

Beijing Enterprise Water (371.HK)

Highlights of our recent site visit

We have arranged a Joint Field Research trip from 2nd to 12th September, with the key theme “Looking for winners in new-type urbanization and economic restructuring”. We have met with Mr. Zeng Yiping, Assistant General Manager of Hengling Sewage Treatment Plant of Beijing Enterprise Water Group (BEWG), and discussed the company’s development.

BEWG has become one of the largest companies in China’s water industry through M&A. In recent years, BEWG has increased capacity by 2~3 million tons a year. Nationwide, main competitors include Beijing Capital and Veolia Water; in the Shenzhen market, competitors include formerly state-owned Shenzhen Water Group and Southern Water. The future trend of water treatment includes watershed governance, sludge disposal and sea water desalination.

BEWG has a capacity of 0.8 million tons in Shenzhen which represents a market share of 13~16%. Hengling Sewage Treatment Plant (Phase 1 & 2) is the largest BOT sewage treatment project in Shenzhen, serving three towns with an accumulated capacity of 0.6 million ton/day. In Shenzhen there are around 28 sewage treatment plants with an accumulated capacity of 5~6 million tons. BEWG’s projects in Shenzhen contributes 5~8% of the Group’s total capacity and 11~15% of its total profit. BEWG evaluates a new project according to water quantity, capacity and financial status of the local government.

BEWG conducts strict internal management. In the water industry, BEWG is famous for its management and capacity expansion. Indicators for performance appraisal mainly focus on profit. For subordinate sewage treatment plants, they need to work hard to meet the targets set by BEWG. Year-end bonuses are tied to the status of target meeting. Under the premise of qualified water treatment, subordinate sewage treatment plants can increase profit by cost saving in electricity and chemicals consumption.

BEWG helps employees grow up. Due to rapid expansion, BEWG has strong demands for talents. Team stability is important for a sewage treatment plant. After M&A, some employees cannot adapt to the new corporate culture and quit their jobs. BEWG will make internal transfers to cope with the problem.

Financials

HK\$ mn	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Revenue	2683	3759	6097	7691	9127
Growth(%)	-58%	40%	62%	26%	19%
Net income	601	750	1080	1377	1684
Growth(%)	17%	25%	44%	28%	22%
EPS(HK\$)	0.09	0.11	0.14	0.18	0.22
DPS(HK\$)	0.03	0.04	0.05	0.05	0.06
P/E(X)	37.2	30.7	22.6	18.0	14.9
P/B(X)	2.8	2.7	2.4	2.2	1.9
ROE(%)	7.4%	8.9%	11.5%	12.4%	13.6%

Source: Bloomberg consensus estimates

Not Rated

(Previous: Not Rated)

Target Price: N/A

Current price: HK\$3.17

China Merchants Securities (HK)
Yin Lei
0755-82852939
yinlei@cmschina.com.cn

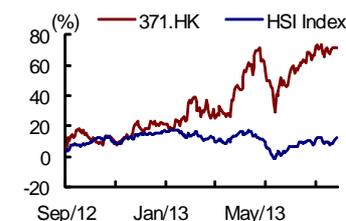
09 Sep 2013

Key data

HSI Index	22751
HSCEI Index	10529
S/O(mn)	6909
S/O (HK\$(mn))	7686
Mkt cap (HK\$) (mn)	25594
BVPS(HKD)	1.36
Major shareholder	Holding
Beijing Enterprises Group	44%
Free float	35%
Industry	Utilities

Share performance

%	1m	6m	12m
Absolute	5	33	66
Relative	0	36	56



Source: Bloomberg

Related research

北控水务集团(371.HK)

横岭污水处理厂调研重点

我们从9月2日至9月12日组织了一个行业联合调研,主题为“寻找新型城镇化与经济转型的赢家”。我们与曾亦平(北控水务横岭污水处理厂总经理助理),详细讨论公司及行业的发展。

北控近几年在水务行业里成长快,通过兼并收购的方式,每年以200-300万吨的速度增长,已形成国内数一数二的规模。全国范围内主要竞争对手包括行业知名度高的首创和外资企业威立雅;深圳范围内包括原属政府单位的深圳水务集团和南方水务。未来环境保护治理的方向有流域治理、污泥处置和海水淡化。

北控在深圳有80万吨的污水处理量,约占13-16%的市场份额。横岭污水处理厂(一二期)是目前深圳市规模最大的水污染治理BOT项目,服务龙城、龙岗和坪地三个街道,总设计规模为60万吨/日。深圳大约有污水厂28家,总体污水处理量500-600万吨。北控深圳项目收益率比较高,占集团水处理量5-8%、利润11-15%。集团根据水量、规模和政府支付能力三大指标判断项目好坏。

北控管理严格、利润考核难度大。在行业内,北控水务管理比较严格,对下属各水厂考核指标较多,考核指标主要以利润为主,指标完成都有一定难度。各水厂年终绩效奖金与完成指标程度挂钩。利润指标在保证水质达标的前提下,可以通过内部挖潜、控制成本实现,例如电耗和药耗的成本节约。

员工以内部培养为主,公司帮助员工成长。公司近些年扩张较快,每年200-300万吨速度增长,对人才需求大。对污水厂而言,团队稳定性比较重要,但被收购水厂的员工有些不能适应北控制度离职,公司会从其他厂抽调部分人员进行协助。

盈利预测及估值

港币 百万元	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业额	2683	3759	6097	7691	9127
同比增长(%)	-58%	40%	62%	26%	19%
净利润	601	750	1080	1377	1684
同比增长(%)	17%	25%	44%	28%	22%
每股盈利(港币)	0.09	0.11	0.14	0.18	0.22
每股股息(港币)	0.03	0.04	0.05	0.05	0.06
市盈率(X)	37.2	30.7	22.6	18.0	14.9
市净率(X)	2.8	2.7	2.4	2.2	1.9
ROE(%)	7.4%	8.9%	11.5%	12.4%	13.6%

资料来源:彭博一致预测

未评级

(上次:未评级)

目标价: 暂无

现价: HK\$3.17

招商证券(香港)研究部

赵晓、殷磊

0755-82852939

yinlei@cmschina.com.cn

2013年9月9日

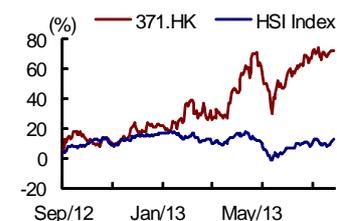
基础数据

恒生指数	22751
H股指数	10529
总股数(万股)	690917
港股股数(万股)	768598
港股市值(港元百万)	25594
每股净资产(港元)	1.36

主要股东	持股(%)
Beijing Enterprises Group	44%
自由流通股	35%
行业	公用

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	5	33	66
相对恒指表现	0	36	56



资料来源:彭博

相关报告

深圳横岭一期工程简介

一期目前的水价是 0.964 元/吨，2008 年调整前为 0.85 元/吨(与政府签订的协议中有约定，三年调一次水价。根据调价指数和公式，涉及到利息、电费和成本，只要达到一定标准就可以调价)。项目投资方式为 BOT 项目(政府给企业项目和土地，企业出设计(包括费用等)，运营 25 年，期内政府根据水量支付费用，25 年后项目无偿归还政府。水价在建设的时候就已根据所花费用与政府制定好，水价制定的时候需要考虑水质达标问题，设备维护以及更新等所花的一切成本及利润)，最开始是华强集团投资建设，后被北控水务于 2008 年收购。项目运营期限 25 年。总投资 2.3 亿元。一期项目虽然是属于北控项目收购，但属于原单位建设。

深圳横岭二期工程简介

二期是 TOT(Transfer-Operation-Transfer)项目(即政府先建，企业投标、中标后，出钱购买，然后运营)。二期于 2007 年开始建设，2010 年 12 月因为储量及运行进度的问题，当时仅运行 20 万吨的规模。项目运营期限 20 年，到期年份与一期一样。2011 年 10 月二期的运营规模扩张至 40 万吨/日，目前公司的运营水量为 38 万吨/日。因为第一个运营年度，政府给公司 90%的保底水量(保底量是根据合同来定单价，如果没有保底量，企业承担风险会大些；有试过没有达到保底量，但政府还是会支付保底量总额的钱)；第二个运营年度，95%的保底水量；第三个运营年度，100%的运营水量。目前，公司处于第二个运营年度，所以保底水量为 38 万吨。公司目前水量比较充足，尤其是在雨季，每天水量都可保持在 38 万吨以上。二期是采用曝气生物滤池工艺，标准是一级 A 的标准，比一期的水质要好一些。二期总投资额为 5.1 亿元，比一期要高很多，二期工艺最大的优势是占地面积比较少。二期项目的成本相对一期要高一些，但也在 0.15-0.20 元/吨范围内。北控水务大部分的项目都采用一期项目的污水处理工艺-UCT 污水处理。二期曝气生物滤池工艺在全国范围内都不多。

深圳布吉污水处理厂

目前为止全国尚无一个 BOT 或 TOT 项目到期案例。采用 BOT 和 TOT 的项目形式也是从 2000 年开始，运营合同期一般在 20 年以上，所以目前全国都还没有出现过这种情况。预计未来如果出现了这种情况，最大的可能还是重新进行招标，因为政府不可能重新收回项目后，自己进行运营。深圳地区每年都有一个污水厂运营的评比，如果连续八年获得优秀污水厂(北控水务已连续获得三年)，那么在合同到期后，可获得优先投标权利，或者作为一个加分项。

BOT 属于企业建设项目，而 TOT 属于政府建设项目。一般来说企业自己建设的项目比较好。政府建设的项目监管相对差些，因为做完之后就卖给企业进行经营，所以其设备的效果和稳定性差。政府设备是通过招标来完成的，但是他们做的招标出来的结果和企业做的差异会比较大。尤其是在没有企业参与的情况下，招标过程中如果有企业参与则可以起

到监督的作用，招到的东西会好一点。如果完全没有企业参与就会比较麻烦，尤其是像这种建完后就卖出去的项目，好不好与政府关系不大，这就会导致招标下来设备的性能就不太理想。行业内的新项目，邀标的比例高。

BOT 项目从立项到开工，时间比较长。一个新项目需要做可研，然后需要出可研报告，批准后才可开始建造。可研需要花精力和时间。北控一期项目从开始建到做成花了 5-6 年，施工期花了两年多以上的时间。

布吉污水处理厂完全利用地下空间，最深处达 18 米。这个项目属于 TOT 项目，所有投资属于政府，所有权也是政府的。企业只是帮它运营，财务不涉及，生产性成本比较多，政府根据水量和水价进行支付。

污水处理成本结构

最重要的两大成本：电费和药剂成本(药剂集中采购，价格由总部事业部集中采购控制，各污水厂仅能控制用量)，占成本比重较大。电费成本为 0.11 元/度，药剂主要是除磷药剂（因为国家对磷指标要求比较高）。水体生物系统是有一定除磷功能的，但是考虑到生物系统的能力有限，大都需要药剂处理，尤其是执行一级 A 标准的水厂，必须用药剂，否则就达不到标准。药剂一般就近采购，深圳地区在东莞和惠州采购就可以。各地区产品之差异不大，效果也差不多。除磷药剂包括铝盐(无机高分子氯化铝和有机高分子基本硫酸铵)和铁盐(酸氯化铁，硫酸亚铁，集合硫酸铁)。有很多水厂加一种药剂效果不是很好，有时需要加两种或以上。目前液体药剂成本约为 1000 元/吨以下，固体药剂成本相对高些。一般电费加药剂成本在 0.15-0.2 元之间。电费根据水质和季节波动，大概在 0.11-0.15 元/度间；一吨水的药剂成本约为 4-5 分钱。二期项目由于工艺更高些，所需电费和药剂费也相应比一期高些。

污泥处置

深圳地区所有的污泥处置都是由政府负责。公司只负责将污泥含水率降到 80%，剩下的运输和排埋费用都由政府负责。这些费用不包括在 0.964 元/吨的水价内。脱水后剩下 20%的污泥。污泥处置这部分公司目前是委托其他企业来负责运输和排埋。公司先付，然后再由政府支付，每吨水为 0.068 元(价格勉强维持成本，基本没有利润；单独于水价的费用，属于污泥处置费用)。

人员成本

20 万吨规模的污水厂所需员工约 30 人，40 万吨所需人数约为 50-60 人。厂规模越小，人数向下减的空间越少，因为有些岗位是必须的。

维修费用

保养过程中发现问题，需要维修。运行过程中出现突发问题需要维修。所以维修的频率很难估计和预测。厂房每年都会有一次大修。大修需要制定计划，根据设备运行时间、现场运营情况，制定一个设备大修的计划。污水厂每处理一吨水，政府支付 0.964 元，收回后交由集团统一使

用。每个月，公司会向政府提供运营费用等基本材料，包括运营涉及到的费用以及排水量，政府会根据总排水量进行支付。深圳政府还好，经济实力比较强。北控水务有些内地小厂，涉及到县政府，支付有困难。深圳是市政府支付，虽然支付需要等一个固定账期，因为材料需要审核，而审核有一定的流程，但是政府从来没有拖欠过，即使是在 2008 年金融危机和深圳大运政府财政最紧张的时候。

公司在与政府签订的协议中有约定，当进水污染浓度超过了工厂的设定值，并达到一定比例的时候，出水的指标就可相应的放宽。将按设计的削减量来计算，因为污水厂在设计的时候就已经考虑到自身的能力问题。

深圳项目(龙岗横岭一二期和布吉厂)的收益率比较高，规模比较大。处理量占北控水务全国处理量的 5-8%，利润占比约 11-15%。北控水务对每个项目收益率要求在 12% 以上。

市场情况

污水厂的建设是以自来水为基数，100 万吨的自来水量，建立 90 万吨的污水处理厂就够了。目前，深圳的污水供给量超过自来水的容积量，因为很大一部分是因为管网不完善，所以导致污水厂不是完完全全处理受污染的水，可能有一部分是地表水。尤其是在雨季，有一部分不应该流进污水厂的水流进了污水厂。所以说政府为了把这一部分消化掉，多建了许多污水厂。根据目前服务三个区的自来水量来说，完全不需要建立 60 万吨的污水处理厂，但是由于位于东莞、惠州和深圳交界地方，对水质要求较高。所以政府建立了一个 60 万吨的污水处理厂，确保能把多余的水排到河道里面去，使交界面达到政府的水质要求。

污水处理的项目还是有，但是好的项目已经不多。根据水量、规模和政府支付能力三大指标判断项目好坏。北控水务拿的项目基本上都是比较好的，因为需要保证收益率在 12% 以上。深圳地区的项目就属于比较好的项目。

几年前，中国对污水处理方面已经很关注。污水有很大一部分职能在住建部，早期住建部对全国各地污水厂的进度有要求。现在定的进度为，每个县要有一个污水处理厂，下一步计划为每个城镇要有一个污水处理厂，越往下走规模越小。因为县内的污水处理厂规模也就是几千吨，到乡镇层面就可能只有 1000-2000 吨，国家也意识到环境污染的严峻性。原来仅是城市污染，农村环境还是比较好。但现在，农村污染情况也很严重，养殖场规模化对农村环境污染严重。政府对环保方面的投资会越来越大，主要还是以企业投资为主，例如 BOT 和 TOT。但是到下面的小项目，大企业都不愿意投，主要是收益率的问题，规模达不到预期。

不同的行业内企业排出来的污水要达到国家制定的标准，即所有工厂废水排放是不能直接进入河道，因为他们的水质污染还是比较严重的。行业不同所排放出来的废水污染成分是不一样的。例如电镀或制革业的公司所排放出来的废水，含重金属的成分会比较多一点。生活用水的污染就不存在重金属的问题。工业用水在排污企业内必须经过一道水质处理

后，污染浓度必须降低到城市管网的入水标准。生活用水的污染，即老百姓用水浓度高或低，政府是没有办法限制。

城市污水包括工业废水和生活污水。目前，深圳污水排放量已经基本饱和。深圳不会再有新的污水厂的项目，因为自来水量未来也不会有增长。深圳地区流动人口比以往有下降，有很多制造企业往内地转移，所以导致自来水量下降。北控水务在深圳有 80 万吨的污水处理量，约占 10-20% 的市场份额。深圳大约有污水厂 28 家，总体污水处理量 500-600 万吨。

竞争对手

全国范围内，主要竞争对手包括：1) 首创，首创和北控应该属于兄弟单位，两个股东都属于国资委。首创在行业内知名度比较高；2) 威立雅，外资企业，主要以自来水业务方面为主。未来国家有可能会控制它，尤其是自来水方面，关系到民生问题。深圳范围内，规模最大的是深圳水务集团(原属深圳政府单位)负责深圳所有自来水，以及深圳特区内的全部污水处理。南方水务在龙岗有 4 家，宝安有一家。

河水整治、流域治理

实际上这个污水厂就属于龙岗流域治理中的一个项目。首先要截污，不能让污水往河里排。其次就是河道整治，这包括河道清淤、两岸配套的绿化。龙岗的流域在深圳是比较大，但是放到全国范围内，就很小了，跟太湖比较就不算什么。太湖整治主要两个措施：限排和限批（周边就不让建设产生污水的企业）。河道流域相对于湖就容易些，因为湖是一个封闭性的流域，封闭水体治理起来就比较困难，全部整治就需要把原来的水都换掉。河流的话，水源就会不断的往下排，当把污水截掉后，河道流域恢复起来就会比较快些。河道中的污泥就用挖土机挖出来，然后拿去填海。

污泥处置

污泥是近几年比较严重的问题，早期中国的污泥都是用于填埋，造成环境污染，因此政府方面也开始严格控制。近期也有新闻报道，因为污泥填埋没有符合国家规定，而产生周边环境严重污染。目前治理污泥填埋问题仍未达到很好的效果。污泥现在倾向发展先干化，然后焚烧做成砖。污泥含水率 80%，看上去像泥浆一样。一般要降到 60%，才会看到是固体、没有流动性。污泥项目做得好的公司不多，因为是近几年才兴起的项目。实际上污水和污泥是同步的，做污水时需要先做污泥。只要有污水厂就会产生污泥，如果没有进行很好的处理，直接进行污泥填埋，污染物就又重新回到环境里。污水处理时，有很大一部分污染物，像重金属就会完全转化为污泥，如果没有很好的控制它，那就又会回到系统里面，重新污染环境。深圳宝安有一个污泥干化厂，最大问题就是臭味，污泥有气味，对周边居民影响比较大。一般污泥厂面积比较大，对周边环境影响比较明显，比污水厂影响大。横岭地区每日产生污泥约 400 吨，深圳每日产生污泥约 2500-3000 吨。现在污泥主要还是用来填埋，也有部分用于干化，但是规模不大。

管网建设是政府建设，但是维护可能交给企业。管网没有收益，后期还需要不断投资。如果委托第三方去建设，政府也无法估算出需要多少钱去建设，效益方面没办法计量，所以只能由政府负责。委托第三方运营，按照一公里多少钱。深圳地陷主要是因为管网破损导致地面下陷。管网建造差，改造困难度大，成本特别高。

污水厂辐射面积是根据管网定，如果管网建的远的话，那么污水厂的辐射面积就大。但一般而言，污水是靠自流进入污水厂的，像北控覆盖三个街道，范围比较广，那么污水进水岭就需要比较深。需要在平地的边缘区域，高差比较大，建造比较深。

海水淡化

海水淡化北控在北京有，因为从污水处理来看，好的项目已经不多了。海水淡化应该是未来一个趋势，目前做的人不多。所以北控刚成立了一个海水淡化部。

北控管理

- 以前北控考核指标特别多，去年开始以利润最为主要考核指标。利润下面还有分很多其他考核指标。北控管理在业界也算是比较严格。深圳地区，政府对环保监督特别严格，一个月监督取样次数达 14 次/月。内地最多一个月一次，一个季度一次。深圳一个星期至少两次考核。北控每年制定的指标都比较难达到，希望员工通过一定的努力实现。整体利润有指标，然后再就此利润分摊到每个污水厂。有很多东西是有可挖掘潜力，例如：调价可以算是利润，这个里面是有很多不确定的因素，像水量会有保底量；成本节约，电耗和药耗占很大比例，可以通过技术改造，降低销售。成本节约了，利润也会增加。北控给的利润考核实际上是目标考核，即每度电可以节约 0.01 元(深圳污水厂一年电费约 700 万)，一年节约的电费就是考核利润。对于深圳地区，0.068 元/吨的污泥处理费用，也算是利润考核一部分，所以深圳地区感觉压力不大。深圳三个厂 2013 年利润指标约为 2000 多万。
- 在保证水质达标的前提下，控制成本、提高利润。
- 如果年底达标，当然年底收入和奖金都会比较理想。
- 污水厂每个都不一样，包括工艺流程，设备，人也不一样。因此团队稳定性比较合适。所以说如果有一个新项目建成，人数不够，可能会抽一部分人进行协助。
- 员工培养机制以内部提升为主，公司很多人都是从基层做起，公司会给予一定支持，帮助成长。北控华南业务区很缺人，去年底到今年年初收购了 9 个污水厂。收购回来的管理层及员工对于北控制度不适应，导致很多人员离职，所以缺人。一般来说，如果业务扩大是通过收购，

按理来讲应该不存在人才问题，因为收购项目应配有人才。但是有人会因受不了北控制度要求，导致人才流失。

- 近几年，北控在水务行业里面成长最快，规模国内数一数二。每年以200-300万吨速度增长。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万港币	2009	2010	2011	2012
流动资产	1896	8820	11654	13679
现金	877	1962	1923	3640
交易性投资	0	0	0	0
应收票据	0	0	24	5
应收款项	99	4002	3677	2386
其它应收款	899	2251	4925	5810
存货	7	13	13	30
其他	14	593	1092	1808
非流动资产	5528	8405	13095	17611
长期股权投资	0	120	2013	2426
固定资产	232	46	233	528
无形资产	2005	2335	2414	2753
其他	3290	5903	8435	11905
资产总计	7424	17225	24750	31290
流动负债	2251	8617	6671	9258
短期借款	445	2638	2049	1919
应付账款	34	139	179	308
预收账款	1297	5301	1070	2817
其他	475	539	3373	4214
长期负债	2161	3540	8368	11300
长期借款	1908	3231	7691	9001
其他	253	309	678	2299
负债合计	4412	12157	15039	20558
股本	348	457	691	691
资本公积金	199	656	1166	2098
留存收益	2081	2641	5737	5197
少数股东权益	389	1175	1629	2264
母公司所有者权益	2623	3893	8082	8467
负债及权益合计	7424	17225	24750	31290

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011	2012
经营活动现金流	(1132)	(3238)	(2198)	(773)
净利润	193	513	601	750
折旧与摊销	34	39	47	70
营运资本变动	(1592)	(4245)	(2889)	(1887)
其他非现金调整	234	456	43	294
投资活动现金流	(136)	(831)	(1496)	(560)
资本性支出	(107)	(141)	(79)	(109)
出售固定资产收到	0	0	0	0
投资增减	2	119	1397	375
其它	(31)	(572)	(20)	(116)
筹资活动现金流	1309	5101	3576	2969
债务增减	1151	4618	89	4089
股本增减	0	0	3385	0
股利支付	0	0	0	0
其它筹资	159	483	101	(1121)
其它调整	0	0	0	0
现金净增加额	42	1085	(39)	1717

资料来源：公司报表、招商证券（香港）

利润表

单位：百万港币	2009	2010	2011	2012
总营业收入	1746	6359	2683	3759
主营收入	1730	6348	2654	3727
营业成本	1214	5226	1746	2290
毛利	516	1122	908	1437
销售、行政及一般费用	130	219	301	440
研发费用	0	0	0	0
其他营业费用合计	15	57	(16)	127
营业利润	388	856	652	902
利息支出	123	232	309	489
利息收入	6	23	386	468
权益性投资损益	5	1	21	55
其他非经营性损益	(0)	(3)	36	(5)
非经常项目损益	2	50	76	162
除税前利润	277	695	861	1092
所得税	49	131	170	225
少数股东损益	36	52	90	117
归属母公司净利润	193	513	601	750
EPS (港币)	0.06	0.13	0.09	0.11

主要财务比率

	2009	2010	2011	2012
年成长率				
营业收入	N/A	264%	-58%	40%
营业利润	N/A	121%	-24%	38%
净利润	N/A	166%	17%	25%
获利能力				
毛利率	29.5%	17.6%	33.9%	38.2%
净利率	11.0%	8.1%	22.4%	20.0%
ROE	7.3%	13.2%	7.4%	8.9%
ROIC	5.3%	5.2%	4.7%	4.9%
偿债能力				
资产负债率	59.4%	70.6%	60.8%	65.7%
净负债比率	43.2%	49.5%	35.4%	37.8%
流动比率	0.8	1.0	1.7	1.5
速动比率	0.8	1.0	1.7	1.5
营运能力				
资产周转率	0.2	0.4	0.1	0.1
存货周转率	215.4	524.6	133.3	104.4
应收帐款周转率	2.1	1.8	0.4	0.4
应付帐款周转率	4.6	3.4	0.7	1.2
每股资料(元)				
每股收益	0.06	0.13	0.09	0.11
每股经营现金	-0.36	-0.82	-0.33	-0.11
每股净资产	0.83	0.99	1.20	1.23
每股股利	0.00	0.02	0.03	0.04
估值比率				
PE	54.5	25.6	37.2	30.7
PB	4.0	3.4	2.8	2.7
EV/EBITDA	34.0	16.0	12.9	9.9

投资评级定义和免责条款

投资评级	定义
买入	预期股价在未来12个月较市场指数上升10%以上
中性	预期股价在未来12个月较市场指数上升或下跌10%或以内
卖出	预期股价在未来12个月较市场指数下跌10%以上

免责条款:

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第 1 类(证券交易)、第 2 类(期货合约交易)、第 4 类(就证券提供意见)、第 6 类(就机构融资提供意见)和第 9 类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

招商证券(香港)有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
公司网址: <http://www.newone.com.hk>
电话: (852) 31896888 传真: (852) 31010828