

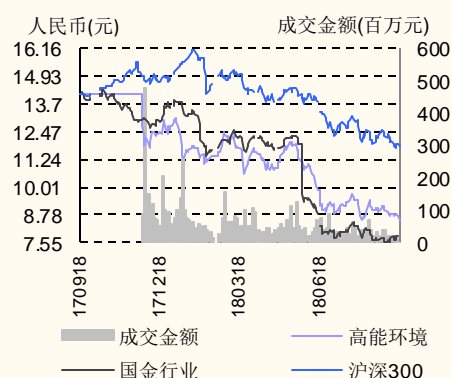
高能环境 (603588.SH) 买入 (维持评级)

公司研究

市场价格(人民币): 8.54元

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	654.38
总市值(百万元)	5,640.81
年内股价最高最低(元)	14.15/8.54
沪深300指数	3204.92
上证指数	2651.79



相关报告

1. 《三季报业绩增长 72%，拟收购深投环保跃升危废实力-高能环境公...》，2017 10 18

孙春旭 分析师 SAC 执业编号: S1130518090002
sunchunxu@gjzq.com.cn

危废处置产能逐步释放，土壤修复行业全面向好

公司基本情况(人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.473	0.275	0.470	0.613	0.753
每股净资产(元)	5.95	3.30	3.77	4.38	5.13
每股经营性现金流(元)	-0.34	0.15	0.38	0.37	0.49
市盈率(倍)	66.19	46.26	18.16	13.94	11.34
净利润增长率(%)	47.09%	16.35%	70.62%	30.30%	22.89%
净资产收益率(%)	7.94%	8.32%	12.44%	13.94%	14.63%
总股本(百万股)	330.92	662.19	660.52	660.52	660.52

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **公司运营收入增长快，危废处置板块量价齐升：**18年上半年公司收入13.78亿元，同比增长59.64%，归母净利为1.52亿元，同比增长130.03%。公司加大对运营类项目的投资力度，运营服务收入占比逐年提升，由15年全年的2.55%快速提升至18年上半年的30.48%。18年公司运营服务收入达到4.20亿，较去年同期增长76%。投资运营类新增订单为13.28亿，同比去年大增482%。运营收入主要来源于危废、医废的处理处置收入。由于环保趋严，部分地区和部分项目的危废处理处置的价格有所提升。此外与去年同期相比，公司新增中色东方、贵州宏达、扬子化工等危废处理处置项目，收入利润有所增加。截至18年上半年末，公司危废牌照量已接近40万吨。
- **土壤修复行业迎政策性利好，行业订单增速明显：**《土壤污染防治法》已于8月31日获全票通过，法律明确了主体责任，建立了资金保障制度，并且加大了处罚力度。并且新修订的两部土壤环境质量污染风险管控标准已于2018年8月1日实施，这为行业明确了具体的标准。这无疑将促进土壤修复行业的快速规范发展。随着行业的好转，公司的土壤修复业务板块高速增长。18年上半年，公司环境修复板块实现收入4.28亿元，同比增长64.29%。环境修复板块新增订单7.92亿元，同比大增112%。
- **实控人增持+股权激励计划推出，彰显信心：**自17年11月28日公司股票复牌后至18年6月16日，公司控股股东、实控人李卫国先生累计增持公司股份535万股，累计增持金额6188万元，增持平均价格11.57元/股。另外公司其他高管也对公司股票进行了不同程度的增持。公司7月28日推出了18年股票期权激励计划，拟向激励对象授予约2896万份股票期权，约占公司总股本的4.37%。激励对象共计221人，包括中高层及骨干员工。实控人增持与股权激励计划的推出，彰显了公司管理层对未来发展的信心。

投资建议及估值

- 土壤修复行业迎政策利好，公司为行业龙头，订单充足。危废处置行业景气度高，我们看好公司在危废行业的拓展。预计公司18-20年的营收为34.36、46.35和58.78亿元，归母净利为3.11、4.05和4.97亿元，对应EPS为0.47、0.61和0.75元，对应动态PE为18、14、11倍。给予买入评级。

