

# 长青集团 (002616.SZ) 室内家具行业

新股研究

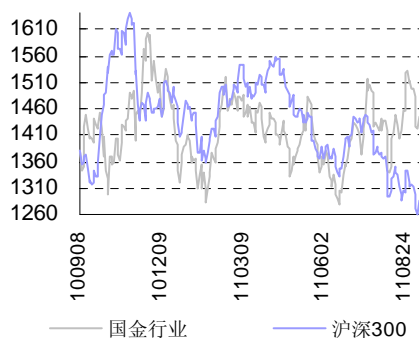
上市定价(人民币): 12.77-13.84元

## 进军生物质发电的燃气具领先企业;

长期竞争力评级: 高于行业均值

### 市场数据(人民币)

发行价(元)	17.80
发行A股数量(百万股)	37.00
总股本(百万股)	111.00
国金室内家具指数	1446.95
沪深300指数	2756.11
中小板指数	6275.03



### 公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.660	0.610	0.532	0.726	0.964
每股净资产(元)	2.51	3.12	5.97	6.63	7.49
每股经营性现金流(元)	1.88	1.13	0.78	1.07	1.31
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	35.07	35.07	36.38	36.38	36.38
净利润增长率(%)	56.45%	-7.65%	16.37%	36.45%	32.68%
净资产收益率(%)	26.31%	19.55%	8.91%	10.95%	12.86%
总股本(百万股)	111.00	111.00	148.00	148.00	148.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 基本结论

- 公司主营业务为燃气具的生产销售和以垃圾、秸秆为燃料的生物质发电。公司是燃气具出口领域的龙头企业之一，未来的重点发展方向为秸秆发电和燃气具内销业务；
- **燃气具业务面临突破：**燃气具出口为公司核心业务，2010年销售占比68%，我们预计这块业务将保持稳定增长，未来三年复合增速在10%以上；公司通过募投项目提升研发能力和加快渠道建设，推动燃气具内销业务快速发展，这块业务基数较小，未来三年复合增速有望超过20%；
- **生物质发电行业发展潜力较大：**生物质发电作为新兴能源产业之一，受到国家政策支持，具有较好的盈利能力。其中的秸秆发电目前国内开发程度较低，具有广阔发展空间，“排他性”政策和0.75元/KWH的上网电价保证了秸秆发电的盈利能力；
- **垃圾发电提供稳定收益：**公司中山市垃圾发电项目自2007年开始正式运营，一直为公司提供稳定的收入和利润，毛利率在40%以上，二期工程正在推进当中。我们认为该业务盈利能力较为稳定，并有一定增长空间，未来三年复合增速约为3%；
- **秸秆发电是主要看点：**公司山东沂水项目已实现盈利，黑龙江明水项目进度过半，同时还拥有5~6个在手项目，具有较大发展空间。公司在这块业务上具有原材料和成本控制的优势，根据我们测算，单个成熟运行电厂年贡献净利润接近3000万元，折合EPS 0.20元。因此秸秆发电业务是公司未来主要看点；

### 价值评估与投资建议

- 我们预计公司2011和2012年将分别实现归属于母公司的净利润0.79和1.07亿元，复合增长率为26%，折合摊薄后的EPS分别为0.53和0.73元；
- 我们给予公司2011年24~26倍PE，对应合理股价区间为12.77~13.84元。

### 风险提示

- 全球经济形势风险、OEM/ODM生产模式风险、秸秆发电燃料供应风险、政策风险。

张帅 分析师 SAC 执业编号: S1130511030009  
(8621)61038279  
zhangshuai@gjzq.com.cn

万友林 分析师 SAC 执业编号: S1130511030016  
(8621)61038259  
wanyl@gjzq.com.cn

## 内容目录

公司概况 .....	4
热能设备领先企业，成功进军生物质发电领域 .....	4
募投项目概况 .....	5
盈利预测与估值 .....	6
盈利预测 .....	6
估值和定价 .....	8
生物质发电是主要看点 .....	8
秸秆发电具有较大发展潜力 .....	8
行业格局及发展限制 .....	9
公司秸秆发电业务优势 .....	10
垃圾发电提供稳定收益 .....	11
燃气具业务面临突破 .....	12
出口业务稳定增长 .....	12
内销业务存在突破可能 .....	13
风险提示 .....	14
附录：三张报表预测摘要 .....	15

## 图表目录

图表 1：分业务销售收入（单位：万元） .....	4
图表 2：分业务毛利率水平 .....	4
图表 3：公司出口份额情况 .....	4
图表 4：公司股权结构 .....	5
图表 5：控股子公司业务分类 .....	5
图表 6：募投项目情况 .....	5
图表 7：分业务盈利预测 .....	7
图表 8：可比公司估值表（2011 年 9 月 8 日收盘价） .....	8
图表 9：不同作物谷草比 .....	8
图表 10：主要粮产区秸秆产量估算（2008 年粮食产量） .....	8
图表 11：不同发电方式年利用小时数比较 .....	9
图表 12：2009 年主要企业生物质能发电份额 .....	9
图表 13：不同类型秸秆的热值和度电用量 .....	10
图表 14：秸秆发电业务拓展情况 .....	11
图表 15：沂水项目盈利能力测算 .....	11
图表 16：垃圾发电业务毛利率比较 .....	12
图表 17：公司垃圾发电业务收入比例 .....	12

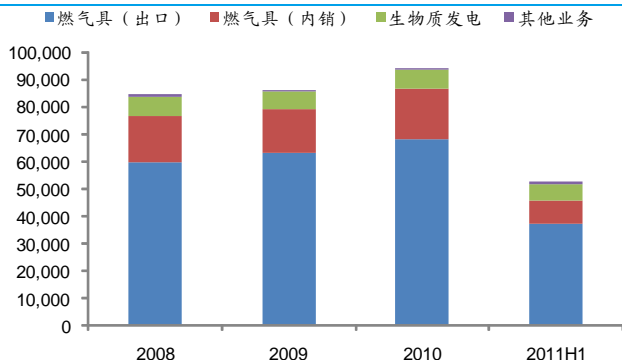
图表 18: 中国燃气具出口情况 .....	12
图表 19: 公司原材料成本占主营业务成本比重 .....	13
图表 20: 国内燃气灶和热水器市场规模预测.....	13

