

绿色动力 (601330.SH)

新股分析

国资垃圾焚烧发电领先企业，稳健增长可期

投资要点

- ◆ **国资背景垃圾焚烧发电领先企业：**公司前身绿色动力有限成立于2000年3月29日，成立之初实际控制人为自然人郑维先、郑道斌兄弟；2005年北京国资公司对绿色动力有限进行增资，增资后持有公司61.16%股权；2014年6月公司在香港联交所主板上市；2018年5月公司A股IPO获证监会批文，即将成为A/H股两地上市的垃圾焚烧发电企业。截至本招股意向书签署日，北京国资公司合计持股占本次发行前股份总额的50.34%；公司本次拟向社会公众发行11,620万股人民币普通股，发行完成后，北京国资公司的合计持股比例预计为45.30%。
- ◆ **垃圾焚烧发电处理能力行业领先，拿单及技术优势凸显：**公司现已形成立足长三角、环渤海、珠三角，并向中西部地区延伸的项目布局。截至本招股意向书签署日，公司已投运项目11个，试运营项目3个，在建项目6个，筹建项目12个，运营+试运营项目规模10,810吨/日，在建+筹建项目规模21,830吨/日，项目储备充足；总设计处理能力32,640吨/日，排名仅次于光大国际、锦江环境、重庆三峰。从地域分布看，公司项目分布前三的地区为广东（6,550吨/日）、北京（5,480吨/日）、山东（3,700吨/日），均为经济较发达地区，凸显优质项目拿单优势。从单体项目规模看，公司在手千吨级项目多，筹建的惠州项目二期处理规模已达3,400吨/日，凸显公司领先的技术及运营水平。2014-2017年公司营业收入年复合增速25%，归母净利润年复合增速65%，业绩增长稳健。
- ◆ **布局危废，培育新的利润增长点：**2018年1月，公司以9,000万元交易对价完成收购绿益（葫芦岛）环境服务有限公司80%股权，进入危废处置领域。绿益环境在辽宁省葫芦岛市的工业废物处置中心项目设计处理能力为9.25万吨/年，涵盖了43大类危废处理资质，目前已经获得主管部门核准，正在推进后续筹建。绿益环境所在地葫芦岛和周边150公里范围锦州、盘锦、朝阳等市危废处理市场拥有较多大型石化企业、化工企业、农化工企业，料源充足，且处置产能供不应求，预计该项目经营后将会迅速占领市场，并较快形成企业新的利润增长点，带来较高的发展空间。
- ◆ **投资建议：**公司本次A股发行有利于在手项目的顺利推进，我们预计公司2018-2020年实现营业收入11.07亿元、15.18亿元和18.24亿元，分别同比增长41%、37%和20%；归母净利润2.52亿元、3.45亿元和4.02亿元，分别同比增长21.9%、37.1%和16.5%，稳健增长可期，建议积极关注。
- ◆ **风险提示：**政策不及预期、项目进度不及预期、偿债风险

发行数据

总股本(万股)	104,500
发行数量(万股)	-
网下发行(万股)	-
网上发行(万股)	-
保荐机构	中信证券股份有限公司
发行日期	2018/5/30
发行方式	网上发行,网下配售

股东信息

北京市国有资产经营有限责任公司	47.96%
安徽省江淮成长投资基金中心(有限合伙)	4.76%
保利龙马鸿利股权投资基金(天津)合伙企业(有限合伙)	2.67%
北京国资(香港)有限公司	2.38%
共青城景秀投资合伙企业(有限合伙)	2.00%
北京惠泰恒瑞投资有限公司	2.00%
中商龙润环科投资有限公司	1.91%

分析师

张仲杰
 SAC执业证书编号: S0910515050001
 zhangzhongjie@huajinsec.com
 021-20377099

报告联系人

宋怡萱
 songyixuan@huajinsec.com
 021-20377051

财务数据与估值

摘要(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	664.3	784.8	1,107.2	1,518.0	1,824.1
净利润	231.0	206.5	251.8	345.3	402.4
每股收益(元)	0.22	0.20	0.22	0.30	0.35
每股净资产(元)	2.00	2.14	2.41	2.67	2.98

盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
毛利率	62.2%	58.4%	59.3%	60.0%	58.2%
净利润率	34.8%	26.3%	22.7%	22.7%	22.1%
净资产收益率	11.0%	9.3%	9.0%	11.2%	11.6%
ROIC	7.0	5.4	5.3	6.3	6.6

数据来源：贝格数据华金证券研究所

内容目录

一、绿色动力：国资垃圾焚烧发电领先企业	4
（一）背靠北京国资公司，拿单优势、技术实力凸显	4
（二）项目储备充足，业绩增长稳健	7
（三）垃圾焚烧行业仍具增长潜力	10
二、布局危废，培育新的利润增长点	11
三、募集资金用途	11
四、盈利预测	12
五、风险提示	12

图表目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：截至招股意向书签署日公司股权结构	5
图 3：公司垃圾处理总设计能力排名靠前	5
图 4：公司在手项目地域布局	6
图 5：公司营业收入增长情况	8
图 6：公司归母净利润增长情况	8
图 7：公司营业收入构成情况	8
图 8：公司毛利构成情况	8
图 9：公司项目运营、BOT 和 BT 利息收入毛利率情况	9
图 10：公司营业收入构成情况	9
图 11：公司期间费用率变动情况	9
图 12：公司盈利指标变动情况	9
图 13：公司经营性现金净流量变动情况	9
图 14：公司资产负债率变动情况	9
图 15：中国城市生活垃圾清运量攀升	10
图 16：城市生活垃圾无害化处理量（万吨）及焚烧占比	10
图 17：我国生活垃圾焚烧处理能力仍具备增长潜力	10
表 1：公司在手项目列表	6
表 2：垃圾焚烧处理的产能利用情况	7
表 3：垃圾焚烧发电的产能利用情况	7
表 4：本次募集资金用途	11
表 5：收入分拆	12