风险

- 政策执行不达预期的风险、危废项目运营风险、补贴电价下降的风险。

内容目录

运营收入增速快，危废产能逐步释放	3
公司运营服务收入已达 30%	3
危废产能量价齐升，废牌照量已接近 40 万吨	4
土壤修复行业迎政策性利好，行业订单增速明显	5
《土壤污染防治法》获全票通过，行业迎政策利好	5
行业订单释放加速，公司土壤修复板块	5
实控人增持+股权激励计划推出，彰显信心	7
盈利预测	8
风险提示	8

图表目录

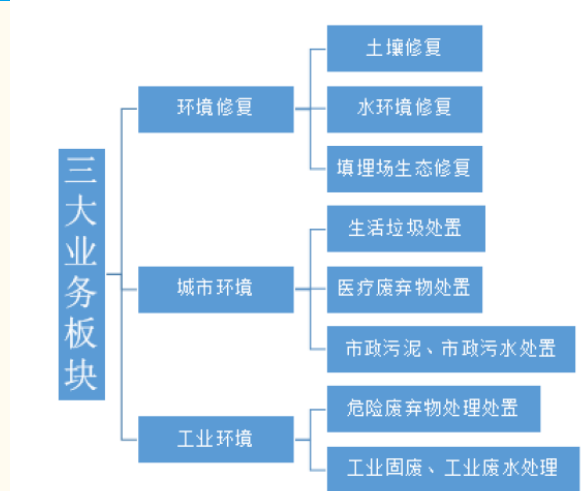
图表 1：公司主要业务板块	3
图表 2：历年运营服务收入及其占比（单位：亿元）	4
图表 3：公司危废项目净利润情况（单位：万元）	4
图表 4：公司垃圾焚烧项目情况	5
图表 5：土壤修复项目数量情况（单位：个）	6
图表 6：公司新接订单情况	6
图表 7：生态环境部部长调研项目	7
图表 8：苏州市委书记调研项目	7
图表 9：激励计划首次授予的股票期权在各激励对象之间的分配情况	8

运营收入增速快，危废产能逐步释放

公司运营服务收入已达 30%

- 高能环境是国内最早专业从事环境污染防治技术研究和应用的高新技术企业之一，业务领域涵盖**环境修复、城市环境和工业环境**三大板块，将**土壤修复、危险废弃物处理处置、填埋场生态修复**作为核心发展领域，生活垃圾处理处置、工业废水处理、污泥处置、建筑垃圾处理等作为重点领域协同发展，通过工程承包、投资运营和技术服务等方式为政府和企业用户提供环境治理系统解决方案。2018 年上半年，公司收入 13.78 亿元，同比增长 59.64%，归母净利为 1.52 亿元，同比增长 130.03%。

