

瀚蓝环境（600323）：扬帆“十年百城”，大固废战略起航

2020年05月12日

强烈推荐/维持

瀚蓝环境

公司报告

固废为尖刀、能源水务共发展，疫情不改公司发展势头。公司通过内生+并购双轮驱动，已布局环卫、垃圾焚烧、填埋、危废、有机废弃物处置等大固废领域，确立了自身的区域性固废龙头地位。公司经营风格稳健+费用控制良好，近几年公司四大业务稳健发展，维持了 20% 以上扣非业绩增速。20 年 Q1 由于疫情导致垃圾处理量、污水处理量、燃气供应量有所减少，营收增速放缓至 12.54%，归母净利下滑 25.75%，目前随着疫情后企业陆续复工，各项运营业务已基本恢复至疫情前水平，疫情不改公司长期发展势头。

垃圾焚烧发电未来十年增量市场空间仍存，国补取消+垃圾分类推进+环保监管趋严，多重利好提升行业集中度。如果以全国生活垃圾量作为分母，18 年全国实际的垃圾焚烧率仅为 24.2%，与日本全国口径 80% 的焚烧率相比有很大提升空间。分区域看，县城垃圾处置设施建设空间巨大，18 年我国县城焚烧率仅为 17%，未来随着城乡环卫一体化，垃圾焚烧建设增量产能下沉是必然趋势；城市也仍有增量空间，18 年仍有一半以上省份的城市没有实现自身的十三五规划目标。目前各省市正积极出台至 2030 年的垃圾焚烧中长期建设规划，这也保障了未来十年垃圾焚烧发电的增量市场。

国企资源优势+市场化运作机制，助力固废版图全国扩张。瀚蓝环境的核心优势在于，既有作为地方国企的融资优势，又有充满事业激情优秀的管理层，使得公司在具有扩张的野心和行业的前瞻性同时，脚踏实地的落地项目建设与运营管理。公司通过南海经验与瀚蓝模式，在全国扩张自身的固废版图，使得公司成为地方公用事业平台中独一无二的发展范本。随着虚拟股权激励计划即将落地，将更加充分调动公司管理层经营积极性。公司的资本开支高峰将过，随着运营业务贡献稳健充沛现金流入，公司估值修复可期。

盈利预测：预测公司 20-22 年营业收入 72.13/79.95/87.46 亿元，净利润 10.52/13.26/15.11 亿元，净利增速 15.22%/26.06%/13.99%，EPS 分别为 1.37/1.73/1.97 元，对应 PE 分别为 15X/12X/10X。根据 FCFF 绝对估值法，公司股权价值 209 亿，每股价值 25.25 元，维持公司“强烈推荐”评级。

风险提示：国补电价下调；固废项目进展不达预期。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	4,848.49	6,160.03	7,212.92	7,995.19	8,745.71
增长率（%）	15.38%	27.05%	17.09%	10.85%	9.39%
归母净利润（百万元）	875.51	912.60	1,051.51	1,325.51	1,510.97
增长率（%）	34.23%	4.24%	15.22%	26.06%	13.99%
净资产收益率（%）	15.01%	13.92%	14.28%	15.66%	15.54%
每股收益（元）	1.14	1.19	1.37	1.73	1.97
PE	17.73	16.98	14.73	11.68	10.25
PB	2.65	2.36	2.10	1.83	1.59

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

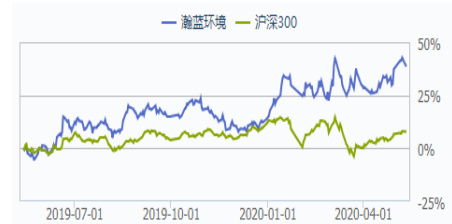
瀚蓝环境成立于 1992 年，是佛山市南海区公用事业经营平台，经营范围涵盖自来水供应、污水处理、固废处理及燃气供应。

未来 3-6 个月重大事项提示：

交易数据

52 周股价区间（元）	21.99-14.61
总市值（亿元）	164.67
流通市值（亿元）	164.67
总股本/流通 A 股（万股）	76,626/76,626
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	0.79

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：洪一

0755-82832082

hongyi@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516110001

研究助理：沈一凡

010-66554020

shenyf@dxzq.net.cn

目 录

1. 扬帆“十年百城”，大固废战略起航	3
2. 未来十年增量市场仍存，龙头整合正当时	5
3. 国企资源优势+市场化运作机制，助力固废版图全国扩张	6
3.1 南海经验，业界范本	6
3.2 资本开支高峰期将过，运营现金牛估值修复可期	7
4. 盈利预测与估值分析	8
5. 风险提示	10

