

深高速 (600548.SH)

公路铁路

评级：买入 维持评级

公司研究

市场价格 (人民币): 9.35 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)	1,433.27
流通港股(百万股)	747.50
总市值(百万元)	20,390.20
年内股价最高最低(元)	9.92/8.27
沪深 300 指数	4104.20
上证指数	3353.82



相关报告

- 1.《道路自然增长、新购项目贡献业绩大幅增长-深高速公司点评》，2017.10.27
- 2.《多元业务开始贡献利润，环保业务持续推进-深高速公司点评》，2017.8.21
- 3.《多因素致业绩大幅增长，投资水规院加码大环保-深高速公司点评》，2017.4.27
- 4.《经营业绩大幅上涨，首个环保项目落地-深高速公司点评》，2017.3.20

沙沫

联系人
(8621)60230253
shamo@gjzq.com.cn

苏宝亮

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

业绩将迎来高增长，环保转型获实质性进展

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.712	0.536	0.730	0.846	0.971
每股净资产(元)	5.67	5.81	6.31	6.79	7.30
每股经营性现金流(元)	0.81	0.97	1.17	1.43	1.67
市盈率(倍)	13.76	15.85	12.80	11.05	9.63
行业优化市盈率(倍)	10.06	10.06	10.06	10.06	10.06
净利润增长率(%)	-29.00%	-24.69%	36.19%	15.83%	14.75%
净资产收益率(%)	12.55%	9.23%	11.57%	12.46%	13.30%
总股本(百万股)	2,180.77	2,180.77	2,180.77	2,180.77	2,180.77

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **稳固公路收费业务主业，积极探索优质路产：**在过去两年政府回购 4 条路产，公司积极探索优质路产以稳固公路收费主业的可持续发展性及盈利能力，本期 6 月收购益常高速，并且以 PPP 模式参与外环 A 段的建设；公司并表路段路产优质，2017 年前三季度车流量同比增长 7.6%，路费收入同比增加 9.4%。并且未来经济腹地 GDP 高速增长、深圳机场 T3 航站楼适应性改造、深中通道开通都将为机荷高速等路段带来需求高增长。
- **房地产业务即将进入丰收期：**公司目前房产相关业务经历多年耕耘，即将进入业绩回报期：1. 贵龙项目茵特拉根小镇项目一期第二阶段将于今年年底完工，陆续开始收入结转；根据第一阶段销售收入及成本估算第二阶段将为公司贡献利润约 1.5 亿元，即将在 2017-18 年确认。2. 梅林关城市更新项目，万科中标该项目的代建管理工作，整个项目计划分为 3-5 期滚动开发，预计 2019 年开始有收入结转，深高速可以从该项目获得预计 30 亿以上的投资收益。
- **大环保业务获实质性进展：**公司 2017 年在环保业务上的布局稳步推进，并获得实质性进展；现主要以购买股权方式为主，本期 5 月以 44 亿元购得德润环境 20% 股权，德润环境拥有 2 个重要参股公司：1. 三峰环境，垃圾焚烧设备全国市占率超 30%，垃圾焚烧经营市占率全国第四，现在手订单 12 个，预计未来 2-3 年利润复合增长 20% 以上。2. 重庆水务，在重庆供水及污水处理领域具备垄断优势，重庆城镇化率水平上升，保障公司稳定业绩。预计德润环境利润增速在 10%，每年贡献深高速投资收益约为 2 亿元。

投资建议

- 预计公司 2017-19 年 EPS 分别为 0.73/0.85/0.97 元/股（未考虑梅林关项目利润）。公司公路收费主业稳健，房地产业务即将进入丰收期开始贡献超额利润；大环保业务获得实质进展，收购水规院 15% 股权及德润环境 20% 股权，切入固废处理及水环境治理行业。现股息率为 3.5%，根据 DCF 模型公司合理市值为 260 亿元。

风险

- 宏观经济下滑或区域腹地经济增速下降致使货车流量走低，其他道路建设或高铁产生分流；房地产施工进度不及预期，环保项目价格下调或获取订单进度不及预期等。

内容目录

坚定发展公路收费主业，积极探索优质路产	4
坚定发展公路收费主业，公路里程持续增加	4
盐排、盐坝、南光高速——回购或带来资产处置收益，一次折现未来收益	5
机荷高速——地处要塞，多种利好助力机荷未来发展	5
武黄高速	8
清连高速	9
外环项目已开工，未来发展可期	9
房地产项目即将进入丰收期，将为公司带来超额收益	10
贵龙项目：一期二阶段即将完工，预计将带来利润 1.5 亿元	10
梅林关城市更新项目：万科签约代建梅林关改造项目，2019 年或开始贡献收益	10
大环保业务有序推进，保障公司持续盈利能力	10
深汕特别合作区南门河综合治理项目：环保第一步，布局深汕合作区	11
德润环境：专注垃圾焚烧及污水处理，高增长有望延续	11
盈利预测调整	18
风险提示	19

图表目录

图表 1：深高速收费公路项目权益及到期日	4
图表 2：2017 年深高速主要业务架构（截至 2017.6.30）	4
图表 3：公司总收入、收费公路项目收入情况	5
图表 4：主营业务总体及各部分路产项目的毛利率变化	5
图表 5：2016 年中期公司主要路段车型比例	6
图表 6：2017 年中期公司主要路段车型比例	6
图表 7：深高速 2017 年中期公司各路段营业收入占总路产收入情况	6
图表 8：机荷高速日均收入同比与深圳机场游客吞吐量同比	7
图表 9：深中通道规划图	8
图表 10：武黄高速 2016 中期、2017 中期营收、毛利率对比	8
图表 11：武黄高速路线图	8
图表 12：2012-2016 年私人小型载客汽车保有量变化	9
图表 13：2015 年、2016 年武汉市汽车保有量变化	9
图表 14：德润环境股权结构	11
图表 15：德润环境财务数据	12
图表 16：环保可比公司财务状况	12
图表 17：上海环境垃圾焚烧市占率全国排名第五	13
图表 18：“十三五”期间新增生活垃圾无害化处理规模中垃圾焚烧占主导地位	13

图表 19: 垃圾焚烧发电 PPP 项目列表	14
图表 20: 三峰环境未来垃圾焚烧发电项目业绩预测.....	14
图表 21: 2017H1 主营业务收入结构	15
图表 22: 2017H1 主营业务毛利结构	15
图表 23: 公司截止 2016 年供水产能情况	15
图表 24: 供水业务收入增速	16
图表 25: 供水业务毛利率水平.....	16
图表 26: 供水业务生产能力变化.....	16
图表 27: 重庆自来水销售价格.....	16
图表 28: 公司 2016 年污水处理能力	17
图表 29: 污水处理服务收入增速	17
图表 30: 污水处理服务毛利率.....	17
图表 31: 重庆污水处理结算价.....	17
图表 32: 污水处理能力	18
图表 33: 盈利预测	19

坚定发展公路收费主业，积极探索优质路产

坚定发展公路收费主业，公路里程持续增加

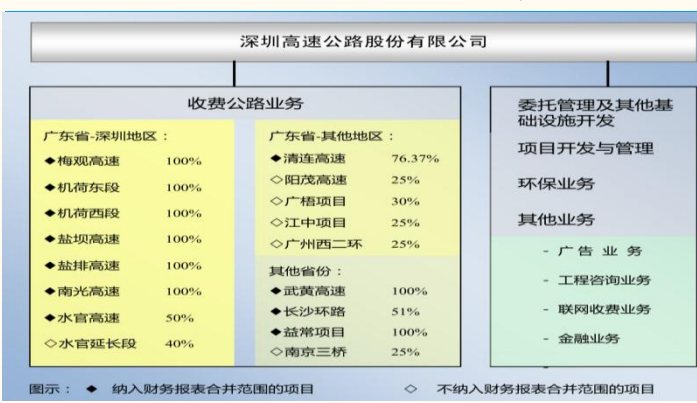
- 深圳高速公路有限公司主要收入来源为收费公路项目，公司目前拥有梅观高速、机荷高速等 17 条经营和投资的公路项目，在 2016 年报告期 16 条路产的基础上增加了益常高速，2017 年 6 月公司完成了对益常公司 100% 股权的收购，将益常公司纳入了公司合并报表范围。除此之外，公司于 2017 年 4 月 1 日起将深长公司也纳入了本集团合并报表范围，深长公司的主要业务为长沙环路的经营管理，长沙环路也于本期开始并表。自此，深高速由原来 16 条公路项目、其中 9 条控股路产（梅观高速、机荷东段、机荷西段、盐坝高速、盐排高速、南光高速、水官高速、清连高速、武黄高速），所投资的高等级公路里程数按权益比例折算约 413 公里增至 17 条公路项目，其中 11 条控股路产（新增长沙环路、益常项目），所投资的高等级公路里程数按权益比例折算约 526 公里。

图表 1：深高速收费公路项目权益及到期日

收费公路	拥有权益	到期日	收费公路	拥有权益	到期日
梅观高速	100%	2027.03	参股路段		
机荷东段	100%	2027.03			
机荷西段	100%	2027.03			
盐坝高速	100%	2026-2035			
水官高速	50%	2025.12			
盐排高速	100%	2027.03	水官延长段	40%	2025.12
南光高速	100%	2033.01	阳茂高速	25%	2027.07
清连高速	76.37%	2034.07	广梧项目	30%	2027.11
武黄高速	100%	2022.09	江中项目	25%	2027.08
长沙环路	51%	2029.01	广州西二环	25%	2030.12
益常项目	100%	2033.12	南京三桥	25%	2030.1

