）。
 - **危废方面，上海环境及城投拥有危废资质 30 万吨/年，占上海总量 40%。**目前崇明、嘉定项目运营，洛阳飞灰配套项目即将进入试运行。另外固处中心垄断上海医废产业，目前医废有望涨价，16 年上海医废量达 **4.6 万吨**，17 年有望突破 **5 万吨**。

图表 7：大股东上海城投旗下环保资产与业务

公司名称	主营业务	性质
上海市城市排水有限公司	上海市排水设施规划、开发、运营、维护及管理	母公司的全资子公司
上海水务资产经营发展有限公司	水务投融资	母公司的全资子公司
上海老港废弃物处置有限公司	固废处理	母公司的全资子公司
上海环境工程技术有限公司	上海环境实业有限公司全资子公司	母公司的全资子公司
上海市市容环境卫生汽车运输处	垃圾中转	母公司的全资子公司
上海环境物流有限公司	城市生活垃圾清扫、中转	母公司的全资子公司
上海环境实业有限公司	固废处理、垃圾中转运输、城市生活垃圾	母公司的全资子公司
上海东飞环境工程服务有限公司	大楼保洁、工程建设	母公司的控股子公司
上海市固体废物处置中心	危险品废弃物和医疗废弃物等固废处理	母公司的全资子公司
上海城投污水处理有限公司	污水处理	母公司的全资子公司
上海城投城桥污水处理有限公司	污水处理	母公司的全资子公司
上海老港固废综合开发有限公司	固废工程项目设计建设	母公司的全资子公司
上海城投环保产业投资管理有限公司	产业投资	母公司的全资子公司
上海环境油品发展有限公司		母公司的全资子公司
上海城市排水设备制造安装工程有限责任公司		母公司的全资子公司
上海市城市排水监测站		母公司的全资子公司

来源：城投控股公告、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	1,100	1,650	2,551	3,111	3,874	5,061
增长率		50.0%	54.6%	21.9%	24.5%	30.7%
主营业务成本	-612	-1,087	-1,665	-2,018	-2,551	-3,378
%销售收入	55.6%	65.9%	65.3%	64.9%	65.8%	66.7%
毛利	488	563	886	1,093	1,323	1,684
%销售收入	44.4%	34.1%	34.7%	35.1%	34.2%	33.3%
营业税金及附加	-13	-19	-40	-40	-50	-66
%销售收入	1.2%	1.1%	1.6%	1.3%	1.3%	1.3%
营业费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用	-127	-142	-221	-236	-287	-375
%销售收入	11.5%	8.6%	8.6%	7.6%	7.4%	7.4%
息税前利润 (EBIT)	348	402	625	816	986	1,243
%销售收入	31.7%	24.4%	24.5%	26.2%	25.5%	24.6%
财务费用	-97	-115	-138	-140	-154	-165
%销售收入	8.8%	7.0%	5.4%	4.5%	4.0%	3.3%
资产减值损失	-5	7	1	-4	-1	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	49	17	-2	30	30	30
%税前利润	15.2%	4.6%	n.a	3.6%	3.0%	2.4%
营业利润	295	311	486	703	860	1,107
营业利润率	26.8%	18.9%	19.1%	22.6%	22.2%	21.9%
营业外收支	24	67	165	140	140	140
税前利润	319	378	651	843	1,000	1,247
利润率	29.0%	22.9%	25.5%	27.1%	25.8%	24.6%
所得税	-65	-63	-101	-131	-156	-194
所得税率	20.5%	16.8%	15.6%	15.6%	15.6%	15.6%
净利润	253	315	550	711	844	1,052
少数股东损益	21	13	85	90	95	100
归属于母公司的净利润	232	302	465	621	749	952
净利率	21.1%	18.3%	18.2%	20.0%	19.3%	18.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	253	315	550	711	844	1,052
少数股东损益	21	13	85	90	95	100
非现金支出	157	163	294	196	202	215
非经营收益	65	131	146	-7	0	10
营运资金变动	498	155	1	163	197	357
经营活动现金净流	974	763	990	1,063	1,243	1,635
资本开支	-1,453	-1,761	-1,127	-114	-164	-295
投资	-12	717	8	-1,399	-1,500	-1,300
其他	66	42	44	30	30	30
投资活动现金净流	-1,399	-1,002	-1,076	-1,483	-1,634	-1,565
股权募资	35	22	23	0	0	0
债权募资	407	444	-72	439	556	105
其他	-121	-133	-184	-152	-165	-175
筹资活动现金净流	321	333	-233	287	391	-70
现金净流量	-104	94	-318	-133	0	0

