

瀚蓝环境 (600323.SH) 买入 (首次评级)

公司研究

市场价格 (人民币): 14.28 元
 目标价格 (人民币): 16.30-20.80 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	766.26
总市值(百万元)	10,942.25
年内股价最高最低(元)	16.45/12.59
沪深 300 指数	3325.34
上证指数	2729.43
人民币(元)	成交金额(百万元)
16.43	500
15.17	400
13.91	300
12.65	200
11.39	100
10.13	0
8.87	
7.61	
170824	
171124	
180224	
180524	
180824	

成交金额
国金行业
瀚蓝环境
沪深300

坐拥优质运营资产，发行可转债促项目加速**公司基本情况(人民币)**

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.664	0.851	1.019	1.177	1.392
每股净资产(元)	6.30	6.95	7.77	8.75	9.94
每股经营性现金流(元)	1.52	1.95	1.59	1.80	2.41
市盈率(倍)	21.64	18.75	13.69	11.85	10.02
净利润增长率(%)	26.23%	25.35%	20.23%	13.60%	17.96%
净资产收益率(%)	10.54%	9.52%	13.11%	13.46%	14.01%
总股本(百万股)	766.26	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

- **业绩稳健增长，优质运营资产提供稳定现金流：**2018 年上半年，公司实现营业收入 22.89 亿元，同比增长 16.67%；归母净利润为 49,998 万元，同比增长 59.08%；扣非后归属母公司净利润 35,578 万元，同比增长 23.68%；加权平均净资产收益率 9.31%，同比提高 3 个百分点。公司所拥有供水、污水、燃气运营资产在南海区处于垄断地位，为公司的业务拓展提供稳定的现金流；
- **垃圾焚烧行业依然保持高增长，公司发行可转债促项目加速：**“十三五”期间全国垃圾焚烧处理设施规模 2020 年要达到 59.14 万吨/日。2017 年的总处理能力达到 30.4 万吨/日，要完成 2020 年的目标，2018-2020 三年的行业复合增长率要达到 24.83%。公司募集 10 亿元可转债投入三个垃圾焚烧项目，募投项目具有较好的盈利能力和平稳发展，项目建成投产后，将满足项目所在地快速增长的垃圾处理需求，有利于进一步增强公司的经营业绩；
- **国投电力战略入股，协同效应凸显：**国投电力签署通过协议转让的方式受让公司股份总数的 8.615%，成为公司战略投资股东。国投集团与各地地方政府长久的紧密合作关系，将有利于瀚蓝环境项目落地率提高。在财务融资方面，国投集团及国投电力有助于帮助瀚蓝降低运营项目的债务融资成本，进一步提升项目的盈利能力；

投资建议

- 我们认为垃圾焚烧行业度过了野蛮生长的快速增长期后，行业将进入平稳发展，优质公司份额将得到提升。公司坐拥大量优质运营资产，在建及筹建项目充足，引入央企资本作为长期战投将加速项目的落地。

估值

- 预计公司 2018-2020 营业收入为 48.23、53.08 和 61.19 亿元，对应的归母净利润 7.81、9.02、10.67 亿元，18-20 年 EPS 分别为 1.02、1.18 和 1.39 元，对应动态 PE 为 14 倍、12 倍、10 倍。给予“买入”评级，目标价 16.3-20.8 元。

风险

- 项目进度不达预期的风险，政策执行力度不达预期的风险。

孙春旭 联系人
 sunchunxu@gjzq.com.cn

唐川 分析师 SAC 执业编号: S1130517110001
 tangchuan@gjzq.com.cn

内容目录

中报点评：业绩稳健增长，优质运营资产提供稳定现金流.....	3
利润表分析：扣非后归母净利增长 23.68%，期间费用率略增.....	3
分业务分析：四大主业均增长，固废板块未来增长点.....	3
现金流量表分析：优质运营资产提供稳定现金流.....	4
垃圾焚烧行业保持高增速，公司发行可转债促项目加速.....	4
垃圾焚烧行业高速发展，产能缺口仍大.....	4
发行十亿可转债，垃圾焚烧项目进度有望加速.....	5
国投电力战略入股，协同效应凸显.....	6
盈利预测	6
风险提示	8