表格目录

表 1：瀚蓝环境在手垃圾焚烧项目列表	7
表 2：瀚蓝环境增长第一阶段 FCFF 预测	8
表 3：瀚蓝环境 FCFF 估值法总股本价值测算	9
表 4：瀚蓝环境绝对估值敏感度分析	9
表 5：瀚蓝环境营业收入拆分预测	10
表 6：瀚蓝环境盈利预测及估值	10

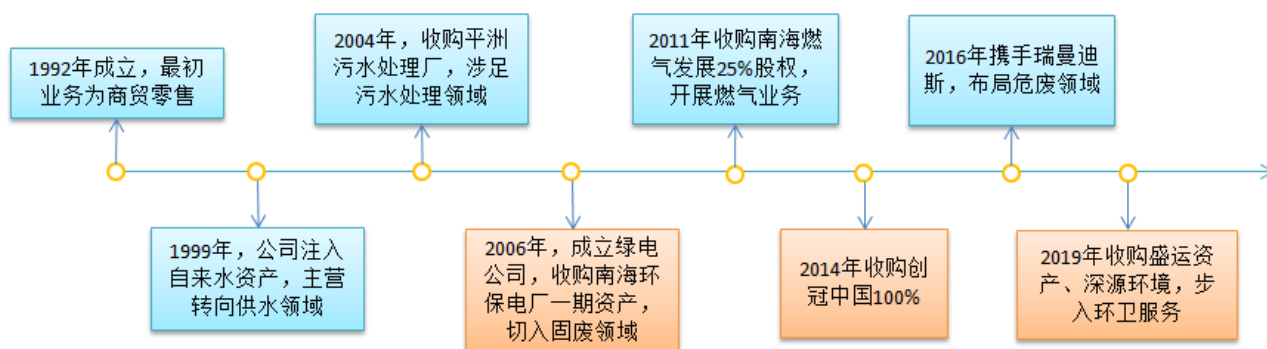
插图目录

图 1：瀚蓝环境历史发展进程	3
图 2：公司主营业务收入变化	3
图 3：公司归母净利润变化	3
图 4：2011 年业务板块收入构成	4
图 5：2019 年业务板块构成	4
图 6：瀚蓝环境各业务板块收入（单位：亿元）	4
图 7：瀚蓝环境各业务板块毛利率对比（单位：%）	4
图 8：十三五垃圾焚烧能力与焚烧率	5
图 9：垃圾焚烧上市公司综合融资成本： $(\text{利息支出} + \text{资本化利息}) / (\text{期初有息负债}/2 + \text{期末有息负债}/2)$	6
图 10：资本开支高峰将过	7

1. 扬帆“十年百城”, 大固废战略起航

瀚蓝环境成立于 1992 年, 最初主要业务为商贸零售, 1999 年, 公司注入自来水资产, 主营开始转向供水领域; 2000 年, 经证监会核准完成主板上市; 2004 年收购平洲污水处理厂, 涉足污水处理领域; 2006 年成立绿电公司, 收购南海环保电厂一期资产, 切入固废领域, 2014 年公司收购创冠中国, 2019 年收购盛运环保资产, 实现固废业务全国布局; 2011 年公司收购南海燃气发展 25% 股权, 开展燃气业务; 2016 年公司携手瑞曼迪斯, 收购赣州、嘉兴危废项目, 布局危废领域。2019 年, 公司收购深源环境, 进入环卫服务领域。公司稳健布局, 成为攻守兼备, 业务领域涵盖供水、污水处理、燃气供应、固废处置的公用事业大平台。