## 公司概况

### 热能设备领先企业，成功进军生物质发电领域

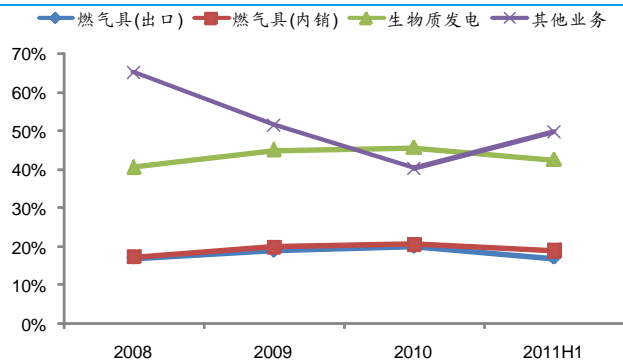
- 公司主营业务为燃气具及配套设备的生产销售和以垃圾、秸秆为燃料的生物质发电，出口产品为烤炉和取暖器，内销产品包括热水器、壁挂炉等。

图表1: 分业务销售收入 (单位: 万元)



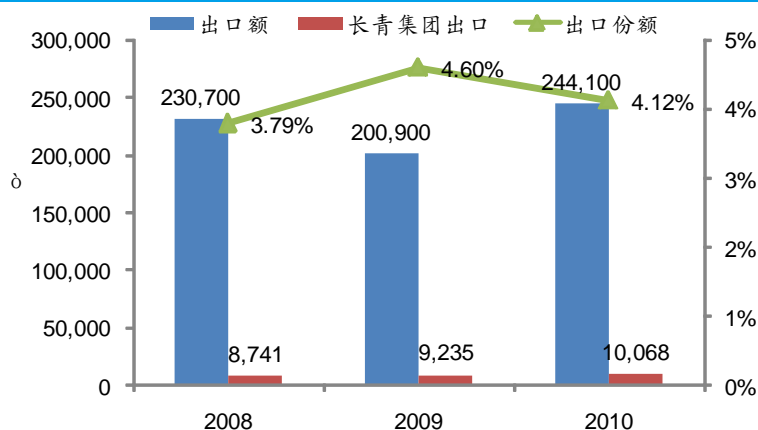
来源: 公司招股书, 国金证券研究所

图表2: 分业务毛利率水平



- **垃圾发电提供稳定收益:** 中山垃圾发电项目自 2007 年开始稳定运营, 年销售收入超过 6500 万元, 销售占比约为 7.5%。该业务燃料供应稳定, 且可以收取垃圾处理费, 因此享有 40% 以上的毛利率, 同时二期工作正在推进当中。
- **秸秆发电拓展发展空间:** 公司山东沂水项目已经实现盈利, 成熟运行后预计年净利润近 3000 万元, 同时黑龙江明水项目进度过半, 秸秆发电是公司目前重点开发的业务, 为公司未来发展拓展了空间。
- **燃气具出口业务稳定增长:** 燃气具出口为公司核心业务, 2010 年销售占比为 68%。公司是国内燃气具出口领域的龙头之一, 在海外具有一定声誉, 随着上市后在该领域投入的加大, 将获得高于行业平均水平的增长。

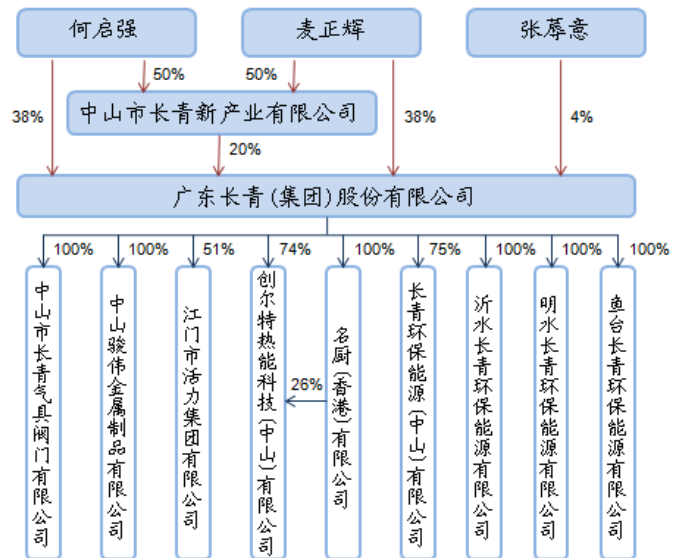
图表3: 公司出口份额情况



来源: 公司招股书, 国金证券研究所

- **燃气具内销是新突破点:** 中国城镇化建设, 厨卫电器保有量提升等有利因素将促进燃气具行业的发展。公司燃气具内销业务基数低, 增长潜力较大, 主要问题是现有产品的产能利用率一直较低, 进一步扩产存在风险。公司计划加大渠道建设力度, 再增加 1000 家专卖店和 300 家专柜, 有望以此取得内销市场的突破。
- 公司是典型的投资控股型企业, 主要通过设置不同的控股子公司开展各项业务, 其利润和用于分红的现金也主要来源于子公司。

图表4: 公司股权结构



来源: 公司招股书, 国金证券研究所

图表5: 控股子公司业务分类

公司名称	控股比例	业务范围	2010年占比	
			营业收入	净利润
中山市长青气具阀门有限公司	100%	燃气器具	3.42%	1.50%
中山骏伟金属制品有限公司	100%	燃气器具	9.40%	6.03%
江门市活力集团有限公司	51%	燃气器具	10.52%	9.11%
创尔特热能科技(中山)有限公司	100%	燃气器具	62.42%	43.39%
名厨(香港)有限公司	100%	燃气器具	8.63%	2.61%
长青环保能源(中山)有限公司	75%	垃圾发电	5.60%	38.08%
沂水长青环保能源有限公司	100%	秸秆发电	0.00%	-4.29%
明水长青环保能源有限公司	100%	秸秆发电	0.00%	3.57%
鱼台长青环保能源有限公司	100%	秸秆发电	0.00%	0.00%

来源: 公司招股书, 国金证券研究所

募投项目概况

- 公司计划使用 5.36 亿元募投资金投资明水生物质发电项目和燃气具产能扩建项目:
  - 明水生物质发电项目为公司积极拓展的生物质发电项目之一, 发电装机规模为 2x18MW, 投产后可年发电 216GWH。项目所在地秸秆材料丰富, 秸秆产量在电站需求三倍以上。项目实施将进一步提升公司在生物质能利用领域的实力;
  - 燃气具产能扩建项目将新增公司节能环保型燃气具产能 57.26 万台, 其中取暖器类 2.57 万台、厨卫类 35.77 万台、烤炉类 18.92 万台; 同时还将通过新建研发中心, 增设国内销售网点, 提升公司的研发实力和产品内销能力。

图表6: 募投项目情况

项目名称	项目内容	总投资(万元)
明水生物质热电联产工程项目	在黑龙江明水建设2x18MW秸秆发电站 投产后年发电216GWH	35,382
燃气具系列产品扩建项目	新建5000m <sup>2</sup> 研发中心, 提高节能环保型燃气具研发能力 购置先进生产设备, 新增节能环保型燃气具57.26万台 在全国范围内增设产品销售网点	18,222
合计		53,604

