

2017年08月29日

碧水源 (300070.SZ)

## 这个时间点怎么看碧水源?

■ **这个时间点，市场对碧水源的未来存在争议：**碧水源自2010年上市以来业绩持续高速增长，归母净利润从2010年的1.77亿增加到2016年的18.46亿，年复合增长率约40%。短短七年间，公司已经成长为净资产约160亿、市值约600亿的创业板龙头企业。在公司体量日益增长后，当前，市场对碧水源未来发展存在着一些争议，对公司的担忧主要集中于：1) 市政工程订单占比增加，收入质量下降；2) PPP项目监管趋严，利率上行；3) 水治理行业的长期市场空间有限。在这个时间点，我们认为很有必要对这三方面争议进行一些探讨。

■ **市政工程订单增加是环保走向大生态的必由之路：**随着PPP模式在生态环境保护领域的推广，环保走向大生态成为行业发展的趋势，建筑、园林、水务、环保企业将通力合作，谋求联盟式共发展。以流域治理领域为例，各类公司各展所长，建筑央企设计施工资质齐全、融资成本低、订单获取能力强；水务企业在控源截污工程及污水厂运营方面经验丰富；园林企业擅长生态修复、滨水景观建设；环保企业则以污水处理、河道清淤、水质在线监测方面的核心技术取胜。碧水源不再拘泥于原先的膜工程和污水处理设备供应，转而承接各类综合性大生态项目，是顺应行业发展趋势的明智之举，使得公司能够面对更为广阔的市场。

■ **PPP项目规范化有利于长远发展，浮动收益率是长期趋势：**2017年的43/50/87号文逐步加强了对地方政府投融资行为的监管，对不合规的投资进行了规范，短期内PPP项目的投资受到一定的打击，但是PPP项目规范化有利于行业长远发展，信贷、订单等将进一步向碧水源等龙头公司集中。另一方面，今年以来利率大幅上行，资金成本增加，短期内将导致项目的预估投资利差下降。但PPP项目周期长，短期的利率波动不会影响项目的长期收益率，我们预计未来PPP项目会更多的采用浮动利率的方式，即收益率随利率波动，则可以完全规避利率波动的风险。

■ **水污染治理仍处于高景气度周期：**水污染治理仍是当前环保的重中之重。据E20研究院预测，水环境综合治理市场总量将达到4.6万亿，在环保走向大生态的趋势下，流域治理订单已经开始释放。未来，污水处理的提标改造也势在必行。根据2015年城镇污水处理厂排放标准改造后，全国仍有65%的污水处理厂执行一级B标准，仍属劣V类。污水处理排放标准有望从一级B向地表IV甚至III类水提标。碧水源的MBR+DF膜可以将水质提升至地表II类水，技术优势明显。由于碧水源是水治理龙头，在流域治理、提标改造等领域都有得天独厚的竞争优势，市场空间依然广阔。

## 公司动态分析

证券研究报告

水务

投资评级 **买入-A**

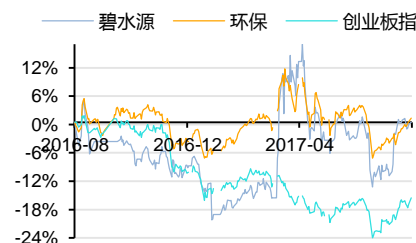
维持评级

6个月目标价：**22.4元**  
股价(2017-08-28) **19.24元**

### 交易数据

总市值(百万元)	60,292.13
流通市值(百万元)	36,960.32
总股本(百万股)	3,133.69
流通股本(百万股)	1,921.01
12个月价格区间	15.31/22.48元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	5.89	-0.74	20.18
绝对收益	11.67	3.99	4.34