一、绿色动力：国资垃圾焚烧发电领先企业

（一）背靠北京国资公司，拿单优势、技术实力凸显

绿色动力将成为 A/H 股两地上市的垃圾焚烧发电企业。公司前身绿色动力有限成立于 2000 年 3 月 29 日，成立之初实际控制人为自然人郑维先、郑道斌兄弟；2005 年北京国资公司对绿色动力有限进行增资，增资后持有公司 61.16% 股权，北京国资公司是经北京市人民政府授权的、专门从事资本运营的大型国有投资公司，主要产业集中在金融与现代服务业，科技、现代制造业与新能源，城市功能开发、环保与社会事业，文化创意、旅游休闲与体育四大领域；2012 年 4 月 23 日绿色动力有限整体变更设立股份有限公司；2014 年 6 月公司在香港联交所主板上市；2017 年 12 月绿色动力收购绿益环境 80% 股权，布局危废处置领域；2018 年 5 月公司 A 股 IPO 获证监会批文，即将登陆上交所。

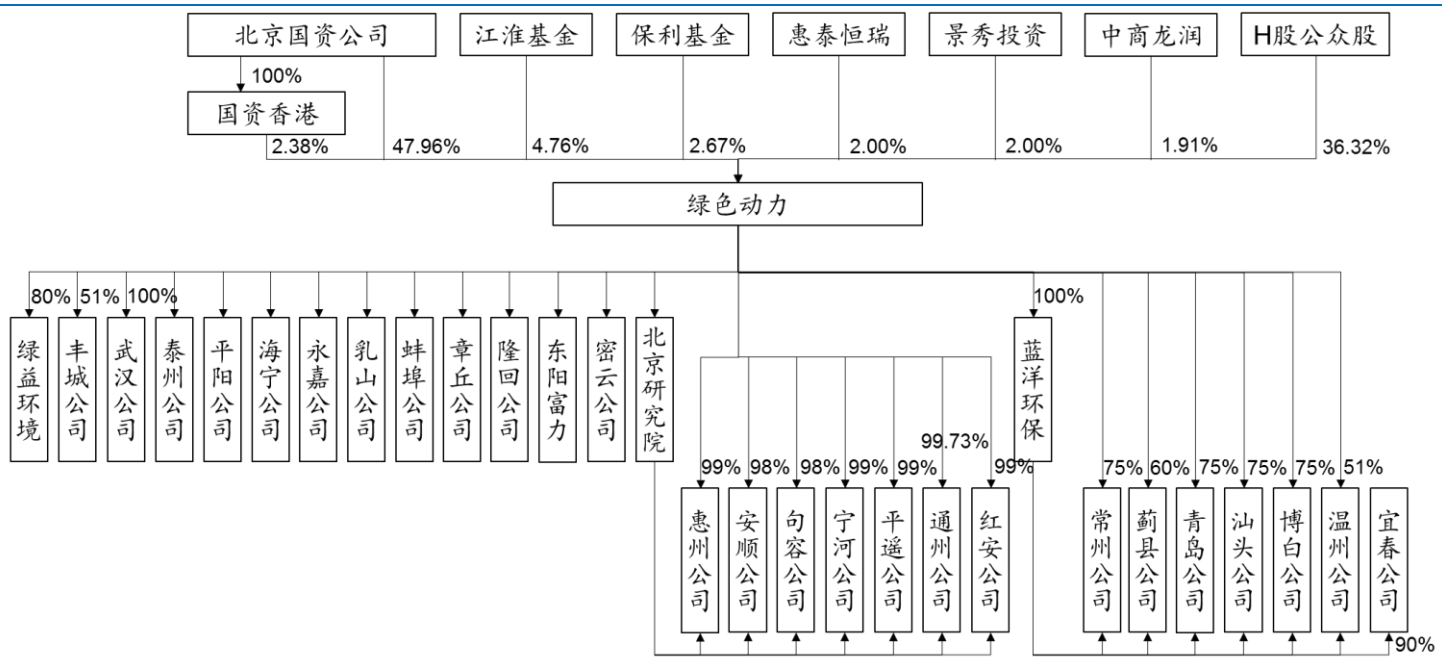
图 1：公司发展历程



资料来源：招股意向书，华金证券研究所

公司的控股股东及实际控制人为北京国资公司。截至本招股意向书签署日，北京国资公司直接持有公司 50,118.96 万股，通过全资子公司国资香港间接持有公司 2,485.98 万股，合计持股占本次发行前股份总额的 50.34%。公司本次拟向社会公众发行 11,620 万股人民币普通股，发行完成后，北京国资公司的合计持股比例预计为 45.30%。