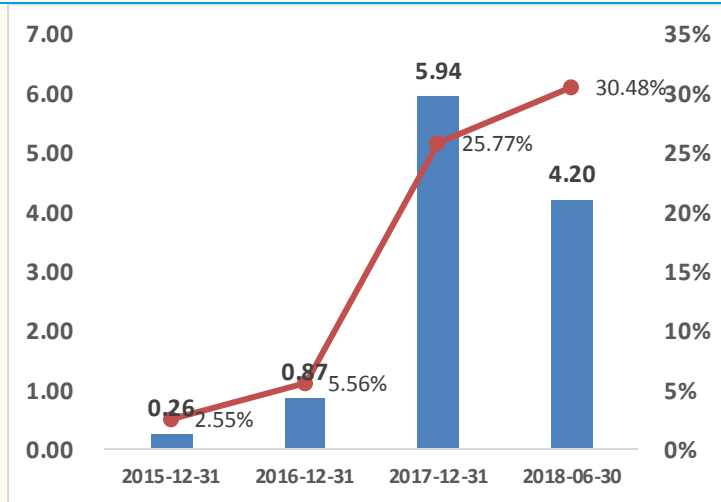
图表 1：公司主要业务板块



来源：公司年报，国金证券研究所

- 公司采用工程承包与投资运营相结合的经营模式，既考虑了业绩快速增长和现金流快速回笼的短中期目标，也为未来业绩持续稳定增长和现金流持续好转的中长期战略奠定基础。
- 近几年来，公司加大对运营类项目的投资力度，截至 2018 年上半年，公司在手运营类项目共 37 个，其中已投运项目 17 个，已进入建设期的运营项目 20 个，能够为公司贡献较为稳定和持续的收入和利润。运营服务收入在总收入中的占比逐年提升，已经由 2015 年全年的 2.55% 快速提升至 2018 年上半年的 30.48%。2018 年公司运营服务收入达到 4.20 亿，较去年同期增长 76%，毛利率为 39.38%，同比增加 4.46 个百分点。投资运营类新增订单为 13.28 亿，同比去年大增 482%。

图表 2：历年运营服务收入及其占比（单位：亿元）



来源：公司年报，国金证券研究所

危废产能量价齐升，废牌照量已接近 40 万吨

- 运营服务的收入主要来源于危废、医废的处理处置收入，与去年同期相比，现有的阳新鹏富、靖远宏达、宁波大地、新德环保等项目的扩建或技术改造完成，产能和经营效率提升；此外，由于国家环保力度加大，部分地区和部分项目的危废处理处置的价格有所提升，因此收入和利润同比增长。此外，与去年同期相比，公司新增中色东方、贵州宏达、扬子化工等危废处理处置项目，收入、利润有所增加。
- 主要业务为危废处置的工业环境板块 18 年上半年实现收入 5.38 亿元，同比增长 42.43%，报告期内。工业环境板块新增订单 13.42 亿元，截至报告期末，尚可履行的工业环境订单 39.26 亿元。截至 2018 年上半年末，公司危废牌照量已接近 40 万吨。随着现有的阳新鹏富、靖远宏达、宁波大地、新德环保等项目的扩建或技术改造完成，以及新增的中色东方、贵州宏达、扬子化工项目的逐步达产，公司危废业绩将继续保持高速提升。

图表 3：公司危废项目净利润情况（单位：万元）

危废项目	股权取得时点	股权比例	投资额	产能	17净利润	18H1净利润
杭州新德环保科技有限公司	2016/9/1	51.00%	7000	3万吨	1243	未披露
宁波大地化工环保有限公司	2017/1/1	51.00%	9588	焚烧4.68万吨/年	764	869
靖远宏达矿业有限责任公司	2016/7/1	50.98%	7329	17.5万吨/年	3070	2061
湖北阳新鹏富	2017/1/1	51.00%	16830	30万吨（危废10万吨）	4471	2161
甘肃中色东方工贸有限公司	2017/10/1	51.00%	8680	1.72万吨（2015年）		590
山东扬子化工有限公司	2017/11/1	100.00%	13100	5.2万吨/年化工废弃 物综合处置利用项目	-	未披露
贵州宏达环保科技有限公司	2018/4/1	70.91%	30489	8万吨/年		1364
合计			93016			

来源：公司公告，国金证券研究所

- 另外公司的生活垃圾焚烧项目也有新的突破。泗洪县生活垃圾焚烧发电特许经营项目（一期）进入试运营阶段，成为公司第一个运营的生活垃圾焚烧发电项目。和田市生活垃圾焚烧发电 PPP 项目及贺州市循环经济环保产业园 BOT 项目已进入全面建设阶段；濮阳市静脉产业园综合垃圾处理 PPP 项目、岳阳市静脉产业园 PPP 项目已基本完成前期审批手续，进入开工准备阶段；新沂市生活垃圾处理项目、临邑县生活垃圾处理项目均在前期审批手续办理阶段；目前在手生活垃圾焚烧发电项目合计垃圾日处理能力达到 6,600 吨。2018 年上半年城市环境板块新增订单 1.58 亿元，尚

