

# 三维丝 (300056.SZ) 其它非金属行业

评级: 增持 维持评级

公司研究

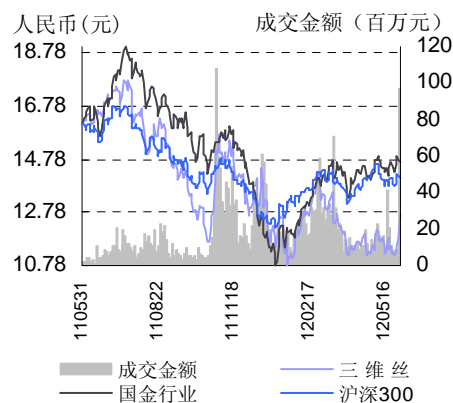
市价(人民币): 12.72元  
目标(人民币): 12.84-13.37元

## 受益于袋除尘市场加速的高温滤料龙头

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) | 43.97       |
| 总市值(百万元)     | 1,201.95    |
| 年内股价最高最低(元)  | 17.74/10.80 |
| 沪深300指数      | 2901.22     |



### 公司基本情况(人民币)

| 项目          | 2010   | 2011   | 2012E  | 2013E  | 2014E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元)   | 0.407  | 0.533  | 0.428  | 0.557  | 0.720  |
| 每股净资产(元)    | 6.85   | 7.14   | 4.84   | 5.40   | 6.12   |
| 每股经营性现金流(元) | -0.11  | -1.46  | 0.57   | -0.12  | -0.01  |
| 市盈率(倍)      | 93.62  | 41.87  | 29.67  | 22.79  | 17.65  |
| 行业优化市盈率(倍)  | 54.48  | 30.42  | 30.42  | 30.42  | 30.42  |
| 净利润增长率(%)   | -6.55% | 32.14% | 44.66% | 30.17% | 29.14% |
| 净资产收益率(%)   | 5.94%  | 7.46%  | 8.85%  | 10.33% | 11.77% |
| 总股本(百万股)    | 52.00  | 52.50  | 94.49  | 94.49  | 94.49  |

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

- **国内高温滤料龙头企业:** 公司专注于从事大气粉尘污染治理,是袋式除尘器所需高性能高温滤料的专业供应商;主营业务为袋式除尘器核心部件高性能高温滤料的研发、生产和销售;客户主要集中在火电、水泥、垃圾焚烧和钢铁冶金等行业。
- **受益环保标准趋严,高温滤料行业进入快速发展期:** 总体上我们认为,对于环保行业的发展而言,政府的驱动仍然占据主导地位,而相关环保标准的修订及执行程度即成为环保行业发展的核心驱动因素;在当前大气排放标准趋于严格、执行力度不断加大的宏观背景下,具有更强除尘效果的袋除尘技术将得到广泛应用,受益于此,作为袋除尘技术核心部件的高温合成化纤滤料的市场需求也将获得持续快速提升。
- **公司将显著受益于行业发展良机,实现未来稳定增长:** 目前公司募投项目300万平米高温滤料项目基本建成,投产后公司产能将达到500万平米,相比之前的产能规模大幅增长,考虑到公司目前产能满负荷运转的现状及未来下游需求快速增长的趋势,我们认为未来3年公司销量将保持30%以上的稳定增长。

### 投资建议和估值

- 我们预测公司2012-2014年EPS分别为0.428元、0.557元和0.720元,同比分别增长44.66%、30.17%和29.14%;目前股价对应28x12PE和21x13PE,考虑到公司未来两年30%以上的复合增速,并且结合目前环保股平均33x12PE和24x13PE的估值水平,给予公司30x12PE和24x13PE,目标价12.84-13.37元。

### 风险

- 对于排放标准监管不严,导致下游行业袋式除尘的推广力度低于预期,从而影响公司的市场开拓进度。
- 行业竞争加剧,导致产品利润率下滑的风险。

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

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

## 内容目录

|                               |    |
|-------------------------------|----|
| 公司概述 .....                    | 4  |
| 国内高温滤料龙头企业 .....              | 4  |
| 立足电力行业，积极向其他领域拓展 .....        | 4  |
| 受益环保标准趋严，高温滤料行业进入快速发展期 .....  | 5  |
| 环保标准趋严，袋式除尘改造或将加速 .....       | 5  |
| 行业需求将保持较快增速，优势企业有望脱颖而出 .....  | 8  |
| 环保投资力度不断加强，行业面临良好的外部环境 .....  | 10 |
| 公司将显著受益于行业发展良机，实现未来稳定增长 ..... | 11 |
| 产品质量优势始终是公司抢占市场的核心利器 .....    | 11 |
| 产能瓶颈已突破，公司外延式增长或将加速 .....     | 13 |
| 盈利预测、估值和投资建议 .....            | 14 |
| 盈利预测 .....                    | 14 |
| 估值和投资建议 .....                 | 14 |
| 附录：三张报表预测摘要 .....             | 15 |

## 图表目录

|   |    |
|---|----|
| 图表 1：三维丝 2011 年营业收入结构 .....                                 | 4  |
| 图表 2：三维丝 2011 年毛利结构 .....                                   | 4  |
| 图表 3：国内高温滤料总市场份额 .....                                      | 4  |
| 图表 4：国内高温滤料电力市场份额 .....                                     | 4  |
| 图表 5：节能环保力度增强是推动行业发展的根本力量 .....                             | 5  |
| 图表 6：火电厂大气污染物排放标准 .....                                     | 6  |
| 图表 7：水泥工业大气污染物排放标准趋于严格 .....                                | 6  |
| 图表 8：国内外工业烟气中颗粒物排放浓度标准对比（单位： $\text{mg}/\text{m}^3$ ） ..... | 7  |
| 图表 9：相比电除尘，袋式除尘分级和除尘效率更高 .....                              | 7  |
| 图表 10：300MW 电除尘器和袋式除尘器的经济性比较 .....                          | 8  |
| 图表 11：袋式除尘行业历年总产值 .....                                     | 8  |
| 图表 12：纤维、滤料生产企业历年总产值 .....                                  | 8  |
| 图表 13：存量改造性需求的敏感性分析 .....                                   | 9  |
| 图表 14：新增高温滤料需求的敏感性分析 .....                                  | 9  |
| 图表 15：水泥行业未来年均增加高温滤料需求量(万平米) .....                          | 10 |
| 图表 16：国内滤料行业主要企业比较 .....                                    | 10 |
| 图表 17：历年五年规划对环保的投资情况 .....                                  | 11 |
| 图表 18：中国环保投资占 GDP 比重明显偏低 .....                              | 11 |
| 图表 19：近年我国烟尘及工业粉尘排放量呈明显下降趋势 .....                           | 11 |

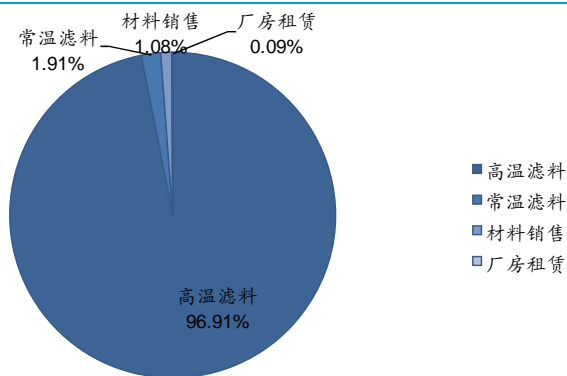
|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 图表 20: 公司原材料成本构成 .....           | 12 |
| 图表 21: 原材料性能介绍 .....             | 12 |
| 图表 22: 常用袋式除尘滤料材质及其理化特性 .....    | 12 |
| 图表 23: 公司产品质量处于业内领先水平 .....      | 13 |
| 图表 24: 公司高温滤料毛利率保持稳定 .....       | 13 |
| 图表 25: 公司主要原材料呈下降趋势 (元/kg) ..... | 13 |
| 图表 26: 公司估值表 .....               | 14 |

