



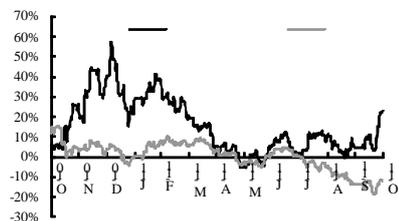
公用事业 - 水务环保
Utilities - Water and
Environmental

2011 年 10 月 31 日

市场数据	2011 年 10 月 31
当前价格 (元)	29.11
52 周价格区间 (元)	21.9-7.58
总市值 (百万)	12032.8
流通市值 (百万)	11658.15
总股本 (万股)	41336
流通股 (万股)	40049
日均成交额 (百万)	106
近一月换手 (%)	21.35
第一大股东	北京桑德环保集团有限公司
公司网址	www.soundenvironment a1.cn

财务数据	FYE	行业均值
毛利率		
净利率		
净资产收益率		
总资产收益率		
资产负债率		
股息率		
市盈率		
市净率		

一年期收益率比较



表现	1m	3m	12m
桑德环境	17.4	23.9	21.3
深证成份指数	1.8	-12.2	-21.6

相关报告

秦燕 S0370510120005
+86 755 21517964
qinyan@jvzq.cn

合规申明

公司持有该股票是否超过该公司
已发行股份的 1%?

是 否

桑德环境 (000826)
— 环保先锋, 固废争雄

评级: 增持

赢利预测	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入 (万元)	97,201.2	142,195.4	191,832.6	251,947.8
主营收入增长率%	42.0%	46.3%	34.9%	31.3%
净利润 (万元)	20,699.3	27,474.0	41,869.3	57,009.5
净利润增长率%	42.0%	32.7%	52.4%	36.2%
每股收益 (元)	0.50	0.66	1.01	1.38
每股净资产 (元)	2.81	3.46	4.46	5.83
PE	58.1	43.8	28.7	21.1
PB	10.36	8.42	6.53	4.99
PEG	1.38	1.34	0.55	0.58

资料来源: 金元证券研究所

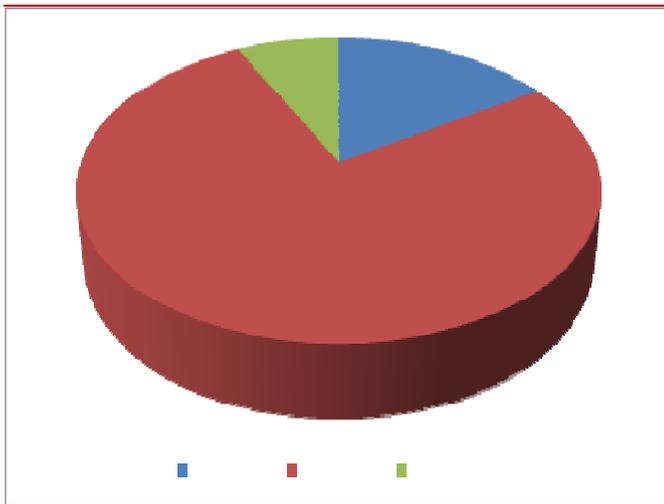
- 公司主营业务为固废处置工程系统集成和市政供水、污水处理项目的投资及运营服务, 是目前 A 股唯一一家固废产业链齐全的上市公司。
- 固废处理“十二五”期间将得到大发展: 到 2015 年我国城镇生活污水和垃圾平均处理率将不低于 80%, 生活垃圾处理能力将达到 35 万吨/日, 固废处理投资占全国污染治理总投资的比重将从当前的 4% 提高到 50% 左右, 而环保投资占 GDP 的比重将从 1.5% 提升到 3% 以上。全国生活垃圾处理设施建设领域投资约需 944 亿元, “十二五”期间新增项目运行费用约 125 亿元。
- 固废业务已经成为公司主要的盈利增长极: 公司拥有从设计到运营的全流程固废产业链, 业务范围涉及城市生活垃圾、工业危险废弃物、医疗废弃物和污水处理厂污泥四大类, 并且多采用自主研发生产设备, 使得公司该项业务毛利率高于同行, 也为公司收获了各类固废业务订单, 公司目前在手订单保证了公司未来几年收入来源。
- 水务业务是公司业绩的有力补充: 公司是以做自来水供应和污水处理起家, 近年虽然业务发展重心转向固废处理, 但是水务业务仍然是公司主营业务的重要组成部分, 是固废业务的有力补充。
- 盈利预测及估值建议: 公司已成为环保行业龙头公司之一, 独特的全产业链模式有利于公司各个层面客户的开发维护, 预计未来公司发展空间极大。预测公司 2011 年至 2013 年 EPS 分别是 0.66 元, 1.01 元及 1.38 元, 对应动态 PE 分别是 44 倍, 29 倍和 21 倍, 给予公司“增持”投资评级。
- 风险提示: 与公司大股东关联交易的风险; 应收账款过高的风险。

