

中标长江流域治理项目，轻资产模式打开未来成长空间

买入（维持）

2019 年 06 月 04 日

证券分析师 袁理

执业证号：S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

研究助理 王浩然

021-60199782

wanghr@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	4,006	5,849	7,195	8,562
同比（%）	52.4%	46.0%	23.0%	19.0%
净利润（百万元）	281	400	521	659
同比（%）	44.6%	42.4%	30.3%	26.6%
每股收益（元/股）	0.51	0.61	0.79	1.00
P/E（倍）	18.05	15.20	11.67	9.22

投资要点

- **事件：**公司与长江生态环保集团牵头组成的联合体中标芜湖市城区污水系统提质增效（一期）PPP 项目，中标价为政府付费净现值 90.58 亿元，项目总投资为 45.1 亿元。公司持有项目公司 5% 的股权，资本金约为 6558 万元，负责运营及移交相关工作。
- **中标长江流域试点城市项目，预计可贡献 1.8 亿元运营收入。**由长江生态环保集团牵头，国祯环保参与的联合体中标芜湖市城区污水系统提质增效（一期）PPP 项目，中标价为政府付费净现值 90.6 亿元，总投资 45.1 亿元，包括约 44 万吨存量和 17.5 万吨新建项目，总运营水量 61.5 万吨，分别占公司 18 年已投运/托管运营规模的 16.5%/43.9%。按 18 年公司托管运营收入除以托管运营水量测算，预计该项目完全投运后可贡献运营收入 1.8 亿元/年，占 18 年公司运营收入的 15.2%。
- **优势一：与央企合作开启轻资产发展模式。**央企三峡集团作为牵头方与环保企业联合拓展长江流域治理项目。央企发挥融资优势，环保企业专注于技术、运营能力，打开专注于实际运营能力的环保企业轻资产发展空间。该项目中国祯环保持有项目公司 5% 股权，主要负责运营及移交相关工作，投入资本金仅约 6558 万元，预计可产生 1.8 亿元/年的运营收入。另外，公司与三峡集团组成的联合体也已中标芜湖市无为县市乡镇污水一体化项目，项目总投资 11.67 亿元。
- **优势二：提升公司市场份额。**本次 PPP 项目打包了芜湖市 6 个污水处理厂及配套管网/泵站，总运营水量 61.5 万吨，是 18 年公司运营项目平均中标规模的 7.7 倍，有利于公司进一步扩大运营市场份额。
- **优势三：打开政府存量项目市场化空间。**芜湖存量项目中，朱家桥、城南、滨江污水处理厂目前正由三家单位托管运营，合计规模 35 万吨/天，占本次存量项目的 80%，未来将由公司负责后续运营。据 E20 数据显示，在我国污水处理存量资产中，大约有 57% 为非市场化项目，随着长江流域治理中由政府管理的存量运营项目向第三方企业开放，将打开政府存量项目的市场化空间。
- **长江流域治理模式以央企引领为主，未来市场空间广阔。**《关于支持三峡集团/中节能集团在共抓长江大保护中发挥骨干主力/主体平台作用的指导意见》提出了以三峡集团/中节能集团等央企为主导的长江流域治理新模式。目前三峡集团/中节能集团已分别签署了 283/691 亿元的长江大保护投资（意向）协议，未来长江流域治理市场空间广阔。
- **盈利预测与投资评级：**再融资已经证监会审核通过，假设再融资 19 年发行完成，我们预计公司 2019-2021 年考虑股份摊薄后的 EPS 分别为 0.61/0.79/1.0 元，对应 PE 分别为 15/12/9 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**在手水厂建设进度不达预期、在手工程项目建设进度不达预期、融资改善不达预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	9.20
一年最低/最高价	7.06/12.55
市净率(倍)	2.32
流通 A 股市值(百万元)	4959.90

基础数据

每股净资产(元)	3.96
资产负债率(%)	75.33
总股本(百万股)	550.80
流通 A 股(百万股)	539.12

相关研究

- 1、《国祯环保 (300388)：实际经营现金流入大幅增长，一季报业绩略超预期》2019-04-29
- 2、《国祯环保 (300388)：再融资审核通过，成长确定性增强》2019-04-21
- 3、《国祯环保 (300388)：在手项目不断推进，一季度业绩持续增长》2019-04-09

事件：

公司与长江生态环保集团牵头组成的联合体中标芜湖市城区污水系统提质增效（一期）PPP 项目，中标价为政府付费净现值 90.58 亿元，项目总投资为 45.1 亿元。公司持有项目公司 5% 的股权，资本金约为 6558 万元，负责运营及移交相关工作。

点评：

中标长江流域试点城市项目，预计可贡献 1.8 亿元运营收入。由长江生态环保集团牵头，国祯环保参与的联合体中标芜湖市城区污水系统提质增效（一期）PPP 项目，中标价为政府付费净现值 90.6 亿元，总投资 45.1 亿元，包括约 44 万吨存量和 17.5 万吨新建项目，总运营水量 61.5 万吨，分别占公司 18 年已投运/托管运营规模的 16.5%/43.9%。按 18 年公司托管运营收入除以托管运营水量测算，预计该项目完全投运后可贡献运营收入 1.8 亿元/年，占 18 年公司运营收入的 15.2%。

表 1：芜湖污水系统提质增效 PPP 项目运营范围、规模及模式

序号	项目名称	规模	经营模式
1	朱家桥污水处理厂	一期二期存量资产及提标改造工程运营规模为 22 万 m ³ /d, 三期扩建工程运营规模为 11.5 万 m ³ /d, 运营总规模为 33.5 万 m ³ /d	ROT
2	城南污水处理厂	一期提标改造工程运营规模为 10 万 m ³ /d	存量：O&M 提标改造：BOT
3	滨江污水处理厂	一期一阶段存量资产及提标改造工程运营规模为 3 万 m ³ /d, 一期二阶段扩建工程运营规模为 3 万 m ³ /d, 运营总规模为 6 万 m ³ /d	ROT
4	大龙湾污水处理厂	运营规模 3 万 m ³ /d	BOT
5	城东污水处理厂	运营规模 6 万 m ³ /d	TOT
6	高安污水处理厂	运营规模 3 万 m ³ /d	TOT
7	污水及中水管网、泵站（房）	包括以上 6 座污水处理厂涉及的存量污水及中水管网、泵站（房），新建污水管网、泵站	存量：ROT 其余：BOT

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

优势一：与央企合作开启轻资产发展模式。央企三峡集团作为牵头方与环保企业联合拓展长江流域治理项目。央企发挥融资优势，环保企业专注于技术、运营能力，打开专注于实际运营能力的环保企业轻资产发展空间。该项目中国祯环保持有项目公司 5%

股权，主要负责运营及移交相关工作，投入资本金仅约 6558 万元，预计可产生 1.8 亿元/年的运营收入。另外，公司与三峡集团组成的联合体也已中标芜湖市无为县市乡镇污水一体化项目，项目总投资 11.67 亿元。

优势二：提升公司市场份额。本次 PPP 项目打包了芜湖市 6 个污水处理厂及配套管网/泵站，总运营水量 61.5 万吨，是 18 年公司运营项目平均中标规模的 7.7 倍，有利于公司进一步扩大运营市场份额。

优势三：打开政府存量项目市场化空间。芜湖存量项目中，朱家桥、城南、滨江污水处理厂目前正由三家单位托管运营，合计规模 35 万吨/天，占本次存量项目的 80%，未来将由公司负责后续运营。据 E20 数据显示，在我国污水处理存量资产中，大约有 57% 为非市场化项目，随着长江流域治理中由政府管理的存量运营项目向第三方企业开放，将打开政府存量项目的市场化空间。

图 1：公司中标的芜湖市城区污水系统提质增效（一期）PPP 项目、芜湖市无为县市乡镇污水一体化项目情况

序号	公司	项目名称	中标时间	付费金额（万元）	投资规模（万元）	地区	项目内容	运营模式	规模（万吨/日）	固定运营单价	可变运营单价	运营收入（万元/年）	合作期	回报机制	利润率	公司出资比例
1	长江生态环保集团有限公司（社会资本牵头人）、上海市政工程设计研究院（集团）有限公司、中国电建集团华东勘测设计研究院有限公司、中铁十四局集团有限公司、中国化学工程第十四建设有限公司、安徽国祯环保节能科技股份有限公司	芜湖市城区污水系统提质增效一期 PPP 项目	2019.5.30	905759.83	451017.94	安徽省	朱家桥污水处理厂	ROT	33.5	0.373	0.46	10185.51	29年8个月	政府付费	6.14%	5.00%
							城南污水处理厂	O&M	10	0.423	0.446	3171.85				
							滨江污水处理厂	ROT	6	0.571	0.45	2235.99				
							大龙污水处理厂	BOT	3	0.712	0.422	1241.73				
							城东污水处理厂	TOT	6	0.498	0.463	2104.59				
							高安污水处理厂	TOT	3	0.674	0.406	1182.60				
							存量管网	ROT	2050km	6.22万元/KM/年		12751.00				
							存量泵站	ROT		51.7万元/个/年						
							污水主干管泵站完善工程	BOT	2座	51.7万元/个/年		103.40				
							污水主干管完善工程	BOT	28.03km	6.22万元/KM/年		174.35				
							污水次支管网完善工程	BOT	121.77km	6.22万元/KM/年		757.41				
							污水次支管泵站完善工程	BOT	2座	51.7万元/个/年		103.40				
							合计					34011.82				
2	中国长江三峡集团有限公司、中铁四局集团有限公司、安徽国祯环保节能科技股份有限公司（联合体）	芜湖市无为县市乡镇污水一体化项目	2019.1.25		116733.76	安徽省	无为县城东污水处理厂	TOT	1		1.3	474.5	20年	政府付费	8.00%	
							无为县高沟镇污水处理厂	TOT	2.5		1.3	1186.25				
							无为县襄泉工业污水处理厂	TOT	2		1.3	949				
							严桥镇污水厂	BOT	0.25		1.3	118.625				
							石涧镇污水厂	BOT	0.3		1.3	142.35				
							开城镇污水厂	BOT	0.25		1.3	118.625				
							蜀山镇污水厂	BOT	0.25		1.3	118.625				
							牛埠镇污水厂	BOT	0.25		1.3	118.625				
							襄安镇污水厂	BOT	0.3		1.3	142.35				
							7个镇污水处理终端	BOT	0.44		1.3	208.78				
							19个镇镇区污水收集管网建设、5段污水压力干管和污水提升泵站	BOT	180公里	2.80万元/公里·年		504				
							合计					4081.73				

数据来源：公司公告，招标网，东吴证券研究所

长江流域治理模式以央企引领为主，未来市场空间广阔。《关于支持三峡集团在共抓长江大保护中发挥骨干主力作用的指导意见》、《关于支持中国节能环保集团在长江经济带中发挥污染治理主体平台作用的指导意见》提出了以三峡集团/中节能集团等央企为主导的长江流域治理新模式。目前三峡集团与湖北宜昌、湖南岳阳、江西九江、安徽芜湖 4 个试点城市签署了 283 亿元的长江大保护投资（意向）协议，中节能集团也已确立了浙江湖州等 8 个长江经济带污染治理先行先试示范城市，签署了 691 亿元长江大保护投资（意向）协议。在央企的带头引领下，未来长江流域治理市场空间广阔。

表 2：长江经济带相关政策梳理

时间	政策	发布部门	核心内容
2016年9月	长江经济带发展规划纲要	中共中央政治局	到2020年，生态环境明显改善，水资源得到有效保护和合理利用，河湖、湿地生态功能基本恢复，水质优良(达到或优于Ⅲ类)比例达到75%以上，森林覆盖率达到43%，生态环境保护体制机制进一步完善。到2030年，水环境和水生态质量全面改善，生态系统功能显著增强，上中下游一体化发展格局全面形成，生态环境更加美好、经济发展更具活力、人民生活更加殷实等。
2017年6月	关于加强长江经济带工业绿色发展的指导意见	工信部、发改委、科技部、财政部、环保部	提出到2020年，长江经济带较之2015年规上企业单位工业增加值能耗降18%，重点行业主要污染物排放强度降20%，单位工业增加值用水量降25%。全面完成危险化学品搬迁改造重点项目。一批关键共性绿色制造技术实现产业化应用，绿色制造产业产值达5万亿元。
2017年7月	长江经济带生态环境保护规划	环保部、发改委、水利部	到2020年，生态环境明显改善，生态系统稳定性全面提升，河湖、湿地生态功能基本恢复，生态环境保护体制机制进一步完善。水资源得到有效保护和合理利用，生态流量得到有效保障，江湖关系趋于和谐；水源涵养、水土保持等生态功能增强，生物种类多样，自然保护区面积稳步增加，湿地生态系统稳定性和生态服务功能逐步提升；水环境质量持续改善，长江干流水质稳定保持在优良水平，饮用水水源达到Ⅲ类水质比例持续提升；城市空气质量持续好转，主要农产品产地土壤环境安全得到基本保障；涉危企业环境风险防控体系基本健全，区域环境风险得到有效控制。
2018年1月	中央财政促进长江经济带生态保护修复奖励政策实施方案	财政部	力争到2020年，长江流域保护和治理的机制进一步完善，全流域生态环境保护取得明显成效。生态系统稳定性得到提升，河湖、湿地生态功能逐步恢复，水源涵养、水土保持等生态功能增强，生物多样性稳步增加，水资源得到有效保护和节约集约利用，干流水质稳中向好，饮用水安全水平持续提升，加快建成和谐长江、健康长江、清洁长江、优美长江。
2018年2月	关于建立健全长江经济带生态补偿与保护长效机制的指导意见	财政部	通过统筹一般性转移支付和相关专项转移支付资金，建立激励引导机制，明显加大对长江经济带生态补偿和保护的财政资金投入力度。到2020年，长江流域保护和治理多元化投入机制更加完善，上下联动协同治理的工作格局更加健全，中央对地方、流域上下游间生态补偿效益更加凸显，为长江经济带生态文明建设和区域协调发展提供重要的财力支撑和制度保障。
2019年1月	长江保护修复攻坚战行动计划	生态环境部、发改委	到2020年年底，长江流域水质优良（达到或优于Ⅲ类）的国控断面比例达到85%以上，丧失使用功能（劣于Ⅴ类）的国控断面比例低于2%；长江经济带地级及以上城市建成区黑臭水体消除比例达90%以上，地级及以上城市集中式饮用水水源水质优良比例高于97%。
2019年5月	长江经济带绿色发展专项中央预算内投资管理办法	发改委	根据专项中央预算内投资补助标准，生态环境突出问题整改项目、长江生态环境污染治理“4+1”工程项目、绿色发展示范工程、长江干支流生态环境监测项目，对中、西部地区分别按照不超过项目总投资的45%、60%予以补助；沿江黑臭水体整治项目对中、西部地区分别按照不超过项目总投资的45%、60%予以补助，单个项目不超过1亿元。

数据来源：各政府网站，东吴证券研究所

表 3：三峡集团、中节能在长江大保护中的指导意见

公告时间	政策	公告内容
2018年5月25日	《关于支持三峡集团在共抓长江大保护中发挥骨干主力作用的指导意见》	加快推进试点城市先行先试项目，持续深入探索共抓长江大保护新模式、新机制。创新生态环保资金投入模式，充分发挥国有资本引领带动作用，鼓励更多社会资本投入长江大保护，为共抓长江大保护提供长期稳定投入。加快组建生态环保产业联盟，有效聚合社会各方的力量和优势，推动产业链上下游主体实现产业协同。加强生态环保领域科技创新，积极开展长江生态环保关键技术研发，掌握一批核心技术，转化应用于长江大保护工作中。
2019年1月27日	《关于支持中国节能环保集团在长江经济带中发挥污染治理主体平台作用的指导意见》	全国共有8个城市被确定为“长江经济带污染治理先行先试示范城市”，分别是衡阳、岳阳、九江、宜昌、芜湖、湖州、毕节、咸宁。目前与衡阳、丽水、湖州、咸宁等城市签署了战略合作协议开展先行先试。2020年底前，中国节能全面参与实施长江生态修复与环境保护工程，在沿江省市开展一批专业协同的污染治理商业模式并逐步推广应用，在生态产品价值实现路径上取得新突破。中远期，中国节能污染治理主体平台作用得到充分发挥，在长江经济带全域开展固体废物处理、资源净化利用和生态环境综合治理项目，高效保护和修复长江生态环境。

数据来源：各政府网站，东吴证券研究所

图 2：三峡集团长江大保护首批试点城市与项目情况

省份	城市	协议名称	总投资(亿元)	协议内容	先导项目	项目投资(亿元)	合作方
湖北	宜昌	“共抓长江大保护，共建绿色发展示范区”合作框架协议	104.9	覆盖宜昌主城区污水处理厂改造运营，以及配套管网完善更新；城区河道综合生态建设；城区水资源配置工程建设、运维、调度及供水。	猗亭污水厂网改扩建工程	3.9	长江三峡水务（宜昌）有限公司
					猗归污水厂网兴建工程	1.5	三峡日新水务环保（猗归）有限公司
					宜昌市主城区污水厂网、生态水网共建项目一期PPP	9.56	尚未出中标公告
湖南	岳阳	“共抓长江大保护，共建绿色发展示范区”合作框架协议		以整体根本改善生态环境质量为核心，以城镇污水处理为切入点，通过系统治理、示范推广，创新建立新时期共抓长江大保护、共建绿色发展示范区的新模式、新机制	岳阳市中心城区污水系统综合治理PPP项目	44.45	长江生态环保集团有限公司（联合体牵头人）、中国市政工程华北设计研究总院有限公司（联合体成员）、上海勘测设计研究院有限公司（联合体成员）、中国水利水电第八工程局有限公司（联合体成员）、中国葛洲坝集团股份有限公司（联合体成员）、中国建筑第二工程局有限公司（联合体成员）、北控水务（中国）投资有限公司（联合体成员）
江西	九江	“共抓长江大保护，共建绿色发展示范区”合作框架协议	76.99	九江市中心城区水环境系统综合治理一期项目PPP项目合同及彭泽县共抓长江大保护共建长江最美岸线合作框架协议	九江市中心城区水环境系统综合治理一期项目	76.99	中国长江三峡集团有限公司（联合体牵头人）、信开水环境投资有限公司、中国市政工程华北设计研究总院有限公司、上海勘测设计研究院有限公司、中国水利水电第八工程局有限公司、中铁四局集团有限公司
安徽	芜湖	“共抓长江大保护，共建绿色发展示范区”合作框架协议		协同推进芜湖市长江经济带共抓大保护战略行动和绿色发展示范区建设，重点在生态环境保护、产业转型升级、城市基础设施、清洁能源开发利用等领域展开务实合作	芜湖市城区污水系统提质增效一期PPP项目	45.1	中国长江三峡集团有限公司（牵头方）、上海市市政工程设计研究总院（集团）有限公司、中国电建集团华东勘测设计研究院有限公司、中铁四局集团有限公司、中铁十四局集团有限公司、中国化学工程第十四建设有限公司、安徽国祯环保节能科技股份有限公司
					芜湖市无为县市乡镇污水一体化项目	11.67	中国长江三峡集团有限公司、中铁四局集团有限公司、安徽国祯环保节能科技股份有限公司（联合体）

数据来源：招标网，东吴证券研究所

图 3：中节能集团长江大保护首批试点城市与项目

省份	城市	协议名称	协议内容	总投资 (亿元)	先导项目	项目投资 (亿元)	项目内容
湖北省	咸宁	共抓长江大保护战略合作协议	贯彻落实“共抓大保护，不搞大开发”精神，围绕建优美长江流域公园城市，推进沿江生态文明示范带建设，大力开展污染治理和生态修复	41.16	凤凰山矿山生态修复工程	1.35	矿区废弃地整治+坡面整形+挂网喷浆+挡土墙+排水沟+绿化+植被恢复+监测
					“智慧长江”生态环境监管体系建设	1.56	1、“天地空”一体化的生态环境监测网络；2、生态环境大数据平台；3、环境监管指挥中心；4、系统安全体系设计等
					嘉鱼县滨江生态环境提升示范工程	4.90	马鞍山生态修复项目、滨江大道神州垸生态农业项目、永逸闸滨江生态环境提升示范项目、小湖生态环境治理工程
					嘉鱼三湖连江小湖生态截污工程	0.51	主要涵盖截污工程、景观工程、道路和基础配套设施工程
					崇阳县“两园一链”固体废物综合治理工程		一个综合固废治理产业园，3-4个分布式有机固废治理生态园以及一条智慧环境物流链。其中，产业园项目选址于崇阳县境内，以垃圾焚烧发电(800吨/日)为核心，协同处理餐厨垃圾、厨余垃圾、污泥垃圾、建筑垃圾等固体废物，可实现咸宁市南部三县生活垃圾统一处置。
					白湖-梅湖湖水生态修复工程		
湖南省	衡阳	共抓长江大保护战略合作协议	涉及节能环保领域咨询规划和项目投资融资服务、共建长江经济带绿色发展产业园、新能源和可再生能源开发、环境质量管理体系建设、城市节能环保及智慧城市建设等	50.00	小湖水环境综合整治一期工程		
浙江省	湖州	《建设绿色智造生态科技城共抓长江大保护》	中节能实业公司、湖州开发区、湖州市城市投资发展集团联合在湖州科技城16.3平方公里范围内，共同围绕环境综合治理和绿色发展项目，实施“186”工程（即建设1个生态城、融入8大生态系统、投资600亿元）	600			

数据来源：招标网，东吴证券研究所

盈利预测与投资评级：再融资已经证监会审核通过，假设再融资 19 年发行完成，我们预计公司 2019-2021 年考虑股份摊薄后的 EPS 分别为 0.61/0.79/1.0 元，对应 PE 分别为 15/12/9 倍，维持“买入”评级。

风险提示：在手水厂建设进度不达预期、在手工程项目建设进度不达预期、融资改善不达预期

国祯环保三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	2,929	4,174	4,167	5,169	营业收入	4,006	5,849	7,195	8,562
现金	772	660	890	527	减:营业成本	3,124	4,561	5,610	6,644
应收账款	943	1,575	1,522	2,163	营业税金及附加	29	42	52	62
存货	582	811	903	1,127	营业费用	114	167	205	244
其他流动资产	631	1,128	851	1,351	管理费用	139	315	388	461
非流动资产	7,216	8,358	9,313	9,984	财务费用	191	196	187	186
长期股权投资	145	164	185	206	资产减值损失	65	73	96	133
固定资产	225	1,056	1,837	2,322	加:投资净收益	19	13	16	15
在建工程	1,109	1,326	1,388	1,442	其他收益	0	0	0	0
无形资产	737	812	903	1,014	营业利润	368	510	673	846
其他非流动资产	5,000	5,000	5,000	5,001	加:营业外净收支	-1	-1	-1	-1
资产总计	10,145	12,532	13,480	15,154	利润总额	368	509	673	845
流动负债	4,084	5,296	5,796	6,883	减:所得税费用	57	74	101	125
短期借款	1,074	1,074	1,074	1,074	少数股东损益	30	35	51	61
应付账款	1,850	2,440	2,836	3,412	归属母公司净利润	281	400	521	659
其他流动负债	1,161	1,782	1,886	2,396	EBIT	606	705	860	1,032
非流动负债	3,495	3,300	3,245	3,190	EBITDA	693	801	1,030	1,270
长期借款	2,975	2,780	2,725	2,670					
其他非流动负债	520	520	520	520					
负债合计	7,579	8,596	9,041	10,072	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	343	379	429	490	每股收益(元)	0.51	0.61	0.79	1.00
					每股净资产(元)	3.82	5.21	5.89	6.77
归属母公司股东权益	2,222	3,558	4,010	4,591	发行在外股份(百万股)	549	661	661	661
负债和股东权益	10,145	12,532	13,480	15,154	ROIC(%)	7.4%	7.2%	8.2%	9.1%
					ROE(%)	12.1%	11.0%	12.9%	14.2%
					毛利率(%)	22.0%	22.0%	22.0%	22.4%
现金流量表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	7.0%	6.8%	7.2%	7.7%
经营活动现金流	-61	260	1,490	651	资产负债率(%)	74.7%	68.6%	67.1%	66.5%
投资活动现金流	-751	-1,225	-1,109	-894	收入增长率(%)	52.4%	46.0%	23.0%	19.0%
筹资活动现金流	314	853	-152	-120	净利润增长率(%)	44.6%	42.4%	30.3%	26.6%
现金净增加额	-504	-112	230	-363	P/E	18.05	15.20	11.67	9.22
折旧和摊销	87	96	170	238	P/B	2.41	1.77	1.56	1.36
资本开支	633	1,123	933	651	EV/EBITDA	14.97	13.29	10.26	8.77
营运资本变动	-716	-453	577	-478					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

