

谨慎推荐（首次）

国祯环保（300388）深度报告

风险评级：中风险

聚焦水处理，业绩有望持续较快增长

2019年4月30日

投资要点：

黄秀瑜

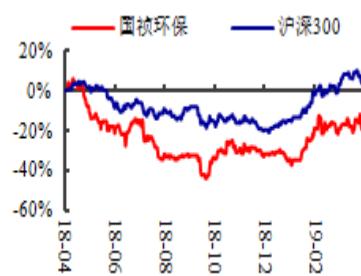
SAC 执业证书编号：
S0340512090001
电话：0769-22119455
邮箱：hxy3@dgzq.com.cn

- 引入国企背景战略股东，2019Q1三峡资本增持。公司实际控制人为李炜先生。2017年11月，引入安徽铁路发展基金（隶属于安徽省国资委）作为第二大股东。2018Q4新引入三峡资本控股作为第三大股东，且其股权比例在2019Q1进一步上升。引入国企背景战略股东，公司在项目资源、资金支持方面有望获得帮助。
- 聚焦三大业务板块，业绩持续高增长。公司主营业务分为三个板块：水环境治理、小城镇环境治理、工业废水处理，收入占比分别约60%、30%、10%。2018年实现营收40.06亿元，同比增长52.44%，归母净利润2.81亿元，同比增长44.61%。近三年营收复合增长率56.5%，归母净利润复合增长率55.3%，实现持续高增长。目前在手订单52.73亿元，处于施工期未完成投资额55.81亿元。订单较充足，支撑未来2、3年业绩增长。
- 布局潜力市场，把握发展机遇。水污染防治是2019年污染防治中央财政投入资金最大、增长最快的细分领域。污水处理厂提标改造、消灭城市黑臭水体、流域治理等需求释放为公司水环境治理业务提供发展空间。在建设美丽乡村的需求背景下，村镇污水处理渐成水处理市场重心，近三年公司小城镇环境治理综合服务实现快速增长。抓住“第三方治理”机遇，公司工业废水处理业务有望稳步增长。

主要数据 2019年4月29日

收盘价(元)	10.12
总市值(亿元)	55.74
总股本(亿股)	5.51
流通股本(亿股)	5.39
ROE (TTM)	12.85%
12月最高价(元)	13.74
12月最低价(元)	7.06

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

- 融资渠道拓展顺利，缓解资金压力。继2017年12月成功发行5.97亿元可转债后，2019年4月定增申请成功过会，募资不超10亿元。融资渠道拓展顺利，缓解资金压力，有利于保障公司的持续发展。
- 盈利预测与投资建议。暂不考虑定增摊薄，预计2019-2021年EPS分别为0.74元、0.96元、1.15元，对应PE分别为14倍、11倍、9倍。业绩增长趋势较好，目前估值处于历史底部区域，首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。
- 风险提示：订单拓展低于预期、项目推进低于预期、回款风险或资金紧张、商誉减值计提风险。

相关报告

目 录

1.公司概况.....	3
1.1 主要发展历程	3
1.2 业务模式	4
2.聚焦三大业务板块，业绩持续高增长	5
3.布局潜力市场，把握发展机遇	7
3.1“水十条”终考年临近，有望促进需求释放	7
3.2 村镇污水处理渐成水处理市场重心	9
3.3 工业废水监管趋严，利好第三方治理	10
4.融资渠道拓展顺利，缓解资金压力	12
5.盈利预测与投资建议	12
6.风险提示.....	13

插图目录

图 1：公司重要发展历程	3
图 2：公司与实际控制人之间的产权及控制关系图.....	3
图 3：近两年各业务模式贡献收入结构	5
图 4：2018 年各业务模式贡献收入结构	5
图 5：近三年业务收入结构	5
图 6：近三年业务毛利结构	5
图 7：公司收入增长趋势	6
图 8：公司净利润增长趋势	6
图 9：公司盈利指标	6
图 10：公司期间费用	6
图 11：应收账款情况	7
图 12：现金流情况	7
图 13：全国城市污水处理能力	8
图 14：全国县城污水处理能力	8
图 15：公司小城镇环境治理综合服务实现快速增长	10
图 16：各领域用水占比情况趋势图	10
图 17：工业废水排放趋势图	11
图 18：工业废水排放量行业构成	11
图 19：公司历年资产负债率	12
图 20：国祯环保 PE-Band.....	12

表格目录

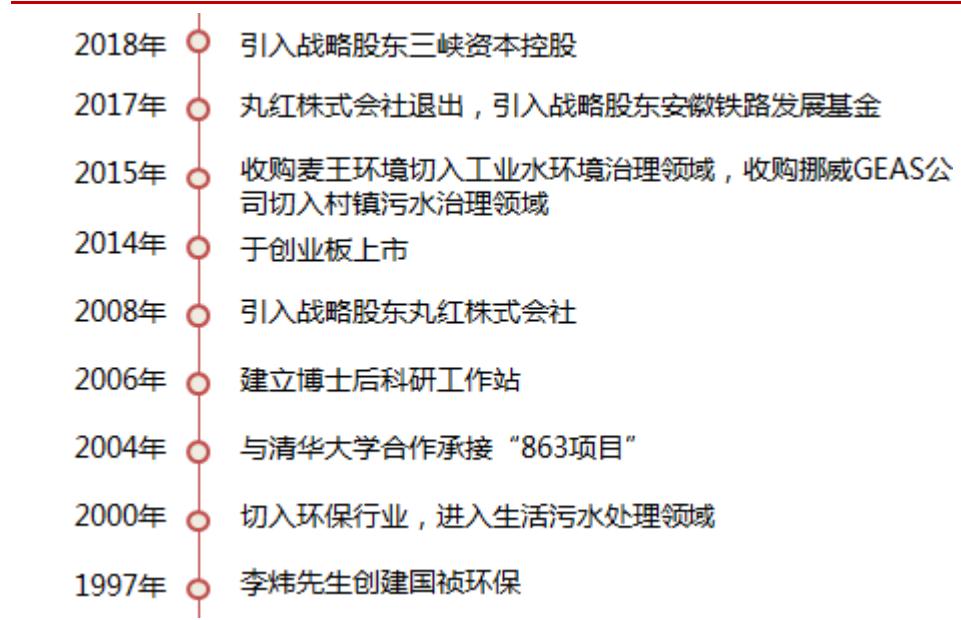
表 1：2019 年 1 季度末前十大股东持股情况.....	4
表 2：水污染防治行动计划主要指标	7
表 3：全国地表水提标目标	8
表 4：农村水环境治理相关支持政策	9
表 5：工业废水处理相关监管政策	11
表 6：公司利润预测表	14