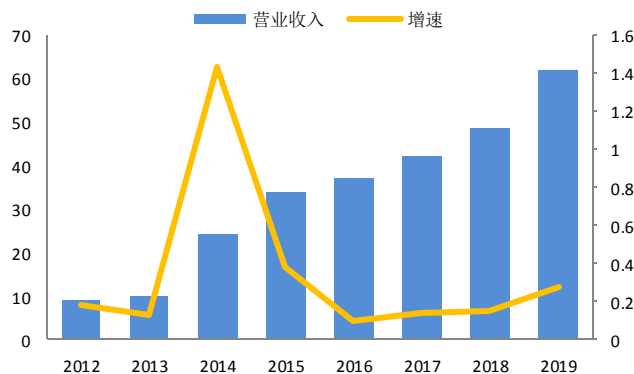
图 1: 瀚蓝环境历史发展进程



资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

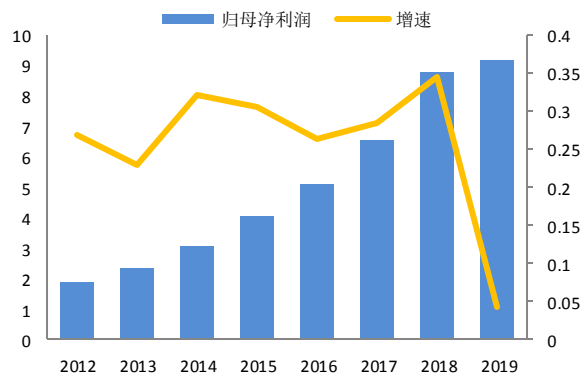
固废为尖刀、能源水务共发展。公司目前供水业务覆盖全南海区 1000 多平方公里, 服务人口 300 万人, 供水设计能力达 125 万立方米/日, 污水业务处理规模约 66.8 万立方米/日; 已在广东省佛山市南海区及江西省樟树市取得特许经营权开展燃气业务。固废业务覆盖全国 9 个省 26 个城市, 截止 19 年底, 公司在手生活垃圾焚烧发电处理总规模 32750 吨/日, 运营中项目规模 15400 吨/日, 危废处理 19.5 万吨/年。已形成垃圾分类、环卫清扫、垃圾收转运、焚烧发电、卫生填埋、渗滤液处理、飞灰处理完整的生活垃圾处理纵向一体化优势, 具备提供固废处理全产业链综合服务能力。

图 2: 公司主营业务收入变化



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 3: 公司归母净利润变化

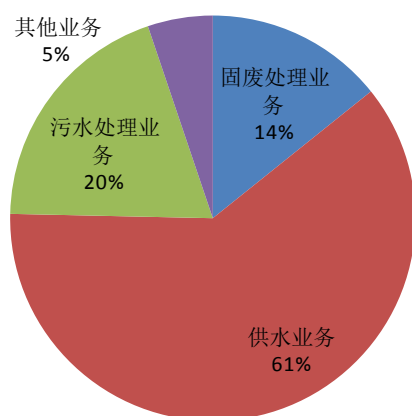


资料来源: wind, 东兴证券研究所

经营风格稳健+费用控制良好, 疫情不改公司发展势头。公司自上市以来, 业绩稳步增长, 从 12 年到 19 年, 公司营收从 8.35 亿增长到 61.60 亿, 营收复合增速 31.94%, 归母净利润从 1.90 亿增长到 9.13 亿, 复合增速 25.11%。其中 14-15 年, 由于燃气业务和固废业务的外延并购(14 年南海燃气并表, 15 年创冠中国并表), 公司收入体量有大幅增长。18 年由于处置官窑市场股权, 非经常性损益带来归母净利大幅增长。近三年, 公司四大业务稳健发展, 扣非业绩增速维持在 20% 以上。20 年 Q1 由于疫情导致垃圾处理量、污水处理量、燃气供应量有所减少, 营收增速放缓至 12.54%, 归母净利下滑 25.75%, 随着疫情后企业陆续复工, 各项运营业务已基本恢复至疫情前水平, 疫情不改公司长期发展势头。

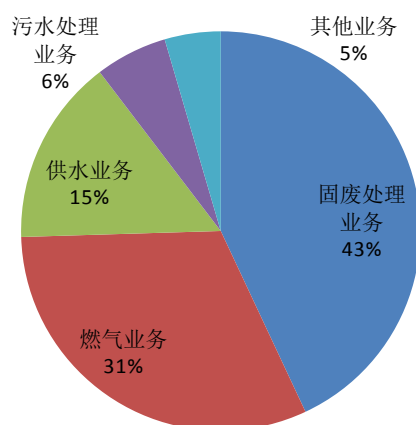
2019 年, 瀚蓝环境固废处理业务营收为 26.5 亿元, 同比增长 50.1%; 供水业务营收 9.3 亿元, 同比增长 3.3%; 污水处理业务营收 3.6 亿元, 同比增长 56.3%; 燃气业务营收 19.4 亿元, 同比增长 14.1%。从收入结构看, 固废处理业务营收占比明显上升, 从 2011 年的 14% 上升到 2019 年的 43%。由于垃圾焚烧、危废等固废运营业务毛利率水平较高, 未来随着公司业务重心逐步向固废处理板块倾斜, 公司的盈利能力趋于增强。

图 4: 2011 年业务板块收入构成



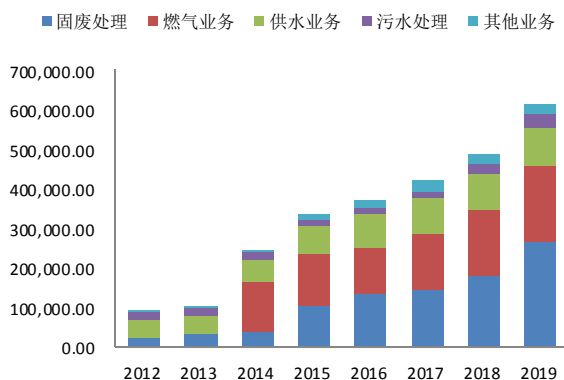
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 5: 2019 年业务板块构成