**邵琳琳**

分析师

SAC 执业证书编号：S1450513080002  
shaoll@essence.com.cn  
021-35082107

**周喆**

报告联系人

zhouzhe@essence.com.cn  
021-35082029

**方向**

报告联系人

fangxiang2@essence.com.cn  
021-35082718

### 相关报告

碧水源：大环保走向大生态，龙头再获综合性大额订单/邵琳琳	2017-08-11
碧水源：大额投资收益贡献增长，期待充足在手订单释放业绩/邵琳琳	2017-08-07
碧水源：大环保走向大生态，环保龙头更进一步/邵琳琳	2017-06-08
碧水源：业绩稳健增长，订单充足奠定成长基础/邵琳琳	2017-04-12

■**投资建议：**我们认为无论是短期还是长期，公司都面临着巨大的发展机遇。短期来看，在环保走向大生态的趋势下，公司迅速转型，受益于水环境综合治理市场的快速增长；长期来看，我国污水处理厂排放标准仍比较低，未来提标改造的市场空间巨大，碧水源作为 MBR 膜技术龙头，有望充分受益。我们预计公司 2017 年-2019 年的归母净利润为 26.23 亿元、31.89 亿元、40.60 亿元，EPS 为 0.84 元、1.02 元、1.30 元，对应 PE 为 22.9x、18.9x、14.8x。维持买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 22.4 元。

■**风险提示：**政策推进力度不及预期、PPP 订单释放不及预期。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	5,214.3	8,892.3	12,626.4	21,499.5	25,239.0
净利润	1,361.7	1,845.8	2,623.3	3,189.6	4,060.4
每股收益(元)	0.43	0.59	0.84	1.02	1.30
每股净资产(元)	4.33	4.95	5.63	6.56	7.75
<b>盈利和估值</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
市盈率(倍)	44.3	32.7	23.0	18.9	14.8
市净率(倍)	4.4	3.9	3.4	2.9	2.5
净利润率	26.1%	20.8%	20.8%	14.8%	16.1%
净资产收益率	10.0%	11.9%	14.9%	15.5%	16.7%
股息收益率	0.2%	0.3%	0.5%	0.5%	0.7%
ROIC	45.8%	27.1%	32.7%	24.6%	40.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 内容目录

1. 市场对于碧水源未来发展的担忧.....	4
2. 市政工程订单增加是环保走向大生态的必由之路.....	4
3. PPP 项目规范化有利于长远发展，浮动收益率是长期趋势.....	6
4. 水污染治理仍处于高景气度周期.....	6
4.1. 短期：环保走向大生态，水环境综合治理订单放量.....	6
4.2. 长期：污水处理提标改造势在必行，技术为王.....	7
5. 风险提示.....	8

## 图表目录

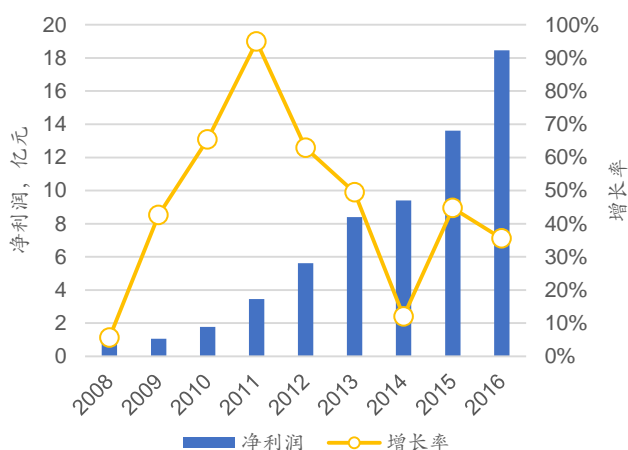
图 1：公司历年净利润及增长率.....	4
图 2：公司历年营收及毛利率.....	4
图 3：公司业务构成.....	4
图 4：各业务板块营收规模.....	5
图 5：2016 年各业务板块毛利率.....	5
图 6：财政部入库水环境综合治理 PPP 项目.....	6
图 7：我国城镇污水处理率.....	7
图 8：改造后污水处理厂排放标准.....	7
图 9：我国水质分类标准.....	8
表 1：公司订单情况.....	5
表 2：部分城镇污水处理厂排放标准与地表水质量标准对比.....	8
表 3：全部城镇污水处理厂提标至地表IV类水市场规模测算.....	8