1.公司概况

1.1 主要发展历程

公司创建于 1997 年，2000 年切入环保行业，从事污水处理 20 年，是市政污水处理领域较早提供“一站式六维服务”的专业公司，即污水处理的研究开发、设计咨询、核心设备制造、系统设备集成、工程建设安装调试、污水处理厂运营。在市政污水领域市场影响力逐步提升的同时，公司拓展其他治理领域，逐渐形成了城市水环境治理综合服务、工业废水治理、村镇水环境综合治理三大业务领域。目前在全国各地拥有 80 余家分子公司。

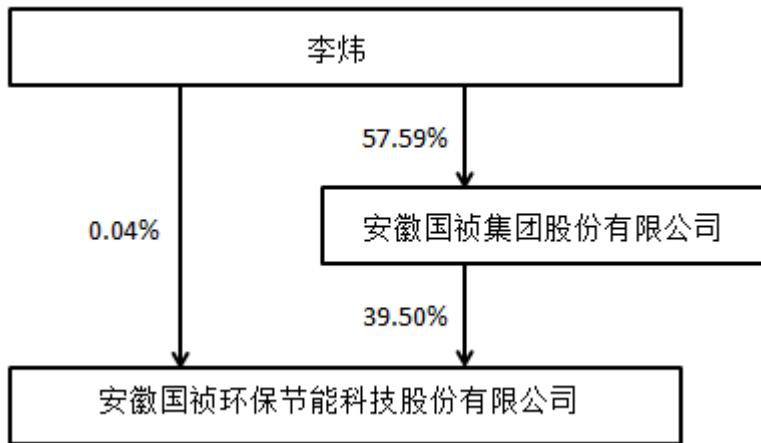
图 1：公司重要发展历程



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

截至 2019 年 4 月，公司控股股东安徽国祯集团股份有限公司持股比例为 39.50%，李炜先生持有国祯集团 57.59% 股份，另直接持有国祯环保 0.04% 的股份，为公司实际控制人。

图 2：公司与实际控制人之间的产权及控制关系图



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

近两年，公司引入国企背景的战略股东，在项目资源、资金支持方面有望获得帮助。2017年11月，公司引入战略股东安徽铁路发展基金股份有限公司作为第二大股东，目前股权比例为12.89%。安徽铁路发展基金隶属于安徽省国资委。2018年4季度新引入战略股东三峡资本控股作为第三大股东，且其股权比例从2018年末的2.85%上升至2019年1季度末的3.88%。三峡资本是长江三峡集团的控股子公司，起到新业务培育、财务性投资、资本运作服务的平台作用，而长江三峡集团在长江经济带环境治理与生态修复中发挥骨干作用，有望助力公司获取环保重点区域长江经济带的项目资源。

表1：2019年1季度末前十大股东持股情况

股东名称	股东性质	持股比例
安徽国祯集团股份有限公司	境内非国有法人	39.5%
安徽省铁路发展基金股份有限公司	国有法人	12.89%
三峡资本控股有限责任公司	国有法人	3.88%
刘书娜	境内自然人	1.92%
中广核财务有限责任公司	国有法人	1.30%
合肥高新建设投资集团公司	国有法人	1.10%
中海信托股份有限公司-中海信托-国祯环保员工持股计划集合资金信托	其他	1.03%
UBS AG	境外法人	0.78%
上海普辉投资管理有限公司-普辉厚德一号私募证券投资基金	其他	0.65%
国家开发投资集团有限公司	国有法人	0.53%

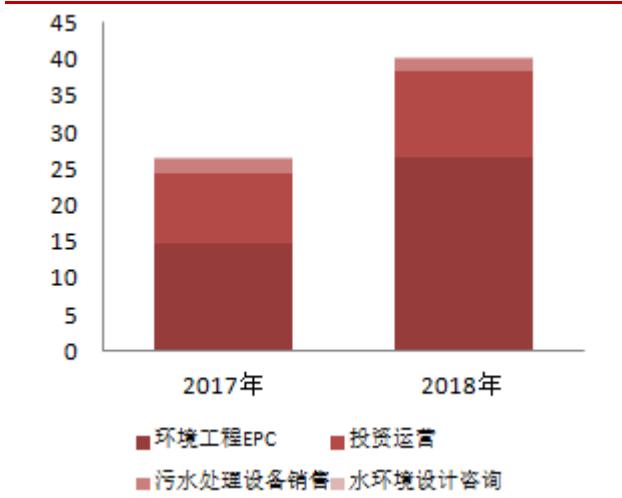
数据来源：公司公告，东莞证券研究所

1.2 业务模式

公司的业务模式主要分为投资运营业务、环境工程EPC业务、水处理设备生产销售业务以及水环境设计咨询业务。其中，环境工程EPC业务贡献收入最多，2018年占比66%，