来源：公司公告、国金证券研究所、聚源数据

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	523	618	633	500	500	500
应收款项	233	280	477	541	684	905
存货	115	178	105	138	182	250
其他流动资产	993	317	492	502	528	556
流动资产	1,864	1,392	1,708	1,681	1,894	2,211
%总资产	23.8%	15.5%	14.4%	12.6%	12.5%	13.0%
长期投资	3,007	4,211	5,913	7,311	8,811	10,111
固定资产	270	250	369	371	409	382
%总资产	3.5%	2.8%	3.1%	2.8%	2.7%	2.2%
无形资产	2,644	3,085	3,876	3,932	3,996	4,245
非流动资产	5,957	7,575	10,184	11,649	13,257	14,783
%总资产	76.2%	84.5%	85.6%	87.4%	87.5%	87.0%
资产总计	7,821	8,967	11,892	13,330	15,151	16,994
短期借款	131	588	963	1,101	1,657	1,761
应付款项	876	1,135	1,562	1,761	2,081	2,560
其他流动负债	132	114	218	250	306	455
流动负债	1,139	1,836	2,742	3,112	4,044	4,776
长期贷款	1,270	1,564	2,091	2,091	2,091	2,092
其他长期负债	1,620	1,454	1,223	1,581	1,625	1,683
负债	4,028	4,853	6,057	6,784	7,761	8,552
普通股股东权益	3,410	3,713	4,893	5,514	6,264	7,216
少数股东权益	382	401	942	1,032	1,127	1,227
负债股东权益合计	7,821	8,967	11,892	13,330	15,151	16,994

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	N/A	N/A	N/A	0.884	1.067	1.355
每股净资产	1.332	1.450	1.911	2.154	2.447	2.819
每股经营现金净流	0.380	0.298	0.387	0.415	0.486	0.639
每股股利	4.374	4.374	6.171	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	6.81%	8.14%	9.50%	11.26%	11.96%	13.20%
总资产收益率	2.97%	3.37%	3.91%	4.66%	4.95%	5.60%
投入资本收益率	4.67%	4.98%	5.86%	6.98%	7.38%	8.43%
增长率						
主营业务收入增长率	122.26%	49.99%	54.64%	21.95%	24.51%	30.66%
EBIT 增长率	391.31%	15.41%	55.50%	30.60%	20.77%	26.11%
净利润增长率	160.24%	30.18%	53.88%	33.56%	20.65%	27.06%
总资产增长率	79.70%	14.65%	32.62%	12.10%	13.66%	12.17%
资产管理能力						
应收账款周转天数	37.0	41.1	41.4	50.0	51.0	52.0
存货周转天数	49.8	49.1	31.0	25.0	26.0	27.0
应付账款周转天数	166.0	232.3	232.6	260.0	240.0	220.0
固定资产周转天数	89.0	54.8	49.3	38.2	32.0	21.4
偿债能力						
净负债/股东权益	41.49%	46.94%	41.50%	41.13%	43.95%	39.72%
EBIT 利息保障倍数	3.6	3.5	4.5	5.9	6.4	7.5
资产负债率	51.51%	54.13%	50.94%	50.90%	51.22%	50.32%

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	2	2	2
增持	0	0	0	0	0
中性	0	2	2	2	2
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	3.00	2.00	2.00	2.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-07-19	买入	23.81	26.00~28.00

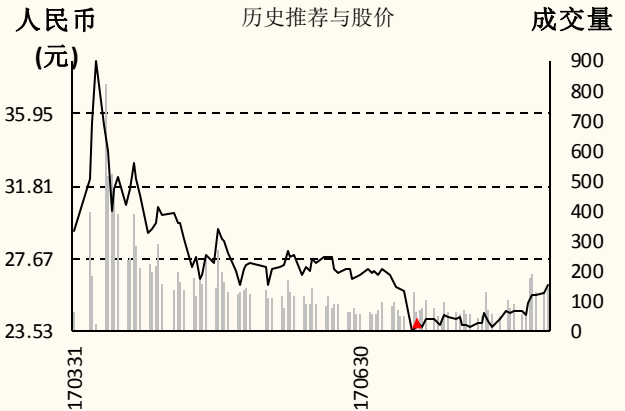
来源：国金证券研究所

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



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。

本报告仅供大陆使用。

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