公司主营供水、污水处理和固废处理

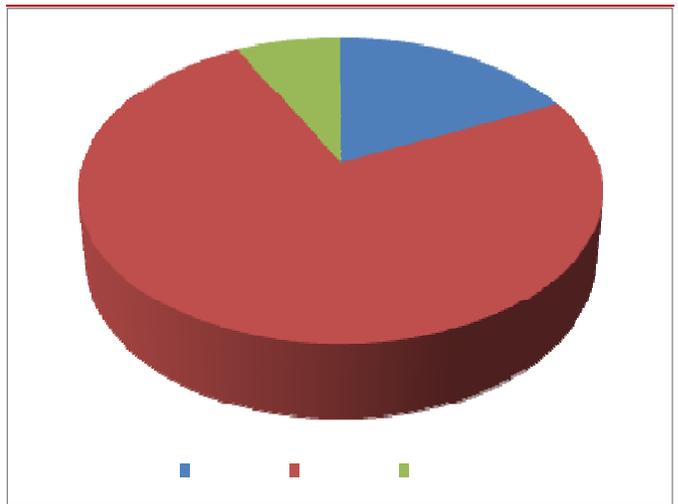
公司主营业务为固废处置工程系统集成和市政供水、污水处理项目的投资及运营服务，是目前 A 股唯一一家固废产业链齐全的上市公司。

公司原来以供水和污水处理为主，其上集团公司桑德集团是环保行业的先锋，从事环保产业数十年时间，集团拥有桑德环境和伊普国际(新加坡上市)两家上市公司，根据集团定位，未来集团旗下的固废处理及水务运营业务将以 A 股上市公司桑德环境为中心，而水务工程建设以伊普国际为主，集团主要进行清洁能源投资和资本运作。因此，自 2005 年始，公司固废业务收入逐年上升，2010 年固废收入占总收入比例 70% 以上，固废业务已成为公司经营业务的核心，污水处理、自来水供应等水务业务将成为其经营业务的补充。

图表 1: 固废业务占主要收入来源



图表 2: 固废业务占主要利润来源



资料来源: 公司资料, 金元证券研究所

固废产业发展正当时

我国固废的分类主要按照来源分类，分为城市生活垃圾、工业垃圾和农业垃圾三大类，其中城市生活垃圾和工业垃圾是垃圾处理的重点。

图表 3: 我国垃圾分类

污染特性分	一般废物	对人民生活不具有危害性的废弃物
	危险废物	泛指除放射性废物外，具有毒性、易燃性、反应性、腐蚀性、爆炸性、传染性等对人民生活环境产生危害的废物
来源分类	城市固体废物	居民生活垃圾、城建渣土、商业固体废物、粪便
	工业固体废物	冶金固体废物、能源固体废物、石化固体废物、矿业固体废物、轻工业固体废物、其他工业固体废物
	农业固体废物	农业生产、畜禽饲养、农副产品加工产生的废物

资料来源: 金元证券研究所

工业垃圾产量远远高于生活垃圾,不过我国在工业垃圾排放上一向控制严格,近年来我国工业垃圾的综合利用率也不断提升,工业垃圾的实际排放量呈逐年下降趋势。

中国有近 700 个大中型城市,由于人口集中,经济相对发达,资源能源消耗量高,城市的垃圾污染问题都比较严重。2008 年全国城镇生活垃圾清运量为 1.55 亿吨,年均增长率 5.9%,随着我国城市化进程的加快,城市人均年产垃圾以 8%-10%的速度增长;对垃圾处理不当,可能会造成严重的大气、水和土壤污染,并将占用大量土地,从而制约城市的生存与发展,目前,我国已有 200 多个城市陷入了垃圾围城的窘境中。处理城市生活垃圾,实现无害化、减量化和资源化,已经成为政府必须要解决的重大问题。

1、固废处理“十二五”期间将得到大发展

与目前欧美和日本等发达国家固废处理产值已占到环保行业总产值 2/3 的现状相比,我国目前的固废处理行业还处于起步阶段。据统计,“十一五”期间,我国固废处理投资约为 2100 亿元,仅占环境治理总投资的 4%左右。

未来固废处理行业将随着城市化率的提高而快速发展,“十二五”环保规划要求,到 2015 年城镇生活污水和垃圾平均处理率将不低于 80%,在“十一五”末基础上提高 20%,生活垃圾处理能力将达到 35 万吨/日。综合各项市场数据推测,固废处理投资占全国污染治理总投资的比重将从当前的 4%提高到 50%左右,而环保投资占 GDP 的比重将从 1.5%提升到 3%以上。全国生活垃圾处理设施建设领域投资约需 944 亿元,“十二五”期间新增项目运行费用约 125 亿元。

2、我们目前的垃圾处理方式

工业垃圾由于不同行业产生的废弃物种类、成分各不相同,处理方法也大不相同,无法用统一的方式处置,所以我们目前泛指的垃圾处理一般是指城市生活垃圾处理。目前城市生活垃圾处理方法有卫生填埋、焚烧、堆肥、资源化回收、热解、化学处理及生化处理等,前三种是较常使用的方法。

图表 4: 我国垃圾处理方式比较

	优点	缺点
卫生填埋法	使用广泛,处置费低	占用大量土地、易于产生二次污染、运输成本高、可回收资源浪费
堆肥	垃圾资源化	无法解决含氯、苯等有害有机物及重金属等污染、减量程度不高、处理场所臭气大等
焚烧法	无害化、减量化、资源化	投资大,对大气有少量污染

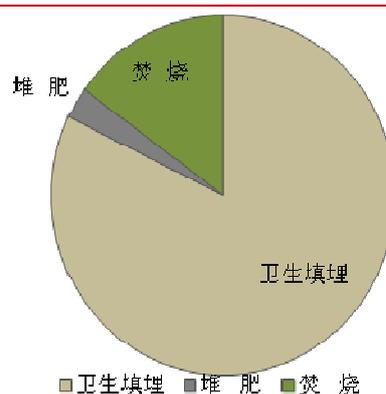
资料来源: 金元证券研究所

卫生填埋法是最普遍使用的措施,也是城市生活垃圾的最终处理方式之一,占废弃物处理总量的60%以上,其优点是处置费低,缺点是占用大量土地、易于产生二次污染、运输成本高、可回收资源浪费,因此,很多国家逐渐用其他方法替代,该方法有下降为辅助手段的趋势。

堆肥虽然可以实现垃圾资源化,但是存在无法解决含氯、苯等有害有机物及重金属等污染、减量程度不高、处理场所臭气大等问题,而焚烧法焚烧后减容可达到90%,焚烧产生的高温烟气经回收利用可以发电和供热,烟气经净化后无害排放,避免了二次污染,实现了无害化、减量化、资源化,因此目前国际上逐渐采用垃圾焚烧法来取代传统的垃圾处理方法。

从20世纪70年代开始,一些发达国家就开始利用焚烧垃圾进行发电。最先利用垃圾发电的是德国和法国,近三十年来,美国和日本在垃圾发电方面的发展也相当迅速。目前世界年焚烧处理量达1.3亿吨,日本、丹麦垃圾焚烧的比例分别高达95%、56%。我国城市垃圾焚烧技术始于80年代末,在90年代得到了迅速发展,垃圾发电事业还刚刚起步,处于研究开发的初级阶段,现在的设备和技术基本是从国外引进。由于焚烧处理厂的投资成本太高,为卫生填埋法的3~5倍,运营费用也较高,垃圾焚烧技术在我国使用还不是很广泛,但是由于中国拥有丰富的垃圾资源,所以蕴含着巨大的资源潜力和潜在的经济效益。

图表 5: 近年我国城市生活垃圾处理方法比例



数据来源: 中国环境统计年鉴 金元证券研究所

3、单一处理技术不可能很好的解决一个大型城市的垃圾处理问题

对于一个大型城市而言,任何一种单一技术都无法完全的解决城市的垃圾处理问题,一个城市的垃圾处理最终还是要走综合处理的道路,几种技术针对垃圾的不同处理阶段或特性充分应用,包括堆肥和填埋的结合,或者焚烧和填埋的结合等,焚烧和堆肥、机械生物处理都是中间

处理，这些中间处理的最终残余物进入垃圾填埋场通过卫生填埋进行最终处置。

综合处理从一个较大的范畴来说，包括从垃圾收集转运、调配到处理处置的全过程，通过科学规划、合理布局、技术多元、统筹协调，逐步作到各取所需，发挥最大的综合效应。从较小的范畴而言，仅是一个较大规模的垃圾处理场多种处理技术组合使用。