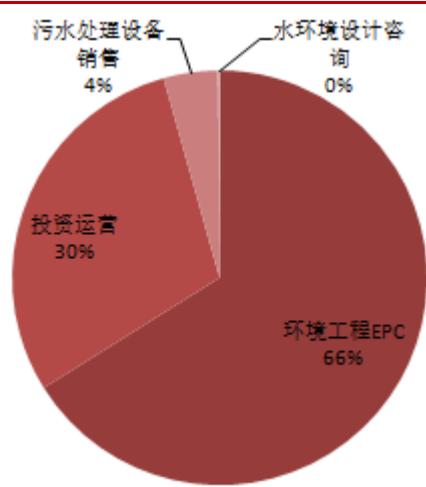
其次是投资运营业务，2018 年占比 30%。

图 3：近两年各业务模式贡献收入结构



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图 4：2018 年各业务模式贡献收入结构



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

近两年，公司工程类项目订单快速增长，2018 年收购了安徽安昕建设工程有限公司 100% 股权，具有市政公用工程施工总承包一级资质，进一步巩固现有市政项目施工能力，也为公司参与重大项目投标奠定了基础。

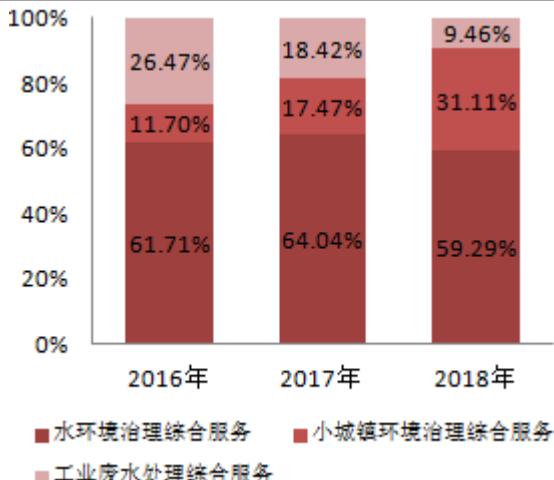
截至 2018 年底，公司已在全国近 20 个省份拥有百余座污水处理厂，污水处理规模 510 万吨/日，其中在建规模 138 万吨/日；拥有管网运营规模 5371 公里/年；2018 年已投入运营的污水厂处理规模 372 万吨/日。

2. 聚焦三大业务板块，业绩持续高增长

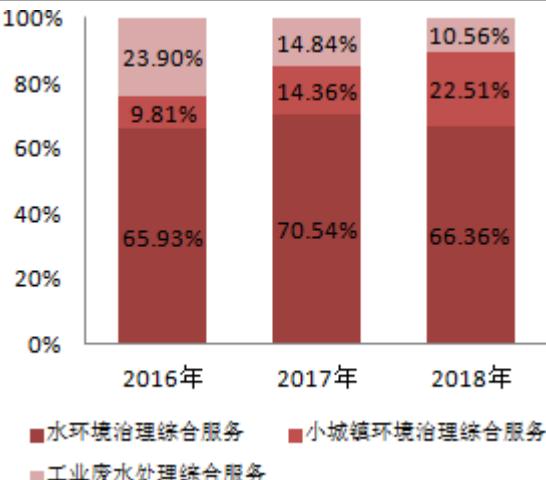
主营业务聚焦三大业务板块。自 2016 年起，公司的主营业务分为三个板块，分别为：水环境治理综合服务、小城镇环境治理综合服务、工业废水处理综合服务。其中，水环境治理综合服务的收入和毛利占比均在 60% 左右，2018 年占比有所降低。小城镇环境治理综合服务 2018 年的占比上升，收入占比 31%，毛利占比 23%。工业废水处理综合服务的占比相应有所下降，收入和毛利的占比均在 10% 左右。

图 5：近三年业务收入结构

图 6：近三年业务毛利结构



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

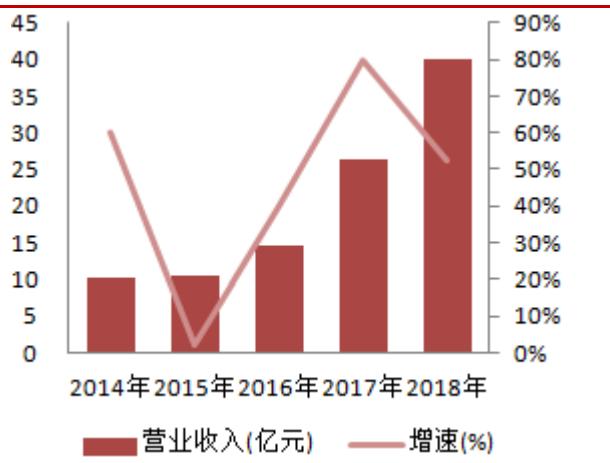


数据来源：公司公告，东莞证券研究所

近三年业绩实现持续高增长。2018年实现营收40.06亿元，同比增长52.44%，归母净利润2.81亿元，同比增长44.61%。近三年营业收入复合增长率为56.5%，归母净利润复合增长率为55.3%，业绩实现持续高增长。

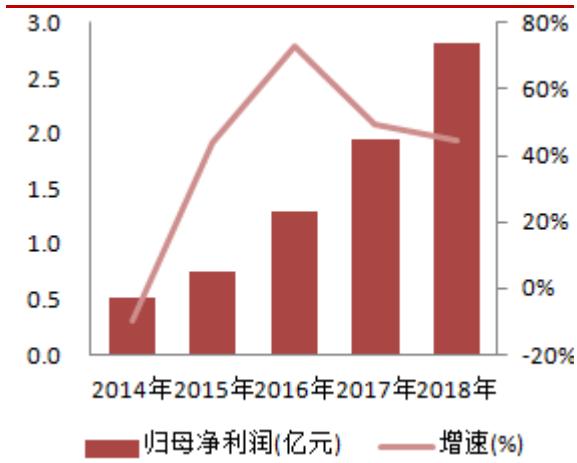
2018年新增工程类订单27.81亿元、特许经营类订单48.82亿元；2019Q1新增工程类订单10.51亿元、特许经营类订单1.28亿元。目前在手订单52.73亿元，处于施工期未完成投资额55.81亿元。订单较充足，有望支撑未来2、3年业绩持续增长。