来源: 公司招股书, 国金证券研究所

## 盈利预测与估值

### 盈利预测

- 公司垃圾发电业务具有上下游稳定，盈利能力较强的特点，能够为公司提供稳定收益，目前中山项目二期工程正在推进中，因此具有一定增长空间，预计未来三年收入增速在 3%左右。
- 秸秆发电业务是公司未来最大看点，具有广阔增长空间和较强盈利能力。山东沂水项目今年已实现盈利，明年盈利能力将进一步提升；黑龙江明水业务将从 2012 年开始实现盈利；山东鱼台、黑龙江宁安等项目也将在 2013 年前后逐步贡献业绩。根据我们测算，单个成熟运营的电厂每年可贡献业绩接近 3000 万元。
- 我们认为燃气具出口将逐步恢复增长，未来三年复合增速在 5~8%之间。公司在出口领域具有领先优势，上市后将加大在该领域的投入，收入增速有望高于行业平均水平，达到 10%以上。
- 国内燃气具市场受城镇化进程和更新需求推动，未来三年复合增速将在 15%左右。公司燃气具内销业务基数小，具有较大增长空间，同时公司通过募投项目进一步提升研发能力并加快渠道建设，我们预计该业务未来三年复合增速在 20%以上。
- 根据以上判断，我们预测公司 2011 和 2012 年将分别实现归属母公司的净利润 0.79 和 1.07 亿元，复合增长率为 26%，折合摊薄后 EPS 分别为 0.53 和 0.73 元。

图表7: 分业务盈利预测

项 目	2008	2009	2010	2011H1	2011E	2012E	2013E
<b>烤炉(出口)</b>							
销量(套)	411,956	491,004	584,908	422,068	701,890	807,173	920,177
平均售价(元/套)	893.28	789.26	629.06	613.84	603.90	585.78	574.07
销售收入(百万元)	367.99	387.53	367.94	259.08	423.87	472.83	528.24
增长率(YOY)		5.31%	-5.05%		15.20%	11.55%	11.72%
毛利率	19.00%	20.80%	22.20%	18.00%	20.00%	19.50%	19.00%
占总销售额比重	43.60%	45.11%	39.09%	49.25%	36.39%	32.90%	29.75%
占主营业务利润比重	43.32%	44.05%	39.01%	42.51%	33.83%	29.41%	25.53%
<b>取暖器(出口)</b>							
销量(套)	728,749	651,298	926,623	349,540	1,111,948	1,278,740	1,451,370
平均售价(元/套)	314.68	354.34	292.21	278.51	283.44	277.77	274.99
销售收入(百万元)	229.32	230.78	270.77	97.35	315.17	355.20	399.12
增长率(YOY)		0.64%	17.33%		16.40%	12.70%	12.37%
毛利率	13.80%	16.40%	18.10%	17.00%	17.50%	17.00%	17.00%
占总销售额比重	27.17%	26.86%	28.76%	18.50%	27.05%	24.72%	22.47%
占主营业务利润比重	19.61%	20.68%	23.41%	15.09%	22.01%	19.26%	17.26%
<b>热水器(内销)</b>							
销量(套)	115,905	102,817	105,767	46,002	132,209	158,651	190,381
平均售价(元/套)	411.66	407.71	419.29	445.64	415.10	410.95	406.84
销售收入(百万元)	47.71	41.92	44.35	20.50	54.88	65.20	77.45
增长率(YOY)		-12.14%	5.79%		23.75%	18.80%	18.80%
毛利率	19.41%	21.06%	23.21%	19.20%	21.00%	20.50%	20.00%
占总销售额比重	5.65%	4.88%	4.71%	3.90%	4.71%	4.54%	4.36%
占主营业务利润比重	5.74%	4.82%	4.92%	3.59%	4.60%	4.26%	3.94%
<b>壁挂炉(内销)</b>							
销量(套)	6,398	7,648	8,841	3,098	11,051	13,262	15,649
平均售价(元/套)	2414.32	2493.02	2483.79	2428.47	2458.95	2446.66	2446.66
销售收入(百万元)	15.45	19.07	21.96	7.52	27.17	32.45	38.29
增长率(YOY)		23.43%	15.17%		23.75%	19.40%	18.00%
毛利率	25.83%	31.72%	35.63%	34.16%	34.20%	33.00%	32.00%
占总销售额比重	1.83%	2.22%	2.33%	1.43%	2.33%	2.26%	2.16%
占主营业务利润比重	2.47%	3.31%	3.74%	2.34%	3.71%	3.42%	3.12%
<b>燃气灶具(内销)</b>							
销量(套)	115,695	108,464	107,362	47,000	139,571	174,463	209,356
平均售价(元/套)	239.39	256.70	260.77	255.52	250.34	249.09	247.84
销售收入(百万元)	27.70	27.84	28.00	12.01	34.94	43.46	51.89
增长率(YOY)		0.53%	0.55%		24.80%	24.38%	19.40%
毛利率	19.20%	21.19%	23.88%	23.03%	23.00%	22.00%	21.00%
占总销售额比重	3.28%	3.24%	2.97%	2.28%	3.00%	3.02%	2.92%
占主营业务利润比重	3.29%	3.22%	3.19%	2.52%	3.21%	3.05%	2.77%
<b>垃圾发电</b>							
垃圾处理量(万吨)	35.34	34.79	34.72	17.97	36.50	37.50	38.50
销售电量(万度)	8,485.62	8,538.52	9,587.69	4,786.39	9,694.40	9,960.00	10,225.60
电价(元/度)	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
发电收入(百万元)	42.39	42.33	47.53	23.73	48.47	49.80	51.13
垃圾处理费(元/吨)	65.57	65.37	62.84	63.49	64.00	64.00	64.00
垃圾处理收入(百万元)	23.17	22.74	21.82	11.41	23.36	24.00	24.64
销售收入(百万元)	65.56	65.07	69.35	35.14	71.83	73.80	75.77
增长率(YOY)		-0.75%	6.57%		3.58%	2.74%	2.67%
毛利率	40.56%	45.05%	45.70%	47.91%	45.00%	44.00%	43.00%
占总销售额比重	7.77%	7.57%	7.37%	6.68%	6.17%	5.14%	4.27%
占主营业务利润比重	16.47%	16.02%	15.14%	15.34%	12.90%	10.36%	8.29%
<b>秸秆发电</b>							
销售电量(万度)	-	-	-	5,016.47	13,498.00	34,452.00	63,579.60
电价(元/度)	-	-	-	0.56	0.57	0.57	0.57
发电收入(百万元)	-	-	-	32.16	77.21	197.07	363.68
供热收入(百万元)	-	-	-	-	-	13.11	30.00
销售收入(百万元)	-	-	-	32.16	77.21	210.18	393.68
增长率(YOY)						172.22%	87.31%
毛利率	N/A	N/A	N/A	35.30%	33.00%	32.00%	31.00%
占总销售额比重	0.00%	0.00%	0.00%	6.11%	6.63%	14.63%	22.17%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	0.00%	10.35%	10.17%	21.45%	31.04%
<b>其他</b>							
销售收入(百万元)	90.22	86.83	139.01	62.32	159.87	183.85	211.42
增长率(YOY)		-3.76%	60.10%		15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	16.28%	16.62%	15.96%	14.54%	15.00%	15.00%	15.00%
占总销售额比重	10.69%	10.11%	14.77%	11.85%	13.72%	12.79%	11.91%
占主营业务利润比重	9.10%	7.89%	10.59%	8.26%	9.57%	8.80%	8.07%

