

东方园林 (002310.SZ)

建筑施工行业

评级：增持 维持评级

公司研究简报

市场价格(人民币)：34.47元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	554.99
总市值(百万元)	38,633.67
年内股价最高最低(元)	38.36/17.19
沪深300指数	3677.59
深证成指	12329.18



公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	1.329	0.642	0.514	0.728	0.805
每股净资产(元)	#DIV/0!	5.65	3.98	4.84	5.24
每股经营性现金流(元)	#DIV/0!	-0.30	-0.06	0.12	0.03
市盈率(倍)	24.46	28.76	67.07	47.35	42.82
行业优化市盈率(倍)	12.52	30.00	35.17	35.17	35.17
净利润增长率(%)	29.25%	-27.17%	-19.97%	46.52%	10.58%
净资产收益率(%)	17.35%	11.36%	8.61%	9.90%	10.11%
总股本(百万股)	669.26	1,008.71	1,008.71	1,043.34	1,043.34

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

■ 为把握环保行业景气度提升的机遇，公司拟通过连续并购快速推动向固废处理、水处理业务的拓展，公司整体的环保转型显著加速——

1) 固废领域和水处理领域空间巨大。据估算，今年我国危废产生量将达到4500万吨以上，但处理处置率非常低，危废产业年产值将超过1000亿元，而《水污染防治行动计划》发布后国家污水治理的要求进一步提高，据环保部测算此次水污染治理投入将达2万亿；

2) 公司早有转型环境工程业务的意图，并已形成一定积累。公司13年起就在大力拓展生态修复等和园林业务关联密切的环境工程类业务，与国内外多家知名机构签署合作备忘录或战略合作协议，人才优势亦十分突出；公司14年更进一步明确了水资源管理、水污染治理和水生态修复、水景观建设的“三位一体”生态综合治理理念；

3) 今年9月起公司大力推动并购加速环保业务拓展，在固废处理领域，分别拟以自有资金2000万元收购富阳市金源铜业100%股权，拟以14,160万元收购吴中固废80%股权，拟以146,400万元收购中能环保60%股权；在水处理领域，公司分别拟通过发行股份结合现金支付收购中山环保100%股权（交易对价95,000万元）及上海立源100%股权（交易对价32,462.46万元），以上交易共涉及约29亿元；

■ 海绵城市有望为公司的传统园林业务和环境工程业务都带来较大机遇。《关于推进海绵城市建设的指导意见》明确到2020年城市建成区20%以上的面积达到目标要求，到2030年城市建成区80%以上的面积达到目标要求，按所有城市成为海绵体进行测算，有关市场总量将达4万亿，成为中国经济“稳增长、调结构”的新引擎。海绵城市涉及的诸多工程类型正属于东方园林传统园林业务和新拓展的环境工程业务的领域。

投资建议

■ 预计公司2015-2017年将实现0.51元、0.73元、0.81元EPS，给与增持评级。

风险

■ 公司存在存货风险；并购可能面临的整合风险；新业务拓展面对的难以事前预料的风险。

刘晨辰 分析师 SAC 执业编号：S1130515080005
(8621)61356502
liuchenchen@gjzq.com.cn

孙鹏 分析师 SAC 执业编号：S1130513090001
(8621)60230248
sunp@gjzq.com.cn

贺国文 分析师 SAC 执业编号：S1130512040001
(8621)60230235
hegw@gjzq.com.cn

内容目录

公司业务基本情况简要回顾	3
未来看点：公司层面看环保转型，行业整体层面关注海绵城市	4
公司环保转型加速，以积极把握环保行业景气度提升的机遇	4
海绵城市建设为公司相关园林业务和环保业务带来重大机遇	7
投资建议	10
风险提示	10

图表目录

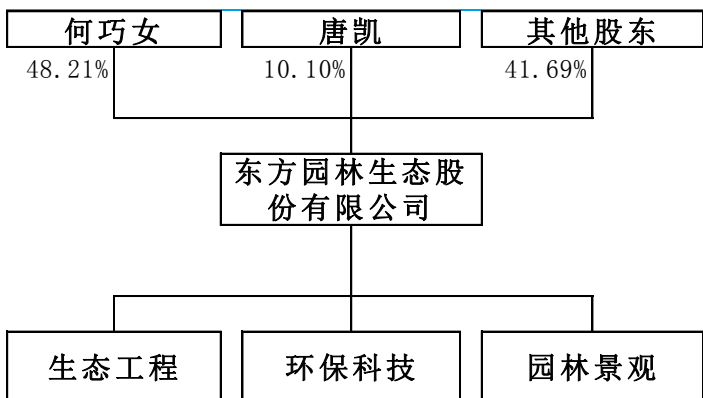
图表 1：东方园林公司架构一览	3
图表 2：公司各主要营收种类及占营收的比重一览	3
图表 3：公司历年营收&业绩增速回顾	3
图表 4：公司历年毛利率&净利率回顾	3
图表 5：公司历年主要费用率变动趋势一览	4
图表 6：公司上市后应收账款和存货增长趋势显著	4
图表 7：公司上市后净现金流主要靠融资而非经营维持	4
图表 8：水污染防治行动计划的影响	7
图表 9：海绵城市——低影响开发雨水系统构建途径	8
图表 10：年径流总量控制——传统模式 vs 海绵城市	9
图表 11：下沉式绿地	9
图表 12：渗透塘	9
图表 13：复杂型生物滞留设施	9
图表 14：简易型生物滞留设施	9