图 7：公司收入增长趋势



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 8：公司净利润增长趋势

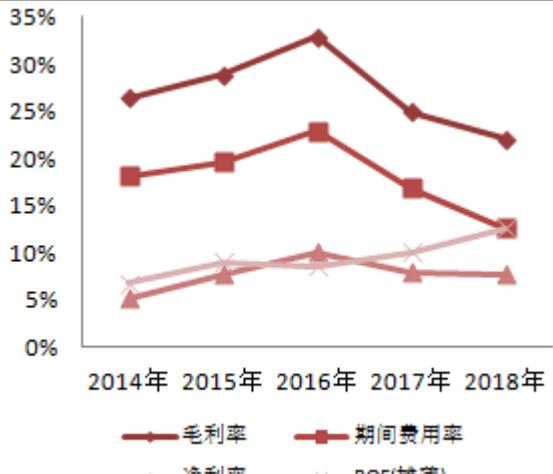


数据来源：Wind，东莞证券研究所

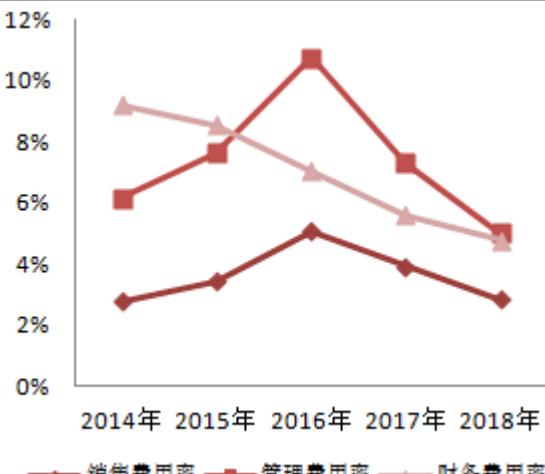
毛利率下滑，但强化费用控制，净利率保持相对稳定。2018年，公司毛利率为22.03%，期间费用率为12.65%，净利率为7.76%，ROE为12.63%。近两年公司的毛利率有所下滑，主要是因为最近两年工程板块的收入占总营收的比例持续提升，而工程板块的毛利率相对较低。但同时强化费用控制，期间费用率呈下降态势。尤其是在2018年去杠杆的背景下，公司严格控制融资成本，全年平均综合融资成本约5.06%，相对于市场平均融资成本具有明显优势，有效缓解了项目建设资金压力。整体来看，净利率保持相对稳定。

图 9：公司盈利指标

图 10：公司期间费用



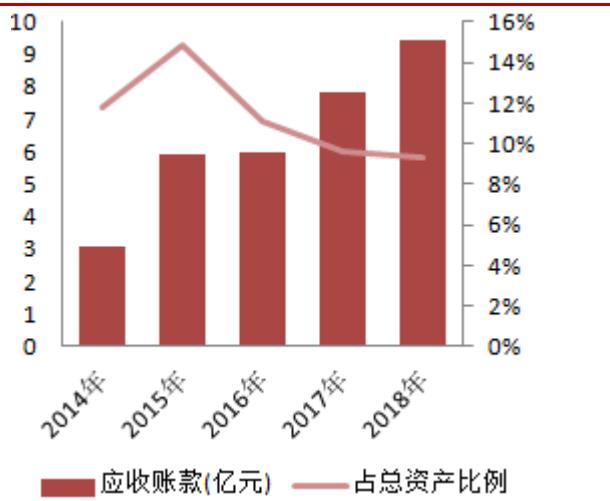
数据来源: Wind, 东莞证券研究所



数据来源: Wind, 东莞证券研究所

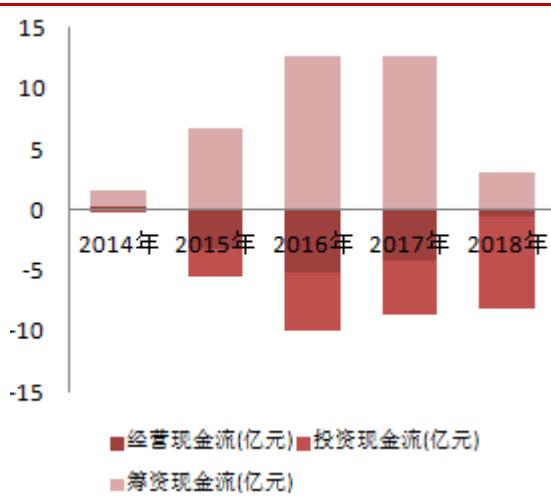
应收账款控制尚好, 经营性现金流好转。随着业务规模扩大, 应收账款随之增加, 但近三年应收账款占总资产的比例相对稳定, 保持在 10% 左右。随着项目的落地实施, 公司的筹资活动现金流增长快速, 以维持正常的经营和投资活动。2019 年 4 月, 公司拟通过定增募资 10 亿元的申请获得证监会通过, 本次定增实施后, 公司的筹资活动现金流流入将大幅增加。2018 年由于回款增加, 经营性现金流好转。

图 11: 应收账款情况



数据来源: Wind, 东莞证券研究所

图 12: 现金流情况



数据来源: Wind, 东莞证券研究所

3. 布局潜力市场, 把握发展机遇

3.1 “水十条”终考年临近, 有望促进需求释放

2018、2019 年政府工作报告中连续提出“加大污水处理设施建设力度”。2020 年“水十条”终考年临近, 未来两年我国污水处理相关基础设施的投资建设和提标改造需求有望加速释放。2019 年中央财政将安排水污染防治资金 300 亿元, 同比增长 45.3%, 也是 2019 年污染防治投入资金最大、增长最快的细分领域。