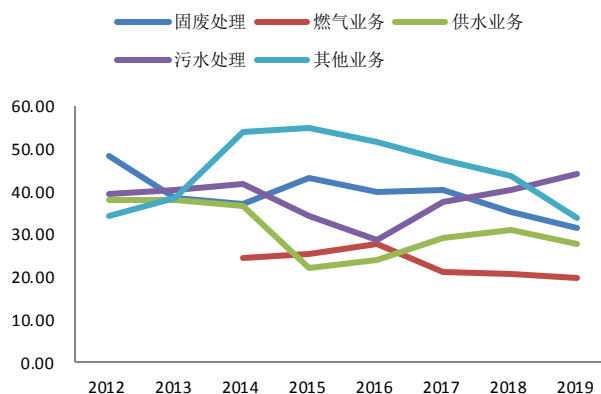
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 6: 瀚蓝环境各业务板块收入 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 7: 瀚蓝环境各业务板块毛利率对比 (单位: %)

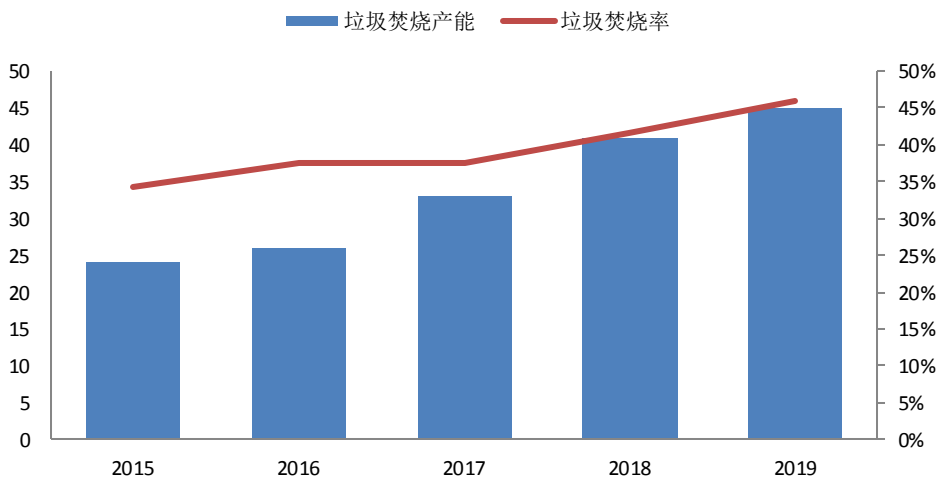


资料来源: wind, 东兴证券研究所

2. 未来十年增量市场仍存，龙头整合正当时

垃圾焚烧发电未来十年增量市场空间仍存。焚烧率用焚烧处理的垃圾量除以垃圾清运量来计算，2019 年底我国有 45 万吨/日垃圾焚烧处置产能，根据城乡建设统计年鉴，我国城镇无害化垃圾处理能力为 98.7 万吨/日，垃圾焚烧率为 46%，该焚烧率的计算并没有把农村产生的垃圾考虑在分母垃圾清运量中。如果以全国生活垃圾量（估算城镇 2.95+农村 1.26 亿吨每年）作为分母，18 年全国实际的垃圾焚烧率仅为 24.2%，我国目前的实际垃圾焚烧率较低，与日本全国口径 80%的焚烧率相比有很大提升空间。分区域看，县城垃圾处置设施建设空间巨大，18 年我国县城焚烧率仅为 17%，未来随着城乡环卫一体化，垃圾焚烧建设增量产能下沉是必然趋势。而城市焚烧率也仍有进一步提升空间，18 年仍有一半以上省份的城市没有实现自身的十三五规划目标。从政策看，为统筹垃圾焚烧产能区域平衡，目前各省市正积极出台至 2030 年的垃圾焚烧中长期建设规划，这也保障了未来十年垃圾焚烧发电的增量市场。

图 8：十三五垃圾焚烧能力与焚烧率



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

国补取消+垃圾分类推进+环保监管趋严，多重利好提升行业集中度。按实际处理量计算，目前 CR1040%+ 的市占率仍有提升空间。

首先是补贴新政，4 月 3 日发改委发布《关于有序推进新增垃圾焚烧发电项目建设有关事项的通知》（征求意见稿），将国补的新老划断时点暂停为 2020 年 1 月，2020 年 1 月 20 日前并网发电的相关项目为存量项目，原则上维持原有补贴标准。2020 年 1 月 20 日后并网发电的生活垃圾焚烧发电项目为新增项目，国家按照以收定支的原则，通过可再生能源发展基金继续予以支持。文件也明确提出针对违规掺烧、违规排放、厂用电使用不规范等问题，进一步加强新增项目监管，适时对项目开展核查，核查结果将作为补贴发放的重要依据。国补新政将加大不规范的中小垃圾焚烧企业的运营成本，利好优质民企、国企在行业中的市占率提升。

