

南海发展 (600323.SH)**燃气水务行业**

评级：买入 维持评级

公司研究

市价（人民币）：9.75元

低估值的价值防御型品种**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)	325.28
总市值(百万元)	3,171.50
年内股价最高最低(元)	14.44/9.69
沪深 300 指数	2901.22
上证指数	2612.19

**公司基本情况(人民币)**

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.382	2.059	0.520	0.665	0.849
每股净资产(元)	3.72	5.63	5.25	6.52	7.24
每股经营性现金流(元)	0.80	0.83	0.02	1.05	1.26
市盈率(倍)	31.75	8.00	21.64	16.93	13.25
行业优化市盈率(倍)	53.57	50.01	42.16	42.16	42.16
净利润增长率(%)	8.15%	438.90%	-69.70%	50.58%	27.69%
净资产收益率(%)	10.28%	36.59%	9.91%	10.19%	11.72%
总股本(百万股)	271.07	271.07	325.28	383.08	383.08

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **定向增发和收购燃气公司股权打开未来成长空间：**本次定增后，南海公资委通过供水集团持有公司股权比例将由 28.24% 提升至接近 40%；并且收购燃气发展公司 25% 股权后的两年内，公司有望进一步通过资本运作获得其控股权。我们认为这都表明了大股东对于公司的支持，以及确定了公司作为当地公用事业上市平台的地位，有望打开未来资本运作的空间。
- **业绩确定性强，未来燃气业务增厚业绩明显：**
 - ◆ 目前南海垃圾发电二厂已建设完工，并且已经试运营 3 个多月；一厂的改扩建 BOT 合同已签，并开始前期准备。因此我们认为短期 1-2 年内随着新建项目的陆续投产，并且考虑到权益的提升，公司的业绩成长相对确定。
 - ◆ 公司已与公资委签订协议，约定在公司收购南海燃气发展公司股权后的两年内，将通过增资或受让股权的方式使公司的持股比例达到 51% 以上，成为南海燃气发展公司的实际控股方，届时将明显增厚公司业绩。
- **低估值确保安全边际，稳增长期待估值修复：**我们对于南海发展的观点首先是目前的低估值确保了足够的安全边际，而考虑到公司未来业绩的稳定增长以及大股东的支持，其估值水平理应向行业平均水平靠拢，因此我们认为在目前的估值水平下，公司是良好的估值修复品种，建议积极配置。

投资建议

- 预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.520 元、0.665 元和 0.849 元，目前股价对应 19X11PE 和 15X12PE，这一估值水平，与市场其他区域型环保运营企业相比我们认为明显偏低。
- 考虑到公司未来业绩的稳定增长以及大股东的支持，其估值水平理应向行业平均水平靠拢，给予行业平均估值水平 25X11PE 和 20X12PE，目标价 13.00-13.30 元。

风险

- 公司项目能否如期投入运营，以及继续收购燃气公司股权的进度是否符合预期。

赵乾明 分析师 SAC 执业编号：S1130511030017
(8621)61038263
zhaoqm@gjzq.com.cn

邬煜 联系人
(8621)61038200
wuyu@gjzq.com.cn

内容目录

定向增发和收购燃气公司股权打开成长空间	3
定增方案概述	3
收购燃气公司股权概述	3
大股东支持力度明显，当地公用事业上市平台地位展现	4
低估值、稳增长：估值修复待可期	6
业绩确定性强，未来燃气业务增厚业绩明显	6
低估值确保安全边际，稳增长期待估值修复	7
附录：公司水务资产概述	8
附录：三张报表预测摘要	9

图表目录

图表 1：本次募集资金使用计划	3
图表 2：发行前公司股权结构图	3
图表 3：绿电公司业务情况及规划	5
图表 4：2008-2011H 燃气公司收入和净利润情况	6
图表 5：2009-2011H 燃气公司营业利润和利润率情况	6
图表 6：垃圾处理业务盈利预测	6
图表 7：水务公司估值表	7
图表 8：公司及南海区水厂统计	8
图表 9：公司目前拥有的污水处理厂项目统计	8

定向增发和收购燃气公司股权打开成长空间

定增方案概述

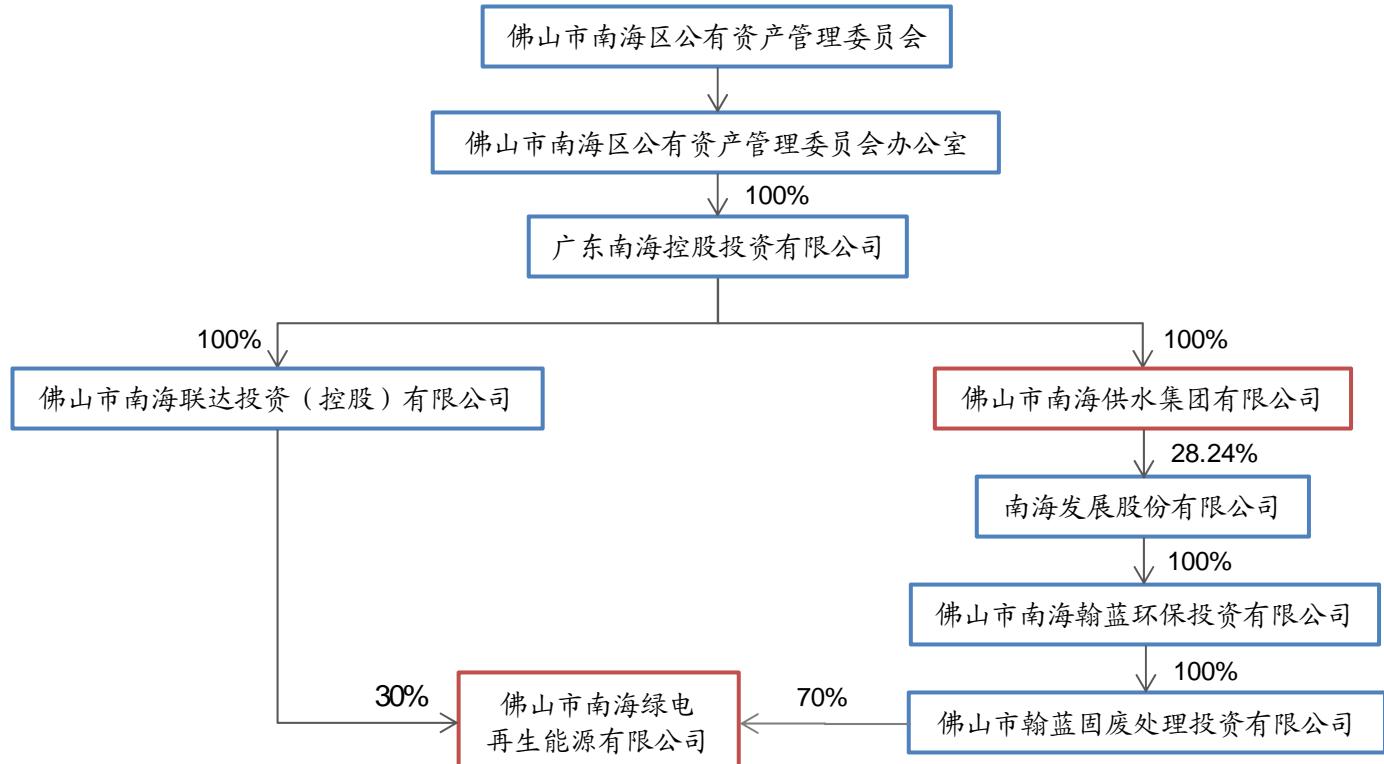
- 2011年8月24日，公司发布非公开发行A股股票预案，计划募集资金59996.40万元，拟用于收购间接控股的子公司佛山市南海绿电再生能源有限公司30%的股权和佛山南海桂城水厂整体迁移项目。
 - ◆ 本次非公开发行的特定对象为公司控股股东供水集团的母公司广东南海控股投资有限公司，其将以现金认购本次非公开发行的股票，锁定期36个月。
 - ◆ 本次向特定对象非公开发行A股股票5780万股，发行价格为定价基准日前二十个交易日股票交易均价的百分之九十，即10.38元/股。
 - ◆ 本次非公开发行A股股票募集资金总额为59996.40万元，预计发行费用1296万元，扣除发行费用后的募集资金净额拟用于收购间接控股的子公司佛山市南海绿电再生能源有限公司30%的股权和桂城水厂整体迁移项目。
 - ◆ 本次非公开发行预案及相关事宜已经过董事会审议通过，尚需公司股东大会、广东省国资委和证监会核准。

图表1：本次募集资金使用计划

项目	投资总额（万元）	拟使用募集资金（万元）
收购绿电公司30%股权项目	24079.63	24079.63
佛山南海桂城水厂整体迁移项目	131786.52	34620.77
总计	155866.15	58700.40

来源：公司公告，国金证券研究所

图表2：发行前公司股权结构图



来源：公司公告，国金证券研究所

收购燃气公司股权概述

- 2011年9月9日，公司董事会审议并通过了《关于购买佛山市南海燃气发展有限公司25%股权的议案》，拟向南海燃气发展公司的第二大外资股东收购其持有的25%股权。
 - ◆ 南海燃气发展有限公司是佛山市南海燃气总公司和GOOD TRADE LIMITED设立的中外合资企业，其中南海燃气总公司持股75%，外资持股25%。
 - ◆ 南海燃气发展公司业务涉及管道石油气、管道天然气和液化石油气的供应和相关配套业务、燃气工程的技术咨询和信息服务。
 - ◆ 目前南海燃气发展公司拥有3000立方米储配库1座、1000吨级专用码头1个、液化石油气充装站和气化站各2个、管网调压计量站4个、电召服务中心1个、规范的瓶装气配送点22个。
 - ◆ 截至今年上半年，南海燃气发展公司已经累计铺设埋地燃气管网780多公里，在用的管道气用户10万多户，瓶装气用户13万户。
- 9月9日的董事会同时审议通过了《关于与佛山市南海区公有资产管理办公室签署关于佛山市南海燃气发展有限公司战略发展协议的公告》。
 - ◆ 协议约定在公司收购股权后的两年内，公司根据实际情况有权决定单方面向燃气发展公司增资，或者向其大股东受让股权，以使公司的持股比例达到51%以上，作为本次收购25%股权的前提条件。
 - ◆ 公资办将敦促佛山市南海燃气总公司应公司的要求，在合理的期限内签署一切必要文件及/或作出一切必要行动，否则，导致公司无法取得燃气发展公司控股权的，佛山市南海燃气总公司应支付公司5000万元违约金。
 - ◆ 佛山市南海燃气总公司同时承诺，如公司因此决定退出燃气发展公司的，由佛山市南海燃气总公司以本次股权转让价款双倍的价格，向公司收购上述燃气发展公司25%股权。

大股东支持力度明显，当地公用事业上市平台地位展现

- 本次定增后，南海公资委通过供水集团持有公司股权比例将由28.24%提升至接近40%；并且收购燃气发展公司25%股权后的两年内，公司有望进一步通过资本运作获得其控股权。我们认为这都表明了大股东对于公司的支持，以及确定了公司作为当地公用事业上市平台的地位，有望打开未来资本运作的空间。
- 若定增完成后，随着募投项目的达产，将进一步完善公司的环境产业链条，公司也将成为系统化的环境投资商和运营服务商，未来的成长相对确定。
 - ◆ 绿电公司：主要从事垃圾压缩转运、垃圾处理和余热发电业务，具有南海区政府授予的对南海区生活垃圾处理的特许经营权，目前处理规模为1900吨/日，未来规划规模可达3000吨/日。
 - 1) 垃圾焚烧发电：一厂规模400吨/日（改扩建完成后拆除）；二厂规模1500吨/日（2011年中期已经开始试运营）；一厂改扩建规模1500吨/日（计划2012年开工，预计2013年底建成）。
 - 2) 生活垃圾转运站：具体规划站点共10个，规划规模为3600吨/日；目前已有8个站点投入运营，1个在建，1个正在选址，目前规模为2800吨/日。
 - 3) 污泥处理：远期450吨/日，近期300吨/日，预计2012年底建成投产。

图表3：绿电公司业务情况及规划



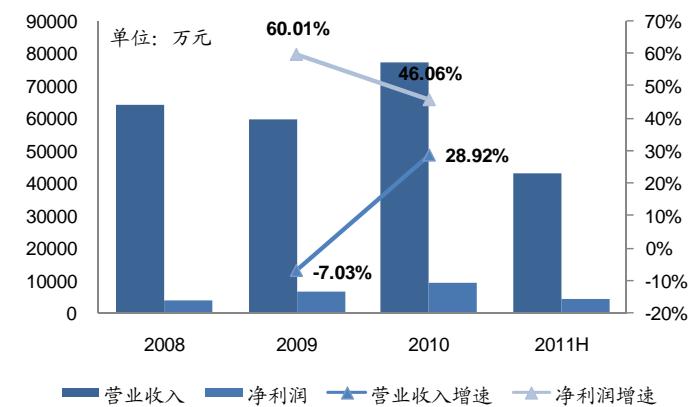
来源：国金证券研究所

补偿方案：应补偿款为**13.23亿元**，由原水厂土地出售的出让金补偿。

- 如土地出让金低于应补偿款，政府补偿金至少为应补偿款的**80%**
- 如土地出让金高于应补偿款，高出部分由政府与本公司各分享**50%**

- ◆ 桂城水厂整体迁移：公司拟将桂城水厂整体迁移至南海第二水厂附近，并由区土地储备中心通过土地功能置换的方式，解决新水厂的用地性质问题；并且已与南海区人民政府签订《桂城水厂整体迁移协议书》，约定南海区政府将对桂城水厂整体迁移进行货币补偿。
 - 1) 桂城水厂取水口位于平洲水道，处于城市下游，水质、水量难以满足水厂发展需要；
 - 2) 桂城水厂目前的处理流程仅包括常规生产工艺，在未来的提标升级改造中需要对其生产线进行大规模现代化改造，并且增加深度处理系统，而当地可用土地资源有限，征地困难；
 - 3) 目前水厂取水源上游附近有不锈钢企业61家，这些厂家对于水厂构成了严重的安全隐患，并且随着原水水质的下降，也将增加水厂的处理难度和运行费用；
 - 4) 因此桂城水厂迁移至第二水厂附近可避免由于水质标准提高、桂城水厂原有土地不能满足水厂升级改造用地要求被迫关闭而造成的资源浪费，实际是提升了公司的资产质量。
- 收购南海燃气发展公司完成后，将进一步扩大公司的经营范围，构筑新的发展平台，考虑到燃气公司较强的持续盈利能力，未来也将为公司打开新的成长空间。
 - ◆ 2008-2010年，燃气发展公司的营业收入由6.46亿元提升至7.74亿元，平均增速接近10%；净利润由4103万元提升至9590万元，平均增速超过一倍。
 - ◆ 根据预测，未来3年，燃气发展公司平均销售收入预计超过10亿元，年净利润预计超过1亿元。
 - ◆ 而由于燃气行业同样具有一定的区域自然垄断性，因此公司未来能够保持持续的高盈利能力。

图表4: 2008-2011H 燃气公司收入和净利润情况



来源：国金证券研究所

图表5: 2009-2011H 燃气公司营业利润和利润率情况



低估值、稳增长：估值修复待可期

业绩确定性强，未来燃气业务增厚业绩明显

- 目前南海垃圾发电二厂已建设完工，并且已经试运营 3 个多月；一厂的改扩建 BOT 合同已签，并开始前期准备。因此我们认为短期 1-2 年内随着新建项目的陆续投产，并且考虑到权益的提升，公司的业绩成长相对确定。

图表6: 垃圾处理业务盈利预测

项目	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
南海绿电								
权益	70.00%	70.00%	70.00%	70.00%	70.00%	70.00%	100.00%	100.00%
处理费用（元/吨）	95.0	95.0	95.0	95.0	95.0	95.0	95.0	95.0
处理能力（吨/日）	400.0	400.0	400.0	400.0	400.0	1,900.0	1,900.0	1,900.0
理论处理量（万吨）	14.6	14.6	14.6	14.6	14.6	42.0	69.4	69.4
实际处理量（万吨）	9.01	9.06	9.65	9.51	36.80	60.80	60.80	60.80
处理率	61.71%	62.03%	66.12%	65.16%	87.67%	87.67%	87.67%	87.67%
垃圾处理收入（万元）	883.56	922.30	917.02	903.71	3496.00	5776.00	5776.00	5776.00
上网电价（元/千瓦时）	0.550	0.580	0.580	0.580	0.666	0.666	0.666	0.666
垃圾发电能力（千瓦时/吨）	321.30	333.37	365.70	368.22	370.00	370.00	370.00	370.00
垃圾发电量（万千瓦时/年）	2895.00	3019.00	3530.00	3502.78	13616.00	22496.00	22496.00	22496.00
厂用电率	32.82%	32.00%	30.82%	28.00%	25.00%	20.00%	20.00%	20.00%
上网电量（万千瓦时/年）	1945.00	2053.00	2442.00	2522.00	10212.00	17996.80	17996.80	17996.80
发电收入（万元）	896.50	975.19	1,416.36	1,462.76	6,801.73	11,986.82	11,986.82	11,986.82
特许经营期（年）	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0
吨投资成本（万元）	35.0	35.0	35.0	35.0	41.6	41.6	41.6	41.6
垃圾处理总量（万吨）	9.01	9.06	9.65	9.51	36.80	60.80	60.80	60.80
垃圾处理收入（万元）	571.61	1805.86	1871.69	2312.51	2315.80	10297.73	17762.82	17762.82
垃圾处理成本（万元）	328.93	769.22	1103.54	1140.53	1204.50	4619.58	7814.75	7693.15
毛利率	42.46%	57.40%	41.04%	50.68%	47.99%	55.14%	56.01%	56.69%

来源：国金证券研究所

- 公司已与公资委签订协议，约定在公司收购南海燃气发展公司股权后的两年内，将通过增资或受让股权的方式使公司的持股比例达到 51% 以上，成为南海燃气发展公司的实际控制方，届时将明显增厚公司业绩。

- ◆ 考虑到国家西气东输二线正式供气后，将极大的提升当地天然气市场景气度，并将置换部分液化石油气，盈利能力将持续增长，根据预测，未来 3 年，南海燃气发展公司平均销售收入预计超过 10 亿元，年净利润预计超过 1 亿元，业绩增厚明显。

低估值确保安全边际，稳增长期待估值修复

- 与市场其他区域型环保运营企业相比，南海发展目前估值明显偏低，分析其原因在于市场认为其业务主要局限于南海地区，长期成长性受到限制，虽然随着垃圾发电等在建项目的陆续投产会带来短期的业绩动量，但是长期的、跨区域的成长仍然看不到，因此市场对其看法多是偏防御性。
- 但是我们认为从公司定向增发和收购燃气公司股权的动作来看，反应了大股东对公司的支持，而大股东的持股比例达到 40%也为公司作为立足南海、辐射周边的公用事业商未来继续进行资本运作提供了可能性。
 - ◆ 并且长期从公司的业务布局来看，其未来供水、污水处理、固废和燃气的布局也为其可能的异地扩张奠定了基础，其中供水和燃气业务提供稳定现金流，而在“十二五”环保产业大发展的背景下，公司优秀的固废和污水处理运营能力则为今后可能的异地扩张奠定了基础。
- 因此我们对于南海发展的观点首先是目前的低估值确保了足够的安全边际，而考虑到公司未来业绩的稳定增长以及大股东的支持，其估值水平理应向行业平均水平靠拢，因此我们认为在目前的估值水平下，公司是良好的估值修复品种。
 - ◆ 我们考虑的安全边际是指在风险敞开后的估值水平，就南海发展来看，其业绩的最大风险在于在建项目能否顺利投产以及应收账款问题，从我们调研的结果来看，公司的这两个风险基本可控。
 - 1) 就我们草根调研的结果来看，公司目前的项目进展顺利，如期完工并且投入运营是大概率事件。
 - 2) 而应收账款可分为供水业务和其他业务两部分看，其中供水业务由于公司 85%以上是趸售用水，水费直接向各乡镇自来水公司收取，因此应收账款较少；而其他业务多是 BOT 项目，面对的客户只有政府，在项目启动后 3-6 个月的时间内主要是理顺流程，这时回款可能有些延误，但之后会恢复正常。
 - ◆ 从大股东的支持力度来看，横向与其他水务公司相比，南海发展在水务公司中大股东持股明显偏低，这其实也限制了公司成长性，而本次定增，大股东持股达到 40%，也巩固了公司作为当地市政公用行业投融资平台的地位，其未来的成长性也有望打开。
- 我们预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.520 元、0.665 元和 0.849 元，目前股价对应 19X11PE 和 15X12PE，这一估值水平，我们认为相对市场其他水务运营企业相比明显偏低，具备较高的安全边际，建议积极配置。

图表7：水务公司估值表

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE		
			2010A	2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E
600008	首创股份	4.93	0.219	0.262	0.318	0.560	18.82	15.50	8.80
600874	创业环保	5.42	0.190	0.201	0.202	0.212	26.97	26.83	25.57
600187	国中水务	10.04	0.100	0.169	0.225	0.279	59.41	44.62	35.99
000598	兴蓉投资	8.45	0.205	0.487	0.564	0.649	17.35	14.98	13.02
600461	洪城水业	9.86	0.283	0.330	0.390	0.440	29.88	25.28	22.41
601158	重庆水务	6.60	0.269	0.328	0.361	0.385	20.12	18.28	17.14
601199	江南水务	13.41	0.325	0.537	0.671	0.853	24.97	19.99	15.72
600283	钱江水利	11.73	0.413	0.464	0.663	1.022	25.28	17.69	11.48
平均市盈率							23.34	19.79	16.31
南海发展EPS				0.520	0.665	0.849			
采纳市盈率							25.00	20.00	
相对估值结果				13.000	13.300				

来源：国金证券研究所，注：盈利预测来自朝阳永续，收盘价为 10 月 18 日

附录：公司水务资产概述

- 供水：公司全资拥有桂城水厂和第二水厂，日供水能力 113 万立方米；控股九江水司，日供水能力 13 万立方米；供水范围在佛山市南海区占比 70%以上。

图表8：公司及南海区水厂统计

位置	供水范围	水厂名称	设计规模 (万立方米/日)	备注
北江以北	桂城、里水、 狮山、大沥、罗村	桂城水厂	38	
		第二水厂	75	
北江以南	九江镇	九江沙口水厂	13	控股子公司全资所有
	九江镇沙头片	沙头水厂	5	
	西樵镇	官山水厂、裕泉水厂、 联新水厂、大岸水厂、西岸水厂	20	
丹灶镇	金沙水厂、丹灶水厂、横江水厂		13	横江水厂起水压调节作用

来源：国金证券研究所，注：颜色标出为公司拥有水厂，剩下为南海区其他水厂

- 污水处理：公司目前共有 16 间污水处理厂，污水处理能力为 55.8 万立方米/日，占南海区污水处理市场的 70%左右。

图表9：公司目前拥有的污水处理厂项目统计

镇街	项目	规模 (万立方米/日)	运营时间
桂城	平洲污水处理厂 (一期)	5	2005年12月
	平洲污水处理厂 (二期)	5	2009年4月正式运营
	平洲污水处理厂 (三期)	6	2010年12月试运行
狮山	狮山镇松岗污水处理厂	1	2008年12月
	狮山东南污水处理厂 (一期)	5	2009年12月进水
	狮山小塘污水处理厂	4	2010年4月试运行
	狮山官窑污水处理厂 (一期)	1	2011年2月正式运营
	狮山镇松岗污水处理厂 (二期)	3	2010年4月试运行
九江	九江明净污水处理厂 (一期)	2	2009年9月试运行
	九江明净污水处理厂 (二期)	3	2010年11月正式运营
丹灶	丹灶横江污水处理厂	0.3	2006年10月
	丹灶横江污水处理厂	1	2009年9月试运行
	丹灶城区污水处理厂	1	2009年12月进水调试
	丹灶镇金沙城北污水处理厂 (一期)	1	2010年8月正式运营
罗村	罗村污水处理厂 (二期)	0.5	2009年12月进水调试
	罗村污水处理有限公司	0.5	2008年1月
	罗村务庄污水处理厂	1	2010年8月正式运营
里水	里水镇和桂工业园污水处理厂	0.5	2009年4月接管运营
	里水镇城区污水处理厂 (一期)	1.2	2009年4月接管运营
	里水城区污水处理厂 (二期)	2.8	2011年1月正式运营
	里水和顺城区污水处理厂 (一期)	2	2011年1月正式运营
	里水镇洲村禹门污水处理厂	2	已签TOT合同，政府负责建设， 建成后移交，准备进水调试
西樵	西樵樵泰污水厂 (一期)	2	2010年6月试运行
大沥	大沥镇城西污水处理厂 (一期)	5	2010年6月试运行
总计		55.8	

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
主营业务收入	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
增长率	424	465	595	730	952	1,033	货币资金	151	123	404	150	150	150
主营业务成本	-229	-278	-354	-423	-540	-565	应收款项	19	25	43	32	42	45
% 销售收入	54.0%	59.8%	59.5%	57.9%	56.7%	54.7%	存货	15	15	16	23	30	31
毛利	195	187	241	307	412	468	其他流动资产	144	263	240	359	453	473
% 销售收入	46.0%	40.2%	40.5%	42.1%	43.3%	45.3%	流动资产	328	426	703	564	674	699
营业税金及附加	-3	-3	-5	-5	-6	-7	% 总资产	18.9%	20.0%	22.0%	15.8%	16.2%	15.7%
% 销售收入	0.7%	0.7%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	长期投资	31	30	53	54	53	53
营业费用	0	0	0	0	0	0	固定资产	1,151	1,359	1,676	2,229	2,727	3,007
% 销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	% 总资产	66.4%	63.8%	52.5%	62.4%	65.6%	67.7%
管理费用	-35	-33	-44	-48	-63	-68	无形资产	221	314	757	721	700	680
% 销售收入	8.3%	7.2%	7.4%	6.6%	6.6%	6.6%	非流动资产	1,405	1,705	2,488	3,006	3,482	3,742
息税前利润 (EBIT)	157	151	192	254	343	393	% 总资产	81.1%	80.0%	78.0%	84.2%	83.8%	84.3%
% 销售收入	37.0%	32.4%	32.3%	34.8%	36.0%	38.0%	资产总计	1,733	2,130	3,192	3,571	4,156	4,441
财务费用	-27	-33	-33	-41	-55	-48	短期借款	400	218	134	498	188	162
% 销售收入	6.3%	7.1%	5.6%	5.7%	5.8%	5.6%	应付款项	115	181	334	240	308	325
资产减值损失	-1	0	-1	0	0	0	其他流动负债	16	7	170	86	107	110
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	流动负债	531	406	637	824	603	597
投资收益	0	0	0	0	25	51	长期贷款	218	612	911	911	911	912
% 销售收入	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	7.9%	12.8%	其他长期负债	0	2	3	0	0	0
营业利润	129	117	158	212	313	396	负债	749	1,019	1,551	1,735	1,513	1,509
营业利润率	30.5%	25.2%	26.5%	29.1%	32.9%	38.3%	普通股股东权益	942	1,008	1,525	1,706	2,500	2,775
营业外收支	2	12	587	3	3	3	少数股东权益	42	103	115	129	143	157
税前利润	131	129	745	215	316	399	负债股东权益合计	1,733	2,130	3,192	3,571	4,156	4,441
利润率	30.9%	27.8%	125.1%	29.5%	33.2%	38.6%							
所得税	-33	-23	-183	-32	-47	-60							
所得税率	25.2%	17.4%	24.6%	15.0%	15.0%	15.0%							
净利润	98	107	561	183	269	339							
少数股东损益	2	3	3	14	14	14							
归属于母公司的净利润	96	104	558	169	255	325							
净利率	22.6%	22.3%	93.8%	23.2%	26.8%	31.5%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金净流	98	107	561	183	269	339	每股指标						
资本开支	-307	-451	-49	-629	-606	-407	每股收益	0.353	0.382	2.059	0.520	0.665	0.849
投资	-4	0	-23	-1	0	0	每股净资产	3.476	3.719	5.627	5.246	6.525	7.244
其他	8	10	-6	0	25	51	每股经营现金净流	0.677	0.800	0.830	0.024	1.051	1.257
投资活动现金净流	-302	-441	-79	-630	-581	-356	每股股利	0.140	0.150	0.200	0.130	0.130	0.130
股权募资	9	59	12	54	588	0							
债权募资	263	212	215	361	-310	-25							
其他	-65	-74	-92	-47	-100	-101							
筹资活动现金净流	208	196	135	368	178	-125							
现金净流量	89	-28	281	-254	0	0							

来源：公司年报、国金证券研究所

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
强买	0	0	1	3	4
买入	1	1	4	4	4
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	2.00	2.00	1.86	1.71	1.64

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-08-29	买入	11.70	N/A

来源：国金证券研究所

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“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5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 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



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：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明：

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形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靠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为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

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：(8621)-61356534
传真：(8621)-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：010-6621 6979
传真：010-6621 5599-8803
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100032
地址：中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话：0755-33516015
传真：0755-33516020
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田中心区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B