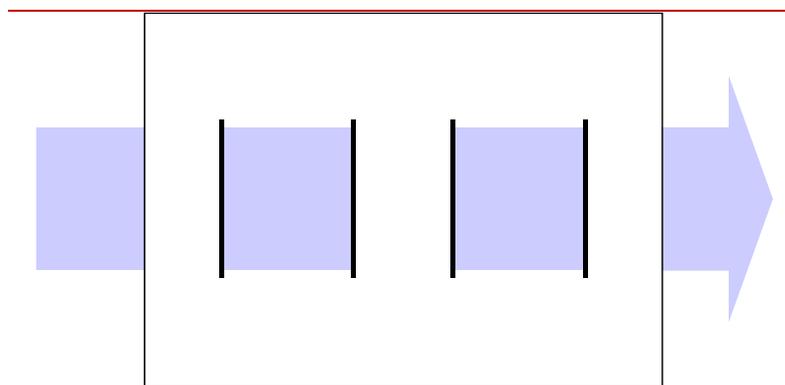
针对目前我国垃圾混合收集的现状、垃圾成分和特性，可以利用混合垃圾的破碎、分选、生物预处理等技术解决后续处理的麻烦。利用破碎和分选的技术，可以在末端回收大量的塑料、金属、玻璃等物质，这些物质不仅避免了需要最终处理的垃圾量，回收了资源，也对后续垃圾处理带来积极的作用。

固废业务已成为公司主要的业绩增长极

1、公司固废产业链齐全

公司是目前上市公司中唯一一个在固废处置领域拥有完善的产业链的公司，不仅掌握各种固废处理技术，同时还可提供项目咨询、工艺设计、产品提供、工程建设等全产业链服务。公司作为国家级高新技术企业，拥有几十项专利和专有技术，已掌握了系统化的固废处置工艺及流程：城市生活垃圾及城市污泥的填埋、堆肥、焚烧工艺；工业危险废物的焚烧、固化填埋、综合利用工艺；医疗废物的高温高压蒸煮、热解焚烧工艺；垃圾渗滤液的厌氧/好氧生物技术处理工艺以及膜分离技术处理工艺。可根据客户规划需要及细节要求，在兼顾经济效益的同时，量身定制出最优的固废综合处置方案。

图表 6：公司固废产业链齐全



资料来源：金元证券研究所

2、自产设备带来固废业务的高毛利率

公司固废业务主要涉及城市生活垃圾、工业危险废弃物、医疗废弃物和污水处理厂污泥四大类，并针对此4大类业务自主研发设计了相关的各类设备。

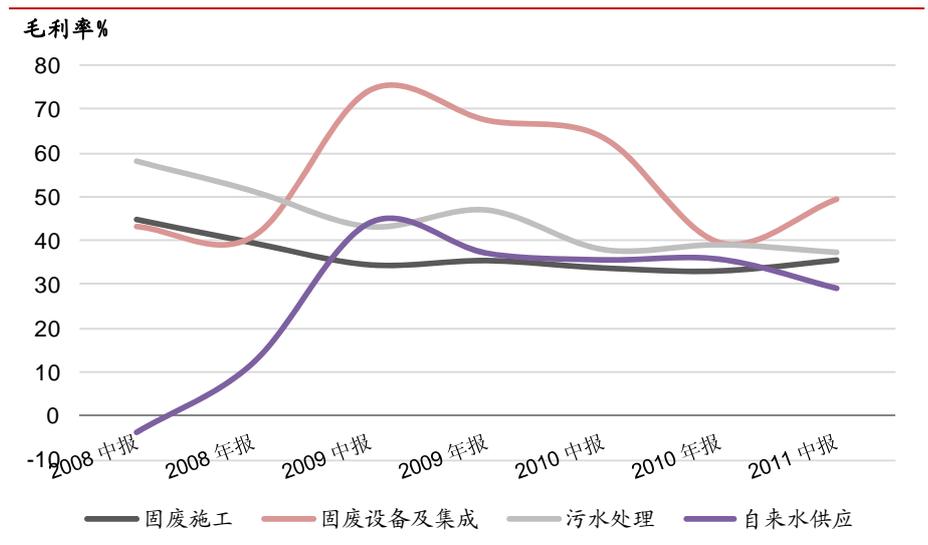
图表 7：公司固废产品及产能列表

产品类型及名称		主要设备	年产量
城市生活垃圾处理处置设备			
1	堆肥处理成套设备	动态发酵滚筒、行车式布料机、斗轮式翻堆机、液压翻堆机、气流一密度分选机、自动风力分选机、输送设备、磁选设备	12000
2	焚烧处理成套设备	垃圾焚烧炉、除尘器、筛分设备、储仓、储罐、破碎设备、输送设备	6000
城市污泥处理设备			
1	污泥堆肥处理设备	翻堆设备、干燥机、筛分机、造粒机、输送设备	8000
2	焚烧处理设备	焚烧炉、干燥机、除尘器、搅拌机、输送设备	4000
危险废弃物焚烧处理设备			
1	焚烧处理设备	回转窑、布袋除尘器、脱水设备、烘干机、引风机	3000
2	医疗垃圾处理设备	高温高压蒸煮系统、热解炉	2000
合计			35000

资料来源：公司资料，金元证券研究所

公司各大固废业务主体设备自产，大大降低了公司固废业务的成本，使得公司该项业务毛利率一直处于高值。

图表 8：公司所有产品及产能列表



资料来源：公司资料，金元证券研究所

3、公司目前固废订单较多，已成为行业佼佼者

正是由于公司齐全的产业链，公司承接各类固废处理项目都游刃有余，公司已完成和目前在手项目极多，涉及各类处理工艺，已然成为国内固废处理行业龙头公司。

图表 9：公司主要固废项目

项目名称	涉及固废	规模 T/d	工艺
北京阿苏卫生活垃圾综合处理工程	生活垃圾	2000	综合处理
上海青浦生活垃圾综合处理工程	生活垃圾	1000	综合处理
大庆市生活垃圾综合处理工程	生活垃圾	1000	生物堆肥
山东德州绿能垃圾焚烧发电工程	生活垃圾	600	焚烧发电
内蒙古通辽市生活垃圾卫生填埋工程	生活垃圾	800	卫生填埋
湖北省工业及医疗危险废物集中处置工程	工业和医疗垃圾	70	综合处理
吉林省工业及医疗危险废物集中处置工程	工业和医疗垃圾	100	综合处理
甘肃省工业及医疗危险废物集中处置工程	工业和医疗垃圾	70	综合处理
内蒙东部地区工业及医疗危险废物集中处置工程	工业和医疗垃圾	60	综合处理
安徽淮南医疗废物处置工程	医疗垃圾	5	综合处理
安徽淮南生活垃圾处置工程	生活垃圾	400	综合处理
青州市生活垃圾处理项目	生活垃圾	500	综合处理
开鲁县生活垃圾卫生填埋项目	生活垃圾	100	卫生填埋
新疆乌鲁木齐大浦沟生活垃圾填埋气发电工程	生活垃圾		焚烧发电
西安市垃圾焚烧发电工程	生活垃圾	2000	焚烧发电
重庆南川区生活垃圾处理项目	生活垃圾	1000	焚烧发电
湖南静脉园项目	生活垃圾		综合处理
山东临朐项目	生活垃圾	>500	焚烧发电+卫生填埋

资料来源：公司资料，金元证券研究所

4、公司与集团公司联系紧密

桑德环境得以在固废业务领域快速成长主要的推动力在于其与大股东桑德集团在固废领域的合作，目前公司主要的固废工程承包和设备集成项目很多都来自于桑德集团的固废投资项目，由集团出面参与竞标或与集团联合投标，中标后设备集成部分交付公司运作。

图表 10：以集团公司为投资主体的项目

大庆市生活垃圾综合处理工程
内蒙古东部地区工业及医疗危险废物集中处理工程
山东德州绿能垃圾焚烧发电工程
安徽淮南生活垃圾卫生填埋工程
青州市生活垃圾综合处理工程
安徽亳州生活垃圾卫生填埋工程
洪泽县生活垃圾填埋场工程
湖南静脉园项目

资料来源：公司资料，金元证券研究所

水务业务是公司业绩的有力补充

公司是以做自来水供应和污水处理起家，近年虽然业务发展重心转向固废处理，但是水务业务仍然是公司主营业务的重要组成部分，是固废业务的有力补充。

截至 2010 年底，公司拥有自来水产能 50.3 万立方米/日，已正式投入运营的自来水厂 3 个；污水处理厂 9 个，污水处理能力 85 万立方米/日，产能利用率 80%，另 2011 年将新增大冶、枝江、夏家湾二期项目合计 16 万立方米/日新产能，处理厂增加至 11 个，同时产能利用率也将由 80%提高到 95%。

图表 11: 公司水务业务规模

万吨/日

项目名称	处理能力	投运时间
污水处理项目		
南昌象湖污水处理厂	20	2008
宜昌临江溪污水处理厂	20	2006
包头鹿城污水处理厂	10	2007
襄樊襄城观音阁污水处理厂	10	2008
荆门夏家湾污水处理厂一二期	10	2003、2010
包头鹿城中水项目	5.5	2007
咸宁污水处理项目	3	2008
嘉鱼污水处理项目	8	2011
荆州草市、城南污水处理项目	8	2011
枝江污水处理项目	3.5	2010
大冶污水处理项目	3	2010
自来水项目		
宜昌市自来水厂	44	2006
浙江富春桐庐横村自来水	1.3	2007
江苏沭源自来水	5	2006

资料来源：公司资料，金元证券研究所

公司水务业务以湖北省为主开展，尤其是污水处理业务，目前已经占据湖北地级市传统污水处理厂约 1/3 的的市场规模，未来发展空间预计不大，该项业务今后估计以收购为主要手段，每年以 10-20 万吨的规模小幅增长。

进军新领域

公司日前公告收购咸宁市兴源物资再生利用有限公司 80% 股权，以 3.5 元收购兴源物资 272.8 万股，收购价款为 954.80 万元人民币，股权收购价款较资产评估价值溢价 496.28 万元。咸宁兴源主营业务为汽车拆解行业，该项业务在我国处于新兴领域，随着我国人均汽车保有量的不断增加，预计未来汽车拆解业务的市场空间巨大，因此给予一定溢价水平尚属合理。

财务分析与盈利预测

1、盈利预测

图表12: 未来3年盈利预测

项 目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
一、营业收入	68,445.8	97,201.2	142,195.4	191,832.6	251,947.8
增长率%	30.8%	42.0%	46.3%	34.9%	31.3%
二、营业毛利	27,944.5	34,339.8	51,963.3	70,162.2	91,090.2
增长率%	30.8%	22.9%	51.3%	35.0%	29.8%
综合毛利率	40.8%	35.3%	36.5%	36.6%	36.2%
三、主业盈利	22,942.8	28,133.5	37,660.3	53,486.9	71,173.5
增长率%	30.0%	22.6%	33.9%	42.0%	33.1%
主业盈利/收入	33.5%	28.9%	26.5%	27.9%	28.2%
财务费用	3,754.1	3,814.3	6,375.7	4,497.1	4,016.3
付息债务费用率	3.7%	3.9%	6.3%	4.4%	3.9%
资产减值损失	1,924.4	370.8	-5.8	414.4	600.8
公允价值变动	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	0.0	-3.3	0.0	0.0	0.0
四、利润总额	18,479.9	24,771.2	33,038.0	50,320.2	68,344.2
减: 所得税	2,877.7	3,195.4	5,047.2	8,051.2	10,935.1
实际税率	15.6%	12.9%	15.3%	16.0%	16.0%
五、归属母公司净利	14,572.5	20,699.3	27,474.0	41,869.3	57,009.5
增长率%	30.9%	42.0%	32.7%	52.4%	36.2%
销售净利率%	21.3%	21.3%	19.3%	21.8%	22.6%
六、总股本(万股)	41,335.6	41,335.6	41,335.6	41,335.6	41,335.6
七、摊薄每股收益	0.35	0.50	0.66	1.01	1.38

备注: 以上预测已扣除公司股权激励行权费用

图表13: 行业内公司2011年3季报财务指标横向比较情况

代码	000826.SZ	600323.SH	600008.SH	600168.SH	600461.SH	600874.SH	
公司	行业平均	桑德环境	南海发展	首创股份	武汉控股	洪城水业	创业环保
收入	88,927.00	102,499.60	52,459.09	185,586.19	22,834.93	70,863.18	112,891.60
增长%	11.7%	59.9%	27.0%	16.1%	-38.5%	25.9%	9.1%
毛利	37,892.95	37,816.83	23,671.43	85,375.03	670.75	28,031.42	51,716.09
增长%	1.1%	36.9%	36.4%	24.9%	-88.6%	360.6%	3.2%
营业利润	14,792.57	22,658.29	14,696.78	25,776.59	-7,951.10	10,780.18	30,660.40
增长%	-9.7%	36.7%	39.4%	24.0%	-170.6%	16.2%	1.9%
股东应占净利	15,036.86	19,519.01	12,296.83	26,345.06	4,957.45	9,566.38	22,018.60
增长%	-34.0%	36.9%	-76.2%	6.1%	-39.7%	14.9%	5.2%
经营净现金流	35,997.28	7,353.49	8,765.52	77,985.96	7,203.43	28,069.81	57,961.70
毛利率	42.6%	36.9%	45.1%	46.0%	2.9%	39.6%	45.8%
期间费用率	24.2%	9.6%	16.7%	29.6%	29.1%	23.5%	18.0%
营业利润率	16.6%	22.1%	28.0%	13.9%	-34.8%	15.2%	27.2%
ROS%	16.9%	19.0%	23.4%	14.2%	21.7%	13.5%	19.5%
ROE	4.5%	12.4%	7.0%	3.3%	2.7%	5.8%	6.0%
ROIC	2.7%	6.9%	3.7%	2.2%	1.9%	2.8%	3.1%
总股本	94,473.21	41,335.61	32,528.21	220,000.00	44,115.00	33,000.00	142,722.84
股价	6.84	29.11	11.09	5.56	7.80	11.01	6.60
总市值	646,667.12	1,203,279.72	360,737.85	1,223,200.00	344,097.00	363,330.00	941,970.76
	0.16	0.47	0.38	0.12	0.11	0.29	0.15
	7.3	11.7	6.9	6.6	15.1	5.1	8.3
	28.6	46.4	21.8	24.6	43.9	34.4	33.4
	1.9	7.6	2.1	1.5	1.9	2.2	2.6

数据来源: 金元证券研究所预测

估值及投资评级

公司从事环保事业较早，现已成为环保行业龙头公司之一，近年来主攻固废产业，形成了从最初设计到最终运营一条龙的产业链服务，多方面的满足了各个客户层的需要，咸宁固废设备生产基地的投产对于公司固废业务的发展起了极大的助推作用。垃圾发电产业虽然推行较慢，但是今年政府对于该项业务的大力推广宣传和政策扶持，有力助推了公司该项业务的快速发展，本年内至少有一个亿元以上垃圾发电及综合处理项目开工，后期形势看好。

预计公司 2011 年至 2013 年 EPS 分别是 0.66 元，1.01 元及 1.38 元，对应动态 PE 分别是 44 倍，29 倍和 21 倍，给予公司“增持”投资评级。

风险因素分析

- 1、公司与大股东桑德集团关系紧密，关联交易较多，过多的关联交易容易造成利益分配不公。
- 2、公司应收账款偏高，存在一定财务回款风险。

附件 (三大报表及主要财务指标预测)

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	966.4	1,429.3	1,973.3	2,617.0	一、营业收入	972.0	1,422.0	1,918.3	2,519.5
货币资金	164.5	81.4	215.6	176.8	减: 营业成本	628.6	902.3	1,216.7	1,608.6
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	营业税金及附加	10.0	16.2	21.1	27.4
应收款项	732.4	1,158.7	1,500.6	2,094.7	销售费用	11.6	13.5	18.5	24.3
预付款项	42.5	135.5	189.9	267.6	管理费用	40.4	113.4	127.2	147.5
存货	12.2	19.8	33.3	44.1	财务费用	38.1	63.8	45.0	40.2
其他流动资产	14.9	33.9	33.9	33.9	资产减值损失	3.7	-0.1	4.1	6.0
非流动资产	2,007.9	2,078.7	2,085.0	2,295.8	加: 公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0
债权与公允价值资产	0.0	0.0	0.0	0.0	其中: 联营企业收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	375.6	365.9	357.7	349.4	二、营业利润	239.5	312.9	485.8	665.6
在建工程	317.2	449.2	463.7	682.8	加: 营业外收入	8.8	17.9	18.4	19.0
油气和生物性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 营业外支出	0.6	0.4	1.0	1.1
无形及递延性资产	1,296.7	1,252.2	1,252.2	1,252.2	三、利润总额	247.7	330.4	503.2	683.4
其它非流动资产	18.5	11.4	11.4	11.4	减: 所得税费用	32.0	50.5	80.5	109.4
资产总计	2,974.4	3,508.1	4,058.3	4,912.8	四、净利润	215.8	279.9	422.7	574.1
流动负债	1,034.8	900.7	1,028.2	1,308.6	归属母公司净利润	207.0	274.7	418.7	570.1
短期借款	476.5	115.5	115.5	115.5	少数股东损益	8.8	5.2	4.0	4.0
应付账款	389.0	555.4	688.0	959.1	五、总股本(百万股)	413.4	413.4	413.4	413.4
预收帐款	14.4	28.0	40.0	57.1	EPS(元)	0.50	0.66	1.01	1.38
其它流动负债	155.0	201.7	184.7	176.9					
非流动负债	552.6	948.6	948.6	948.6	主要财务比率				
长期借款	511.1	903.3	903.3	903.3	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
专项及预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	成长能力				
其它非流动负债	41.5	45.3	45.3	45.3	营业收入	42.0%	46.3%	34.9%	31.3%
负债合计	1,587.4	1,849.3	1,976.8	2,257.2	营业毛利	22.9%	51.3%	35.0%	29.8%
少数股东权益	112.5	115.0	119.0	123.0	主业盈利	22.6%	33.9%	42.0%	33.1%
股本	413.4	413.4	413.4	413.4	母公司净利	42.0%	32.7%	52.4%	36.2%
资本公积与其它	467.4	503.2	503.2	503.2	获利能力				
留存收益	393.8	627.2	1,045.9	1,615.9	毛利率	35.3%	36.5%	36.6%	36.2%
股东权益合计	1,274.5	1,543.8	1,962.5	2,532.5	主业盈利/收入	28.9%	26.5%	27.9%	28.2%
负债和股东权益	2,974.4	3,508.1	4,058.3	4,912.8	ROS	22.2%	19.7%	22.0%	22.8%
					ROE	16.2%	17.8%	21.3%	22.5%
					ROIC	9.5%	10.9%	14.2%	16.2%
现金流量表					偿债能力				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	资产负债率	53.4%	52.7%	48.7%	45.9%
经营活动现金流	258.1	213.7	193.7	220.4	利息保障倍数	5.7	4.4	9.4	14.3
净利润	215.8	279.9	422.7	574.1	速动比率	0.91	1.53	1.85	1.94
折旧摊销	68.5	87.6	12.4	14.3	经营现金净额/当期债务	0.54	1.85	1.68	1.91
财务费用	43.7	63.8	45.0	40.2	营运能力				
投资损失	0.0	0.0	0.0	0.0	总资产周转率	0.33	0.41	0.47	0.51
营运资金变动	-69.2	-683.2	-286.4	-408.1	应收款天数	271.24	293.35	281.61	299.30
其它变动	-0.7	465.6	0.0	0.0	存货天数	6.98	7.91	9.86	9.86
投资活动现金流	-184.4	-218.9	-14.5	-219.1	每股指标(元)				
资本支出	-184.4	-211.1	-14.5	-219.1	主业盈利/股本	0.68	0.91	1.29	1.72
长期投资	0.0	-25.6	0.0	0.0	每股经营现金流	0.62	0.52	0.47	0.53
其它变动	0.0	17.8	0.0	0.0	每股净资产	2.81	3.46	4.46	5.83
筹资活动现金流	-119.6	-129.8	-45.0	-40.2	估值比率				
债务融资	-23.0	31.2	0.0	0.0	P/E	58.13	43.80	28.74	21.11
权益融资	0.0	26.0	0.0	0.0	P/B	10.36	8.42	6.53	4.99
其它变动	-96.7	-187.0	-45.0	-40.2	P/S	12.38	8.46	6.27	4.78
汇率变动影响	0.0	0.0	0.0	0.0	EV/EBITDA	36.87	28.08	23.62	17.89
现金净增加额	-45.9	-135.0	134.2	-38.8					

数据来源: 金元证券研究所预测

金元证券行业投资评级标准:

- 增持:** 行业股票指数在未来 6 个月内超越大盘;
中性: 行业股票指数在未来 6 个月内基本与大盘持平;
减持: 行业股票指数在未来 6 个月内明显弱于大盘。

金元证券股票投资评级标准:

- 买入:** 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 15%以上;
增持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 5%~15%;
中性: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5%~+5%;
减持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5%~-15%;。

对本报告的评价请反馈至金元证券销售交易总部

姓名	分工	电话	手机	邮箱
王 睿	总经理	0755-83022499	13924591661	wangrui1@jyzq.cn
郑仲运	高级研究员	0755-83023468	18603064918	zhengzy@jyzq.cn
樊 文	高级经理	0755-83023422	13828864010	fanwen@jyzq.cn
黄李南	高级经理	0755-83023499	18688960542	huanglinan@jyzq.cn

联系地址: 深圳市深南大道4001号时代金融中心17层, 518048 传真: 0755-83024518

本报告仅供金元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)签约客户使用。本公司不因任何人接收到本报告而视其为本公司的客户。

在任何情况下,本报告中的信息或所表述的观点仅供特定客户参考,并不构成对任何人的投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。在任何情况下,本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测等仅反映本报告发布日依据一定的标准和假设作出的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告,对此本公司没有通知义务。

本报告仅向特定客户传送,版权归本公司所有。未经本公司书面授权,本报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络本公司并获得许可,并需注明出处,且不得对报告进行有悖原意的引用和删改。

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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。