## 公司概况

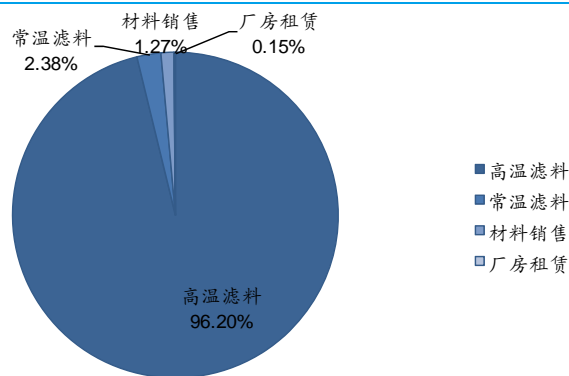
### 国内高温滤料龙头企业

- 三维丝专注于从事大气粉尘污染治理，是袋式除尘器所需高性能高温滤料的专业供应商；主营业务为袋式除尘器核心部件高性能高温滤料的研发、生产和销售；主要产品为高性能高温滤料，包括滤毡系列和滤袋系列。

图表1: 三维丝 2011 年营业收入结构



图表2: 三维丝 2011 年毛利结构

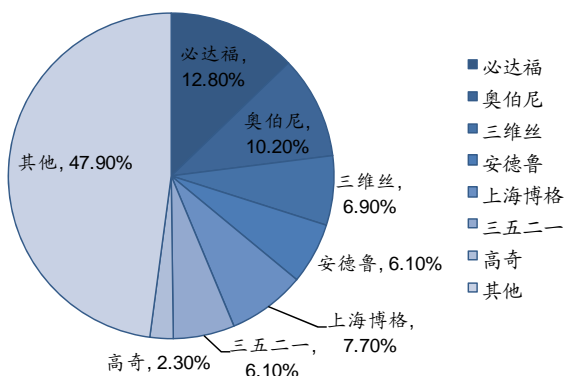


来源: 公司年报, 国金证券研究所

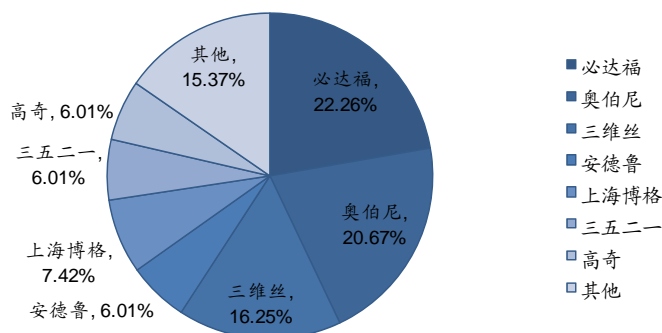
### 立足电力行业, 积极向其他领域拓展

- 从下游客户看, 公司业务主要集中在火电、水泥、垃圾焚烧和钢铁冶金等行业, 目前公司在保持火电行业传统优势地位的同时, 积极开拓水泥、钢铁冶炼、垃圾焚烧等其他行业市场, 并且向海外扩张。
  - ◆ 火电行业: 公司以 20% 以上的高温滤料市场占有率稳居前列;
  - ◆ 水泥行业: 2010 年以来公司先后成功入围海螺水泥等大型水泥企业集团滤料采购商体系;
  - ◆ 垃圾焚烧行业: 公司组建了厦门佰瑞福环保科技有限公司专司垃圾焚烧行业细分市场的滤料研发、生产和销售;
  - ◆ 海外市场: 在继成为世界第二大水泥企业集团 HOLCIM 亚洲采购商体系后, 又成功入围美国某跨国大公司的全球滤料采购商体系。

图表3: 国内高温滤料总市场份额



图表4: 国内高温滤料电力市场份额



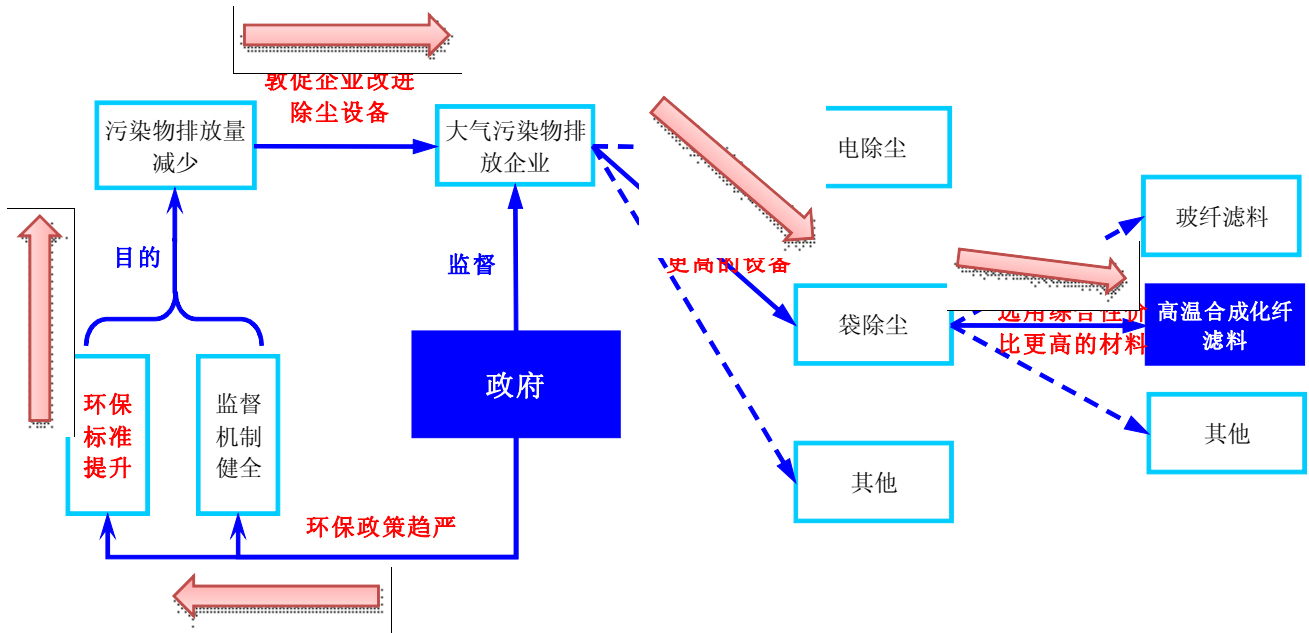
来源: 招股书, 国金证券研究所

## 受益环保标准趋严，高温滤料行业进入快速发展期

### 环保标准趋严，袋式除尘改造或将加速

- 总体上我们认为，对于环保行业的发展而言，政府的驱动仍然占据主导地位，而相关环保标准的修订及执行程度即成为环保行业发展的核心驱动因素；在当前大气排放标准趋于严格、执行力度不断加大的宏观背景下，具有更强除尘效果的袋除尘技术将得到广泛应用，受益与此，作为袋除尘技术核心部件的高温合成化纤滤料的的市场需求也将获得持续快速提升。

图表5: 节能环保力度增强是推动行业发展的根本力量



来源：国金证券研究所

- **政策层面-排放标准提高是大趋势：**下游工业企业对于除尘环节的重视程度很大程度上取决于相关节能减排政策的执行力度，国家标准的日趋严格是推动除尘滤料快速发展的关键力量，从下游细分行业来看，皆呈现出排放标准趋于严格的趋势。
  - ◆ **火电行业：**环保部 2011 年发布的《火电厂大气污染物排放标准》中规定的燃煤锅炉烟尘排放浓度限值为一般地区  $30\text{mg}/\text{m}^3$ ，重点地区  $20\text{mg}/\text{m}^3$ ，较之前的  $50\text{mg}/\text{m}^3$  更为严格。