来源: 国金证券研究所

### 估值和定价

- 我们选取具有与公司类似业务的垃圾发电、生物质发电和厨房电器相关上市公司进行估值比较，可比公司 2011 年平均 PE 为 26 倍。考虑到公司秸秆发电业务的高增长性和出口业务的风险性，我们给予公司 2011 年 24~26 倍 PE，对应合理股价区间为 12.77~13.84 元。

图表8: 可比公司估值表 (2011 年 9 月 8 日收盘价)

代码	公司简称	行业	股价	EPS		PE	
				2011E	2012E	2011E	2012E
002479	富春环保	垃圾发电	18.01	0.47	0.61	38	30
000939	凯迪电力	生物质发电	12.78	0.79	0.58	16	22
300187	永清环保	环保热电	53.30	1.26	2.19	42	24
002032	苏泊尔	厨房电器	21.95	0.92	1.20	24	18
002035	华帝股份	厨房电器	11.91	0.70	0.90	17	13
002508	老板电器	厨房电器	18.01	0.68	0.88	26	20
002543	万和电气	厨房电器	23.86	1.18	1.51	20	16
002403	爱仕达	厨房电器	12.06	0.46	0.39	26	31
<b>均值</b>						<b>26</b>	<b>22</b>

来源: 国金证券研究所

### 生物质发电是主要看点

#### 秸秆发电具有较大发展潜力

- **生物质发电发展空间大:** 我国目前的生物质能发电开发程度还很低，未来拥有巨大发展空间；
- 我国粮食产量超过 2000 万吨的省和自治区有 11 个，包括河南，山东，黑龙江，吉林，辽宁，江苏等地，这些地区都生物质能资源非常丰富，但有待于进一步开发。

图表9: 不同作物谷草比

作物种类	作物名称	谷草比
粮食	稻谷	1
	小麦	1
	玉米	2
	豆类	1.5
	薯类	1
经济作物	花生	2
	油菜籽	2
	芝麻	2
	棉花	3
	麻类	1
	甘蔗	0.1

注: 谷草比=自然风干秸秆产量/作物产量

来源: 国金证券研究所

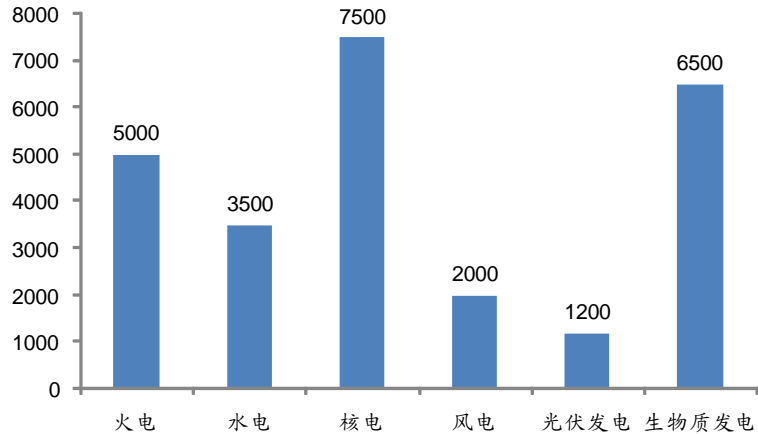
图表10: 主要粮产区秸秆产量估算 (2008 年粮食产量)

省份	粮食产量 (万吨)	主要农作物	谷草比	秸秆产量 (万吨)
河南	5365	稻、小麦、玉米、棉花、大豆、油菜、马铃薯、西瓜、花生	1.5	8048
山东	4261	稻、小麦、玉米、棉花、大豆、油菜、马铃薯、花生、大白菜	1.5	6392
黑龙江	4225	稻、小麦、玉米、棉花、大豆、油菜、马铃薯、甜菜	1.7	7183
江苏	3175	稻、小麦、玉米、棉花、大豆、油菜、马铃薯、西瓜、辣椒	1.2	3810
四川	3140	稻、小麦、玉米、棉花、大豆、油菜、马铃薯	1.2	3768
安徽	3023	稻、小麦、玉米、棉花、大豆、油菜、马铃薯	1.3	3930
河北	2906	稻、小麦、玉米、棉花、大豆、油菜、马铃薯	1.5	4359
吉林	2840	稻、小麦、玉米、棉花、大豆、油菜、马铃薯	1.5	4260
湖南	2805	稻、小麦、玉米、棉花、大豆、油菜、马铃薯、西瓜、辣椒	1.2	3366
湖北	2227	稻、小麦、玉米、棉花、大豆、油菜、马铃薯、西瓜、花生	1.3	2895
内蒙古	2131	稻、小麦、玉米、大豆、油菜、马铃薯、向日葵、高粱、甜菜	1.5	3197

- 根据发改委 2007 年公布的《可再生能源中长期发展规划》，我国每年可作为燃料使用的农作物秸秆和林木枝桠高达 6 亿吨，折合 3.5 亿吨标准煤。以每度电需要 350 克标准煤，年发电小时数 6500 小时测算，可以支撑 150GW 的装机容量，相当于 3000 座 5 万千瓦的生物质能电站。

- **年发电时间长：**相比风电、水电和光伏发电，生物质发电受季节和天气的影响较小，同时根据国家政策，生物质发电不受用电需求波动影响，享受优先全额上网政策，因此发电小时数高于传统火电，年发电时间有望达到6500小时。

图表11：不同发电方式年利用小时数比较



来源：国金证券研究所

- **统一上网电价提高盈利能力：**发改委规定了生物质发电的统一上网电价为0.75元/KWH，有效提高了秸秆发电厂的收入水平和盈利能力，同时地方政府一般也会给予生物质能电厂一定补贴。
- **“排他性”政策保证充足原材料：**发改委对生物质发电厂做了以下规定：应布置在秸秆丰富地区；每个县或100公里半径范围内不得重复布置；一般安装2台机组，装机容量不超过30MW。“排他性”政策确保了原材料供应充足，但也可能引起发电企业的“圈地”运动。

行业格局及发展限制

- **国有电力集团占据主导：**截止2009年底，五大国有电力集团的生物质发电装机容量为109.6万千瓦，占比25%；其中秸秆发电的总装机容量为90.7万千瓦，占比34%。
- 从全国范围看，生物质发电规模最大的企业是国电集团和凯迪控股。2009年，这两大集团的总装机容量达到了114.7万千瓦，占全国的26%。

图表12：2009年主要企业生物质能发电份额

企业	总装机容量 (万千瓦)	份额
国电集团	73.3	17%
凯迪控股	41.4	10%
华电	14.5	3%
江苏国信	11.5	3%
大唐	10.5	2%
中电投	6.3	1%
中节能	4.8	1%
华能	3	1%

来源：咨询报告，国金证券研究所

- **原材料供应是关键：**秸秆发电的上网电价固定为0.75元/KWH，因此发电成本决定了电厂的盈利能力。秸秆成本占地直接发电成本的60%以上，而秸秆资源具有空间分布上的分散性和时间分布上的集中性，收集和储存存在一定难度。能否以足够低的价格收集和储存秸秆，并保证电厂全年供应的充足，是决定秸秆发电厂盈利能力的关键。

- **政策限制：**电力行业竞争比较激烈，在与地方政府洽接以及项目审批环节，都需要深厚的对政府公关能力，大型和国有企业在这方面的优势较为明显，而民营企业则需要付出更多努力。
- **原材料收集半径限制：**秸秆属于农林业废弃物，本身成本并不高，所付费用于收集和运输费用，从成本角度考虑，原材料的收集半径不应超过 100 公里。因此单个秸秆发电站不存在太大扩张空间，秸秆发电企业要获得持续发展只能通过不断新建电站。
- **资本限制：**生物质直燃发电的投资成本大约在 1.1 万元/KW 左右，个别项目可能由于引进技术和设备的先进程度而更高，一座 30MW 电厂需要投资 3.3 亿元。公司以本次发行价 13 元计算，也不过募集资金 4.8 亿元。因此生物质发电投资对于中小型民营企业具有较大的资金压力。

#### 公司秸秆发电业务优势

- **区位优势：**公司山东沂水电厂主要利用麦秸和玉米秸发电，黑龙江明水项目以玉米秸为主。麦秸和玉米秸都属于热值较高的秸秆，不考虑秸秆“掺水”等不利因素，具有较高的开发价值，提升了电厂效益。
  - 公司其他的规划项目也多在山东、黑龙江和吉林等国内主要小麦和玉米产区，充足和高热值的原材料保证了秸秆发电项目的盈利能力。

图表13: 不同类型秸秆的热值和度电用量

秸秆类型	热值 (大卡)	发电效率	度电用量 (千克)	秸秆类型	热值 (大卡)	发电效率	度电用量 (千克)
杂草	3873	20%	1.20	杉木	4587	20%	1.01
豆秸	3862	20%	1.21	桦木	4321	20%	1.08
稻草	4215	20%	1.10	松木	4552	20%	1.02
花生壳	3828	20%	1.22	红木	4657	20%	1.00
稻壳	4241	20%	1.10	杨木	4286	20%	1.09
玉米秸	4238	20%	1.10	柳木	4451	20%	1.05
玉米芯	3601	20%	1.29	桦木	4401	20%	1.06
高粱秸	4323	20%	1.08	枫木	4518	20%	1.03
麦秸	5119	20%	0.91	马粪	3351	20%	1.39
棉秸	4429	20%	1.05	标准煤	7000	38%	0.35

来源：公开资料，国金证券研究所

- **供应商采购模式控制成本：**公司并不直接从农民手中收购秸秆，而通过考核选择供应商负责收集，辅以全程跟踪管理。通过熟悉本地环境的供应商，可以有效减少秸秆“掺水”等影响原材料质量的情况，控制住原材料成本。
- **“圈地”初见成果：**秸秆发电企业的发展空间在于不断获取新建电站，由于秸秆发电具有排他性，提前圈地，抢先布局尤为重要。目前行业龙头凯迪控股拥有生物质发电项目 102 个，国能生物也已获核准项目 50 个。
  - 公司除山东沂水和在黑龙江明水项目外，目前已与黑龙江肇州、黑龙江双城、吉林扶余、山东鱼台、黑龙江宁安等 5 处地方政府签订了生物质发电项目框架协议，保障了秸秆发电业务的可持续发展。

**图表14: 秸秆发电业务拓展情况**

地址	协议签订时间	协议	装机容量	投资额
山东沂水		已实现盈利	1×30MW	2.8亿元
黑龙江明水		已开工, 项目进度过半	2×18MW	3.54亿元
黑龙江肇州	2010年4月	《生物质发电项目投资合作协议书》	2×18MW	3.6亿元
吉林扶余	2010年7月	《生物质发电项目意向性协议书》	2×18MW	3.6亿元
山东鱼台	2010年8月	《生物质发电项目投资合作框架协议》	1×30MW	3.6亿元
黑龙江双城	2010年9月	《生物质发电项目投资合作框架协议》	2×18MW	3.6亿元
黑龙江宁安	2011年8月	《生物质发电项目投资协议书》	1×30MW	2.95亿元

来源: 公司招股书, 国金证券研究所

- **沂水项目盈利能力测算:** 我们以沂水电厂为例, 在假设项目成熟、正常运营, 上市融资抵消财务费用的前提下, 测算出单个电站可以为公司贡献业绩近 3000 万元。

**图表15: 沂水项目盈利能力测算**

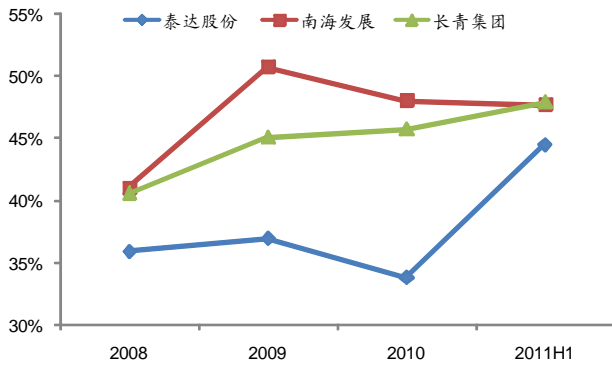
项目	数量/金额	单位	单位收入 (元/KWH)	备注
<b>收入</b>				
装机容量	30	MW		山东沂水项目机组容量为1×30MW
年发电小时	6,500	小时		生物质发电年利用小时可达6500
发电量	195,000	MWH		
自用电量	25,350	MWH		根据公司运营数据, 电厂自用率约为13%
销售电量	169,650	MWH		
电价(含税)	0.75	元/KWH		国家统一标杆电价0.75元/KWH
电价(不含税)	0.64	元/KWH		根据公司运营数据, 不含税电价约为0.64元/KWH
<b>销售收入</b>	<b>10,875</b>	<b>万元</b>	<b>0.64</b>	
<b>成本</b>				
单位秸秆用量	1.05	千克/KWH		根据公司运营数据测算
总秸秆用量	20	万吨		
秸秆价格	250	元/吨		行业平均成本在200-300元/吨之间
秸秆费用	5,119	万元	0.30	
折旧	1,200	万元	0.07	沂水项目固定资产约1.8亿, 按15年折旧
人工	450	万元	0.03	按照150人, 人均年薪3万元测算
经营成本	1,164	万元	0.07	日常辅助生产成本及水费、维修费等
<b>直接发电成本</b>	<b>7,933</b>	<b>万元</b>	<b>0.47</b>	
管理费用	(707)	万元	(0.04)	按6.5%估算, 包括房产税、土地税、土地摊销等
补贴收入	1,200	万元	0.07	按常规情况考虑项目享受增值税即征即退政策
<b>利润总额</b>	<b>3,435</b>	<b>万元</b>	<b>0.20</b>	
税率	25%			所得税税率为25%
所得税	(515)	万元	(0.03)	取得资源综合利用证后, 应纳税所得额按利润总额减计收入的10%征收企业所得税
<b>净利润</b>	<b>2,920</b>	<b>万元</b>	<b>0.17</b>	

来源: 公司资料, 国金证券研究所

### 垃圾发电提供稳定收益

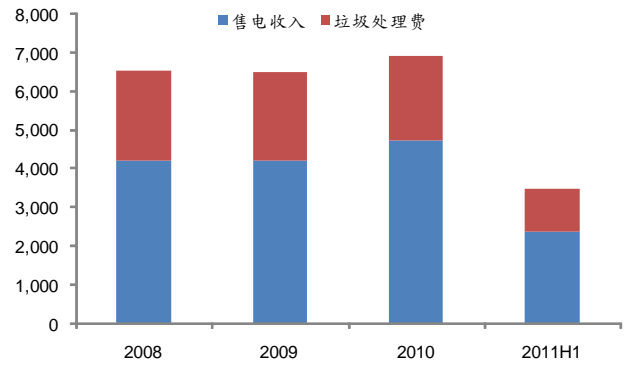
- **BOT 模式保证收益稳定:** 截至 2010 年底, 我国已建和在建的垃圾发电厂达到 180 座, 多采用 BOT 模式, 对垃圾处理设备的品牌、垃圾提供商、垃圾处理费、上网电价等做出约定, 服务期限一般为 25 年。由于垃圾发电项目上下游都被锁定, 因此波动较小, 能提供较为稳定的收益。
- **原材料补贴费用带来高毛利率:** 垃圾发电的原材料多为环卫部门分类后的城市生活垃圾, 由政府部门免费提供且政府补贴垃圾处理费, 因此垃圾发电项目具有较高的毛利率。

图表16: 垃圾发电业务毛利率比较



来源: 国金证券研究所

图表17: 公司垃圾发电业务收入比例



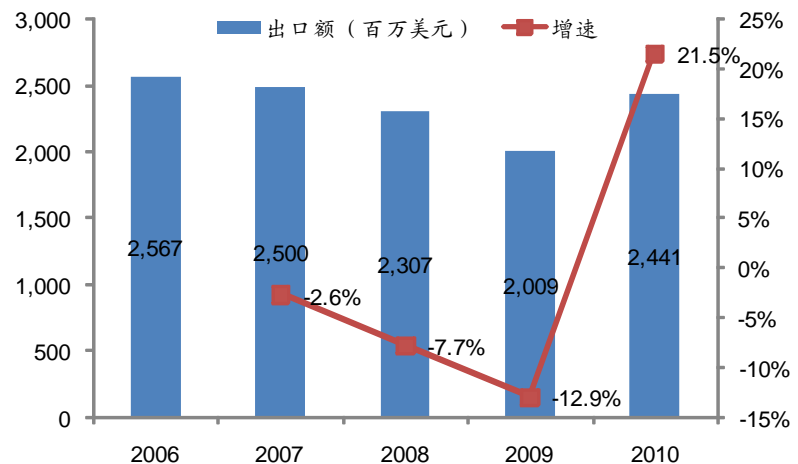
- **中山项目提供稳定收益:** 公司 2003 年中标中山市 BOT 垃圾焚烧发电厂项目, 2006 年 4 月正式并网发电和处理垃圾。自 2007 年开始, 该项目一直给公司带来稳定的收入和利润, 目前该项目二期工程正在推进中, 因此未来有一定增长空间。

### 燃气具业务面临突破

#### 出口业务稳定增长

- 中国的燃气具出口已步入稳定发展阶段, 2008 年金融危机对海外燃气具市场造成了一定影响, 到 2010 年已恢复增长, 我们预计未来三年的复合增速在 5~8% 之间。

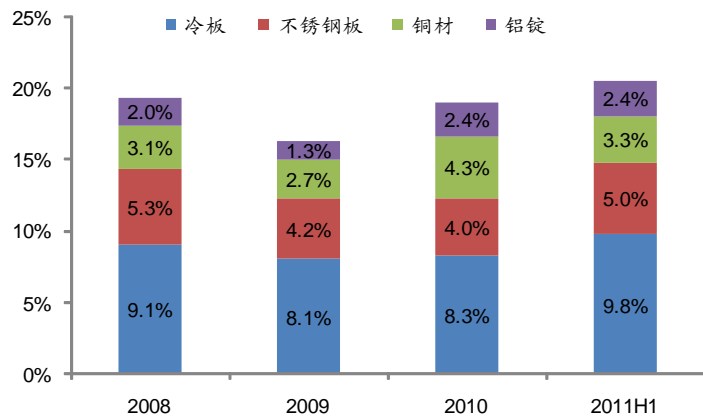
图表18: 中国燃气具出口情况



来源: 公司招股书, 国金证券研究所

- **公司是国内燃气具出口龙头企业之一,** 在海外燃气具品牌商及经销商中享有一定声誉, 随着公司上市后加大该领域的投入, 将获得高于行业平均水平的增长。我们预计公司该业务未来三年复合增速在 10% 以上。
- **出口业务为贴牌生产:** 燃气具出口业务是公司最主要的收入来源, 收入占比约为 70%, 由于主要为 OEM/ODM 贴牌生产, 毛利率较低, 约为 19%, 但因为不需渠道成本, 销售和管理费用也较低。
- **原材料价格风险较大:** 贴牌生产对下游的议价能力较弱, 因此在原材料价格上涨的情况下无法及时转嫁给下游, 面临较大的经营风险。公司出口业务 2011 年上半年毛利率下降至 17%, 其中就有原材料价格上涨的原因。

图表19: 公司原材料成本占主营业务成本比重

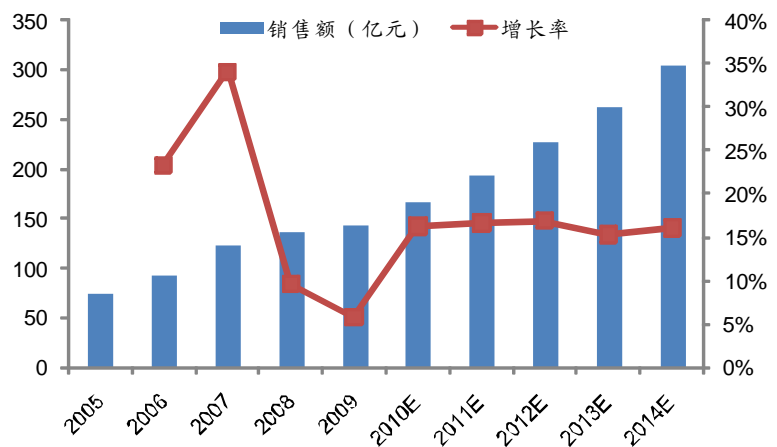


来源: 公司招股书, 国金证券研究所

内销业务存在突破可能

- **城镇化带动燃气具需求:** 中国 2010 年城镇化率为 49.7%，与发达国家的 70~80%相比，仍有大幅提升空间。根据中国指数研究院预测，未来两年我国年均新增城镇家庭约 450 万户，新增住房需求带来大量燃气具需求。
- **更新和节能化需求旺盛:** 燃气具使用寿命约为 3~8 年，原有产品更新换代将成为市场需求重要来源，同时社会对节能环保的日益关注也将带动一部分新型节能燃气具的需求。因此我们预计国内燃气具市场未来三年复合增速将在 15%左右。

图表20: 国内燃气灶和热水器市场规模预测



来源: 公司招股书, 国金证券研究所

- **内销燃气具产能扩张存在风险:** 国内燃气具生产企业超过 500 家，市场竞争激烈。公司内销产品产能利用率普遍较低，热水器、灶具和壁挂炉 2010 年的产能利用率分别为 30%、12%和 27%，而募投项目之一为新增热水器、炉灶和壁挂炉产能 35.77 万台，占已有产能的 43%。在这样的产能利用率下仍大幅扩张，其销售情况能否支撑有待观察。
- **加大营销投入，定位二、三线城市:** 公司自主品牌创尔特在国内市场占有率较低，热水器、灶具和壁挂炉 2009 年市场份额分别为 1.19%、0.54%和 5.86%，由于一线城市竞争已非常激烈，公司将侧重开发二、三线城市。公司目前已有 490 家专卖店和 310 家专柜，并计划利用募集资金再增加 1000 家专卖店和 300 家专柜。考虑到公司加大内销投入，且目前基数较小，我们判断公司燃气具内销业务有望实现突破，未来三年复合增速超过 20%。

## 风险提示

- **全球经济持续恶化的风险：**在目前欧债危机和美国评级被下调的形势下，全球经济的复苏仍存在一定不确定性。若是全球经济持续恶化，公司燃气具出口业务将面临衰退的风险。
- **OEM/ODM 生产模式的风险：**公司出口业务主要为 OEM/ODM 贴牌生产，对下游议价能力较差，若原材料价格持续上涨，公司将面临无法及时向下游转嫁从而毛利率下滑的风险。同时人民币持续升值也会对公司出口业务的盈利能力造成影响。
- **秸秆发电项目燃料供应风险：**秸秆发电的燃料主要来自农业和林业废弃物，目前供应较为充足，但不排除农业大幅减产时秸秆供应不足的风险，同时也存在农民对秸秆大幅提价或掺水的风险。
- **政策变动风险：**目前生物质发电盈利较为依赖 0.75 元/KWH 的统一标杆上网电价，若未来生物质发电上网发生变动，将对秸秆等发电项目的盈利能力产生造成影响。

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>主营业务收入</b>	<b>844</b>	<b>859</b>	<b>941</b>	<b>1,165</b>	<b>1,437</b>	<b>1,776</b>
增长率		1.8%	9.6%	23.7%	23.3%	23.6%
<b>主营业务成本</b>	<b>-683</b>	<b>-676</b>	<b>-732</b>	<b>-914</b>	<b>-1,123</b>	<b>-1,383</b>
%销售收入	80.9%	78.7%	77.8%	78.5%	78.2%	77.9%
<b>毛利</b>	<b>161</b>	<b>183</b>	<b>209</b>	<b>251</b>	<b>314</b>	<b>393</b>
%销售收入	19.1%	21.3%	22.2%	21.5%	21.8%	22.1%
<b>营业税金及附加</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-2</b>	<b>-3</b>	<b>-4</b>	<b>-5</b>
%销售收入	0.0%	0.0%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
<b>营业费用</b>	<b>-38</b>	<b>-43</b>	<b>-52</b>	<b>-58</b>	<b>-72</b>	<b>-89</b>
%销售收入	4.6%	5.0%	5.5%	5.0%	5.0%	5.0%
<b>管理费用</b>	<b>-42</b>	<b>-54</b>	<b>-62</b>	<b>-76</b>	<b>-93</b>	<b>-115</b>
%销售收入	4.9%	6.3%	6.6%	6.5%	6.5%	6.5%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>81</b>	<b>86</b>	<b>94</b>	<b>113</b>	<b>144</b>	<b>184</b>
%销售收入	9.6%	10.0%	10.0%	9.7%	10.0%	10.3%
<b>财务费用</b>	<b>-22</b>	<b>-19</b>	<b>-21</b>	<b>-18</b>	<b>-11</b>	<b>-9</b>
%销售收入	2.6%	2.2%	2.2%	1.5%	0.7%	0.5%
<b>资产减值损失</b>	<b>-2</b>	<b>-4</b>	<b>-3</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
%税前利润	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>营业利润</b>	<b>57</b>	<b>63</b>	<b>70</b>	<b>95</b>	<b>133</b>	<b>174</b>
营业利润率	6.8%	7.4%	7.5%	8.1%	9.3%	9.8%
<b>营业外收支</b>	<b>18</b>	<b>27</b>	<b>18</b>	<b>20</b>	<b>30</b>	<b>40</b>
<b>税前利润</b>	<b>75</b>	<b>90</b>	<b>88</b>	<b>115</b>	<b>163</b>	<b>214</b>
利润率	8.9%	10.5%	9.4%	9.8%	11.4%	12.1%
<b>所得税</b>	<b>-8</b>	<b>-10</b>	<b>-10</b>	<b>-23</b>	<b>-41</b>	<b>-54</b>
所得税率	10.9%	11.5%	11.4%	20.0%	25.0%	25.0%
<b>净利润</b>	<b>67</b>	<b>80</b>	<b>78</b>	<b>92</b>	<b>122</b>	<b>161</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>20</b>	<b>6</b>	<b>11</b>	<b>13</b>	<b>15</b>	<b>18</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>47</b>	<b>73</b>	<b>68</b>	<b>79</b>	<b>107</b>	<b>143</b>
净利率	5.6%	8.5%	7.2%	6.8%	7.5%	8.0%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>净利润</b>	<b>67</b>	<b>80</b>	<b>78</b>	<b>92</b>	<b>122</b>	<b>161</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>非现金支出</b>	<b>43</b>	<b>51</b>	<b>51</b>	<b>43</b>	<b>55</b>	<b>63</b>
<b>非经营收益</b>	<b>21</b>	<b>17</b>	<b>19</b>	<b>0</b>	<b>-17</b>	<b>-28</b>
<b>营运资金变动</b>	<b>-107</b>	<b>61</b>	<b>-23</b>	<b>-20</b>	<b>-1</b>	<b>-2</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>23</b>	<b>209</b>	<b>125</b>	<b>115</b>	<b>159</b>	<b>194</b>
<b>资本开支</b>	<b>-86</b>	<b>-106</b>	<b>-176</b>	<b>-293</b>	<b>-129</b>	<b>-120</b>
<b>投资</b>	<b>0</b>	<b>-67</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-85</b>	<b>-173</b>	<b>-176</b>	<b>-294</b>	<b>-129</b>	<b>-120</b>
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>459</b>	<b>-11</b>	<b>0</b>
<b>债权募资</b>	<b>46</b>	<b>2</b>	<b>85</b>	<b>-246</b>	<b>4</b>	<b>-24</b>
<b>其他</b>	<b>-22</b>	<b>-53</b>	<b>-19</b>	<b>-19</b>	<b>-13</b>	<b>-12</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>23</b>	<b>-51</b>	<b>66</b>	<b>193</b>	<b>-20</b>	<b>-36</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-39</b>	<b>-15</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	<b>10</b>	<b>38</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>货币资金</b>	<b>60</b>	<b>92</b>	<b>95</b>	<b>110</b>	<b>120</b>	<b>158</b>
<b>应收款项</b>	<b>89</b>	<b>43</b>	<b>85</b>	<b>107</b>	<b>132</b>	<b>163</b>
<b>存货</b>	<b>136</b>	<b>98</b>	<b>150</b>	<b>150</b>	<b>185</b>	<b>227</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>8</b>	<b>5</b>	<b>10</b>	<b>14</b>	<b>17</b>	<b>20</b>
<b>流动资产</b>	<b>293</b>	<b>239</b>	<b>340</b>	<b>381</b>	<b>453</b>	<b>568</b>
%总资产	30.9%	26.4%	30.2%	26.5%	28.1%	31.1%
<b>长期投资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>固定资产</b>	<b>281</b>	<b>318</b>	<b>436</b>	<b>708</b>	<b>818</b>	<b>919</b>
%总资产	29.6%	35.1%	38.7%	49.3%	50.7%	50.3%
<b>无形资产</b>	<b>374</b>	<b>346</b>	<b>348</b>	<b>344</b>	<b>340</b>	<b>336</b>
<b>非流动资产</b>	<b>657</b>	<b>667</b>	<b>787</b>	<b>1,055</b>	<b>1,160</b>	<b>1,257</b>
%总资产	69.1%	73.6%	69.8%	73.5%	71.9%	68.9%
<b>资产总计</b>	<b>950</b>	<b>905</b>	<b>1,127</b>	<b>1,436</b>	<b>1,613</b>	<b>1,825</b>
<b>短期借款</b>	<b>175</b>	<b>196</b>	<b>232</b>	<b>0</b>	<b>14</b>	<b>0</b>
<b>应付款项</b>	<b>243</b>	<b>190</b>	<b>245</b>	<b>248</b>	<b>305</b>	<b>376</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>18</b>	<b>13</b>	<b>17</b>	<b>18</b>	<b>22</b>	<b>42</b>
<b>流动负债</b>	<b>437</b>	<b>398</b>	<b>493</b>	<b>267</b>	<b>341</b>	<b>418</b>
<b>长期贷款</b>	<b>164</b>	<b>146</b>	<b>194</b>	<b>184</b>	<b>174</b>	<b>164</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债</b>	<b>606</b>	<b>549</b>	<b>693</b>	<b>451</b>	<b>516</b>	<b>583</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>208</b>	<b>279</b>	<b>346</b>	<b>884</b>	<b>981</b>	<b>1,109</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>136</b>	<b>77</b>	<b>88</b>	<b>101</b>	<b>116</b>	<b>134</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>950</b>	<b>905</b>	<b>1,127</b>	<b>1,436</b>	<b>1,613</b>	<b>1,825</b>

**比率分析**

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.422	0.660	0.610	0.532	0.726	0.964
每股净资产	1.874	2.510	3.120	5.975	6.629	7.493
每股经营现金净流	0.210	1.883	1.130	0.780	1.075	1.311
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.100
<b>回报率</b>						
净资产收益率	22.52%	26.31%	19.55%	8.91%	10.95%	12.86%
总资产收益率	4.93%	8.10%	6.01%	5.48%	6.66%	7.81%
投入资本收益率	10.57%	10.89%	9.66%	7.74%	8.40%	9.79%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	N/A	1.79%	9.58%	23.75%	23.35%	23.59%
EBIT增长率	N/A	5.97%	9.34%	20.43%	27.28%	27.56%
净利润增长率	N/A	56.45%	-7.65%	16.37%	36.45%	32.68%
总资产增长率	N/A	-4.68%	24.51%	27.42%	12.31%	13.18%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	17.5	24.1	19.5	20.0	20.0	20.0
存货周转天数	36.4	63.4	62.1	60.0	60.0	60.0
应付账款周转天数	47.8	82.2	67.3	50.0	50.0	50.0
固定资产周转天数	52.4	112.6	100.4	134.8	124.3	111.2
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	81.24%	70.05%	76.33%	7.60%	6.22%	0.52%
EBIT利息保障倍数	3.7	4.5	4.5	6.4	13.7	19.7
资产负债率	63.81%	60.70%	61.48%	31.40%	31.98%	31.92%

来源：公司年报、国金证券研究所

**定价区间的说明:**

上市定价: 预期该股票上市当日均价区间;  
目标价格: 预期未来 6 - 12 个月内该股票目标价格区间;  
询价价格: 建议询价对象申报的询价价格区间。

**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	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区中心区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B