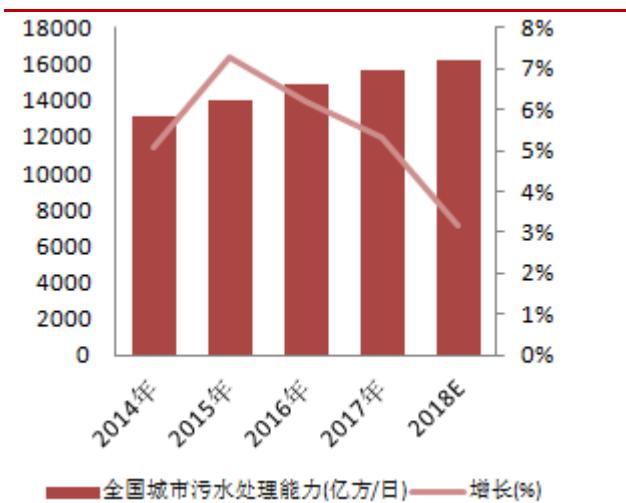
表 2: 水污染防治行动计划主要指标

主要指标	2020年	2030年
七大重点流域水质	优良(达到或优于III类)比例总体达到70%以上	优良比例总体达到75%以上
城市建成区黑臭水体	控制在10%以内	总体得到消除
城市集中式饮用水水源水质	达到或优于III类比例总体高于93%	达到或优于III类比例总体为95%左右
全国地下水	质量极差的比例控制在15%左右	未做说明

数据来源：水污染防治行动计划，东莞证券研究所

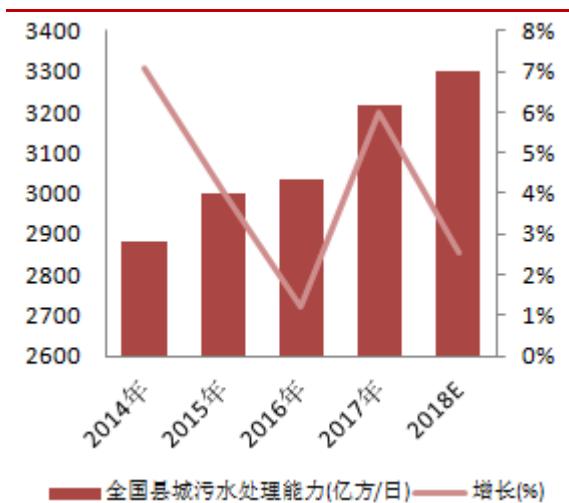
根据“水十条”，现有城镇污水处理设施，要因地制宜进行改造，2020年底前达到相应排放标准或再生利用要求，全国所有县城和重点镇具备污水收集处理能力，县城、城市污水处理率分别达到85%、95%左右。

图 13：全国城市污水处理能力



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 14：全国县城污水处理能力



数据来源：Wind，东莞证券研究所

2018年6月国务院发布《关于全面加强生态环境保护 坚决打好污染防治攻坚战的意见》提出的具体指标，其中明确：到2020年全国地表水I-III类水体比例达到70%以上，劣V类水体比例控制在5%以内。而据2017年《中国生态环境状况公报》显示，全国地表水中，I-III类水体占比67.9%，IV-V类占比23.8%，劣V类占比8.3%。

表 3：全国地表水指标目标

水体分类	2017年	2020年	改善幅度
I-III类	67.9%	70%	2.1%
IV-V类	23.8%	25%	1.2%
劣V类	8.3%	5%	-3.3%

数据来源：公开资料，东莞证券研究所

污水处理厂提标改造将是大势所趋。公司牵头申报的“巢湖流域污水处理厂达到地表类IV类水标准关键技术及应用”项目获得安徽省科技进步二等奖；进一步提升了公司在市

政污水领域的领先地位。

消灭城市黑臭水体仍是今明两年水环境治理的重点之一，治理范围将由 36 个重点城市向全国近 300 个地级城市延伸。到 2020 年底其他地级城市建成区黑臭水体消除比例达到 90%以上。

此外，随着河长制、湖长制的实施，流域治理已被明确提上日程。按照水十条，到 2020 年底，七大重点流域水质优良（达到或优于III类）比例总体达到 70%以上。今明两年流域治理需求将“由点到面”继续快速释放。

3.2 村镇污水处理渐成水处理市场重心

去年以来针对农村生态环境问题出台了多项规划文件，多次提及改善农村人居环境，建设美丽乡村，为农村水环境治理提供政策支持。2018 年 9 月国务院发布《乡村振兴战略规划(2018—2022 年)》，今年初发布的一号文件也明确了全面推开以农村垃圾污水治理、厕所革命和村容村貌提升为重点的农村人居环境整治。污水处理是建设“美丽乡村”的重要一环。随着城市生活污水处理市场逐渐饱和，水污染治理市场重心也逐渐转向村镇污水处理。

表 4：农村水环境治理相关支持政策

时间	农村环境治理相关政策
2018 年 2 月	《关于实施乡村振兴战略的意见》
2018 年 2 月	《农村人居环境整治三年行动方案》
2018 年 9 月	《乡村振兴战略规划（2018-2022 年）》
2018 年 10 月	《关于加快制定地方农村生活污水处理排放标准的通知》
2018 年 11 月	《农业农村污染治理攻坚战行动计划》
2019 年 1 月	《2019 中央一号文件》