公司业务基本情况简要回顾

■ 公司概况——架构与业务

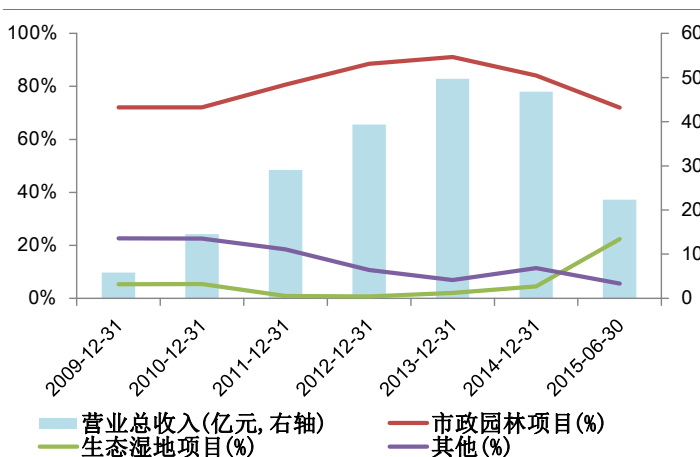
东方园林生态股份有限公司成立于 1992 年，是中国园林行业最早上市的企业，以及全球景观行业市值最大的公司，目前下辖生态、苗木、景观三大业务板块，致力于打造让城市风景更艺术的城市景观系统、让城市郊区更和谐的美丽城郊系统、让城市生态更平衡的城市水生态系统以及让城市环境更宜居的苗木产业园。

图表 1：东方园林公司架构一览



来源：根据 wind 资料整理

图表 2：公司各主要营收种类及占营收的比重一览

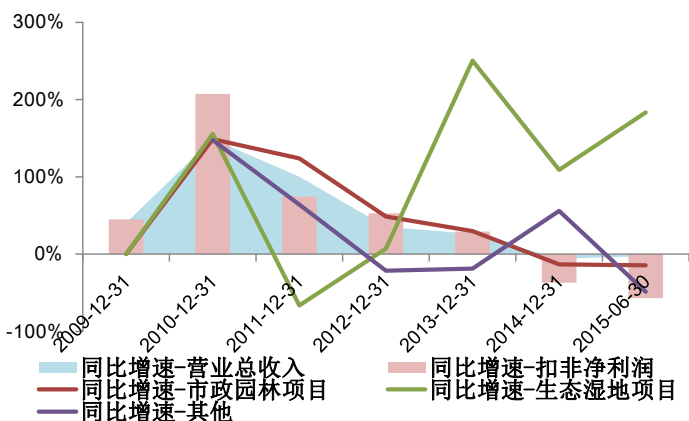


说明：“其他”包括地产景观项目、休闲度假项目、园林景观设计、苗木对外销售四个业务，因占比都较低我们在此予以合并；

■ 公司历年业绩情况回顾

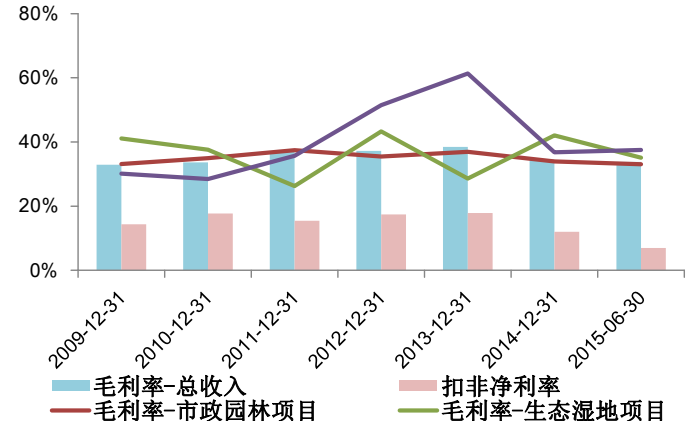
- 公司营收对市政园林项目依赖很大，导致公司以往总收入同比、扣非净利润同比都与市政园林业务同比显著同步，公司毛利率亦和市政园林业务毛利率非常接近，因而如公司短中期没有转型计划或转型无法及时兑现到业绩，市政园林业务整体趋势就会成为公司业绩变动趋势的主要影响因素，而一般而言市政园林业务除和整体性行业因素有关，公司自身的垫资实力更是影响公司市政园林业务增速的关键（因市政园林项目订单金额一般较大）。

图表 3：公司历年营收&业绩增速回顾



来源：根据 wind 数据整理。从行业角度出发，当年 4 万亿刺激后的基建高峰和公司 10-12 年的高增长关系很大。

图表 4：公司历年毛利率&净利率回顾

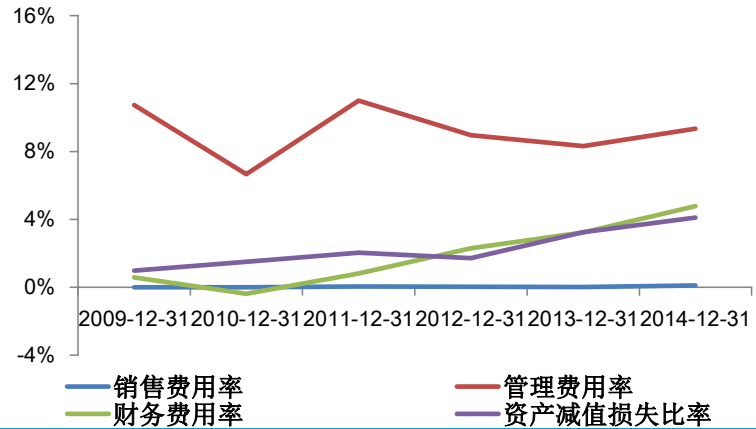


说明：“其他”包括地产景观项目、休闲度假项目、园林景观设计、苗木对外销售四个业务。

- 公司 12-14 年净利率的显著下滑是毛利率下滑和费用率提高共同导致的。从费用率变动情况看（见下图），公司除销售费用率常年维持在很低水平以外（这是由于市政园林订单金额大，因而确保营收所需的营销开支会更低），公司年度财务费用率、资产减值损失比率的整体上行趋势相当显著。财务费用率提升和公司资产负债率的整体上行趋势以

及负债结构变动有关（而负债率提升又和公司业务整体规模增长关系紧密），资产减值损失比率变动则和公司随营收增长存货+应收账款不断增加的情况相一致。

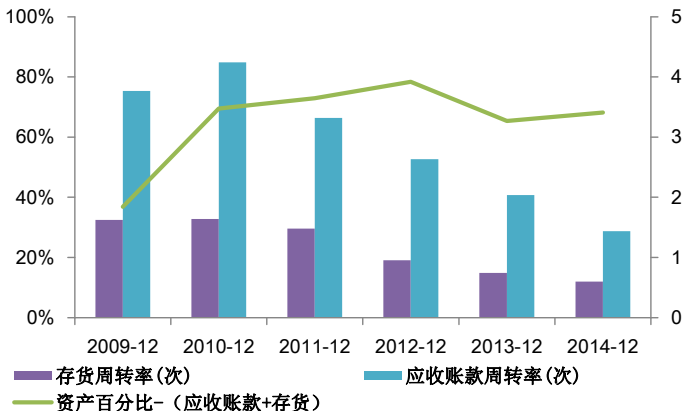
图表 5：公司历年主要费用率变动趋势一览



来源：根据 wind 信息整理

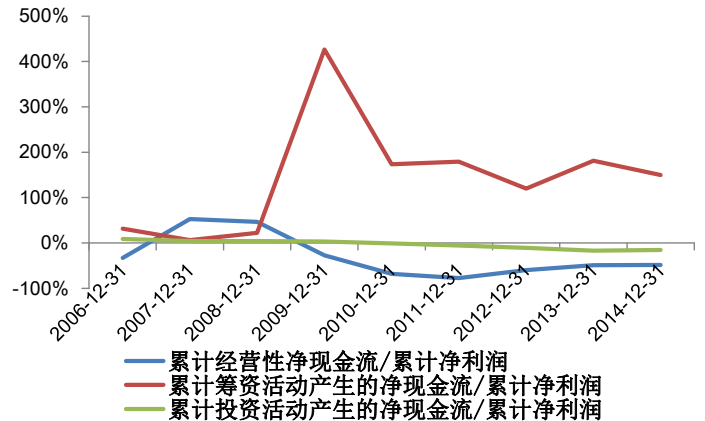
- 经营情况看，公司原有经营方式难以长期延续，改变经营方式或转型是公司未来追求持续增长的客观要求。公司经营方面财务数据显示，公司经营思路相对激进，因公司上市后应收账款和存货的增长是支持公司营收和业绩一度快速增长的主要动力，而公司则主要通过融资来解决这种增长模式带来的现金不足的问题，虽考虑到占公司营收绝大部分的市政园林项目的业主一般是工程款支付较有保障的政府，即便假设公司的这种追求增速的模式坏账风险相对可控，随公司规模增长到足够大的规模，资金也难免越来越成为公司维持原有增长模式甚至持续经营的瓶颈，于是对公司而言，改变原有经营模式，又或是转型，客观上就成为公司未来追求经营可持续的关键。

图表 6：公司上市后应收账款和存货增长趋势显著



来源：根据 wind 数据整理

图表 7：公司上市后净现金流主要靠融资而非经营维持



未来看点：公司层面看环保转型，行业整体层面关注海绵城市

公司环保转型加速，以积极把握环保行业景气度提升的机遇

- 与公司园林业务有一定关联的固废处理、水处理行业的景气度伴随国家对环保监管的不断加强处于景气度不断提升的状态，具体而言，13年6月两高司法解释首次明确提出环境污染犯罪的认定细则，15年实施的新环保法更是首次在立法层面确立了“保护环境是国家的基本国策”，在政府责任明确、违法排污惩罚力度、信息公开等方面提出了较高的要求。李克强总理

在今年两会政府工作报告时亦明确提出“环境污染是民生之患、民心之痛，要铁腕治理”，显示了政府治理环境的态度和决心，政府工作报告亦明确了今年全国碳排放及 4 项主要污染物的减排目标，并提出深入实施大气和水污染防治行动计划（“气十条”和“水十条”）、促进煤炭消费零增长、推广新能源汽车和环境污染第三方治理等具体举措，在这种背景下，公司近年来已将环保业务视为新业务拓展重点，并已形成一定积累。

■ **公司对环保转型早有布局，转型环保的意图越发明确，并已形成一定积累。**

- 1) 公司在 13 年年报中显示，公司生态业务板块自成立以来持续专注于水资源规划建设、水污染治理等生态环境修复技术的研发及其实际应用，公司生态业务板块组建的近 200 人的东方生态国际规划设计研究集团在国际已与在生态城市规划、水资源规划建设、水污染治理等方面水平领先的美国卡诺集团、北欧腾博艾瑞克森建筑规划设计有限公司、美国 Tetra Tech 公司签署了合作备忘录，将与其在水资源规划建设与水污染治理等方面开展广泛合作，在国内则已与中国科学院生态环境研究中心、中国水利水电科学研究院泥沙研究所、中国水利水电科学研究院水资源研究所等科研院所签署战略合作协议，与 10 多家科研院所及专业技术公司建立了战略合作伙伴关系，并与中国环境科学研究院、中国水利水电科学研究院、中国科学院水生生物研究所、中国科学院生态环境研究中心等科研院所的 4 位院士、9 位专家签订专家顾问服务合同或专家聘任协议书，这些院士、专家将在环境治理、流域治理、土壤修复等领域向公司提供专家顾问服务；13 年 11 月，公司承诺向清华大学教育基金会捐赠 600 万元，用于建立东方生态战略研究中心，促进生态环境的国际学术交流，实现产学研优势互补；13 年 12 月，公司与中国科学院生态研究所研究中心及相关院士签署协议，联合建立院士专家工作站；
- 2) 而公司 14 年年报显示，公司 14 年度继续景观业务生态化的战略转型，将生态修复业务融入景观工程业务，提出了水资源管理、水污染治理和水生态修复、水景观建设的“三位一体”生态综合治理理念，在生态品牌推广及生态技术研究合作方面取得较大进展。14 年度公司参与了盘县生态景观建设项目、武汉江夏项目、东胜生态产业园工程项目、徐矿集团矿山公园及工业遗址规划开发项目等重大项目的谈判，并根据不同项目的进展签署了框架协议、施工合同或参与了招投标工作；
- 3) 进一步，公司在 15 年中报显示，公司拥有的 EDSA-东方、东联设计、东方利禾等设计品牌已集合了一批顶尖设计师，能够提供水生态治理规划、水利工程设计、景观设计、生态城市规划、生态经济分析、土壤修复、矿山修复等多专业、全方位、一体化解决方案，景观生态板块组织架构已基本搭建完毕；而公司在今年 11 月收购中能环保多数股权的公告中更明确提出，公司将立足于自身传统竞争优势，首先发展与景观园林业务具有协同效应的生态园林业务，并逐步衍生、拓展至生态修复领域；在相关领域积累一定的技术及管理经验后，将通过自身扩张与并购重组相结合，围绕固废及土壤治理、水生态治理两大重点领域，全面布局大生态、大环保行业，最终成为能够“提供固废及土壤治理、水生态治理的全方位、一体化解决方案”的城市生态环保领导者；

■ **今年下半年起，公司通过连续并购获取多家环境工程类公司，共涉及资金 16.256 亿元，环保转型显著加速。**

■ **公司今年加速了对固废处理领域的布局。**

- 1) 危险废弃物是固废领域中对环境污染最为严重的一类，近年来国家对非法排放危险废弃物的惩罚力度不断加大，行业需求得到释放，进入成长前期阶段，据估算，今年我国危废产生量将达到 4500 万吨以上，但处理处置率非常低，危废产业年产值将超过 1000 亿元。
- 2) 今年 9 月 30 日，公司同时公告了两起收购，收购标的同为**固体废物处置业务**标的，合计交易总额 16,160 万元，东方园林通过这

两起收购能快速获得固废处理（尤其是危废处理）相关经营资质，环保业务布局进一步完善，这两起收购包括：

A) 以自有资金 2000 万元收购富阳市金源铜业 100% 的股权，且收购完成后公司将对金源铜业增资 1 亿元。金源铜业的主营业务为含铜危险废物及一般工业废物回收处理，即以含铜废物为原料通过阳极铜冶炼回收再利用，最终产出电解铜，实现危险废物资源化，目前正由于资金紧张，导致其近两年日常经营难以有效正常开展，但公司固废处置及资源再生的生产线完整、相关设备完好，且其拥有的固废处置相关的环保类特许经营许可具有稀缺性。金源铜业的主要资质有江西省环境保护厅在 2013 年 10 月 30 日颁发的《危险废物经营许可证》，由杭州市安全生产监督管理局在 2014 年 3 月 4 日颁发的《安全生产标准化三级企业证书》；

B) 以自有资金人民币 14,160 万元收购吴中区固体废弃物处理有限公司（吴中固废）80% 的股权，收购完成后，东方园林及吴中固废其他股东还将同比例对吴中固废增资 5000 万元。吴中固废主要从事危险废物焚烧处理业务，辅以线路板处理及一般工业固体废物处理，公司着眼于吴中区内，业务已覆盖苏州市内，拥有的主要资质为江苏省环境保护厅在 2015 年 4 月颁发的《危险废物经营许可证》；

3) 今年 11 月 11 日，公司再次公告，拟以自有资金 146,400 万元收购兼并固废处置及资源再生领域的申能环保 60% 股权，因申能环保 2014 年营收对东方园林同期营收占比达 52.73%，本次交易构成重大资产重组。申能环保是一家从事固体废物无害化处置及资源化利用的环保型企业，其主营业务为含金属危险废物无害化处置以及再生金属资源化回收与销售业务，主要服务于冶炼、铸造、加工、电镀行业产生的废渣、废泥、废灰等固体废物处置，并在无害化处置固体废物的同时，富集、回收其中的各类金属（铜、金、银、钨、锡、镍等），生产出合金金属，并伴生水渣及熔炼渣等副产品。技术上，公司的“多金属危险固废综合利用技术与装备”被鉴定为具有国际先进水平，目前申能环保的“年再生利用废铜 20 万吨示范工程及其配套工程项目”正参与评选“国家资源再生利用重大示范工程”，本次交易能够帮助东方园林更快、更平稳地获得该领域的技术优势、人才储备优势和品牌地位；

■ **公司亦通过并购显著加速对水处理领域的布局。**随国家对节能环保行业投资力度的加大，我国污水处理能力明显提升，据国家统计局数据，2010-2014 年，我国城镇污水处理厂数量由 2496 座增加至 3362 座，污水处理能力由 1.25 亿立方米提高至 1.60 亿立方米，但同期我国污水排放量却由 617.30 亿立方米上升至 716.2 亿立方米，远高于污水处理厂处理污水量，污水处理规模与污水排放规模之间仍存在较大缺口。今年 4 月，国务院印发《水污染防治行动计划》，要求污水处理的收集率和处理率必须进一步提高，加上经济发展带来的总排量增加，相应污水处理市场的容量将进一步增加，根据环保部测算的此次水污染治理投入达 2 万亿。

图表 8: 水污染防治行动计划的影响

标准更严格	对全国污水处理行业提高污水排放标准，普遍提高到国家一级A标准；
污水收集处理率提高	到2017年，直辖市、省会城市、计划单列市建成区污水基本实现全收集、全处理，其他地级城市建成区于2020年底前基本实现；
大力发展环保产业	推进先进适用的节水、治污、修复技术和装备产业化发展。鼓励发展包括系统设计、设备成套、工程施工、调试运行、维护管理的环保服务总承包模式、政府和社会资本合作模式等。以污水、垃圾处理和工业园区为重点，推行环境污染第三方治理；
促进多元融资	鼓励社会资本加大水环境保护投入；
强化科技支撑	加快技术成果推广应用，重点推广饮用水净化、节水、水污染治理及循环利用、城市雨水收集利用、再生水安全回用、水生态修复、畜禽养殖污染防治等适用技术；
完善收费政策、健全税收政策	修订城镇污水处理费、排污费、水资源费征收管理办法，合理提高征收标准，做到应收尽收。城镇污水处理收费标准不应低于污水处理和污泥处理处置成本。依法落实环境保护、节能节水、资源综合利用等方面税收优惠政策；
处罚更严厉	配合2015年1月1日正式实施的新环境保护法，对环境违法行为，进行更加严厉处罚。对排污企业可连日处罚，污染严重可获刑责；

来源：国金证券研究所

公司 12 月 5 日公告显示拟通过发行股份及支付现金相结合的方式，收购中山环保 100% 股权，支付交易对价 95,000 万元（以发行股份方式支付 61,750 万元，以现金支付 33,250 万元），同时公司还拟收购上海立源 100% 股权，支付交易对价 32,462.46 万元（以发行股份方式支付 10,862.46 万元、以现金方式支付 21,600.00 万元）。两笔交易涉及的总额度为 127462.46 万元。本次水处理领域的并购完成后，公司将完善在生态修复、保护和美化领域的完整产业链，为公司生态环保业务快速发展奠定良好的基础，同时，东方园林整合中山环保、上海立源的技术储备、客户资源和区域优势之后，有助于实现双方客户资源共享和技术储备融合，并共同开发互补领域，为客户提供更为丰富的产品和服务及整体解决方案，将大幅增强公司在水处理行业的综合竞争优势。

- 1) 中山环保主营业务主要包括承接水污染防治工程、市政工程、建筑工程、环境污染治理设施运营，为城市提供生活污水处理、工业污水处理及生活垃圾填埋等工程服务，自 1987 年成立至今已有近 30 年的污水治理经验，现已形成 35 项污水处理专利，并获得多项环境治理资质认证；
- 2) 上海立源是一家专业从事水处理系统研发、设计、生产及销售的企业，主要产品为水处理系统，主要服务于市政给水处理、工业给水处理及工业污水处理等领域。公司成立以来以水处理系统设计为切入口，现已形成集咨询设计、系统集成、设备供应、安装调试于一体的水处理系统业务产业链。

海绵城市建设为公司相关园林业务和环保业务带来重大机遇

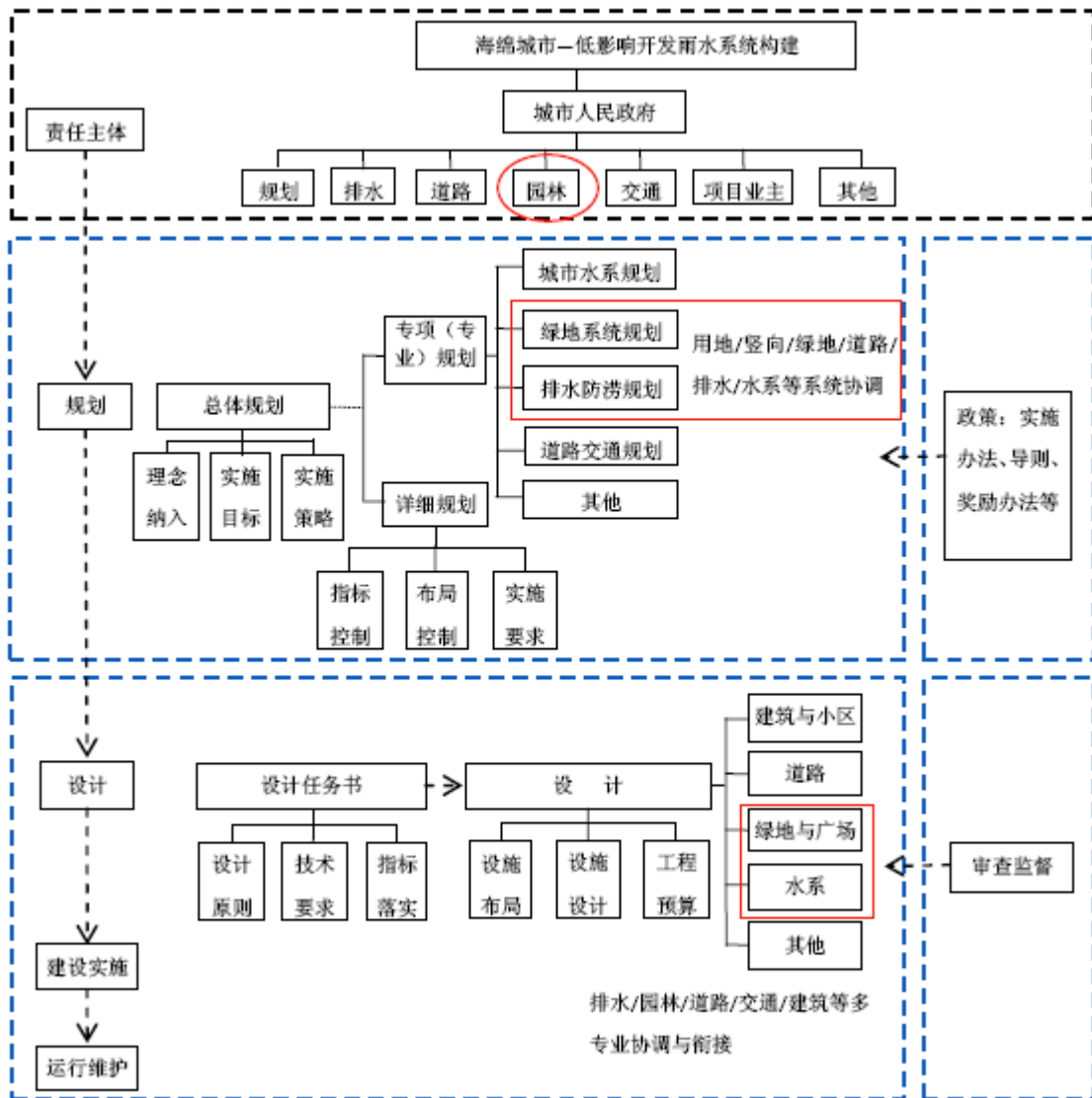
- 海绵城市也可称之为“水弹性城市”，是新一代城市雨洪管理概念，指城市在适应环境变化和应对雨水带来的自然灾害等方面具有良好的“弹性”，下雨时能做到吸水、蓄水、渗水、净水，需要时能将蓄存的水“释放”并加以利用。近年来，中国城市内涝灾害频发，繁华大城市“一下雨就看海”，为此国务院办公厅印发《关于推进海绵城市建设的指导意见》，明确通过海绵城市建设，最大限度地减少城市开发建设对生态环境的影响，将 70% 的降雨就地消纳和利用；到 2020 年，城市建成区 20% 以上的面积达到目标要求；到 2030 年，城市建成区 80% 以上的面积达到目标要求。海绵城市建设一方面成为解决城市化快速发展带来的城市内涝、水资源稀缺等问题的重要手段，另一方面由其带来的排水防涝设施、城镇污水管网建设、雨水收集利用设施、污水再生利用等配套基础设施建设，**按所有城市成为海**

绵体进行测算，海绵城市建设有关市场总量达 4 万亿，成为中国经济“稳增长、调结构”的新引擎。

■ 海绵城市的建设途径主要有以下几方面——

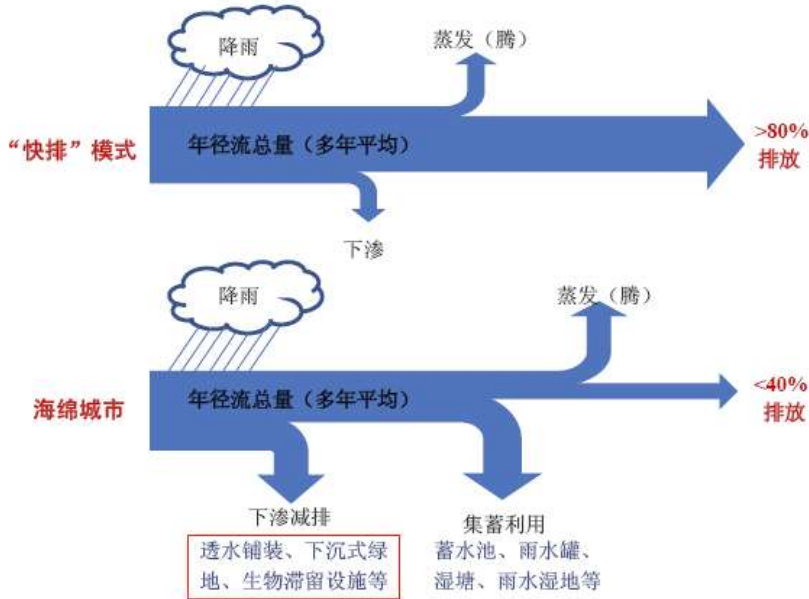
- 1) **对城市原有生态系统的保护**，最大限度地保护原有的河流、湖泊、湿地、坑塘、沟渠等水生态敏感区，留有足够涵养水源、应对较大强度降雨的林地、草地、湖泊、湿地，维持城市开发前的自然水文特征，这是海绵城市建设的基本要求；
- 2) **生态恢复和修复**，对传统粗放式城市建设模式下，已经受到破坏的水体和其他自然环境，运用生态的手段进行恢复和修复，并维持一定比例的生态空间；
- 3) **低影响开发**，按照对城市生态环境影响最低的开发建设理念，合理控制开发强度，在城市中保留足够的生态用地，控制城市不透水面积比例，最大限度的减少对城市原有水生态环境的破坏，同时，根据需求适当开挖河湖沟渠、增加水域面积，促进雨水的积存、渗透和净化；

图表 9：海绵城市——低影响开发雨水系统构建途径



来源：住房和城乡建设部《海绵城市建设技术指南》

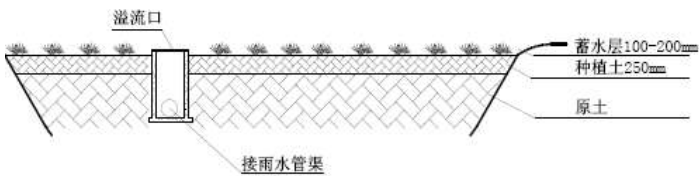
图表 10: 年径流总量控制——传统模式 vs 海绵城市



来源：住房和城乡建设部《海绵城市建设技术指南》

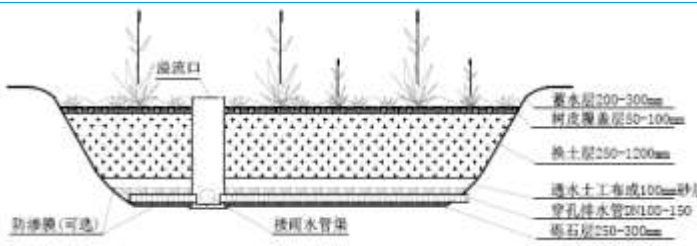
- 城市绿地是建设海绵城市、构建低影响开发雨水系统的重要场地。住房和城乡建设部《海绵城市建设技术指南》中的“规划中低影响开发控制目标的落实”亦对城市绿地系统专项进行了明确规划，要求：1) 不同类型绿地的低影响开发控制目标和指标；2) 合理确定城市绿地系统低影响开发设施的规模和布局；3) 城市绿地应与周边汇水区域有效衔接；4) 应符合园林植物种植及园林绿化养护管理技术要求；5) 合理设置预处理设施；6) 充分利用多功能调蓄设施调控排放径流雨水。
- 东方园林作为我国最早上市、市值最大的园林公司，在园林业务方面有深厚积累；加之公司今年加速拓展和生态修复关系紧密的固废处理、水处理相关业务后海绵城市建设相关的服务能力更加全面，同时公司以往有一定 PPP 项目经验，并有产业基金辅助，这都让公司更有可能成为海绵城市建设最先受益的标的之一。和公司业务紧密相关海绵城市建设典型设施包括下沉式绿地、生物滞留设施、渗透塘等多种。

图表 11: 下沉式绿地



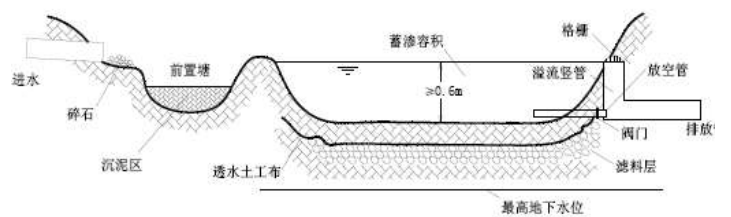
来源：住房和城乡建设部《海绵城市建设技术指南》

图表 13: 复杂型生物滞留设施

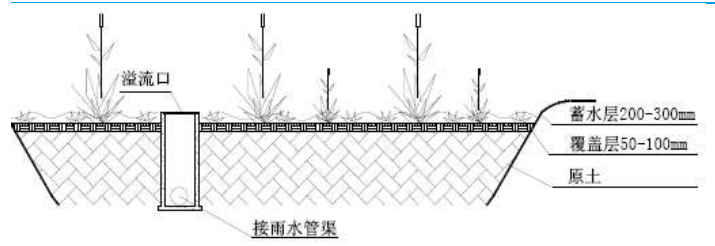


来源：住房和城乡建设部《海绵城市建设技术指南》

图表 12: 渗透塘



图表 14: 简易型生物滞留设施



投资建议

- 预计公司 2015-2017 年将实现 0.51 元、0.73 元、0.81 元 EPS，给与公司增持评级。

风险提示

- 公司存在存货风险，以及转型面临的整合风险和其他未知风险；

附录：三张报表摘要

损益表（人民币百万元）

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	3,938	4,974	4,680	4,931	7,792	8,921
增长率		26.3%	-5.9%	5.4%	58.0%	14.5%
主营业务成本	-2,472	-3,062	-3,060	-3,199	-5,258	-6,086
% 销售收入	62.8%	61.6%	65.4%	64.9%	67.5%	68.2%
毛利	1,466	1,912	1,620	1,733	2,534	2,835
% 销售收入	37.2%	38.4%	34.6%	35.1%	32.5%	31.8%
营业税金及附加	-130	-153	-139	-148	-195	-223
% 销售收入	3.3%	3.1%	3.0%	3.0%	2.5%	2.5%
营业费用	-1	-1	-5	-7	-12	-13
% 销售收入	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
管理费用	-353	-414	-438	-740	-1,052	-1,222
% 销售收入	9.0%	8.3%	9.3%	15.0%	13.5%	13.7%
息税前利润 (EBIT)	982	1,345	1,038	838	1,276	1,376
% 销售收入	24.9%	27.0%	22.2%	17.0%	16.4%	15.4%
财务费用	-91	-160	-223	-121	-81	-53
% 销售收入	2.3%	3.2%	4.8%	2.5%	1.0%	0.6%
资产减值损失	-67	-162	-192	-147	-172	-187
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	103	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	14.2%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	824	1,023	725	569	1,023	1,136
营业利润率	20.9%	20.6%	15.5%	11.5%	13.1%	12.7%
营业外收支	2	1	0	55	2	2
税前利润	826	1,024	725	624	1,024	1,138
利润率	21.0%	20.6%	15.5%	12.7%	13.1%	12.8%
所得税	-136	-125	-82	-103	-169	-188
所得税率	16.4%	12.2%	11.3%	16.5%	16.5%	16.5%
净利润	690	899	643	521	855	950
少数股东损益	2	10	-5	3	96	110
归属于母公司的净利润	688	889	648	518	760	840
净利率	17.5%	17.9%	13.8%	10.5%	9.7%	9.4%

现金流量表（人民币百万元）

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	690	899	643	521	855	950
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	84	186	217	165	192	208
非经营收益	98	143	114	109	148	122
营运资金变动	-1,123	-1,491	-1,278	-893	-1,010	-1,231
经营活动现金净流	-251	-263	-303	-96	186	49
资本开支	-120	-251	-83	-14	-14	-14
投资	0	0	29	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-120	-251	-54	-14	-14	-14
股权募资	61	1,604	52	0	1,100	0
债权募资	660	1,496	312	1,076	-500	-300
其他	-439	-491	-192	-127	-346	-330
筹资活动现金净流	282	2,610	172	949	253	-630
现金净流量	-89	2,095	-186	839	426	-594

来源：国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	1,120	3,491	3,203	4,041	4,467	3,872
应收款项	1,781	3,296	3,617	4,238	5,835	6,975
存货	3,562	4,687	5,535	5,609	8,066	9,837
其他流动资产	119	23	43	144	237	274
流动资产	6,582	11,496	12,397	14,032	18,605	20,959
% 总资产	97.6%	95.8%	94.9%	95.4%	96.5%	96.9%
长期投资	3	3	3	3	3	3
固定资产	44	357	429	425	419	413
% 总资产	0.7%	3.0%	3.3%	2.9%	2.2%	1.9%
无形资产	79	82	159	213	213	213
非流动资产	165	503	668	682	677	671
% 总资产	2.4%	4.2%	5.1%	4.6%	3.5%	3.1%
资产总计	6,747	12,000	13,066	14,713	19,282	21,630
短期借款	1,344	1,969	1,274	2,350	1,850	1,550
应付款项	2,136	3,298	3,462	3,758	6,753	8,484
其他流动负债	576	955	948	899	1,143	1,236
流动负债	4,056	6,222	5,685	7,007	9,747	11,271
长期贷款	0	124	170	170	170	170
其他长期负债	0	500	1,491	1,491	1,491	1,491
负债	4,056	6,846	7,346	8,668	11,488	13,092
普通股股东权益	2,671	5,125	5,700	6,022	7,675	8,309
少数股东权益	20	28	20	23	119	229
负债股东权益合计	6,747	12,000	13,066	14,713	19,282	21,630

比率分析

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益	2.283	1.329	0.642	0.514	0.728	0.805
每股净资产	#DIV/0!	#DIV/0!	5.651	3.980	4.841	5.241
每股经营现金净流	#DIV/0!	#DIV/0!	-0.301	-0.064	0.117	0.031
每股股利	0.200	0.000	0.230	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	25.77%	17.35%	11.36%	8.61%	9.90%	10.11%
总资产收益率	10.20%	7.41%	4.96%	3.52%	3.94%	3.88%
投入资本收益率	20.33%	15.24%	10.64%	6.96%	9.42%	9.78%
增长率						
主营业务收入增长率	35.33%	26.29%	-5.91%	5.38%	58.00%	14.49%
EBIT 增长率	48.60%	36.94%	-22.79%	-19.32%	52.30%	7.88%
净利润增长率	53.01%	29.25%	-27.17%	-19.97%	46.52%	10.58%
总资产增长率	N/A	77.84%	8.89%	12.61%	31.05%	12.18%
资产管理能力						
应收账款周转天数	80.0	179.1	254.4	320.0	280.0	295.0
存货周转天数	263.0	491.7	609.7	640.0	560.0	590.0
应付账款周转天数	104.9	218.3	278.8	300.0	340.0	380.0
固定资产周转天数	4.1	3.3	3.4	2.9	1.6	1.1
偿债能力						
净负债/股东权益	8.34%	-17.41%	-4.67%	-0.50%	-12.26%	-7.74%
EBIT 利息保障倍数	10.8	8.4	4.6	6.9	15.8	25.9
资产负债率	60.12%	57.05%	56.22%	58.91%	59.16%	59.79%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD