

2016 年 11 月 02 日

津膜科技 (300334.SZ)

定增收购，“膜王”起航

■专注于膜产品和膜工程的龙头企业：公司是一家拥有膜产品研发、生产、膜设备制造、膜应用工程设计施工和运营服务完整产业链的高科技企业。公司成立于 1974 年，2012 年上市，膜工程是公司主导业务。2009~2016 营业收入及净利润年均复合增速分别达到 36%和 17%。

■膜法水资源化千亿市场，公司四大优势打造“膜王”：根据我国膜协会的数据统计，2010 年我国膜市场的价值约在 320 亿左右。年均增长率在 25%~30%之间。经过测算，我们预计到 2020 年膜法水资源化市场将突破 2900 亿元。公司扎根行业 40 多年，具备四大优势：1、技术雄厚，拥有完整的膜技术体系，多次承担国家重要课题；2、产业链完备，从膜产品研发到膜方案解决；3、项目经验丰富，公司在市政污水等几大领域积累了大量的经验；4、公司知名度高，品牌优势明显，全国水业设备满意度指数用户调查报告显示，公司多项打分名列前二。

■借 PPP 东风，公司迎来大发展：根据财政部 PPP 项目信息库数据，截止至 9 月末，财政部 PPP 项目库入库项目数为 10471 个，投资总额 12.46 万亿元。其中进入执行库（包括执行、移交、采购）项目数占入库总数比例为 26%。在 PPP 东风下，环保上市公司纷纷迎来大发展，订单数量急剧增多，其中水处理、固废处理、水务公司订单足，金额高。津膜科技从 2015 年开始，公司陆续签订 PPP 订单，总额 8 亿元。在今后的 PPP 大潮中，公司将迎来大发展。

■外延并购，完善业务，补齐短板：公司于今年 9 月底发布定增方案，拟以发股（15.22 元/股发行 7284 万股）加现金的方式收购收购江苏凯米 100%和金桥水科 100%股权，其中凯米对价 10 亿元（股份对价 7.5 亿元、现金 2.5 亿元）、金桥对价 4.2 亿元（股份对价 3.6 亿元、现金对价 0.6 亿元）。此外，还将以 15.22 元/股向高新投、河北建投水务、建信天然、景德镇润信昌南发行不超过 2484 万股，募集不超过 3.8 亿元。江苏凯米以管式膜、陶瓷膜等膜组件为主，深耕渗滤液、工业废水等领域；而金桥水科是西北地区大型水务集团，从事工程总承包业务。津膜科技收购他们后不仅能完善公司的膜技术，进一步开拓膜应用领域细分市场，还能补齐公司资质的短板，为进一步开拓膜工程业务打下基础。另外，配套资金认购方的高新投、河北建投水务等资源丰富的，有望更好帮助公司获取相关 PPP 订单。

■小市值大弹性：公司是 A 股同类型公司中市值最小的，属于典型的高弹性品种，外延并购&PPP 订单背景下，后续发展有望超预期。

■投资建议：公司是膜技术领域领先者，通过并购后不仅进一步优化现有膜技术，还补齐工程资质，未来的 PPP 订单值得期待。预计 2016-2018 年 EPS 为 0.23、0.57、0.88 元，对应 PE 为 78X、32X、20X，公司市值小，弹性大，后续订单或超预期，维持“买入-A”的投

公司深度分析

证券研究报告

其他专用机械

投资评级 买入-A

维持评级

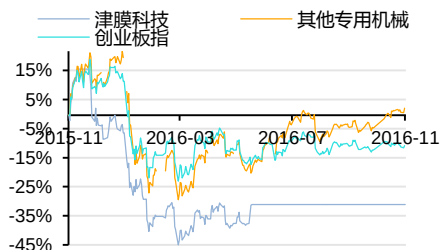
6 个月目标价：25.00 元

股价 (2016-11-02) 18.03 元

交易数据

总市值 (百万元)	4,976.96
流通市值 (百万元)	4,682.05
总股本 (百万股)	276.04
流通股本 (百万股)	259.68
12 个月价格区间	14.43/30.16 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.23	-3.68	-19.37
绝对收益	0.0	0.0	-31.55

邵琳琳

分析师

SAC 执业证书编号：S1450513080002
shaoll@essence.com.cn
021-35082107

杨心成

分析师

SAC 执业证书编号：S1450516080003
yangxc@essence.com.cn
0755-82551402

相关报告

津膜科技：工程类业务拖累业绩，依旧看好公司

2015-08-25

资评级，6 个月目标价 25 元。

■风险提示：收购风险，工程项目进度不及预期。

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	524.5	604.6	695.3	1,529.7	2,294.5
净利润	85.4	52.9	63.7	213.0	329.6
每股收益(元)	0.31	0.19	0.23	0.57	0.88
每股净资产(元)	3.10	4.65	4.86	4.36	5.91

盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	58.3	94.1	78.1	31.6	20.4
市净率(倍)	5.8	3.9	3.7	4.1	3.1
净利润率	16.3%	8.7%	9.2%	13.9%	14.4%
净资产收益率	10.0%	4.1%	4.7%	13.1%	14.9%
股息收益率	0.2%	0.1%	0.1%	0.3%	0.5%
ROIC	15.2%	5.6%	6.2%	16.0%	12.5%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

目录

1. 公司概况：扎根天津，辐射全国的膜产品和膜技术行业龙头	5
1.1. 公司简介：专注于膜产品和膜工程的龙头企业	5
1.2. 公司主营业务收入稳步增长，膜工程业务占主导地位	5
1.3. 公司股权结构	6
2. 膜法水资源化千亿市场，公司四大优势打造“膜王”	7
2.1. 膜法水资源化市场空间测算	7
2.2. 技术领先，产业链完善，公司力争成为“膜王”	7
2.2.1. 公司技术雄厚	7
2.2.1.1. 拥有完整的膜技术体系	7
2.2.1.2. 承担多项国家和省部级项目	8
2.2.1.3. 研发投入巨大	8
2.2.2. 产品和服务涵盖完整产业链	8
2.2.2.1. 膜应用工艺与其他工艺的耦合拓宽了公司膜产品的应用范围	9
2.2.2.2. 公司作为组件销售商与方案提供商，有助于加强公司的经营	9
2.2.3. 丰富的项目实施经验	10
2.2.4. 公司知名度高，品牌优势明显	10
2.2.4.1. 公司膜组件产品性价比、售后服务排名国内第一	10
2.2.4.2. 公司膜组件产品综合满意度与知名度排名第二	10
3. PPP 背景下，公司将迎来大发展	11
3.1. 财政部连续两道文推荐 PPP 发展	11
3.2. PPP 落地加速趋势明确，环保公司迎来春天	11
3.3. 环保上市公司 PPP 订单显著增加	14
3.4. 公司逐步布局 PPP，未来发展值得期待	15
4. 收购两家水处理标的，获取资质、延伸产业链	15
4.1. 高新投资参与定增，增强公司拿单与融资能力	16
4.2. 延伸产业链，收购江苏凯米	17
4.3. 补齐资质短板，收购金桥水科	18
5. 小市值大弹性	19
6. 投资建议及风险提示	20

图表目录

图 1：公司发展历程	5
图 2：公司 2009-2016 上半年收入及净利润增长情况	6
图 3：公司 2015 年营业收入构成图：膜工程业务超过 70%	6
图 4：公司 2015 年毛利构成图	6
图 5：膜法水资源化产业链	9
图 6：膜组件性价比满意度指数前五名	10
图 7：膜组件服务满意度指数前五名	10
图 8：膜组件综合满意度指数前五名品牌	11
图 9：品牌知名度指数前五名列表	11
图 10：1 月末、3 月末、6 月末、9 月末示范项目数对比（个）	12

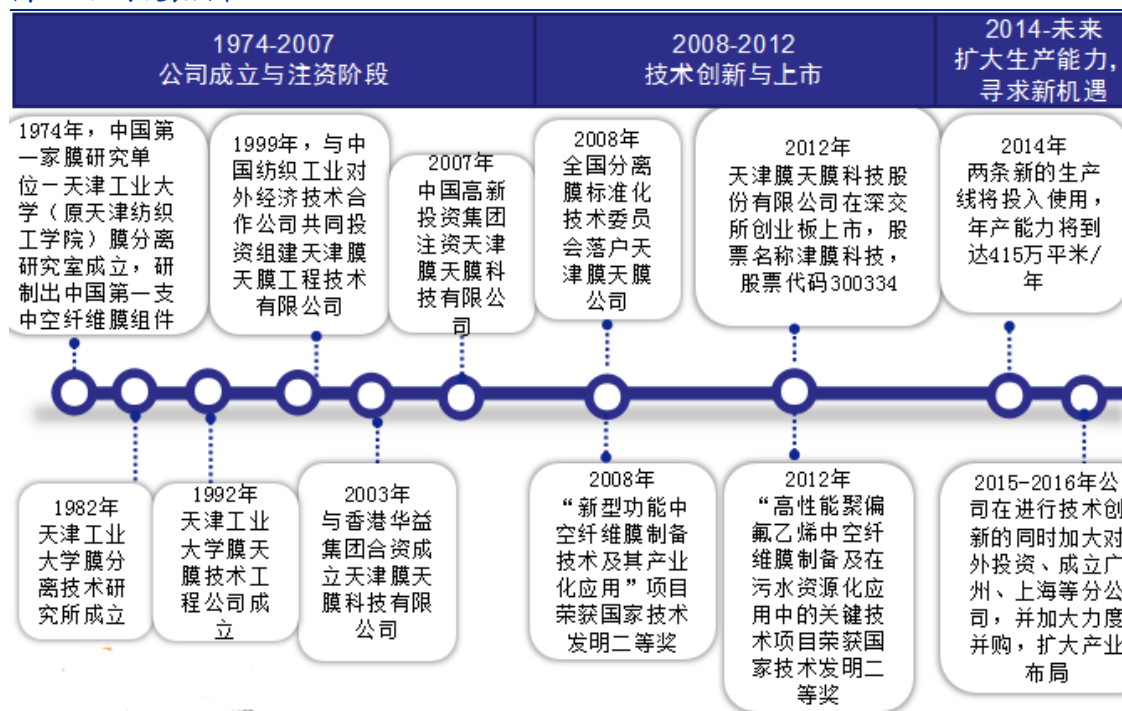
图 11: 1 月末、3 月末、6 月末、9 月末示范项目投资对比 (亿元)	12
图 12: 两批示范项目落地率变化	12
图 13: 9 月末落地示范项目行业分布	13
图 14: 9 月末入库项目数按回报机制分布	13
图 15: 9 月末入库项目数按回报机制分布	13
图 16: 9 月末与 6 月末付费机制对比	14
图 17: 水处理公司订单金额 (亿元)	14
图 18: 固废处理公司订单金额 (亿元)	14
图 19: 水务公司订单金额 (亿元)	15
图 20: 大气治理、监测、供热等公司订单金额 (亿元)	15
图 21: 江苏凯米与金桥水科净利润承诺 (万元)	16
图 22: 中国高新投资集团旗下资产	17
图 23: 江苏凯米近年来营业收入 (万元)	18
表 1: 前十大股东信息	7
表 2: 膜法水资源化应用技术各种工艺特点比较表	7
表 3: 公司承担课题	8
表 4: 公司业务领域实施业绩	10
表 5: 公司 PPP 项目	15
表 6: 公司收购江苏凯米 100% 股权, 金桥水科 100% 股权	15
表 7: 公司拟以增发的方式募集配套资金 3.78 亿元	16
表 8: 本次非公开发发行前后公司股权结构变化	16
表 9: 江苏凯米产品的主要应用行业	18
表 10: 金桥水科资质证书	19
表 11: 水处理上市公司市值对比	19

1. 公司概况：扎根天津，辐射全国的膜产品和膜技术行业龙头

1.1. 公司简介：专注于膜产品和膜工程的龙头企业

天津膜天膜科技股份有限公司是一家拥有膜产品研发、生产、膜设备制造、膜应用工程设计施工和运营服务完整产业链的高科技企业，其前身为 1974 年成立的天津工业大学膜分离研究所。作为中国第一支中空纤维膜组件诞生地，公司已服务市政给水和污水处理及回用、工业给水和废水处理与回用、海水淡化、饮用水净化、生物制药净化、浓缩及分离处理等多个领域。截至 2013 年底，公司产品和设备日处理规模累计已达 350 万吨。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网,招股说明书，公司公告，安信证券研究中心

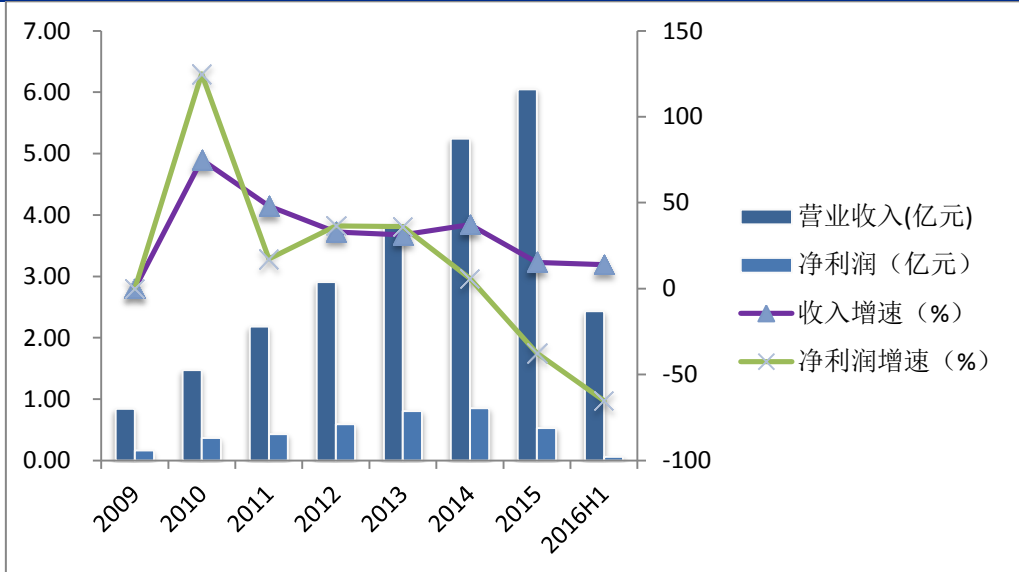
公司以天津市场为根基，将业务范围拓展到华北、华东、西北并逐步进入全国市场。膜工程、膜产品销售在公司 15 年总营收中占比分别为 72%、25%。其中连续膜过滤（CMF）技术的处理规模为 20.2 万吨/天，膜生物反应器（MBR）的处理规模为 4.4 万吨/天，浸没式膜过滤（SMF）的处理规模为 15.3 万吨，双向流技术（TWF）的处理规模为 620 吨/天。

1.2. 公司主营业务收入稳步增长，膜工程业务占主导地位

公司 2016 年上半年营业收入为 2.4 亿元，同比增长 14.0%，主要系环保政策利好，公司收入结构调整，膜产品收入增长所致；净利润为 576 万元，同比下降 65.13%，主要是工程业务确认滞后所致。

受益于近几年中国环保政策的趋严，2009~2016 营业收入及净利润年均复合增速分别达到 36%和 17%。

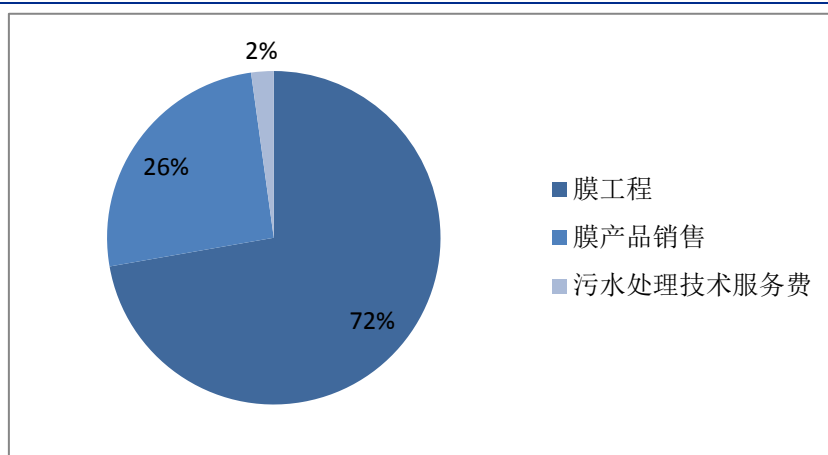
图 2：公司 2009-2016 上半年收入及净利润增长情况



资料来源：wind，安信证券研究中心

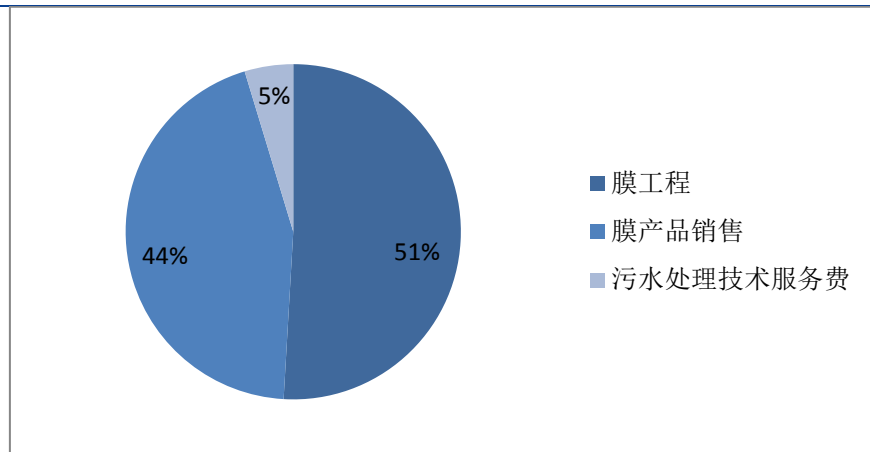
从收入结构来看，膜工程业务是最为主要的收入来源，2015 年收入占比超过 70%，市膜产品销售占比在 13.2%。公司毛利贡献膜工程超过 50%，膜产品销售贡献超过 40%。

图 3：公司 2015 年营业收入构成图：膜工程业务超过 70%



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 4：公司 2015 年毛利构成图



资料来源：wind，安信证券研究中心

1.3. 公司股权结构

公司现为国有企业，国有法人股东为天津膜工程技术有限公司、高新投资发展有限公司、中国纺织工业对外经济技术合作公司和中央汇金资产管理有限责任公司，国有法人持股比例为40.6%，其中持股比例最高的为天津膜工程技术有限公司，其持股 6400 万股，占总股本的23.2%。

表 1：前十大股东信息

序号	股东名称	持股数量(万股)	持股比例 (%)
1	天津膜工程技术有限公司	6400	23.19
2	华益科技国际（英属维尔京群岛）有限公司	4309	15.61
3	高新投资发展有限公司	3930	14.24
4	中国纺织工业对外经济技术合作公司	590	2.14
5	中国工商银行股份有限公司——泓德泓富灵活配置混合型证券投资基金	584	2.12
6	中国民生银行股份有限公司——华商领先企业混合型证券投资基金	300	1.09
7	中央汇金资产管理有限责任公司	292	1.06
8	中国农业银行——长城安心回报混合型证券投资基金	200	0.72
9	交通银行股份有限公司——长信量化先锋混合型证券投资基金	168	0.61
10	李新民	165	0.60
总计		16938	61.38

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2. 膜法水资源化千亿市场，公司四大优势打造“膜王”

2.1. 膜法水资源化市场空间测算

从 2000 年以后，膜技术在水资源化领域的应用取得了令人瞩目的飞速发展，根据 2005 年我国膜市场的统计数据，应用于水处理和水回用领域的膜占到 90% 以上。2005 年到 2010 年，膜技术在我国水资源化领域的应用范围从工业废水领域逐步拓展到大型市政供水、大型市政污水以及海水淡化领域。膜工业协会对我国膜市场的预测，我国膜市场的年均增长率约 25% 至 30% 之间。根据我国膜协会的数据统计，2010 年我国膜市场的价值约在 320 亿左右。预计到 2020 年，我国膜法水资源化市场空间将突破 2900 亿。

2.2. 技术领先，产业链完善，公司力争成为“膜王”

2.2.1. 公司技术雄厚

公司是国内少数具有国际竞争力的超、微滤膜及膜组件的研发、生产商及专业膜法水资源化整体解决方案提供商。公司在系列化膜技术研究与应用方面（膜及膜组件制造技术与膜应用工艺技术）具有较强的竞争力，技术、研发实力雄厚，具体表现为：

2.2.1.1. 拥有完整的膜技术体系

公司拥有完整的膜制造和膜应用技术体系，包括：系列化的配方技术和纺丝技术（溶液纺丝、熔融纺丝、涂覆纺丝）、系列化的膜应用工艺技术（CMF、SMF、MBR、TWF）以及上述工艺技术的耦合技术。公司可以针对不同膜应用工艺及应用领域的需要，生产出适宜的膜及膜组件，形成系列化的膜组件产品；可以针对客户的来水情况及出水要求，提供系列化的膜应用工艺选择，形成系列化的膜法水资源化解决方案。

表 2：膜法水资源化应用技术各种工艺特点比较表

项目	CMF	SMF	MBR
处理水类型	污水厂或预处理后达标排放尾水、地表水、地下水、海水	污水厂或预处理后达标排放尾水、地表水、地下水、海水	市政污水、工业污水
用途	污水、废水处理及回用、给水净化、海水淡化预处理	污水、废水处理及回用给水处理、海水淡化预处理	污水、废水处理及回用

与反渗透的耦合	成熟	成熟	有风险
膜设计通量	40-100L/m ² .h	40-100L/m ² .h	10-30L/m ² .h
处理效果	SDI 3, NTU 0.2	SDI 3, NTU 0.2	SDI 3, NTU 0.5
曝气方式	短时间间断曝气	短时间间断曝气	连续曝气
清洗方式	反洗、气水双洗	反洗、气水双洗	反洗/化学浸泡
膜系统吨水能耗	<0.2 KW.h	<0.05KW.h	0.3-0.4 KW.h
吨水投资成本	200-500 元/吨.天	200-500 元/吨.天	700-1200 元/吨.天
产水方式	正压（内压/外压）	负压抽吸/重力流	负压抽吸/重力流
过滤方式	错流过滤/死端过滤	静压过滤	湍流过滤
组件放置方式	外置式	浸没式	浸没式

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

通过自主创新与技术转让，公司已获得 14 项发明专利、7 项实用新型专利、2 项外观设计专利的授权，另有 6 项发明专利正处于申请阶段，同时公司还拥有多项非专利技术，研发成果丰硕。

公司研发的产品和研究项目先后获得“2008 年度国家技术发明二等奖”、“国家康居示范工程选用部品与产品”、“国家重点新产品”、“天津市自主创新产品”、“2009 全国十佳膜法水处理应用案例”、“天津市 2008 年度技术创新优秀项目二等奖”、“天津市滨海新区科技进步一等奖”等多项荣誉称号。

2.2.1.2. 承担多项国家和省部级项目

公司是国家“863”计划“高性能聚烯烃中空纤维超/微滤膜制备关键技术”项目具体实施单位之一；公司承担了较多国家和省部级技术研究项目和产业化项目，部分课题具体情况如下：

表 3：公司承担课题

序号	项目名称	项目性质
1	高性能聚烯烃中空纤维超/微滤膜制备关键技术	国家“863”计划项目
2	加强型中空纤维帘式膜组件 MTM-FP-AII	国家重点新产品计划项目
3	高抗污染中空纤维膜	国家“火炬计划”项目
4	水处理关键设备——高耐污染中空纤维膜装置系统 产业化	财政部产业技术成果转化项目
5	高性能分离膜开发及产业化	天津市 20 项自主创新产业化重大项目
6	污水处理及资源化技术集成应用及装备产业化	天津市新一批自主创新产业化重大项目
7	膜工程技术标准化研究及装备产业化	天津市科技创新专项资金项目
8	高强度帘式膜及其生产线的研制	天津市技术创新重点项目
9	PVDF 中空纤维膜共混熔融纺丝工艺研究	天津市科技攻关计划重点科技攻关专项项目
10	特大自然灾害安全饮用水系列成套装备研发	天津市科技支撑计划重点项目
11	PVDF 膜组件及成套装备产业化	住房和城乡建设部

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

2.2.1.3. 研发投入巨大

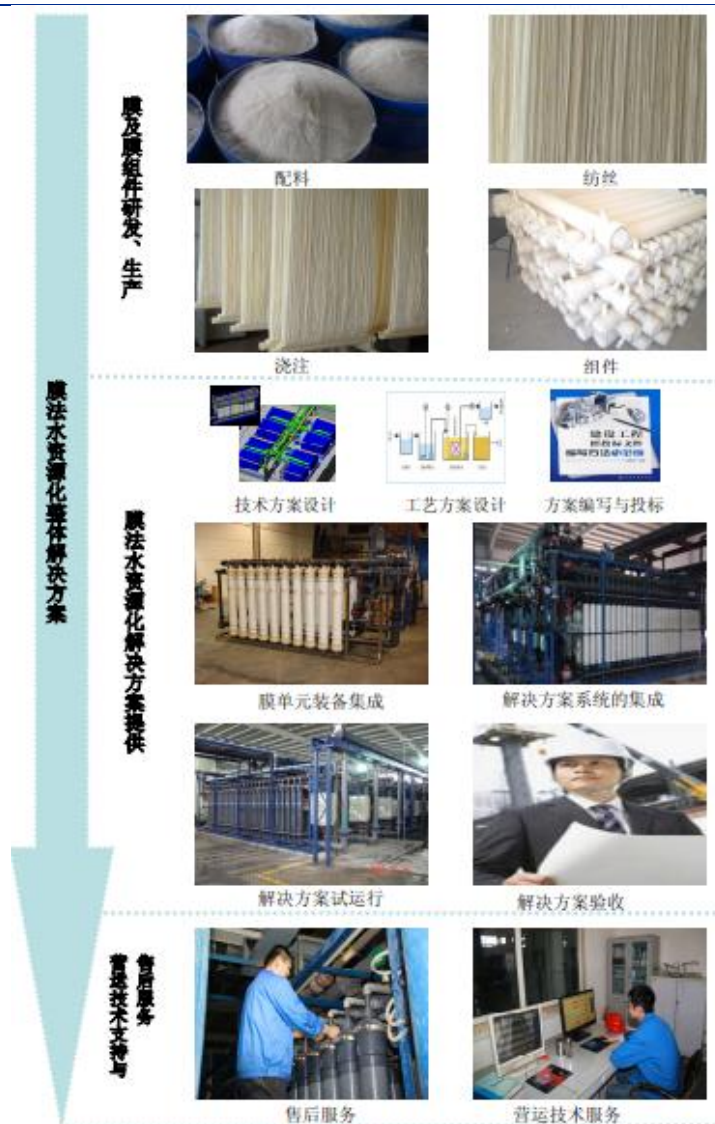
公司作为高新技术企业，深知技术先进性对于企业生存的重要性，在做好原有技术产业化应用的同时，不断加大研发力度，加强前沿技术的研究与产业化应用。公司连续多年保持大额的研发投入，2013 年至 2015 年研发投入分别为 2576 万元、3893 万元和 6862 万元。研发投入占营业收入比例分别为 6.8%、7.4%、11.4%。

2.2.2. 产品和服务涵盖完整产业链

公司既从事超、微滤膜及膜组件的研发、生产和销售，又以此为基础向客户提供包括技术方案设计、工艺设计与实施、膜单元装备集成及系统集成、运营技术支持与售后服务等在内的膜法水资源化整体解决方案。公司的主营产品和服务涵盖膜法水资源化完整的产业链，

具有较强的竞争优势。

图 5：膜法水资源化产业链



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

2.2.2.1. 膜应用工艺与其他工艺的耦合拓宽了公司膜产品的应用范围

公司开发的系列化超、微滤膜及膜组件生产、应用技术具有较强的耦合能力，有效拓宽了公司膜产品的应用范围。公司开发的连续膜过滤（CMF）、浸没式膜过滤（SMF）不仅能够跟絮凝、沉降等传统水资源化技术相结合，在达标排放污水、废水的基础上进行深度处理达到回用的目的，还能够作为反渗透膜的预处理系统，实现双膜法制作工业高品质用水、超纯水、甚至达到海水淡化的目的；除此之外，公司开发的膜生物反应器（MBR）实现了膜技术与生物技术的结合，能够省去二沉池等传统工艺，有效节省了占地面积，使污水在膜直接的过滤下实现达标排放和较低品质的应用。

2.2.2.2. 公司作为组件销售商与方案提供商，有助于加强公司的经营

膜法水资源化技术作为水处理技术中的高端技术正处于不断推广的过程之中，膜组件的销售依赖于膜法解决方案的提供。公司作为膜法水资源化整体解决方案提供商能够通过整体解决方案的提供带动膜法水资源化技术在水处理技术领域的应用，从而推动公司膜组件产品的销售。另一方面，膜法水资源化整体解决方案最为核心的材料和部件是膜及膜组件，公司可以通过高质量膜及膜组件研发、生产保障公司膜法水资源整体解决方案核心材料和核心部件的供应以及完善售后服务的提供。此外，公司膜组件的销售与膜法水资源化整体解决方

案的提供相结合的经营模式，能够较好的保障公司经营的稳定性，缓解项目经营产生的周期性。

2.2.3. 丰富的项目实施经验

水处理行业，特别是膜法水资源化行业有着较强的“先入为主”的竞争特点。膜组件供应商与解决方案提供商在承接项目或投标时遇到的最为常见的要求是供应商或投标企业需具备相关拟投标行业的项目实施经验。公司作为国内最具竞争力的膜组件供应商和膜法水资源化整体解决方案提供商之一，在市政污水处理及回用，钢铁、石化等行业废水处理及回用，电力、电子等行业给水净化及市政给水净化等领域积累了大量的项目实施经验，具有较强的项目实施经验优势。公司主要业务领域的实施业绩情况如下：

表 4：公司业务领域实施业绩

主要市场领域	行业现状	公司地位
市政污水处理及回用	已建和在建规模以上(5,000 吨/日) 膜法解决方案 39 个,形成了日处理 规模为 215.95 万吨	已建和在建规模以上解决方案为 6 个,日处理市政污水量 64 万吨;处理规模约占 整个行业的 21.06%
市政给水净化	已建和在建规模以上膜法解决方案为 21 个,形成了日处理能力为 109.63 万吨	已建和在建规模以上 3 个,约形成 11 万吨的日处理能力,处理规模占整个行业的 10.03%
工业废水处理及回用	较难进行系统的统计;钢铁、电力、石化等高用水行业对膜法废水处理系统需求较大	冶金行业:5 个,形成了 10.4 万吨的日处理规模;石油化工行业:11 个形成了 7.176 万吨的日处理规模;其他行业 3 个,形成 0.45 万吨处理规模
工业给水净化	较难进行系统的统计;电力、电子等用水质量要求高的行业需求较大	电力行业:3 个,形成了约 2.846 万吨/日的处理规模
海水淡化	已形成规模以上膜法水资源化海水淡化解决方案约 18 个,形成了 74.82 万吨/日的处理能力	已经进行了 2 个试运行实验项目

资料来源：公司公告，招股说明书，安信证券研究中心

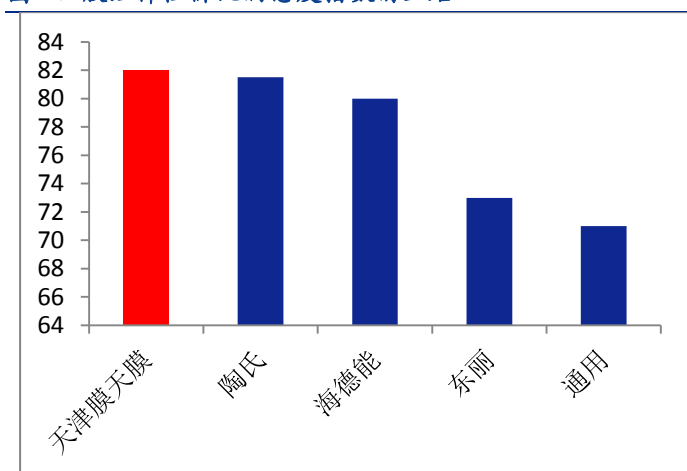
2.2.4. 公司知名度高，品牌优势明显

2.2.4.1. 公司膜组件产品性价比、售后服务排名国内第一

公司在膜法水资源化行业具有较高的地位，生产的中空纤维超、微滤膜及膜组件产品在行业内具有明显的品牌优势。

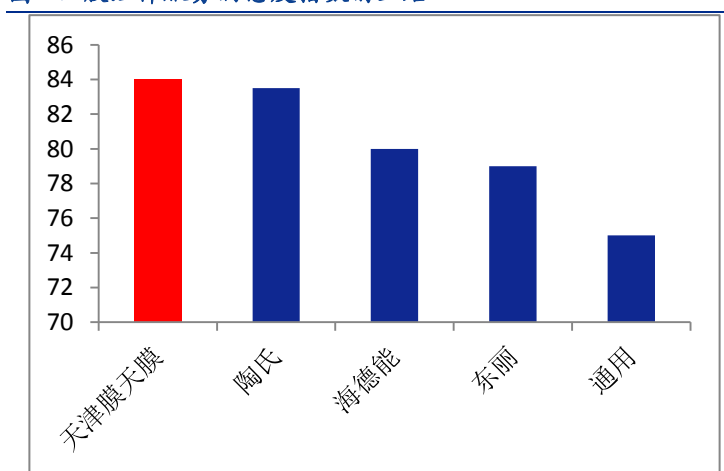
根据 2010 年中国水网·水商圈关于《2010 水业设备满意度指数用户调查报告》（系列五：膜元件和膜组件），公司膜组件产品性价比满意度指数和服务满意度指数均排名国内第一，领先于陶氏、海德能、通用、旭化成等国际著名品牌。

图 6：膜组件性价比满意度指数前五名



资料来源：《2010 水业设备满意度指数用户调查报告》，安信证券研究中心

图 7：膜组件服务满意度指数前五名



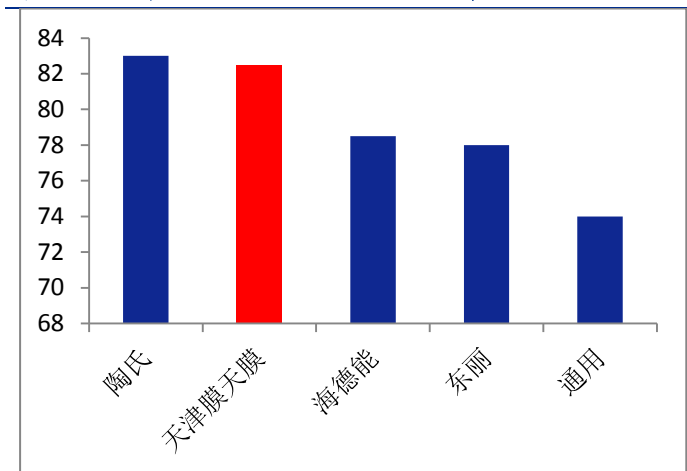
资料来源：《2010 水业设备满意度指数用户调查报告》，安信证券研究中心

2.2.4.2. 公司膜组件产品综合满意度与知名度排名第二

根据 2010 年中国水网·水商圈关于《2010 水业设备满意度指数用户调查报告》（系列五：膜元件和膜组件），公司膜组件产品综合满意度指数排名第二，分值为 82.27 分，是仅

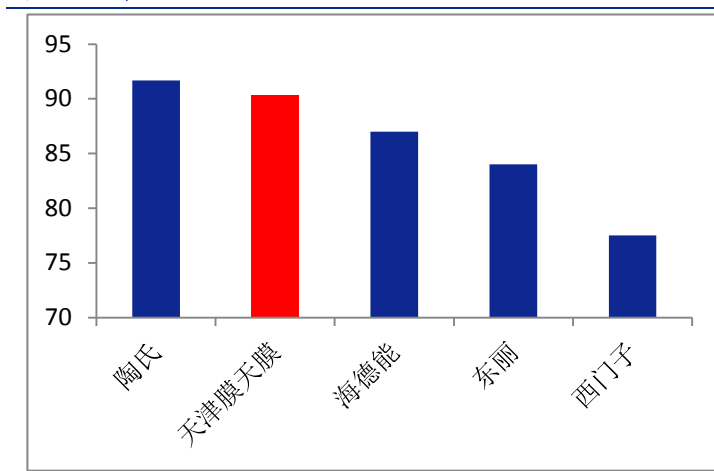
有的两家综合满意度指数分值在 80 分以上的企业之一，也是进入综合满意度排名前五名的唯一一家国内生产厂商。同时，公司获得品牌“知名度”等多项指标第二名。

图 8：膜组件综合满意度指数前五名品牌



资料来源：《2010 水业设备满意度指数用户调查报告》，安信证券研究中心

图 9：品牌知名度指数前五名列表



资料来源：《2010 水业设备满意度指数用户调查报告》，安信证券研究中心

3. PPP 背景下，公司将迎来大发展

3.1. 财政部连续两道文推荐 PPP 发展

2016 年 10 月 13 日，财政部印发《关于在公共服务领域深入推进政府和社会资本合作工作的通知》，财政部首次提出了统筹推进公共服务领域深化 PPP 改革工作的思路。其中明确表示今后污水处理项目强制采取 PPP 模式。

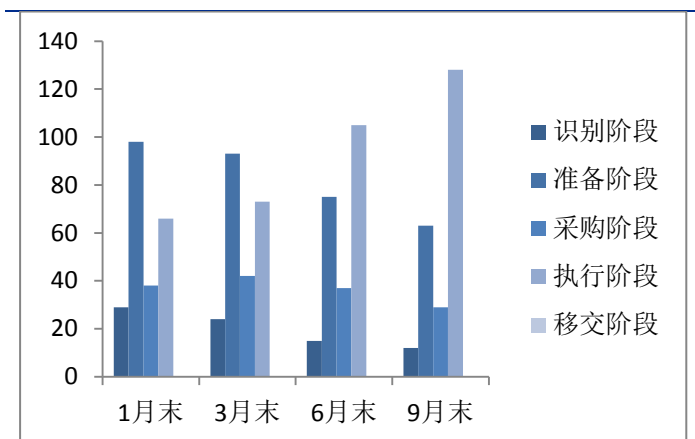
2016 年 10 月 14 日，财政部印发《关于联合公布第三批政府和社会资本合作示范项目加快推动示范项目建设的通知》，确定北京市首都地区环线高速公路（通州—大兴段）等 516 个项目作为第三批 PPP 示范项目，计划总投资金额 11,708 亿元。其中污水处理项目的比例超过了 2 成。

3.2. PPP 落地加速趋势明确，环保公司迎来春天

PPP 迎来春暖花开日，总量规模庞大。日前，财政部政府和社会资本合作（PPP）中心发布了全国 PPP 综合信息平台项目库第 4 期季报。根据该平台统计，截至 2016 年 9 月末，财政部两批示范项目 232 个，总投资额 7866.3 亿元，其中执行阶段项目 128 个，总投资额 3456 亿元，落地率达 58.2%。与 6 月末相比，第一批示范项目落地率没有变化，第二批示范项目落地呈加速趋势。

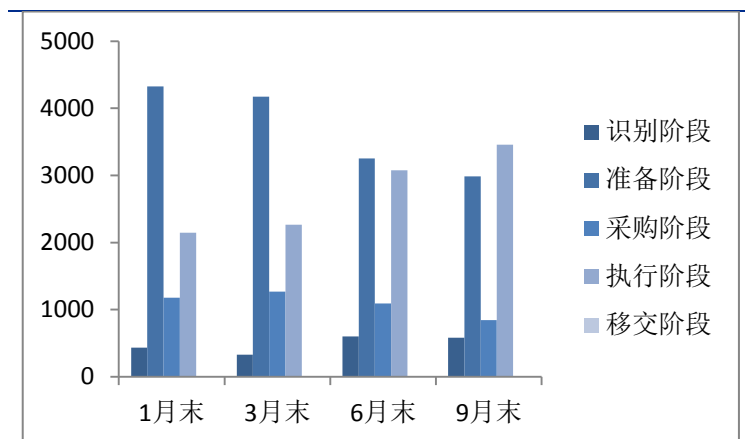
从全国情况来看，地方 PPP 项目需求继续增长，9 月末全部入库项目 10471 个，总投资额 12.46 万亿元，其中已进入执行阶段项目 946 个，总投资额 1.56 万亿元，规模可观，落地率 26%，与 6 月末相比，入库项目正在加速落地，落地率稳步提升。

图 10: 1 月末、3 月末、6 月末、9 月末示范项目数对比 (个)



资料来源: 财政部, 安信证券研究中心

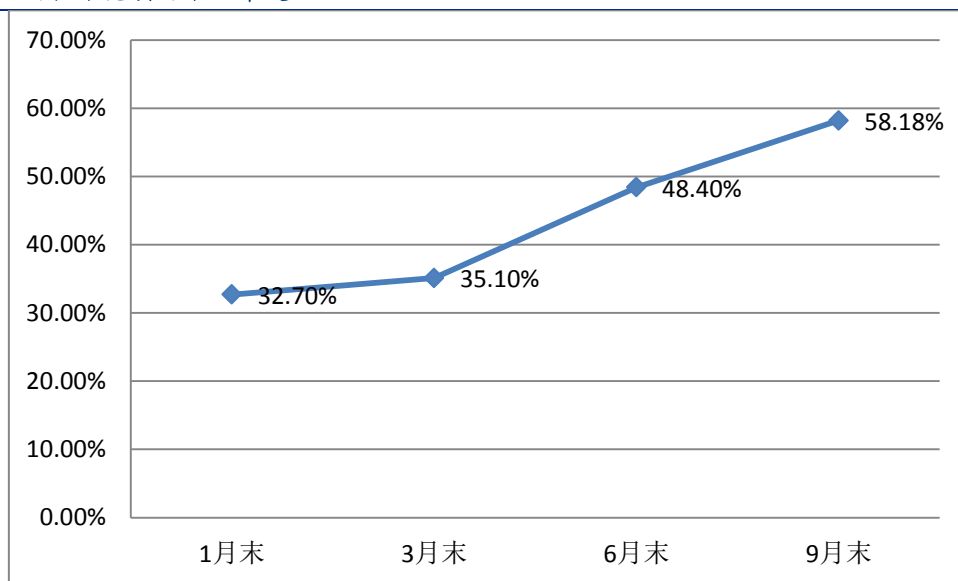
图 11: 1 月末、3 月末、6 月末、9 月末示范项目投资对比 (亿元)



资料来源: 财政部, 安信证券研究中心

PPP 落地加速趋势明确, 今年预计将是落地大年。PPP 落地加速趋势明确, 迎来落地大年。根据统计, 已进入执行阶段的示范项目, 1 月末共 66 个, 投资额 2146 亿元; 3 月末 73 个, 2267 亿元; 6 月末 105 个, 3078 亿元; 9 月末 128 个, 3456 亿元。一季度后两个月比 1 月末新增 7 个签约落地, 二季度比一季度末新增 32 个, 三季度比二季度新增 23 个, 落地示范项目数增长显著。

图 12: 两批示范项目落地率变化

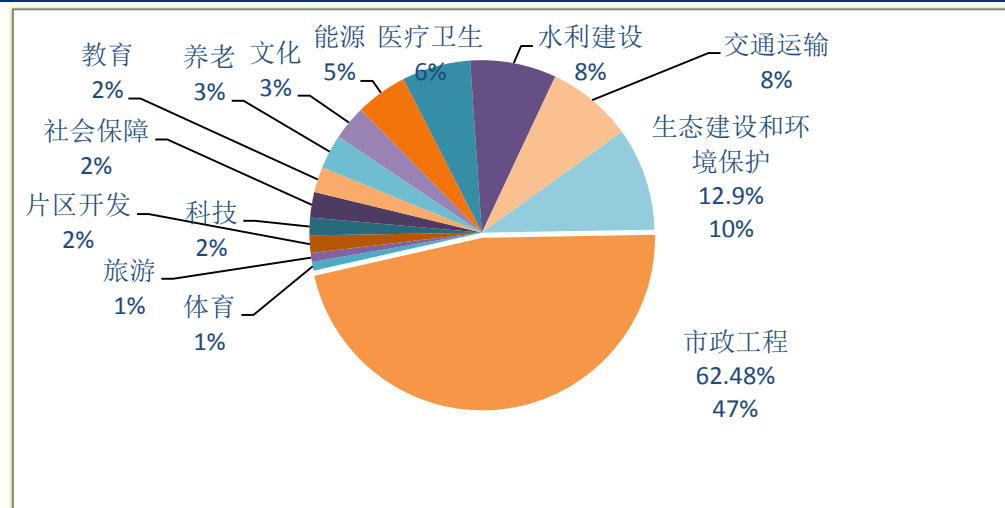


资料来源: 财政部, 安信证券研究中心

总投资额已超 12 万亿元。根据财政部 PPP 中心的统计, 截至 2016 年 9 月末, 全部入库项目 10471 个, 总投资额 12.46 万亿元, 比 6 月末增加 1186 个、1.86 万亿元; 其中已进入执行阶段项目 946 个, 总投资额 1.56 万亿元, 比 6 月末增加 327 个、0.5 万亿元。

项目按行业划分。项目库共包括能源、交通运输、水利建设、生态建设和环境保护、市政工程、片区开发、农业、林业、科技、保障性安居工程、旅游、医疗卫生、养老、教育、文化、体育、社会保障、政府基础设施和其他等 19 个一级行业。其中, 市政工程、交通运输、片区开发 3 个行业项目数和投资额均居前三位, 分别占入库项目总数、总投资额的 53.7%、68.0%。

图 13：9 月末落地示范项目行业分布

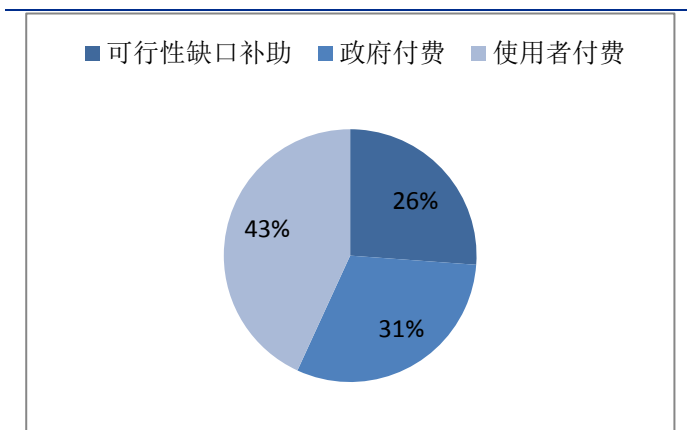


资料来源：财政部，安信证券研究中心

项目按地区划分。贵州、山东、新疆、四川、内蒙古项目数位居前五，分别 1725/1062/816/797/748 个，占总项目数的 49.2%。贵州、山东、云南、河南、四川投资需求位居前五名，分别为 1.5/1.2/0.92/0.87/0.86 万亿元，占总投资需求的 48.3%。

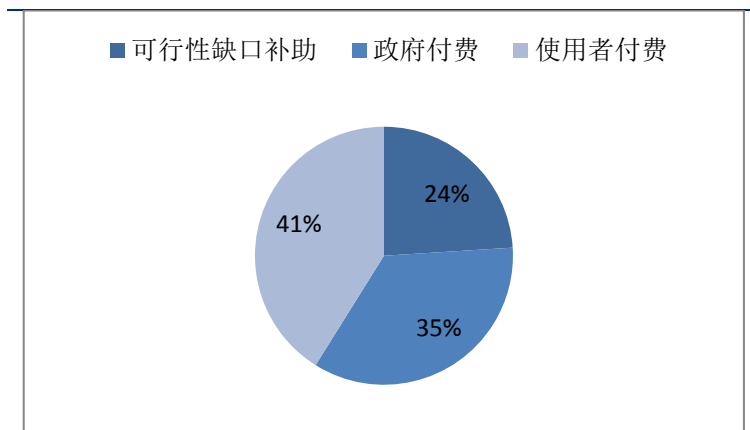
政府付费类比例略有提高。按照三种回报机制统计，使用者付费项目 4518 个，投资额 5.1 万亿元，分别占入库项目总数和总投资额的 43%和 35%；政府付费项目 3214 个，投资额 4.3 万亿元，分别占 31%和 24%；可行性缺口补助项目 2739 个，投资额 3 万亿元，分别占 26%和 41%。

图 14：9 月末入库项目数按回报机制分布



资料来源：财政部，安信证券研究中心

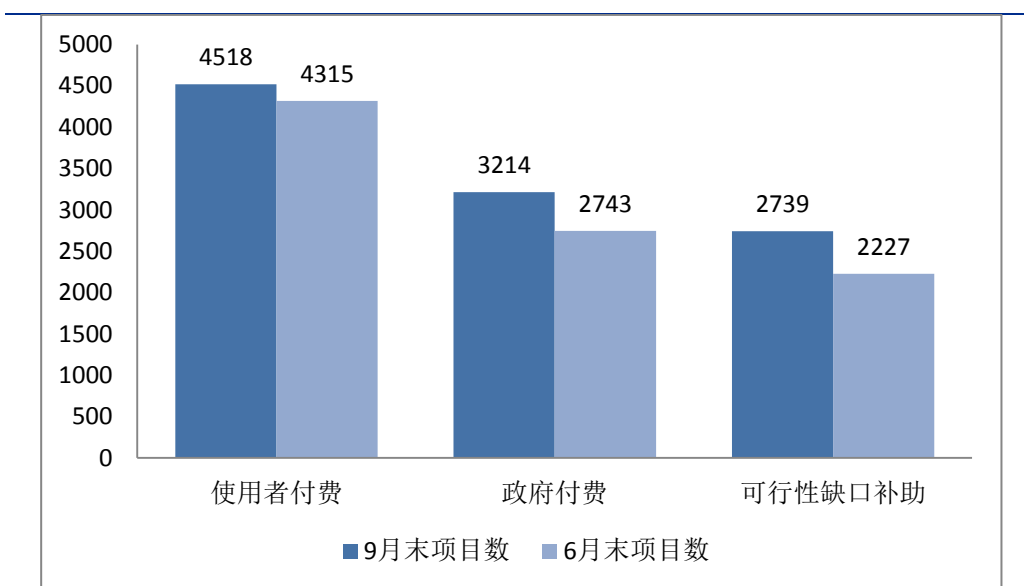
图 15：9 月末入库项目数按回报机制分布



资料来源：财政部，安信证券研究中心

与 6 月末相比，使用者付费、政府付费和可行性缺口补助的新增项目分别为 203 个、471 个、512 个，新增投资额分别为 1.07 万亿元、1692 亿元、6254 亿元。政府付费类和可行性缺口补助类项目的比重比 6 月末增加 3 个百分点，结合 6 月末该比重比 3 月末略有提高可见，需要政府付费和政府补贴的项目比重正逐渐提高。

图 16: 9 月末与 6 月末付费机制对比



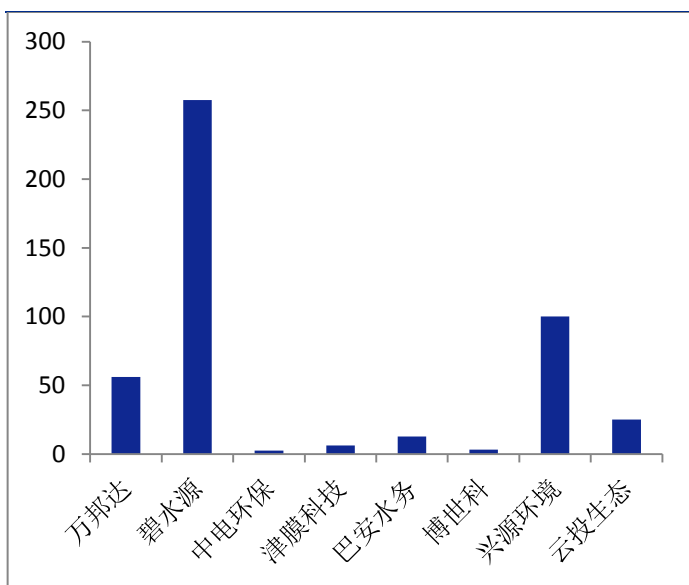
资料来源: 财政部, 安信证券研究中心

3.3. 环保上市公司 PPP 订单显著增加

PPP 项目 2016 年加速落实: 当前我国的 PPP 在立法等层面仍未做到规范化, 但经历一年左右的前期规划、摸索后, 加上顶层设计文件的出台和制度的完善, 2016 年是 PPP 项目加速落实的一年。前段时间, 财政部与国内 10 家大型金融机构、投资机构, 共同发起设立政企合作投资基金, 总规模 1800 亿元, 带来万亿级以上投资, 我们认为此基金的设立将对 PPP 市场带来深远影响, 不但能降低 PPP 项目融资成本, 还能规范 PPP 项目运作, 后续项目将加速释放。

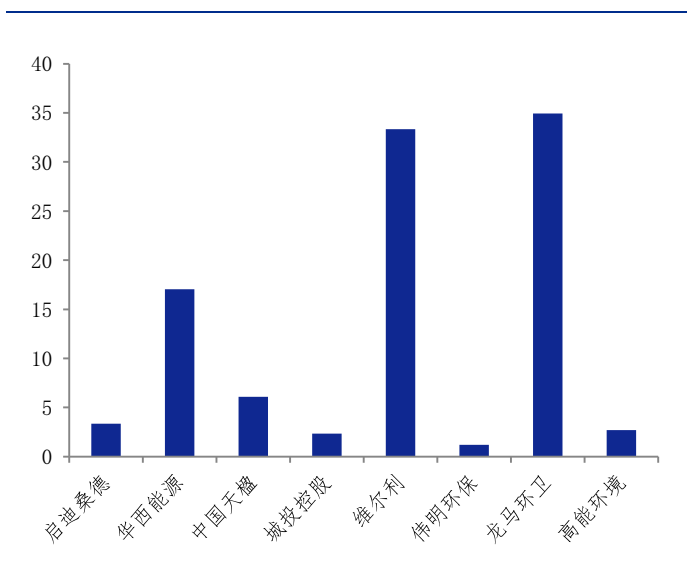
我们对环保板块细分板块 PPP 订单做出梳理统计 (之前水处理、固废处理、水务公司有 BOT 类的相关经验, PPP 项目更好落地, 所以订单足, 金额高, 相对来说大气、供热和监测板块 PPP 订单少), 从上市公司层面就不难发现订单迅速增多, 侧面体现 PPP 项目加速落实的观点。

图 17: 水处理公司订单金额 (亿元)



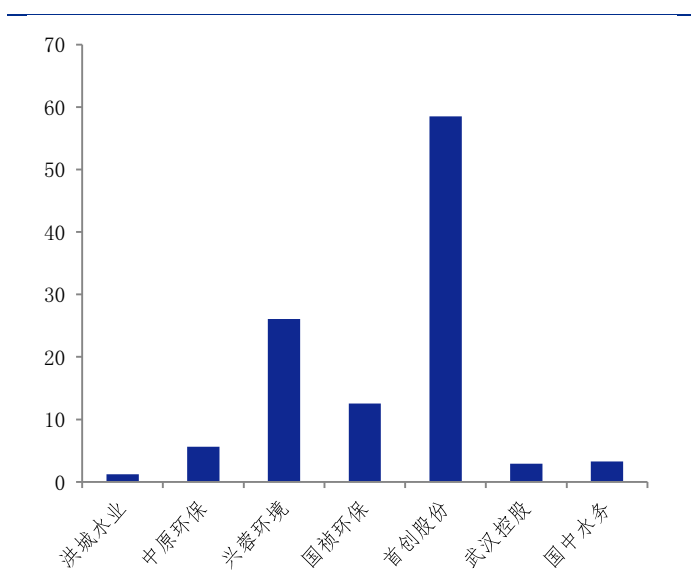
资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 18: 固废处理公司订单金额 (亿元)



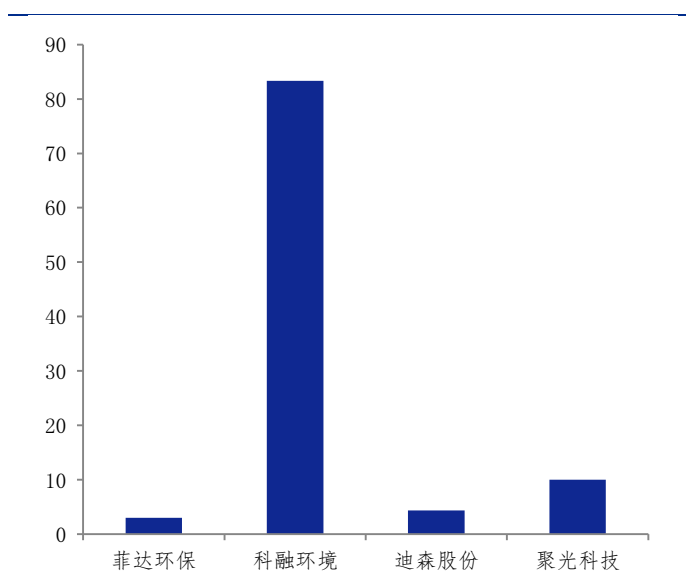
资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 19：水务公司订单金额（亿元）



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 20：大气治理、监测、供热等公司订单金额（亿元）



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

3.4. 公司逐步布局 PPP，未来发展值得期待

受国家 PPP 政策的引导，公司从 2015 年开始发力布局 PPP。公司传统主业为水处理 EPC 项目和相关设备系统采购项目，目前订单仍以 EPC 为主，占 75% 左右。随着 PPP 的大势所趋，15 年公司转变经营思路，当年 9 月与创业环保签署《战略合作框架协议》。公司从 BOT 模式入手，逐步布局 PPP 项目，先后拿下东营 PPP 项目（总投 4.19 亿元）和宁乡 PPP 项目（总投 2 亿元）。

表 5：公司 PPP 项目

时间	项目名称	投资金额
2015/11/11	东营市东城南污水处理 BOT 项目	1.06 亿
2016/6/4	宁乡经济技术开发区污水处理厂及其配套管网工程 PPP 项目	2 亿
2016/8/17	紫云县环保水务 PPP 项目	5 亿

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

4. 收购两家水处理标的，获取资质、延伸产业链

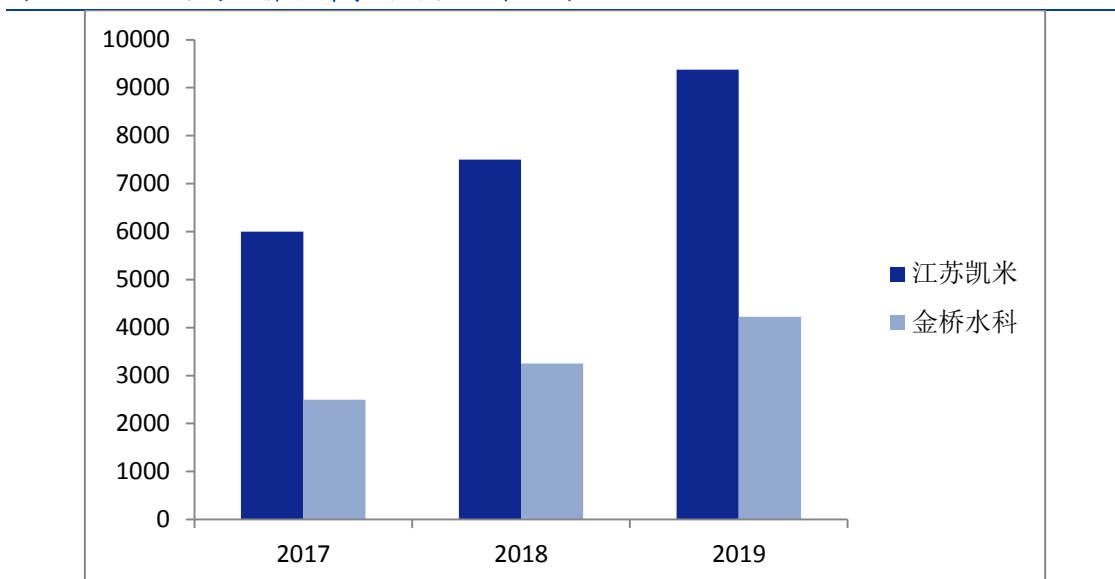
2016 年 9 月 29 日，公司以发行股份及支付现金相结合的方式分别收购江苏凯米 100% 股权，金桥水科 100% 股权。价格分别为 10.07 亿元，4.20 亿元。

表 6：公司收购江苏凯米 100% 股权，金桥水科 100% 股权

收购公司	支付对价（亿元）	股份对价（亿元）	现金对价（亿元）
江苏凯米 100% 股权	10.07	7.50	2.57
金桥水科 100% 股权	4.20	3.59	0.61

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

江苏凯米和金桥水科两家公司分别做出了业绩承诺。江苏凯米业绩承诺方承诺 2016 年度、2017 年度和 2018 年度江苏凯米所产生的净利润分别为不低于 6,000 万元、7,500 万元和 9,375 万元。金桥水科业绩承诺方承诺 2016 年度、2017 年度和 2018 年度金桥水科所产生的净利润分别为不低于 2,500 万元、3,250 万元和 4,225 万元。

图 21：江苏凯米与金桥水科净利润承诺（万元）


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

本次交易，公司拟向高新投资、景德镇润信昌南、河北建投水务及建信天然等 4 名特定投资者非公开发行股份募集配套资金 3.78 亿，发行价格 15.22 元/股，用于支付本次收购的 3.2 亿现金对价、0.2 亿相关费用以及收购标的 0.4 亿的在建项目。从认购对象可以看出，有政府背景的高新投资及建投水务，建信天然参与公司定增，对于公司背景将起积极强化作用。

表 7：公司拟以增发的方式募集配套资金 3.78 亿元

发行对象	发行数量 (万股)	认购金额 (万元)
高新投资	1314.06	20000
景德镇润信昌南	512.48	7800
河北建投水务	459.9	7000
建信天然	197	3000
合计	2483.574	37800

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公司收购两家标的后，股权结构将发生变化，高新投资和王怀林分别成为公司第二、三大股东。本次交易完成后，上市公司总股本增加至 34,887.66 万股。

表 8：本次非公开发行前后公司股权结构变化

股东名称	增发前持股数量 (万股)	持股比例 (%)	增发后持股数量 (万股)	持股比例 (%)
膜天膜工程	6,400.45	23.19	6,400.45	17.13
高新投资	3,930.00	14.24	5,244.0	14.03
王怀林	-	0.00	4,338.41	11.61
华益科技	4,309.00	15.61	4,309.00	11.53
王刚	-	0.00	840.21	2.25
景德镇润信昌南	-	0.00	512.48	1.37
河北建投水务	-	0.00	459.92	1.23
叶泉	-	0.00	365.31	0.98
建信天然	-	0.00	197.11	0.53
江苏凯米其他股东	-	0.00	588.92	1.58
金桥水科其他股东	-	0.00	1151.04	3.08
津膜科技其他股东	12,964.32	46.97	12,964.32	34.69
合计	27,603.77	100.00	37,371.24	100.00

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

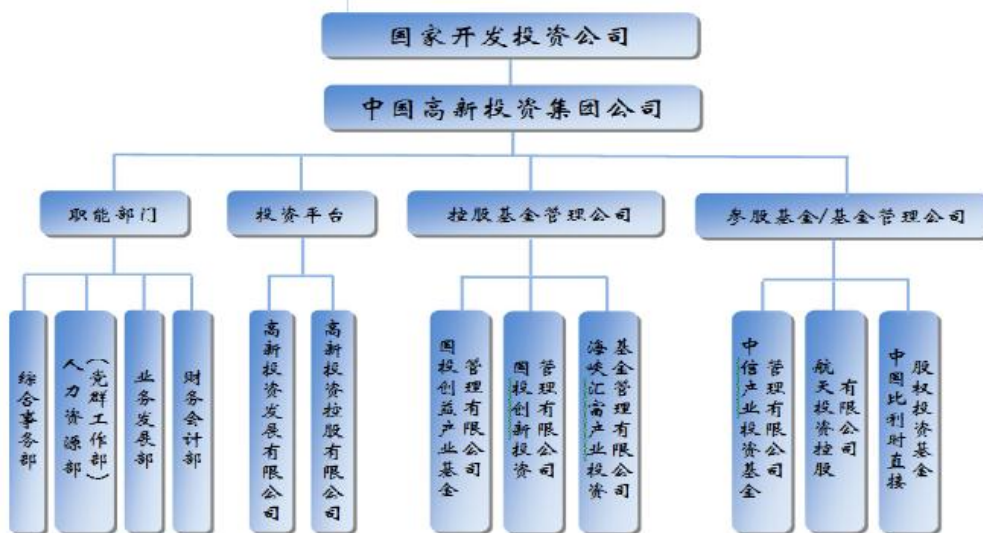
4.1. 高新投资参与定增，增强公司拿单与融资能力

高新投资成立于 2000 年 2 月，注册资本 5 亿元。公司是中国高新投资集团公司的子公司，隶属于国家开发投资集团，政府资源丰富。

中国高新投资集团公司成立于 1987 年，前身为国家计委轻纺出口产品基建项目办公室，1988 年并入国家机电轻纺投资公司，1994 年变更为中国高新轻纺投资公司，1999 年组建高新集团，是国内最早专业从事股权投资和创业投资的国有投资公司之一。现为国家开发投资公司全资子公司、国家计划单列企业集团、国家创新型试点企业、中国股权投资和创业投资专业委员会副会长和联席会长单位、中组部引进海外高层次人才“千人计划”创业人才评审专家单位、科技部“科技创新人才”评审专家单位。

中国高新作为国投股权基金和类基金管理平台，拥有 2 家全资直投公司，控股 3 家基金管理公司，参股 3 家基金/基金管理公司，合计管理 30 支基金，基金管理规模 600 亿元、直投规模 30 亿元，是央企背景中管理基金规模最大、引入社会资本最多、管理社保基金最多的私募股权基金投资机构。主要业务涵盖直投 VC、PE、扶贫专项基金、海峡西岸区域基金等。

图 22：中国高新投资集团旗下资产



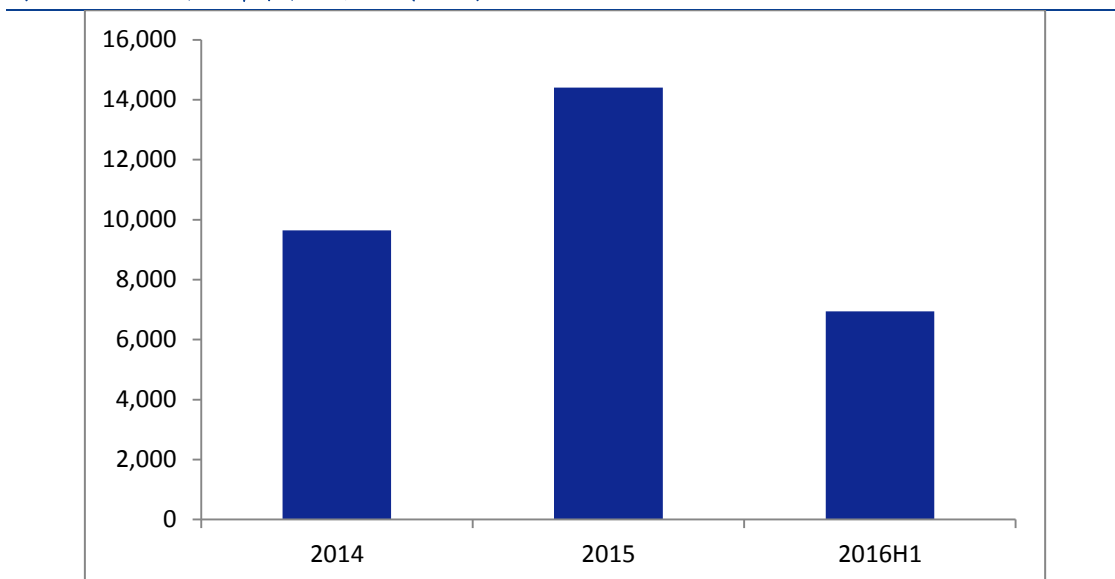
资料来源：中国高新官网，安信证券研究中心

4.2. 延伸产业链，收购江苏凯米

江苏凯米是一家集膜产品研发生产、膜分离应用技术开发、膜分离设备制造、膜分离技术综合应用、解决方案设计、施工和运营服务为一体，具有完整产业链服务能力的国家高新技术企业。江苏凯米具有从膜材料生产、膜组件与成套设备制造到提供膜集成技术整体解决方案在内的完整业务体系，并在食品饮料、生物医药、化工等过程分离领域及生活污水、化工废水、垃圾渗滤液、印钞油墨废水等各类型污水处理领域积累了大量的应用膜分离技术应用经验和客户资源。

江苏凯米现已获得授权的膜分离技术相关专利 18 项（其中发明专利 13 项），自主掌握了包括有机管式膜和陶瓷膜材料制备、膜组件与成套设备开发及多领域的膜分离技术应用工艺在内的技术体系。江苏凯米自主开发的有机管式膜技术及其装备和应用技术荣获“2015-2016 年度中国膜工业协会科学技术奖”一等奖，研究成果产业化项目“年产二十万平方米管式膜及组件产业化”获得 2013 年国家战略性新兴产业（节能环保）中央预算内投资计划资助。

江苏凯米近年来业务稳步增长，2014-2016 上半年营收分别为 9640.75 万元，14403.83 万元和 6940.47 万元。

图 23：江苏凯米近年来营业收入（万元）


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公司收购江苏凯米后，将延伸公司的产业链，进入到更多的膜法细分行业中。江苏凯米的产品主要包括膜产品和膜装备，具体分为分离膜材料和以分离膜为核心的膜应用解决方案及成套设备。其中分离膜材料包括有机管式膜、无机陶瓷膜，膜应用解决方案及成套设备包括物料分离体系和水处理体系解决方案及成套设备。江苏凯米产品的主要应用行业如下：

表 9：江苏凯米产品的主要应用行业

行业	产品应用
制药行业	中药提取澄清、抗生素（青霉素、头孢霉素）发酵液过滤、维生素（维生素 C、维生素 B2）发酵液过滤、中成药（单方复方口服液、注射剂）
发酵行业	生物发酵液过滤、酶制剂（蛋白酶、植酸酶）、氨基酸发酵（赖氨酸、谷氨酸、甘氨酸）、有机酸发酵（乳酸、柠檬酸）
食品饮料	果汁除菌澄清及浓缩、乳品除菌及浓缩、蛋白质标准化、酒类除菌澄清、大豆深加工、茶叶提取深加工、酿造品除菌澄清过滤
环保与水处理	市政污水处理、洗涤、食品、乳液废水处理、烟草废水处理、印染染料漂洗废水处理、含油乳化废水处理、电镀废水处理
石油化工	催化剂的回收和富集、有机溶剂的回收、纳米粉体洗涤回收、超细粉体制备、无机膜催化反应器
特殊应用	印钞废水处理、酸/碱液的回收、垃圾渗滤液处理、油田采出水回注、特种化工废水（焦化、制革、纺织等）处理

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

同时，公司收购江苏凯米后将进一步丰富公司的膜产品线。公司自主掌握有机管式膜以及无机陶瓷膜的制备技术。

江苏凯米有机管式膜产品主要包括三个系列：①用于食品医药领域中符合 FDA 标准的可视化有机管式膜；②用于水处理 MBR 领域的高装填密度有机管式膜；③可耐受强酸碱的支撑式管式膜。产品广泛应用于食品饮料、医药、化工、纺织、油田回注水、垃圾渗滤液、焦化废水、污水处理及回用等领域。公司生产的有机管式膜技术先进、产品种类多样，组件形式丰富，涵盖了国内外所有管式膜产品类型。与美国科氏集团、荷兰 NORIT、德国 BERGHOF 等相比也有很大的竞争力。

江苏凯米可生产不同膜型号的陶瓷膜元件，产品是采用无机陶瓷粉体制成的多孔分离膜材料，主要材料包括氧化铝、氧化锆两种材质，产品分离精度包括 0.8μm、0.2μm、0.05μm 三个系列。目前产品已广泛应用于生物医药、生物发酵、食品、化工、纳米材料、含油废水处理等领域。

4.3. 补齐资质短板，收购金桥水科

金桥水科是从事地表水净化、城市污水处理、工业废水治理及资源化研究、设计、咨询与工程施工、净水厂及污水厂运营管理的专业化高科技企业和水务领域全产业链服务提供商，是西北地区大型民营水务集团公司，具有行业内领先的集成交付能力。金桥水科具有工程咨询甲级资质、市政行业（给水工程、排水工程）专业设计甲级资质、建筑行业（建筑工程）设计乙级资质、环境工程（水污染防治工程）专项设计乙级资质、市政公用工程总承包贰级资质、机电安装工程施工总承包贰级资质和工程建设安全生产许可证等经营资质。

公司收购金桥水科后，将迅速补齐资质短板。金桥水科有如下资质：

表 10：金桥水科资质证书

资质	资格等级	专业	服务、许可范围	有效期
工程咨询单位资格证书	甲级	市政公用工程（给排水）	编制项目建议书编制项目可行性研究报告、项目申请报告、资金申请报告、工程设计	2020-8-16
工程咨询单位资格证书	丙级	生态建设和环境工程、建筑	编制项目建议书、编制项目可行性研究报告、项目申请报告、资金申请报告、评估咨询、工程设计	2020-8-16
		市政公用工程（给排水）	评估咨询	
		水利工程	编制项目建议书、编制项目可行性研究报告、项目申请报告、资金申请报告	
工程设计资质证书	甲级	市政行业（排水工程、给水工程）	可从事资质证书许可范围内相应的建设工程总承包业务以及项目管理和相关的技术与管理服务	2021-8-19
工程设计资质证书	乙级	环境工程（水污染防治工程）；建筑行业（建筑工程）	可承担建筑装饰工程设计、建筑幕墙工程设计、轻型钢结构工程设计、建筑智能化系统设计、照明工程设计和消防设施工程设计相应范围的乙级专项工程设计业务。	2020-3-31
			可从事资质证书许可范围内相应的建设工程总承包业务以及项目管理和相关的技术与管理服务	
工程勘察资质证书	丙级	工程勘察专业类（工程测量、水文地质勘察、岩土工程（勘察））	可承担本专业资质范围内各类建设工程项目丙级规模的工程勘察业务	2020-7-1
			市政公用工程总承包贰级：可承担 15 万吨/日以下的供水工程；10 万吨/日以下的污水处理工程；25 万吨/日以下的给水泵站、15 万吨/日以下的污水泵站、雨水泵站；各类给排水及中水管道工程；	2021-4-8
建筑业企业资质证书	贰级	市政公用工程总承包贰级、机电工程施工总承包贰级	机电工程施工总承包贰级：可承担单项合同额 3000 万元以下的机电工程的施工。	

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

5. 小市值大弹性

公司处于污水处理产业链的下游，除技术领先，产业链完善等优势外，公司跟同类型的公司比市值小，有更高的弹性，公司增长有更大的潜力。

表 11：水处理上市公司市值对比

公司	市值（亿元）
----	--------

碧水源	565.65
兴源环境	231.90
中金环境	190.14
大众公用	157.41
万邦达	156.77
中原环保	116.38
天翔环境	106.49
巴安水务	77.99
南方汇通	68.70
环能科技	57.44
博世科	53.82
中电环保	53.44
津膜科技	49.77

资料来源: wind, 安信证券研究中心

6. 投资建议及风险提示

投资建议: 公司是膜技术领域领先者, 通过并购后不仅进一步优化现有膜技术, 还补齐工程资质, 未来的 PPP 订单值得期待。预计 2016-2018 年 EPS 为 0.23、0.57、0.88 元, 对应 PE 为 78X、32X、20X, 公司市值小, 弹性大, 后续订单或超预期, 维持“买入-A”的投资评级, 6 个月目标价 25 元。

风险提示: 收购风险, 工程项目进度不及预期。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	524.5	604.6	695.3	1,529.7	2,294.5	成长性					
减:营业成本	326.1	412.7	424.1	914.8	1,367.5	营业收入增长率	37.3%	15.3%	15.0%	120.0%	50.0%
营业税费	5.6	4.3	7.0	14.2	20.2	营业利润增长率	3.6%	-65.0%	106.6%	270.0%	57.0%
销售费用	18.4	24.1	27.8	61.2	91.8	净利润增长率	6.2%	-38.1%	20.5%	234.4%	54.7%
管理费用	70.7	107.8	139.1	275.3	413.0	EBITDA 增长率	15.7%	-40.2%	46.8%	185.8%	51.3%
财务费用	4.2	17.3	12.1	10.9	10.4	EBIT 增长率	11.2%	-48.4%	58.4%	226.4%	54.3%
资产减值损失	12.3	10.9	22.0	14.0	14.0	NOPLAT 增长率	13.9%	-43.7%	44.5%	226.4%	54.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	52.4%	31.1%	26.1%	96.6%	4.9%
投资和汇兑收益	3.6	4.2	2.4	3.4	3.3	净资产增长率	11.6%	48.3%	4.4%	21.3%	34.9%
营业利润	90.8	31.8	65.6	242.7	381.0	利润率					
加:营业外净收支	8.9	25.4	10.0	9.9	9.9	毛利率	37.8%	31.7%	39.0%	40.2%	40.4%
利润总额	99.8	57.2	75.6	252.6	390.9	营业利润率	17.3%	5.3%	9.4%	15.9%	16.6%
减:所得税	14.5	3.9	11.3	37.9	58.6	净利润率	16.3%	8.7%	9.2%	13.9%	14.4%
净利润	85.4	52.9	63.7	213.0	329.6	EBITDA/营业收入	20.7%	10.8%	13.7%	17.8%	18.0%
						EBIT/营业收入	18.1%	8.1%	11.2%	16.6%	17.1%
资产负债表						运营效率					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	固定资产周转天数	100	124	104	47	32
货币资金	198.3	558.3	278.1	153.0	917.8	流动营业资本周转天数	320	293	286	313	315
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	629	704	688	493	525
应收帐款	312.1	343.0	421.5	1,269.2	1,245.7	应收帐款周转天数	204	195	198	199	197
应收票据	12.6	10.5	31.5	51.6	65.4	存货周转天数	201	205	192	187	184
预付帐款	54.6	181.6	83.7	302.8	330.8	总资产周转天数	787	1,003	1,058	661	644
存货	399.1	288.4	452.8	1,137.0	1,211.2	投资资本周转天数	464	562	626	471	427
其他流动资产	1.5	4.8	2.1	2.8	3.3	投资回报率					
可供出售金融资产	-	50.0	16.7	22.2	29.6	ROE	10.0%	4.1%	4.7%	13.1%	14.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	6.8%	2.5%	3.3%	5.9%	7.3%
长期股权投资	43.0	56.8	56.8	56.8	56.8	ROIC	15.2%	5.6%	6.2%	16.0%	12.5%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	211.7	204.5	198.4	200.8	211.0	销售费用率	3.5%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
在建工程	-	5.4	15.4	40.4	80.4	管理费用率	13.5%	17.8%	20.0%	18.0%	18.0%
无形资产	5.4	401.8	400.2	398.6	397.0	财务费用率	0.8%	2.9%	1.7%	0.7%	0.5%
其他非流动资产	11.0	13.2	9.7	11.4	11.4	三费/营业收入	17.8%	24.7%	25.7%	22.7%	22.5%
资产总额	1,249.4	2,118.3	1,966.8	3,646.6	4,560.3	偿债能力					
短期债务	141.3	380.1	284.4	699.2	882.6	资产负债率	29.2%	38.1%	30.4%	54.5%	50.9%
应付帐款	155.8	193.2	195.0	584.7	593.0	负债权益比	41.3%	61.5%	43.6%	119.6%	103.6%
应付票据	7.9	21.1	11.1	55.9	44.2	流动比率	2.78	1.75	2.17	1.95	2.24
其他流动负债	46.6	199.9	94.1	153.1	167.8	速动比率	1.65	1.38	1.40	1.19	1.52
长期借款	-	-	-	480.3	620.3	利息保障倍数	22.63	2.84	6.42	23.27	37.80
其他非流动负债	13.3	12.1	12.5	12.7	12.4	分红指标					
负债总额	365.0	806.4	597.1	1,985.8	2,320.3	DPS(元)	0.04	0.02	0.02	0.06	0.09
少数股东权益	27.3	27.7	28.2	29.9	32.5	分红比率	12.2%	10.4%	10.0%	10.0%	10.0%
股本	261.0	276.0	276.0	373.7	373.7	股息收益率	0.2%	0.1%	0.1%	0.3%	0.5%
留存收益	596.1	1,008.1	1,065.5	1,257.2	1,833.8						
股东权益	884.4	1,311.9	1,369.7	1,660.8	2,240.1						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	85.3	53.3	63.7	213.0	329.6	EPS(元)	0.31	0.19	0.23	0.57	0.88
加:折旧和摊销	13.7	16.0	17.7	19.2	21.4	BVPS(元)	3.10	4.65	4.86	4.36	5.91
资产减值准备	12.3	10.9	-	-	-	PE(X)	58.3	94.1	78.1	31.6	20.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	5.8	3.9	3.7	4.1	3.1
财务费用	5.6	19.6	12.1	10.9	10.4	P/FCF	-40.5	132.5	-16.0	-34.4	12.9
投资损失	-3.6	-4.2	-2.4	-3.4	-3.3	P/S	9.5	8.2	7.2	4.4	2.9
少数股东损益	-0.1	0.4	0.5	1.7	2.7	EV/EBITDA	48.7	100.6	52.2	28.5	17.7
营运资金的变动	-213.8	-136.3	-273.3	-1,280.0	-81.7	CAGR(%)	36.0%	84.0%	-7.3%	36.0%	84.0%
经营活动产生现金流量	-104.0	-181.1	-181.6	-1,038.6	278.9	PEG	1.6	1.1	-10.7	0.9	0.2
投资活动产生现金流量	-94.6	-203.1	15.7	-47.2	-74.1	ROIC/WACC	1.5	0.5	0.6	1.6	1.2
融资活动产生现金流量	73.5	748.4	-114.3	960.6	560.0	REP	4.4	11.2	6.2	1.9	2.2

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

邵琳琳、杨心成声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034