数据来源：东莞证券研究所整理

据相关资料显示，目前我国农村地区每年产生污水 90 多亿吨，但生活污水处理率仅约 22%。按照《乡村振兴战略规划》，到 2020 年实现农村人居环境明显改善目标，其中推进农村生活污水治理是重点之一，生活污水处理率要求 $\geq 60\%$ 。目前多个省市地区已经发布了农村污水处理设施排放标准，治理要求的提高叠加政策扶持，市场有望逐步释放。据《中国农村污水处理行业分析报告》预计，农村污水处理行业产值到 2020 年有望增至 840 亿元。

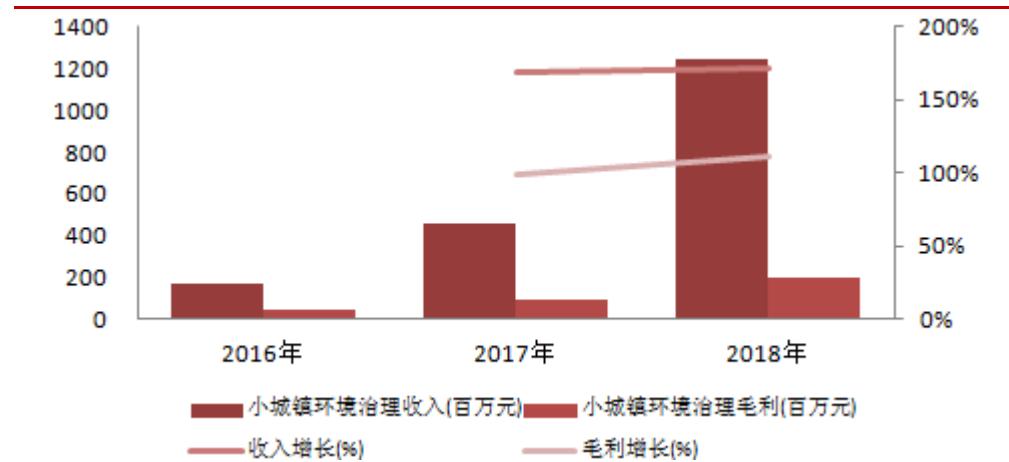
我国村镇具有人口数量大、空间相对分散、污水排放量小、水质波动大、间断排放等特点，如何将收集系统和处理系统标准化、产品化，是解决村镇污水处理的难题。

公司控股子公司挪威 GEAS 公司旗下三大主打品牌 Biovac、Haco、Fluidtec，分别为处理中小型规模的生活污水处理设备设施、过滤器污水净化系统和膜饮用水处理系统。有助于提升公司在中小型乡镇污水处理的业务拓展竞争力，增强公司中小型污水处理设备设施的品牌影响力。在农村分散点源治理上，公司建设的小型设备，规模可从 200 吨/

日到 3000 吨/日。

2018 年公司村镇污水“高效生化生态耦合农村污水模块化处理技术及应用”经中国环保产业协会鉴定，该技术为农村生活污水的高效处理提供了一套实用的技术与应用范例，达到国内领先水平，极大提升了公司在村镇污水处理领域的地位。