来源：公司年报，国金证券研究所

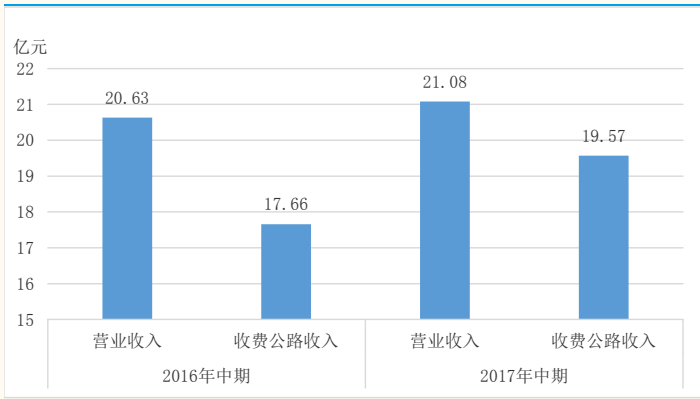
图表 2：2017 年深高速主要业务架构（截至 2017.6.30）



来源：公司半年报，国金证券研究所

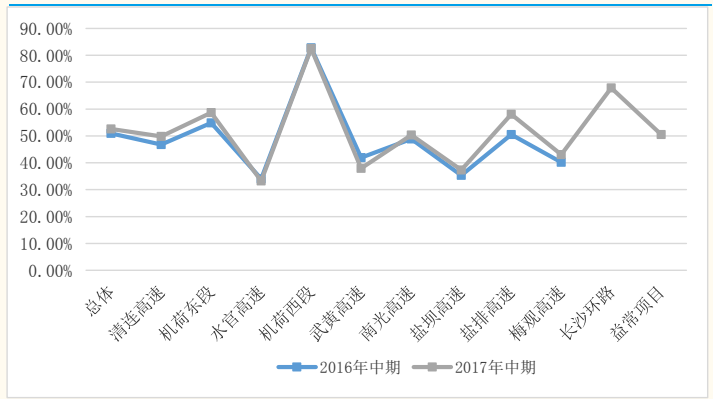
- 收费公路业务一直是公司的主要收入及利润来源，2017 年中期，收费公路业务收入占比从 2016 年中 85.6% 增至 92.97%，路费收入同比增长 10.83%，其中，刚被纳入公司合并范围的深长公司和益常公司合计贡献路费收入 0.49 亿元，扣除该项因素影响，公司原有收费公路也实现了业绩高速增长，收入同比增长 8.03%，收费公路业务毛利率由 2016 年中期的 50.98% 上升至 52.57%。在日前公布的公司 2017 年三季度报告中，扣除深长和益常公司贡献的 2 亿路费收入后，原有收费公路收入同比增速持续高增速，达 8.47%，主业占比的上升以及业绩的持续优化均彰显了公司坚定发展核心公路收费业务的决心。
- 深高速并表的 11 条路产，深圳地区含梅观高速、机荷高速等 7 条公路，广东省其他地区含清连高速，其他省份有武黄高速、长沙环路及益常高速。2017 年中期，清连高速、机荷高速等路段在营收和毛利贡献上表现优异，我们接下来将重点分析。随着政策因素（如政府回购实行部分线路免费通行）、区域经济发展（如盐田区经济实现繁荣），公司的核心路产竞争实力不断增强，多方利好使得核心路产未来发展强劲，将持续拉动公司整体业绩发展。

图表 3：公司总收入、收费公路项目收入情况



来源：公司财报，国金证券研究所

图表 4：主营业务总体及各部分路产项目的毛利率变化



来源：公司财报，国金证券研究所

盐排、盐坝、南光高速——回购或带来资产处置收益，一次折现未来收益

2015 年 11 月 30 日，深证市交通委员会与深高速签署了《南光，盐排，盐坝高速公路调整收费补偿及资产移交协议》，自 2016 年 2 月 7 日起，南光，盐排，盐坝三条高速公路将全段免费通行，深证市政府将分两个阶段对公司进行经济补偿：

“第一阶段，深高速在保留拟调整路段收费公路权益并继续承担管理和养护责任的情况下，对该等路段实施免费通行，深圳交委向深高速采购该等路段的通行服务并就所免除的路费收入给予补偿。

第二阶段，将在第一阶段届满前 10 个月内，由深圳交委根据不同情况选择自 2019 年 1 月 1 日零时起采用方式一或方式二执行：若采用方式一，则继续沿用第一阶段的调整方式；若采用方式二，深圳交委将提前收回拟调整路段的收费公路权益并给予相应的补偿，深高速将不再拥有该等路段的收费公路权益，亦不再承担相应的管理和养护责任。”

在方式一情况下，补偿金额总额暂定为 96.88 亿元；在方式二情况下补偿金额总额暂定为 76.52 亿元。若公司在 2019 年采用第一种模式，则财务处理方式与第一阶段一致，对公司未来每年业绩影响不大。若公司采用第二种模式，预计公司于 2019 年将增加资产处置收益约 16 亿元（税后），然后每年不再确认三条公路带来的收入，成本及利润（每年收入减少约 7 亿元，利润减少约 1.5-2 亿元）。

机荷高速——地处要塞，多种利好助力机荷未来发展

■ （一）深圳 GDP 高速发展，机荷高速货运车占比增加

《超限运输车辆行驶公路管理规定》政策于 2016 年 9 月下旬执行，公司公告中表示，该项政策的实施对机荷高速及水官高速的货运车流量及路费收入产生了一定负面影响，但近年来深圳经济高速发展，GDP 增速远超北京、上海和广州，一定程度上抵抗了政策对车流量和路费收入的不利影响。据深圳市统计局公布的前三季度全市经济数据来看，前三季度深圳全市生产总值 15408.62 亿元（含深汕特别合作区），比上年同期增长 8.8%。工业的加速发展增加了对大型货运车的需求，机荷高速作为贯通深圳东西向的命脉线路，2017 年上半年，按车流量统计的四、五类车型（重型货车、重型拖/挂车、40 英尺集装箱车）占比出现提升。

图表 5：2016 年中期公司主要路段车型比例



来源：公司财报，国金证券研究所

图表 6：2017 年中期公司主要路段车型比例

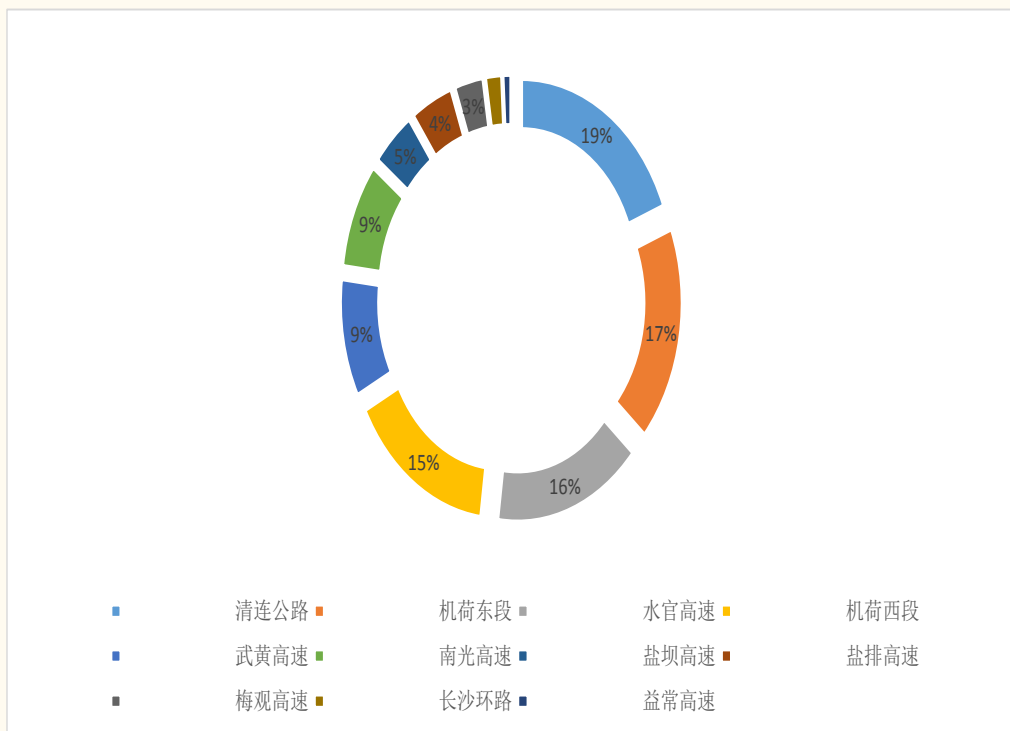


来源：公司财报，国金证券研究所

■ （二）西连深圳机场，未来将受益其 T3 航站楼适应性改造项目

机荷高速西连深圳宝安国际机场，是从深圳机场进入市区及广东省东部的重要路线，机荷高速 2017 年中期实现收入约 6.41 亿元，占 2017 年中期公司道路收费收入 19.57 亿的 32.8%，机荷高速在公司总收费公路项目中有着一一定的营收主导作用。

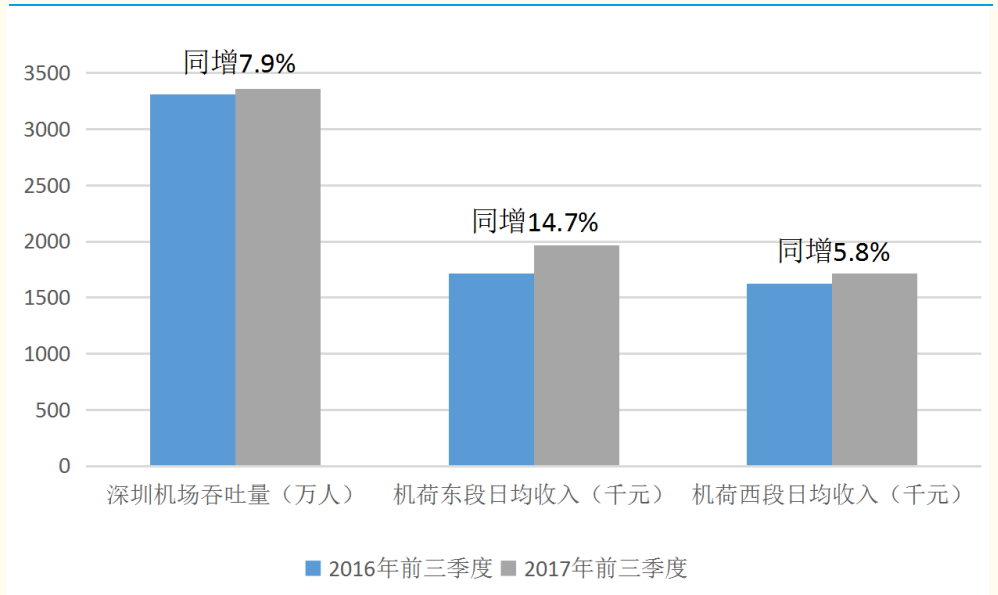
图表 7：深高速 2017 年中期公司各路段营业收入占总路产收入情况



来源：公司半年报，国金证券研究所

深圳机场 Q3 流量增长稳健，Q3 实现起降架次、旅客吞吐量同比增长 5.6%、7.6%，2017 年前三季度旅客吞吐量达到 3356 万人次，同比增长 7.9%。因机荷高速与深圳机场的地理位置关系，我们对比了 Q3 机荷高速的业绩表现，机荷东段和西段日均收入在前三季度分别实现了 14.7%、5.8% 的同比增长，同比增长趋势与深圳机场呈一致性，在一定程度上反映了深圳机场吞吐量的增长对机荷高速车流量的带动作用。2017 年 10 月深圳机场将启动 T3 航站楼适应性改造项目，预计 2020 年完工，以此保障深圳机场的业务量继续增长，机荷高速也将一定程度上受益该项目，未来车流量将大概率实现持续增长。

图表 8：机荷高速日均收入同比与深圳机场吞吐量同比



来源：公司财报，国金证券研究所

■ （三）或拓宽改造，机荷高速通行潜能持续释放

2017 年半年报显示，机荷高速除按车流量统计的四、五类车型占比有缓慢提升外，一二三类车型均稳中出现下降趋势，一定程度上反映了机荷高速目前六车道的通行能力已无法为公众提供高质量的通行体验，拥堵问题成为常态后公众自然选择绕道而行，机荷高速通行能力的饱和对其客运车流量的增长带来消极影响。随着粤港澳大湾区路网的完善，特别是深中通道（深圳至中山）计划于 2024 年建成通车，给机荷高速带来扩建需求。未来更宽的机荷高速将为公众带来更高质量的出行体验，通行潜能持续释放后的机荷高速也将迎来车流量的新阶段增长。

（四）机荷高速联袂深中通道，彰显重要交通地位

深中通道是连接深圳市和中山市的大桥，随着深圳和中山经济的日益蓬勃发展，社会迫切需要一条往返两地的快捷通道。资料显示，2017 年 11 月 3 日，深中通道桥梁工程施工图设计已通过审查，桥梁工程将在 2017 年年底开工，预计 2024 年建成通车，届时机荷高速将西接深中通道、东接惠盐高速，深中通道-机荷高速-惠盐高速将成为珠三角东西两翼城市群联系的距离最短、最快捷的通道，这无疑将推动机荷高速未来的高速发展，并彰显其重要的交通地位。

图表 9：深中通道规划图

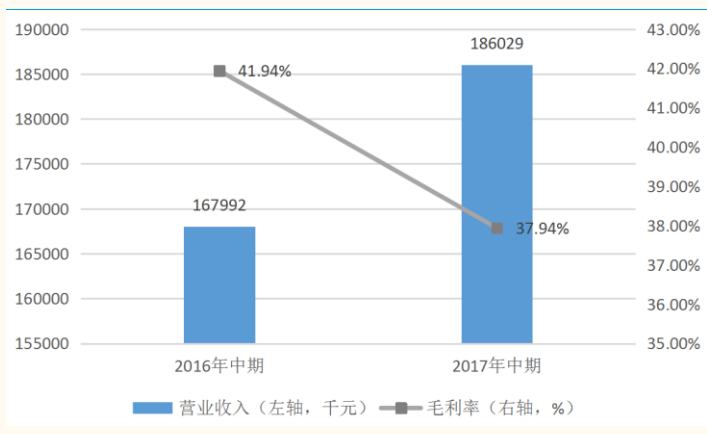


来源：百度百科，国金证券研究所

武黄高速

作为武汉周边经济圈的重要路线，武黄高速东连黄石长江大桥、黄石-黄梅高速公路，起点为武汉市，终点为黄山市。2017 年上半年，武黄高速营业收入贡献占比 9.51%，毛利贡献达 6.86%，是深高速在其他省份路产中业绩较优异的一条路产，虽毛利率在 2017 年上半年同比下降了 4 个百分点，但原因来自公司调整单位摊销额从而增加了报告期折旧摊销额，非经营问题造成的毛利率下降。

图表 10：武黄高速 2016 中期、2017 中期营收、毛利率对比



来源：公司财报，国金证券研究所

图表 11：武黄高速路线图

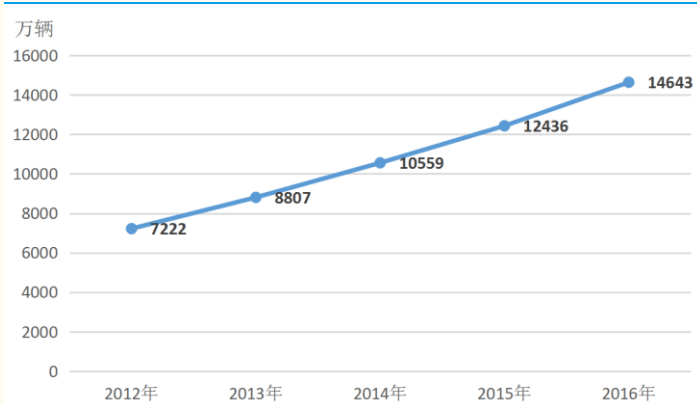


来源：百度地图，国金证券研究所

- 2017 年上半年，以车流量统计，武黄高速的一类车型和五类车型均有小幅上涨，主要原因大概率来源于全国私家车保有量、武汉市汽车保有量的增长拉动了武黄高速客运车、货运车占比的上涨。截至 2017 年 6 月底，我国小型载客汽车保有量达到了 1.68 亿辆，其中，私家车数量达到了 1.56 亿辆，占汽车总量的 76.32%；武汉地区，截止 2016 年底，在全国汽车保有量排名中，武汉排名 11 位，达 231 万辆，相比于 2015 年的 222.35 万，同比增长了 3.89%。

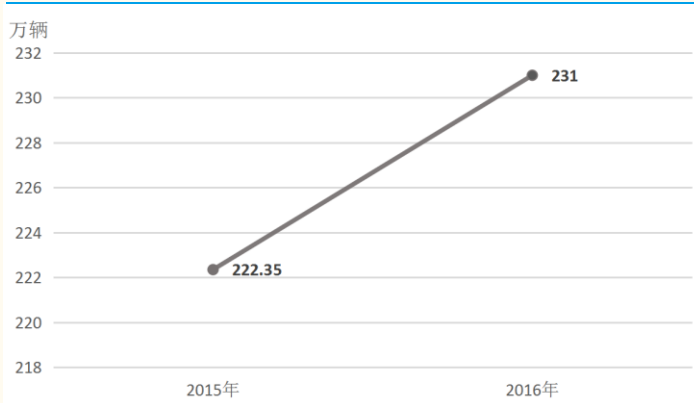
随着互联网+以及社会经济的不断发展，如今越来越少的人依赖传统旅行社旅游，而是更多借助互联网、私家车实现自驾游，由此带动了我国私家车数量的快速增长，此外，武黄高速周边有诸如武当山等丰富的旅游资源，这在一定程度上保障了武黄高速的客运车车流量。

图表 12：2012-2016 年私人小型载客汽车保有量变化



来源：公安部交管局，国金证券研究所

图表 13：2015 年、2016 年武汉市汽车保有量变化



来源：车质网，国金证券研究所

清连高速

清连高速地处粤北区域，连接清远市及连州市，是广州北上的黄金通道。由于广乐高速及二广高速连州至怀集段在 2014 年底建成通车对清连高速带来分流影响以及当时二广高速与清连高速的连接段还在建设中，且与清连高速南段相连的广清高速的连接段也在建设中，2015 年，清连高速出现车流量和通行费收入齐跌的情况。目前，与清连高速南端相接的广清高速扩建工程于 2016 年 9 月底已完工通车，受周边路网的完善和清连公司的路线宣传、多层次的营销策略，分流影响正在逐步减弱。

清连高速未来发展仍旧乐观。根据公司公告，建设中的广清高速与清连高速连接线预计将于明年 6 月完工，二广高速与清连高速连接线的建设也在进行中。上述工程完工后，将极大提升通道的通行效率、服务能力和质量，有助于强化清连高速的竞争力，进一步削弱分流带来的不利影响。

外环项目已开工，未来发展可期

- 2016 年 3 月 18 日，深高速发布《外环 A 段项目投资公告》，公告称深圳交委与外环公司（深高速全资子公司）签订了特许经营权合同，成为公司首个以 PPP 模式开展的收费公路投资项目。根据特许经营权合同，深圳交委有条件地同意授予外环公司外环 A 段（宝安区海上田园北侧（接沿江高速）至龙岗区深汕高速互通立交（不含东莞段））的特许权，运营期 25 年，其中包括投资外环 A 段及收取车辆通行费的权利。深高速和外环公司在兴建外环 A 段项目中投入 65 亿元，特建发公司（为深圳市政府安排的政府统筹资金提供方）投入剩余约 141 亿元资金。
- 公司目前 65 亿资金将来自于贷款，外环公司向国家开发银行组成的银团申请了总额度为 65 亿元的银行贷款，以外环高速收费权为质押；另公司于本年度 11 月 10 日发布公开发行 A 股可转换公司债券预案，拟发行可转债总额不超过 22 亿元，用于外环高速深圳段项目。特建发公司为深圳市政府安排的政府统筹资金提供方，特建发公司对外环公司的投资以深圳市政府有关部门资金拨付到特建发公司为支付前提。深圳市政府财政状况良好，2016 年财政收支略有结余，降低特建发公司违约风险。
- 外环高速 A 段为双向六车道，约 60 公里，该项目的地理位置优势明显。从地图上来看，对深圳外围圈层而言，只有机荷高速实现了东西贯通，而机荷高速目前已处于通行负重状态，所以迫切需要一条贯穿东西的高速公路来满足公众出行需求和体验。外环高速与机荷高速呈平行状，可有效分流东西过境的车辆，且通过获取外环项目的特许权，深高速扩大了自身的资产规模，提升了公司主业收费公路项目的发展空间，2016 年 3 月底，外环 A 段项目已开始施工，2017 年公司半年报显示，“外环项目已累计完成约 60% 的土地征收以及约 38% 的房屋拆迁、完成土建工程形象进度 13.2%”。

- 根据公司假设，项目建成后外环高速 2019 年车流量可达 3.5 万辆，息税前利润约 2.3 亿元。考虑外环项目的代建服务收入以及取得的未来特许经营权，预计该项目的投资报酬率不低于 8%，项目回报情况乐观。

房地产项目即将进入丰收期，将为公司带来超额收益

贵龙项目：一期二阶段即将完工，预计将带来利润 1.5 亿元

- 自 2012 年起，公司龙里获取近 2490 亩土地，成交总金额约 8.37 亿元，公司计划其中一部分出售变现，另外一部分将进行滚动开发，其中约 700 亩土地自主二级开发已获得董事会批准。
- 目前公司开发楼盘“茵特拉根小镇项目”，一期第一阶段工程（约 110 亩）截止 2017 年上半年，累计销售 140 余套，已基本完成交房入住，售价接近 9000 元/平，毛利率 16%，2016 年确认收入 2.6 亿元，税前盈利 1700 万元；2017 年上半年确认收入 5600 万元，毛利率 28.5%。一期第二阶段约 129 亩，预计年内完工，截止 2017 年上半年一期第二段工程已有 150 余套被认购签约；根据腾讯房产讯息，第二阶段均价在 9000-15000 元/平方米，预计销售毛利率将进一步上升。假设第二阶段销售均价为 1.2 万元/平方米，成本与第一阶段类似，毛利率将为 40%，净利率约为 25%，第二阶段预计将贡献利润约 1.5 亿元，分别预计将在今明两年进行结转。未来公司依旧有约 400 亩土地分期滚动开发，随着售价上升，毛利率及利润水平将进一步提高。

梅林关城市更新项目：万科签约代建梅林关改造项目，2019 年或开始贡献收益

- 2015 年 6 月 23 日，深圳国际与深高速共同出资（深高速占比 49%，深圳国际 51%）成立份额联合置地公司与深圳市政府签订梅林关土地使用权出让合同。梅林关城市更新项目为 2015 年深圳市城市更新单元计划第一批计划中规模最大的一个，项目拆除用地面积 131300 平方米，开发建设用地面积 96000 平方米，土地使用年期为 70 年（其中商业用地使用年期为 40 年），总地价款约为 35.67 亿元。加上相关税款，对土地上物业的拆迁补偿款，及前期规划费用等，该块土地总成本约 50-52 亿元。楼面地价约为 7333 元，考虑拆迁成本，楼面价约为 1-1.1 万元/平方米。现公司对联合置地公司 24.5 出资已支付完全，联合置地公司也完成了全部地价款的支付；也基本完成了土地上现有物业的经营者及租户的拆迁补偿协商工作，已累计支付拆迁补偿款 13.5 亿元。
- 截至 2017 年 9 月底，该项目的代建管理公开招标工作已经完成，项目中标人为万科企业股份有限公司。该项目计划年底开工，明年部分预售，后年完成部分楼房交付使用，整个项目计划分 3-5 期滚动开发，预计 2019 年开始将有收入结转。
- 该项目计容总建筑面积 48.64 万方，其中住宅面积 24.6 万方，含保障房面积 4.2 万方，另有商务公寓、办公以及商业配套。目前土地资源稀缺、深圳房地产市场坚挺，去年周边楼盘开盘价均在 6 万以上（假设保障房均价在 2 万/平方米），在未来 3-5 年公司将持续有地产业绩释放。（假设建筑成本为 4000 元/平方米，公司预计获得收益 $((6-1.1-0.4) \times 20.4 + (2-1.1-0.4) \times 4.2) \times 0.49 = 46$ 亿元，考虑销售费用等，公司预计将获得投资收益 30 亿元以上）。

大环保业务有序推进，保障公司持续盈利能力

- 在公路投资收益下降，路产经营可持续性风险逐步提升的大环境下，高速公路企业纷纷寻求转型开展多元化业务。公司今年主要以认购股权的方式逐步渗透进环保行业。2016 年 12 月 30 日公司董事会批准参与深汕特别合作区南门河综合治理项目，首个环保项目正式落地，总投资将不超过 3.2 亿元。2017 年 4 月以总计 6189 万元认购水务规划设计院增资后 15% 股权。公司认为本次投资水规院可为本集团拓展水环境治理领域业务补充专业技术资源，形成协同效应。5 月末以 44 亿向水务资产收购德润环境 20% 股权，

收购德润环境股权每年可为公司贡献投资收益约 2 亿元，除此之外德润拥有水处理和垃圾焚烧发电两大业务，可扩大公司环保业务，并在未来展开深层合作等。

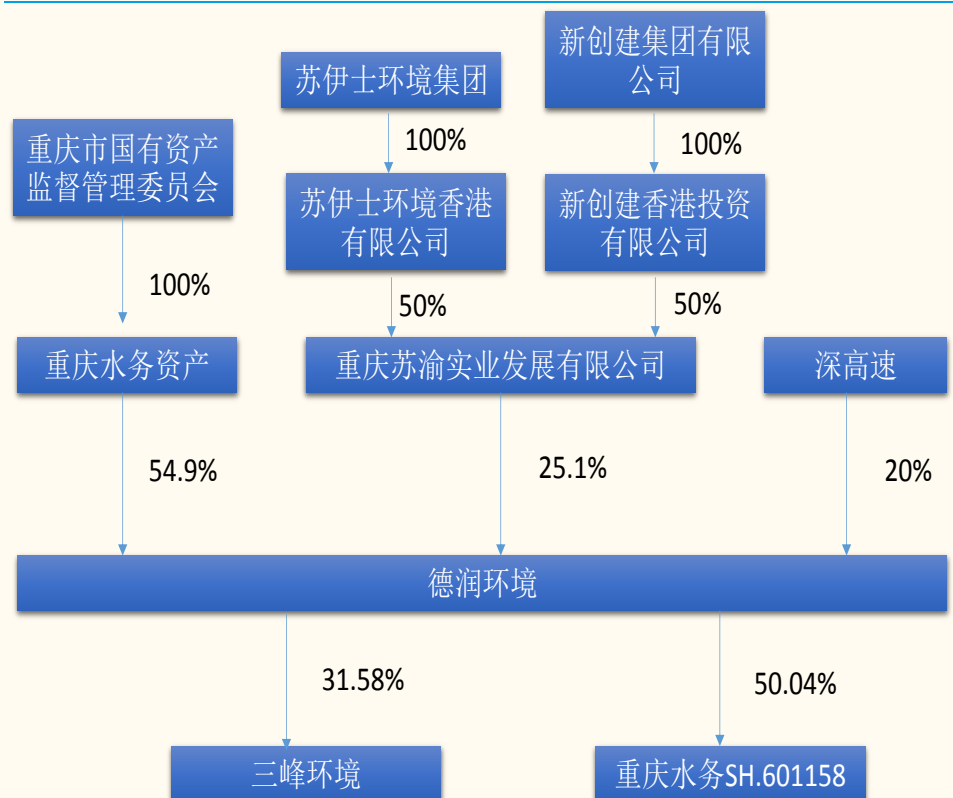
深汕特别合作区南门河综合治理项目：环保第一步，布局深汕合作区

- 公司参与该项目具有重要标志性意义，该项目是公司第一个直接参与的环保类项目，同时在地理位置上该项目坐落在深汕特别合作区。该合作区于 2011 年 2 月 11 日成立，现合作体制机制为深圳全面主导。该特别行政区的建立主要针对深圳制造业出现的外迁现象，提议企业将总部、研发部门等留在深圳，将生产制造基地放在深汕特别合作区。深高速在该区域除了该环保项目，时还参与深汕特别合作区土地平整及相关配套工程投资建设管理项目。
- 南门河水综合治理一期项目内容主要包括南门河 5 条支流河道综合治理，市政道路跨河桥梁 3 座；以及紧邻田寮河的深汕东六路的市政道路工程。此次项目建设方式是公司全资子公司深圳高速投资有限公司与中交天津航道局有限公司联合中标，中交天津航道局是国家大型港口及航道工程施工企业，约有百年历史，在水利及环保工程方面具有丰富经验；而公司在道路工程建设及管理方面也拥有专业经验及资源，所以在该项目上双方优势互补。而且对于公司来讲，该项目可以让公司联合有经验企业直接参与到环保项目中，是切入环保行业较好选择。

德润环境：专注垃圾焚烧及污水处理，高增长有望延续

- 公司于 5 月 26 日公告，5 月 25 日公司全资子公司环境公司与水务资产签订了产权交易合同，将以 44.08 亿元收购德润环境 20%的股权。德润环境第一大股东为重庆水务资产经营有限公司，在股权转让之后依旧持股 54.9%，实际控制人为重庆市国有资产监督管理委员会。

图表 14：德润环境股权结构



来源：根据重庆联交所官网整理所得，国金证券研究所

- 德润环境是一家综合性的环境企业，拥有水处理和垃圾焚烧两项业务。在过去两年里公司营业收入规模稳健增长；并且排除 16 年重庆水务污水处理业务增值税影响公司 15-17 年净利润复合增长率在 20% 以上。公司主要利润来自于持股 50.04% 的重庆水务及持股 31.58% 的三峰环境。

图表 15：德润环境财务数据

(亿元)	2015	2016	2017Q1
营业收入	66.1	71.63	15.15
yoy		8%	4.40%
营业成本	39.5	47.32	9.44
净利润	18.67	14.16	6.82
归母净利润	7.17	7.23	3.49
yoy		1%	67.80%

来源：wind，国金证券研究所

- 公司在手现金约 60 亿元，2017 年一季度资产负债率为 38.7%，低于行业平均的 50% 左右的水平。盈利能力方面，净资产收益率属行业上游水平；现金流质量方面，盈利质量良好，应收账款周转率高。从公司财务状况优异，在手现金流充裕，资产负债率稳定并且在同行中保持较低状况；无论是盈利能力或盈利质量均处于同行业中较高位置，提供良好的财务保障。

图表 16：环保可比公司财务状况

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
德润环境	4.6	7.5	0.47	38.7	1357	4.46

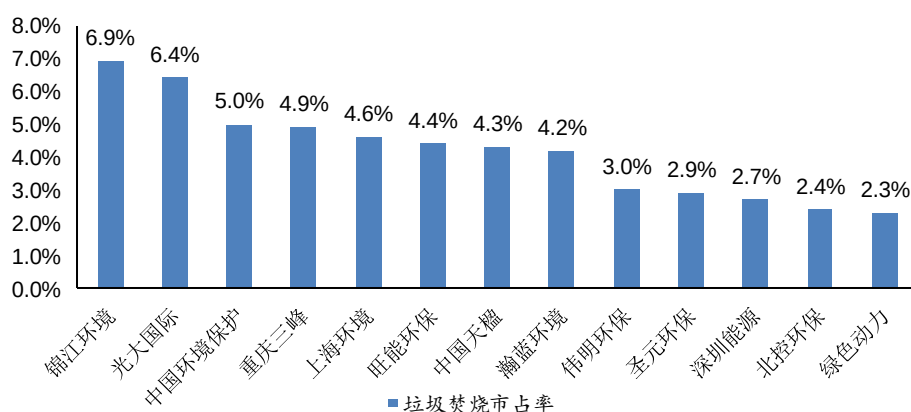
数据来源：Wind、国金证券研究所；为 17H1 数据，德润环境为一季度数据

来源：wind，国金证券研究所

三峰环境

- 垃圾焚烧运营及设备市占率全国排名前列。三峰环境专门从事垃圾焚烧发电项目的投资、建设和运营。根据公司官网介绍，公司垃圾焚烧技术及设备在国内的市占率超过 30%（深高速 10 月投资者互动记录中公告市占率为 34%），据全国第一；根据深高速最近公告，三峰环境现运营项目有 11 个，日处理能力达 1.43 亿吨，2015 年全国日处理能力为 21.9 万吨，公司垃圾焚烧发电业务市占率约 5%，根据 E20 研究院数据显示，2015 年上海环境市占率全国排名第四。

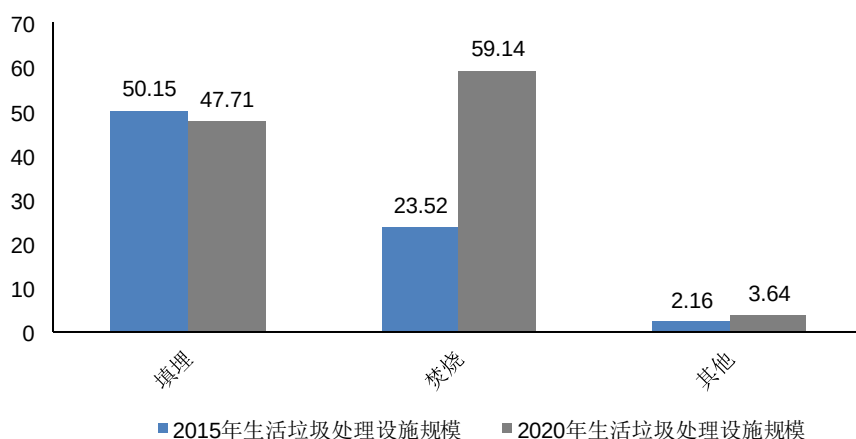
图表 17：上海环境垃圾焚烧市占率全国排名第五



来源：E20，国金证券研究所

- “十三五”期间，垃圾焚烧总投资额将达到 1700 亿元，市场年复合增速达 20%。目前国内外采用较广泛的垃圾处理方式主要有卫生填埋、堆肥法和焚烧法等。纵观我国生活垃圾的处理，卫生填埋依然占主导。“十三五”期间，全国规划新增生活垃圾无害化处理能力 50.97 万吨/日（含“十二五”续建 12.9 万吨/日），其中要求设市城市生活垃圾焚烧处理能力占无害化处理总能力的比例达到 50%，东部地区达到 60%；经济发达地区和土地资源短缺、人口基数大的城市，优先采用焚烧处理技术，减少原生垃圾填埋量。
- 数据显示，2015 年垃圾处理设施规模中填埋、焚烧、其他分别为 50.15、23.52、2.16 万吨/日，（占比相应为 66%、31%、3%）而到 2020 年的目标要分别达到 47.71、59.14、3.64 万吨/日（占比相应为 43%、54%、3%），填埋规模减少 2.44 万吨/日，焚烧规模大增 35.62 万吨/日。2015 年至 2020 年，全国将新增生活垃圾无害化处理规模中，垃圾焚烧处理方式占主导，年复合增长率高达 20%，以 50 万元/吨投资计算，总投资将高达 1700 多亿元，“十三五”期间，我国垃圾焚烧行业仍将维持高景气度。

图表 18：“十三五”期间新增生活垃圾无害化处理规模中垃圾焚烧占主导地位



来源：发改委，国金证券研究所

- 假设一个中型垃圾焚烧厂日均处理量为 1200 吨，十三五期间约新增垃圾焚烧厂 $(59.14-23.52)/0.12=297$ 座，2015 年全国共有垃圾焚烧厂 220 座，所以十三五期间垃圾焚烧厂数量（设备市场规模）复合增速为 18%。
- 三峰环境或迎业绩高增速。公司 2016 实现利润总额 4.3 亿元。目前已运营的垃圾焚烧发电项目有 11 个，日均处理能力为 1.43 万吨，根据行业平均的收入模式，我们估算公司 2016 年在垃圾焚烧发电运营方面实现利润约 2.4 亿元；另 1.9 亿元预计为设备供货等业务的利润。