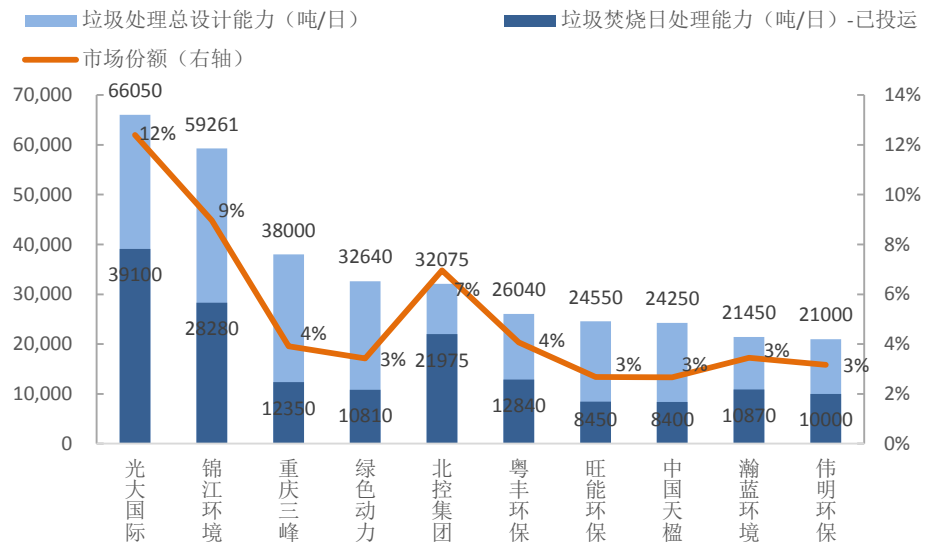
图 2：截至招股意向书签署日公司股权结构



资料来源：招股意向书，华金证券研究所

垃圾焚烧发电在建项目储备充足，总设计处理能力行业靠前。公司自成立以来专注于垃圾焚烧发电业务，现已形成立足于长三角、环渤海、珠三角，并向中西部地区延伸的项目布局。截至本招股意向书签署日，公司已投运项目 11 个，试运营项目 3 个，在建项目 6 个，筹建项目 12 个，运营+试运营项目规模 10,810 吨/日，在建+筹建项目规模 21,830 吨/日，在建项目储备充足；总设计处理能力 32,640 吨/日，在同行业中排名靠前。

图 3：公司垃圾处理总设计能力排名靠前



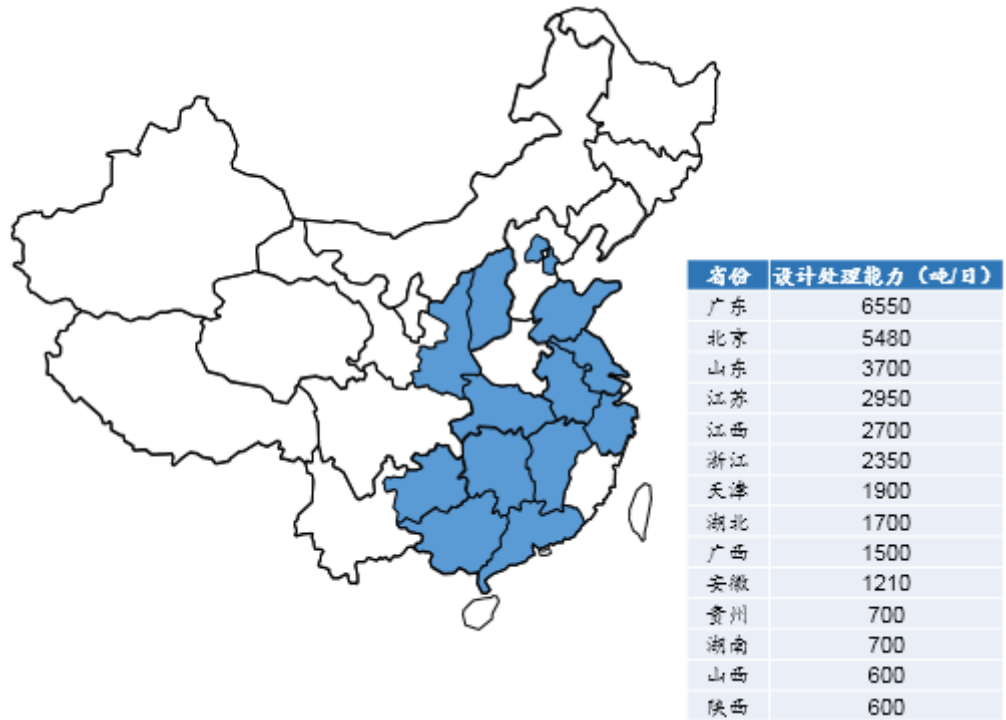
资料来源：各公司公告，E20 研究院，华金证券研究所（基于 2017 年末数据，不完全统计）

市场份额指：公司已投运垃圾焚烧项目规模/2017 年末我国生活垃圾焚烧处理能力

项目分布凸显拿单优势，单体项目规模凸显运营能力。公司项目分布前三的地区为广东（6,550 吨/日）、北京（5,480 吨/日）、山东（3,700 吨/日），均为经济较发达地区，公司背靠北京国资公司，具备优质项目拿单优势。从单体项目规模看，公司在手千吨级项目多，例如在建的

通州项目处理规模为 2,250 吨/日，筹建的惠州项目二期处理规模为 3,400 吨/日，可见公司具备领先的技术及运营水平。

图 4：公司在手项目地域布局



资料来源：招股意向书，华金证券研究所

表 1：公司在手项目列表

项目状态	项目名称	项目性质	设计日处理能力 (吨)	装机容量 (兆瓦)	垃圾处理费 (元/吨) (含税)
运营	常州项目	BOT	1050	15	75
	海宁项目	BOT	500	12	75
	平阳项目	BOT	600	12	65
	永嘉项目	BOT	500	12	60
	武汉项目	BOT	1000	18	89.94
	乳山项目	BOT	500	12	52
	泰州项目	BOT	1000	18	80
	惠州填埋场项目	BOT	450	-	74
	安顺项目	BOT	700	12	70
	蓟县项目	BOT	700	12	60
	惠州垃圾焚烧发电项目	BOT	1200	24	90.77
合计			8200		
试运营	句容项目	BOT	700	12	62
	宁河秸秆发电项目	BOT	700	36	-
	蚌埠项目	BOT	1210	25	26.8
合计			2610		
在建	宁河生物质发电项目	BOT	500	7.5	
	通州项目	BOT	2250	50	
	汕头项目	BOT	1500	35	
	密云项目	PPP	1530	-	
	章丘项目	BOT	1200	24	

	博白项目	BOT	1500	15
	青岛项目	BOT	1000	-
	平遥项目	BOT	600	-
	红安项目	BOT	700	-
	隆回项目	BOT	700	-
	金坛项目	BOT	600	-
筹建	射阳项目	BOT	600	-
	宜春项目	PPP	1500	-
	通州项目二期	BOT	1700	-
	永嘉项目二期	PPP	750	-
	宜君项目	BOT	600	-
	丰城项目	PPP	1200	-
	惠州项目二期	PPP	3400	-
		合计		21830

资料来源：招股意向书，华金证券研究所

公司垃圾焚烧处理产能利用率约 100%左右。发电机组产能利用率较低，主要因为垃圾焚烧发电项目一般配备标准规格的发电机组，如 6MW、10MW、12MW、18MW、20MW 等，从而导致发电机组装机容量往往大于垃圾焚烧发电实际所需的发电机组容量；另一方面是因为乳山项目在 2016 年以前垃圾热值低，实际发电量低，拉低了整体产能利用率。

表 2：垃圾焚烧处理的产能利用情况

期间	设计焚烧垃圾能力（万吨）	实际处理量（万吨）	实际入炉量（万吨）	产能利用率
2017 年	313.78	365.82	311.03	99.12%
2016 年	257.21	316.74	259.52	100.90%
2015 年	200.86	233.11	202.08	100.61%

资料来源：招股意向书，华金证券研究所

注：实际处理量即入厂垃圾量；实际入炉量=入厂垃圾量-渗滤液量；产能利用率=实际入炉量/设计处理垃圾能力

表 3：垃圾焚烧发电的产能利用情况

期间	装机总容量（兆瓦）	实际发电量（万度）	产能利用率
2017 年	220	119,990.08	83.43%
2016 年	147	92,531.17	79.07%
2015 年	111	67,937.35	73.83%

资料来源：招股意向书，华金证券研究所

（二）项目储备充足，业绩增长稳健

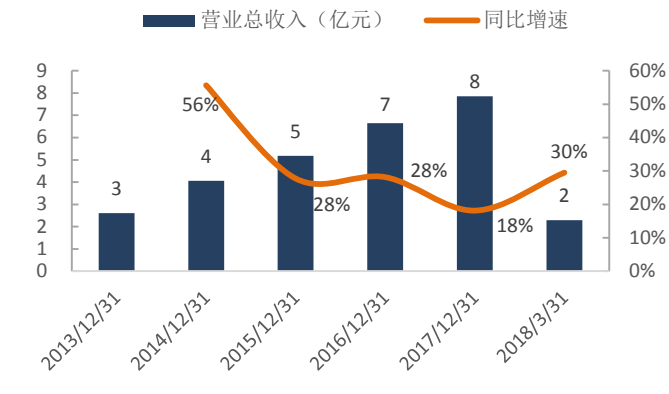
绿色动力环保（1330.HK）系香港主板 H 股上市公司，在编制国际财务报告准则下的财务报表时确认了 BOT 和 BT 项目建设阶段的建造收入，公司在编制 A 股 IPO 申报的财务报表中，参考 A 股同行业上市公司，不确认建造阶段的建造收入，同时对 2015、2016 年利润表进行追溯调整。

2014-2017 年公司营业收入年复合增速 25%，归母净利润年复合增速 65%，业绩增长稳健。2017 年归母净利润略有下滑，主要系 2015、2016 年分别有一次性确认收入的情况，该等收入无直接对应的营业成本，使得当期毛利率略有提高，而 2017 年公司未有新项目进入国补目录，

没有项目一次性确认以往年度国补，导致毛利率有所下降；同时，2017 年公司面临的财务费用率上浮，因此净利率下滑逾 8 个百分点。2018 年第一季度净利润下滑，主要系常州公司设备大修导致其成本上升；以及 2017 年底投产新项目因试运营时间较短，尚未达到预计产量，产生一定亏损。

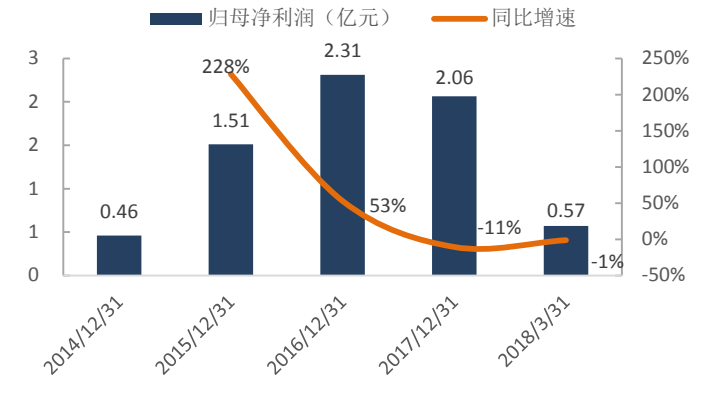
公司预计 2018 年 1-6 月营业收入 4.39 亿元-4.81 亿元，较上年同期增长约 5%-15%，预计 2018 年 1-6 月净利润为 1.48 亿元-1.63 亿元，较上年同期增长 0%-10%。

图 5：公司营业收入增长情况



资料来源：Wind, 招股意向书, 华金证券研究所

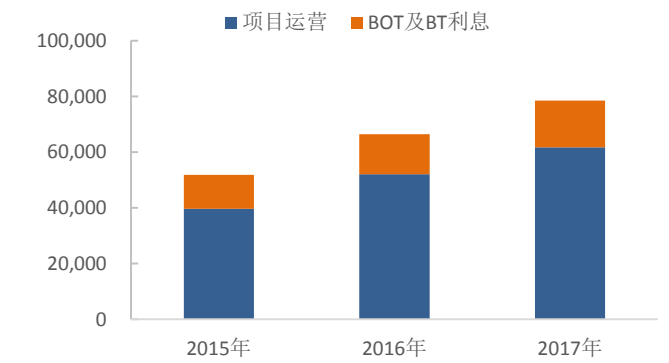
图 6：公司归母净利润增长情况



资料来源：Wind, 招股意向书, 华金证券研究所

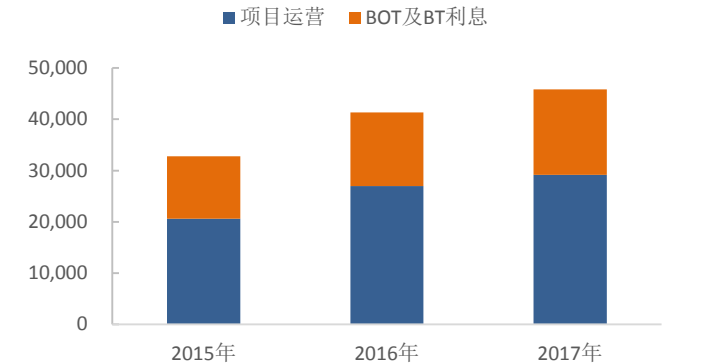
从业务构成看,2017 年项目运营、BOT 及 BT 利息收入分别占公司营业收入的 79%和 21%，两项业务毛利率分别为 47.18%、100%。