## 1. 市场对于碧水源未来发展的担忧

碧水源是创办于2001年水治理领域的高科技企业，于2010年4月21日在深交所创业板挂牌上市。公司技术优势突出，核心技术包括膜生物反应器（MBR）技术，以及具有完全自主知识产权的微滤膜（MF）、超滤膜（UF）、纳滤膜（DF）和反渗透膜（RO）技术，每年可生产微滤膜和超滤膜1000万平方米、纳滤膜和反渗透膜600万平方米以及100万台以上的净水设备。

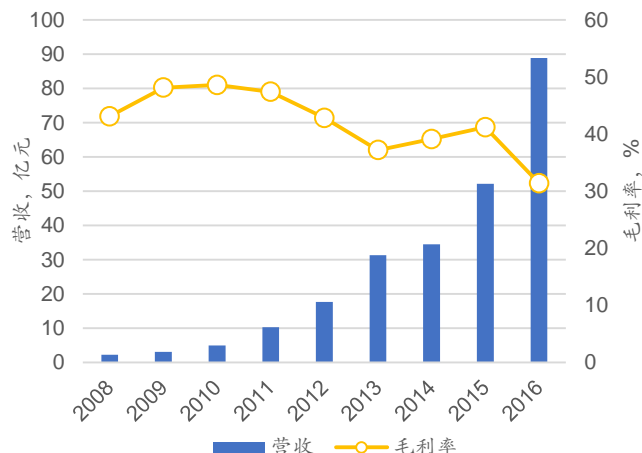
上市以来，公司业绩持续高速增长，归母净利润从2010年的1.77亿增加到2016年的18.46亿，年复合增长率约40%。短短七年时间，公司已经成长为净资产约160亿、市值约600亿的创业板龙头企业。

图1：公司历年净利润及增长率



资料来源：Wind

图2：公司历年营收及毛利率



资料来源：Wind

在公司体量日益增长后，当前，市场对碧水源未来发展存在着一些争议，对公司的担忧主要集中于：1) 市政工程订单占比增加，收入质量下降；2) PPP项目监管趋严，利率上行；3) 水治理行业的长期市场空间有限。在这个时间点，我们认为很有必要对这三方面争议进行一些探讨。

图3：公司业务构成



资料来源：财政部、安信证券研究中心

## 2. 市政工程订单增加是环保走向大生态的必由之路

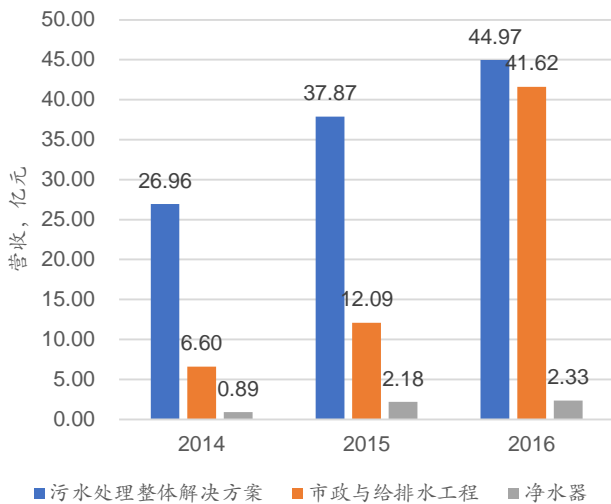
市场对公司的第一点担忧来自于公司业务结构的变化。公司的业务板块可分为污水处理整体解决方案、市政与给排水工程、家用净水器。其中，污水处理整体解决方案包括污水处

理核心设备、MBR 膜工程等；市政与给排水工程包括水厂建设、管网建设、河流湖泊治理、地下综合管廊等。

过去，公司的业务主要集中于污水处理整体解决方案，由于公司拥有先进的膜技术，该板块的毛利率较高。2016 年，公司污水处理整体解决方案的毛利率为 47.57%。相比之下，市政与给排水工程板块的技术含量较低，2016 年，该板块的毛利率仅为 12.97%。

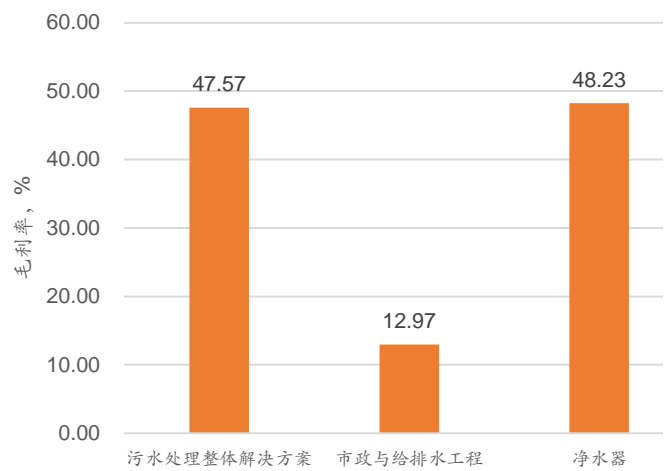
从业务构成的角度来看，公司市政与给排水工程的比重不断增加，2014 年，仅占总营业收入的 19.2%；而 2016 年，市政与给排水工程的比重已接近 50%。

图 4：各业务板块营收规模



资料来源：Wind

图 5：2016 年各业务板块毛利率



资料来源：Wind

不可否认，低毛利率的市政工程订单确实降低了营收增长的质量。但是，我们认为随着 PPP 模式在生态环境保护领域的推广，环保正在走向大生态，建筑、园林、水务、环保企业在业务上的融合将成为未来发展的趋势，各类企业将通力合作，发挥自身优势，谋求联盟式共发展。以流域治理领域为例，各类企业各展所长，建筑央企设计施工资质齐全、融资成本低、订单获取能力强；水务企业在控源截污工程及污水厂运营方面经验丰富；园林企业擅长生态修复、滨水景观建设；环保企业则以污水处理、河道清淤、水质在线监测方面的核心技术取胜。公司不再拘泥于原先的膜工程和污水处理设备供应，转而承接各类综合性大生态项目，是顺应行业发展趋势的明智之举，使得公司能够面对更为广阔的市场。

我们可以看到公司的订单正在经历飞速增长，合计在手订单从 2015 年底的 113 亿增长到 2016 年底的 261 亿，而截至 2017 年中报，公司在手订单已达 375 亿。综合性大生态项目尽管毛利率较低，但是给公司订单数量的增长带来了强劲的动力。

表 1：公司订单情况

		2015	2016q1	2016h	2016q3	2016	2017q1	2017h
EPC&BT	新增	86.8	2.36	26.5	87.4	140.1	39.8	112
	确认收入	37.4	4.47	9.99	30.1	84.7	10.75	29.5
	在手	38	35.5	43.3	94.8	69.1	63.7	101.8
BOT	新增	90.1	48.1	66.3	117.6	195.6	56.6	146.9
	确认收入	21.3	10.4	7.24	10.57	32	2.25	39.8
	在手	75	92.2	141.8	189.8	192.1	209.7	272.7
	运营收入	2	0.43	0.45	0.76	2.46	0.57	1.9
合计在手订单		113	127.7	185.1	284.6	261.2	273.4	374.5

资料来源：公司公告

### 3. PPP 项目规范化有利于长远发展，浮动收益率是长期趋势

市场对于公司的第二点担忧在于 PPP 模式。在 PPP 模式快速推进的背景下，缺乏顶层设计成为 PPP 模式规范发展的障碍。一些地方政府假借 PPP 进行变相融资，借政府购买服务等方式推进项目，从而增加了地方政府债务风险隐患。一些 PPP 项目前期准备工作不充分，推进过快，给未来项目实施埋下很大隐患。

2017 年的 43/50/87 号文逐步加强了对地方政府投融资行为的监管，对不合规的投资进行了规范，短期内 PPP 项目的投资受到一定的打击，但是 PPP 项目规范化有利于行业长远发展，信贷、订单等将进一步向碧水源等龙头公司集中。

另一方面，今年以来利率大幅上行，资金成本增加，也成为影响 PPP 项目推进的一个因素。从短期来看，利率上升确实内将导致项目的预估投资利差下降。但 PPP 项目周期长，未来基准利率一直上行可能性小，从长期来看短期的利率波动不影响 PPP 项目的推进。

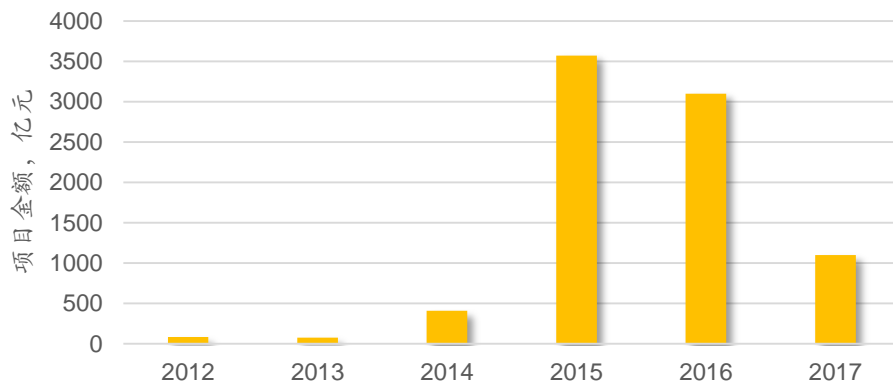
我们预计未来 PPP 项目会更多的采用浮动利率的方式，即收益率随利率波动，政府通过市场利率加合理的利差的方式来确定项目的收益率，则可以完全规避利率波动的风险。

### 4. 水污染治理仍处于高景气度周期

#### 4.1. 短期：环保走向大生态，水环境综合治理订单放量

我们认为环保正在走向大生态，以水环境综合治理、特色小镇等综合性大生态工程已经成为主流。据 E20 研究院预测，水环境综合治理市场总量将达到 4.6 万亿，2017 至 2018 两年，将出现水环境综合治理的市场高峰，两年的市场总容量将超过 2 万亿。根据财政部 PPP 项目库数据，2015 年和 2016 年仅财政部 PPP 入库的水环境综合治理项目就分别达到了 3571 亿元和 3100 亿元，市场空间巨大。

图 6：财政部入库水环境综合治理 PPP 项目



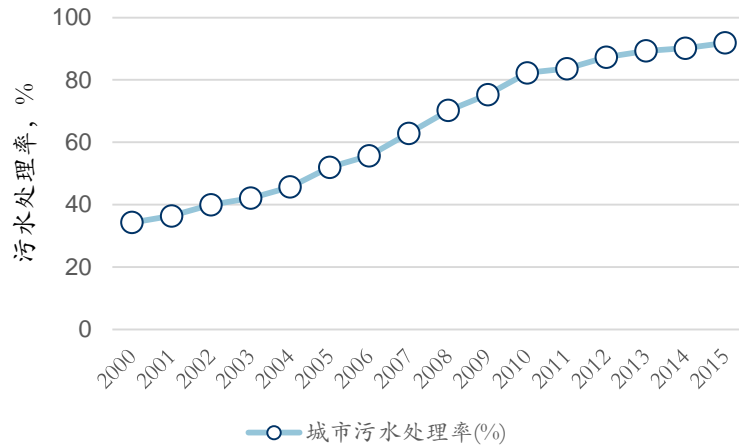
资料来源：财政部、安信证券研究中心

在综合性大生态项目大幅落地的背景下，由于环保企业往往在细分领域上都具有自身的核心技术，并且拥有良好的系统集成及装备制造能力，而且大部分环保企业都在环保业内耕耘数十年，拥有丰富的环保项目实施管理经验，可凭借技术和经验稳固自身的市场。而优秀的环保企业，譬如碧水源，则积极地向大生态转型，不再拘泥于原有业务，拥抱整个行业走向大生态的趋势，走向一个更加广阔的市场。碧水源收购良业环境是从战略上在园林类业务的布局，同时在订单方面也不再拘泥于原先的市政污水处理项目，而是转而承接各类综合性大生态项目。因此，我们认为在环保走向大生态的趋势下，公司是水环境综合治理大生态项目的有力竞争者，短期发展前景可期。

#### 4.2. 长期：污水处理提标改造势在必行，技术为王

在“十一五”期间，我国城市污水处理率从 55.7% 快速升高到 2010 年的 82.3%，增长 26.6 个百分点，而到 2015 年，我国城市污水处理率已经达到 91.9%。

图 7：我国城镇污水处理率

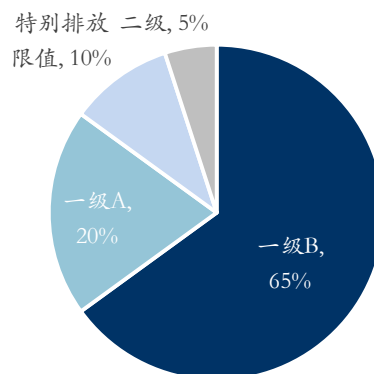


资料来源：全国环境统计年鉴、安信证券研究中心

截至 2015 年，我国已经拥有城镇污水处理厂共有 6910 座，但是大部分污水处理厂的排放标准偏低，大部分都低于一级 A 标准。按照 2015 年 10 月发布的《城镇污水处理厂污染物排放标准》的部署，现有污水处理厂中，敏感区域外约 30% 的污水处理厂（约 1000 座）需要改造到一级 B 或二级标准，敏感区域内约 53% 的污水处理厂（约 500 座）需要改造到一级 A 标准，10% 需要改造到特别排放限值要求。从二级及以下排放标准改造为一级 B、从一级 B 改造为一级 A、从一级 A 改造为特别限值排放标准的费用依次为 500 元/吨、500 元/吨和 800 元/吨，提标改造的市场将达到 336 亿元。

但是，城镇污水处理厂经过此轮向一级 A 标准提标改造后，全国约 10% 的污水处理厂执行特别排放限值，20% 的污水处理厂执行一级 A 标准，65% 的污水处理厂执行一级 B 标准，5% 的污水处理厂执行二级标准。一级 A 排放标准中的污水经处理后仍属于劣 V 类水，对人体有害，所以污水处理排放标准进一步从一级 A 向地表 IV 甚至 III 类水提标是明确的方向。

图 8：改造后污水处理厂排放标准



资料来源：城镇污水处理厂污染物排放标准、安信证券研究中心

图 9：我国水质分类标准

	分类	地表水域功能
饮用功能	I	源头水、国家自然保护区
	II	饮用水水源地（一级）等
	III	饮用水水源地（二级）、渔业、游泳
使用功能	IV	一般工业用水、娱乐用水
	V	农业用水、一般景观
有害	劣V	丧失使用功能

资料来源：碧水源官网

表 2：部分城镇污水处理厂排放标准与地表水质量标准对比

指标	地表V类质量标准	一级A排放标准	特别限值排放标准	地表IV类质量标准
COD (mg/L)	40	50	30	30
BOD5 (mg/L)	10	10	6	6
悬浮物 (mg/L)		10	5	
氨氮 (mg/L)	2	5	1.5	1.5
总氮 (mg/L)	2	15	10	1.5
总磷 (mg/L)	0.4	0.5	0.3	0.3

资料来源：地表水环境质量标准、城镇污水处理厂污染物排放标准、安信证券研究中心

表 3：全部城镇污水处理厂提标至地表IV类水市场规模测算

现有排放标准	提标改造水量（亿吨/日）	改造费用（元/吨）	市场规模（亿元）
二级	0.07	2800	207
一级B	0.96	2300	2211
一级A	0.30	1800	532
特别排放限值	0.15	800	118
合计			3068

资料来源：安信证券研究中心

根据《城镇污水处理厂污染物排放标准》数据，排放标准二级到一级B改造费用为500元/吨，一级B到一级A的改造费用为500元/吨，一级A到特别限值标准改造费用为1000元/吨，特别限值标准地表IV类水改造费用为800元/吨，据我们测算，改造的市场规模为3068亿元。

截至目前，可达到地表水IV类水排放标准的技术路线主要有两种，一种是在一级A工艺的基础上增加硝化反硝化滤池和膜过滤，另一种则是MBR工艺。这意味着，目前可稳定实现地表水IV类水排放标准的污水处理技术种类有限。碧水源掌握了先进的MBR膜污水处理技术，经该技术处理的污水可去除95%的BOD5、90%的总氮、90%的总磷，能将污水处理到地表水IV类以上，其中MBR+DF双膜系统更是能将水质提升至地表水II类标准。因此，在未来污水处理厂提标改造的市场上，碧水源也将有望充分受益。

## 5. 风险提示

政策推进力度不及预期、PPP订单释放不及预期。



## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	5,214.3	8,892.3	12,626.4	21,499.5	25,239.0	<b>成长性</b>					
减:营业成本	3,065.7	6,101.1	8,560.6	15,780.1	18,278.3	营业收入增长率	51.2%	70.5%	42.0%	70.3%	17.4%
营业税费	81.5	51.0	160.9	244.5	251.2	营业利润增长率	45.2%	31.1%	45.0%	21.4%	27.0%
销售费用	127.3	147.0	247.4	433.9	473.7	净利润增长率	44.7%	35.5%	42.1%	21.6%	27.3%
管理费用	287.3	409.1	671.3	1,105.6	1,267.0	EBITDA 增长率	37.0%	32.8%	42.5%	20.2%	25.7%
财务费用	47.5	84.3	84.3	84.3	84.3	EBIT 增长率	37.4%	32.4%	43.4%	20.8%	26.4%
资产减值损失	135.0	150.9	123.4	136.5	136.9	NOPLAT 增长率	36.9%	27.4%	47.3%	20.2%	25.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	115.3%	22.3%	59.5%	-22.8%	21.7%
投资和汇兑收益	217.5	263.8	430.2	180.0	198.0	净资产增长率	118.7%	15.8%	13.8%	16.3%	17.7%
<b>营业利润</b>	1,687.3	2,212.6	3,208.7	3,894.6	4,945.6	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	7.7	22.4	28.0	25.8	25.4	毛利率	41.2%	31.4%	32.2%	26.6%	27.6%
<b>利润总额</b>	1,695.1	2,235.0	3,236.7	3,920.4	4,971.0	营业利润率	32.4%	24.9%	25.4%	18.1%	19.6%
减:所得税	237.6	385.3	485.2	604.4	789.5	净利润率	26.1%	20.8%	20.8%	14.8%	16.1%
<b>净利润</b>	1,361.7	1,845.8	2,623.3	3,189.6	4,060.4	EBITDA/营业收入	34.5%	26.8%	26.9%	19.0%	20.3%
						EBIT/营业收入	33.3%	25.8%	26.1%	18.5%	19.9%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	固定资产周转天数	24	16	11	6	4
货币资金	5,299.6	9,056.2	2,753.6	8,786.5	10,240.2	流动营业资本周转天数	20	-73	-41	-7	-10
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	462	489	378	298	334
应收账款	2,820.3	4,801.4	6,269.7	12,422.7	9,479.5	应收账款周转天数	157	154	158	156	156
应收票据	18.9	29.7	58.3	79.8	78.8	存货周转天数	21	16	22	23	21
预付账款	219.2	404.0	638.5	1,235.4	852.4	总资产周转天数	998	1,016	837	562	560
存货	345.9	430.8	1,146.8	1,557.6	1,385.0	投资资本周转天数	354	315	317	203	167
其他流动资产	56.6	689.7	254.5	333.6	425.9	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	466.8	937.4	639.4	681.2	752.7	ROE	10.0%	11.9%	14.9%	15.5%	16.7%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	7.9%	5.8%	10.2%	8.2%	10.9%
长期股权投资	1,891.4	2,337.7	2,337.7	2,337.7	2,337.7	ROIC	45.8%	27.1%	32.7%	24.6%	40.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	399.8	400.9	357.5	314.0	270.6	销售费用率	2.4%	1.7%	2.0%	2.0%	1.9%
在建工程	30.0	93.8	93.8	93.8	93.8	管理费用率	5.5%	4.6%	5.3%	5.1%	5.0%
无形资产	4,354.4	9,975.5	9,913.4	9,851.3	9,789.2	财务费用率	0.9%	0.9%	0.7%	0.4%	0.3%
其他非流动资产	2,485.8	2,649.3	2,459.1	2,533.0	2,545.3	三费/营业收入	8.9%	7.2%	7.9%	7.6%	7.2%
<b>资产总额</b>	18,388.8	31,806.4	26,922.2	40,226.7	38,251.2	<b>偿债能力</b>					
短期债务	211.2	2,478.7	-	-	-	资产负债率	23.3%	48.6%	31.0%	46.2%	33.4%
应付账款	2,134.4	5,372.4	4,951.4	14,160.9	8,062.6	负债权益比	30.3%	94.7%	44.8%	86.0%	50.2%
应付票据	6.9	30.7	8.0	66.6	27.2	流动比率	2.68	1.12	1.47	1.36	1.84
其他流动负债	917.3	5,857.4	2,619.6	3,702.5	4,137.2	速动比率	2.57	1.09	1.32	1.27	1.72
长期借款	17.7	1,467.0	-	-	-	利息保障倍数	36.52	27.23	39.04	47.17	59.63
其他非流动负债	991.6	266.3	756.7	671.5	564.8	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	4,279.0	15,472.4	8,335.7	18,601.6	12,791.9	DPS(元)	0.04	0.06	0.09	0.10	0.13
少数股东权益	535.4	813.0	934.7	1,059.1	1,177.4	分红比率	9.0%	9.5%	11.3%	9.9%	10.2%
股本	1,229.5	3,126.9	3,133.7	3,133.7	3,133.7	股息收益率	0.2%	0.3%	0.5%	0.5%	0.7%
留存收益	12,231.3	12,489.0	14,518.1	17,432.4	21,148.2						
<b>股东权益</b>	14,109.7	16,334.1	18,586.5	21,625.1	25,459.3						

## 现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	1,457.4	1,849.7	2,623.3	3,189.6	4,060.4	EPS(元)	0.43	0.59	0.84	1.02	1.30
加:折旧和摊销	62.9	89.9	105.5	105.5	105.5	BVPS(元)	4.33	4.95	5.63	6.56	7.75
资产减值准备	135.0	150.9	-	-	-	PE(X)	44.3	32.7	23.0	18.9	14.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.4	3.9	3.4	2.9	2.5
财务费用	90.5	93.3	84.3	84.3	84.3	P/FCF	-19.0	15.1	-9.4	9.6	34.2
投资损失	-217.5	-263.8	-430.2	-180.0	-198.0	P/S	11.6	6.8	4.8	2.8	2.4
少数股东损益	95.7	4.0	128.1	126.4	121.0	EV/EBITDA	31.8	20.1	16.6	12.3	9.5
营运资金的变动	-138.9	2,158.8	-5,014.7	2,930.8	-2,414.1	CAGR(%)	31.5%	31.2%	39.5%	31.5%	31.2%
<b>经营活动产生现金流量</b>	1,359.2	751.8	-2,503.6	6,256.7	1,759.3	PEG	1.4	1.0	0.6	0.6	0.5
投资活动产生现金流量	-3,756.0	-4,838.0	728.3	138.2	126.5	ROIC/WACC	4.4	2.6	3.1	2.4	3.9
融资活动产生现金流量	5,320.8	6,335.0	-4,527.3	-361.9	-432.1	REP	1.8	2.1	1.3	2.0	1.0

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

邵琳琳声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	章政	021-35082861	zhangzheng@essence.com.cn	
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
李倩		010-83321355	liqian1@essence.com.cn	
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
张莹		010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯			

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034