

理工环科 (002322)

证券研究报告

2022年01月21日

行业东风正劲，能源、环保双翼助智慧服务商高飞

能源、环保双领域布局，为行业提供智慧化服务

公司成立于2000年12月，于2009年在深交所主板上市。公司以软件信息化业务为核心，覆盖能源和环保领域，各项业务依托不同子公司开展。其中智慧能源领域包括电力监测、电力信息化，智慧环保领域包括环境监测、环境修复。近年来公司营收增长迅速，2020年营收业绩增长13.16%，达到11.38亿元，总体净利率在30%左右浮动。2021年发布员工持股计划。设定股权解锁期，为公司员工提供长效激励机制。

把握新型电力系统趋势，提供电网转型服务

近年来我国电网建设从智能电网阶段迈入新型电力系统建设阶段。在双碳目标的要求下，电力能源结构需要提升可再生能源发电占比，对电网维持电力平衡和调峰能力提出了更高的要求。为了满足不断发展的用电需求，**电网公司正在面临深化智能化转型**，承接电网安全稳定运行考验，为新能源接入电力系统提供保障，向能源互联网的最终目标迈进。

电网公司加快投资，电力公司也持续开发新能源项目，为电力造价软件带来强需求。公司在电力工程造价软件领域实现全面覆盖，业务板块完善，市占率高达80%，同时深度布局定制信息化业务、数字工地业务、三维与BIM业务、无人机巡检业务等。同时公司电力监测业务历史悠久，拥有覆盖发电、变电、输电环节的完整的电力在线监测产品体系，**精准对接国家电网泛在电力物联网方案的感知层设备和平台层系统需求**，为电网公司进一步赋能。

顺应生态建设目标，环保监测运维赋能智慧

从“十三五”迈入“十四五”时期，国家在环保领域持续加强监管力度，国家上收环境监测权、实现垂直管理，也使得监测模式有所转变，**对第三方监测带来行业红利**。公司在环保领域布局从环境监测到环境治理，水质大气运维业务营收增长迅速，同时正在积极开发环境信息化产品，**预计将来能够贯通“环境监测-环境修复-环境信息化”全链条闭环**，为智慧环保领域板块实现完整布局。

业绩预期与估值分析：预计公司2021-2023年预计可实现营业收入12.75、15.50、17.62亿元，归母净利润2.12、2.66、3.20亿元。给予公司2022年目标PE26倍，目标价18.01元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：政策变更造成不利影响，市场竞争程度超出预期，技术发展不及预期，商誉持续减值，股价波动风险

投资评级

行业 电气设备/电气自动化设备

6个月评级 买入（首次评级）

当前价格 11.78元

目标价格 18.01元

基本数据

A股总股本(百万股) 384.50

流通A股股本(百万股) 363.92

A股总市值(百万元) 4,529.37

流通A股市值(百万元) 4,286.96

每股净资产(元) 7.63

资产负债率(%) 12.02

一年内最高/最低(元) 14.86/8.84

作者

郭丽丽 分析师
SAC执业证书编号：S1110520030001
guolili@tfzq.com

孙潇雅 分析师
SAC执业证书编号：S1110520080009
sunxiaoya@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,005.34	1,137.65	1,275.23	1,549.72	1,761.61
增长率(%)	0.94	13.16	12.09	21.53	13.67
EBITDA(百万元)	546.69	555.81	273.32	338.80	401.97
净利润(百万元)	311.62	234.08	212.16	266.36	319.67
增长率(%)	21.46	(24.88)	(9.37)	25.55	20.01
EPS(元/股)	0.81	1.03	0.55	0.69	0.83
市盈率(P/E)	14.53	11.44	21.35	17.00	14.17
市净率(P/B)	1.52	1.47	1.32	1.31	1.30
市销率(P/S)	4.51	3.98	3.55	2.92	2.57
EV/EBITDA	7.84	6.92	13.75	11.20	9.41

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 能源、环保双领域布局，为行业提供智慧化服务.....	4
1.1. 历史悠久几经成长，智慧化解决方案提供商.....	4
1.2. 四大业务两大板块，行业智慧化引领者.....	5
1.3. 业务板块比重调整，利润率实现稳中有升.....	5
1.4. 股权激励绑定员工利益，考核目标凸显发展信心.....	6
2. 把握新型电力系统趋势，提供电网转型服务.....	7
2.1. 新型电力系统新时期，电网企业发展转型.....	7
2.2. 电网投资力度加大，相关业务持续受益.....	8
2.2.1. 电力信息化龙头叠加高景气度，主动拓展业务谋求新增长.....	8
2.2.2. 电力监测坚守自身基本盘，电网公司监测需求将落实.....	10
3. 顺应生态建设目标，环保监测运维赋能智慧.....	11
3.1. 生态建设政策落实，环保进入强监管.....	11
3.2. 环境监测责任上收，第三方监测运维业务扩张.....	12
4. 投资建议.....	14
5. 风险提示.....	15

图表目录

图 1：理工环科发展路径.....	4
图 2：理工环科股权结构（截至 2022 年 1 月 18 日）.....	4
图 3：理工环科业务板块布局.....	5
图 4：理工环科 2016-2021 年 Q3 营收情况.....	5
图 5：理工环科 2016-2021 年 Q3 归母净利润情况.....	5
图 6：理工环科 2016-2020 年营业收入结构.....	5
图 7：理工环科 2016-2020 年营业成本结构.....	5
图 8：理工环科 2016-2020 年利润率.....	6
图 9：理工环科 2016-2020 年各业务毛利润率.....	6
图 10：我国历年电源结构.....	8
图 11：与其他国家相比，我国发电行业中，煤电占比较大.....	8
图 12：国家电网 2016-2020 投资额（亿元）.....	9
图 13：理工环科电力造价软件营收（百万元）.....	9
图 14：博微新技术业务收入占比.....	9
图 15：理工环科电力监测业务营收（百万元）.....	10
图 16：构建现代环境治理体系.....	11
图 17：三阶段构建生态环境状况综合评估体系.....	12
图 18：环境监测权上收政策路径.....	13
图 19：持股计划考核目标.....	13
图 20：水质大气运维营收（百万元）.....	13

图 21: “环境监测-环境修复-环境信息化” 闭环.....	13
表 1: 理工环科股权激励计划最终完成情况.....	6
表 2: 理工环科解锁期考核目标.....	7
表 3: 近年智能电网、新型电力系统建设相关文件.....	7
表 4: 九大央企“十四五”期间新能源、光伏规划.....	9
表 5: 无人机业务应用贯穿工程全过程.....	10
表 6: 近年大气治理、水环境治理相关文件.....	11
表 7: 公司分业务预测.....	14
表 8: 可比公司估值表.....	15

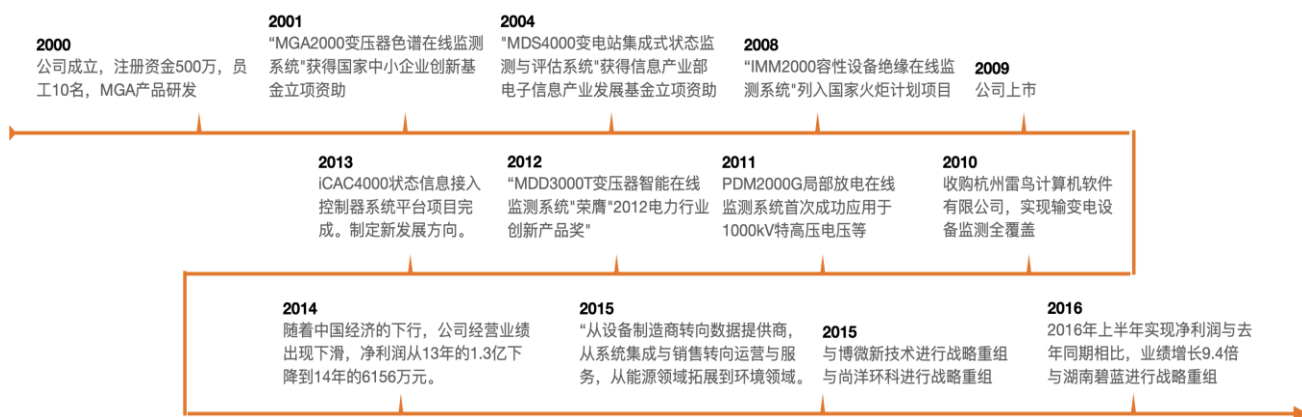
1. 能源、环保双领域布局，为行业提供智慧化服务

1.1. 历史悠久几经成长，智慧化解决方案提供商

扎根能源、环保领域，引导行业从信息化到智慧化。宁波理工环科主要产品包括电力工程造价工具软件、输变电智慧工地解决方案、智能变电站监测系统、地表水水质自动监测站运维服务、空气质量监测系统运维服务、土壤治理修复项目等，在能源与环保领域提供智慧化解决方案。

公司成立于 2000 年 12 月，于 2009 年在深交所主板上市；2015 年、2016 年收购江西博微、北京尚洋和湖南碧蓝。

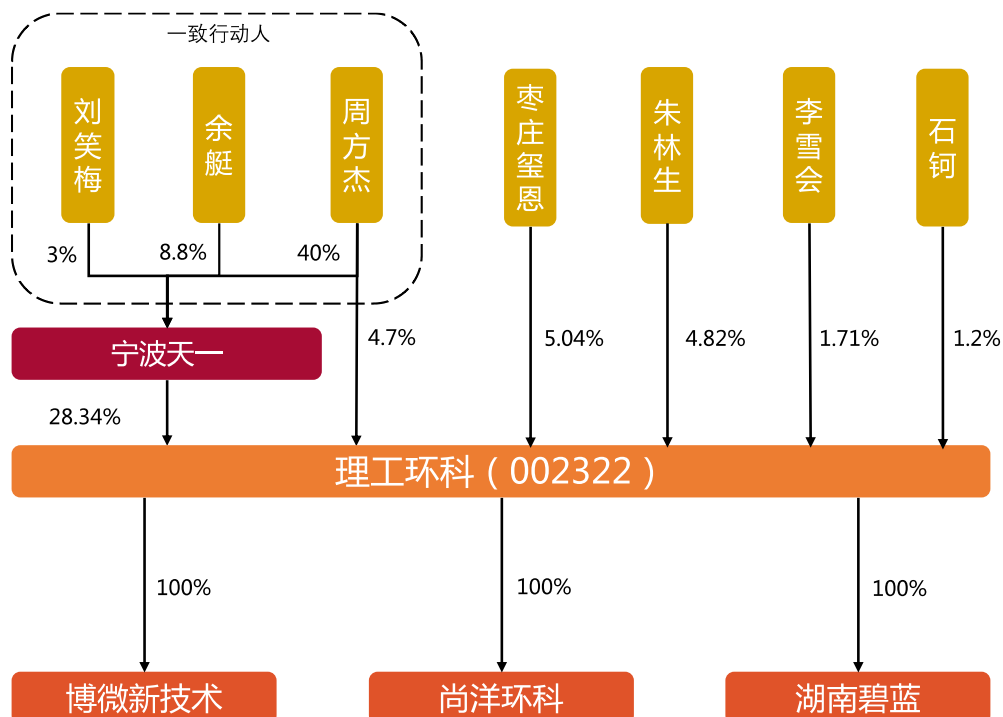
图 1：理工环科发展路径



资料来源：公司官网、公司公告、天风证券研究所

公司第一大股东为宁波天一世纪投资有限公司，实际控制人之一周方洁为理工环科董事长兼总经理，其他股东包括枣庄玺恩投资合伙企业，朱林生（博微新技术董事），李雪会（理工环科副总经理、董事会秘书），石钊。

图 2：理工环科股权结构（截至 2022 年 1 月 18 日）

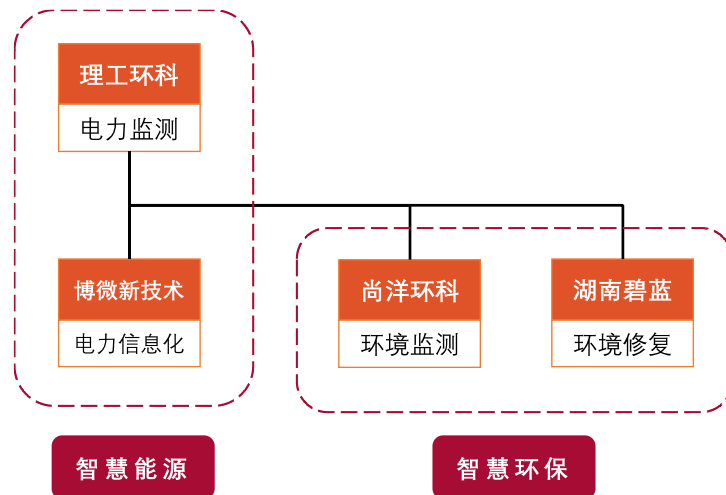


资料来源：Wind（截至 2022 年 1 月 18 日股权结构）、天风证券研究所

1.2. 四大业务两大板块，行业智慧化引领者

以软件信息化业务为核心，业务覆盖能源和环保领域，依托不同子公司开展。母公司理工环科提供电力系统在线监测服务。在能源信息化领域，主要通过子公司博微新技术提供电力工程设计与电力工程建设全过程计价产品和数字工地、信息化管理和设计咨询，向电网客户提供智慧能源解决方案。环境监测领域则基于子公司尚洋环科，提供地表水质在线监测系统、环境监测信息管理、大气监测和信息化软硬件。基于子公司湖南碧蓝开展土壤修复、废水治理等环境智慧运维服务。环境治理业务主要由子公司湖南碧蓝开展，从事土壤修复、废水治理等环境智慧运维服务。

图 3：理工环科业务板块布局

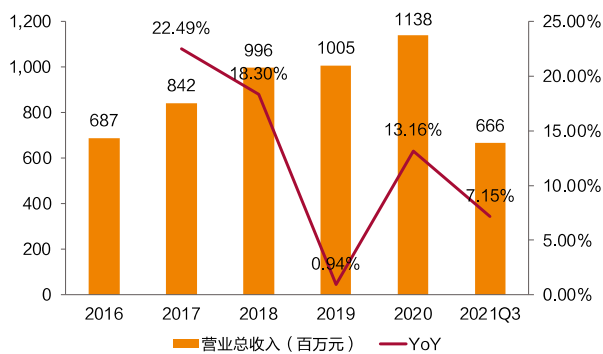


资料来源：公司公告、天风证券研究所

1.3. 业务板块比重调整，利润率实现稳中有升

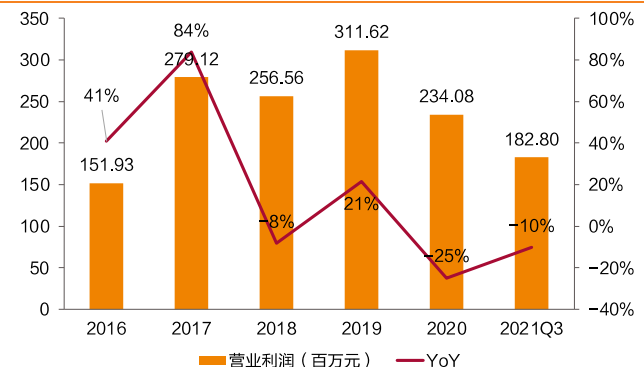
2020 年公司营收规模达到 11.38 亿，同比增长达到 13.16%。2020 年，公司实现归母净利润 2.34 亿元，相比 2019 年有所降低，主要是受到全资子公司湖南碧蓝商誉减值 7199 万元的影响。扣除非经常性损益后，归母净利润为 2.11 亿元，同比降低 8.83%。

图 4：理工环科 2016-2021 年 Q3 营收情况



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 5：理工环科 2016-2021 年 Q3 归母净利润情况

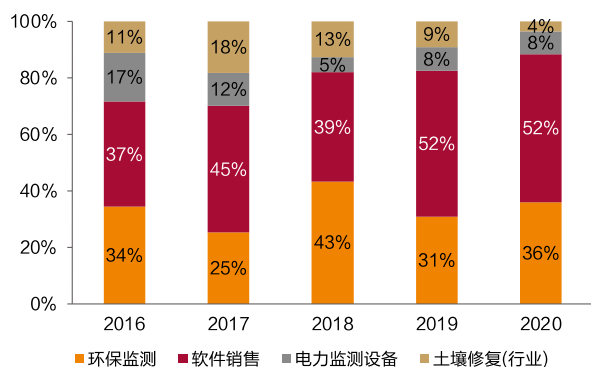


资料来源：Wind、天风证券研究所

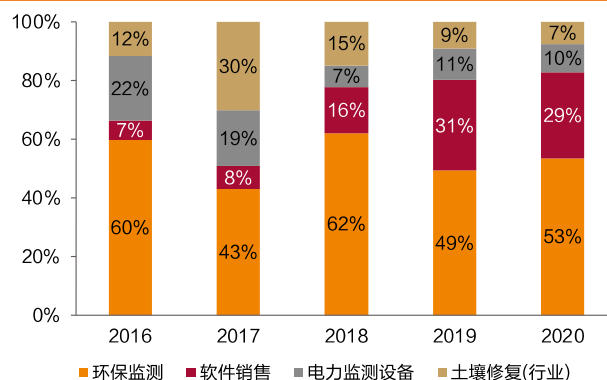
信息化软件比重在收入、成本中不断扩大。四大业务板块分别一一对应母公司和三大子公司，而自 2016 年以来公司主要收入来源是代表销售信息化软件的博微新技术和代表环保监测治理的尚洋环科，其中软件信息化的营业成本比重在 2017-2019 年不断扩大。理工环科自身起家业务电力监测则随着并购重组子公司后公司战略的调整，占比有所下降。土壤修复业务一度占成本将近三分之一，但在对应的收入端并未有较好表现，主要是湖南碧蓝的业绩对赌协议未能完成后有所清理与调整，加之受政府对土壤治理项目规划调整影响，环境治理占业务比重逐渐减小。

图 6：理工环科 2016-2020 年营业收入结构

图 7：理工环科 2016-2020 年营业成本结构



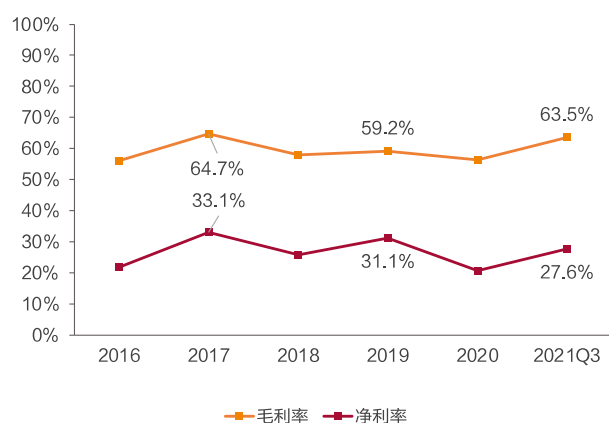
资料来源: Wind、天风证券研究所



资料来源: Wind、天风证券研究所

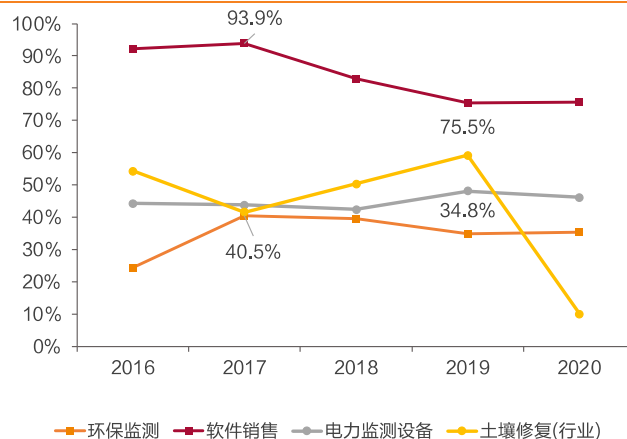
调节各部分业务比重, 实现利润率稳中有升。从公司整体业务利润率看, 毛利率和净利率按同方向进行变动, 变动较为平稳。从各部分收入毛利率来看则有较明显波动。其中软件销售(信息化软件)一直维持高毛利率, 主要由该业务营业收入较高, 而软件业务主要成本为研发投入, 不计入该业务的营业成本所导致。其他业务毛利率有所下滑, 主要原因是随着市场扩大, 市场竞争激烈化。而由于公司成功调整各业务布局, 准确判断公司发展方向, 扩大高毛利率业务比重, 公司整体利润率仍然呈现上升趋势。

图 8: 理工环科 2016-2020 年利润率



资料来源: Wind、天风证券研究所

图 9: 理工环科 2016-2020 年各业务毛利率



资料来源: Wind、天风证券研究所

1.4. 股权激励绑定员工利益, 考核目标凸显发展信心

持股计划提升员工获得感, 加强公司凝聚力。为了推动公司稳定、健康、长远发展, 与员工共享公司持续成长带来的收益, 公司在 2021 年 8 月发布股权激励计划并于 2021 年 9 月完成过户, 针对尚洋环科业务, 授予智慧环保产业核心管理人员、技术(业务)骨干不超过 800 万股(最终数额 700 万股)。认购价格 4.945 元/股, 为计划发布时最近一个交易日公司股票收盘价的 50%。

表 1: 理工环科股权激励计划最终完成情况

性质	持股计划	授予对象	价格	最终过户数量	占股本比例
限制性股票	第一期 (智慧环保产业)	欧江玲, 董事兼尚洋环科执行董事、博微(宁波)新技术公司执行董事	4.945 元/股	118.16 万股	0.30%
		智慧环保产业核心管理人员、技术(业务)骨干(不超过 66 人)		581.91 万股	1.46%

资料来源: 公司公告、天风证券研究所

设定锁定期, 发挥股权长效激励。为了建立健全公司长效激励机制, 有效调动持股员工(以子公司尚洋环科为主)的主动性、积极性和创造性, 股权激励计划授予股票设立锁定期, 计划分四期解锁, 设立四个年度考核期。通过设立锁定期的方式, 使股票在充分

激励员工的同时，对员工产生相应的约束，从而更有效地统一持有人和公司及公司股东的利益，推动公司进一步发展。

表 2：理工环科解锁期考核目标

解锁期	智慧环保业绩考核目标
第一期	以 2020 年公司智慧环保业务扣非净利润 7924 万元为基数，2021 年扣非净利润不低于 10196 万元。
第二期	以 2020 年公司智慧环保业务扣非净利润 7924 万元为基数，2022 年扣非净利润不低于 13141 万元。或第一、第二解锁期扣非净利润累计不低于 23337 万元。
第三期	以 2020 年公司智慧环保业务扣非净利润 7924 万元为基数，2023 年扣非净利润不低于 14599 万元。或第一、第二、第三解锁期扣非净利润累计不低于 37936 万元。
第四期	以 2020 年公司智慧环保业务扣非净利润 7924 万元为基数，2024 年扣非净利润不低于 16898 万元。如果上述任一解锁期当年没有完成，但解锁期限内累计扣非净利润达到 54834 万元，亦视作全部完成。

资料来源：公司公告、天风证券研究所

第一期成功收官，将建立长效激励约束机制。据公司 8 月份公告，公司在第一期员工持股计划同步发布了第二期员工持股计划，针对智慧能源产业相关公司，覆盖人数更多，金额更大。而 9 月披露公告显示，在公司推出第一期、第二期员工持股计划后，第一期股份受让 700 万股完成，第二期因员工持股计划资金来源、个人细化考核指标等方案和细节的相关沟通事项无法在规定时间内完成，最终第二期员工持股计划终止。根据投资者调研纪要，公司正在努力建立长期有效的激励约束机制，调动公司各业务板块核心管理人员的积极性，不排除未来 12 个月内会继续推出激励方案的可能性。

2. 把握新型电力系统趋势，提供电网转型服务

2.1. 新型电力系统新时期，电网企业发展转型

电网核心建设目的在于满足用电需求。迈入 21 世纪，随着我国经济社会不断发展，社会用电量不断增高，为了满足民用需求和工业需要，我国电网快速扩张，投资额高速增长。21 世纪前十年，我国电网的投资目标主要是作为基础设施满足社会基本用电量和稳定性要求，提高电网承载能力。

2009 年，国家电网提出发展智能电网的概念。2010 年 1 月 12 日，国家电网发布了 1 号文件《关于加快推进坚强智能电网建设的意见》。根据《意见》，建设坚强智能电网，以特高压电网为骨干网架，各级电网协调发展，以信息化、自动化、互动化为特征的坚强国家电网，全面提高电网的安全性、经济性、适应性和互动性，以适应未来科技进步和城市化、信息化水平提高的需要。为了实现坚强智能电网的目标，国家电网提出三大战略阶段，在 2010 年建成智能化试点工程，在 2015 年初步建成坚强国家电网，2020 年基本建成坚强智能电网。

表 3：近年智能电网、新型电力系统建设相关文件

年度	文件	相关内容
2013	《“十二五”国家重大创新基地建设规划》	根据现有基础，“十二五”期间，将在高速列车、智能电网与特高压、深海工程等领域启动国家重大创新基地建设试点工作。
2013	《“十二五”国家自主创新能力建设规划》	加强电力需求侧管理技术、电网资源优化技术等开发与推广能力，提高资源综合开发利用水平。
2014	《能源发展战略行动计划（2014-2020 年）》	到 2020 年，非化石能源占一次能源消费比重达到 15%，天然气比重达到 10%以上，煤炭消费比重控制在 62%以内。
2015	《配电网建设改造行动计划（2015—2020 年）》	推进配电自动化和智能用电信息采集系统建设，实现配电网可观可控，推动智能电网建设与互联网深度融合。提升设备本体智能化水平，推行功能一体化设备，提高预警能力和信

		息化水平。实施用户智能友好互动工程。以智能电表为载体，建设智能计量系统，打造智能服务平台。
2016	《电力发展“十三五”规划（2016-2020年）》	满足用电需求，提高供电质量，着力解决配电网薄弱问题，促进智能互联，提高新能源消纳能力，推动装备提升与科技创新，加快构建现代配电网。有序放开增量配电网业务，鼓励社会资本有序投资、运营增量配电网，促进配电网建设平稳健康发展。
2019	《泛在电力物联网 2020 年重点建设任务大纲》	重点开展能源生态、客户服务、生产运行、经营管理、企业中台、智慧物联、基础支撑、技术研究八个方向 40 项重点建设任务。
2020	《国家电网有限公司关于全面深化改革奋力攻坚突破的意见》	紧紧围绕“三型两网、世界一流”战略目标，以打造“两网融合”业务新体系为主轴，奋力推进“三大改革攻坚”。加快泛在电力物联网建设，推动构建能源互联网产业链，打造互利共赢能源新生态，进一步提高电力系统各环节效率。
2020	《关于加快推进国有企业数字化转型工作的通知》	加快建设推广智慧电网、智慧管网、智能电站、智能油田、智能矿山等智能现场，着力提高集成调度、远程操作、智能运维水平，强化能源资产资源规划、建设和运营全周期运营管控能力，实现能源企业全业务链的协同创新、高效运营和价值提升。

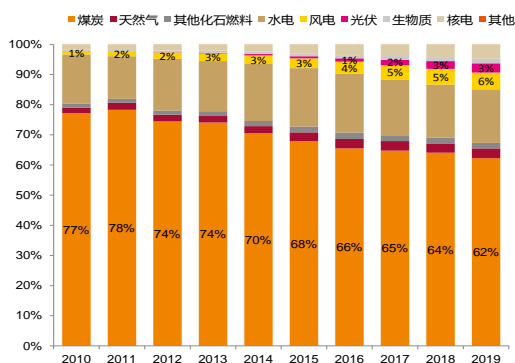
资料来源：国务院、国资委、科技部、国家能源局、国家电网、天风证券研究所

新型电力系统新时期，电网转型目标明确。坚强智能电网建设后，“十四五”阶段电网进入新型电力系统建设时期，中央层面的顶层设计进一步强调电网在国计民生中的基础性地位。2021年3月13日，国家发布“十四五”规划纲要，其中对电力系统的建设提出了新要求。《纲要》表示“十四五”期间，国家要加快推进能源革命，加快电网基础设施智能化改造和智能微电网建设，提高电力系统互补互济和智能调节能力。3月15日，中央财经委员会第九次会议再次强调，为了实现碳达峰目标，必须深化电力体制改革，构建以新能源为主体的新型电力系统。因此，在新型电力系统阶段，电网企业需要深化智能化转型，为新能源接入电力系统提供保障，向能源互联网的最终目标迈进。

2.2. 电网投资力度加大，相关业务持续受益

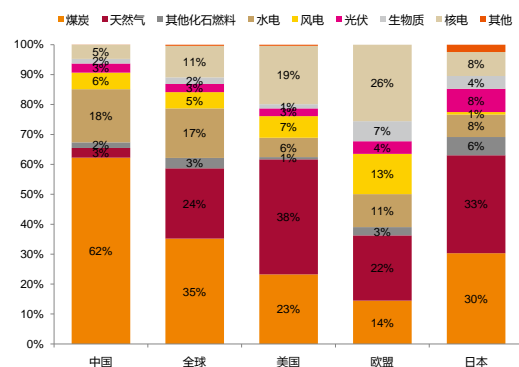
2020年以来，我国碳减排部署工作加速推进，以实现2030年碳达峰、2060年碳中和的目标。据IEA机构发布的2018数据，我国能源消费产生的二氧化碳排放量中，电力与热力部门碳排放占比高达51%，电力部门深度脱碳是实现碳中和的重要途径。目前我国电源结构仍以煤电为主，2019年煤炭发电占比达62%。提高可再生能源发电占比，从而进一步降低煤电发电的占比，是电力部门实现能源减排的必由之路。

图 10：我国历年电源结构



资料来源：Ember、天风证券研究所

图 11：与其他国家相比，我国发电行业中，煤电占比较大



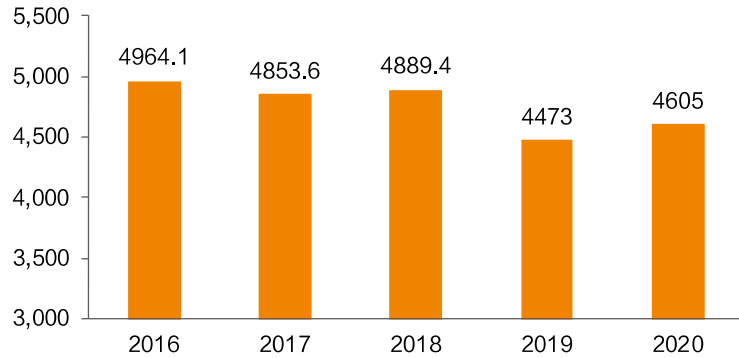
资料来源：Ember、天风证券研究所

新能源接入电网，电网建设任务加重。根据我们测算，2030年风光装机有望达22亿千瓦，2019-2030年CAGR分别为13%与19%。在新能源装机高增长的背景下，“十四五”期间新能源发展面临消纳和并网两大问题。由于在电力系统中，发电、供电同时完成，电网运行必须满足电力电量平衡约束，保持发电、供电电力实时平衡。而新能源发电随机性、波动性强的特点导致发电波动大幅度增加，提高了维持电力平衡的难度，对电网的调峰能力提出更高要求。

2.2.1. 电力信息化龙头叠加高景气度，主动拓展业务谋求新增长

为了满足新能源并网需求，加速建设新型电力系统，电网将继续保持高投资水平。“十四五”建设期间，电网将加快储能发展，提高电网调峰能力；推动能源互联网建设，提升电网智能调度能力；加大特高压建设力度，提高远距离输送能力。

图 12：国家电网 2016-2020 投资额（亿元）



资料来源：国家电网官网，天风证券研究所

在“双碳”目标驱动下，大型发电企业也将持续开发新能源项目。如华能集团表示，十四五期间要新增 8000-10000 万千瓦的清洁能源，初步估算投资额在 7000 亿元左右。据阳光工匠光伏网统计，九大央企十四五期间光伏装机至少 170GW。随着电网公司、发电企业响应政策号召，大力布局新能源和新型电力系统，未来电力工程建设规模有望不断扩大。

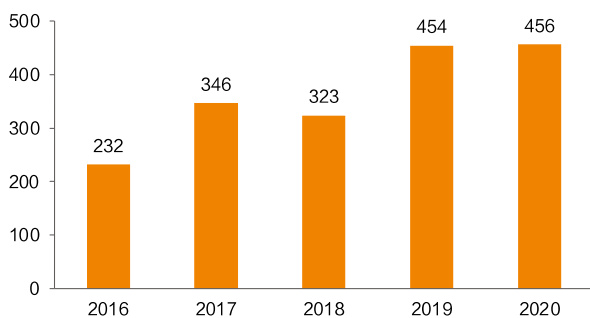
表 4：九大央企“十四五”期间新能源、光伏规划

	新能源装机 (万千瓦)	光伏装机 (万千瓦)
国家能源投资集团	7000-8000 (可再生)	2500-3000
中国华能	8000-1 亿	720-900
中国华电	1500 万千瓦	3000
国家电力投资集团	/	2800
中国大唐集团	/	2500-3000
三峡集团	5*1500 万千瓦	2954
中国广核集团	2000 万千瓦	2135
华润电力	/	455
国投电力	/	720-900

资料来源：阳光工匠光伏网、天风证券研究所

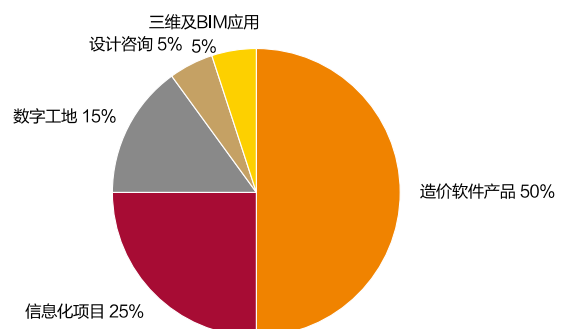
市场高景气度，电力工程造价软件龙头受益。理工环科依托子公司江西博微新技术提供电力信息化服务，其中电力工程造价软件覆盖发电、输电、变电、配电全生命周期。根据公司年报和投资者问答纪要，博微电力工程造价软件广泛运用于国家电网、南方电网、五大发电集团、中国电力建设集团、中国能源建设集团等电力工程相关单位，覆盖电力行业绝大部分用户。在 2020 年，电力造价软件按照电力行业内从业单位数量计算市占率在 80%，市占率第一，行业龙头地位稳固。同时在设计产品领域，公司在配电网设计占据第一的行业份额。随着电力工程建设规模扩大，公司相关业务也将随行业市场发展受益。

图 13：理工环科电力造价软件营收（百万元）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 14：博微新技术业务收入占比



资料来源：Wind、天风证券研究所

公司技术积累深厚，在电力信息化领域全面布局。在造价软件方面，公司推出新一代电力工程造价软件《博微电力工程建设计价通》，实现市场的全面覆盖。同时应用大数据、云计算、人工智能等技术同步孵化了电力工程造价云平台，实现了电力工程造价数据的云存储、云分享、云管理、云服务。光伏、核电造价产品则持续增长，扩大市场份额。在定制信息化方面，公司处于民营企业相对头部，在建设、设备、物资等业务口径具备深厚的信息化项目建设经验，项目范围延伸至能源大数据、充电桩管理、云接标等新项目，并将大数据、人工智能、BIM 技术全面应用于电力工程建设、物资管理等业务领域，契合两大电网数字化建设方向。在数字工地方面，公司积极拓宽业务，将 AI、三维 BIM 数字化技术与物联网、VR 仿真实等术进行融合，结合国网管理要求建立新一代数字工地管理平台，将工程三维模型与项目实施过程中的进度、安全、质量、技术、造价等管控要素结合，实现数据贯通共享，促进管理指挥体系与现场作业体系融合，实现电网施工项目可视化、精细化、智能化管理。在三维与 BIM 应用方面，公司自主研发的三维技术平台 D3station 逐渐成熟，基于该平台不断孵化各类三维应用类产品，如电力输变电工程三维评审平台、电力工程三维造价，在对应项目领域不断扩大市场份额，处于市场领先水平。

公司积极拓展业务可能性，聚焦新增长点。目前公司在数字工地、无人机和三维仿真应用投入较大，电网数字化过程中，以自主三维平台 D3station 为基础，以 BIM+AI+VR+物联网为支撑，以数字工地、辅助施工与辅助设计为主要方向，通过数字孪生的技术应用形成输电、变电、配电工程建设和运行的完整业务线。数字工地解决方案实现工程施工可视化智能管理，围绕施工过程管理，建立互联协同、智能生产、科学管理的施工项目信息化生态，并通过 AI、传感技术、VR 等技术应用，实现工程管理干系人与工程施工现场整合，提高人、设施、建筑交互的明确性、效率、灵活性和响应速度。无人机整体解决方案融合应用无人机飞控技术、自主图形平台、图像智能识别、数字孪生等技术，整合并升级现有多维度电网工程建设解决方案，实现电网工程关键业务环节应用。

表 5：无人机业务应用贯穿工程全过程

工程前期勘测	工程施工管控	工程验收	实景建模
<ul style="list-style-type: none"> 通过配网工程无人机航测应用平台，还原现状空间场景，规划勘测线路，建设项目需求勘测平台数据接口，实现规划数据在勘测 APP 的展现、编辑，最终形成精准、合理的勘测数据对接至设计软件。 	<ul style="list-style-type: none"> 利用无人机勘测数据或无人机航测规划数据，对接移动端开展无人机三方交桩复测。 安排无人机开展施工质量航拍和安全违章抽查工作，通过智能识别模型完成质量缺陷、安全违章识别研判及数量统计。 	<ul style="list-style-type: none"> 利用无人机对线路进行精准复勘、台账采集，形成自主巡检航线。 基于图像识别技术、单目测距算法计算杆塔高差。 通过平台对现场验收照片的溯点归源，实现施工质量缺陷研判以及施工物料编辑统计。 	<ul style="list-style-type: none"> 依据倾斜摄影航测区域及航拍要求，在航测系统上自主规划倾斜摄影航飞路线，同时设置航飞高度、速度、重叠率等参数，实现无人机自主航测拍照，并对接至实景建模软件，完成测区三维实景建模。

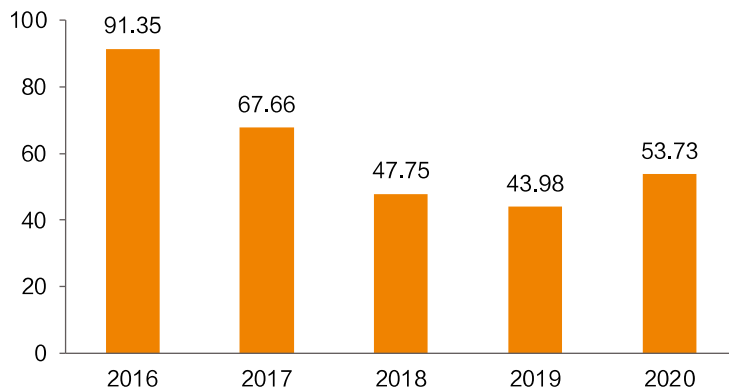
资料来源：Wind、天风证券研究所

2.2.2. 电力监测坚守自身基本盘，电网公司监测需求将落实

理工环科在电力监测行业有较悠久发展历史，主要提供电力高压设备在线监测产品的开发、生产和销售。主要产品包括智能变电站在线监测系统、变压器色谱在线监测系统、GIS 局部放电在线监测系统、输电线路在线监测系统等。电网在线监测设备广泛应用在变压器、开关、避雷器等一次设备上，为状态检修提供重要参数和理论依据，提高检修效率，实时了解设备的运行情况，从而减少电力系统突发事件，提高供电质量。

电力在线监测覆盖广，为感知层、平台层提供支持。公司在电力监测领域拥有覆盖发电、变电、输电环节的完整的电力在线监测产品体系，能够精准对接在国家电网三型两网建设中泛在电力物联网方案的感知层设备提供和平台层系统建设。在线监测产品能够为电网公司进一步赋能，监测全国乃至国外电力设备的运行状态，实现远程监控、远程预警、远程管理，打造成泛在电力物联网的重要组成部分。随着 2021 年 7 月国网基建部发文对 110 千伏及以上变压器必须配置在线监测系统要求的落实，电力在线监测设备大规模应用在即，电力在线监测市场前景进一步向好。

图 15：理工环科电力监测业务营收（百万元）



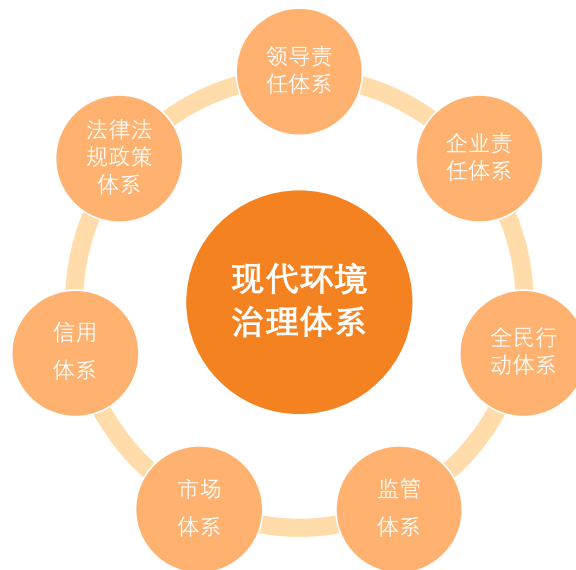
资料来源：公司公告、天风证券研究所

3. 顺应生态建设目标，环保监测运维赋能智慧

3.1. 生态建设政策落实，环保进入强监管

国家对环境治理建设向各社会主体提出新要求。从“十三五”时期开始，中央顶层设计对环境保护重视程度明显提高，环保相关政策文件发布密集，体现中央对环境治理的决心。2016年12月《“十三五”生态环境保护规划》明确“以提高环境质量为核心”。根据《关于构建现代环境治理体系的指导意见》，到2025年，我国要建立健全环境治理的领导责任体系、企业责任体系、全民行动体系、监管体系、市场体系、信用体系、法律法规政策体系。

图 16：构建现代环境治理体系



资料来源：《关于构建现代环境治理体系的指导意见》、天风证券研究所

针对大气领域污染防治，国务院、全国人大、生态环境部相继发布了《打赢蓝天保卫战三年行动计划》、《大气污染防治法》（第二次修订）、《蓝天保卫战量化问责规定》；针对水污染防治，环保部（生态环境部）、水利部、住建部相继发布《重点流域水污染防治规划（2016-2020年）》、《关于推动河长制从“有名”到“有实”的实施意见》、《城镇生活污水处理设施补短板强弱项实施方案》、《“十四五”城镇污水处理及资源化利用发展规划》。通过细化推出大气和水环境的治理文件，国家从全局到分部都对相关的环境治理做出了新的要求，确保了生态治理的整体规划能够在各个领域和环节都得到具体落实，最终取得良好成效。

表 6：近年大气治理、水环境治理相关文件

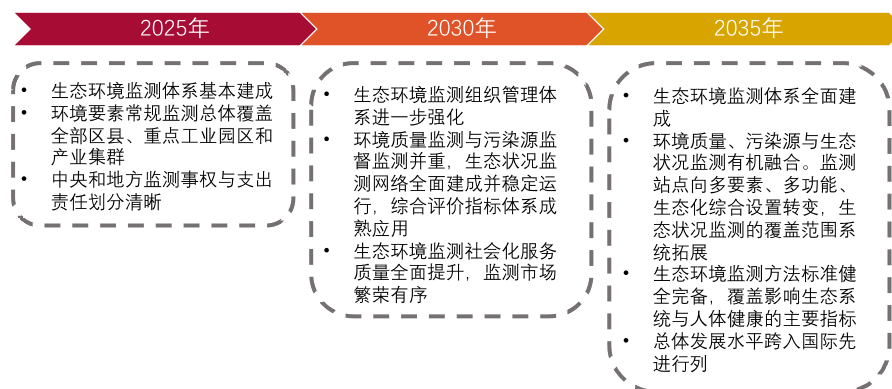
治理方向	年度	文件	相关内容
------	----	----	------

大气治理	2018	《打赢蓝天保卫战三年行动计划》	大幅减少主要大气污染物排放总量，协同减少温室气体排放，进一步明显降低细颗粒物（PM2.5）浓度，明显减少重污染天数，强调要深化工业污染治理，推进工业污染源全面达标排放，将烟气在线监测数据作为执法依据，加大超标处罚和联合惩戒力度，对未达标排放企业一律停产整治。
	2018	《大气污染防治法》（第二次修订）	修改大气污染防治过程中负责、监督和执法主管部门术语，明确大气污染防治的权责，确保相关责任的到落实。
	2019	《蓝天保卫战量化问责规定》	按照“季度告知、半年约谈、年度问责”的机制，对空气质量明显恶化的实施量化问责；对工作滞后、措施不力、大气污染明显反弹的城市，要持续传导压力，倒逼责任落实。
水环境治理	2017	《重点流域水污染防治规划（2016-2020年）》	明确了水污染防治的基本形式，对水环境质量改善提出总体要求，同时按照各污染源提出了对应污染防治的有效措施。
	2018	《关于推动河长制从“有名”到“有实”的实施意见》	加强落实河长制，使河长制达到预期效果，实现名实相符，取得实效。
	2020	《城镇生活污水处理设施补短板强弱项实施方案》	要求长三角地区和粤港澳大湾区城市、京津冀地区和长江干流沿线地级及以上城市、黄河流域省会城市、计划单列市生活污水处理设施全部达到一级A排放标准。
	2021	《“十四五”城镇污水处理及资源化利用发展规划》	提出加快补齐城镇污水收集处理、资源化利用和污泥处置设施短板，推进城镇污水管网全覆盖，提升设施处理能力。到2025年，全国城市生活污水集中收集率力争达到70%以上，城市污泥无害化处置率达到90%以上。

资料来源：生态环境部、全国人大、水利部、住建部、天风证券研究所

随着环保领域政策的密集出台，环保进入强建设和强监管时期。为了保障环境治理效果落实，中央也将生态环境审计督查重点纳入对地方考核之中，中央的检查压力也催生了环境监测行业的需求。2016年1月，中央环保督察组正式开展工作。2019年9月，生态环境部发布了《生态环境监测规划纲要（2020-2035年）》，提出分三个阶段构建生态环境状况综合评估体系。2021年3月1日《排污许可管理条例》实施，要求重点管理的排污单位要求安装在线监测设备，与主管部门监控设备联网。

图 17：三阶段构建生态环境状况综合评估体系



资料来源：生态环境监测规划纲要（2020-2035年），天风证券研究所

3.2. 环境监测责任上收，第三方监测运维业务扩张

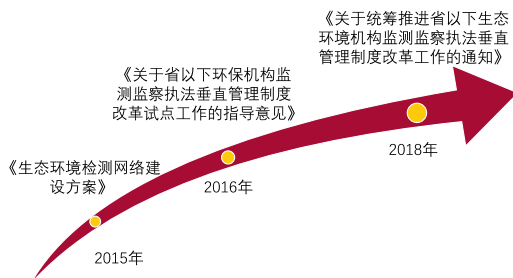
环境监测权上收环境监测总站，打破地方主义。2015年7月《生态环境检测网络建设方案》提出环境保护部适度上收环境监测事权。2016年，生态环境部发布了《关于省以下环保机构监测监察执法垂直管理制度改革试点工作的指导意见》，试点进行省级环保部门对全省环保工作统一监督，规划建设环境监测网络。2018年，《关于统筹推进省以下生态环境机构监测监察执法垂直管理制度改革工作的通知》要求到2019年3月底全面完成省级环保监测的垂直管理。对环境监测的垂直管理，打破了环保领域的地方保护主义。

环境监测总站委托业务，第三方机构运维管理。从“考核谁、谁监测”到实行“谁考核、

谁监测”的转变推动了监测模式的转变。为了降低运维成本，环境监测总站将环境监测业务进行外包，委托第三方机构代为开展工作。随着监事权上收逐步落地推广到位，我国的民营环境监测业务也不断扩张。

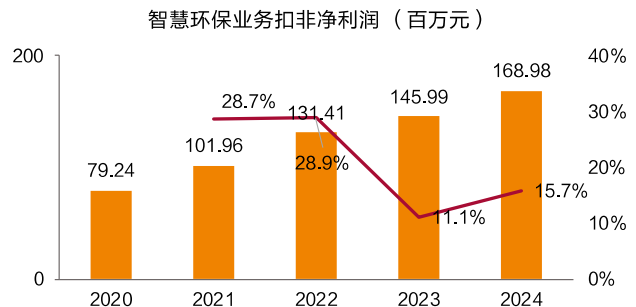
行业处于扩张阶段，享受行业红利。理工环科环保相关业务主要依托子公司尚洋环科（大气水质监测、运维）和湖南碧蓝（环境治理）开展，同时博微新技术正在研发环保信息化软件，统称智慧环境业务。在“十四五”期间，随着环保政策力度不断加强，行业景气度提升到新阶段，环境监测、环境治理、环保信息化等业务将随行业扩张共享高增长。根据公司第一期持股计划，尚洋环科相关业务需完成相应增长目标才能解锁股票，因此智慧环保业务具有更强的内驱动力。

图 18：环境监测权上收政策路径



资料来源：国务院办公厅、生态环境部、天风证券研究所

图 19：持股计划考核目标

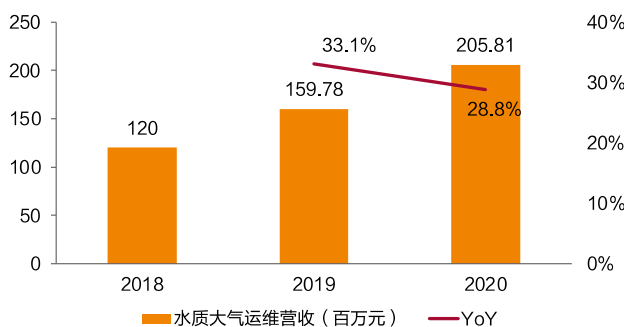


资料来源：公司公告、天风证券研究所

从监测到治理，子公司具备协同效应。尚洋环科成立于 2002 年 9 月，主营业务为地表水质在线监测系统、污染源在线监测系统、海洋环境监测系统，同时扩展大气在线监测预警、土壤和噪声预警系统、环境监测信息管理、智慧环保解决方案、VOCs 监测治理及环境监测分析仪器销售等方面，2015 年被理工环科战略重组成为全资子公司。湖南碧蓝成立于 2011 年，是一家专业从事土壤修复、废水治理、固废治理、农村环境综合整治、大气治理等环保行业的综合承包服务商，2016 年与理工环科战略重组。

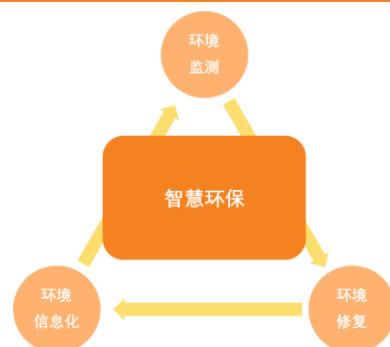
在智慧环保领域，公司持续积极开拓新业务。尚洋环科业务向智慧水务方向延伸，拓宽产业链，推出了智慧管网、智慧调度、智慧决策、水情监测与智慧水务云平台、排水监测与信息化等解决方案，公司年报显示水质大气运维营收增长速度较高，占比逐渐增大。

图 20：水质大气运维营收（百万元）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 21：“环境监测-环境修复-环境信息化”闭环



资料来源：公司公告、天风证券研究所

顺应双碳目标，公司布局环境信息化与碳监测。公司在现有 NDIR 吸收光谱法气体在线监测技术和气体流量以及温湿度监测技术及产品的基础上，开发满足碳排放监测有关标准和技术规范的碳排放在线监测系统。在碳排放交易市场化的未来趋势下，依托博微新技术强有力的信息化团队研发碳排放核算及管理方面信息化软件产品和服务，助力“碳达峰”、“碳中和”。通过支持环境信息化，公司贯通“环境监测-环境修复-环境信息化”全链条闭环，补全智慧环保领域板块布局。

4. 投资建议

近年来我国电网建设从智能电网阶段迈入新型电力系统建设阶段。在双碳目标的要求下，电力能源结构需要提升可再生能源发电占比，对电网维持电力平衡和调峰能力提出了更高的要求。为了满足不断发展的用电需求，电网公司正在面临深化智能化转型，承接电网安全稳定运行考验，为新能源接入电力系统提供保障，向能源互联网的最终目标迈进。

电网公司加快投资，电力公司也持续开发新能源项目，为电力造价软件带来强需求。公司在电力工程造价软件领域实现全面覆盖，业务板块完善，市占率高达 80%，同时深度布局定制信息化业务、数字工地业务、三维与 BIM 业务、无人机巡检业务等。同时公司电力监测业务历史悠久，拥有覆盖发电、变电、输电环节的完整的电力在线监测产品体系，精准对接国家电网泛在电力物联网方案的感知层设备和平台层系统需求，为电网公司进一步赋能。

同时，国家在环保领域持续加强监管力度，国家上收环境监测权、实现垂直管理，也使得监测模式有所转变，对第三方监测带来行业红利。公司在环保领域布局从环境监测到环境治理，水质大气运维业务营收增长迅速，同时正在积极开发环境信息化产品，预计将来能够贯通“环境监测-环境修复-环境信息化”全链条闭环，为智慧环保领域板块实现完整布局。

我们根据以下假设对理工环科进行盈利预测：

(1) 环境监测业务：国家环境监测事权上收逐步到位，随着国控、省控点位的更新周期，第三方监测运维机构业务能够得到较快放量，结合当前环境监测领域市场竞争态势，预计环境监测业务 2021-2023 年收入增速为 28.93%、28.80%、11.00%。随着市场竞争程度增大，环境监测业务单价预计有所波动，预计 2021-2023 年毛利率 36.0%、36.5%、36.5%。

(2) 软件销售业务：“双碳”目标逐步落实，未来催生电力系统建设需求，基于公司在电力造价软件的龙头地位和新能源造价软件的定额更新周期，预计公司软件销售业务 2021-2023 年收入增速为-0.5%、17.3%、16.4%。结合公司优化业务结构，大力发展数字工地、三维及 BIM 业务的倾向，预期毛利率维持在 2020 年水平，预计公司软件销售业务 2021-2023 年毛利率为 75.0%、76.0%、76.0%。

(3) 电力监测业务：随着新型电力系统的建设，在线电力监测设备将持续推广，预计公司电力监测业务 2021-2023 年收入增速为 20.0%、15.0%、15.0%。市场需求量扩大速度高于行业扩张速度，供需偏紧，毛利率有望维持在 2020 年水平，预计预计公司电力监测业务 2021-2023 年毛利率为 47.0%、47.0%、45.0%。

(4) 土壤治理业务：未来疫情影响逐步减小，环境治理政策进一步落实，湖南碧蓝业务向省外扩张，预计土壤治理业务 2021-2023 年收入增速有望达到 10.0%、8.0%、8.0%。子公司湖南碧蓝开展业务时间长，成本控制水平较高，预计土壤治理业务 2021-2023 年毛利率为 47.0%、47.0%、45.0%。

根据行业发展前景与公司自身业务优势，我们预计公司 2021-2023 年预计可实现营业收入 12.75、15.50、17.62 亿元，同比分别增长 12.1%、21.5%、13.7%；可实现归母净利润 2.12、2.66、3.20 亿元，同比分别增长-9.4%、25.6%、20.0%。

表 7：公司分业务预测

单位：百万元	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	841.9	995.9	1,005.3	1,137.7	1,275.2	1,549.7	1,761.6
YoY		18.30%	0.94%	13.16%	12.08%	21.49%	13.66%
营业总成本	297.3	418.0	409.6	495.0	573.5	703.0	793.8
毛利润	544.6	577.9	595.8	642.7	701.5	846.1	966.9
毛利率	64.7%	58.0%	59.3%	56.5%	55.0%	54.6%	54.9%
环保监测							

营业收入	207.7	419.2	309.2	408.6	526.8	678.5	753.2
YoY		102%	-26%	32%	28.93%	28.80%	11.00%
营业成本	123.6	253.6	201.6	264.4	338.4	435.9	483.8
毛利润	84.1	165.6	107.6	144.2	188.4	242.6	269.3
毛利率	40.5%	39.5%	34.8%	35.3%	36.0%	36.5%	36.5%
占业务比重	24.67%	42.17%	30.84%	35.99%	41.39%	43.87%	42.84%
软件销售							
营业收入	366.0	375.0	516.8	595.2	592.0	694.4	808.5
YoY		2.5%	37.8%	15.2%	-0.5%	17.3%	16.4%
成本	22.3	64.2	126.5	144.7	148.0	166.6	194.1
毛利润	343.7	310.8	390.3	450.4	444.0	527.7	614.5
毛利率	93.9%	82.9%	75.5%	75.7%	75.0%	76.0%	76.0%
占业务比重	43.47%	37.72%	51.55%	52.42%	46.52%	44.89%	45.99%
电力监测设备							
营业收入	96.8	52.4	84.9	90.4	108.5	124.8	143.5
YoY		-45.9%	62.0%	6.6%	20.0%	15.0%	15.0%
成本	54.4	30.2	44.0	48.7	57.5	66.1	78.9
毛利润	42.4	22.2	40.8	41.7	51.0	58.7	64.6
毛利率	43.8%	42.3%	48.1%	46.1%	47.0%	47.0%	45.0%
占业务比重	11.50%	5.27%	8.47%	7.97%	8.53%	8.07%	8.16%
土壤修复							
营业收入	148.5	122.7	91.7	41.2	45.3	48.9	52.8
YoY		-17.4%	-25.3%	-55.1%	10.0%	8.0%	8.0%
成本	86.8	60.9	37.5	37.1	27.2	31.8	34.4
毛利润	61.7	61.7	54.2	4.1	18.1	17.1	18.5
毛利率	43.8%	42.3%	48.1%	46.1%	47.0%	47.0%	45.0%
占业务比重	17.64%	12.34%	9.14%	3.63%	3.56%	3.16%	3.01%

资料来源：公司公告、天风证券研究所

注：因其他业务占业务比重较小，上表未单独展示。

我们采取相对 PE 估值法对公司进行估值。由于公司拥有能源业务和环保业务，我们在能源 IT 行业与环境监测行业各自选取有代表性的企业作为可比公司，具体标的选择为朗新科技、远光软件、力合科技、雪迪龙。可比公司 2022 年平均 PE 为 26.5 倍，我们给予公司 2022 年目标 PE26 倍，对应目标价 18.01 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 8：可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS			PE		
			2021	2022	2023	2021	2022	2023
300682.SZ	朗新科技	352.9	1.04	0.8	1.0	41.1	33.0	27.3
002063.SZ	远光软件	120.3	0.38	0.2	0.3	42.3	31.8	23.6
300800.SZ	力合科技	66.3	1.2	1.5	1.9	23.6	18.6	14.4
002658.SZ	雪迪龙	55.9	0.3	0.4	0.5	30.0	22.7	17.4

资料来源：Wind、天风证券研究所

注：盈利预测来自 Wind 一致预期，总市值取各公司 2022 年 1 月 13 日收盘市值

5. 风险提示

政策变更造成不利影响：公司两大业务行业对政策敏感度高，电力信息化、电力在线监测、环境监测等多项业务依赖国家主管部门或者两大电网公司政策进行市场教育，目前

公司多项业务的市场推进情况仍有待相关政策对市场客户提出要求。如果国家未来取消对软件产业的鼓励政策、电力基建投资放缓、电力企业信息化需求减少，将对智慧能源板块业务产生较大不利。如果国家环保政策，尤其是环境监测监控政策出现较大调整，可能对尚洋环科业务造成不利影响。

市场竞争程度超出预期：近年公司各业务行业都面对一定的市场竞争，如果未来其他公司看好相关市场前景，进入对应领域，将加剧领域内的市场竞争，可能对公司造成市场份额下降、产品或服务售价降低、盈利能力或盈利质量下降的影响。

技术发展不及预期：公司业务领域技术门槛高，对技术更新换代速度要求高。公司如果在研发方面未能投入足够资金，技术研发进度推进变缓，或者核心技术人员出现流失，则可能在产品推进速度落后于竞争对手，错过市场需求窗口期，造成竞争上的劣势。

商誉持续减值：公司因多起收购积累了较高商誉，若未来各主要全资子公司经营规模下滑或盈利能力未达预期，公司将存在大额商誉减值集中计提的风险，对公司盈利水平产生负面影响。

股价波动风险：公司目前流通市值较小，近期曾出现股价异动。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	428.58	395.98	975.00	963.95	1,007.82
应收票据及应收账款	508.27	383.60	711.58	631.53	842.02
预付账款	8.87	15.84	11.18	21.96	16.19
存货	250.10	231.70	417.43	356.76	491.67
其他	175.51	338.27	254.67	251.15	220.46
流动资产合计	1,371.33	1,365.39	2,369.86	2,225.35	2,578.16
长期股权投资	99.54	105.85	105.85	105.85	105.85
固定资产	280.85	428.77	427.78	426.64	427.82
在建工程	196.32	0.00	18.00	22.80	28.68
无形资产	47.28	44.81	37.02	29.23	21.43
其他	1,745.48	1,736.74	1,702.25	1,707.69	1,715.56
非流动资产合计	2,369.47	2,316.17	2,290.90	2,292.20	2,299.34
资产总计	3,740.81	3,681.56	4,660.76	4,517.55	4,877.50
短期借款	221.43	170.22	500.00	500.00	500.00
应付票据及应付账款	225.19	196.97	288.05	308.69	364.25
其他	307.50	226.41	435.82	240.46	514.24
流动负债合计	754.12	593.60	1,223.86	1,049.15	1,378.49
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	6.54	5.20	6.73	6.16	6.03
非流动负债合计	6.54	5.20	6.73	6.16	6.03
负债合计	760.66	598.80	1,230.59	1,055.31	1,384.52
少数股东权益	0.04	(0.01)	(0.13)	(0.28)	(0.43)
股本	396.66	396.66	384.50	384.50	384.50
资本公积	1,893.83	1,893.83	1,901.90	1,896.52	1,897.42
留存收益	2,897.09	3,000.91	3,045.80	3,078.03	3,108.91
其他	(2,207.48)	(2,208.64)	(1,901.90)	(1,896.52)	(1,897.42)
股东权益合计	2,980.15	3,082.75	3,430.17	3,462.25	3,492.98
负债和股东权益总计	3,740.81	3,681.56	4,660.76	4,517.55	4,877.50

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	311.34	234.02	212.16	266.36	319.67
折旧摊销	49.45	54.10	27.78	29.13	30.74
财务费用	14.69	8.94	5.66	9.19	8.96
投资损失	(14.22)	(45.83)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(69.25)	55.58	(132.84)	(82.64)	(26.70)
其它	2.43	71.48	(52.07)	(30.15)	(40.15)
经营活动现金流	294.44	378.30	60.69	191.88	292.51
资本支出	203.31	(61.10)	35.47	25.57	30.13
长期投资	88.80	6.31	0.00	0.00	0.00
其他	(332.46)	(162.31)	23.37	14.80	18.98
投资活动现金流	(40.35)	(217.11)	58.84	40.38	49.10
债权融资	221.43	170.22	500.00	500.00	500.00
股权融资	(57.51)	(3.99)	305.65	(13.96)	(7.46)
其他	(504.97)	(356.50)	(346.16)	(729.35)	(790.29)
筹资活动现金流	(341.05)	(190.27)	459.49	(243.31)	(297.75)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(86.96)	(29.08)	579.02	(11.05)	43.87

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,005.34	1,137.65	1,275.23	1,549.72	1,761.61
营业成本	409.57	494.99	572.27	701.88	792.76
营业税金及附加	10.32	11.04	12.71	15.50	17.62
营业费用	109.68	117.50	130.34	154.97	179.39
管理费用	86.80	94.82	109.38	131.73	149.22
研发费用	123.27	138.90	153.03	185.97	211.39
财务费用	8.36	3.43	5.66	9.19	8.96
资产减值损失	(30.98)	(68.34)	0.00	20.00	0.00
公允价值变动收益	63.07	(31.77)	(51.95)	(30.00)	(40.00)
投资净收益	14.22	45.83	0.00	0.00	0.00
其他	(132.15)	64.90	103.90	60.00	80.00
营业利润	343.18	266.36	239.88	300.49	362.28
营业外收入	0.05	0.09	0.19	0.11	0.13
营业外支出	2.44	3.88	3.16	3.16	3.40
利润总额	340.79	262.57	236.91	297.44	359.01
所得税	29.44	28.55	24.88	31.23	39.49
净利润	311.34	234.02	212.04	266.21	319.52
少数股东损益	(0.28)	(0.06)	(0.12)	(0.15)	(0.15)
归属于母公司净利润	311.62	234.08	212.16	266.36	319.67
每股收益(元)	0.81	1.03	0.55	0.69	0.83

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	0.94%	13.16%	12.09%	21.53%	13.67%
营业利润	24.11%	-22.38%	-9.94%	25.27%	20.56%
归属于母公司净利润	21.46%	-24.88%	-9.37%	25.55%	20.01%
获利能力					
毛利率	59.26%	56.49%	55.12%	54.71%	55.00%
净利率	31.00%	20.58%	16.64%	17.19%	18.15%
ROE	10.46%	7.59%	6.18%	7.69%	9.15%
ROIC	12.63%	9.38%	8.88%	10.42%	12.11%
偿债能力					
资产负债率	20.33%	16.26%	26.40%	23.36%	28.39%
净负债率	-6.95%	-7.32%	-13.85%	-13.40%	-14.54%
流动比率	1.82	2.30	1.94	2.12	1.87
速动比率	1.49	1.91	1.60	1.78	1.51
营运能力					
应收账款周转率	2.09	2.55	2.33	2.31	2.39
存货周转率	4.09	4.72	3.93	4.00	4.15
总资产周转率	0.28	0.31	0.31	0.34	0.38
每股指标(元)					
每股收益	0.81	1.03	0.55	0.69	0.83
每股经营现金流	0.77	0.98	0.16	0.50	0.76
每股净资产	7.75	8.02	8.92	9.01	9.09
估值比率					
市盈率	14.53	11.44	21.35	17.00	14.17
市净率	1.52	1.47	1.32	1.31	1.30
EV/EBITDA	7.84	6.92	13.75	11.20	9.41
EV/EBIT	8.62	7.66	15.31	12.25	10.19

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	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com