

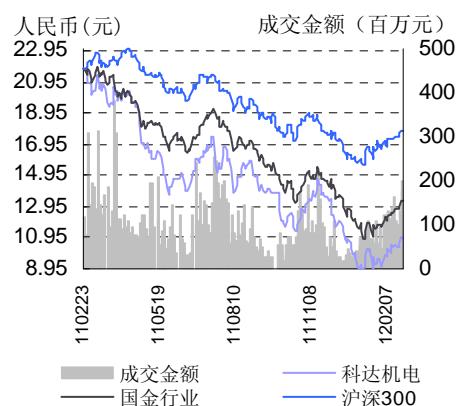
市价 (人民币): 10.91 元

环保政策越来越有利于新型煤气化炉的应用

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)	607.08
总市值(百万元)	6,895.25
年内股价最高最低(元)	21.86/8.95
沪深 300 指数	2901.22
上证指数	2612.19



公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.381	0.564	0.695	0.998	1.439
每股净资产(元)	2.48	3.16	3.66	4.31	5.60
每股经营性现金流(元)	0.45	0.00	1.47	1.07	1.56
市盈率(倍)	62.65	16.26	15.76	10.98	7.62
行业优化市盈率(倍)	63.20	48.96	48.96	48.96	48.96
净利润增长率(%)	33.94%	47.77%	23.39%	43.59%	44.11%
净资产收益率(%)	16.26%	17.85%	18.72%	22.86%	25.36%
总股本(百万股)	598.38	632.01	632.01	632.01	632.01

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **与新奥牵手, 彰显新的发展空间。**新奥是国内最大的民营燃气供应商, 目前天然气资源受限, 且价格没理顺, 销售难盈利, 其次自身研究院还未有环保型煤气装置。牵手让两者互补。公司借助新奥广泛的营销网络, 新奥也可解决上游气源问题, 但合作前提是公司煤气工业化有成熟的样板。
- **针对市场存量的老式水煤气炉的环保约束, 各地开始分步从严执行。**继福建省于 2011 年年初率先在“十二五规划”里提出要在 2013 年底前, 淘汰省内全部的污染严重的老式水煤气炉之后, 辽宁法库工业园目前也有所动作, 计划将工业园内老式水煤气炉今年年底前全部淘汰。而法库工业园, 主要由福建陶瓷企业耕耘, 是公司新型环保煤气炉第一批产业化成果的所在地。随着各地政府对陶瓷企业的认识加深, 对其环保问题将出手越来越重, 我们预计类似福建、辽宁的的环保趋严, 也将在全国各地纷纷出现。
- **环保趋严利好于公司环保煤气炉的推广。**公司产品填补了市场上这一细分行业的空白, 但前期推广受到政策牵绊, 加上下游行业不景气, 推广的合同又未得到很好的履行, 公司财务报表并未反映出真实的应用前景。但从行业角度判断, 环保炉具有巨大的发展空间。由于当地变电所的建设屡屡延迟, 我们预计今年 5 月份公司 20 台炉子才开始点火运营。不同于以往的 9 台设备, 沈阳项目将是盈利状况较佳的标的, 预计下半年贡献利润。
- **公司传统压机业务下滑, 但报表影响不大。**公司合并恒力泰后, 压机占据市场 80%多市场份额, 但 2011 年两者销量下滑了近 30% (合并报表中应收账款大幅增加, 可能推迟至 2012 年体现)。实际上, 公司 2/3 陶瓷客户主要面向农村的城镇化市场, 受房地产业务影响可能没有想象的大。预计今年这块报表利润将有所增长, 一是由于压机毛利率提升至合理水平, 二是压机正改制成金属压延机, 正向苏泊尔等一线锅具制造商推广。
- **公司创新型产品将不断引起市场重视。**首先是墙材机械, 2011 年曾公告过合并, 预计方式可能与合并恒力泰方式类似, 新铭丰是国内充气砖设备的龙头, 与公司形成良好互补。预计今年两者有 6-8 亿元的销售收入。其次, 泵中之王的 A4V 液压泵, 正得到越来越多的下游客户认可, 总部 2 万台的生产线即将开建。第三, 挤压成型机, 打破了国外对国内的封锁。

投资建议

- 预计 2012-2014 年公司销售收入 3,686、4,887、6,103 百万元, EPS 分别为 0.70、1.00、1.44 元。维持“买入”评级。目标区间 16-18 元, 相当于 23x2012PE 和 18x2013PE。
- **风险。**新技术及设备应用推广再遭挫折。

刘波 分析师 SAC 执业编号: S1130511030010
(8621)61038283
liubo@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	1,426	2,065	2,493	3,686	4,887	6,103
增长率	44.8%	20.7%	47.9%	32.6%	24.9%	
主营业务成本	-1,163	-1,656	-2,025	-2,756	-3,642	-4,483
% 销售收入	81.6%	80.2%	81.2%	74.8%	74.5%	73.4%
毛利	263	409	468	930	1,245	1,621
% 销售收入	18.4%	19.8%	18.8%	25.2%	25.5%	26.6%
营业税金及附加	-11	-10	-17	-20	-27	-34
% 销售收入	0.8%	0.5%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	-59	-81	-110	-144	-191	-238
% 销售收入	4.1%	3.9%	4.4%	3.9%	3.9%	3.9%
管理费用	-69	-143	-168	-240	-274	-256
% 销售收入	4.8%	6.9%	6.7%	6.5%	5.6%	4.2%
息税前利润 (EBIT)	124	175	173	526	754	1,093
% 销售收入	8.7%	8.5%	6.9%	14.3%	15.4%	17.9%
财务费用	0	-6	-14	-34	-27	-27
% 销售收入	0.0%	0.3%	0.6%	0.9%	0.5%	0.4%
资产减值损失	-2	-6	-1	-4	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	63	53	281	10	10	10
% 税前利润	30.1%	19.4%	67.5%	1.9%	1.3%	0.9%
营业利润	185	216	439	499	736	1,075
营业利润率	13.0%	10.5%	17.6%	13.5%	15.1%	17.6%
营业外收支	24	59	-22	30	30	30
税前利润	209	276	417	529	766	1,105
利润率	14.6%	13.4%	16.7%	14.3%	15.7%	18.1%
所得税	-26	-30	-68	-79	-115	-166
所得税率	12.4%	10.8%	16.4%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	183	246	349	449	651	939
少数股东损益	3	5	-7	10	20	30
归属于母公司的净利润	180	241	356	439	631	909
净利率	12.6%	11.7%	14.3%	11.9%	12.9%	14.9%

资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	672	919	795	981	1,137	1,743
应收款项	175	271	289	405	536	670
存货	330	502	830	793	1,048	1,290
其他流动资产	63	56	795	126	166	204
流动资产	1,240	1,748	2,709	2,305	2,887	3,906
% 总资产	59.8%	59.6%	57.6%	53.9%	56.8%	61.9%
长期投资	139	243	257	258	257	257
固定资产	581	686	1,256	1,419	1,649	1,853
% 总资产	28.0%	23.4%	26.7%	33.2%	32.4%	29.4%
无形资产	111	252	477	289	288	288
非流动资产	833	1,183	1,997	1,968	2,196	2,400
% 总资产	40.2%	40.4%	42.4%	46.1%	43.2%	38.1%
资产总计	2,073	2,932	4,706	4,272	5,083	6,306
短期借款	110	160	655	0	0	0
应付款项	647	850	1,239	1,071	1,416	1,749
其他流动负债	50	58	110	186	220	252
流动负债	806	1,067	2,005	1,258	1,636	2,002
长期贷款	0	99	415	415	415	416
其他长期负债	0	44	49	0	0	0
负债	806	1,210	2,468	1,673	2,051	2,417
普通股股东权益	1,222	1,482	1,995	2,348	2,760	3,586
少数股东权益	45	240	242	252	272	302
负债股东权益合计	2,073	2,932	4,706	4,272	5,083	6,306

比率分析						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	0.285	0.381	0.564	0.695	0.998	1.439
每股净资产	2.693	2.477	3.157	3.664	4.308	5.598
每股经营现金净流	0.873	0.455	0.002	1.468	1.067	1.558
每股股利	0.300	0.100	0.100	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	14.73%	16.26%	17.85%	18.72%	22.86%	25.36%
总资产收益率	8.68%	8.22%	7.57%	10.29%	12.41%	14.42%
投入资本收益率	7.92%	7.89%	4.36%	14.83%	18.58%	21.58%
增长率						
主营业务收入增长率	22.92%	44.82%	20.72%	47.89%	32.57%	24.90%
EBIT增长率	2.90%	40.94%	-1.51%	204.54%	43.28%	45.02%
净利润增长率	20.71%	33.94%	47.77%	23.39%	43.59%	44.11%
总资产增长率	41.92%	41.45%	60.51%	-9.21%	18.98%	24.06%
资产管理能力						
应收账款周转天数	38.3	34.8	33.2	35.0	35.0	35.0
存货周转天数	105.2	91.7	120.0	105.0	105.0	105.0
应付账款周转天数	82.0	90.4	86.7	75.0	75.0	75.0
固定资产周转天数	141.0	111.3	105.2	85.3	81.2	77.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-44.38%	-38.34%	12.33%	-21.78%	-23.81%	-34.12%
EBIT利息保障倍数	294.2	30.1	12.1	15.6	28.4	41.1
资产负债率	38.90%	41.26%	52.46%	39.15%	40.34%	38.33%

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	2	2	3	6
买入	0	2	2	2	7
持有	0	1	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.80	1.80	1.75	1.70

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 2010-07-01	买入	18.81	N/A
2 2010-07-13	买入	18.78	25.00 ~ 30.00
3 2010-10-31	买入	20.10	N/A
4 2011-02-28	买入	20.89	N/A
5 2011-07-22	买入	15.79	21.20 ~ 21.20
6 2011-08-30	买入	14.96	21.88 ~ 21.88
7 2011-10-28	买入	12.76	19.63 ~ 19.63

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、复印件或复制品，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惟一因素。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或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61038271
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: 518026
地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B