图 15：公司小城镇环境治理综合服务实现快速增长

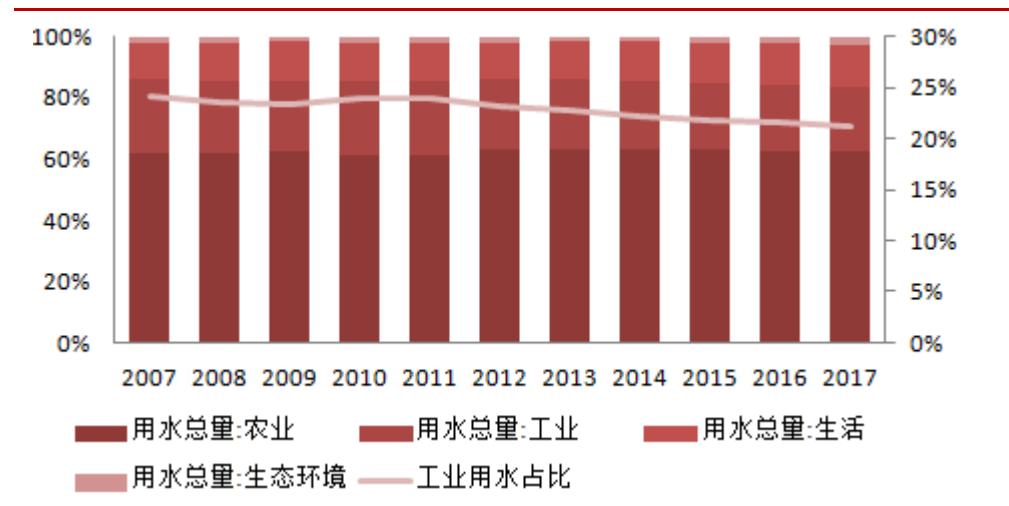


数据来源：公司公告，东莞证券研究所

3.3 工业废水监管趋严，利好第三方治理

从各领域用水结构来看，工业用水量的占比在 20%-25% 之间，仅次于农业。

图 16：各领域用水占比情况趋势图

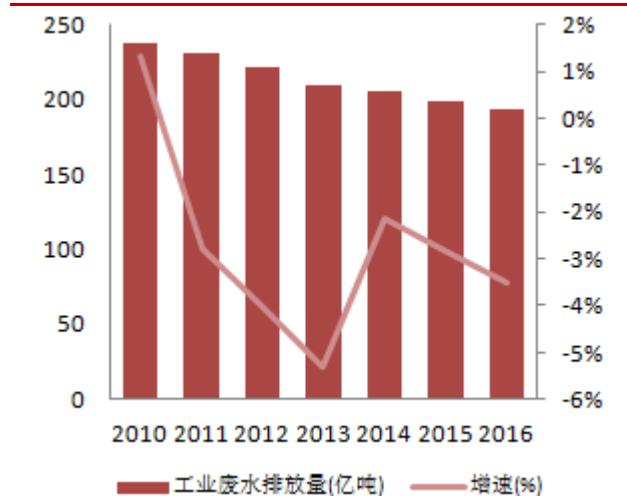


数据来源：Wind，东莞证券研究所

根据中国环境统计年鉴，在 2006-2015 年间我国工业废水排放量基本呈逐年小幅下降态势，这一现象与国家加大推进节能减排力度及工业循环利用节水技术进步有关。

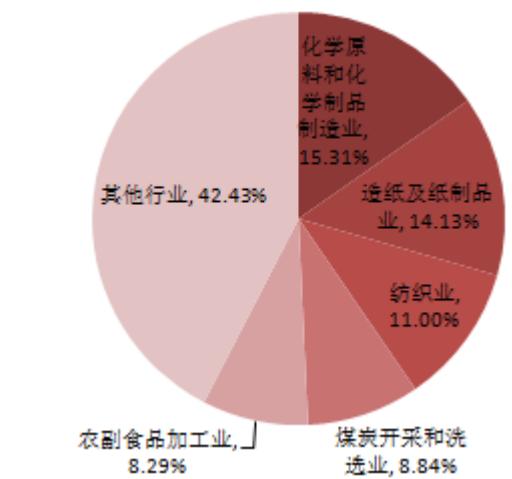
工业废水排放量行业构成方面，化学原料和化学制品制造业、造纸及纸制品业、纺织业、煤炭开采和洗选业、农副食品加工业位居细分行业的前五位，这五大行业工业废水排放量均在 10 亿吨以上，且总和占据全国工业废水排放总量的 57.57%。

图 17：工业废水排放趋势图



数据来源：中国环境统计年鉴，东莞证券研究所

图 18：工业废水排放量行业构成



数据来源：中国环境统计年鉴，东莞证券研究所

经济建设及工业化进程对水资源和环境带来巨大压力，环境污染和节能减排形势严峻。据相关资料显示，由于对非法排污监管力度较小，我国超八成的现有工业污水处理设施由工业企业自身运行，污水处理质量较低且开工率仅有一半。近年来，国家对于环保日益重视，对工业环境的监管力度亦加大。

表 5：工业废水处理相关监管政策

文件	主要相关内容
新《环保法》	对各下游耗水耗能大的企业废水处理标准大幅提高，对废水排放要求越来越严格。
《关于推行环境污染第三方治理的意见》	倡导“污染者付费、第三方治理”，提出到2020年工业园区等重点领域第三方治理取得显著进展。
《水污染防治行动计划》	鼓励钢铁、纺织印染、造纸、石油石化、化工、制革等高耗水企业废水深度处理回用。
《关于创新和完善促进绿色发展价格机制的意见》	针对工业企业的污水排放，提及建立企业污水排放差别化收费机制，实行高污染、高收费，低污染、低收费，促进企业污水预处理和污染物减排。

数据来源：东莞证券研究所整理

公司控股子公司麦王环境，拥有零排放技术、难降解废水处理技术、一体化生物反应器、油泥无害化处理技术、高效厌氧装置以及涡凹气浮、序进气浮等技术和设备。麦王环境作为工业污水零排放首席供应商，能够解决客户从污水、回用水、浓盐水、零排放全流程的综合解决方案，在石油化工、煤化工、钢铁、食品饮料、制药等行业完成了数百个项目，客户包括中石化、中石油、宝钢、中粮、可口可乐、阳煤集团等企业，在工业废水处理领域的影响力处于行业前列。

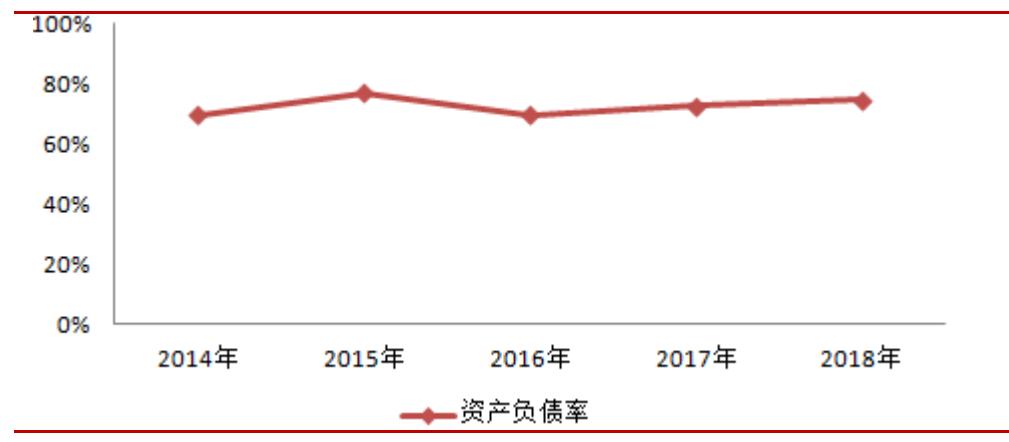
随着工业环境监管趋严，工业废水处理市场空间将逐渐释放出来。拥有技术实力的专业第三方治理企业将受益。目前公司在工业废水处理这块是轻资产模式，对总部资金占用不大，行业竞争压力也相对小，每个项目投标大概3、4家。

4.融资渠道拓展顺利，缓解资金压力

近年来，公司与多地政府就 PPP 模式开展合作，而 PPP 模式具有一次性投资规模大、投资回收周期长的特点。公司业务规模快速扩张，导致资产负债率较高，基本在 70%左右。但 2017 年 12 月成功发行 5.97 亿元可转债，2019 年 4 月非公开发行股票申请成功过会，融资渠道拓展顺利，对公司的持续发展提供较大帮助。