- 根据深高速公告披露，三峰环境目前获得订单 12 个，其中 7 个已经在开工建设，另外 5 个也已经和各地政府签约并展开前期工作。根据公司官网披露，7 个在建项目完工后可提升日处理能力 11600 吨，为公司每年带来新增利润 1.94 亿元。倘若 7 个项目可在未来 3 年内完工，那公司该部分业务利润复合增速将达到 22%。结合对垃圾焚烧设备市场增速的预测，我们预计公司未来几年利润复合增长率在 20% 左右，呈现确定性高速增长。

图表 19：垃圾焚烧发电 PPP 项目列表

项目名称	处理规模（吨/天）	发电机功率	投入运营时间
已投入运营			
重庆同兴	1200	2*12MV	2004.8
江苏泰兴	800		1994.7
四川成都九江	1800	2*18MV	2011.9
重庆丰盛	2400	2.3 亿度	2012.5
云南昆明空港	1000		2013.8
云南大理	600	12MV，0.8 亿度	2013.12
山东东营	1200	12MV	2013.7
重庆万州	800	15MV 0.917*108KW/h	2016.3
安徽六安	1800	0.66 亿	2014.9
四川西昌	600	12MV，0.6 亿度	2011
广东汕尾	2100	15MV	2011.8
广西南宁	2000	2*18MV，2.16 亿度	2016 年 9 月正式运营
甘肃白银	600	12MV	2013 年 4 月成立，2016 年年底发电并网
建设中			
重庆涪陵-长寿	一期 1000	18MV	2014 年一月建立全资子公司，2015 开工
重庆第三	4500	3*35MV	2015.11 月开工，预计 2017 年 10 月投入生产
广东梅州	一期 1000		BOT 2014 年 3 月中标
辽宁鞍山	1500	2*15MV	BOT，2014 年 4 月中标，2016 年 10 月公式一次环评，预计 2018 年投产
新疆库尔勒	一期 750	15MV	2015 年 12 月成立
重庆綦江	一期 600 吨/天	12MV	2016 年 3 月独立投资，预计 2018 年底建成
浙江绍兴	2250	1.88 亿	预计 2017 年底正式接收垃圾
前期			
重庆第四	3000	2*30MV	预计 2020 上半年投入运行
重庆黔江	700	2*7.5MV	2017.5 环评第二次公式
新疆阿克苏	1050	12MV	2017.6 PPP 环评第二次公式
内蒙古赤峰	1200		
重庆永川	1200	12MV	2017.3 一次环评公式

来源：三峰环境官网，国金证券研究所

图表 20：三峰环境未来垃圾焚烧发电项目业绩预测

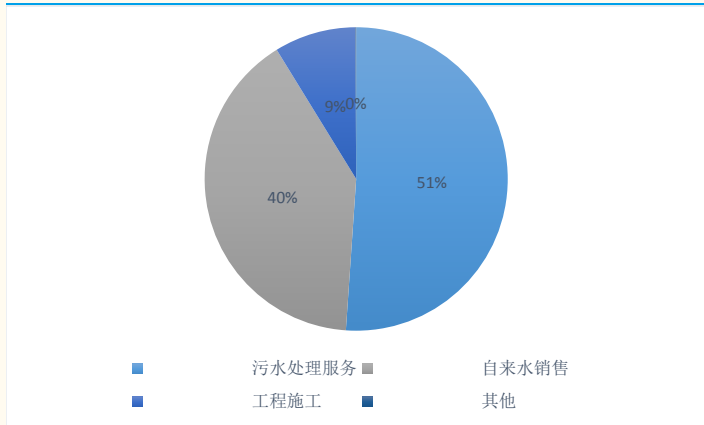
年份	运营项目个数	日处理量（吨/天）	处理单价（元/吨）	平均净利率	垃圾发电量（千瓦时/吨）	上网电价（元/千瓦时）	发电净利率	利润规模（亿元）
2017	11	14300	70	20%	280	0.65	20%	2.40
2018 新增	2	6750						1.13
2019 新增	5	4850						0.81
未来在手订单	5	7150						1.20

来源：国家统计局，国金证券研究所

重庆水务

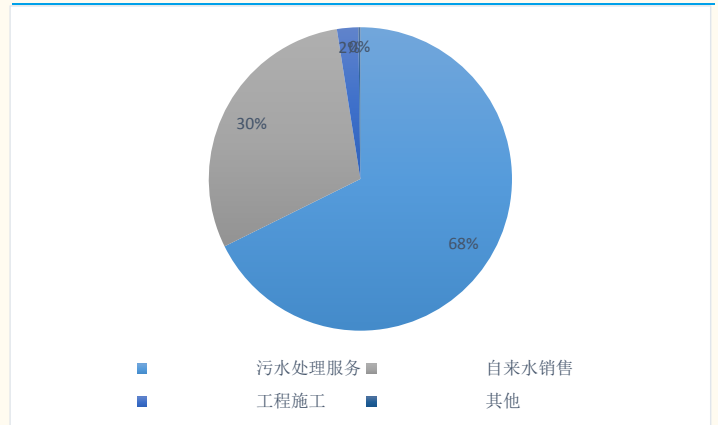
- 重庆水务为一家上市公司，是重庆市最大的供排水一体化经营企业，主要业务为供水及污水处理业务；从 2017 年上半年最新财务报表来看，公司污水处理业务占收入的 51%，毛利的 68%；自来水销售业务占收入的 40%，毛利的 30%。公司于 2007 年被重庆市政府授予供水及排水特许经营权，期限为 30 年。

图表 21：2017H1 主营业务收入结构



来源：公司财报，国金证券研究所

图表 22：2017H1 主营业务毛利结构



来源：公司财报，国金证券研究所

供水业务

- 公司供水业务主要是从长江、嘉陵江或当地水库汲取水源，进行水源水处理后，将自来水输送到终端用户。该业务经营为特许经营模式，公司 2007 年获得重庆市授予的特许经营权，期限为 30 年。截至 2016 年底，公司下属从事该业务的 5 家子公司共拥有 33 套制水系统（水厂），生产能力为 218.6 万立方米/日，公司供水业务占有重庆市主城区约 56% 的市场；公司及合营联营企业共同占有重庆市主城区约 94% 的自来水市场，在重庆地区供排水市场具有区域垄断优势。

图表 23：公司截止 2016 年供水产能情况

供水企业	水处理厂	生产能力（万立方米/日）
重庆市自来水有限公司	15 套制水系统（水厂）	161.3
重庆市渝南自来水有限公司	3 套制水系统（水厂）	11.2
重庆市万盛自来水有限公司	7 套制水系统（水厂）	6.2
重庆市合川区自来水有限公司	2 套制水系统（水厂）	1.3
重庆两江水务有限公司	7 套制水系统（水厂）	26.9
合计	34	218.6

来源：公司 2016 年报，国金证券研究所

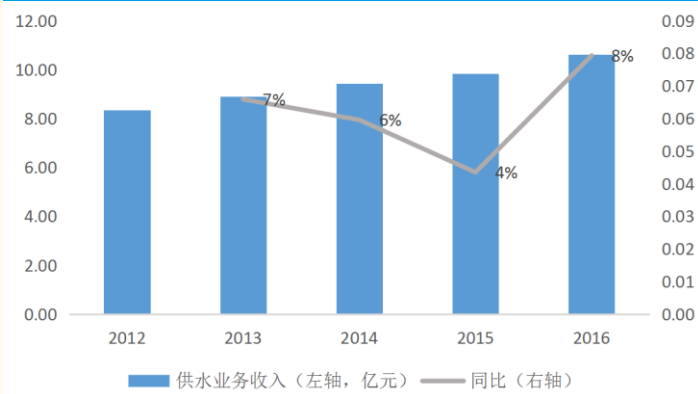
- 从供水业务收入来看，这几年一直维持较为平稳的发展；毛利率水平近 5 年呈现下降趋势，主要来自于成本端人工成本的上升。而稳定的收入增速来自于城镇化水平的上升及供水产能的扩大，预计未来几年该业务收入增速将稳定在 5% 以上。

在售水量方面，增速主要来自

- 1) 城镇化水平的提升，致使居民用水需求上涨。2016 年末，重庆常住人口城镇化率达到 62.6%，比上年提升 1.66 个百分点；根据全省的“十三五”人口规划，预计到 2020 年，城镇化水平将达到 70%。

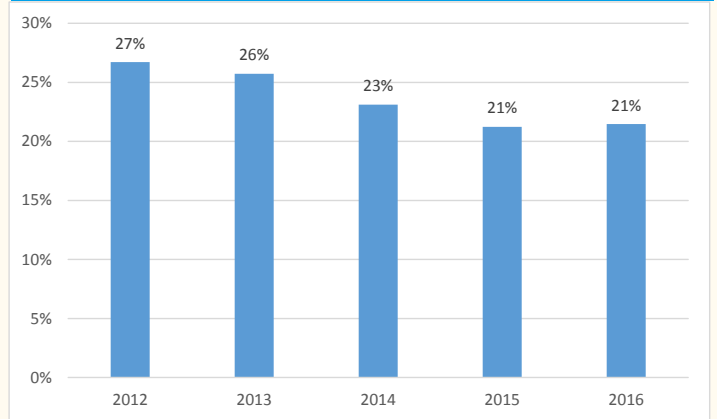
- 2) 公司供水产能扩张。2016 年公司新增日供水能力 20 万立方米，并且预计 2017 年底将投产 1 万 t/d。公司在建工程中，丰收坝水厂二期工程在 2017 年上半年已完成 29%，扩建规模为日供水 10 万立方米。而公司近几年也有意推进市外市场的拓展，未来产能将逐步释放。

图表 24：供水业务收入增速



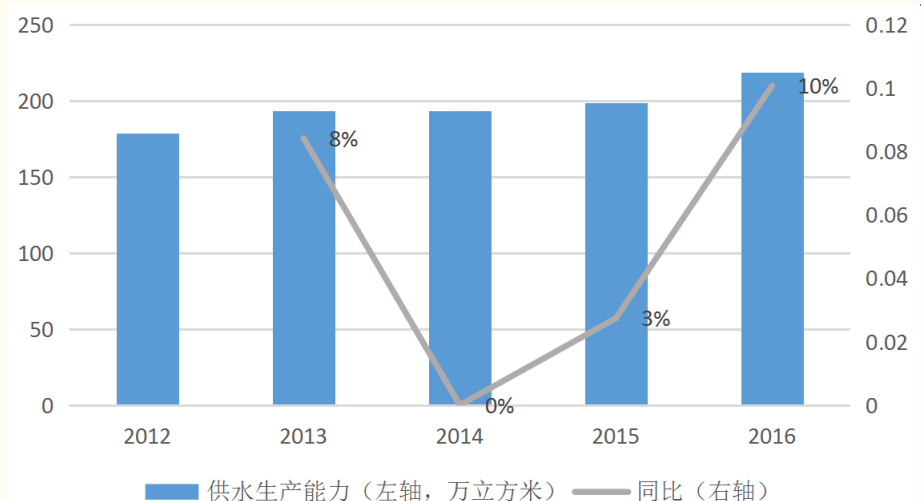
来源：wind，国金证券研究所

图表 25：供水业务毛利率水平



来源：wind，国金证券研究所

图表 26：供水业务生产能力变化



来源：公司年报，国金证券研究所

- 在水价方面，目前供水价格是由重庆市政府核定的；公司也有权要求对水价进行调整，可依照法定程序进行申请、听证最终核准。现在重庆市居民用水实施阶梯水价，第一阶梯自来水价格约为 2.4 元/立方米，高于全国 36 个城市平均价格 2.19 元/立方米，提价空间有限。

图表 27：重庆自来水销售价格

水价（元/立方米）	种类	综合水价	水资源费	污水处理费	自来水价格	2016年公司平均水价
居民用水	260立方米以下	3.5	0.1	1	2.4	2.5178
	261-360立方米	4.22			3.12	
	360立方米以上	5.9			4.8	
非居民用水		4.55			3.15	3.2225
特种用水	洗车	7		1.3	5.6	3.1378
	高尔夫球场	10.65			9.25	

来源：重庆付费通，2016 公司年报，国金证券研究所

污水业务

- 公司污水处理业务主要包括通过污水管网收集污水后进行除渣、除害处理，以及污泥的后续加工，最终将符合国家标准污水排放至长江或嘉陵江的全过程。该业务经营为特许经营模式，公司 2007 年获得重庆市授予的特许经营权，期限为 30 年。公司截止 2016 年底共有污水厂 51 个，生产能力达到 228.39 万立方米/日。公司污水处理业务在重庆市市占率为 77%；公司及联营公司共同市占率达到 94%。

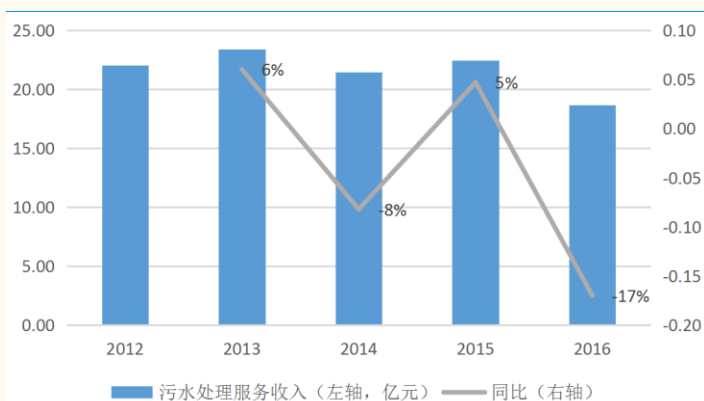
图表 28：公司 2016 年污水处理能力

污水处理企业	污水处理厂	生产能力（万立方米/日）
重庆市排水有限公司	2 个污水处理厂	83
重庆市三峡水务有限公司	20 个污水处理厂	66.49
重庆市渝东水务有限公司	11 个污水处理厂	26
重庆市渝西水务有限公司	8 个污水处理厂	23.2
重庆市毫洋水务建设管理有限公司	8 个污水处理厂	23.25
重庆市大足区清溪水务有限公司	1 个污水处理厂	1.5
成都汇凯水处理有限公司	1 个污水处理厂	4.95
合计	51	228.39

来源：公司 2016 年年报，国金证券研究所

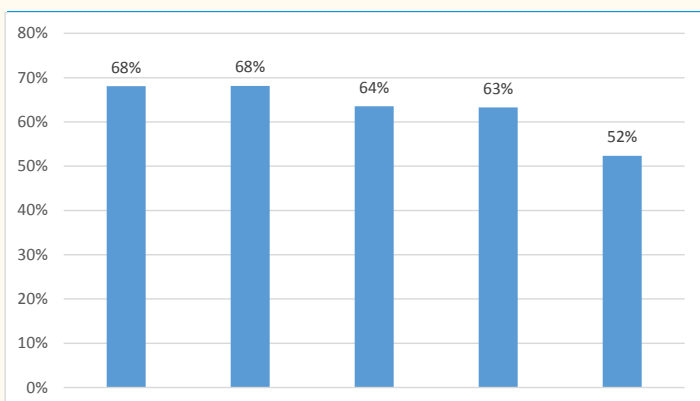
- 污水处理业务在 2016 年有明显下滑，主要原因是公司开始计提应补缴的 2015 年 6 月至 2016 年 12 月的增值税约 5.1 亿元，2017 年收到相关增值税返还 3.57 亿元，未来也存在缴纳污水处理服务增值税影响收入及利润的情况。但从公司正常业务经营来看，污水处理业务采取“政府特权、政府采购、企业经营”的模式，污水处理价格由重庆市政府每 3 年核定一次，主要根据公司获得合理利润为基础（10%的净资产收益率），到 2016 年 12 月 31 日污水处理结算价第三期已到期，重庆市财政局将暂按第三期结算价格计算支付污水处理服务费，差额部分待第四期价格核定后 30 日内进行结算；根据往期价格调整方式，现公司具有结算价格下降风险。

图表 29：污水处理服务收入增速



来源：wind，国金证券研究所

图表 30：污水处理服务毛利率



来源：wind，国金证券研究所

图表 31：重庆污水处理结算价

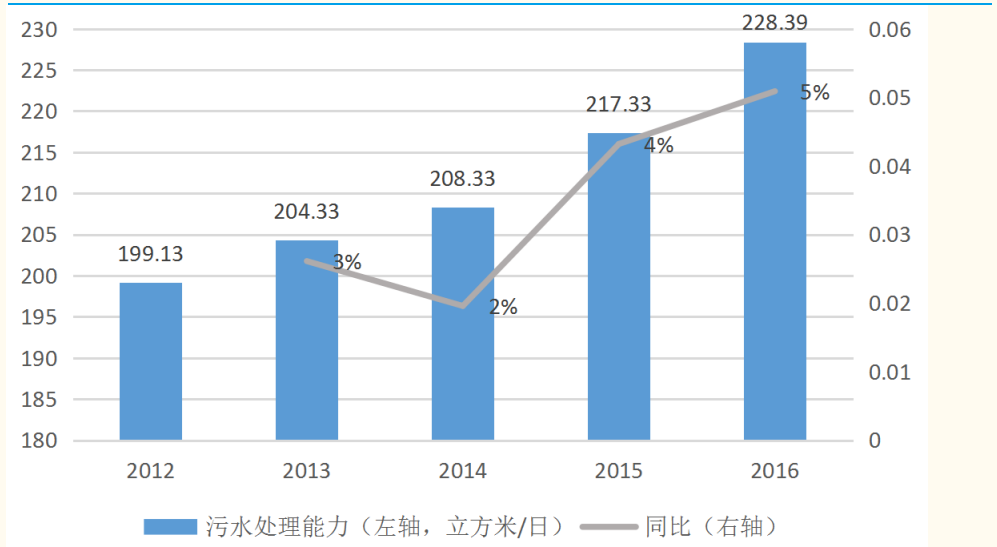
（元/立方米）	2010 首期	2011-2013	2014-2016
污水处理结算价	3.43	3.25	2.78

来源：公司年报，国金证券研究所

- 公司污水处理业务毛利率高达 60%以上，具有较强的盈利能力。而不断扩张的产能也提供了该业务高速发展的可能性。过去几年公司污水处理能力

上升速度在 5%以内，2016 年新增日污水处理能力 20 万立方米，成功并购青白江第二污水处理厂，实现重庆外首个项目落地。

图表 32：污水处理能力



来源：公司财报，国金证券研究所

- 考虑到公司污水产能扩张的不确定性，及第四期结算价格下降风险，收取增值税对利润的影响，我们预计未来 3 年公司污水处理业务收入及利润保持年复合 5% 的增长。

总结：从投资收益角度来看德润环境；三峰环境或迎来项目完工高峰，未来 3 年利润增速或保持在 20%-25% 左右；重庆水务，供水业务产能持续扩张，污水处理业务积极推进市场拓展，未来三年利润增速或保持 5% 左右；考虑到两家主要公司对德润环境利润占比，预计德润环境利润增速在 10%，每年贡献深高速投资收益约为 2 亿元。

盈利预测调整

- 根据上半年车流量增长情况，将通行费营业收入向上调至 43 亿元，同比上升 17.2%。（主要上涨因素为益常高速，长沙环路并表）
- 地产部分，预计贵龙项目一期第二阶段将在 2017-18 年确认收入，预计 2017 年贡献利润 0.5 亿元，2018 年贡献利润 1 亿元。
梅林关城市更新项目预计将在 2019 年开始贡献利润（盈利预测中暂不体现）
- 环保业务，预计 2017-2019 德润环境股权贡献投资收益 1 亿元（按 7 个月计算），2 亿元，2.1 亿元。
- 预计公司 2017-19 年实现归母净利润分别为 15.9/18.5/21.2 亿元，对应现股价 PE 为 12.8/11.1/9.6 倍（未考虑梅林关项目利润贡献）。

图表 33：盈利预测

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
增 速	-6%	32%	6%	15%	8%
通行费收入	0%	22%	17.2%	14.6%	9%
清连公路	-18%	5%	11%	10%	10%
机荷东段	8%	2%	14%	10%	15%
机荷西段	18%	10%	5%	5%	5%
武黄高速	2%	4%	9%	5%	5%
梅观高速	-32%	10%	12%	15%	15%
水官高速		8%	4%	8%	8%
益常高速				10%	10%
长沙环路				20%	15%
其他业务收入	-34%	110%	-44%	21%	-5%
委托管理服务收入	-81%	28%	-40%	50%	50%
广告及其他	10%	19%	10%	10%	10%
地产业务（万元）		25,369	25,000	30,000	20,000

来源：公司财报，国金证券研究所

风险提示

- 宏观经济下滑或区域腹地经济增速下降致使货车流量走低，其他道路建设或高铁产生分流；房地产施工进度不及预期，环保项目价格下调或获取订单进度不及预期等。

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	3,620	3,421	4,532	4,805	5,548	5,978
增长率		-5.5%	32.5%	6.0%	15.5%	7.8%
主营业务成本	-1,705	-1,679	-2,533	-2,373	-2,687	-2,815
%销售收入	47.1%	49.1%	55.9%	49.4%	48.4%	47.1%
毛利	1,915	1,742	1,999	2,432	2,861	3,163
%销售收入	52.9%	50.9%	44.1%	50.6%	51.6%	52.9%
营业税金及附加	-131	-123	-66	-34	-39	-42
%销售收入	3.6%	3.6%	1.5%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	-5	-14	-19	-22	-25	-27
%销售收入	0.1%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
管理费用	-88	-134	-139	-144	-166	-179
%销售收入	2.4%	3.9%	3.1%	3.0%	3.0%	3.0%
息税前利润 (EBIT)	1,691	1,471	1,776	2,233	2,631	2,915
%销售收入	46.7%	43.0%	39.2%	46.5%	47.4%	48.8%
财务费用	-419	-371	-639	-714	-860	-827
%销售收入	11.6%	10.8%	14.1%	14.9%	15.5%	13.8%
资产减值损失	0	-620	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	75	0	0	0
投资收益	187	1,155	434	560	660	708
%税前利润	6.3%	69.1%	26.7%	26.3%	26.6%	24.9%
营业利润	1,459	1,635	1,645	2,078	2,431	2,796
营业利润率	40.3%	47.8%	36.3%	43.3%	43.8%	46.8%
营业外收支	1,508	37	-23	50	50	50
税前利润	2,967	1,672	1,622	2,128	2,481	2,846
利润率	82.0%	48.9%	35.8%	44.3%	44.7%	47.6%
所得税	-695	-177	-306	-426	-496	-569
所得税率	23.4%	10.6%	18.9%	20.0%	20.0%	20.0%
净利润	2,271	1,495	1,316	1,703	1,985	2,277
少数股东损益	85	-58	147	110	140	160
归属于母公司的净利润	2,187	1,553	1,169	1,593	1,845	2,117
净利率	60.4%	45.4%	25.8%	33.1%	33.3%	35.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	2,271	1,495	1,316	1,703	1,985	2,277
非现金支出	981	1,516	1,225	1,173	1,253	1,273
非经营收益	-1,241	-1,040	81	148	114	31
营运资金变动	-221	-203	-502	-468	-232	53
经营活动现金净流	1,790	1,768	2,120	2,556	3,120	3,634
资本开支	414	1,444	-382	-3,675	-1,448	-1,659
投资	-17	-1,269	-1,917	-4,512	-600	-700
其他	98	409	-231	560	660	708
投资活动现金净流	495	584	-2,530	-7,627	-1,388	-1,651
股权募资	60	0	0	0	0	0
债权募资	-1,258	-2,467	-101	3,611	119	-610
其他	-925	5,038	-1,433	-1,204	-1,631	-1,792
筹资活动现金净流	-2,123	2,571	-1,534	2,408	-1,513	-2,402
现金净流量	162	4,923	-1,944	-2,664	219	-419

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,634	6,422	5,664	3,000	3,219	2,800
应收账款	820	783	647	816	1,034	1,114
存货	535	649	663	618	478	463
其他流动资产	1,037	570	1,025	1,058	1,145	1,257
流动资产	4,027	8,424	8,000	5,492	5,876	5,634
%总资产	16.6%	26.6%	24.7%	14.9%	15.4%	14.4%
长期投资	3,032	2,096	4,777	9,289	9,888	10,588
固定资产	1,062	1,193	1,226	1,282	1,303	1,330
%总资产	4.4%	3.8%	3.8%	3.5%	3.4%	3.4%
无形资产	16,157	19,284	18,329	20,824	21,050	21,460
非流动资产	20,303	23,246	24,385	31,455	32,301	33,437
%总资产	83.4%	73.4%	75.3%	85.1%	84.6%	85.6%
资产总计	24,329	31,671	32,385	36,948	38,176	39,071
短期借款	1,046	1,836	1,582	4,230	2,709	2,499
应付款项	1,118	1,740	2,834	2,474	2,436	2,600
其他流动负债	771	534	368	399	348	371
流动负债	2,935	4,111	4,784	7,103	5,492	5,470
长期贷款	3,899	2,202	1,783	3,583	3,483	3,383
其他长期负债	4,375	10,397	11,106	10,347	12,109	11,852
负债	11,209	16,710	17,673	21,033	21,084	20,705
普通股股东权益	11,798	12,369	12,674	13,767	14,805	15,919
少数股东权益	1,323	2,592	2,037	2,147	2,287	2,447
负债股东权益合计	24,329	31,671	32,385	36,948	38,176	39,071

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	1.003	0.712	0.536	0.730	0.846	0.971
每股净资产	5.410	5.672	5.812	6.313	6.789	7.300
每股经营现金净流	0.821	0.811	0.972	1.172	1.431	1.667
每股股利	0.450	0.340	0.220	0.330	0.370	0.460
回报率						
净资产收益率	18.54%	12.55%	9.23%	11.57%	12.46%	13.30%
总资产收益率	8.99%	4.90%	3.61%	4.31%	4.83%	5.42%
投入资本收益率	5.85%	5.71%	6.25%	6.32%	7.01%	7.52%
增长率						
主营业务收入增长率	10.40%	-5.52%	32.50%	6.02%	15.46%	7.76%
EBIT增长率	9.13%	-13.00%	20.72%	25.72%	17.84%	10.79%
净利润增长率	203.86%	-29.00%	-24.69%	36.19%	15.83%	14.75%
总资产增长率	6.52%	30.17%	2.26%	14.09%	3.33%	2.34%
资产管理能力						
应收账款周转天数	61.3	73.7	48.5	50.0	55.0	55.0
存货周转天数	94.2	128.7	94.5	95.0	65.0	60.0
应付账款周转天数	57.8	37.6	28.9	38.0	36.0	36.0
固定资产周转天数	104.0	123.4	82.8	80.4	71.0	66.9
偿债能力						
净负债/股东权益	50.31%	2.05%	9.31%	50.15%	48.80%	46.01%
EBIT利息保障倍数	4.0	4.0	2.8	3.1	3.1	3.5
资产负债率	46.07%	52.76%	54.57%	56.93%	55.23%	52.99%

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	3	4	7	13
增持	0	4	4	4	11
中性	0	1	1	1	1
减持	0	0	0	0	1
评分	0.00	1.75	1.67	1.50	1.62

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	2016-04-11	买入	8.99	14.00~15.00
2	2016-07-20	买入	8.47	14.00~15.00
3	2016-08-21	买入	8.55	N/A
4	2016-09-27	买入	8.60	N/A
5	2017-03-20	买入	8.90	N/A
6	2017-04-27	买入	8.42	N/A
7	2017-08-21	买入	9.80	N/A
8	2017-10-27	买入	9.81	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为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专业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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者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。

此报告仅限于中国大陆使用。

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 7GH