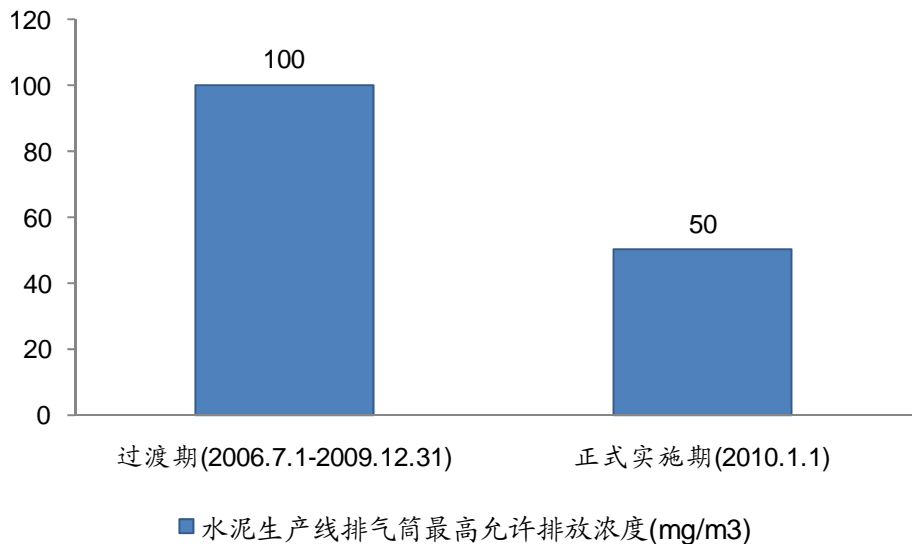
图6: 火电厂大气污染物排放标准

| 单位: ml/m <sup>3</sup> |           | 非重点地区        |            | 重点地区 |       |     |
|-----------------------|-----------|--------------|------------|------|-------|-----|
| 燃料和热能转化设施类型           | 污染物       | 适用条件         | 限值         | 污染物  | 使用条件  | 限值  |
| 燃煤锅炉                  | 烟尘        | 全部           | 30         | 烟尘   | 全部    | 20  |
|                       | 二氧化硫      | 新建锅炉         | 100,200(1) | 二氧化硫 | 全部    | 50  |
|                       |           | 现有锅炉         | 200,400(1) |      |       |     |
|                       | 氮氧化物      | 全部           | 100,200(2) | 氮氧化物 | 全部    | 100 |
| 汞及其化合物                | 全部        | 0.03         | 汞及其化合物     | 全部   | 0.03  |     |
| 以油为燃料的锅炉或燃气轮机组        | 烟尘        | 全部           | 30         | 烟尘   | 全部    | 20  |
|                       | 二氧化硫      | 新建锅炉及燃气轮机组   | 100        | 二氧化硫 | 全部    | 50  |
|                       |           | 现有锅炉及燃气轮机组   | 200        |      |       |     |
|                       | 氮氧化物      | 新建燃油锅炉       | 100        | 氮氧化物 | 燃油锅炉  | 100 |
|                       |           | 现有燃油锅炉       | 200        |      | 燃气轮机组 | 120 |
| 燃气轮机组                 |           | 120          | --         | --   | --    |     |
| 以气体为燃料的锅炉或燃气轮机组       | 烟尘        | 天然气锅炉及燃气轮机组  | 5          | 烟尘   | 全部    | 5   |
|                       |           | 其他气体锅炉及燃气轮机组 | 10         |      |       |     |
|                       | 二氧化硫      | 天然气锅炉及燃气轮机组  | 35         | 二氧化硫 | 全部    | 35  |
|                       |           | 其他气体锅炉及燃气轮机组 | 100        |      |       |     |
|                       | 氮氧化物      | 天然气锅炉        | 100        | 氮氧化物 | 燃气锅炉  | 100 |
|                       |           | 其他气体锅炉       | 200        |      | 燃气轮机组 | 50  |
| 天然气燃气轮机组              |           | 50           |            |      |       |     |
|                       | 其他气体燃气轮机组 | 120          |            |      |       |     |

来源: 国金证券研究所 注: 新建项目 2012 年 1 月 1 日执行, 现有项目 2014 年 1 月 1 日执行

- ◆ **水泥行业:** 根据《水泥工业大气污染物排放标准》, 自 2010 年 1 月 1 日起, 现有生产线各生产设备(设施)排气筒中的颗粒物和气态污染物最高允许排放浓度及单位产品排放量不得超过 50mg/m<sup>3</sup> 的排放标准。

图7: 水泥工业大气污染物排放标准趋于严格



来源: 国金证券研究所

- ◆ **钢铁、冶金行业:** 目前我国钢铁、电解铝、氧化铝、铁合金等行业的烟尘排放标准仍然在 100~150mg/m<sup>3</sup> 之间, 与欧美 30~50mg/m<sup>3</sup> 的排放标准差距甚远, 将来极有可能修订至 50mg/m<sup>3</sup> 或以下。
- ◆ **垃圾发电行业:** 2001 年发布的《生活垃圾焚烧锅炉污染控制标准》虽然规定垃圾焚烧必须使用袋式除尘技术, 但其中烟尘排放限制为 80mg/m<sup>3</sup>, 该标准对控制二恶英污染非常不利, 预计将来该标准中的烟尘排放限值将修改为 10mg/m<sup>3</sup>。

图表8: 国内外工业烟气中颗粒物排放浓度标准对比 (单位:  $mg/m^3$ )

| 行业                             | 我国现行排放标准 | 欧美排放标准 |
|--------------------------------|----------|--------|
| 垃圾焚烧                           | 80       | 5      |
| 钢铁、电解铝、氧化铝、铁合金、电石、焦炭、有色冶金等工业窑炉 | 100-150  | 30-50  |

来源: 招股书, 国金证券研究所

- **除尘技术层面-袋式除尘是主流:** 排放标准趋于严格, 必然需要与之相匹配的更高效的除尘技术, 传统的电除尘在除尘效率不高的情况下具有成本较低的优势, 并占据目前市场主流, 但由于电除尘技术无法达到足够高的过滤效率, 为了适应更为严格的除尘标准, 袋式除尘器将被广泛采用。
- ◆ **性能比较:** 由于粉尘的比电阻是影响电除尘效率的重要因素之一, 而粉尘的比电阻值受到煤的含硫量影响较大, 因此电除尘对煤种具有一定的选择性, 所以我们认为对于电除尘来讲, 很难稳定的达到排放限值, 即使能够达到标准, 也需要增加集尘面积和电场数量, 这样成本上也不具优势。

图表9: 相比电除尘, 袋式除尘分级和除尘效率更高

| 比较项目   |        | 袋除尘                                      | 电除尘                                       | 电袋复合式            |
|--------|--------|--|---|------------------|
| 性能     | 除尘效率   | 除尘效率在99.99%, 烟尘排放浓度小于50mg/m <sup>3</sup> | 除尘效率在99%, 烟尘排放浓度较难稳定小于50mg/m <sup>3</sup> | 同袋式除尘器           |
|        | 分级效率   | 对PM10以下的粉尘具有很好的过滤效果                      | 对PM10以下的粉尘过滤效果差                           | 同袋式除尘器           |
|        | 设备阻力   | 一般在1500Pa左右                              | 200-300Pa                                 | 600-1200Pa       |
| 成本     | 设备投资   | 稍高于电除尘器                                  | 略低  | 原电除尘改为电袋复合除尘成本较低 |
|        | 土地投资   | 占地面积小, 土地投资小                             | 占地面积大, 土地投入大                              | 介于前两者之间          |
|        | 设备电耗   | 风机与空压机的电耗较低                              | 高压电场电耗较高                                  | 介于前两者之间          |
|        | 设备维护费用 | 滤料更换费用                                   | 电极维修费用                                    | 滤料更换费用<br>电极维修费用 |
| 日常运行管理 |        | 在线维修                                     | 维修时需要停机                                   | 带出除尘维修时<br>可不停机  |

来源: 招股书, 国金证券研究所

- ◆ **经济比较:** 由于电除尘要达到排放限值, 必须增加集尘面积和电场数量, 并且考虑其对于煤种具有一定的选择性, 我们分为一般煤种和难收尘煤种分别对电除尘和袋式除尘进行了经济效益分析, 可以看到如果要达到排放限值, 袋式除尘已经具备经济性。