图表目录

图表 1：公司固废处理发电业务主要经营业务数据	3
图表 2：公司水务行业主要数据	4
图表 3：现金流状况分析.....	4
图表 4：我国历年来垃圾焚烧厂数量及产能.....	5
图表 5：募资项目	5
图表 6：国投电力控股公司举例	6
图表 7：盈利预测	7

中报点评：业绩稳健增长，优质运营资产提供稳定现金流

利润表分析：扣非后归母净利增长 23.68%，期间费用率略增

- 2018年上半年，公司实现营业收入 22.89 亿元，同比增长 16.67%；归属母公司净利润 49,998 万元，同比增长 59.08%；扣非后归属母公司净利润 35,578 万元，同比增长 23.68%；加权平均净资产收益率 9.31%，同比提高 3 个百分点。报告期内公司毛利率为 33.97%，同比提高 2.85 个百分点。

公司归母净利比去年同期增长 59.08%，主要原因：1、处置官窑市场收益；2、报告期内完成燃气发展 30%股权收购，燃气业务销量增长及购销差价上升；3、固废业务新增项目投产及退税收入增加；4、污水管网运营收入增加；5、供水业务水损治理取得一定成效。其中，官窑市场处置税前收益约 1.6 亿元，占当期合并利润总额约 25%，该资产处置收益不具有持续性。

期间费用率同比增加 0.56 个百分点。报告期内公司期间费用为 2.81 亿，同比增长 22%，但期间费用率相对稳定，从去年同期的 11.72% 增加到今年上半年的 12.28%。其中，管理费用和财务费用增幅较大，管理费用因为新增并表单位及技术科研投入的增加，同比增长 32% 达到 1.46 亿；财务费用因为银行借款增加导致财务利息支出增加，同比增长 17% 达到了 1.03 亿。

分业务分析：四大主业均增长，固废板块未来增长点

- 固废处理业务：报告期内实现收入 8.02 亿元，同比增长 18.07%。报告期内，大连垃圾焚烧项目（1000 吨/日）已实现满产运营，哈尔滨餐厨项目已完工；顺德固废产业园项目工程进展顺利，垃圾焚烧项目（3000 吨/日）、污泥处理项目（400 吨/日）已基本建成，正在调试，预计 10 月中旬投产；廊坊垃圾焚烧二期扩建项目（500 吨/日）预计于年底建成；孝感垃圾焚烧项目签署补充协议，总设计规模从 1050 吨/日增加至 2250 吨/日，项目选址已确定，预计于年内开工。
- 目前公司固废处理业务板块已经投运产能 11300 吨/日，在建及筹建产能为 13000 吨/日。目前在建项目进展顺利，公司未来业绩增长有保障。

图表 1：公司固废处理发电业务主要经营业务数据（发电量、上网电量：万度，上网电价：元/度（含税））

地区	2018年1-3月				2018年4-6月			1-6月累 计结算 电量
	发电量	上网电量	上网电价	累计已结 算电量	发电量	上网电 量	上网电 价	
广东	12,179	10,531	0.65	10,267	13,911	11,527	0.65	22,058
福建	16,922	14,286	0.65	14,403	15,937	13,331	0.65	27,519
湖北	3,846	3,248	0.65	3,248	3,869	3,276	0.65	6,246
河北	3,008	2,463	0.65	2,422	2,693	2,165	0.65	5,282
辽宁	1,332	1,145	0.65	-	4,729	3,895	0.65	6994
合计	37,287	31,672	--	30,340	41,139	34,194	--	68,099

来源：公司公告，国金证券研究所

- 同时公司发布了主要经营数据，公司 2018 年上半年无新增重大订单。固废处理发电业务 2018 年第二季度发电量和上网电量分别为 41139 万度和 34194 万度，环比第一季度增加 10% 和 8%，主要由于新增辽宁项目投产，并且产能逐步得到释放。
- 燃气业务：报告期内实现收入 7.91 亿元，同比增长 18.29%。公司于 1 月完成燃气发展 30% 股权的收购，燃气发展成为公司全资子公司。燃气发展

抓住政府推行清洁能源政策的机会，积极开展铝型材企业、高污染燃料禁燃区企业天然气转换工作，重点拓展南海区内陶瓷行业用户。

- 污水处理业务：报告期内实现收入 1.03 亿元，同比增长 14.93%。公司下属 16 个污水处理厂提标改造建设工作有效推进，大部分项目已完成 BOT 补充协议单价核定。
- 供水业务：报告期内运营平稳，实现收入 4.25 亿元，同比增长 4.54%。公司在完成南海区供水整合后，将水损治理作为日常重点工作，取得一定成效；加快南海第二水厂四期工程项目建设（25 万立方米/日），强化南海区的供水安全保障。
- 公司水务板块保持稳定增长，第二季度自来水供应量和污水供应量均量价齐升，量分别为 10557.67 万吨和 5330.33 万吨，分别环比增长 9% 和 9%。自来水和污水处理第二季度均价分别为 2.16 元/吨和 0.94 元/吨，均出现小幅上升。

图表 2：公司水务行业主要数据（供应量、处理量：万吨，均价单位：元/吨）

地区	2018年1-3月			2018年4-6月				
	累计自来水供应量	均价	累计污水处理量	均价	自来水供应量	均价	污水处理量	均价
佛山南海区	9,657.14	2.16	4,873.85	0.92	10557.67	2.17	5330.33	0.94

来源：公司公告，国金证券研究所

现金流量表分析：优质运营资产提供稳定现金流

2018 年上半年公司经营活动产生的现金流量净额为 4.34 亿，同比略降 0.04%；投资活动产生的现金流量净额为 -9.13 亿，同比增加了 65.08%，变动原因是本期支付燃气发展 30% 股权收购款及项目工程款项增加；筹资活动产生的现金流量净额为 3.40 亿，同比大增 468.81%，变动原因主要是去年同期偿还借款较多。

公司销售商品、提供劳务收到的现金 22.89 亿元，同比增长 17%，占营收比重 94%，虽然同比下降 3 个百分点，但仍保持在较高水平。

应收账款周转率从 2017 上半年的 5.72 下降到了 2018 上半年的 5.22，存货周转率从 2017 上半年的 6.91 上升到了 2018 上半年的 7.68，总资产周转率由 0.15 提高到了 0.16。

图表 3：现金流状况分析（单位：亿元）

年份	营收	销售商品、提供劳务收到的现金	占营收比重	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
2017H1 ^o	19.62 ^o	18.95 ^o	97% ^o	5.72 ^o	6.91 ^o	0.15 ^o
2018H1 ^o	22.89 ^o	21.49 ^o	94% ^o	5.22 ^o	7.68 ^o	0.16 ^o

来源：公司公告，国金证券研究所

垃圾焚烧行业保持高增速，公司发行可转债促项目加速

垃圾焚烧行业高速发展，产能缺口仍大

- 在国家政策的大力支持下，我国垃圾焚烧行业获得高速发展。我国自 1988 年在深圳建成第一座生活垃圾焚烧厂，至今已有超过 300 家的垃圾焚烧设施投入运行。从我国历年统计年鉴可知，我国垃圾焚烧厂数量由 2006 年的 69 座快速增加到了 2016 年的 249 座，垃圾焚烧处理能力也由 2006 年的 4 万吨/日提升到了 2016 年的 25.59 万吨/日。单厂处理能力由 2006 年的 580 吨/日提升到了 2016 年的 1028 吨/日，单厂处理规模越来越大。