图 7：公司营业收入构成情况



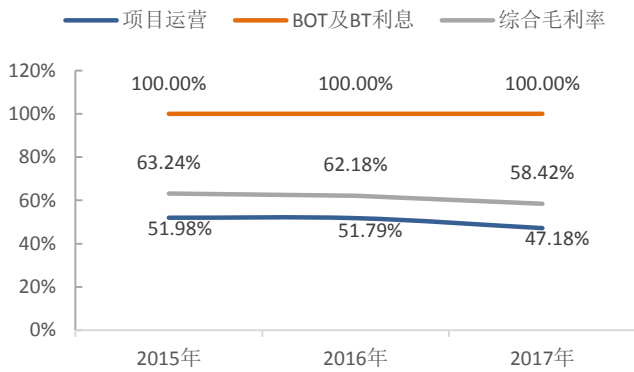
资料来源：Wind, 招股意向书, 华金证券研究所

图 8：公司毛利构成情况



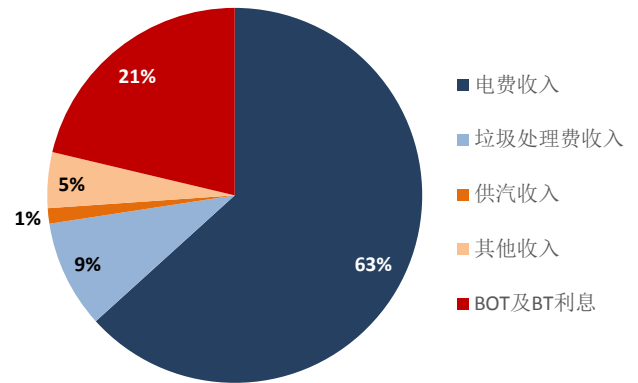
资料来源：Wind, 招股意向书, 华金证券研究所

图 9：公司项目运营、BOT 和 BT 利息收入毛利率情况



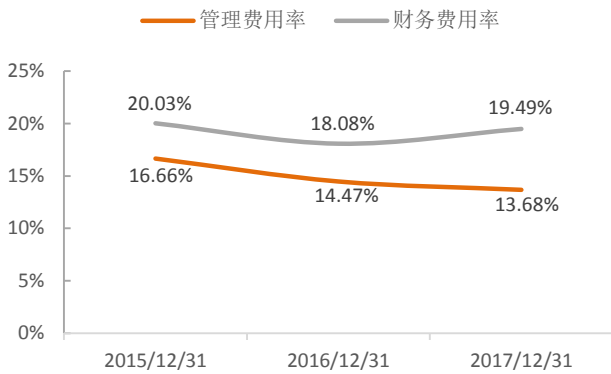
资料来源：Wind，招股意向书，华金证券研究所

图 10：公司营业收入构成情况



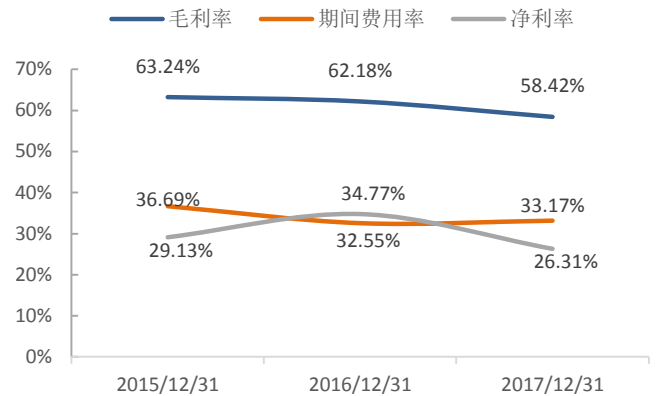
资料来源：Wind，招股意向书，华金证券研究所

图 11：公司期间费用率变动情况



资料来源：Wind，招股意向书，华金证券研究所

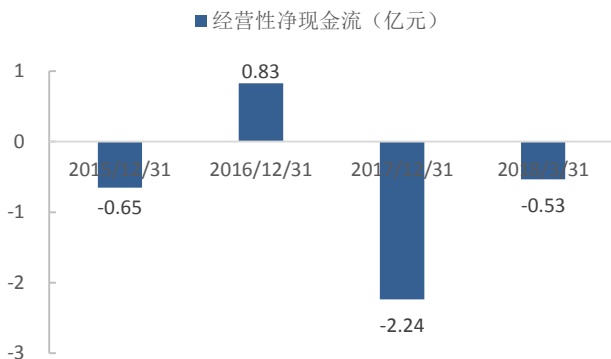
图 12：公司盈利指标变动情况



资料来源：Wind，招股意向书，华金证券研究所

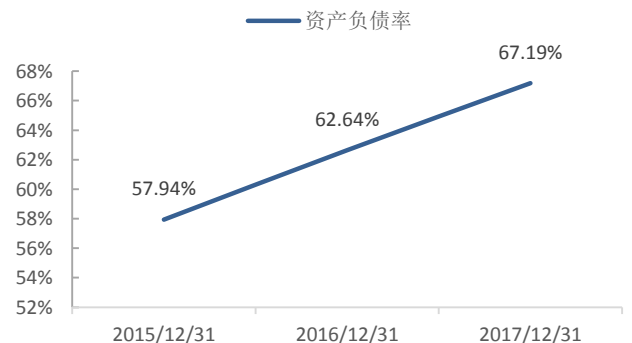
2017 年公司经营性现金净流出 2.24 亿元，主要由于公司大规模建设 BOT/BT 项目；公司资产负债率攀升至 2017 年末的 67.19%。

图 13：公司经营性现金净流量变动情况



资料来源：Wind，招股意向书，华金证券研究所

图 14：公司资产负债率变动情况



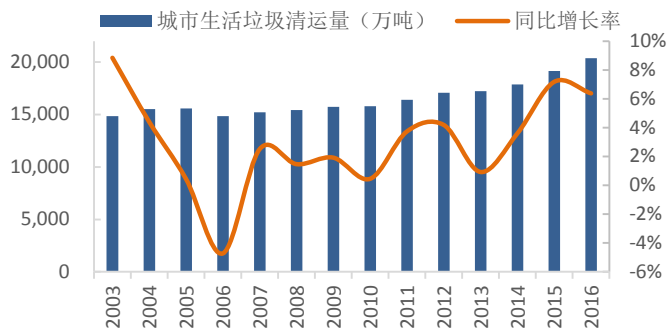
资料来源：Wind，招股意向书，华金证券研究所

（三）垃圾焚烧行业仍具增长潜力

随着我国城镇化进程推进，城市生活垃圾清运量不断增长，无害化处理率提高至 2016 年的 96.6%。从生活垃圾无害化处理方式看，填埋处理量增速平缓，且在无害化处理量中的占比由 2004 年的 85% 下降到 2014 年的 60%；而焚烧处理量增速最快，2004-2016 年年复合增长率 37%。可见由于焚烧处理占地面积小、且热能可发电等优势，越来越多地应用于生活垃圾处理中。

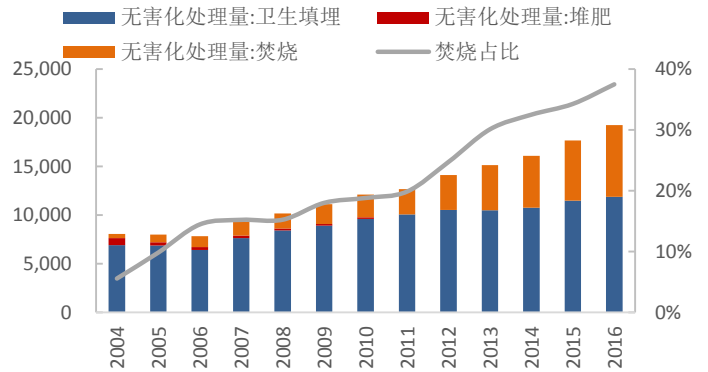
相较于发达国家，我国的垃圾焚烧处理占比相对较低，处理能力仍有增长潜力。日本在 1998 年城市生活垃圾焚烧处理比例已经达到了 80.4%，挪威、比利时等欧洲国家的垃圾焚烧处理比例均超过 70%（数据来源：招股意向书）。2016 年我国生活垃圾焚烧处理能力占无害化处理能力的比重为 41%，根据《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》，至 2020 年该比例有望达到 54%。我国生活垃圾焚烧处理能力有望从 2016 年的 25.59 万吨/日增长到 2020 年的 59.14 万吨/日，年复合增长率为 23%。

