

博世科 (300422)

证券研究报告

2020年03月03日

短期消杀提升业绩弹性，长期运营资产改善现金流

博世科：从工业水处理向综合环境服务提供商发展

博世科成立于1999年，2015年在深圳交易所创业板上市，公司以高浓度有机废水前端控制和末端治理业务起家，在生物厌氧技术、高级氧化技术、中水回用技术等方面的技术处于业内较高水平。上市以来，公司积极拓展业务板块，目前已形成工业环境治理、城乡环境提升、土壤环境修复、固废处置与新能源开发、环境服务业、智慧环卫等环保全领域布局。

短期来看，污水消杀一站式服务提升业绩弹性

公司2月28日公告，修改《公司章程》并增加经营范围“消毒产品生产及销售”。同时，官网披露承建广西多家医院的污水处理消杀系统改扩建工程。公司参与建设广西区内首家“小汤山”医院——自治区人民医院邕武医院污水处理系统改扩建工程，主要包括临时负压病房区污水处理工程、原有污水站消杀应急处理工程的建设。根据公司披露公告信息，100吨/日-1000吨/日的配套设备对应投资金额大约为300万元-1500万元。公司利用自身的技术和设备生产优势，紧抓省内的客户需求，创造业绩增长弹性。未来随着疫情减退，业务有望扩展到省外市场。

中长期来看，运营资产规模增长，期待现金流逐步改善

相较于订单规模而言，市场更加关注公司现金流改善。从2018年年报来看，经营净现金流已有改善。随着运营资产的规模增加，以及公司对PPP项目的调整策略，未来公司的经营性现金流将持续改善。

公开增发缓解负债率，流动性改善降低企业融资成本

公开增发方案披露发行股份数量不超过7,000万股，增发完成后，以公司2019年3月末财务状况为基础，按募集资金总额71,000万元进行测算（暂不考虑发行费用），将降低公司的负债率5-6个百分点，缓解财务成本压力。

环保行业具有较强的投资属性，是以投资性现金流支出拉动经营业绩增长，通过经营性现金流入实现投资回报。预计疫情过后恢复生产，市场将持续保持流动性宽松的环境，有利于企业降低融资成本，释放业绩弹性。

盈利预测及投资建议

充足的在手订单将保障公司未来业绩，公司运营业务占比提升会带来现金流改善，融资环境宽松有利于企业降低财务成本。预计公司19-21年将实现净利润2.85亿、3.86亿元和5.06亿元，对应PE分别为16倍、12倍和9倍，估值明显低于同行业公司，保守估计公司2019年业绩对应估值PE可达25倍，目标价20元，给予“买入”评级。

风险提示：工程订单低于预期；市场流动性下降；经营净现金流恶化；应收账款风险。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,468.55	2,724.02	3,240.99	4,304.30	5,561.18
增长率(%)	77.15	85.49	18.98	32.81	29.20
EBITDA(百万元)	256.20	501.87	534.44	659.94	800.51
净利润(百万元)	146.70	235.26	284.63	385.71	505.98
增长率(%)	134.06	60.37	20.98	35.51	31.18
EPS(元/股)	0.41	0.66	0.80	1.08	1.42
市盈率(P/E)	30.61	19.09	15.78	11.64	8.88
市净率(P/B)	3.87	2.93	2.71	2.25	1.83
市销率(P/S)	3.06	1.65	1.39	1.04	0.81
EV/EBITDA	26.53	10.47	12.35	8.67	7.58

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业 公用事业/环保工程及服务

6个月评级 买入（首次评级）

当前价格 12.62元

目标价格 20元

基本数据

A股总股本(百万股) 355.84

流通A股股本(百万股) 253.33

A股总市值(百万元) 4,490.64

流通A股市值(百万元) 3,196.99

每股净资产(元) 4.56

资产负债率(%) 77.25

一年内最高/最低(元) 13.17/9.50

作者

石家骏 分析师
SAC执业证书编号：S1110516110001
shijiajun@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《博世科-季报点评:订单充足，业绩增长有保障》2017-10-27
- 《博世科-公司点评:在手PPP订单充沛，高增长值得期待》2017-09-12



内容目录

1. 博世科：从工业水处理向综合环境服务提供商发展	3
2. 公司的竞争优势：技术起家，跨越发展	4
2.1. 以创新技术为核心，ACM 反应器打开农村污水处理市场	4
2.2. 实现多元化发展，成功转型综合环境服务提供商	5
2.3. 在手订单充足	5
3. 短期来看，污水消杀一站式服务提升业绩弹性	5
4. 中长期来看，运营资产规模增长，期待现金流逐步改善	6
5. 公开增发缓解负债率，流动性改善降低企业融资成本	6
6. 盈利预测与估值分析	7
7. 风险提示	8

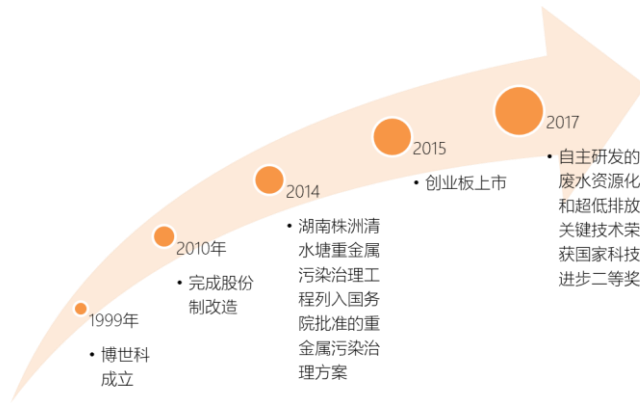
图表目录

图 1：博世科发展历程	3
图 2：博世科股权结构	3
图 3：博世科营业收入及增速	4
图 4：博世科归母净利润及增速	4
图 5：博世科毛利率变化	4
图 6：博世科净利率变化	4
图 7：博世科 ROE 变化	4
图 8：博世科资本负债率变化	4
图 9：环保行业平均资产负债率在全行业排名靠前（2019 年三季报）	6
表 1：2018 年至今公司公告披露订单	5
表 2：分项目业绩拆分（单位百万）	7
表 3：可比公司估值	7

1. 博世科：从工业水处理向综合环境服务提供商发展

博世科成立于 1999 年，2015 年在深圳交易所创业板上市，成为广西首家创业板上市的科技型公司。公司以高浓度有机废水前端控制和末端治理业务起家，在生物厌氧技术、高级氧化技术、中水回用技术等方面的技术处于国内领先水平。上市以来，公司积极拓展业务板块，目前已形成工业环境治理、城乡环境提升、土壤环境修复、固废处置与新能源开发、环境服务业、智慧环卫等环保全领域布局。

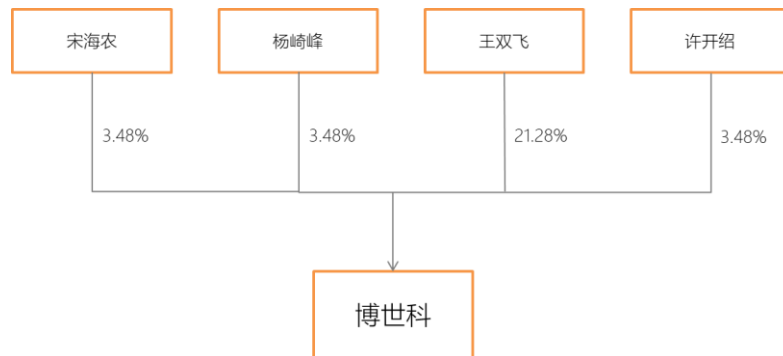
图 1：博世科发展历程



资料来源：公司官网、天风证券研究所

股权层面，公司实际控制人为一致行动人王双飞、杨崎峰、许开绍、宋海农，其中王双飞（董事长）持有公司 21.26% 股权，其他三人均持股 3.48%。实际控制人王双飞先生、宋海农先生、杨崎峰先生均为博士、教授或教授级高级工程师，具备多年的水处理行业的专业背景和从业经验。

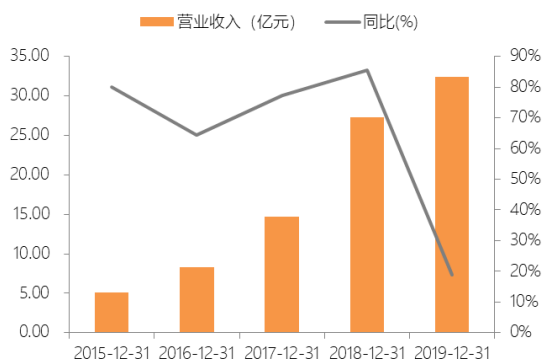
图 2：博世科股权结构



资料来源：公司公告、天风证券研究所

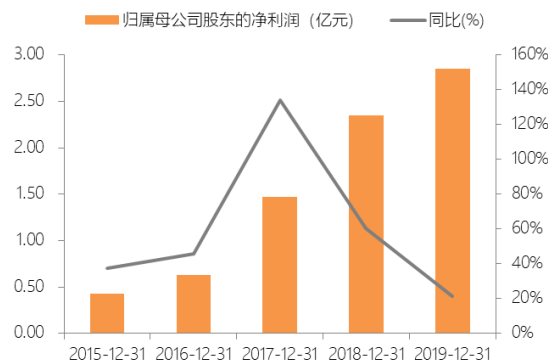
上市以来，公司不断开拓业务板块，从工业水处理向市政综合水环境治理拓展，业绩一直保持高速增长，2015-2018 年营收增速平均在 70% 以上，归母净利润增速 40% 以上。2018 年以来，受金融去杠杆和 PPP 项目政策影响，公司收缩 PPP 等投资类业务，2019 年收入业绩增速有所放缓，但仍维持 19% 以上增速水平。

图 3：博世科营业收入及增速



资料来源：公司公告、天风证券研究所

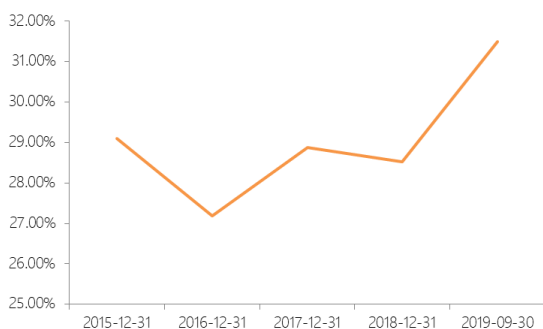
图 4：博世科归母净利润及增速



资料来源：公司公告、天风证券研究所

盈利水平来看，公司毛利率和净利率保持稳中上行，2019 年三季度毛利率达到 31.49%，净利率达到 9.94%，加权 ROE 为 14.85%。业绩增长的同时，公司资产负债率持续走高，截止 2019 年三季度资产负债率达到了 77.25%。

图 5：博世科毛利率变化



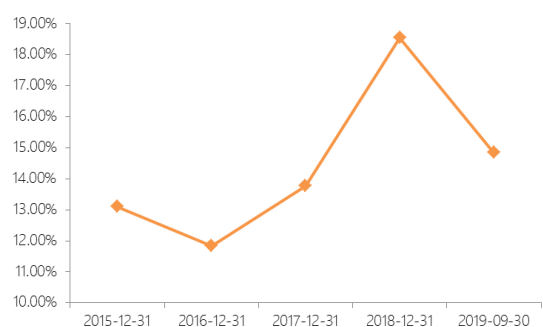
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 6：博世科净利率变化



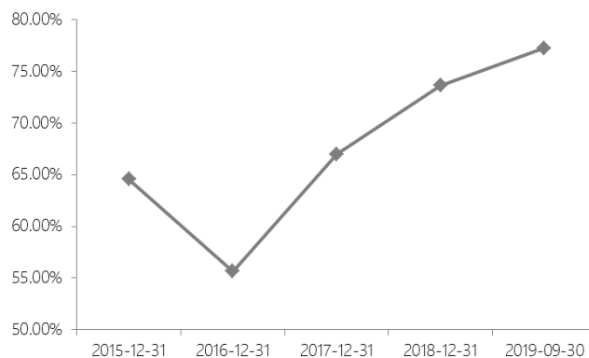
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 7：博世科 ROE 变化



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 8：博世科资本负债率变化



资料来源：公司公告、天风证券研究所

2. 公司的竞争优势：技术起家，跨越发展

2.1. 以创新技术为核心，ACM 反应器打开农村污水处理市场

公司自 2002 年起开始污水处理技术研发，2007 年实现产业化应用，生物厌氧、高级氧化、中水回用等技术处于国内领先水平，ACM 反应器逐步打开乡镇污水处理蓝海市场。在政策和市场需求的大背景下，公司依托核心技术继续开拓水污染治理、土壤修复、清洁化生产等领域。同时在固废处置和资源循环利用上也储备大量技术，培育相关绿色环保装

备的制造能力。

2.2. 实现多元化发展，成功转型综合环境服务提供商

公司通过在多个细分领域的先进地位，逐步从传统的水污染治理向综合环境服务提供商转变。从国内单一市场向全球化、国际化发展，从单个污染源治理指标向整个环境治理体系效果转变，由最初的“设备+工程”的商业模式向环境技术服务、环境咨询服务、环保装备制造、环保运营服务等产业链高端领域进行延伸、转型。

2.3. 在手订单充足

2019 年中报披露，公司在手合同累计达 151.50 亿元，其中，水污染治理合同额 121.53 亿元，供水工程合同额 11.69 亿元，土壤修复合同额 5.96 亿元，固体废弃物处置合同额 5.92 亿元，二氧化氯及清洁化生产业务合同额 2.6 亿元，运营类合同额 1.6 亿元，专业技术服务合同额 2.18 亿元。

表 1：2018 年至今公司公告披露订单

时间	名称	项目金额 (亿元)
2020 年 1 月	2019 年开阳县农村人居环境综合整治项目设计、采购、施工总承包 (EPC)	1.70
2019 年 12 月	北海工业园排水及再生水系统工程设计-采购-施工 (EPC) 总承包	3.71
2019 年 7 月	双氧水制备装置及技术服务合同 (300 吨/天+100 吨/天)、氢氧化钠制备系统补充采购合同	5.28
2019 年 6 月	设计、制造并供应一套完整的 250 吨/天氢氧化钠制备系统主体设备并提供技术服务	1.57
2019 年 5 月	广西梧州苍海国家湿地公园生态建设项目	1.88
2019 年 5 月	岳阳林纸污水深度处理项目、岳阳林纸厌氧污水处理项目	0.96
2019 年 3 月	含油污泥处置环保项目技术服务及战略合作协议	2.35
2019 年 2 月	钦州市黑臭水体整治工程二期 (污水处理、水生态修复) 勘察-设计-采购-施工总承包 (EPC)	1.40
2019 年 1 月	宁乡市污水处理厂扩容提质建设项目设计—采购—施工 (EPC) 总承包	1.51
2018 年 11 月	藤县工业集中区污水集中处理设施项目和藤县 14 个镇级污水处理厂工程项目总承包 (EPC+O&M)	1.91
2018 年 10 月	安顺市西秀区旧州镇、七眼桥镇农村生活污水治理项目工程总承包项目	2.86
2018 年 10 月	贺州市城区主次干道清扫保洁、垃圾清运、中转站及公厕管护、垃圾填埋场运营等作业市场化服务采购项目	5.80
2018 年 9 月	广西中泰 (崇左) 产业园新寨污水处理厂及配套管网工程 (EPC)	1.91
2018 年 9 月	颍东区乡镇污水处理工程 PPP 项目	3.25
2018 年 7 月	苍梧县县城清扫保洁、县及辖区内镇村垃圾收运及末端热解处置投资与委托运营特许经营权项目	2.04
2018 年 1 月	石首市乡镇生活污水处理 PPP 项目	2.83

资料来源：wind，天风证券研究所

3. 短期来看，污水消杀一站式服务提升业绩弹性

公司 2 月 28 日公告，修改《公司章程》并增加经营范围“消毒产品生产及销售”。同时，公司在官网披露承建广西多家医院的污水处理消杀系统改扩建工程。

公司参与建设广西区内首家“小汤山”医院——自治区人民医院邕武医院污水处理系统改扩建工程，主要包括临时负压病房区污水处理工程、原有污水站消杀应急处理工程的建设。公司自主研发制造的 MCO/MCI 一体化污水处理系统、SMC 玻璃钢材质消毒罐槽、次氯酸钠发生器、二氧化氯发生器等专业设备及相关工艺流程成功应用于本次防疫建设。根据公司披露公告信息，100 吨/日-1000 吨/日的配套设备对应投资金额大约为 300 万元-1500 万。

公司拥有成熟的含氯消毒剂制备设备（次氯酸钠、二氧化氯）的生产制造能力，系统采用模块化与可视化设计，从技术方案设计到施工方案编制，从设备生产安装到调试运行，提供了覆盖全过程、全周期的一站式服务。设备应用场景非常丰富，如污水厂中水、医院废水消杀、养殖业及畜禽舍消杀、畜产品消杀、自来水杀菌消毒以及酒店、饭店、医院、食品与肉类加工企业及公共设施环境消毒等。

目前疫情还未褪去，消杀需求主要集中在家庭和医院场景下。我们认为在这次疫情之后，消杀会逐渐成为日常需求。不仅在我们日常生活中会增加这类的需求，而且在“高风险”的生产场景下也会增加大量的消杀设备的需求。水处理工艺最后一个环节就是消毒杀菌，因此水处理企业在相关的工艺设计、设备制造以及运营管理上都有独特优势。公司利用自身的技术和设备生产优势，紧抓省内的客户需求，创造业绩增长弹性。未来随着疫情减退，业务有望扩展到省外市场。

4. 中长期来看，运营资产规模增长，期待现金流逐步改善

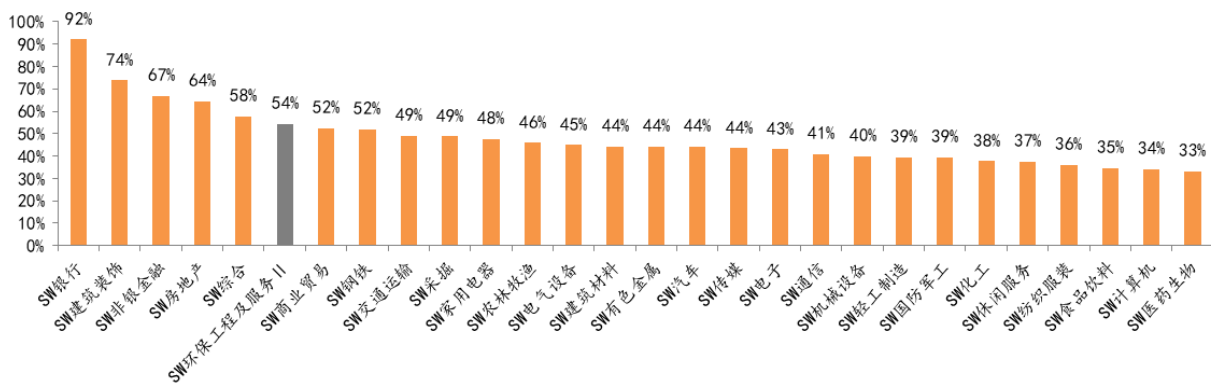
从 2018 年开始，公司新签订单主要以 EPC、EP 及专业技术服务为主，2019 年上半年公司无新增 PPP 项目，2019H1 公司在手合同累计达 151.50 亿元。2019 年 H1 公司运营收入同比增长 270%，运营资产规模逐步提升。相较于订单规模而言，市场更加关注公司现金流改善。从 2018 年年报来看，经营净现金流已有改善。随着运营资产的规模增加，以及公司对 PPP 项目的调整策略，未来的公司的经营性现金流将逐渐好转。

5. 公开增发缓解负债率，流动性改善降低企业融资成本

2019 年 12 月 27 日公司的公开增发方案获证监会审核通过。增发方案披露发行股份数量不超过 7,000 万股，增发完成后，以公司 2019 年 3 月末财务状况为基础，按募集资金总额 71,000 万元进行测算（暂不考虑发行费用），公司合并报表口径资产负债率将降低至 68.16%（2019Q1 负债率 74.9%）。本次公开发行完成后，将进一步降低公司的负债率 5-6 个百分点，缓解财务成本压力。

环保行业具有较强的投资属性，本质上是以投资性现金流支出拉动经营业绩增长，通过经营性现金流入实现投资回报。目前环保行业平均资产负债率约 54%，在 SW 二级 104 个行业中排名第 22 位，在各行业中负债率靠前，行业融资需求旺盛。公司目前的负债率在 77.25%（2019Q3），在环保板块位列靠前。我们预计疫情过后恢复生产，市场将持续保持流动性宽松的环境，有利于高负债企业降低融资成本，释放业绩弹性。

图 9：环保行业平均资产负债率在全行业排名靠前（2019 年三季报）



资料来源：wind、天风证券研究所

6. 盈利预测与估值分析

我们认为充足的在手订单将保障公司未来业绩，同时公司运营业务占比提升会带来现金流改善，融资环境宽松有利于高负债企业降低财务成本。

基本假设：

- 环境综合业务收入的基数较大，同时考虑订单增长情况，预计预计 19-21 年为 18.98%、30%、26% 增长
- 专业技术服务属于上升趋势，随着环境综合治理订单增加也会增长，基数小，弹性大些。预计 19-21 年分别为 18.98%，35%，30%。（2019 年已披露业绩快报）
- 运营收入是公司未来重点加强的业务方向，同时前期工程项目也要转入运营期，基数小增速快。预计 19-21 年分别为 18.98%，150%，100%。

表 2：分项目业绩拆分（单位百万）

	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	504.67	828.97	1,468.55	2,724.02	3,240.99	4,304.29	5,561.17
增速		64.26%	77.15%	85.49%	18.98%	32.81%	29.20%
营业成本	357.77	603.61	1,044.37	1,947.12	2,313.40	3,080.70	3,993.27
毛利	146.90	225.36	424.18	776.90	927.59	1223.59	1567.90
总毛利率 (%)	29.11%	27.19%	28.88%	28.52%	28.62%	28.43%	28.19%
环境综合治理	496.99	820.31	1,383.74	2,551.72	3,036.04	3,946.85	4,973.03
增速		65.06%	68.69%	84.41%	18.98%	30.00%	26.00%
毛利率	28.90%	27.12%	28.65%	28.39%	28.50%	28.50%	28.50%
毛利	143.63	222.47	396.44	724.43	865.27	1124.85	1417.31
专业技术服务	7.68	7.63	76.84	112.72	134.11	181.05	235.37
增速		-0.65%	907.08%	46.69%	18.98%	35.00%	30.00%
毛利率	42.79%	37.54%	39.87%	37.34%	37%	37.00%	37.00%
毛利	3.29	2.86	30.64	42.09	49.62	66.99	87.09
运营收入			7.94	59.30	70.56	176.39	352.78
增速				646.85%	18.98%	150.00%	100.00%
毛利率				17.58%	18.00%	18.00%	18.00%
毛利				10.42	12.70	31.75	63.50

资料来源：wind，天风证券研究所

看好公司未来成长，预计公司 19-21 年将实现净利润 2.85 亿、3.86 亿元和 5.06 亿元，对应 PE 分别为 16 倍、12 倍和 9 倍，同行业公司 19-21 年平均估值水平为 21 倍、18 倍、15 倍。

我们认为公司与国祯环保业务类型较为接近，主要业务均为水污染治理工程、水务运营等，考虑博世科的市值更小，以及短期消杀设备带来的业绩弹性更大，保守估计公司 2019 年业绩对应估值 PE 可达 25 倍，目标价 20 元，给予“买入”评级。

表 3：可比公司估值

证券代码	公司名称	市值 (亿元)	PE-TTM	PE-2019	PE-2020	PE-2021
300070	碧水源	331	23.74	23.74	19.98	16.41
603588	高能环境	87	21.87	15.58	15.58	12.10
300388	国祯环保	81	24.72	24.72	18.98	15.46
	平均值		23.44	21.35	18.18	14.66
300422	博世科	45	15.78	15.78	11.64	8.88

资料来源：wind，天风证券研究所

7. 风险提示

- (1) 公司在转型期间, 业务收入仍然以工程建设和 EPC 销售为主, 若新签订单低于预期, 可能会存在业绩不达预期的风险;
- (2) 市场流动性下降, 可能会带来融资成本提升, 公司的目前负债率 77%左右, 公司财务成本有可能被提升;
- (3) 运营业务以及工程业务的回款低于预期, 可能会带来公司经营净现金流恶化;
- (4) 公司的应收账款占比高, 如果出现较大金额的坏账计提, 公司有业绩不达预期的风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	457.69	732.17	259.28	344.34	444.89
应收票据及应收账款	962.98	1,712.82	1,819.72	2,450.63	3,066.69
预付账款	53.66	85.10	112.69	136.45	179.86
存货	121.05	149.00	257.40	236.20	452.98
其他	112.55	208.41	317.95	220.14	440.28
流动资产合计	1,707.93	2,887.50	2,767.03	3,387.76	4,584.70
长期股权投资	167.53	321.61	471.61	621.61	771.61
固定资产	268.40	486.76	1,170.34	1,568.83	1,783.28
在建工程	1,208.53	1,774.20	1,100.52	708.31	454.99
无形资产	363.39	759.30	731.53	703.77	676.00
其他	198.15	282.14	78.87	(65.30)	(204.07)
非流动资产合计	2,206.00	3,624.02	3,552.88	3,537.22	3,481.80
资产总计	3,921.37	6,525.51	6,327.06	6,934.50	8,076.72
短期借款	490.11	832.48	1,221.96	562.27	910.70
应付票据及应付账款	813.13	1,439.15	1,399.14	2,373.06	2,429.63
其他	542.62	693.75	627.00	684.80	848.93
流动负债合计	1,845.86	2,965.38	3,248.11	3,620.13	4,189.27
长期借款	560.51	1,129.03	919.03	719.03	782.73
应付债券	0.00	304.01	101.34	135.12	180.16
其他	220.84	407.81	220.45	283.03	303.76
非流动负债合计	781.35	1,840.86	1,240.82	1,137.18	1,266.65
负债合计	2,627.21	4,806.23	4,488.92	4,757.31	5,455.92
少数股东权益	133.36	188.00	183.37	177.66	169.71
股本	356.07	355.82	355.84	355.84	355.84
资本公积	464.26	465.73	465.73	465.73	465.73
留存收益	824.88	1,046.66	1,298.93	1,643.70	2,095.26
其他	(484.41)	(336.93)	(465.73)	(465.73)	(465.73)
股东权益合计	1,294.16	1,719.27	1,838.13	2,177.20	2,620.80
负债和股东权益总	3,921.37	6,525.51	6,327.06	6,934.50	8,076.72

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	144.93	231.50	284.63	385.71	505.98
折旧摊销	29.15	47.15	77.87	101.48	116.65
财务费用	40.86	98.17	130.02	109.21	94.04
投资损失	(0.61)	2.54	0.61	0.61	0.61
营运资金变动	(33.89)	(477.69)	(470.14)	505.73	(875.84)
其它	(330.68)	58.53	(5.13)	(5.77)	(8.07)
经营活动现金流	(150.23)	(39.80)	17.87	1,096.97	(166.64)
资本支出	1,059.40	1,191.90	247.37	17.42	29.27
长期投资	159.43	154.09	150.00	150.00	150.00
其他	(1,982.79)	(2,442.16)	(451.13)	(250.40)	(230.57)
投资活动现金流	(763.96)	(1,096.17)	(53.77)	(82.99)	(51.30)
债权融资	1,210.96	2,530.52	2,384.44	1,605.57	2,072.34
股权融资	(2.74)	47.73	(258.80)	(109.21)	(94.04)
其他	(430.96)	(1,283.90)	(2,562.64)	(2,425.29)	(1,659.81)
筹资活动现金流	777.26	1,294.35	(436.99)	(928.92)	318.49
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(136.93)	158.38	(472.89)	85.06	100.55

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,468.55	2,724.02	3,240.99	4,304.30	5,561.18
营业成本	1,044.37	1,947.12	2,313.40	3,080.70	3,993.28
营业税金及附加	12.59	26.24	33.13	43.04	66.73
营业费用	40.12	54.27	91.15	129.13	177.96
管理费用	90.97	137.55	187.98	279.78	378.16
研发费用	45.41	90.76	97.23	142.04	183.52
财务费用	28.25	102.43	130.02	109.21	94.04
资产减值损失	50.97	100.09	60.68	70.58	77.12
公允价值变动收益	0.00	(0.38)	(0.25)	0.04	0.06
投资净收益	0.61	(2.54)	(0.61)	(0.61)	(0.61)
其他	(11.33)	(8.71)	1.72	1.13	1.10
营业利润	166.59	277.20	326.55	449.25	589.82
营业外收入	4.89	2.49	6.31	4.56	4.45
营业外支出	1.78	13.53	5.29	6.87	8.56
利润总额	169.70	266.15	327.56	446.94	585.71
所得税	24.77	34.65	47.81	67.04	87.86
净利润	144.93	231.50	279.76	379.90	497.85
少数股东损益	(1.77)	(3.76)	(4.87)	(5.81)	(8.13)
归属于母公司净利润	146.70	235.26	284.63	385.71	505.98
每股收益(元)	0.41	0.66	0.80	1.08	1.42

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	77.15%	85.49%	18.98%	32.81%	29.20%
营业利润	183.12%	66.40%	17.80%	37.58%	31.29%
归属于母公司净利润	134.06%	60.37%	20.98%	35.51%	31.18%
获利能力					
毛利率	28.88%	28.52%	28.62%	28.43%	28.19%
净利率	9.99%	8.64%	8.78%	8.96%	9.10%
ROE	12.64%	15.36%	17.20%	19.29%	20.64%
ROIC	18.63%	17.56%	11.97%	12.61%	17.99%
偿债能力					
资产负债率	67.00%	73.65%	70.95%	68.60%	67.55%
净负债率	58.21%	104.60%	115.62%	57.93%	62.10%
流动比率	0.93	0.98	0.85	0.94	1.10
速动比率	0.86	0.93	0.77	0.87	0.99
营运能力					
应收账款周转率	1.87	2.04	1.83	2.02	2.02
存货周转率	16.91	20.17	15.95	17.44	16.14
总资产周转率	0.47	0.52	0.50	0.65	0.74
每股指标(元)					
每股收益	0.41	0.66	0.80	1.08	1.42
每股经营现金流	-0.42	-0.11	0.05	3.08	-0.47
每股净资产	3.26	4.30	4.65	5.62	6.89
估值比率					
市盈率	30.61	19.09	15.78	11.64	8.88
市净率	3.87	2.93	2.71	2.25	1.83
EV/EBITDA	26.53	10.47	12.35	8.67	7.58
EV/EBIT	29.53	11.52	14.46	10.25	8.87

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com