- 据中国环境网数据，截至 2017 年底我国建成并投入运行的生活垃圾焚烧发电厂约 303 座、总处理能力为 30.4 万吨/日，总装机约为 6280MW。2017 年新投入运行的生活垃圾焚烧厂超过 50 座，而这一数字在 2013 到 2016 分别是 28 座、22 座、32 座和 29 座，2017 年为历年来建成投入运行生活垃圾焚烧发电厂最多的一年。

图表 4：我国历年来垃圾焚烧厂数量及产能



来源：统计年鉴，国金证券研究所

- 《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》提出，“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（包含“十二五”续建 12.9 万吨/日），其中垃圾焚烧处理设施规模 2020 年要达到 59.14 万吨/日。2017 年的总处理能力达到 30.4 万吨/日，要完成 2020 年的目标，2018-2020 三年的行业复合增长率要达到 24.83%。
- 我们通过生态环境部网站中的 2016 年到 2017 年的中央环保督察对全国 31 省区的督察反馈中发现，垃圾焚烧产能的缺口确实存在且巨大。在 31 个省区中，其中有 9 个省区被督察到有生活垃圾无害化能力不足的问题。例如：浙江省督察时发现全省“十二五”规划项目中仍有 21 座生活垃圾处理设施未建成投运，全省生活垃圾处理能力缺口约 8000 吨/日；山东省全省生活垃圾处理能力缺口超过 1.5 万吨/日，80 个生活垃圾填埋场中，有 48 个超负荷运行；海南省琼海市每天产生 500 吨生活垃圾，现行垃圾焚烧厂实际处理量约 200 吨/日，大量垃圾堆积。

发行十亿可转债，垃圾焚烧项目进度有望加速

- 8 月 8 日，公司发布公开发行 A 股可转换公司债券募集资金使用的可行性报告，拟募集资金不超过 100,000.00 万元（含发行费用），募集资金投入三个垃圾焚烧发电项目：南海生活垃圾焚烧发电厂提标扩能工程项目、安溪县垃圾焚烧发电厂改扩建项目和漳州南部生活垃圾焚烧发电厂项目。

图表 5：募资项目

序号	项目名称	单位：万元	
		项目投资总额	拟投入募集资金金额
1	南海生活垃圾焚烧发电厂提标扩能工程项目	76,946.59	55,000.00
2	安溪县垃圾焚烧发电厂改扩建项目	46,199.02	25,000.00
3	漳州南部生活垃圾焚烧发电厂项目	48,382.05	20,000.00
合计		171,527.66	100,000.00

来源：统计年鉴，国金证券研究所

- 本次募集资金投资项目具有较好的盈利能力和平稳的市场前景，项目建成投产后，将满足项目所在地快速增长的垃圾处理需求，有利于进一步增强公司的经营业绩，为公司带来良好的经济效益，促进公司持续健康发展。
- 以安溪项目为例，本项目采用特许经营权 BOT 模式投资建设，项目总投资为 46,199.02 万元，其中包括：工程费用 38,929.21 万元，工程建设其他费用 3,656.99 万元，预备费 2,129.31 万元，建设期利息 1,336.09 万元，铺底流动资金 147.43 万元。本项目将配置改扩建一条 750t/d 的垃圾焚烧生产线，含热烘干 35t/d (含水率 40%) 污泥并掺烧，一台 15MW 汽轮机配一台 18MW 的发电机。项目建成后垃圾处理能力达 750t/d，年最大上网电量约 $1.187 \times 108 \text{ kWh}$ 。
- 本项目经营期 30 年（含建设期 2 年）。根据本项目的项目投资现金流量分析，主要评价指标为：财务内部收益率（所得税后）6.53%，投资回收期（所得税后）14.32 年，项目的盈利能力符合评价要求，具有较好的经济效益。该项目实施后，能为公司带来稳定的现金流入。

国投电力战略入股，协同效应凸显

- 国投电力一直以来以传统发电业务为核心，近年来全国的电力生产过剩造成了行业规模增速进一步放缓。公司现有机组盈利能力强劲，现金流良好，公司有较强的投资需求，未来发展需要拓展新的领域。
- 瀚蓝环境在垃圾焚烧领域深耕多年，具有丰富的行业投资运营经验。在过去的几年里，公司发展动力很足但受制于自身为地方区一级国资委控股企业，在全国范围内开展业务能力稍弱，特别是在与地方政府沟通和财务融资方面，缺乏较为明显的竞争优势。而国投电力与各地方政府的合作密切，例如国投电力控股的国投钦州发电有限公司的股东中就有广西投资集团，而其控股股东则为广西自治区人民政府。
- 因此国投的央企背景及资源将为瀚蓝的业务拓展带来更多机遇，同时有望降低项目的融资成本，显著提升项目运营水平。国投电力与瀚蓝环境的携手共进，将两家企业积累的社会资源、行业资源和管理经验进行互补并协同调动起来，使两家企业共同发展实现双赢。

图表 6：国投电力控股公司举例

子公司	公司占比	其他股东	其他股东之控股股东
国投钦州发电有限公司	61%	广西投资（集团）有限公司	自治区人民政府
国投甘肃售电有限公司	65%	兰州能源投资集团	兰州市国资委
甘肃电投张掖发电有限公司	45%	甘肃电投陇能股份有限公司	甘肃省国资委

来源：wind，国金证券研究所

- 我们预计与国投电力的合作将大大促进公司“瀚蓝模式”的复制速度，国投集团与各地地方政府长久的紧密合作关系，将有利于项目落地率提高，在财务融资方面，国投集团及国投电力的信用等级都是 AAA，有助于帮助瀚蓝降低运营项目的债务融资成本，进一步提升项目的盈利能力。

盈利预测

- **供水业务：**第二水厂四期的 25 万立方米/日产能将于 2018 年底之前投产，由于 2017 年的供水产能利用率为 88.43%，因此我们认为第二水厂四期的 25 万立方米/日的产能将缓慢释放。预计供水业务的销售量每年保持 5% 左右的增长，2018-2020 年的营业收入分别是 9.69 亿、10.28 亿和 10.89 亿元。
- **污水处理业务：**目前公司下属 16 个污水处理厂（大约 46 万吨/日）提标改造建设工作有效推进，大部分项目已完成 BOT 补充协议单价核定。提标改造后，我们预计污水处理单价将提升 0.5 元/吨，因此 48 万吨的提标改造产能将在 18 年下半年投运，预计新增半年营收为 4000 万左右。另外污水管网运营收入将每年新增约 5000 万左右，按照目前进度 18 年将新增 1000 万收入。预计污水处理板块 2018-2020 年的营收分别为 2.06 亿、2.56 亿和 2.61 亿元。
- **燃气业务：**燃气公司“涉铝”二期的配套燃气工程正在进行，我们预计 2018 年还将有 4000-5000 万立方米的增量空间。此外，2016 年底公司 1.45 亿元收购江西瀚蓝能源有限公司 70% 股权。江西瀚蓝能源有限公司拥有江西省樟树市 CNG 加气母站 1 座，并获得了樟树市 11 个镇街的燃气特许经营协议及从事燃气经营的相关许可证照及气源协议。我们预计此项目将在 2019 年为公司带来约 1 亿方燃气的增量。
我们预计公司的燃气业务 2018-2020 年的营收分别为 16.39 亿、19.59 亿和 20.18 亿元。
- **固废业务：**公司在建及筹建项目充足，未来业绩有保障。2018 年大连项目（1000 吨/日）已经投运，顺德项目（3000 吨/日，公司占股 34%）预计 10 月底投运。2019 年预计福建漳州项目（1000 吨/日，公司占股 70%）、廊坊改扩建项目（500 吨/日）和安溪改扩建项目（750 吨/日）将投运。2020 年预计孝感项目一期（1500 吨/日）、晋江提标改建项目（500 吨/日）、南海三厂（1500 吨/日）、开平市项目（900 吨/日）、饶平项目（600 吨/日）以及南海危废处置项目（9.3 万吨/年）将投运。
我们预计固废板块 2018-2020 年的营收分别为 15.37 亿、17.63 亿和 24.56 亿。
- 对于公用事业板块（燃气、供水、污水），我们给予 18 年 15-20 倍 PE，对应 45-60 亿市值；
- 对于固废板块，我们给予 18 年 20-25 倍 PE，对应 80-100 亿市值。因此 18 年合理估值为 125-160 亿，目前市值 109 亿，因此还有 15%-47% 的空间。

图表 7：盈利预测

业务板块	项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
固废业务	营收（亿元）	13.28	14.21	15.37	17.63	24.56
	毛利率	40%	40%	41%	42%	43%
燃气业务	营收（亿元）	11.63	14.14	16.39	19.59	20.18
	毛利率	28%	21%	22%	24%	24%
供水业务	营收（亿元）	8.61	8.98	9.69	10.28	10.89
	毛利率	24%	29%	25%	25%	25%
污水处理	营收（亿元）	1.6	1.88	2.06	2.56	2.61
	毛利率	28%	37%	39%	42%	42%
其他业务	营收（亿元）	1.79	2.81	4.72	3.02	2.95
	毛利率	51%	47%	45%	45%	45%
	总计（亿元）	36.9	42.02	48.23	53.08	61.19

来源：wind，国金证券研究所

- 预计公司 2018-2020 营业收入为 48.23、53.08 和 61.19 亿元，对应的归属净利 7.81、9.02、10.67 亿元，18-20 年 EPS 分别为 1.02、1.18 和 1.39 元/股，对应动态 PE 为 14 倍、12 倍、10 倍。给予“买入”评级，目标价 16.3-20.8 元。

风险提示

项目进度不达预期的风险，政策执行力度不达预期的风险。

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)						
主营业务收入	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	货币资金	2015	2016	2017	2018E	2019E	
3,357	3,690	4,202	4,823	5,308	6,119		1,379	1,169	1,295	2,431	12,299	14,123	
增长率		9.9%	13.9%	14.8%	10.1%	15.3%	应收账款	279	319	435	499	558	622
主营业务成本	-2,300	-2,495	-2,873	-3,053	-3,450	-3,926	存货	139	223	184	209	246	258
%销售收入	68.5%	67.6%	68.4%	63.3%	65.0%	64.2%	其他流动资产	135	94	187	212	218	237
毛利	1,057	1,195	1,329	1,770	1,858	2,193	流动资产	1,931	1,805	2,102	3,352	13,321	15,240
%销售收入	31.5%	32.4%	31.6%	36.7%	35.0%	35.8%	%总资产	15.6%	13.6%	14.9%	21.6%	52.0%	54.9%
营业税金及附加	-26	-38	-43	-48	-53	-61	长期投资	114	250	405	416	416	416
%销售收入	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	4,731	4,685	4,884	5,189	5,490	5,890
营业费用	-75	-71	-70	-87	-90	-104	%总资产	38.3%	35.3%	34.6%	33.5%	21.4%	21.2%
%销售收入	2.2%	1.9%	1.7%	1.8%	1.7%	1.7%	无形资产	5,512	6,411	6,594	6,430	6,270	6,116
管理费用	-218	-265	-294	-338	-345	-398	非流动资产	10,428	11,468	12,011	12,145	12,296	12,531
%销售收入	6.5%	7.2%	7.0%	7.0%	6.5%	6.5%	%总资产	84.4%	86.4%	85.1%	78.4%	48.0%	45.1%
息税前利润(EBIT)	738	821	923	1,297	1,369	1,630	资产总计	12,359	13,273	14,113	15,496	25,617	27,772
%销售收入	22.0%	22.2%	22.0%	26.9%	25.8%	26.6%	短期借款	1,326	906	814	650	660	660
财务费用	-246	-207	-179	-200	-224	-231	应付款项	1,714	1,915	1,873	2,023	2,230	2,632
%销售收入	7.3%	5.6%	4.3%	4.2%	4.2%	3.8%	其他流动负债	181	243	278	267	297	380
资产减值损失	1	-6	-37	-16	7	-6	流动负债	3,221	3,064	2,964	2,940	3,187	3,672
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	3,157	2,232	2,665	3,565	3,665	3,865
投资收益	5	1	9	7	15	17	其他长期负债	1,067	2,437	2,386	2,208	11,200	11,711
%销售收入	0.9%	0.2%	1.0%	0.6%	1.2%	1.2%	负债	7,445	7,733	8,014	8,713	18,052	19,248
税前利润	498	609	812	1,088	1,167	1,409	普通股股东权益	4,394	4,824	5,325	5,953	6,702	7,616