图表10: 300MW 电除尘器和袋式除尘器的经济性比较

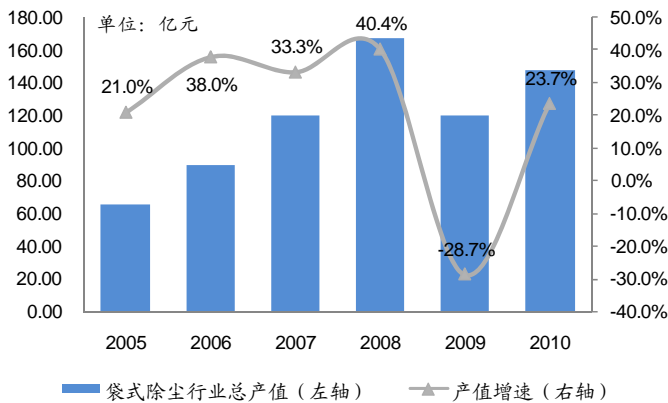
| 除尘器类型                            | 一般煤种                        |                             | 难收尘煤种                                    |                             |  |
|----------------------------------|-----------------------------|-----------------------------|--|-----------------------------|--|
|                                  | 电除尘器                        | 布袋除尘器                       | 电除尘器                                     | 布袋除尘器                       |  |
| 总体布置                             | 2台双室5电场除尘器, 共24只灰斗          | 2台除尘器, 16只灰斗, 16个相互独立的滤室    | 2台双室6电场除尘器, 共24只灰斗                       | 2台除尘器, 16只灰斗, 16个相互独立的滤室    |  |
| 除尘效率                             | 基本可以保证 50mg/Nm <sup>3</sup> | 可以确保低于 30mg/Nm <sup>3</sup> | 难以保证排放浓度 低于50mg/Nm <sup>3</sup>          | 可以确保低于 30mg/Nm <sup>3</sup> |  |
| 设备阻力                             | 250Pa                       | 1350Pa                      | 250Pa                                    | 1350Pa                      |  |
| 设备投资                             | 约1600万元                     | 约1600万元                     | 约2800万元                                  | 约1800万元                     |  |
| 设备电耗                             | 2080kW                      | 985kW                       | 3025kW                                   | 1097kW                      |  |
| 运行维护费<br>(年运行 5500h, 电价 0.3元/度计) | 电费                          | 2080*0.55*0.3 =343万元        | 985*0.55*0.3 =163万元                      | 3025*0.55*0.3 =499万元        | 1097*0.55*0.3 =181万元                     |
|                                  | 易耗品更换费用                     | 极板极线10年更换一次, 平均每年40万元       | 滤布更换按4年计, 平均每年约120万元; 笼骨更换按8年计, 平均每年14万元 | 极板极线10年更换一次, 平均每年70万元       | 滤布更换按4年计, 平均每年约140万元; 笼骨更换按8年计, 平均每年16万元 |
|                                  | 常规维护                        | 每年3万元                       | 脉冲阀等易耗品, 每年4万元                           | 每年4万元                       | 脉冲阀等易耗品, 每年约5万元                          |
|                                  | 合计                          | 每年约386万                     | 每年301万                                   | 每年约573万                     | 每年约342万元                                 |

来源: 节能环保技术, 国金证券研究所

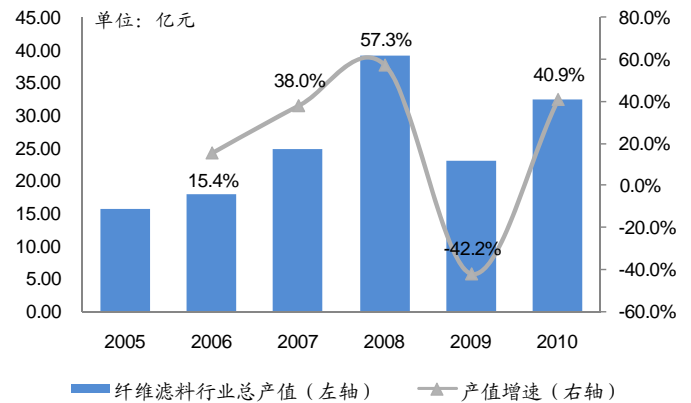
行业需求将保持较快增速, 优势企业有望脱颖而出

- 近几年, 随着袋式除尘行业的高景气, 高温滤料也实现了快速增长, 考虑到目前我国袋式除尘器的应用比例仍然偏低, 如果标准和监管能够趋严, 或将带动一个巨大的存量市场, 我们认为该行业在“十二五”期间将重新迎来景气度的高点。

图表11: 袋式除尘行业历年总产值



图表12: 纤维、滤料生产企业历年总产值



来源: 国金证券研究所

■ 高温滤料下游需求测算:

1) 火电行业:

- ◆ 发展空间大: 目前我国火电行业袋式除尘应用比例不到 10%;
- ◆ 技术突破带来应用范围扩展: 随着国内火电厂 600MW 大型机组袋式除尘项目成功案例的不断增加, 同时 1,000MW 大型机组袋式除尘项目也即将实现突破, 届时袋式除尘在火电燃煤锅炉领域的示范效应将进一步增强;

- ◆ 执行新标准带来需求阶段性快速提升：十二五期间将执行火电厂排放新标准，原有火电厂电除尘设备技改压力迫在眉睫，这也将客观上促进袋式除尘技术在火电行业的应用。
- 需求 1，存量装机容量对高温滤料的改造性需求：(敏感性测算)
  - ◆ 根据中国电力企业联合会 2008 年度报告，截至 2008 年底我国电力装机容量为 8 亿千瓦，其中火电机组为 78%，约 6.2 亿千瓦。
  - ◆ 假设 1，目前我国火电行业袋式除尘应用比例为 10%；
  - ◆ 假设 2，平均每千瓦装机容量约需高温滤料 0.15m<sup>2</sup>，则目前火电行业对高温滤料的现有用量为 930 万 m<sup>2</sup>；
  - ◆ 3 种假设下，未来五年通过电改袋以及电袋复合式改造，袋式除尘占火电行业除尘市场份额达到 20%、40%、60%。

图表13: 存量改造性需求的敏感性分析

|                   | 悲观假设 | 中性假设 | 乐观假设 |
|-------------------|------|------|------|
| 5年后袋式除尘占火电行业市场份额  | 20%  | 40%  | 60%  |
| 平均每年增加高温滤料需求(万平米) | 186  | 558  | 930  |
| 高温滤料需求增长率         | 20%  | 60%  | 100% |

来源：国金证券研究所

- 需求 2，新增装机容量对高温滤料的需求。
  - ◆ 假设 1，2008 年国内火电行业新增装机容量为 0.8 亿千瓦。长期看，我国火电行业未来还将保持稳定增长，假设未来每年新增装机容量与 2008 年相当；
  - ◆ 假设 2，按新增装机项目袋式除尘的应用比例为 20%、40%、60%计算。

图表14: 新增高温滤料需求的敏感性分析

|                   | 悲观假设 | 中性假设 | 乐观假设 |
|-------------------|------|------|------|
| 新增装机容量中袋式除尘所占比重   | 20%  | 40%  | 60%  |
| 平均每年增加高温滤料需求(万平米) | 48   | 96   | 144  |
| 新增高温滤料需求年均增长率     | 5%   | 10%  | 15%  |

来源：国金证券研究所

- 需求 3，换带需求将呈高速增长：考虑到，2005 年之后，我国大型高效袋式除尘技术在火电行业才进入发展期，高性能滤料寿命约 3.5 年，则未来 5 年高温滤料企业还将陆续迎来火电行业滤袋换袋业务需求的快速增长期，年均新增换袋需求将在 200 万平米以上。

## 2) 水泥行业

- ◆ 假设 1，未来 5 年，年均新增水泥生产线 200 条，每条水泥生产线需用滤料 1.2 万 m<sup>2</sup>；
- ◆ 假设 2，未来五年内，通过技术改造，袋式除尘占水泥行业新型干法生产线除尘市场份额的 20%、40%、60%。

图表15: 水泥行业未来年均增加高温滤料需求量(万平米)

|                    | 悲观假设 | 中性假设 | 乐观假设 |
|--------------------|------|------|------|
| 5年后袋式除尘占水泥行业市场份额   | 20%  | 40%  | 60%  |
| 因改造每年增加高温滤料需求(万平米) | 53   | 107  | 160  |
| 新建生产线增加需求(万平米)     | 48   | 96   | 144  |
| 增加总需求(万平米)         | 101  | 203  | 304  |

来源: 国金证券研究所

- **需求面小结:** 结合下游电力、水泥、垃圾焚烧行业未来对于高温滤料的需求演变形势, 我们预计国内未来五年内高温滤料的市场将继续保持快速发展, 年均复合增长率将达到30%以上。
- **供给面:** 行业整体集中度不高, 外资、内资品牌分占高、低端两大阵营。
  - ◆ 以低档玻纤滤料为主的国产滤料品牌较多, 产品整体技术水平较低;
  - ◆ 外资品牌滤料以高温合成化纤滤料为主, 高温滤料产品整体水平较高, 国内仅三维丝等少数企业可与其抗衡。

图表16: 国内滤料行业主要企业比较

|          | 类别 | 主要产品  | 应用领域                            |
|----------|----|---|---------------------------------|
| 必达福      | 外资 | 针刺毡滤料   | -                               |
| 奥伯尼      | 外资 | 有机织、非织造滤料   | 燃煤电厂、水泥、钢铁、垃圾焚烧、氧化铝、铸造、冶炼、沥青搅拌等 |
| 上海博格     | 内资 | 常温产品居多, 高温滤料有氟美思系列玻纤复合滤料                          | 钢铁、冶金工业                         |
| 三维丝      | 内资 | 高性能高温滤料, 包括滤毡系列和滤袋系列                              | 火力发电、垃圾焚烧、水泥、钢铁、冶炼、化工           |
| 南京际华三五二一 | 内资 | 装具、非织造过滤材料、人造革                                    | 钢铁冶炼, 水泥、炭黑制造除尘                 |
| 安德鲁      | 内资 | 全系列的工业除尘过滤产品, 如涤纶、丙纶、亚克力、MX、PPS、P84等以及其他技术类工业非织造布 | -                               |
| 高奇       | 内资 | 由聚酯、MX、P84、PPS等制成的袋式除尘滤料、滤袋, 以及空气过滤筒等相关配件         | -                               |