可履行的城市环境订单 29.90 亿元。

图表 4：公司垃圾焚烧项目情况

项目名称	签约日期	运营期	进展情况	总投资(亿元)	垃圾焚烧处理规模(吨/日)
泗洪县生活垃圾焚烧发电特许经营项目	2015/7/24	20年	一期试运营 5月点火	1.65	800 (一期300)
和田市生活垃圾焚烧发电 PPP项目	2016/9/28	30年 (含建设)	全面建设	7.39	1500 (一期1000)
贺州市循环经济环保产业园 BOT项目	2015/10/21	29年 (含建设)	全面建设	4.5(2.62一期)	900 (一期500)
濮阳市静脉产业园综合垃圾处理 PPP项目	2016/10/18	30年 (不含建)	开工准备	7.5 (一期 6.72)	1500 (一期1000)
岳阳市静脉产业园 PPP项目	2016/12/9		开工准备	30.31	1200 (近中期)
新沂市生活垃圾处理项目	2017/9/19		审批手续办理	4	800
临邑县生活垃圾处理项目	2018/1/10	30年	审批手续办理	6	800 (一期)
黑龙江鹤岗项目	2015/7/30		前期手续办理	3.5	700
总计				52.85	

来源：公司公告，国金证券研究所

土壤修复行业迎政策性利好，行业订单增速明显

《土壤污染防治法》获全票通过，行业迎政策利好

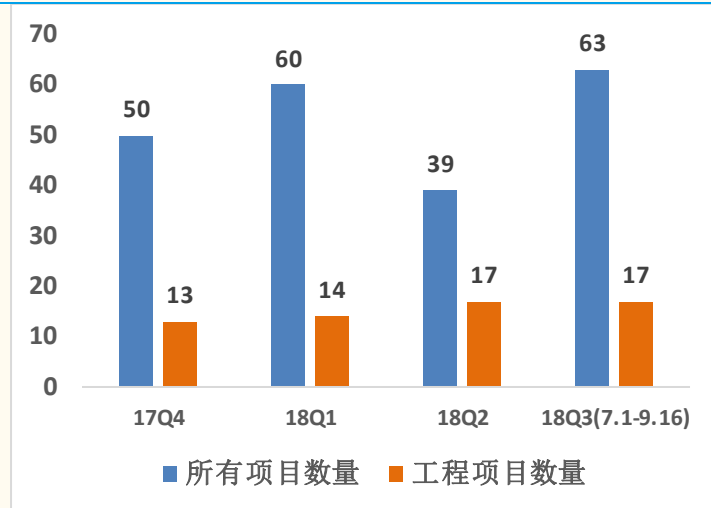
- 8月31日，十三届全国人民代表大会常务委员会第五次会议全票通过了《中华人民共和国土壤污染防治法》，并将于2019年1月1日起正式施行，这意味着大气、水、土壤三大环境领域的污染防治法已全部齐备。首先《土壤污染防治法》**建立土壤污染责任人制度**，“污染者担责”是污染防治法律的主要原则，《土壤污染防治法》规定了一切单位和个人都有防治土壤污染的义务。其次**建立土壤污染状况调查、监测制度**，各部门配合每十年至少组织开展一次全国土壤污染状况普查，同时，组织监测网络，统一规划国家土壤环境监测站(点)的设置。
- **建立土壤污染防治基金制度**。设立中央土壤污染防治专项资金和省级土壤污染防治基金，主要用于农用地土壤污染防治和土壤污染责任人或者土地使用权人无法认定的土壤污染风险管控和修复以及政府规定的其他事项。另外国家鼓励金融机构加大对土壤污染风险管控和修复项目的信贷投放。
- **加大了处罚力度**。例如向农用地排放重金属或者其他有毒有害物质含量超标的污水、污泥，以及可能造成土壤污染的清淤底泥、尾矿、矿渣等的，由地方人民政府生态环境主管部门责令改正，处十万元以上五十万元以下的罚款；情节严重的，处五十万元以上二百万元以下的罚款，并可以将案件移送公安机关，对直接负责的主管人员和其他直接责任人员处五日以上十五日以下的拘留；有违法所得的，没收违法所得。
- 《土壤污染防治法》明确了主体责任，建立了资金保障制度，并且加大了处罚力度。并且新修订的《土壤环境质量 农用地土壤污染风险管控标准(试行)》和《土壤环境质量 建设用地土壤污染风险管控标准(试行)》已经从2018年8月1日起实施，为土壤修复行业明确了具体的标准。这无疑将促进土壤修复行业的快速规范发展。

行业订单释放加速，公司土壤修复板块

- 土壤修复行业订单增速在2017年不达市场预期，主要是中央在2017年的土壤污染防治专项资金预算数为112亿，而实际执行数却为65.35亿。我们分析原因是政府换届以及《土壤污染防治法》未出台导致地方政府在土壤修复的具体执行力度低于预期。进入2018年，政府换届结束，《土壤污染防治法》正式出台以及土壤修复标准的确定，这为行业发展清除了障碍。

我们统计了 2017 年四季度到 2018 年第三季度的土壤修复行业订单，工程订单分别为 13、14、17 和 17 个，稳步增长；所有订单数量分别为 50、60、39 和 63，除 18 年第二季度，均出现了增长。我们预计进入第四季度后，为了完成全年任务各地方政府会加速土壤修复项目的推出，订单释放将会加速。

图表 5：土壤修复项目数量情况（单位：个）



来源：中国采购与招标网，国金证券研究所

- 随着行业的好转，公司的土壤修复业务板块高速增长。2018 年上半年，公司环境修复板块，实现收入 4.28 亿元，同比增长 64.29%。环境修复板块新增订单 7.92 亿元，同比大增 112%。截至 18 年上半年，尚可履行的环境修复订单 16.88 亿元。

图表 6：公司新接订单情况

单位：亿元

项目	2018 年上半年	2017 年上半年	本期金额较上年同期变动比例(%)
环境修复	7.92	3.73	112.33
城市环境	1.58	0.73	116.44
工业环境	13.42	5.77	132.58
合计	22.92	10.23	124.05

来源：公司年报，国金证券研究所

- 公司加大在手订单的实施力度，苏州溶剂厂原址北区污染场地土壤治理项目、上海桃浦科技智慧城核心区场地污染土壤修复工程、福州市红庙岭垃圾卫生填埋场一期封场及生态修复工程、南郊化学电镀厂（A、B）地块土壤及地下水修复工程等项目均有较大程度进展。
- 苏州溶剂厂原址北区污染场地土壤治理项目成为行业标杆。该治理项目作为全球最大的原位热脱附污染治理修复场地，也是全国污染治理修复示范项目之一，公司从美国引进全球领先的原位热脱附修复技术，具有速度快、污染物去除彻底、二次污染小等特点。该技术的成功运用为我国污染场地

治理开辟了新途径，目前，该项目已进入到效果评估阶段，成为了苏州市生态文明建设工作的“绿色名片”。生态环境部部长李干杰和苏州市委书记周乃翔的调研视察此项目，并给予了高度肯定和认可。

图表 7：生态环境部部长李干杰调研项目



来源：苏州市国土局，国金证券研究所

图表 8：苏州市委书记周乃翔调研项目



来源：人民网，国金证券研究所

实控人增持+股权激励计划推出，彰显信心

- 2017 年 12 月 1 日，公司发布公告，公司控股股东、实际控制人李卫国先生拟自 2017 年 11 月 29 日起 6 个月内，以自有资金或自筹资金择机增持公司 A 股股票，增持数量（不包含前次已增持部分）不低于 100 万股。本次增持前，李卫国先生持有公司股份数量为 147,444,572 股，约占公司总股本的 22.27%。
- 自 2017 年 11 月 28 日公司股票复牌后至 2018 年 6 月 16 日，公司控股股东、实际控制人李卫国先生累计增持公司股份 5,350,401 股，目前所持股票约占公司总股本的 22.83%，累计增持金额 61,880,130 元，增持平均价格 11.57 元/股。另外公司其他高管也对公司股票进行了不同程度的增持。
- 公司实际控制人及各位高管对公司股票增持，彰显了对公司未来发展前景的信心以及对公司价值的认可，同时提升了投资者信心，促进公司股东与管理者的利益趋同，切实维护中小股东利益和资本市场稳定。
- 公司在 7 月 28 日发布公告，推出了 2018 年股票期权激励计划，本激励计划拟向激励对象授予 2896.25 万份股票期权，约占本激励计划草案公告时公司总股本 66,219.0954 万股的 4.37%。其中首次授予 2317.00 万份，约占本激励计划草案公告时公司总股本 66,219.0954 万股的 3.50%，首次授予部分占本次授予权益总额的 80.00%；预留 579.25 万份，约占本激励计划草案公告时公司总股本 66,219.0954 万股的 0.87%，预留部分占本次授予权益总额的 20.00%，每份股票期权在满足行权条件的情况下，拥有在有效期内以行权价格购买 1 股公司股票的权利。

图表 9：激励计划首次授予的股票期权在各激励对象之间的分配情况

姓名	职务	获授的股票期权数量 (万份)	约占授予股票期权总数的比例 (%)	约占公司股本总额的比例 (%)
凌锦明	董事	90	3.11	0.14
魏丽	董事	50	1.73	0.08
吴秀姣	财务总监	35	1.21	0.05
张炯	董事会秘书	20	0.69	0.03
中高层管理人员、骨干员工 (217人)		2122	73.27	3.20
预留人员		579.25	20.00	0.87
合计 (221人)		2896.25	100	4.37

来源：公司公告，国金证券研究所

- 按照上述激励对象的确定依据，参与本激励计划的激励对象共计 221 人，包括：公司董事 2 人；公司高级管理人员 2 人；中高层管理人员、骨干员工共 217 人。此次激励计划涉及员工多，包括了中高层及骨干员工，这将充分吸引和留住优秀人才，充分调动公司董事、高级管理人员及董事会认定的对公司整体业绩和持续发展有直接影响的中高层管理人员、骨干员工的积极性，有效地将股东利益、公司利益和核心人才个人利益结合在一起，使各方共同关注公司的长远发展。

盈利预测

- 环境修复：2018 年上半年实现收入 4.28 亿元，同比增长 64.29%。18 年上半年，环境修复板块新增订单 7.92 亿元，尚可履行的环境修复订单 16.88 亿元。随着土壤修复行业订单的逐步释放，公司环境修复板块在 18 年保持 50% 以上的增速，19-20 年将维持 30% 以上的增长，毛利率将维持在 30% 左右。预计环境修复板块 2018-2020 年营收为 11.90 亿、16.67 亿和 21.67 亿元。
- 城市环境：2018 年上半年实现收入 4.12 亿元，同比增长 83.20%。泗洪县生活垃圾焚烧发电特许经营项目（一期）进入试运营阶段，下半年将增厚公司业绩。我们预测和田市生活垃圾焚烧发电 PPP 项目及贺州市循环经济环保产业园 BOT 项目将于 2019 年下半年投运。濮阳市静脉产业园综合垃圾处理 PPP 项目和岳阳市静脉产业园 PPP 项目将于 2020 年投运。预计城市环境板块 2018-2020 年营收为 9.73 亿、13.14 亿和 16.43 亿元。
- 工业环境：2018 年上半年实现收入 5.38 亿元，同比增长 42.43%。18 年上半年工业环境板块新增订单 13.42 亿元，尚可履行的工业环境订单 39.26 亿元。工业环境订单充足，并且随着公司危废项目的逐步达产，此业务板块将保持高增长。预计工业环境板块 2018-2020 年营收为 12.73 亿、16.54 亿和 20.68 亿元。
- 预计公司 2018-2020 年的营业收入为 34.36 亿、46.35 亿和 58.78 亿，归母净利润为 3.11 亿、4.05 亿和 4.97 亿元，对应 EPS 分别为 0.47、0.61 和 0.75 元，对应动态 PE 为 18、14、11 倍。给予买入评级。

风险提示

- 政策执行力度不达预期的风险、危废项目运营风险、垃圾焚烧补贴电价下降的风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	1,018	1,565	2,305	3,436	4,635	5,878
增长率		53.6%	47.3%	49.1%	34.9%	26.8%
主营业务成本	-720	-1,135	-1,668	-2,470	-3,319	-4,202
%销售收入	70.6%	72.6%	72.4%	71.9%	71.6%	71.5%
毛利	299	429	637	966	1,316	1,676
%销售收入	29.4%	27.4%	27.6%	28.1%	28.4%	28.5%
营业税金及附加	-24	-6	-9	-14	-28	-47
%销售收入	2.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.6%	0.8%
营业费用	-43	-50	-61	-89	-125	-159
%销售收入	4.2%	3.2%	2.6%	2.6%	2.7%	2.7%
管理费用	-127	-175	-235	-352	-480	-617
%销售收入	12.5%	11.2%	10.2%	10.3%	10.4%	10.5%
息税前利润 (EBIT)	105	199	332	511	683	853
%销售收入	10.3%	12.7%	14.4%	14.9%	14.7%	14.5%
财务费用	28	-24	-76	-93	-125	-153
%销售收入	-2.8%	1.6%	3.3%	2.7%	2.7%	2.6%
资产减值损失	-14	-16	-14	-13	-14	-21
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-1	26	31	32	32	33
%税前利润	n.a	13.9%	11.6%	7.4%	5.7%	4.8%
营业利润	118	184	272	437	576	712
营业利润率	11.6%	11.8%	11.8%	12.7%	12.4%	12.1%
营业外收支	4	0	-7	-6	-14	-18
税前利润	122	184	264	431	562	694
利润率	12.0%	11.8%	11.5%	12.5%	12.1%	11.8%
所得税	-15	-21	-34	-55	-72	-90
所得税率	12.6%	11.1%	12.9%	12.9%	12.8%	12.9%
净利润	106	164	230	376	490	604
少数股东损益	0	7	48	65	85	107
归属于母公司的净利润	106	156	182	311	405	497
净利率	10.4%	10.0%	7.9%	9.0%	8.7%	8.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	106	164	240	376	490	604
非现金支出	32	44	63	31	32	38
非经营收益	26	17	32	74	92	128
营运资金变动	-177	-336	-234	-230	-367	-448
经营活动现金净流	-13	-111	101	250	247	323
资本开支	-109	-233	-626	-1,016	-339	-258
投资	-255	-117	-251	0	0	0
其他	-90	-20	102	32	32	33
投资活动现金净流	-454	-370	-774	-984	-307	-225
股权募资	7	144	35	0	0	0
债权募资	-71	494	772	796	300	150
其他	-41	-51	-132	-98	-130	-158
筹资活动现金净流	-105	587	676	698	170	-8
现金净流量	-572	106	2	-35	110	90