其次是垃圾分类，随着各地出台生活垃圾管理条例，垃圾分类加速推进，垃圾焚烧量将减少，垃圾热值将有所提升，对于部分按低热值设计的锅炉，这就需要一方面要改变锅炉配风等燃烧调整方式，另一方面还要就

增加锅炉受热面进行相应的技术改造。垃圾量减少带来的处理费减少，技术升级和改造成本的增加，也将利于行业优胜劣汰，龙头加速整合。

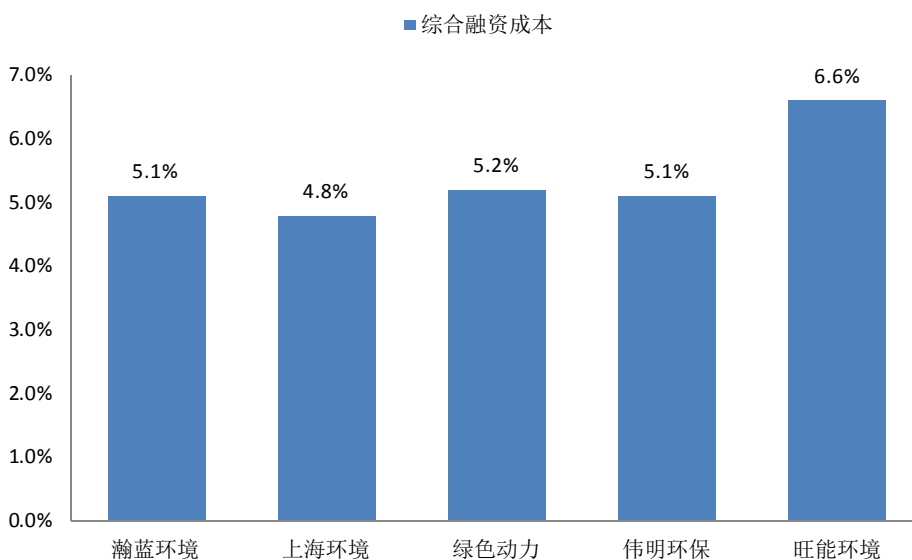
三是环保要求提升，今年开始实施垃圾焚烧新规，即《生活垃圾焚烧发电厂自动监测数据应用管理规定》，规定指出，从2020年1月1日起，垃圾焚烧厂将安装使用自动监测设备，并与生态环境主管部门的监控设备联网，监测数据将作为判定垃圾焚烧厂是否存在环境违法行为的证据。还确定了焚烧炉炉温不达标的判定和处理，采用焚烧炉炉膛内热电偶测量温度的5分钟均值达到850℃作为炉膛温度的判定标准。运营环保压力的增加，利好规范运营的垃圾焚烧龙头。

3. 国企资源优势+市场化运作机制，助力固废版图全国扩张

3.1 南海经验，业界范本

瀚蓝环境的核心优势在于，既有作为地方国企的融资优势，又有充满事业激情优秀的管理层，使得公司在具有扩张的野心和行业的前瞻性同时，脚踏实地的落地项目建设与运营管理。公司通过南海经验与瀚蓝模式，在全国扩张自身的固废版图，使得公司成为地方公用事业平台中独一无二的发展范本。从融资方面看，公司5.1%的综合融资成本低于民营企业，较低的财务成本有利于公司进行内生与外延项目拓展。从过往的发展历程看，公司2014年公司收购创冠中国，2017年收购江西瀚蓝，2018年收购江西赣州、2019年收购盛运环保资产、嘉兴危废项目、环卫公司深源环境。过往持续成功的并购样本，验证了公司优异的并购整合和运营管理经验。随着虚拟股权激励计划即将落地，管理层报酬与公司短期与长期业绩挂钩，将更加充分调动公司管理层经营积极性。