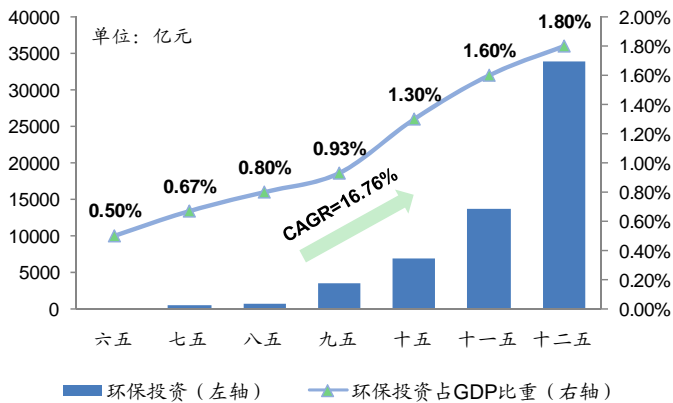
来源: 招股书、互联网、国金证券研究所

- **供给面小结:** 整体而言, 目前低端常温滤料市场为大量小企业所占据, 竞争激烈, 导致利润水平不高, 而对于技术水平有较高要求的高温滤料市场则主要被国内外大型企业控制, 进入壁垒相对较高, 具有技术和渠道领先优势的企业有望从中脱颖而出。

### 环保投资力度不断加强, 行业面临良好的外部环境

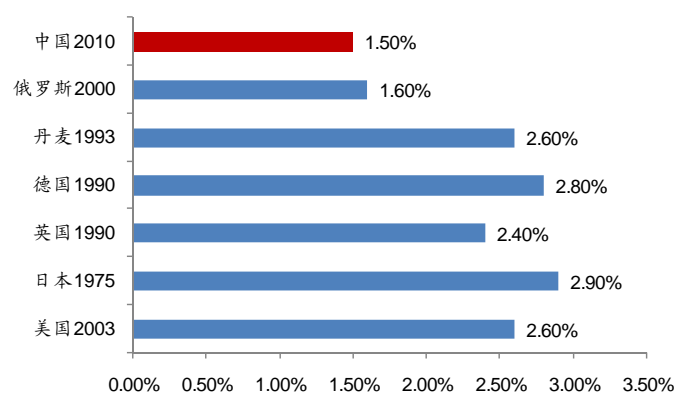
- 考虑到环保作为战略性新兴产业之首的地位以及国家投资的决心, 我们认为在整个“十二五”期间, 环保产业的景气度将持续向上, 为袋式除尘行业创造了良好的外部环境。
  - ◆ 在产业政策引导下, 整个环保产业未来整体有望保持30%以上的增速, “十二五”期间, 全社会环保投资需求约3.4万亿元, 较“十一五”期间增长125.45%。
  - ◆ 美国、日本、德国和英国等老牌工业化国家对于环保的投入, 约占GDP的比重在2.5%以上, 而我国目前的环保投资占GDP的比重仅1.5%左右, 差距明显。

图表17: 历年五年规划对环保的投资情况



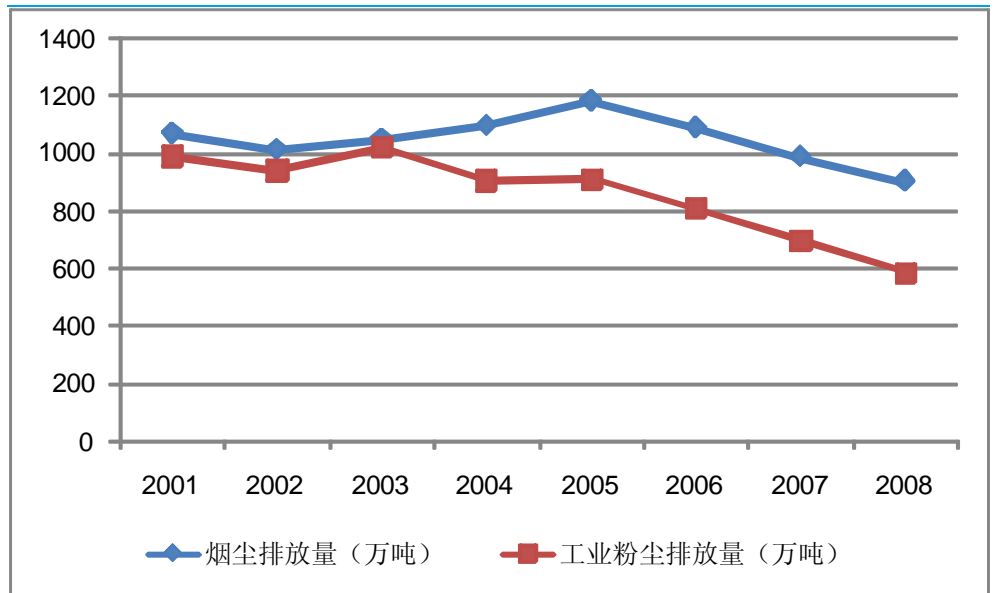
来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表18: 中国环保投资占GDP比重明显偏低



- 同时, 环境污染治理的效果逐步显现, 从与除尘滤料行业密切相关的烟尘和工业粉尘排放量来看, 二者皆呈明显下降趋势。

图表19: 近年我国烟尘及工业粉尘排放量呈明显下降趋势



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

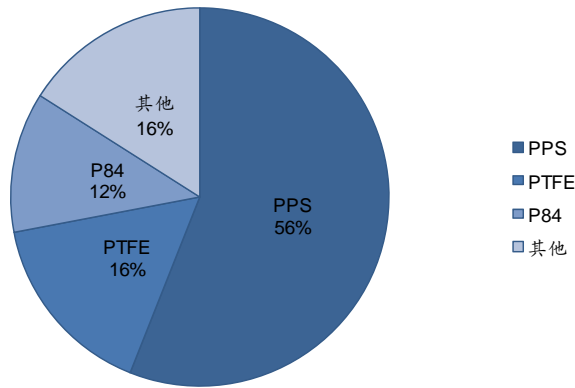
### 公司将显著受益于行业发展良机, 实现未来稳定增长

#### 产品质量优势始终是公司抢占市场的核心利器

- 就行业竞争特点而言, 目前整个高温滤料市场竞争的焦点依然集中在滤料的质量上, 即只有在过滤性、耐热性、耐折性、使用寿命、价格等方面满足客户需求的产品才能在激烈的市场竞争中胜出。
- 质量是滤料企业争夺客户的关键, 原因在于:
  - 高温滤料作为袋式除尘器的“心脏”, 是影响其除尘性能的关键部件, 一旦滤料质量出现问题将会直接影响企业生产进度;
  - 高温滤料仅占整个除尘器生产成本的 20%左右, 故无论主机生产企业还是下游客户, 对于滤料质量的敏感性都高于价格的敏感性。
- 公司生产技术上的领先优势体现在:

- ◆ **高温化纤滤料具备选材方面的优势：**通过多种化纤材料合理配比来调整滤料性能，实现多种类型的工作参数，满足下游不同应用领域内高温、工况复杂的环境要求。
- 1) 公司产品原材料主要为 PPS、PTFE、P84、MX 等化纤，相对于市场上广泛使用的属性相对单一、耐折耐腐蚀性欠佳、使用寿命短的玻纤类材料，公司可以通过专业化的化纤配比技术来满足用户个性化的需求，因而具有更强的产品竞争力。

图表20：公司原材料成本构成



来源：招股书，国金证券研究所

图表21：原材料性能介绍

|                |  |
|----------------|--|
| PPS (聚苯硫醚纤维)   | 高温下具有优良的强度、刚性及耐疲劳性，可在200~240℃下连续使用，耐化学腐蚀性好，仅次于PTFE，用其与不同纤维复合，可以进一步提高强度、刚度和耐热性                |
| PTFE (聚四氟乙烯纤维) | 是当今世界上耐腐蚀性能最佳材料之一，具有“塑料王”之称，具有高度的化学稳定性和耐化学腐蚀能力，突出的耐热、耐寒及耐磨性，具有不沾着、不吸水、不燃烧等特点                 |
| P84 (聚酰亚胺纤维)   | 截面呈多叶状，将其用于高温合成滤料，一是纤维比表面积大，具有较强的阻尘和捕尘能力，可以提高材料的过滤效率；二是纤维自然卷曲，纤维间有较强的抱合力，使毡层与基布间结合力增强，毡层不易剥离 |

图表22：常用袋式除尘滤料材质及其理化特性

| 纤维名称    |          |      | 耐温(℃) |     | 物理性能 |    |    | 化学稳定性 |      |       |       | 水解稳定性 | 阻燃剂 | 价格比率 |    |
|---------|----------|------|-------|-----|------|----|----|-------|------|-------|-------|-------|-----|------|----|
| 名称      | 商品名      | 简称   | 连续    | 瞬时  | 抗拉   | 抗压 | 抗折 | 无机酸   | 有机酸  | 碱     | 氧化剂   |       |     | PA   | PE |
| 聚丙烯     | 丙纶       | PP   | 90    | 100 | 较好   | 较好 | 较好 | 好~较好  | 好    | 好~较好  | 较好    | 较好    | 差   |      |    |
| 聚酰胺     | 尼龙       | PA   | 90    | 100 | 好    | 较好 | 较好 | 一般~差  | 一般   | 好     | 一般    | 差     | 一般  | 好    |    |
| 共聚聚丙烯腈  | 奥纶, 亚克力  | CPAN | 105   | 120 | 较好   | 较好 | 较好 | 好~较好  | 好    | 一般    | 较好    | 较好    | 差   |      |    |
| 均聚丙烯腈   | Dralon-T | HPAN | 125   | 140 | 较好   | 较好 | 较好 | 较好    | 好    | 一般    | 较好    | 较好    | 差   |      | 2  |
| 聚酯      | Daclon   | PE   | 130   | 150 | 好    | 好  | 较好 | 较好~一般 | 好~较好 | 较好~一般 | 较好    | 差     | 一般  |      | 1  |
| 间位芳族聚酰胺 | Nomex    | MX   | 180   | 220 | 较好   | 好  | 较好 | 一般    | 好~较好 | 较好    | 较好~一般 | 一般    | 较好  | 1.5  | 4  |
|         | Conex    |      |       |     |      |    |    |       |      |       |       |       |     |      |    |
| 聚苯硫醚    | Torcon   | PPS  | 200   | 230 | 较好   | 较好 | 较好 | 好     | 好    | 好     | 差     | 好     | 好   | 1.5  | 5  |
|         | Porcon   |      |       |     |      |    |    |       |      |       |       |       |     |      |    |
| 共聚酰胺    | P84      | CPI  | 240   | 260 | 较好   | 较好 | 较好 | 较好    | 好    | 较好~一般 | 较好    | 一般    | 好   | 2.4  | 6  |
| 聚四氟乙烯   | Teflon   | PTFE | 250   | 280 | 一般   | 较好 | 较好 | 好     | 好    | 好     | 好     | 好     | 好   | 4.5  | 8  |
| 中碱玻纤    |          |      | 260   | 290 | 好    | 一般 | 差  | 好     | 较好   | 一般    | 好     | 好     | 好   |      |    |
| 无碱玻纤    |          |      | 280   | 320 | 好    | 一般 | 差  | 一般    | 一般   | 差     | 好     | 好     | 好   | 1.6  | 3  |
| 超柔性玻纤   |          |      | 280   | 300 | 好    | 较好 | 较好 | 较好    | 较好   | 一般    | 好     | 好     | 好   | 3.7  | 7  |
| 不锈钢     |          |      | 450   | 600 | 好    | 好  | 一般 | 好     | 好    | 好     | 好     | 好     | 好   |      |    |

来源：产业用纺织品、国金证券研究所注：蓝色代表常用合成化纤滤料，黄色代表常用玻纤滤料

- ◆ **公司募投项目引进国际主流的水刺毡制作工艺：**自主研发针刺、水刺复合生产工艺，不仅将有效解决针刺工艺对纤维损伤问题，提高毡层密实度，而且将使显著降低生产成本，进一步巩固公司在内资企业间的技术领先地位。

图表23: 公司产品质量处于业内领先水平

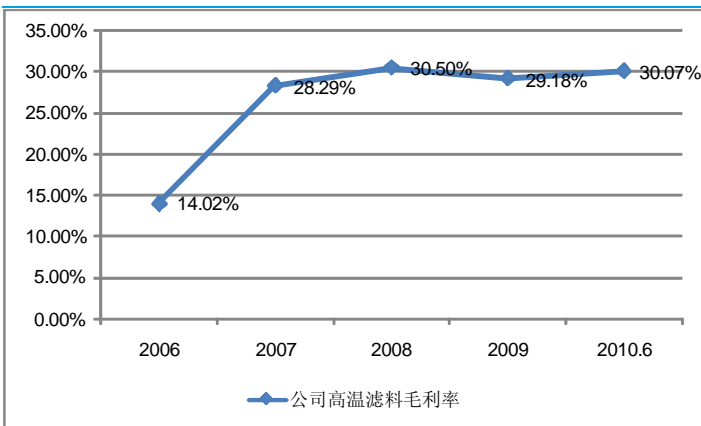
| 公司产品优势  | 公司技术参数      | 国家标准      | 具体说明   |
|---------|-------------|-----------|--|
| 高效（高精度） | 过滤效率99.995% | 过滤效率99.9% | 公司产品具有极高的过滤效率，排放精度小于30mg/Nm <sup>3</sup> ，且可有效拦截PM <sub>5</sub> 、PM <sub>2.5</sub> 以及二噁英（排放小于0.01ng/Nm <sup>3</sup> ）的排放 |
| 低阻      | 残余阻力89.0Pa  | 残余阻力300Pa | 较低的阻力，可大大提高系统的通风量，有利于提高生产效率（产能），并降低能耗  |
| 易清灰     | 粉尘剥离率96%    | 粉尘剥离率60%  | 滤袋的清灰性能决定其再生能力，公司产品通过特殊的表面处理工艺，使其表面光滑且具有防油、拒水、不粘等特性，当进行再生时，粉尘极易剥离，滤袋产品再生效果良好   |
| 长寿命     | 3-5年        | -         | 高温烟气具有含湿量大、含氧大、含有大量的酸性气体（SO <sub>2</sub> 、HCl、NO <sub>2</sub> ）等特性，极具腐蚀性，公司产品根据工况条件通过独特的防腐处理，使其在不同工况下，具有较长的寿命            |

来源：招股书、国金证券研究所

产能瓶颈已突破，公司外延式增长或将加速

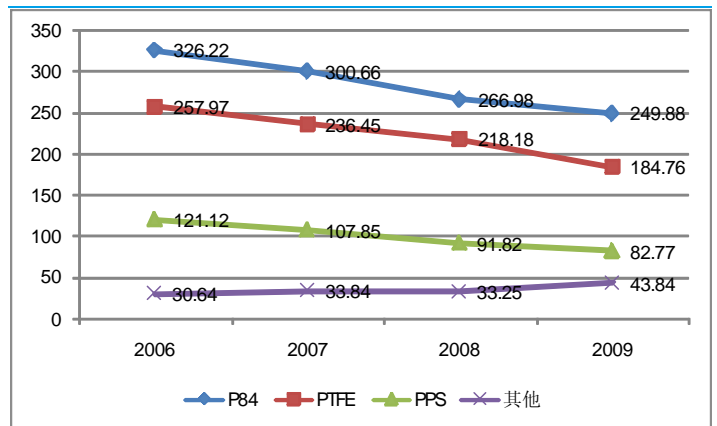
- 目前公司募投项目 300 万平米高温滤料项目基本建成，投产后公司产能将达到 500 万平米，相比之前的产能规模大幅增长，考虑到公司目前产能满负荷运转的现状 & 未来下游需求快速增长的趋势，我们认为未来 3 年公司销量将保持 30% 以上的稳定增长。
- 盈利能力趋于稳定：产能的快速释放并不一定意味着盈利能力的下降，我们认为公司未来仍然有能力保持目前较高的毛利率水平，原因在于：
  - ◆ 公司生产的高温滤料属高端产品，目前行业内生产同类型高性能高温滤料的企业仅有几家外资企业，其他内资小企业进入该细分领域的壁垒较高，未来公司仍将获得相应行业垄断利润；
  - ◆ 公司将采取包括顾问式服务、订单生产、量身定制等差异化竞争手段来保持高毛利率水平。
- 原材料价格保持下降趋势，进一步促进公司产品推广应用：伴随高性能合成化学纤维国产化程度不断提高，原材料市场竞争日益激烈，公司主要原材料价格呈下降趋势，年均降 10% 左右，我们认为未来原材料价格的趋势仍将继续保持，同时高温化纤滤料的性价比优势将逐步显现，这也将有效促进公司销售增长。

图表24: 公司高温滤料毛利率保持稳定



来源：公司公告、国金证券研究所

图表25: 公司主要原材料呈下降趋势(元/kg)



## 盈利预测、估值和投资建议

### 盈利预测

- 伴随公司募投产能的逐步达产，我们针对公司的经营情况以及下游行业的需求状况综合考虑，对公司进行了盈利预测。
- 我们预测公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.428 元、0.557 元和 0.720 元，同比分别增长 44.66%、30.17%和 29.14%。
  - ◆ 预计公司 2012-2014 年主营业务收入为 382.65 百万元、509.70 百万元和 653.69 百万元，同比分别增长 33.87%、33.20%和 28.25%。
  - ◆ 预计公司 2012-2014 年归属于母公司所有者净利润分别为 40.45 百万元、52.65 百万元和 68.00 百万元，同比分别增长 44.66%、30.17%和 29.14%。

### 估值和投资建议

- 公司目前股价对应 28x12PE 和 21x13PE，考虑到公司未来两年 30%以上的复合增速，并且结合环保股目前平均 33x12PE 和 24x13PE 估值水平，给予公司 30x12PE 和 24x13PE，目标价 12.84-13.37 元。

图表26：公司估值表

| 股票代码      | 股票名称 | 收盘价<br>(元) | EPS (元) |       |       |       | PE    |       |       |
|-----------|------|------------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|           |      |            | 2011A/E | 2012E | 2013E | 2014E | 2011E | 2012E | 2013E |
| 300187    | 永清环保 | 48.52      | 0.531   | 1.249 | 1.740 | 2.228 | 91.37 | 38.85 | 27.89 |
| 002573    | 国电清新 | 19.79      | 0.347   | 0.592 | 1.067 | 1.338 | 57.03 | 33.43 | 18.55 |
| 300105    | 龙源技术 | 25.30      | 0.612   | 0.980 | 1.381 | 1.744 | 41.34 | 25.82 | 18.32 |
| 300055    | 万邦达  | 24.53      | 0.330   | 0.610 | 0.920 | 1.340 | 74.33 | 40.21 | 26.66 |
| 300172    | 中电环保 | 15.11      | 0.356   | 0.480 | 0.588 | 0.700 | 42.44 | 31.48 | 25.70 |
| 002499    | 科林环保 | 15.80      | 0.374   | 0.427 | 0.504 | 0.598 | 42.25 | 37.00 | 31.35 |
| 002340    | 格林美  | 12.29      | 0.208   | 0.327 | 0.493 | 0.677 | 59.09 | 37.58 | 24.93 |
| 300070    | 碧水源  | 31.22      | 0.627   | 1.032 | 1.450 | 1.803 | 49.79 | 30.25 | 21.53 |
| 000826    | 桑德环境 | 22.75      | 0.604   | 0.815 | 1.088 | 1.464 | 37.67 | 27.91 | 20.91 |
| 300190    | 维尔利  | 22.83      | 0.488   | 0.781 | 1.005 | 1.249 | 46.78 | 29.23 | 22.72 |
| 平均市盈率     |      |            |         |       |       |       |       | 33.18 | 23.85 |
| 摊薄后三维丝EPS |      |            |         | 0.428 | 0.557 | 0.720 |       |       |       |
| 采纳市盈率     |      |            |         |       |       |       |       | 30.00 | 24.00 |
| 相对估值结果    |      |            |         | 12.84 | 13.37 |       |       |       |       |

来源：国金证券研究所 注：盈利预测来自朝阳永续，收盘价为 5 月 30 日

**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)  |            |            |            |            |              |              |
|-----------------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-----------------|------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|
|                       | 2009       | 2010        | 2011        | 2012E       | 2013E       | 2014E       |                 | 2009       | 2010       | 2011       | 2012E      | 2013E        | 2014E        |
| <b>主营业务收入</b>         | <b>132</b> | <b>171</b>  | <b>286</b>  | <b>383</b>  | <b>510</b>  | <b>654</b>  | 货币资金            | 39         | 206        | 84         | 100        | 100          | 100          |
| 增长率                   | 29.2%      | 67.5%       | 33.9%       | 33.2%       | 28.2%       |             | 应收款项            | 50         | 92         | 164        | 180        | 240          | 308          |
| <b>主营业务成本</b>         | <b>-93</b> | <b>-120</b> | <b>-204</b> | <b>-274</b> | <b>-365</b> | <b>-468</b> | 存货              | 26         | 47         | 102        | 113        | 150          | 192          |
| %销售收入                 | 70.4%      | 70.5%       | 71.2%       | 71.6%       | 71.6%       | 71.6%       | 其他流动资产          | 3          | 15         | 44         | 57         | 75           | 96           |
| <b>毛利</b>             | <b>39</b>  | <b>50</b>   | <b>82</b>   | <b>109</b>  | <b>145</b>  | <b>186</b>  | 流动资产            | 117        | 360        | 394        | 449        | 565          | 696          |
| %销售收入                 | 29.6%      | 29.5%       | 28.8%       | 28.4%       | 28.4%       | 28.4%       | %总资产            | 66.5%      | 78.8%      | 64.8%      | 57.4%      | 50.6%        | 47.5%        |
| <b>营业税金及附加</b>        | <b>0</b>   | <b>0</b>    | <b>0</b>    | <b>0</b>    | <b>-1</b>   | <b>-1</b>   | 长期投资            | 0          | 3          | 3          | 4          | 3            | 3            |
| %销售收入                 | 0.2%       | 0.3%        | 0.0%        | 0.1%        | 0.1%        | 0.1%        | 固定资产            | 51         | 86         | 201        | 313        | 523          | 730          |
| <b>营业费用</b>           | <b>-5</b>  | <b>-10</b>  | <b>-21</b>  | <b>-29</b>  | <b>-38</b>  | <b>-48</b>  | %总资产            | 29.1%      | 18.8%      | 33.0%      | 40.0%      | 46.8%        | 49.9%        |
| %销售收入                 | 3.6%       | 5.7%        | 7.5%        | 7.5%        | 7.5%        | 7.3%        | 无形资产            | 6          | 6          | 5          | 15         | 24           | 34           |
| <b>管理费用</b>           | <b>-11</b> | <b>-20</b>  | <b>-28</b>  | <b>-36</b>  | <b>-48</b>  | <b>-61</b>  | 非流动资产           | 59         | 97         | 215        | 334        | 552          | 768          |
| %销售收入                 | 8.1%       | 11.6%       | 9.8%        | 9.5%        | 9.5%        | 9.3%        | %总资产            | 33.5%      | 21.2%      | 35.2%      | 42.6%      | 49.4%        | 52.5%        |
| <b>息税前利润 (EBIT)</b>   | <b>23</b>  | <b>20</b>   | <b>33</b>   | <b>43</b>   | <b>58</b>   | <b>76</b>   | <b>资产总计</b>     | <b>176</b> | <b>457</b> | <b>609</b> | <b>783</b> | <b>1,117</b> | <b>1,464</b> |
| %销售收入                 | 17.7%      | 11.9%       | 11.5%       | 11.3%       | 11.3%       | 11.7%       | 短期借款            | 37         | 17         | 124        | 195        | 435          | 666          |
| <b>财务费用</b>           | <b>-1</b>  | <b>0</b>    | <b>-3</b>   | <b>-5</b>   | <b>-6</b>   | <b>-7</b>   | 应付款项            | 47         | 68         | 82         | 115        | 153          | 196          |
| %销售收入                 | 0.6%       | 0.1%        | 1.1%        | 1.3%        | 1.2%        | 1.0%        | 其他流动负债          | 3          | 6          | 2          | 9          | 12           | 16           |
| <b>资产减值损失</b>         | <b>-1</b>  | <b>-4</b>   | <b>-7</b>   | <b>-2</b>   | <b>-1</b>   | <b>-1</b>   | 流动负债            | 86         | 91         | 208        | 320        | 600          | 878          |
| <b>公允价值变动收益</b>       | <b>0</b>   | <b>0</b>    | <b>-1</b>   | <b>0</b>    | <b>0</b>    | <b>0</b>    | 长期贷款            | 0          | 0          | 0          | 0          | 0            | 1            |
| <b>投资收益</b>           | <b>0</b>   | <b>3</b>    | <b>5</b>    | <b>5</b>    | <b>5</b>    | <b>5</b>    | 其他长期负债          | 11         | 9          | 20         | 0          | 0            | 0            |
| %税前利润                 | 0.0%       | 12.5%       | 14.8%       | 10.5%       | 8.1%        | 6.3%        | <b>负债</b>       | <b>97</b>  | <b>101</b> | <b>227</b> | <b>320</b> | <b>600</b>   | <b>879</b>   |
| <b>营业利润</b>           | <b>22</b>  | <b>20</b>   | <b>26</b>   | <b>42</b>   | <b>56</b>   | <b>74</b>   | <b>普通股股东权益</b>  | <b>79</b>  | <b>356</b> | <b>375</b> | <b>457</b> | <b>510</b>   | <b>578</b>   |
| 营业利润率                 | 16.4%      | 11.6%       | 9.2%        | 10.9%       | 11.0%       | 11.3%       | 少数股东权益          | 0          | 0          | 7          | 7          | 7            | 7            |
| <b>营业外收支</b>          | <b>5</b>   | <b>6</b>    | <b>6</b>    | <b>6</b>    | <b>6</b>    | <b>6</b>    | <b>负债股东权益合计</b> | <b>176</b> | <b>457</b> | <b>609</b> | <b>783</b> | <b>1,117</b> | <b>1,464</b> |
| <b>税前利润</b>           | <b>27</b>  | <b>26</b>   | <b>33</b>   | <b>48</b>   | <b>62</b>   | <b>80</b>   | <b>比率分析</b>     |            |            |            |            |              |              |
| 利润率                   | 20.2%      | 15.1%       | 11.4%       | 12.4%       | 12.2%       | 12.2%       |                 | 2009       | 2010       | 2011       | 2012E      | 2013E        | 2014E        |
| <b>所得税</b>            | <b>-4</b>  | <b>-5</b>   | <b>-5</b>   | <b>-7</b>   | <b>-9</b>   | <b>-12</b>  | <b>每股指标</b>     |            |            |            |            |              |              |
| 所得税率                  | 15.2%      | 17.9%       | 15.4%       | 15.0%       | 15.0%       | 15.0%       | 每股收益            | 0.581      | 0.407      | 0.533      | 0.428      | 0.557        | 0.720        |
| <b>净利润</b>            | <b>23</b>  | <b>21</b>   | <b>28</b>   | <b>40</b>   | <b>53</b>   | <b>68</b>   | 每股净资产           | 2.037      | 6.849      | 7.140      | 4.839      | 5.397        | 6.116        |
| <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>    | 每股经营现金净流        | 0.452      | -0.111     | -1.462     | 0.573      | -0.116       | -0.014       |
| <b>归属于母公司的净利润</b>     | <b>23</b>  | <b>21</b>   | <b>28</b>   | <b>40</b>   | <b>53</b>   | <b>68</b>   | 每股股利            | 0.000      | 0.000      | 0.400      | 0.000      | 0.000        | 0.000        |
| 净利率                   | 17.1%      | 12.4%       | 9.8%        | 10.6%       | 10.3%       | 10.4%       | <b>回报率</b>      |            |            |            |            |              |              |
| <b>现金流量表 (人民币百万元)</b> |            |             |             |             |             |             | 净资产收益率          | 28.51%     | 5.94%      | 7.46%      | 8.85%      | 10.33%       | 11.77%       |
|                       | 2009       | 2010        | 2011        | 2012E       | 2013E       | 2014E       | 总资产收益率          | 12.83%     | 4.63%      | 4.59%      | 5.16%      | 4.72%        | 4.64%        |
| <b>净利润</b>            | <b>23</b>  | <b>21</b>   | <b>28</b>   | <b>40</b>   | <b>53</b>   | <b>68</b>   | 投入资本收益率         | 17.12%     | 4.48%      | 5.50%      | 5.57%      | 5.14%        | 5.19%        |
| <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>增长率</b>      |            |            |            |            |              |              |
| <b>非现金支出</b>          | <b>4</b>   | <b>9</b>    | <b>15</b>   | <b>10</b>   | <b>12</b>   | <b>14</b>   | 主营业务收入增长率       | 54.80%     | 29.19%     | 67.49%     | 33.87%     | 33.20%       | 28.25%       |
| <b>非经营收益</b>          | <b>-1</b>  | <b>-3</b>   | <b>-4</b>   | <b>2</b>    | <b>-1</b>   | <b>1</b>    | EBIT增长率         | 52.42%     | -13.09%    | 61.20%     | 31.51%     | 33.24%       | 32.82%       |
| <b>营运资金变动</b>         | <b>-8</b>  | <b>-33</b>  | <b>-115</b> | <b>1</b>    | <b>-75</b>  | <b>-85</b>  | 净利润增长率          | 78.87%     | -6.55%     | 32.14%     | 44.66%     | 30.17%       | 29.14%       |
| <b>经营活动现金净流</b>       | <b>18</b>  | <b>-6</b>   | <b>-77</b>  | <b>54</b>   | <b>-11</b>  | <b>-1</b>   | 总资产增长率          | 95.30%     | 159.01%    | 33.25%     | 28.67%     | 42.54%       | 31.11%       |
| <b>资本开支</b>           | <b>-29</b> | <b>-59</b>  | <b>-149</b> | <b>-127</b> | <b>-223</b> | <b>-224</b> | <b>资产管理能力</b>   |            |            |            |            |              |              |
| <b>投资</b>             | <b>0</b>   | <b>0</b>    | <b>0</b>    | <b>-1</b>   | <b>0</b>    | <b>0</b>    | 应收账款周转天数        | 88.6       | 130.3      | 147.8      | 150.0      | 150.0        | 150.0        |
| <b>其他</b>             | <b>7</b>   | <b>-135</b> | <b>86</b>   | <b>5</b>    | <b>5</b>    | <b>5</b>    | 存货周转天数          | 93.4       | 111.0      | 133.6      | 150.0      | 150.0        | 150.0        |
| <b>投资活动现金净流</b>       | <b>-22</b> | <b>-195</b> | <b>-63</b>  | <b>-123</b> | <b>-218</b> | <b>-219</b> | 应付账款周转天数        | 98.2       | 119.4      | 90.5       | 102.0      | 102.0        | 102.0        |
| <b>股权募资</b>           | <b>0</b>   | <b>261</b>  | <b>17</b>   | <b>42</b>   | <b>0</b>    | <b>0</b>    | 固定资产周转天数        | 99.0       | 117.4      | 97.8       | 83.9       | 69.7         | 58.4         |
| <b>债权募资</b>           | <b>24</b>  | <b>-21</b>  | <b>108</b>  | <b>51</b>   | <b>239</b>  | <b>233</b>  | <b>偿债能力</b>     |            |            |            |            |              |              |
| <b>其他</b>             | <b>-5</b>  | <b>-21</b>  | <b>-10</b>  | <b>-8</b>   | <b>-10</b>  | <b>-12</b>  | 净负债/股东权益        | -2.44%     | -53.09%    | 10.53%     | 20.54%     | 64.77%       | 97.03%       |
| <b>筹资活动现金净流</b>       | <b>19</b>  | <b>219</b>  | <b>114</b>  | <b>85</b>   | <b>229</b>  | <b>220</b>  | EBIT利息保障倍数      | 31.6       | 105.6      | 10.0       | 8.6        | 9.5          | 11.2         |
| <b>现金净流量</b>          | <b>16</b>  | <b>19</b>   | <b>-26</b>  | <b>16</b>   | <b>0</b>    | <b>0</b>    | 资产负债率           | 54.98%     | 22.06%     | 37.36%     | 40.79%     | 53.74%       | 60.07%       |

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  |
|----|-----|------|------|------|------|
| 买入 | 0   | 0    | 1    | 1    | 1    |
| 增持 | 0   | 1    | 1    | 1    | 2    |
| 中性 | 0   | 0    | 1    | 1    | 2    |
| 减持 | 0   | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 评分 | 0   | 2.00 | 2.00 | 2.00 | 2.08 |

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:**

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