图 15：中国城市生活垃圾清运量攀升



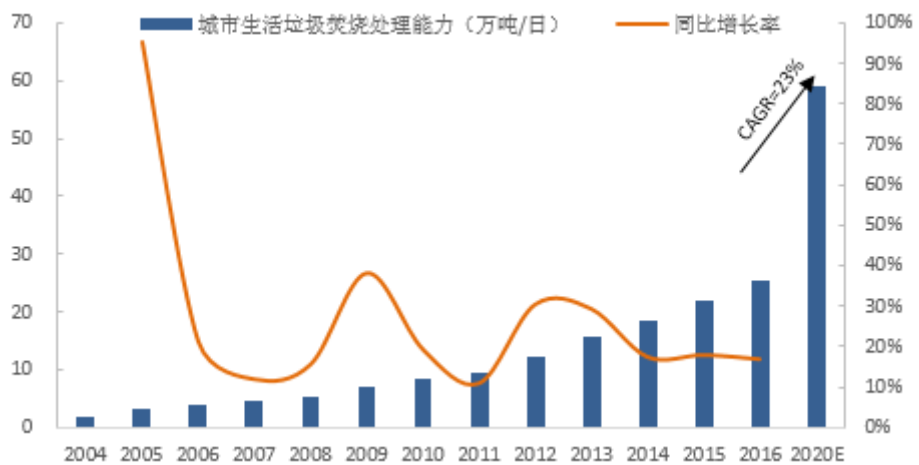
资料来源：国家统计局，华金证券研究所

图 16：城市生活垃圾无害化处理量（万吨）及焚烧占比



资料来源：Wind，招股意向书，华金证券研究所

图 17：我国生活垃圾焚烧处理能力仍具备增长潜力



资料来源：国家统计局，《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》，华金证券研究所

二、布局危废，培育新的利润增长点

2018年1月，公司以9,000万元交易对价完成收购绿益（葫芦岛）环境服务有限公司80%股权，进入危废处置领域。绿益环境在辽宁省葫芦岛市的工业废物处置中心项目设计处理能力为9.25万吨/年，涵盖了43大类危废处理资质，目前已经获得主管部门核准，正在推进后续筹建。绿益环境所在地葫芦岛和周边150公里范围锦州、盘锦、朝阳等市危废处理市场拥有较多大型石化企业、化工企业、农化工企业，料源充足，且处置产能供不应求，预计该项目经营后将会迅速占领市场，并较快形成企业新的利润增长点，带来较高的发展空间。

三、募集资金用途

本次公司拟发行11,620.00万股，占发行后总股本的10.01%。募投资金拟投向天津宁河县秸秆焚烧发电项目（8,000万元）、天津宁河县生物质发电项目（8,000万元）、蚌埠市生活垃圾焚烧发电厂项目（8,601.88万元）、补充流动资金（1亿），共3.46亿元。

表4：本次募集资金用途

序号	募集资金使用项目	总投资额（万元）	拟投入募集资金（万元）
1	天津宁河县秸秆焚烧发电项目	24,893.00	8,000.00
2	天津宁河县生物质发电项目	25,437.35	8,000
3	蚌埠市生活垃圾焚烧发电厂项目	50,401.44	8,601.88
4	补充流动资金	-	10,000
	总计	100,731.80	34,601.88

资料来源：招股意向书，华金证券研究所

四、盈利预测

①在建/筹建项目顺利推进：句容项目、宁河秸秆发电项目、蚌埠项目已于 2017 年试运营，2018 年全年贡献收入；预计通州项目于 2018 年下半年投入试运营；根据公司已有项目建设周期，预计 2019 年、2020 年分别有 4 个新项目投入试运营。

②平均垃圾处理费 72 元/吨（含税）；垃圾焚烧发电上网电价 0.65 元/千瓦时（含税）；生物质发电上网电价 0.75 元/千瓦时（含税）。

我们预计公司 2018-2020 年实现营业收入 11.07 亿元、15.18 亿元和 18.24 亿元，分别同比增长 41%、37%和 20%；归母净利润 2.52 亿元、3.45 亿元和 4.02 亿元，分别同比增长 21.9%、37.1%和 16.5%。

表 5：收入分拆

	2015 年	2016 年	2017 年	2018E	2019E	2020E
项目运营（万元）	39,684.90	52,108.80	61,777.12	86,253.32	118,938.74	142,863.51
同比增长率	27%	31%	19%	40%	38%	20%
BOT 及 BT 利息（万元）	12,154.15	14,324.74	16,706.74	24,467.58	32,864.19	39,542.23
同比增长率	26%	18%	17%	46%	34%	20%
营业总收入（万元）	51,839.09	66,433.50	78,483.85	110,720.90	151,802.92	182,405.74
同比增长率	28%	28%	18%	41%	37%	20%

资料来源：招股意向书，华金证券研究所

五、风险提示

政策不及预期、项目进度不及预期、偿债风险

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	664.3	784.8	1,107.2	1,518.0	1,824.1	年增长率					
减:营业成本	251.2	326.3	450.8	607.8	762.1	营业收入增长率	28.2%	18.1%	41.1%	37.1%	20.2%
营业税费	15.5	19.4	13.5	30.4	34.6	营业利润增长率	64.0%	39.7%	7.8%	36.0%	20.2%
销售费用	-	-	-	-	-	净利润增长率	53.0%	-10.6%	21.9%	37.1%	16.5%
管理费用	96.2	107.4	154.3	228.2	259.3	EBITDA 增长率	34.2%	13.4%	44.6%	32.0%	17.7%
财务费用	120.1	152.9	207.4	275.0	314.6	EBIT 增长率	40.7%	8.5%	46.9%	34.5%	17.7%
资产减值损失	-1.1	3.5	6.4	2.9	4.3	NOPLAT 增长率	27.8%	19.4%	18.2%	40.3%	18.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	53.7%	21.1%	18.7%	13.4%	11.6%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	11.1%	6.6%	25.4%	10.6%	11.7%
营业利润	182.4	254.9	274.8	373.7	449.2	盈利能力					
加:营业外净收支	70.9	0.8	37.0	36.2	24.7	毛利率	62.2%	58.4%	59.3%	60.0%	58.2%
利润总额	253.4	255.7	311.8	409.9	473.9	营业利润率	27.5%	32.5%	24.8%	24.6%	24.6%
减:所得税	22.4	49.2	60.0	64.7	71.5	净利润率	34.8%	26.3%	22.7%	22.7%	22.1%
净利润	231.0	206.5	251.8	345.3	402.4	EBITDA/营业收入	53.3%	51.2%	52.4%	50.5%	49.5%
						EBIT/营业收入	45.5%	41.8%	43.5%	42.7%	41.9%
资产负债表						偿债能力					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	资产负债率	62.6%	67.2%	65.6%	67.4%	68.3%
货币资金	581.6	694.5	1,001.9	1,358.5	1,641.4	负债权益比	167.7%	204.8%	190.4%	206.3%	215.7%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	0.78	0.80	0.73	0.66	0.66
应收帐款	187.6	180.9	188.7	215.4	232.2	速动比率	0.76	0.79	0.70	0.65	0.63
应收票据	0.4	1.2	0.5	1.3	1.2	利息保障倍数	2.52	2.15	2.32	2.36	2.43
预付帐款	11.4	10.7	20.5	22.0	30.5	营运能力					
存货	31.9	13.5	53.6	42.9	70.6	固定资产周转天数	5	5	4	3	3
其他流动资产	91.7	133.4	112.1	112.4	119.3	流动营业资本周转天数	-101	-131	-131	-126	-132
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	472	445	392	371	380
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	89	85	60	48	44
长期股权投资	3.5	-	-	-	-	存货周转天数	13	10	11	11	11
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	2,737	2,849	2,430	2,090	2,014
固定资产	10.2	11.2	12.4	13.2	14.4	投资资本周转天数	575	651	553	467	437
在建工程	-	-	-	-	-	费用率					
无形资产	1,870.5	2,251.0	2,657.2	3,046.5	3,418.7	销售费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他非流动资产	2,823.7	3,513.8	4,091.5	4,676.7	5,394.3	管理费用率	14.5%	13.7%	13.9%	15.0%	14.2%
资产总额	5,612.5	6,810.1	8,138.4	9,488.8	10,922.6	财务费用率	18.1%	19.5%	18.7%	18.1%	17.2%
短期债务	310.0	310.2	829.9	1,383.4	1,741.7	三费/营业收入	32.6%	33.2%	32.7%	33.1%	31.5%
应付帐款	394.8	519.3	644.6	826.5	986.3	投资回报率					
应付票据	-	-	-	-	-	ROE	11.0%	9.3%	9.0%	11.2%	11.6%
其他流动负债	450.9	465.0	407.0	437.3	462.0	ROA	4.1%	3.0%	3.1%	3.6%	3.7%
长期借款	1,993.7	2,914.1	3,096.7	3,379.9	3,910.0	ROIC	33.0%	25.6%	25.0%	29.6%	31.0%
其他非流动负债	366.5	367.0	357.9	363.8	362.9	分红指标					
负债总额	3,515.9	4,575.5	5,336.1	6,390.9	7,462.9	DPS(元)	0.06	-	0.03	0.04	0.04
少数股东权益	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	分红比率	27.1%	0.0%	16.0%	14.4%	10.1%
股本	1,045.0	1,045.0	1,161.1	1,161.1	1,161.1	股息收益率					
留存收益	1,053.0	1,196.7	1,638.2	1,933.8	2,295.5						
股东权益	2,096.6	2,234.6	2,802.3	3,097.9	3,459.7						
						业绩和估值指标					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	EPS(元)	0.22	0.20	0.22	0.30	0.35
现金流量表						BVPS(元)	2.00	2.14	2.41	2.67	2.98
净利润	231.0	206.5	251.8	345.3	402.4	PE(X)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
加:折旧和摊销	51.9	73.7	98.5	118.0	138.6	PB(X)	-	-	-	-	-
资产减值准备	-1.1	3.5	-	-	-	P/FCF	-	-	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/S	-	-	-	-	-
财务费用	94.9	128.2	207.4	275.0	314.6	EV/EBITDA	-	-	-	-	-
投资损失	-	-	-	-	-	CAGR(%)	14.3%	24.9%	18.6%	14.3%	24.9%
少数股东损益	-	-	-	-	-	PEG	-	-	-	-	-
营运资金的变动	-695.8	-1,378.0	-460.8	-443.2	-586.9	ROIC/WACC	7.0	5.4	5.3	6.3	6.6
经营活动产生现金流量	83.0	-223.6	96.9	295.1	268.7						
投资活动产生现金流量	-669.2	-374.6	-500.7	-504.9	-515.8						
融资活动产生现金流量	582.6	737.0	711.2	566.4	530.1						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 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 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 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

张仲杰声明，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

华金证券股份有限公司（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：

本报告仅供华金证券股份有限公司（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、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金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。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.com