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	245	353	355	320	430	520
应收款项	317	440	384	601	745	947
存货	1,051	1,409	1,603	2,098	2,773	3,569
其他流动资产	27	47	162	306	328	387
流动资产	1,640	2,248	2,505	3,324	4,276	5,423
%总资产	50.1%	50.7%	42.0%	42.8%	47.2%	52.0%
长期投资	1,238	1,369	1,269	1,269	1,269	1,269
固定资产	103	184	575	925	1,225	1,425
%总资产	3.1%	4.1%	9.6%	11.9%	13.5%	13.7%
无形资产	284	597	1,554	2,194	2,186	2,178
非流动资产	1,634	2,183	3,457	4,447	4,775	5,012
%总资产	49.9%	49.3%	58.0%	57.2%	52.8%	48.0%
资产总计	3,273	4,432	5,962	7,772	9,050	10,435
短期借款	549	547	1,532	1,582	1,682	1,732
应付款项	803	1,154	1,381	1,927	2,373	2,950
其他流动负债	62	457	112	190	240	291
流动负债	1,414	2,158	3,025	3,699	4,295	4,973
长期贷款	0	150	404	1,004	1,204	1,304
其他长期负债	4	8	56	217	209	212
负债	1,418	2,316	3,485	4,920	5,709	6,489
普通股股东权益	1,815	1,970	2,187	2,498	2,903	3,400
少数股东权益	41	146	289	354	439	546
负债股东权益合计	3,273	4,432	5,962	7,772	9,050	10,435

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.658	0.473	0.275	0.470	0.613	0.753
每股净资产	11.233	5.954	3.303	3.772	4.384	5.135
每股经营现金净流	-0.081	-0.336	0.152	0.378	0.373	0.487
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	5.86%	7.94%	8.32%	12.44%	13.94%	14.63%
总资产收益率	3.25%	3.53%	3.05%	4.00%	4.47%	4.77%
投入资本收益率	3.82%	6.27%	6.55%	7.90%	9.27%	10.34%
增长率						
主营业务收入增长率	31.15%	53.63%	47.34%	49.05%	34.90%	26.82%
EBIT增长率	14.57%	88.94%	67.05%	54.08%	33.73%	24.80%
净利润增长率	-7.93%	47.09%	16.35%	70.62%	30.30%	22.89%
总资产增长率	9.03%	35.39%	34.52%	30.37%	16.45%	15.30%
资产管理能力						
应收账款周转天数	36.3	29.8	22.2	23.0	24.0	25.0
存货周转天数	445.4	395.3	329.6	310.0	305.0	310.0
应付账款周转天数	196.9	168.4	156.9	155.0	130.0	125.0
固定资产周转天数	36.2	36.3	72.9	72.3	69.3	60.9
偿债能力						
净负债/股东权益	16.36%	16.24%	63.84%	86.47%	79.48%	68.83%
EBIT利息保障倍数	-3.7	8.2	4.3	5.5	5.5	5.6
资产负债率	43.31%	52.25%	58.46%	63.30%	63.08%	62.18%

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	3	6	10	24
增持	0	2	5	6	9
中性	0	1	2	2	4
减持	0	0	1	1	1
评分	0.00	1.67	1.86	1.68	1.53

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。

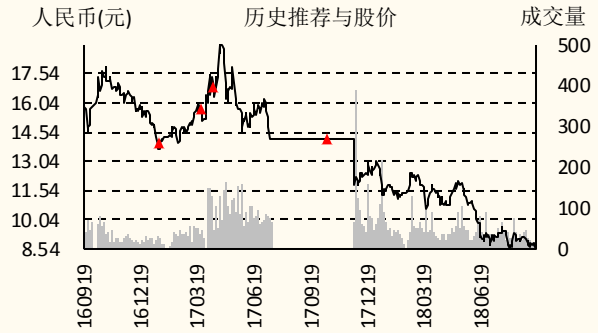
最终评分与平均投资建议对照：

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	2016-11-27	买入	33.04	45.00~50.00
2	2017-01-20	买入	27.43	34.00~36.00
3	2017-03-28	买入	31.49	N/A
4	2017-04-17	买入	34.79	N/A
5	2017-10-18	买入	14.19	N/A

来源：国金证券研究所



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。

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