图9：垃圾焚烧上市公司综合融资成本：（利息支出+资本化利息）/（期初有息负债/2+期末有息负债/2）

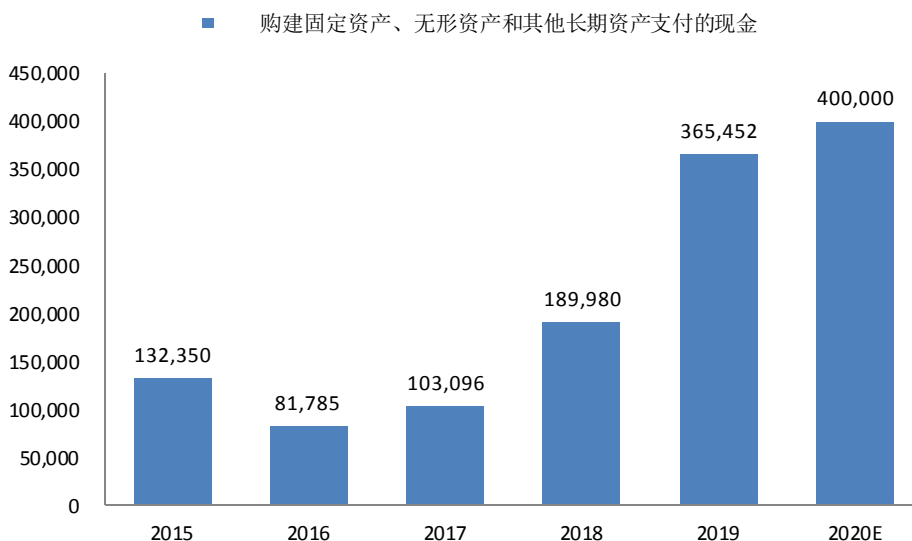


资料来源：公司官网，东兴证券研究所

3.2 资本开支高峰期将过, 运营现金牛估值修复可期

公司的资本开支高峰期将过, 随着公司运营收入占比提升贡献稳健的经营现金净流入, 叠加资本开支下降, 公司将成为成熟的现金牛企业, 届时公司的股息发放率有望提升。从项目建设进度看, 今年仍是公司项目建设高峰期, 预计公司今年将有 11550 吨/日的新增项目投产, 21 年将有 2100 吨/日的增量项目投产, 目前 32750 吨/日的在手项目中, 今年年底将有 26950 吨/日的运营项目处于投产状态。大部分在手项目今年将建成投运或完成主要的工程进度, 剩余的项目贵阳项目、开平二期、饶平二期、孝感二期合计 3700 吨/日产能尚无开建计划, 预计公司资本开支在 2020 年后将大幅减少, 而届时公司的年运营现金净流入将达到 20 亿以上, 充足的现金净流入将成为提高分红率的坚实后盾。

图 10: 资本开支高峰将过



资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

表 1: 瀚蓝环境在手垃圾焚烧项目列表

项目名称	地点	产能(吨/日)	处理费	特许运营期	状态
南海一期	广东	1500	128	30	已投运
南海二期	广东	1500	128	30	已投运
创冠晋江	福建	1800	72.83	30	已投运
创冠安溪	福建	600	78	30	已投运
创冠惠安	福建	1200	69.79	27	已投运
创冠黄石一期	湖北	800	前十年 49, 后面 60	27	已投运
创冠黄石二期	湖北	400	前十年 49, 后面 60	27	16 年底建成, 17 年满负荷
创冠福清一期	福建	600	61.5	27	已投运
创冠福清二期	福建	300	61.5	27	2016 年 4 月投运
创冠廊坊一期	河北	1000	58	27	15 年 7 月试运行, 16 年确认收入

创冠建阳	福建	600	60	30	已投运
创冠大连	大连	1000	78	27	16 年 9 月试运行，17 年确认收入
创冠廊坊二期	河北	500	58	27	19 年 Q1 运营
顺德	广东	3000	120		18 年运营，不并表确认投资收益
开平一期	广东	600	85	28	19 年 11 月投产
	19 年投运	15400			
漳州南	福建	1000	85	30	20 年 1 月投产
南海三期	广东	1500	128	30	20 年 1 月投产
饶平	广东	600	99	25	20 年 4 月投产
盛运济宁		800			20 年 4 月投产
盛运宣城		1000			预计 20 年 5 月投产
盛运海阳		500			预计 20 年 7 月投产
安溪二期	福建	750	78	30	预计 20 年 8 月投产
晋江二期	福建	1500	72.83	30	预计 20 年 9 月投产
盛运乌兰察布		800	50-60		预计 20 年 10 月投产
万载	江西	800	65	30	预计 20 年 10 月投产
创冠孝感一期	湖北	1500	55	27	预计 20 年底投产
盛运淮安		800			预计 20 年 12 月投产，参股
	20 年投运	11550			
漳州北	福建	1500		30	预计 21 年 3 月投产
南平二期	福建	600		30	预计 21 年 3 月投产
	21 年投运	2100			
创冠孝感二期	湖北	1000	55	27	尚无计划
创冠贵阳	贵州	2000	65	30	尚无计划
开平二期	广东	300	85	28	尚无计划
饶平二期	广东	400	99	25	尚无计划
	总产能	32750			

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

4. 盈利预测与估值分析

公司作为地方公用事业大平台，未来将仓位稳健的运营现金牛公司，相比用 PE 倍数等相对估值方法，使用 FCFF 绝对估值法来测算公司内在股权价值更为合理。因此我们采用 DCF/FCFF 对瀚蓝环境进行绝对股权价值评估，在 WACC=10.2%、永续增长率 g=1.5% 的假设下，考虑即将发行可转债的摊薄，公司股权价值为 209.37 亿，对应每股价值 25.25 元。

表 2：瀚蓝环境增长第一阶段 FCFF 预测

第一阶段	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
FCFF	(185.31)	1,311.18	1,970.47	2,243.75	2,262.06

资料来源：财务模型，东兴证券研究所

表 3：瀚蓝环境 FCFF 估值法总股本价值测算

FCFF 估值	现金流折现值（百万元）	价值百分比
第一阶段	5,748.28	19.07%
第二阶段	9,806.03	32.53%
第三阶段（终值）	14,591.77	48.40%
企业价值 AEV	30,146.08	100.00%
+ 非核心资产价值	2,245.52	7.45%
- 少数股东权益	573.06	-1.90%
- 净债务	10,882.18	-36.10%
总股本价值	20,936.36	69.45%
股本（百万股）摊薄后	829.12	
每股价值（元）	25.25	

资料来源：财务模型，东兴证券研究所

表 4：瀚蓝环境绝对估值敏感度分析

敏感性测试结果	长期增长率(g)								
WACC	-0.50%	0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%
7.70%	35.92	38.12	40.72	43.83	47.63	52.36	58.43	66.49	77.72
8.20%	32.09	33.87	35.96	38.41	41.36	44.95	49.43	55.17	62.80
8.70%	28.77	30.24	31.93	33.90	36.23	39.02	42.42	46.66	52.10
9.20%	25.88	27.10	28.49	30.09	31.96	34.16	36.80	40.02	44.04
9.70%	23.34	24.36	25.51	26.83	28.34	30.11	32.20	34.70	37.75
10.20%	21.09	21.95	22.91	24.00	25.25	26.69	28.36	30.34	32.71
10.70%	19.08	19.81	20.63	21.54	22.57	23.76	25.12	26.71	28.58
11.20%	17.29	17.91	18.60	19.37	20.24	21.22	22.34	23.63	25.13
11.70%	15.67	16.20	16.79	17.45	18.18	19.00	19.93	20.99	22.21
12.20%	14.20	14.66	15.17	15.73	16.35	17.04	17.82	18.70	19.71
12.70%	12.87	13.27	13.71	14.19	14.72	15.30	15.96	16.70	17.54

资料来源：财务模型，东兴证券研究所

根据公司目前业务进展及行业趋势，预测公司 20-22 年营业收入 72.13/79.95/87.46 亿元，净利润 10.52/13.26/15.11 亿元，增长率分别达到 15.22%/26.06%/13.99%。公司 20-22 年预测 EPS 分别为 1.37/1.73/1.97 元，对应 PE 分别为 15X/12X/10X。根据 FCFF 绝对估值法，我们预计公司股价核心波动区间为 18.60-25.25 元，6 个月目标价为 25.25 元，维持公司“强烈推荐”评级。

表 5：瀚蓝环境营业收入拆分预测

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
固废	1328	1421	1765	2650	3798	4304	4774
增速	33%	7%	24%	50%	43%	13%	11%
燃气	1163	1414	1701	1940	1831	2040	2249
增速	-13%	22%	20%	14%	-6%	11%	10%
供水	861	898	902	931	903	921	940
增速	23%	4%	0%	3%	-3%	2%	2%
污水处理	160	188	230	359	374	392	412
增速	-8%	18%	22%	56%	4%	5%	5%
其他	179	281	251	279	307	338	372
增速	26%	57%	-11%	11%	10%	10%	10%
总计	3690	4202	4849	6160	7213	7995	8746
增速	10%	14%	15%	27%	17%	11%	9%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表 6：瀚蓝环境盈利预测及估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	4,848.49	6,160.03	7,212.92	7,995.19	8,745.71
增长率（%）	15.38%	27.05%	17.09%	10.85%	9.39%
净利润（百万元）	875.51	912.60	1,051.51	1,325.51	1,510.97
增长率（%）	34.23%	4.24%	15.22%	26.06%	13.99%
净资产收益率（%）	15.01%	13.92%	14.28%	15.66%	15.54%
每股收益（元）	1.14	1.19	1.37	1.73	1.97
PE	17.73	16.98	14.73	11.68	10.25
PB	2.65	2.36	2.10	1.83	1.59

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

5. 风险提示

国补电价下调；固废项目进展不达预期。

附表：公司盈利预测表

资产负债表			单位:百万元			利润表			单位:百万元		
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	2384	3265	4318	4671	5022	营业收入	4848	6160	7213	7995	8746
货币资金	1224	993	1803	1999	2186	营业成本	3396	4435	5300	5663	6161
应收账款	415	907	1062	1177	1287	营业税金及附加	38	42	72	80	87
其他应收款	125	106	124	138	151	营业费用	69	74	87	97	106
预付款项	276	418	418	418	418	管理费用	274	374	469	520	568
存货	180	355	424	453	493	财务费用	214	224	220	250	230
其他流动资产	164	371	371	371	371	资产减值损失	29.31	-19.60	10.00	10.00	10.00
非流动资产合计	14109	17805	19152	19244	18894	公允价值变动收益	0.00	-0.66	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	390	442	442	442	442	投资净收益	177.08	55.84	67.01	73.71	81.08
固定资产	3352.28	4588.96	4453.73	4258.00	4008.78	营业利润	1103	1066	1122	1450	1664
无形资产	7066	7589	9080	9376	9282	营业外收入	15.43	53.62	180.67	190.67	205.67
其他非流动资产	167	266	266	266	266	营业外支出	5.64	3.81	3.81	3.81	3.81
资产总计	16492	21071	23470	23916	23916	利润总额	1113	1116	1298	1637	1866
流动负债合计	3790	6696	9290	8022	7455	所得税	234	212	247	311	355
短期借款	240	1272	3479	2037	1231	净利润	879	904	1052	1326	1511
应付账款	1354	2132	2513	2685	2922	少数股东损益	3	-9	0	0	0
预收款项	242	155	155	155	155	归属母公司净利润	876	913	1052	1326	1511
一年内到期的非流动负债	877	877	877	877	877	EBITDA	8622	9144	2056	2500	2712
非流动负债合计	6277	7244	8175	8985	8495	EPS (元)	1.14	1.19	1.37	1.73	1.97
长期借款	3527	4521	5521	6321	5821	主要财务比率					
应付债券	996	1005	1005	1005	1005						
负债合计	10068	13940	17464	17006	15950	成长能力					
少数股东权益	590	573	573	573	573						
实收资本 (或股本)	766	766	766	766	766	营业收入增长	15.38%	27.05%	17.09%	10.85%	9.39%
资本公积	1521	1479	1479	1479	1479	营业利润增长	27.99%	-3.36%	5.21%	29.28%	14.76%
未分配利润	3097	3854	4684	5755	6976	归属于母公司净利	15.22%	26.06%	15.22%	26.06%	13.99%
归属母公司股东权益合计	5834	6558	7362	8465	9722	获利能力					
负债和所有者权益	16492	21071	25451	26096	26297						
现金流量表						毛利率 (%)	31.48%	32.39%	31.59%	29.95%	28.01%
						净利率 (%)	18.12%	14.67%	14.58%	16.58%	17.28%
单位:百万元						总资产净利润 (%)	5.31%	4.33%	4.48%	5.54%	6.32%
						ROE (%)	15.01%	13.92%	14.28%	15.66%	15.54%
经营活动现金流	1652	1324	2013	2346	2582	偿债能力					
净利润	879	904	1052	1326	1511						
折旧摊销	7305.32	7854.34	0.00	345.73	349.23	资产负债率 (%)	61%	66%	69%	65%	61%
财务费用	214	224	220	250	230	流动比率	0.63	0.49	0.46	0.58	0.67
应收账款减少	0	0	-155	-115	-110	速动比率	0.58	0.43	0.42	0.53	0.61
预收账款增加	0	0	0	0	0	营运能力					
投资活动现金流	-2051	-3955	-4014	-1036	-604						
公允价值变动收益	0	-1	0	0	0	总资产周转率	0.32	0.33	0.31	0.31	0.33
长期投资减少	0	0	0	0	0	应收账款周转率	13	9	7	7	7
投资收益	177	56	67	74	81	应付账款周转率	4.14	3.53	3.11	3.08	3.12
筹资活动现金流	326	2393	2811	-1114	-1790	每股指标 (元)					
应付债券增加	0	0	0	0	0						
长期借款增加	0	0	1000	800	-500	每股收益 (最新摊)	1.14	1.19	1.37	1.73	1.97
普通股增加	0	0	0	0	0	每股净现金流 (最新)	-0.09	-0.31	1.06	0.26	0.24
资本公积增加	-217	-42	0	0	0	每股净资产 (最新摊)	7.61	8.56	9.61	11.05	12.69
现金净增加额	-73	-237	810	196	188	估值比率					
						P/E	17.73	16.98	14.73	11.68	10.25
						P/B	2.65	2.36	2.10	1.83	1.59
						EV/EBITDA	2.31	2.42	12.56	9.49	8.20

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

洪一

中山大学金融硕士，CPA、CIIA，4 年投资研究经验，2016 年加盟东兴证券研究所。

研究助理简介

沈一凡

康奈尔大学硕士，纽约大学本科，曾供职于中国能建华东电力设计院，5 年基础设施建设经验，2018 年加盟东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526