公司拟非公开发行股票募集资金不超过 10 亿元，非公开发行股票数量不超过 1.1 亿股，用于“合肥市小仓房污水处理厂 PPP 项目”，项目实施内容包括存量一期、二期工程转让（TOT 转让价格 6.75 亿元）和新建三期工程（BOT 投资 4.41 亿元）。本次定增实施后，将有助于提升公司的业务规模和资金实力，相应降低资产负债率，缓解资金压力、节省财务费用。

图 19：公司历年资产负债率



数据来源：Wind，东莞证券研究所

5.盈利预测与投资建议

暂不考虑定增摊薄，预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.74 元、0.96 元、1.15 元，对应 PE 分别为 14 倍、11 倍、9 倍。业绩增长趋势较好，目前估值处于历史底部区域，首次覆盖，给予“谨慎推荐”的投资评级。

图 20：国祯环保 PE-Band



6. 风险提示

订单拓展低于预期

项目推进低于预期

回款风险或资金紧张

商誉减值计提风险

表 6：公司利润预测表

利润表:				现金流量表:					
科目(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	科目(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	4,006.4	5,735.2	7,576.3	9,307.9	净利润	310.7	448.5	581.2	702.2
营业成本	3,123.72	4,501.87	5,983.84	7,373.65	折旧与摊销	152.52	179.86	282.40	331.83
营业税金及附加	28.87	37.28	45.46	55.85	财务支出	195.73	249.83	307.38	365.54
销售费用	114.16	149.12	189.41	223.39	投资损失	-19.16	-21.08	-23.18	-25.50
管理费用	139.32	189.26	242.44	297.85	净营运资本变动	-715.74	-117.5	102.2	85.6
财务费用	191.49	249.83	307.38	365.54	经营性现金流	-61.0	739.6	1,250.0	1,459.7
资产减值损失	65.05	86.03	113.64	139.62	资本支出	-756.65	-707.2	-867.5	-935.2
其他经营收益	86.42	86.08	88.18	90.50	其它投资	5.93	21.08	23.18	25.50
营业利润	368.39	527.61	683.81	826.16	投资性现金流	-750.7	-686	-844	-910
利润总额	367.76	527.61	683.81	826.16	股权融资	32.99	1.81	0.00	0.00
减 所得税	57.02	79.14	102.57	123.92	债券融资	2,275.64	860.19	887.28	1,025.98
净利润	310.74	448.47	581.24	702.23	股利分配及其它	-261.83	-249.8	-307.4	-365.5
减 少数股东损益	29.94	42.21	54.70	66.09	筹资性现金流	2,046.80	612.2	579.9	660
归母公司净利润	280.80	406.26	526.53	636.14	货币资金变动	1,235.04	666	985.6	1,210.4
资产负债表:				主要财务比率:					
科目(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	科目(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	771.91	1,437.58	2,423.17	3,633.57	成长能力 (YOY)				
应收账款	943.33	1,350.40	1,783.89	2,191.62	营业收入	52.44%	43.15%	32.10%	22.86%
预付账款	204.28	294.40	391.31	482.20	营业利润	76.62%	43.22%	29.60%	20.82%
存货	582.42	952.86	1,256.52	1,543.00	归母公司净利润	44.61%	44.68%	29.60%	20.82%
其它	329.21	430.34	538.04	639.33	盈利能力				
流动资产合计	2,831.1	4,465.6	6,392.9	8,489.7	销售毛利率	22.03%	21.50%	21.02%	20.78%
长期股权投资	144.91	159.40	175.34	192.87	销售净利率	7.01%	7.08%	6.95%	6.83%
固定资产合计	224.56	910.20	1,155.68	1,300.53	ROE	11.45%	14.00%	15.11%	15.20%
长期待摊费用	7.33	4.35	2.59	1.54	ROIC	5.38%	7.15%	8.62%	9.50%
其它	6,839.29	6,669.46	6,994.93	7,437.01	偿债能力				
非流动资产合计	7,216.1	7,743.4	8,328.5	8,931.9	资产负债率	75.10%	75.82%	76.00%	75.69%
资产总计	10,047.2	12,209.0	14,721.5	17,421.7	流动比率	0.69	0.87	1.00	1.10
短期借款	1,073.91	1,261.75	1,515.26	1,861.58	速动比率	0.55	0.69	0.80	0.90
应付账款	1,849.55	2,476.03	3,291.11	4,055.51	营运能力 (次)				
预收款项	55.15	90.04	119.68	147.47	资产周转率	0.44	0.52	0.56	0.58
其它	1,105.82	1,295.76	1,494.99	1,674.80	存货周转率	6.54	5.86	5.42	5.27
流动负债合计	4,084.4	5,123.6	6,421.0	7,739.4	应收账款周转率	4.65	5.00	4.83	4.68
长期借款	2,482.02	3,154.37	3,788.14	4,467.79	每股指标 (元)				
其它	537.60	306.74	345.32	299.44	每股收益	0.51	0.74	0.96	1.15
非流动负债合计	3,019.62	3,461.11	4,133.46	4,767.23	每股经营现金流	-11.08	134.28	226.95	265.01
负债合计	7,545.5	9,257.0	11,188.3	13,186.2	每股净资产	3.83	5.27	6.32	7.60
实收资本	548.99	550.80	550.80	550.80	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积	571.00	571.00	571.00	571.00	估值指标 (倍)				
留存收益及其它	1,331.99	1,780.46	2,361.70	3,063.93	PE	19.85	13.72	10.59	8.76
所有者权益合计	2,452.0	2,902.3	3,483.5	4,185.7	PB	2.64	1.92	1.60	1.33
负债和权益总计	9,997.5	12,159.3	14,671.8	17,372.0	EV/EBITDA	13.37	9.65	7.11	5.87

数据来源: Wind, 东莞证券研究所

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上

行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。
本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司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，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn