

## 双主业稳步推进，铂族金属回收利用发展可期

### ——中金环境 (300145.SZ) 动态跟踪报告

公司动态

◆**甩掉包袱，携手国资，重装再出发。**公司作为国内不锈钢离心泵制造领军企业，在2015年成功切入环保行业，目前已基本实现全产业链布局。随着2018年“一减一加”的顺利完成（金山环保股权转让，金泰莱完成并表），以及实控人变更为无锡市国资委，公司在完成“由重到轻”的业务转型后，未来将进一步借助国资的资源和融资优势实现更好的发展。

◆**设备制造筑基石，环保业务造成长。**设备制造销售业务是公司立足之本，通过营销网络的持续积累和技术研发的不断投入，公司设备制造领域实现“量价齐升”（销售量连续5年增长达90.9万台，平均单价5年实现翻倍至2979元/台），优秀的现金流表现也为发展提供保障。环保业务则是其成长的源泉，环保板块（除危废外）通过前期环评/设计到后期施工/运营的全面布局，引流作用带动各项业务协同增长；危废处置板块，随着响水事故、第二轮中央环保督察等事件的催化，环保执法和制度完善仍将推动危废处置需求释放，金泰莱完成19/20年2/2.35亿元的业绩承诺可期。

◆**贵金属资源再生利用有望为公司提供显著业绩增量。**公司日前公告，拟投资7000万元用于含铂族金属废催化剂资源综合利用项目，通过与国际铂族金属生产龙头英美集团合作正式切入铂族金属回收利用领域，有望利用英美集团的资源优势 and 公司的废催化剂处置能力，打通国内铂族金属回收利用产业链。项目若顺利实施，将显著增厚公司业绩，同时将实现全新商业模式的开发，未来有望成为公司新的业绩增长点。

◆**上调至“买入”评级。**公司的生产工艺设备提升改造项目有望于年内投产，将有效降低金泰莱的生产成本，提升危废处置项目毛利率，因此我们上调盈利预测，预计公司19-21年归母净利润分别为5.63/6.64/7.82亿元（前值为5.42/6.51/7.73亿元），对应EPS为0.29/0.35/0.41元，当前股价对应19年PE为14倍。公司不锈钢离心泵龙头地位稳固，国资入主有望进一步增强公司环保业务未来盈利能力，业绩安全垫确定性强；而铂族金属再生资源项目如能顺利实施将显著增厚公司业绩。公司目前估值水平在行业内处于低位，业绩弹性较强，**上调至“买入”评级。**

◆**风险提示：**市场竞争加剧导致传统水泵销量、危废处置量低于预期，环保政策执行力度低于预期导致公司订单释放慢于预期，公司技改项目进度不及预期等。

#### 业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	3,815	4,363	4,857	5,394	6,000
营业收入增长率	36.72%	14.36%	11.34%	11.05%	11.23%
净利润（百万元）	591	430	563	664	782
净利润增长率	15.83%	-27.17%	30.93%	17.93%	17.64%
EPS（元）	0.31	0.22	0.29	0.35	0.41
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.83%	8.96%	10.29%	10.82%	11.29%
P/E（X）	14	19	14	12	10
P/B（X）	1.8	1.7	1.5	1.3	1.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年6月10日

#### 买入（上调）

当前价：4.24元

#### 分析师

殷中枢（执业证书编号：S0930518040004）

010-58452063

[yinzs@ebsec.com](mailto:yinzs@ebsec.com)

王威（执业证书编号：S0930517030001）

021-52523818

[wangwei2016@ebsec.com](mailto:wangwei2016@ebsec.com)

#### 联系人

郝睿

021-52523827

[haopian@ebsec.com](mailto:haopian@ebsec.com)

#### 市场数据

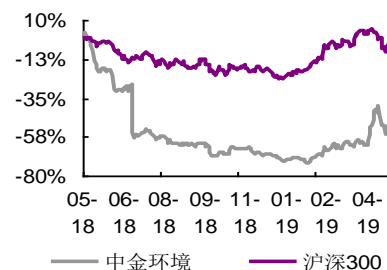
总股本(亿股)：19.23

总市值(亿元)：81.55

一年最低/最高(元)：2.96/6.76

近3月换手率：179.26%

#### 股价表现(一年)



#### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-13.78	10.00	-19.41
绝对	-13.47	8.72	-23.88

资料来源：Wind

#### 相关研报

资产减值拖累业绩，国资入主未来可期——中金环境(300145.SZ)2018年年报点评

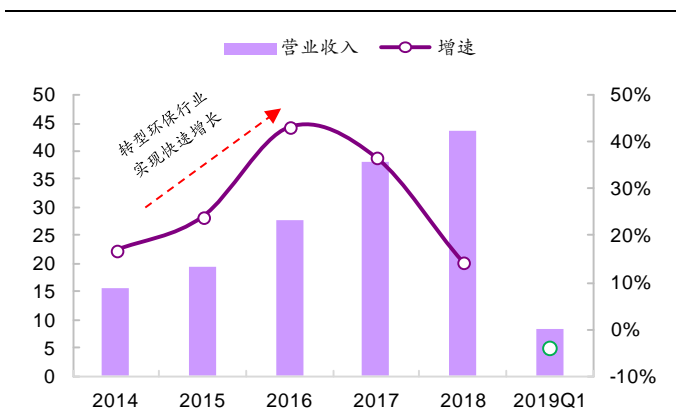
.....2019-04-23

## 1、甩掉包袱，轻装前进

南方中金环境股份有限公司成立于1991年，历经近30年的不断发展，公司从成立之初的杭州南方特种泵厂，通过技术的不断研发和销售市场的大力拓展，逐步成为中国不锈钢离心泵制造领军企业；2015年公司成功转型，利用水泵制造业务切入环保行业，过程虽有波折，但目前已成功打通环保水处理行业完整产业链，同时进一步扩展至危废及再生资源回收利用领域，较好地实现了通用设备制造业和环保行业的双主业发展。

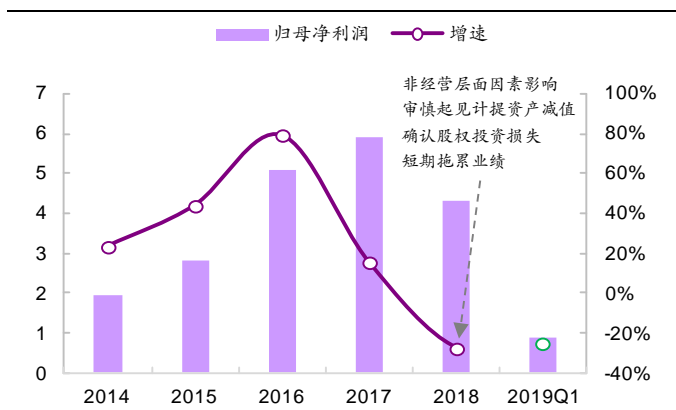
**各项业务推进顺利，资产减值短期拖累业绩。**公司在通用设备制造业发展天花板渐进之时，利用其在水泵制造业的领先优势成功切入水处理领域，通过数次成功并购（中咨华宇、金山环保等）迅速扩大环保业务体量并实现营业收入的快速增长，2018年同比+14.36%至43.63亿元。但过程中由于突发事件等非经营层面的因素影响，公司壮士断腕并果断转型切入高景气度的危废处理行业。2018年公司依据审慎性原则计提了9800万元资产减值，同时确认了1200万元金山环保的股权投资损失，使得2018年公司归母净利润同比-27.17%至4.30亿元。2019年Q1，受春节假期导致工程板块结算周期延后、污水污泥板块资产折旧和摊销成本增长等因素影响，公司营业收入同比-4.14%至8.50亿元，归母净利润同比-25.45%至0.91亿元；但制造板块和危废处理板块在手订单的稳健增长为全年业绩增长奠定了坚实基础。

图1：公司近五年营业收入情况



资料来源：Wind，左轴：亿元

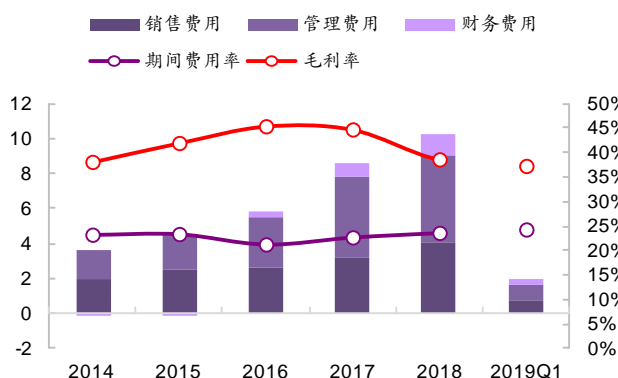
图2：公司近五年归母净利润情况



资料来源：Wind，左轴：亿元

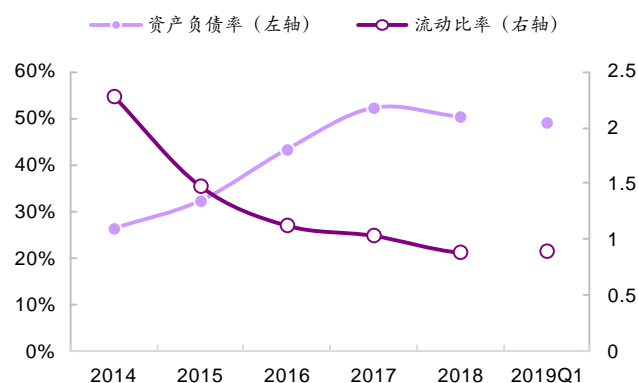
**三费管控合理，引入国资后缓解负债端和资金压力。**在快速发展的过程中，公司较好地实现了期间费用率的控制，近五年期间费用率在23%上下小范围波动；受出售金山环保资产影响，公司毛利率水平在2018年有一定程度的下降；但随着高毛利率的危废业务的收入占比提升，公司毛利率水平有望逐步回升。受环保业务扩张和重资产业务增多等因素影响，公司资产负债率逐步提升，资本性开支处于高位；在此背景下，公司适时引进国资（无锡市政），国资的顺利入主一方面可以更好地帮助公司实现环保咨询设计业务的市场拓展，另一方面也可以在融资方面给予公司更好的支持，保障公司危废和综合治理工程业务有序推进。

图 3：公司三费和毛利率情况



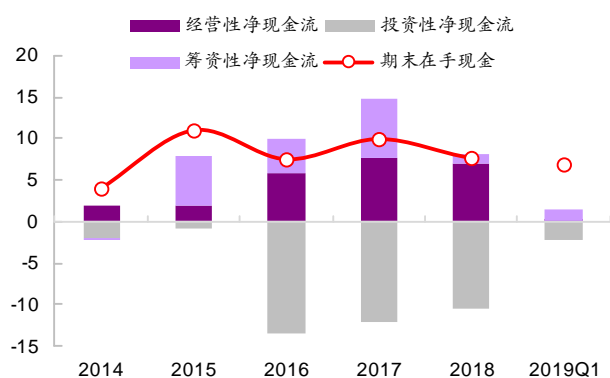
资料来源：Wind，左轴：亿元

图 4：公司资产负债率和流动比率情况



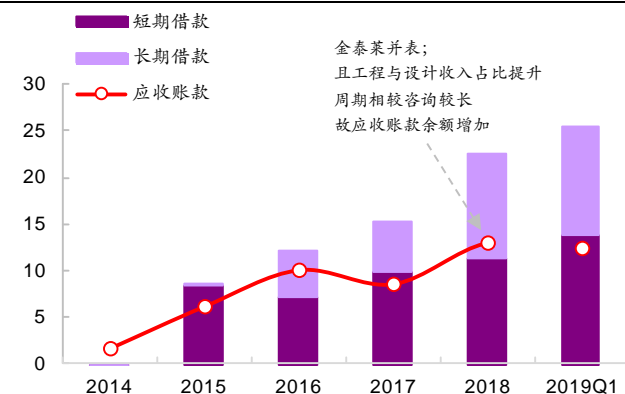
资料来源：Wind

图 5：公司现金流情况



资料来源：Wind，单位：亿元

图 6：公司借款和应收账款情况

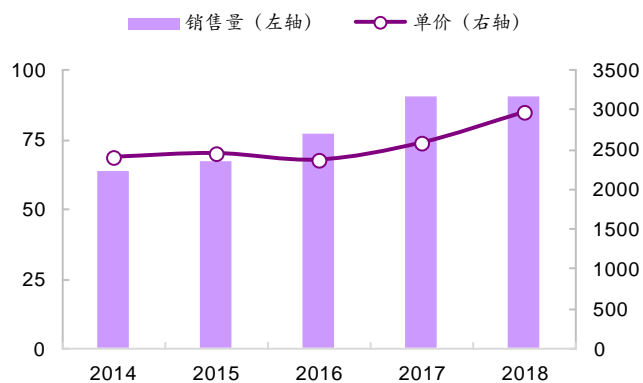


资料来源：Wind，单位：亿元

## 2、水泵制造是发展的基石

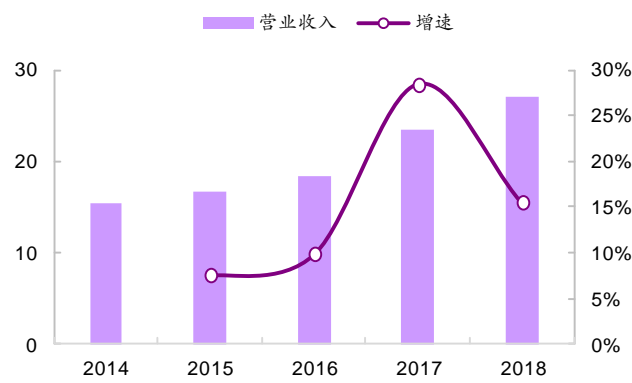
设备销量&平均单价双增长，营业收入稳健提升。公司作为国内不锈钢冲压离心泵龙头，通过近 30 年的积累，在板块内有着健全的营销网络和广泛的客户资源，通用设备销售量已连续 5 年实现稳步增长，2018 年达 90.9 万台；同时，高市占率也给予公司一定的议价能力，通用制造设备销售平均单价从 2014 年的 2410 元/台提升至 2018 年的 2979 元/台。“量价齐升”也带给公司较为优秀的业绩表现，通用设备制造业务营业收入自上市以来始终保持增长，2018 年该业务板块营业收入同比+15.49%至 27.07 亿元，创公司新高。

图 7：公司通用设备销售量及销售平均单价



资料来源：Wind，左轴：万台；右轴：元/台

图 8：公司通用设备制造业务营业收入情况

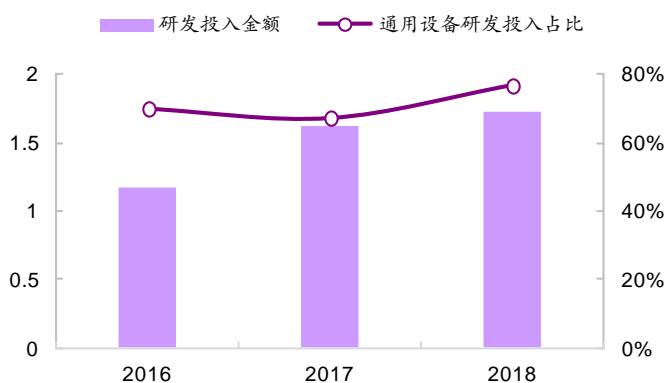


资料来源：Wind，左轴：亿元

**技术研发保障市占率提升，智能化是未来发展方向。**技术研发始终是公司业务拓展的重要依仗，近三年研发投入金额持续增长，在通用设备制造领域的研发投入占比始终保持在 70%左右的高位。通过持续不断的研发投入，公司在暖通、水处理、给排水领域的市占率在 2018 年已分别达 16%/20%/5%。未来公司将以推动制造智能化为主线，进一步提升通用设备制造的智能化水平，通过降本增效的方式实现板块业绩的持续增长。

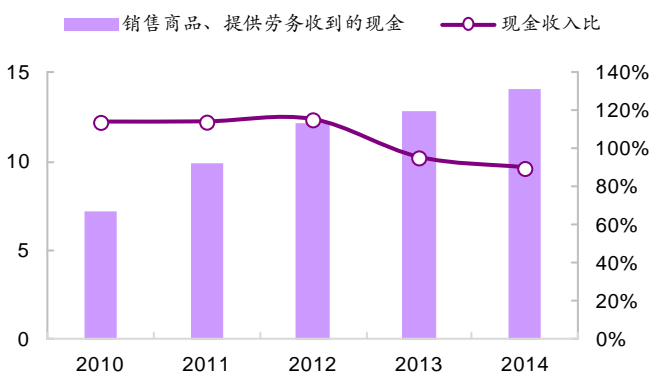
**通用设备制造业务现金流表现优秀，反哺环保业务为公司发展提供保障。**公司通用设备制造业务有着较为优秀的收入变现能力，公司在 2013 年前的现金收入比率保持在近 100%的水平。在 2015 年公司正式转型环保行业后，一方面设备销售可以提供稳健现金流保障环保业务的持续扩张，另一方面由于公司已拥有较为成熟的设备制造技术和充足的产能储备，该领域的资本开支基本不会为其投资支出加重负担，公司可以聚焦于环保业务的开拓和发展。

图 9：公司研发投入情况



资料来源：Wind，左轴：亿元

图 10：公司通用设备制造业务现金流表现优秀



资料来源：Wind，左轴：亿元

公司通用设备制造业务仍将是公司发展的重要基石，我们预计 2019-20 年通用设备销量有望稳定在 2%的增速水平；而随着行业技术的发展和下游用户对价格的敏感性降低，设备平均单价有望以每年 100 元/台的增幅保持增长，

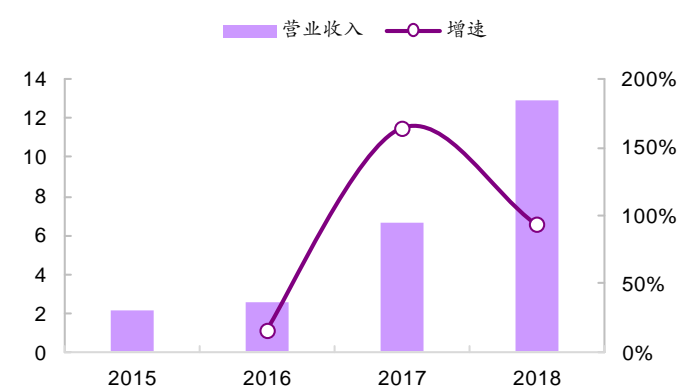
“量价”的同步稳健提升预计将带动板块营业收入在 19-20 年达到 28.74/30.26 亿元，毛利率将稳定在 40%的水平。

### 3、环保业务是成长的源泉

从前期环评/设计到后期施工/运营，水处理行业全产业链布局已成。公司通过收购中咨华宇顺利把握环评和设计等环保前端业务，一方面布局前端设计咨询等高毛利率市场，另一方面利用协同作用成功引流优质项目至后期的施工/运营业务，环保咨询设计与治理板块自完成中咨华宇 100% 股权收购后已连续两年实现营业收入的快速增长。板块内细分领域的营业收入变化也体现出协同作用的巨大优势：公司设计和咨询业务营业收入在保持稳健增长的同时，后端的施工业务在前端项目引流作用下超预期增长，2018 年施工业务营业收入已达 6.55 亿元（同比+629%），占比过半，虽然拉低了板块的毛利率水平，但为营业收入的高增长做出了重要贡献。

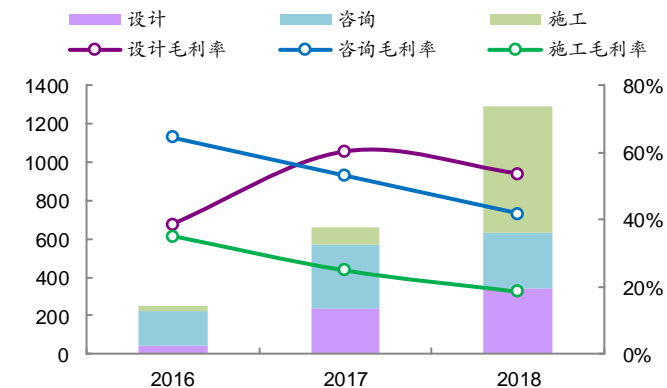
引流作用持续，增速保持稳健增长。公司咨询业务受环评资质管理改革的影响，在 2018 年出现了小幅下滑，但其前端引流作用持续显现，设计和施工业务均维持了快速的增长，随着施工业务在 2018 年的高爆发后回归平稳增长，我们预计 2019-20 年板块的营业收入增速有望维持在 20% 的平稳增长水平，营业收入分别至 15.47/18.56 亿元，毛利率将随施工业务的体量增加而小幅下降，不过有望稳定在 30% 以上的水平。

图 11：环保咨询设计与治理板块营业收入情况



资料来源：Wind，左轴：亿元

图 12：环保咨询设计与治理板块各细分营业收入情况



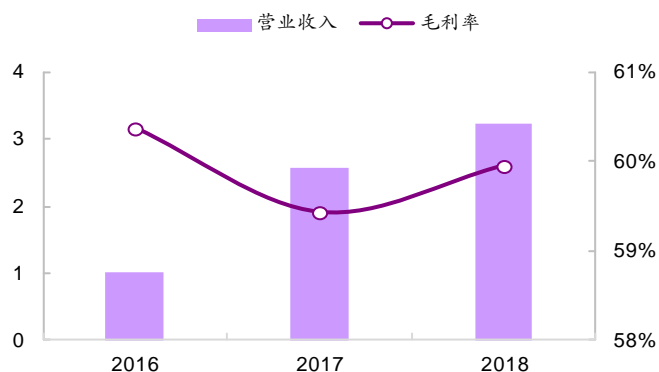
资料来源：Wind，左轴：百万元

危废处理业务则是公司环保运营的核心资产。公司在 2018 年抓住危废行业“量价齐升”的高景气期，通过收购危废处置企业金泰莱成功切入该领域。作为公司环保运营核心资产的危废处置业务在 2018 年表现亮眼，全年累计处理危废 11.87 万吨，危废处置资质增加，市场开拓力度不减，一方面较好地弥补了“业务减法”（金山环保股权转让）带来的业绩损失，另一方面也实现了“由重到轻”（污水污泥处理重资产到设计咨询、运营等轻资产）的转型。

金泰莱作为华东地区领先的危废处置企业，2016-18 年营业收入快速增长，毛利率维持高位，2018 年全年公司焚烧/废包装物的处理单价维持在

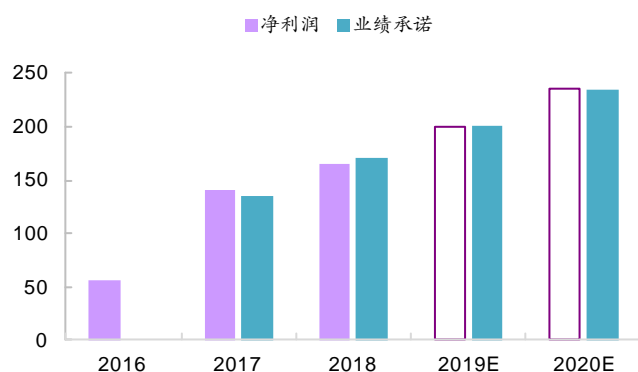
5000/4000 元/吨以上的高位，综合处置利用和焚烧产能利用率分别达 81.17%/100%（废包装物产能利用率相对较低，为 9.66%），处理量的持续增长和处理价格的高企保障了金泰莱 2017-18 年两年累计承诺业绩达成率为 100.18%。未来，随着响水事故、第二轮中央环保督察等事件的催化，环保执法和制度完善仍将推动危废处置需求释放，金泰莱完成 19/20 年 2/2.35 亿元的业绩承诺可期。

图 13：金泰莱营业收入情况



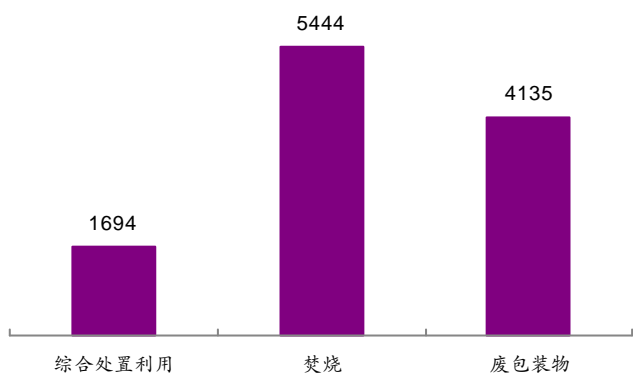
资料来源：Wind，左轴：亿元

图 14：金泰莱归母净利润情况及业绩承诺



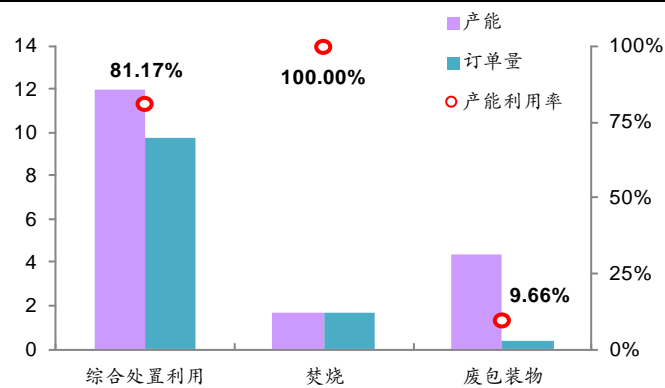
资料来源：Wind，单位：百万元

图 15：2018 年金泰莱各类危废处理单价（不含税）



资料来源：Wind，单位：元/吨

图 16：2018 年金泰莱各类危废产能及利用率情况



资料来源：Wind，左轴：万吨

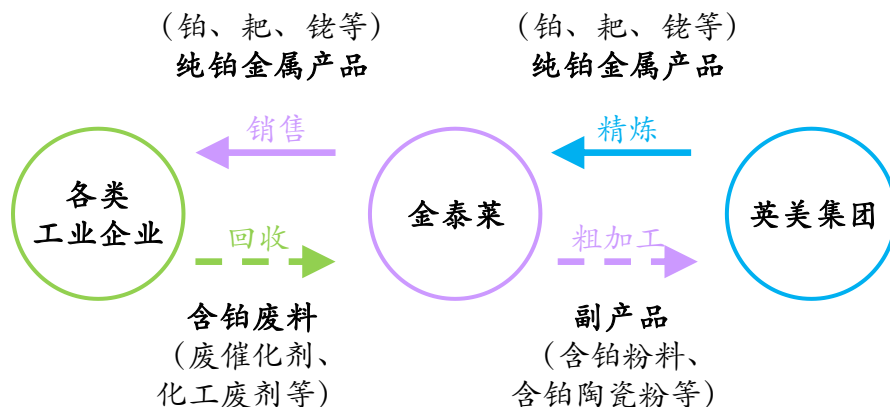
## 4、贵金属资源再生利用是公司新的“掌上明珠”

### 4.1、投资项目情况简介

公司于 2019 年 4 月 28 日公告，拟投资 7000 万元用于含铂族金属废催化剂资源综合利用项目（另投资 1 亿元用于对现有生产工艺设备进行提升改造），初步核定规模为铂族金属（铂、钯、铑、钌、铱）20 吨/年。公司目前的废催化剂处置能力已达 1.1 万吨/年，该项目实施后，公司可通过开展含铂族金属废催化剂的处理，实现含铂族金属的提炼及相关产品的销售，进一步提升公司在再生资源领域的盈利水平。

公司随后于 2019 年 5 月 27 日公告,金泰莱已与英美资源集团股份有限公司达成战略合作关系,通过金泰莱在国内收集含铂废料(废催化剂、化工废剂等),通过工艺将其加工成副产品(含铂粉料及含铂陶瓷粉等)发给英美能源进行精炼,英美能源再返还铂、钯、铑等纯贵金属给金泰莱供其销售。双方已利用金泰莱现有设施进行了首单试运行,10 吨的副产品物料经过英美集团精炼后共产出 20 千克纯铂金属产品(3kg 铂,16kg 钯,1kg 铑)。

图 17: 双方合作流程

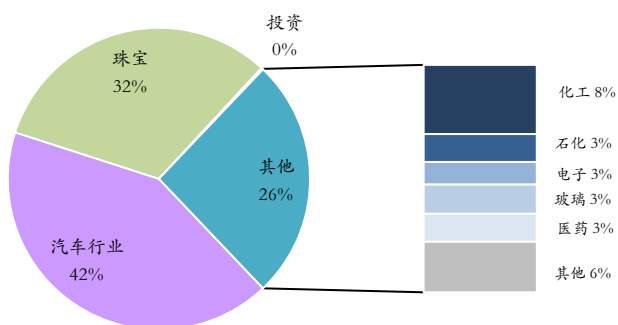


资料来源:公司公告,光大证券研究所整理

## 4.2、铂族金属再生利用有望为公司提供显著业绩增量

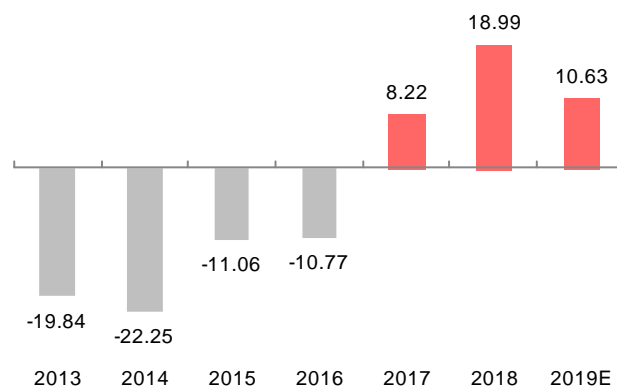
为什么是铂族金属?铂族金属重要性、稀有度高,且对中国而言属于稀缺资源。铂族金属包括铂、钯、铑、铱、钌、铇等六种金属元素,作为贵金属的一种,在全球范围内资源较为珍惜,且在多种高科技领域有着较为重要的作用。以铂金为例,全球铂金主要应用于汽车行业、珠宝、以及化工、石化、电子等工业领域,2018 年汽车行业铂金使用量约为 88 吨(占比 42%),主要作为汽车尾气净化中的催化剂使用;珠宝首饰行业铂金使用量约为 66 吨(占比 32%),工业领域(化工、石化、电子、医药、玻璃等)使用量约为 54 吨(占比 26%)。从全球角度来看,铂金供给自 2017 年起相对富裕,虽然产量方面总体持平或小幅减少,但再生资源回收和供给的持续增加使得铂金的整体供需相对稳定。

图 18: 全球铂金各行业需求情况 (2018 年)



资料来源:WPIC,光大证券研究所整理

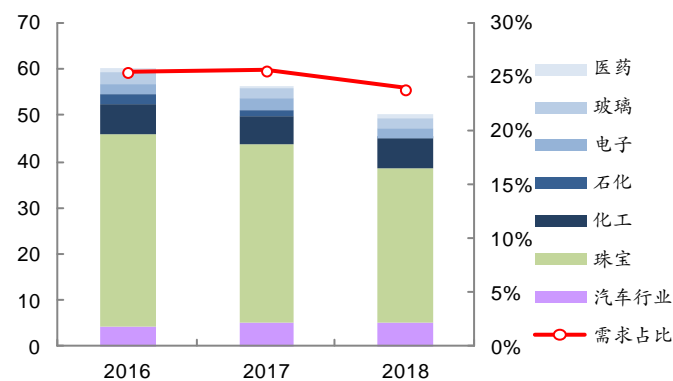
图 19: 铂金历史供需情况及 2019 年预测



资料来源:WPIC,单位:吨

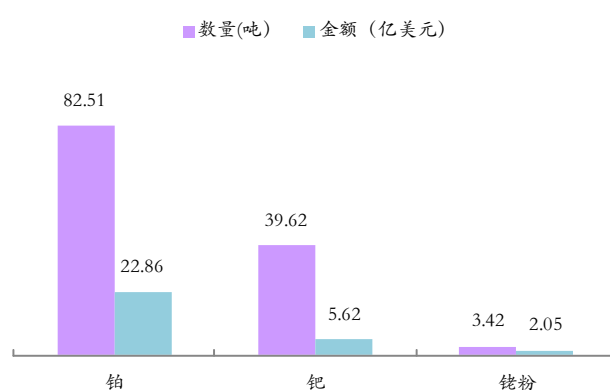
虽然全球铂金供需相对富裕，但对中国而言，铂金始终是十分重要的稀缺资源。需求方面，我国的铂金需求始终维持在 50 吨以上的高位，占全球铂金需求的比重维持在 20% 以上，珠宝行业是主要的需求方向；供给方面，我国铂金供应几乎全部依赖进口，根据海关总署的统计数据，2018 年我国有多达 80 吨的铂金进口，总金额达近 23 亿美元；我国同样也是其他铂族金属如钯、铑等的进口国，2018 年的进口数量和金额高企。

图 20：我国铂金各行业需求及需求在全球的占比



资料来源：WPIC，左轴：吨

图 21：我国 2018 年铂、钯、铑粉进口情况



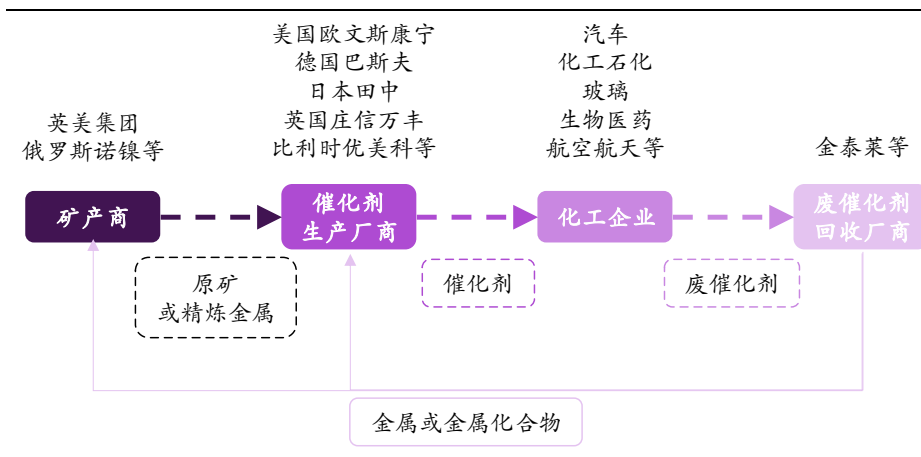
资料来源：Wind

**回收利用有望成为未来重要的铂族金属供给增量。**在全球范围内，铂族金属回收再利用是除矿山生产外，铂族金属另一重要的供给来源，但我国的铂族金属再生资源回收情况并不理想。由于铂族金属在工业端（汽车、石化等）多作为催化剂使用，所以其生产过程中并不会被消耗，一条成熟的铂族产业链（工业市场）一般是从上游的矿山开采到中游的生产厂商加工制成催化剂，到下游的各类工业企业在其生产过程中使用直至失去活性成为废催化剂，再到末端的废催化剂回收厂商通过各类化学沉淀、离子交换等方法对废催化剂中的各类铂族金属进行回收，回收后的金属或金属化合物重新回到催化剂生产厂商进行二次加工形成闭环。

**上述的铂族金属产业链在我国并没有被很好的打通利用，**主要原因有三点：**一是**上游的矿山开采和下游的催化剂生产几乎全部被外国企业所垄断，资源和研发技术两重门槛使得铂族金属无法顺利流通；**二是**废催化剂的回收体系建立尚不完善，废催化剂回收价格波动大且回收难度较高；**三是**废催化剂在我国属于危险废物，需持专业牌照经营，目前产能供给较为不足。



图 22：铂族金属产业链（工业市场）



资料来源：光大证券研究所

金泰莱和英美集团的合作较好地解决了上述问题，有望成功打通铂族金属回收利用产业链。第一，和英美集团的合作有效打通和上/中游的资源流通。英美集团作为全球领先的铂族金属矿产商和精炼商，2018年精炼铂金产量达68.11吨，占全球铂金精炼产量的39.29%（全球2018年产量为173.36吨）。金泰莱和英美集团的合作，一方面可以通过英美集团的技术能力实现回收副产品（含铂粉料等）的精炼，获得纯铂族金属产品；另一方面可以借助英美集团的资源平台打通与中游催化剂生产商的销售渠道。第二，金泰莱本身有着较为成熟的危废回收体系和渠道，可较好的实现废催化剂的回收。第三，按照首单试运行10吨副产品物料获得20千克纯铂族金属的比例，以及20吨/年的铂族金属产量，公司需要的副产品物料为1万吨/年，而公司目前的废催化剂处置能力已达1.1万吨/年，现有处置产能可保障铂族金属的产出。

本次投资能给公司带来什么？营业收入的翻倍增长和全新商业模式的开发。

按照公司首单试运行10吨副产品产出的20kg铂族金属产品（3kg铂，16kg钯，1kg铑）数量，以及英美集团公布的2018年铂族金属平均市场价格（铂31.04美元/克、钯36.30美元/克、铑78.10美元/克）计算，公司首单试运行的铂族金属产品价格可达75.20万美元；如果本项目可以满足负荷运转，则20吨铂族金属每年为公司带来的营业收入增量有望达到49.76亿元（按2018年人民币对美元平均汇率6.6174换算），将使得公司的营业收入实现翻倍增长。

另一方面，公司有望借助本次与英美集团的良好合作，切入全球铂族金属产业链，同时学习并掌握全球铂族金属领先水平的精炼能力，从而建立全面的铂族金属销售和研发团队，进一步打通国内铂族金属循环利用产业链并实现成熟商业模式的引入和借鉴，未来该业务板块有望成为公司重要的发展方向，并带给公司新的业绩增量。

## 5、投资建议

由于公司的铂族金属资源再生利用项目尚未正式投入运行，其商业模式和废催化剂的回收仍有一定的不确定性，审慎起见暂不考虑该项业务对公司带来的业绩增量；而公司的生产工艺设备提升改造项目（将危废处置尾渣从原先的1000元/吨处置成本优化为可作为建材添加剂进行销售）有望于年内投产，将有效降低金泰莱的生产成本，提升危废处置项目毛利率，因此我们上调盈利预测，预计公司19-21年归母净利润分别为5.63/6.64/7.82亿元（前值为5.42/6.51/7.73亿元），对应EPS为0.29/0.35/0.41元，当前股价对应19年PE为14倍。公司不锈钢离心泵龙头地位稳固，国资入主有望进一步增强公司环保业务未来盈利能力，业绩安全垫确定性强；而铂族金属再生资源项目如能顺利实施将显著增厚公司业绩。公司目前估值水平在行业内处于低位，业绩弹性较强，上调至“买入”评级。

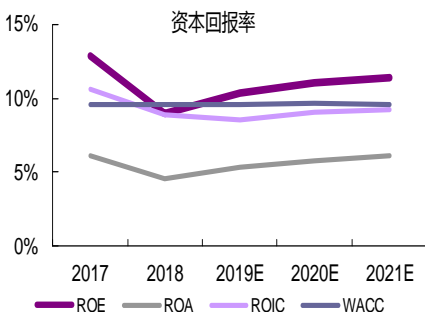
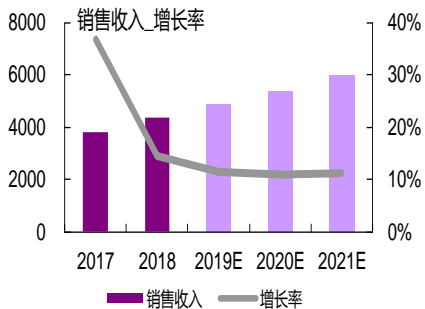
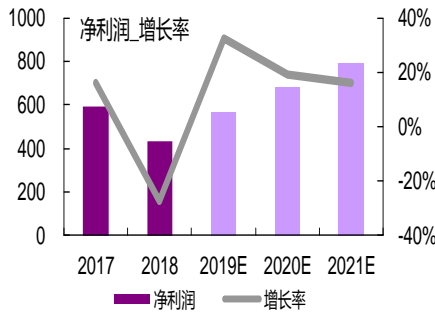
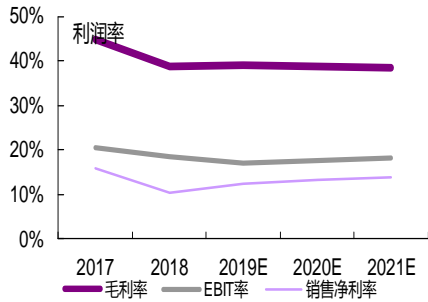
表1：环保公司估值比较

公司名称	收盘价(元)	EPS(元)				PE(X)				CAGR	PEG(2018)	市值(亿元)
	2019/6/10	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E			
久吾高科	18.00	0.54	0.59	0.75	0.83	34	31	24	22	15.69%	1.94	19.00
环能科技	4.85	0.21	0.23	0.26	0.29	23	21	19	17	11.72%	1.80	32.79
碧水源	7.55	0.40	0.53	0.62	0.62	19	14	12	12	15.73%	0.91	237.86
平均值						25	22	18	17	14%	1.55	
中金环境	4.24	0.22	0.29	0.35	0.41	19	14	12	10	22.01%	0.66	81.55

资料来源：中金环境数据为光大证券研究所预测，其余为Wind及Wind一致性预期数据

## 6、风险提示

市场竞争加剧导致传统水泵销量、危废处置量低于预期；  
 环保政策执行力度低于预期导致公司订单释放慢于预期；  
 公司技改项目进度不及预期等。



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>3,815</b>	<b>4,363</b>	<b>4,857</b>	<b>5,394</b>	<b>6,000</b>
营业成本	2,111	2,680	2,960	3,306	3,692
折旧和摊销	99	128	256	302	347
营业税费	41	45	49	54	60
销售费用	325	409	457	496	540
管理费用	454	323	544	566	600
财务费用	84	122	157	165	164
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	-8	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>721</b>	<b>537</b>	<b>670</b>	<b>785</b>	<b>919</b>
<b>利润总额</b>	<b>721</b>	<b>537</b>	<b>699</b>	<b>824</b>	<b>968</b>
少数股东损益	9	18	24	28	32
<b>归属母公司净利润</b>	<b>591</b>	<b>430</b>	<b>563</b>	<b>664</b>	<b>782</b>

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>总资产</b>	<b>9,865</b>	<b>9,883</b>	<b>10,994</b>	<b>12,093</b>	<b>13,197</b>
流动资产	4,760	3,378	3,781	4,180	4,629
货币资金	1,022	814	971	1,079	1,200
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	858	1,302	1,453	1,614	1,795
应收票据	36	105	97	108	120
其他应收款	220	227	243	270	300
存货	570	654	730	816	913
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	3	3	3
长期投资	0	5	5	5	5
固定资产	764	1,127	1,404	1,668	1,914
无形资产	1,174	1,907	2,299	2,672	3,025
<b>总负债</b>	<b>5,151</b>	<b>4,974</b>	<b>5,387</b>	<b>5,794</b>	<b>6,084</b>
无息负债	3,458	2,335	2,642	3,014	3,360
有息负债	1,693	2,639	2,745	2,779	2,724
<b>股东权益</b>	<b>4,714</b>	<b>4,909</b>	<b>5,607</b>	<b>6,300</b>	<b>7,113</b>
股本	1,202	1,923	1,923	1,923	1,923
公积金	1,732	969	1,025	1,092	1,170
未分配利润	1,661	2,005	2,512	3,110	3,813
少数股东权益	109	108	132	160	192

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>767</b>	<b>682</b>	<b>1,059</b>	<b>1,227</b>	<b>1,328</b>
净利润	591	430	563	664	782
折旧摊销	99	128	256	302	347
净营运资金增加	92	102	47	37	116
其他	-14	22	193	224	83
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-1,216</b>	<b>-1,046</b>	<b>-972</b>	<b>-1,000</b>	<b>-1,000</b>
净资本支出	-872	-636	-1,000	-1,000	-1,000
长期投资变化	0	5	0	0	0
其他资产变化	-344	-415	28	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>708</b>	<b>135</b>	<b>71</b>	<b>-120</b>	<b>-206</b>
股本变化	534	721	0	0	0
债务净变化	311	947	106	34	-55
无息负债变化	1,678	-1,124	307	373	345
<b>净现金流</b>	<b>244</b>	<b>-227</b>	<b>157</b>	<b>107</b>	<b>121</b>

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	36.72%	14.36%	11.34%	11.05%	11.23%
净利润增长率	15.83%	-27.17%	30.93%	17.93%	17.64%
EBITDA 增长率	25.21%	6.10%	15.72%	15.56%	14.26%
EBIT 增长率	26.74%	3.14%	2.31%	14.88%	14.03%
<b>估值指标</b>					
PE	14	19	14	12	10
PB	2	2	1	1	1
EV/EBITDA	8	12	10	9	8
EV/EBIT	9	14	13	12	10
EV/NOPLAT	10	16	16	14	12
EV/Sales	2	3	2	2	2
EV/IC	1	1	1	1	1
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	44.67%	38.56%	39.06%	38.71%	38.46%
EBITDA 率	23.13%	21.45%	22.30%	23.20%	23.84%
EBIT 率	20.54%	18.52%	17.02%	17.61%	18.05%
税前净利润率	18.89%	12.30%	14.39%	15.28%	16.14%
税后净利润率 (归属母公司)	15.49%	9.86%	11.60%	12.32%	13.03%
ROA	6.08%	4.54%	5.34%	5.73%	6.16%
ROE (归属母公司) (摊薄)	12.83%	8.96%	10.29%	10.82%	11.29%
经营性 ROIC	10.64%	8.92%	8.32%	8.80%	9.26%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	1.04	0.89	1.00	1.11	1.26
速动比率	0.91	0.72	0.81	0.89	1.02
归属母公司权益/有息债务	2.72	1.82	1.99	2.21	2.54
有形资产/有息债务	4.21	1.88	2.07	2.31	2.63
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	0.31	0.22	0.29	0.35	0.41
每股红利	0.03	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.40	0.35	0.55	0.64	0.69
每股自由现金流(FCFF)	-0.06	0.08	-0.04	0.04	0.09
每股净资产	2.39	2.50	2.85	3.19	3.60
每股销售收入	1.98	2.27	2.53	2.80	3.12

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明:** A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 也不, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