营业利润率	14.8%	16.5%	19.3%	22.6%	22.0%	23.0%	少数股东权益	519	715	773	830	863	908
营业外收支	78	139	38	29	47	0	负债股东权益合计	12,359	13,273	14,113	15,496	25,617	27,772
税前利润	576	749	900	1,117	1,214	1,459							
利润率	17.1%	20.3%	21.4%	23.2%	22.9%	23.8%							
所得税	-130	-192	-202	-279	-279	-347							
所得税率	22.6%	25.7%	22.5%	25.0%	23.0%	23.8%							
净利润	446	556	697	838	935	1,112							
少数股东损益	43	48	45	57	33	45							
归属于母公司的净利润	403	509	652	781	902	1,067							
净利率	12.0%	13.8%	15.5%	16.2%	17.0%	17.4%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	446	556	697	838	935	1,112	每股指标						
非现金支出	474	559	625	190	162	171	每股收益	0.526	0.664	0.851	1.019	1.177	1.392
非经营收益	269	221	193	180	140	182	每股净资产	5.735	6.296	6.949	7.770	8.747	9.939
营运资金变动	52	-173	-23	13	145	384	每股经营现金净流	1.619	1.518	1.947	1.592	1.804	2.414
经营活动现金净流	1,241	1,163	1,492	1,220	1,382	1,850	每股股利	4.374	4.374	0.200	0.200	0.200	0.200
资本开支	-1,322	-818	-1,026	-273	-264	-360							
投资	-1,256	-289	-293	-11	0	0	回报率						
其他	896	450	41	7	15	17	净资产收益率	9.17%	10.54%	9.52%	13.11%	13.46%	14.01%
投资活动现金净流	-1,682	-656	-1,278	-277	-249	-343	总资产收益率	3.26%	3.83%	3.59%	5.04%	3.52%	3.84%
股权募资	942	5	2	0	0	0	投入资本收益率	5.99%	6.20%	6.28%	7.99%	8.07%	8.72%
债权募资	422	-411	281	544	9,110	700	增长率						
其他	-419	-325	-388	-351	-375	-382	主营业务收入增长率	37.85%	9.93%	13.87%	14.78%	10.06%	15.28%
筹资活动现金净流	946	-731	-105	194	8,735	318	EBIT增长率	33.91%	11.16%	12.44%	40.61%	5.54%	19.03%
现金净流量	505	-224	109	1,136	9,868	1,824	净利润增长率	30.51%	26.23%	25.35%	20.23%	13.60%	17.96%
							总资产增长率	12.56%	7.39%	6.33%	9.80%	65.31%	8.41%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	24.8	24.9	26.1	30.0	30.0	30.0
							存货周转天数	18.7	26.4	25.9	25.0	26.0	24.0
							应付账款周转天数	151.7	149.5	128.2	120.0	120.0	120.0
							固定资产周转天数	379.5	338.7	298.3	267.5	249.9	228.7
							偿债能力						
							净负债/股东权益	63.19%	53.47%	52.12%	40.96%	-92.25%	#####
							EBIT利息保障倍数	3.0	4.0	5.2	6.5	6.1	7.0
							资产负债率	60.24%	58.26%	56.79%	56.22%	70.47%	69.31%

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：贝格数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-09-30	买入	14.39	17.00~20.00
2	2016-10-30	买入	15.28	17.00~20.00
3	2017-03-16	买入	14.66	N/A

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


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认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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的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