

# 蒙草抗旱 (300355. ) 建筑工程行业

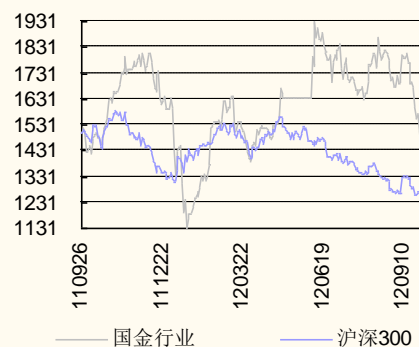
新股研究

目标价格(人民币): 17.42-21.38元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

发行价(元)	11.80
发行A股数量(百万股)	34.36
总股本(百万股)	136.98
国金其他可再生资源指数	1503.55
沪深300指数	2184.89



## 自然生态及城市景观建设区域龙头

### 公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.638	0.794	0.792	1.075	1.320
每股净资产(元)	2.28	3.07	4.00	5.05	6.68
每股经营性现金流(元)	-0.31	0.23	0.11	1.03	1.31
市盈率(倍)	N/A	N/A	14.90	10.98	8.94
行业优化市盈率(倍)	106.04	157.97	41.05	41.05	41.05
净利润增长率(%)	99.06%	24.54%	33.10%	35.69%	22.86%
净资产收益率(%)	28.03%	25.88%	26.45%	28.43%	26.39%
总股本(百万股)	102.62	102.62	136.98	136.98	136.98

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 基本结论、价值评估与投资建议

- 蒙草抗旱主要从事节约型生态环境建设以及城市园林景观建设, 业务主要集中在干旱、半干旱的内蒙古地区。
- 公司发展面临广阔的市场空间:
  - 生态环境建设力度逐步加大: 生态环境建设主要涵盖“三北”防护林、退耕还林、京津风沙源治理等重点生态工程。随着重视程度提高, “十二五”期间, 上述三项工程投资总额将逼近300亿元;
  - 城镇化推动城市园林景观建设: 内蒙古自治区的人均公共绿地面积高于全国平均水平, 2010年已达12.36平方米, 全区2015年城镇化率目标为65%, 随着城镇化率的逐步提升, 城市园林景观建设需求将逐步加大;
  - 矿山复垦重视程度日益提升: 目前我国矿山复垦率较低, 仅10%, 远低于世界大多数国家50%的水平, 中央及地方政府对于矿山复垦重视程度日益提升, 要求到2015年, 历史遗留矿山废弃土地复垦率达到30%以上。内蒙资源丰富, 这也为公司提供了广阔的市场空间。
- 公司在区域内具备较强的竞争实力:
  - 自然生态环境建设方面, 公司具有较强的专业技术与较为丰富的施工经验, 在区域内处于领先地位。公司培育的抗逆性苗木, 仅需较少的投入和养护成本, 在研发方面也要领先于区域内大多数企业;
  - 城市园林绿化方面, 公司拥有园林绿化一级资质(内蒙古仅7家拥有), 这大大增强了公司在重大项目上的竞争优势, 随着业务的开展, 公司也积累了一些稳定的客户资源;
  - 管理层、核心人员持股, 激励充分: 公司上市前主要为管理层持股, 股东包括主要管理层与核心技术员工, 具有较为完备的员工激励。公司技术、营销、管理等各方面的核心人员均为公司股东, 与股东的利益相一致。公司高层人员稳定, 近三年没有重大人事变动发生。

孙鹏

联系人  
(8621)60753921  
sunp@gjzq.com.cn

贺国文

分析师 SAC 执业编号: S1130512040001  
(8621)61038234  
hegw@gjzq.com.cn

- 公司应收账款较多：由于公司采用 4:3:3 或者 3:3:4 的收款模式，使得公司应收账款居高不下，占收入的比重在 2011 年已经超过了 90%，受此影响，公司经营性现金流净额负向快速增长，这会给公司带来一定的筹资压力。

### 投资建议

- 中长期来看，自然生态建设、城市园林建设为公司提供了广阔的市场空间，公司凭借其技术优势，出众的管理团队，在区域内处于领先地位，此次募投项目将进一步提升公司的科研实力，补充的流动资金将提升公司接单以及施工实力，推动公司快速发展。
- 预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.79、1.08、1.32 元，结合目前园林公司估值水平，我们认为公司合理价格为 17.42-21.38 元，对应 22-27 倍估值水平。

### 风险提示

- 生态工程、园林绿化投资低于预期
- 经济下行带来的回款风险

## 内容目录

公司主营业务 .....	5
市场空间较为广阔 .....	5
重点生态工程带来自然生态环境建设工程增长 .....	5
城镇化与公共绿地建设带来城市园林景观建设工程增加 .....	6
矿山复垦潜力巨大 .....	7
公司在区域内具有较强竞争实力 .....	8
自然生态环境建设处于领先地位 .....	9
拥有城市园林绿化一级资质 .....	9
公司技术优势明显 .....	9
管理层及核心人员持股，激励作用明显 .....	10
公司财务基本稳定，应收账款有待改善 .....	11
毛利率具有稳定性 .....	11
应收账款处于高位 .....	12
其他财务指标比较 .....	13
募集资金用途 .....	14
投资建议 .....	15
风险提示 .....	15
：三张报表预测摘要 .....	16

## 图表目录

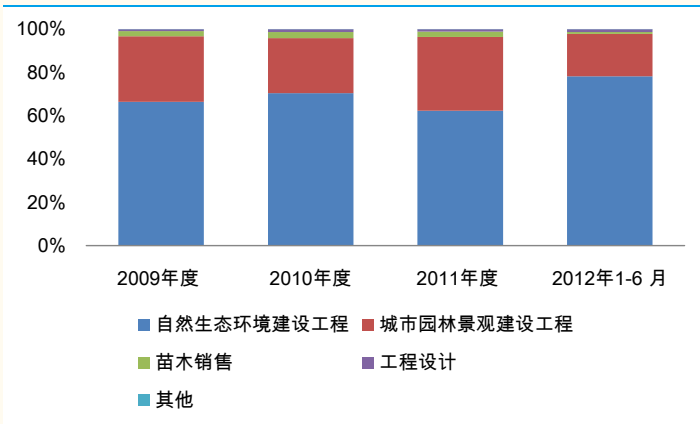
图表 1: 公司主营业务集中于工程项目 .....	5
图表 2: 2011 年收入主要集中于内蒙古自治区 .....	5
图表 3: “十二五”自然生态环境建设迅速增长 .....	6
图表 4: 林业建设投资增速快于造林面积增速 .....	6
图表 5: 全国人均公共绿地面积稳步增加 .....	7
图表 6: 内蒙古人均公共绿地面积增速较快 .....	7
图表 7: 内蒙古城镇化速度较快 .....	7
图表 8: 矿山地质环境治理资金投入总体呈上升趋势 .....	8
图表 9: 内蒙古煤储量排名全国第二 .....	8
图表 10: 千万级工程数量上升迅速 .....	9
图表 11: 千万级工程收入占比增长迅速 .....	9
图表 12: 研发费用及占销售收入比重逐步上升 .....	10
图表 13: 发行前公司股权结构图 .....	11
图表 14: 上市前一年各家园林公司 ROE 比较 .....	11
图表 15: 公司各项业务毛利率 .....	12

图表 16: 公司毛利率处于行业平均水平 .....	12
图表 17: 公司收款模式与行业基本模式比较.....	12
图表 18: 应收账款数量和比例均快速上升 .....	13
图表 19: 负的经营性现金流量带来筹资压力.....	13
图表 20: 经营性现金流量净额 / 营业收入(%)比较 .....	13
图表 21: 应收账款周转天数高于行业水平 .....	13
图表 22: 净利润率比较 (%) .....	14
图表 23: 期间费用率比较 (%) .....	14
图表 24: 存货周转率比较.....	14
图表 25: 净资产收益率比较 .....	14
图表 26: 公司募集资金用途 .....	14

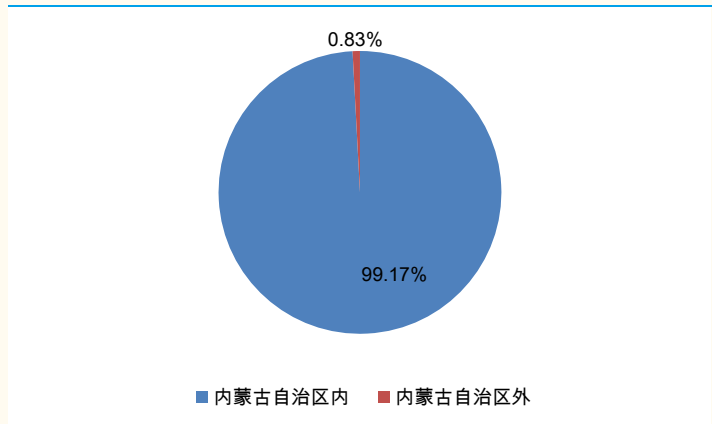
## 公司主营业务

- 公司主营业务为在干旱、半干旱地区运用蒙草进行节约型生态环境建设，主要包括工程设计施工与苗木培育，其中自然生态环境建设工程与城市园林景观建设工程的营业收入持续占营业收入的 95% 以上。
- 在营业收入地区构成上，近年来公司来自内蒙古自治区内的收入都在 95% 以上。其中又以呼和浩特市、包头市、鄂尔多斯市、乌海市、巴彦卓尔市以及乌兰察布市为主要业务区域。

图表1: 公司主营业务集中于工程项目



图表2: 2011 年收入主要集中于内蒙古自治区



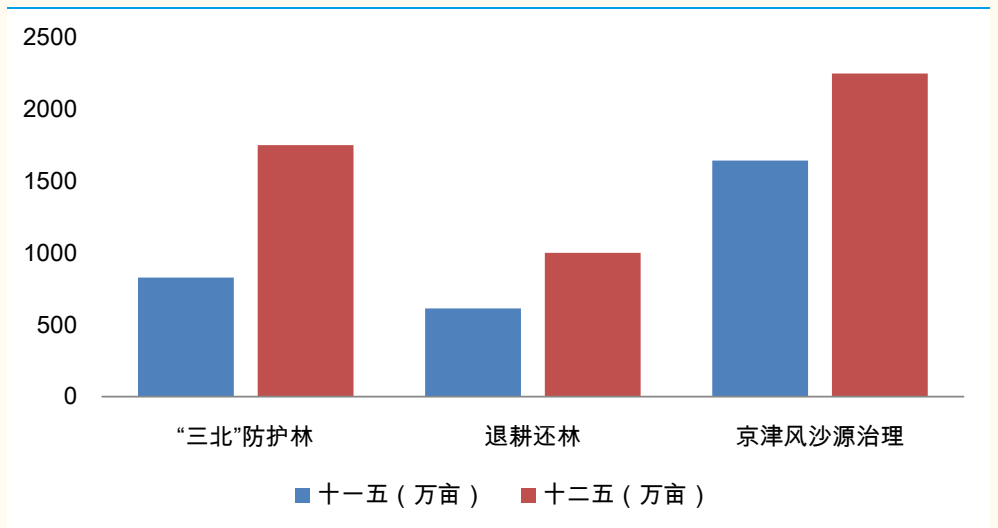
来源: 招股说明书 国金证券研究所

## 市场空间较为广阔

### 重点生态工程带来自然生态环境建设工程增长

- 自然生态环境建设包括“三北”防护林、退耕还林、京津风沙源治理等重点生态工程。
  - 在“三北”防护林方面，“十一五”期间，国家累计投入建设资金 59.25 亿元，营造防风固沙林 2.82 亿亩。其中内蒙古自治区完成建设任务 828.21 万亩，投入资金 9.36 亿元。根据《内蒙古自治区林业发展“十二五”规划》，“十二五”期间，内蒙古自治区将完成工程建设任务 1750 万亩，其中 2011 年已完成 197.5 万亩，总投资 3.36 亿元。
  - 在退耕还林工程方面，“十一五”期间，国家累计投入 1377 亿元，其中投入内蒙古自治区 138.85 亿元，完成自治区退耕还林改造 613 万亩。“十二五”期间，内蒙古自治区规划安排退耕还林工程建设 1000 万亩。
  - 在京津风沙源治理工程方面，“十一五”期间，内蒙古自治区累计完成建设任务 1643.5 万亩，投入资金 14.75 亿元。“十二五”期间，自治区规划完成 2250 万亩的建设任务，其中 2011 年已完成 931.15 万亩，总投资 12.44 亿元。
- “十一五”期间，内蒙古自治区在“三北”防护林、退耕还林、京津风沙源治理等重点生态工程中总共投入 163 亿元。据粗略估计，整个“十二五”期间，内蒙古自治区将在上述三项工程中投入近 300 亿元。

图表3: “十二五”自然生态环境建设迅速增长

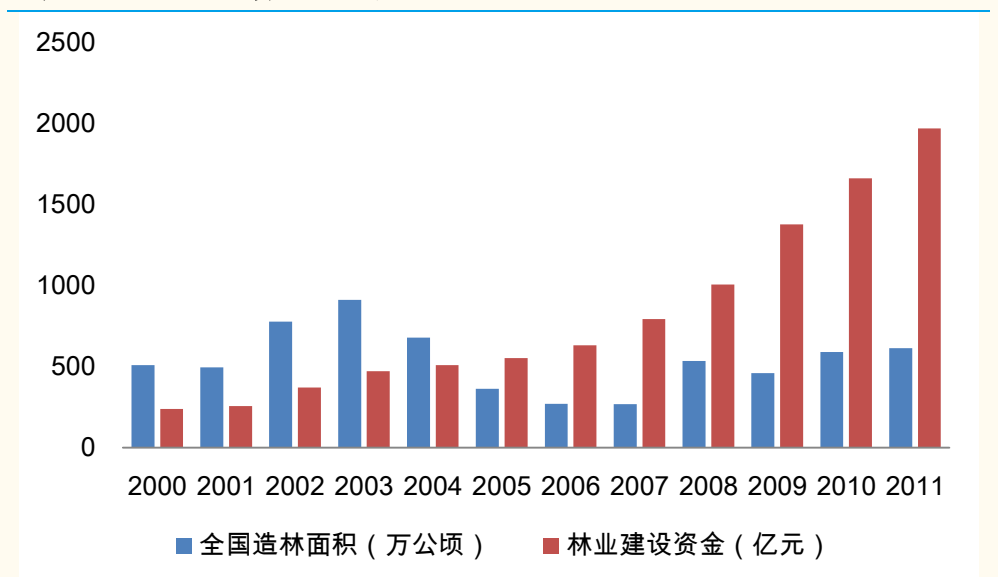


来源: 内蒙古自治区林业发展“十二五”规划 中国林业发展报告 国金证券研究所

■ 单位面积林业投资额呈上升趋势

- 目前有林业建设资金增长快于造林面积与森林面积增速的趋势。《全国造林绿化规划纲要 2011年-2020年》指出了造成这一现象的原因：“我国现有宜林地 4400 多万公顷，60%分布在内蒙古和西北等干旱半干旱地区，造林难度大。”这就需要相应的技术与更高的资金投入。

图表4: 林业建设投资增速快于造林面积增速

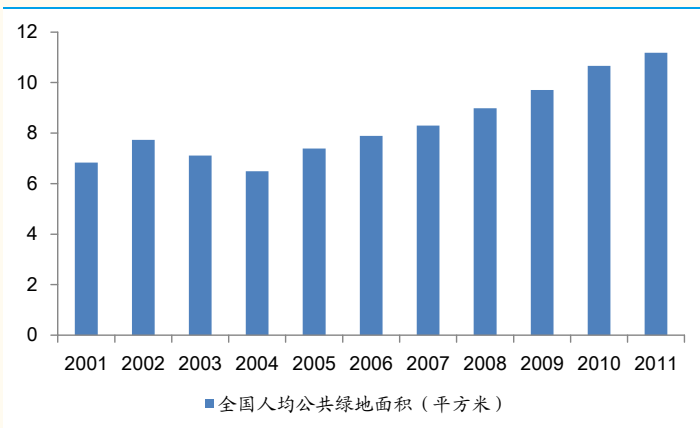


来源: 内蒙古自治区林业发展“十二五”规划 中国林业发展报告 国金证券研究所

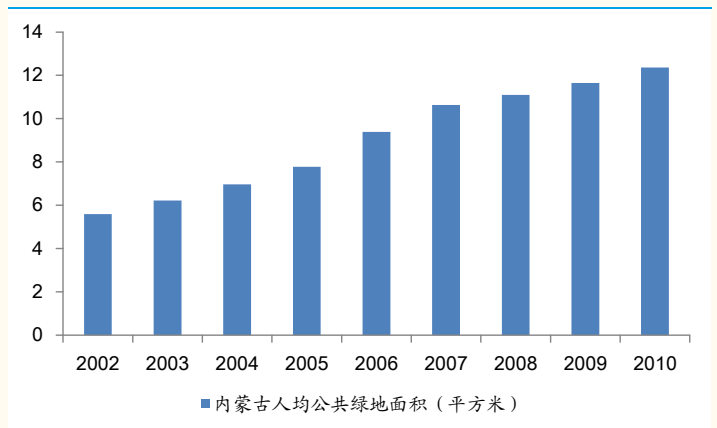
城镇化与公共绿地建设带来城市园林景观建设工程增加

- 全国城市建成区绿化覆盖率与人均公共绿地面积呈稳步上升的态势，2001年至 2011 年由 28.15%增加到 38.62%，人均公共绿地面积达到 11.18 平方米。《全国造林绿化规划纲要（2011-2020）》提出，到 2020 年，人均公共绿地面积达到 11.7 平方米。
- 由于人口、自然条件等一系列原因，内蒙古自治区的人均公共绿地面积高于全国平均水平，至 2010 年已达 12.36 平方米。

图表5: 全国人均公共绿地面积稳步增加



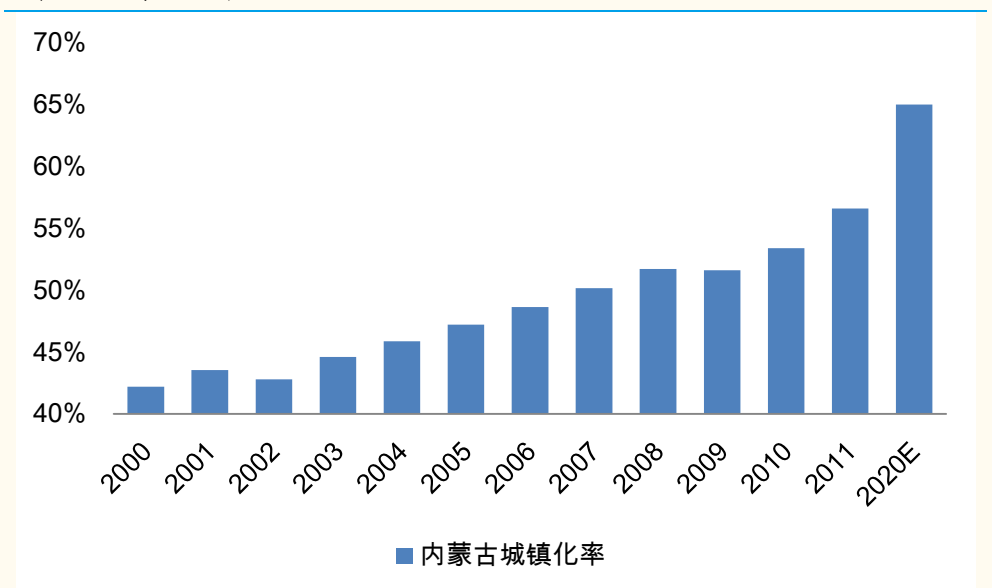
图表6: 内蒙古人均公共绿地面积增速较快



来源: 中国国土绿化状况公报 内蒙古统计年鉴 国金证券研究所

- 随着农村城镇化改造的深入, 全国城市化率大幅上升, 2011 年首度超过了 50%。上海社科院主编的《国际城市发展报告 2012》指出, 预计到 2020 年, 中国城市化率将达 55%。内蒙古的城市化率高于全国平均水平。2012 年 6 月, 内蒙古自治区党委书记胡春华指出, 到 2020 年, 全区城镇化率将达到 65%, 城镇人口总数将超过 1600 万。城镇化速度的加快给城市园林景观建设提出了更高的要求。

图表7: 内蒙古城镇化速度较快

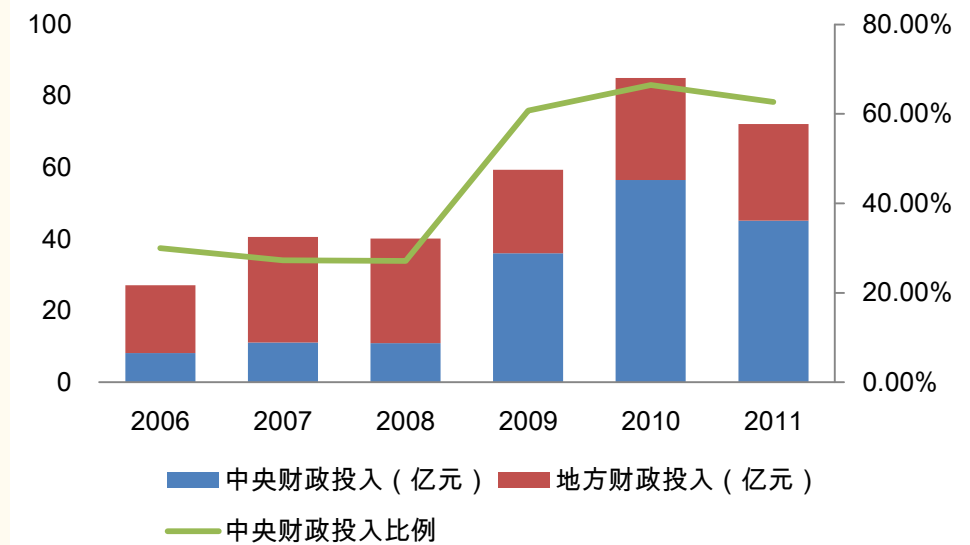


来源: 内蒙古统计年鉴 国金证券研究所

### 矿山复垦潜力巨大

- 自 2009 年国土资源部颁布《矿山地质环境保护规定》起至今, 全国已有 30 个省份, 包括内蒙古自治区, 建立了矿山地质环境保护与治理恢复保证金制度, 为矿山地质环境治理提供了资金支持。
- 目前, 我国矿山复垦率不到 10%, 远低于国外大多数国家的 50% 以上的复垦率。《全国矿产资源规划》要求“到 2015 年, 新建和在建矿山毁损土地全面得到复垦利用, 历史遗留矿山废弃土地复垦率达到 30% 以上。”
- 国家正逐渐加大在矿山地质环境治理中的资金投入, 2006 年至今已累计投入 324 亿元人民币, 且在总体趋势上, 中央财政投入比例逐渐上升, 说明中央政府对矿山环境治理日益重视。

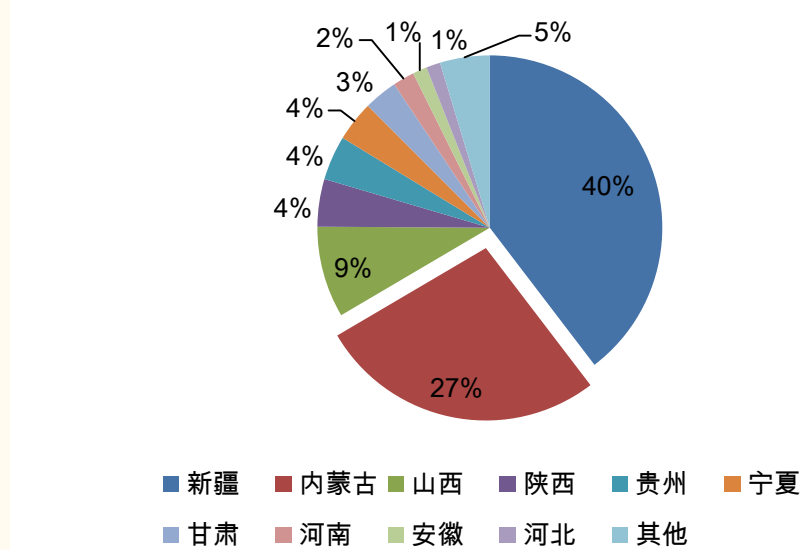
图表8: 矿山地质环境治理资金投入总体呈上升趋势



来源: 国家国土资源局 国金证券研究所

- 内蒙古自治区 2009 年出台的《矿山地质环境治理实施方案》明确了从 2009 年到 2015 年, 自治区计划投资 32 个亿用于矿山地质环境治理建设, 其中 2012 年至 2015 年将投入 14 亿元。
- 内蒙古自治区矿山地质环境治理潜在需求巨大。以煤矿为例, 内蒙古自治区内蒙古煤炭远景储量约 1.2 万亿吨, 占全国总储量的 27% 左右; 已探明储量 7400 亿吨, 居全国首位。目前完成矿山复垦与地质环境治理的矿区只占一小部分, 具有很大的矿山复垦潜力。

图表9: 内蒙古煤储量排名全国第二



来源: 全国煤田预测 国金证券研究所

小结: 在城市景观领域, 蒙草抗旱与其他园林公司类似, 是“大行业、小公司”典型代表, 在生态环境工程领域, 公司则类似于铁汉生态, 拥有一定的技术实力, 构筑一定的技术壁垒。尤其在内蒙古地区, 具备一定资质的竞争对手相比华南区域较少, 给予公司广阔的发展空间。

公司在区域内具有较强竞争实力



- 蒙草抗旱立足于干旱半干旱地区降水少、干旱高寒、风沙大、土地荒漠化和沙化严重、水资源匮乏等现状，通过综合运用工程施工技术，革新应用优良抗逆性植物，提高了工程建设中植被的存活率，降低了资源消耗和资金投入，增强了差异化的竞争能力，在内蒙古自治区具有市场领先地位。

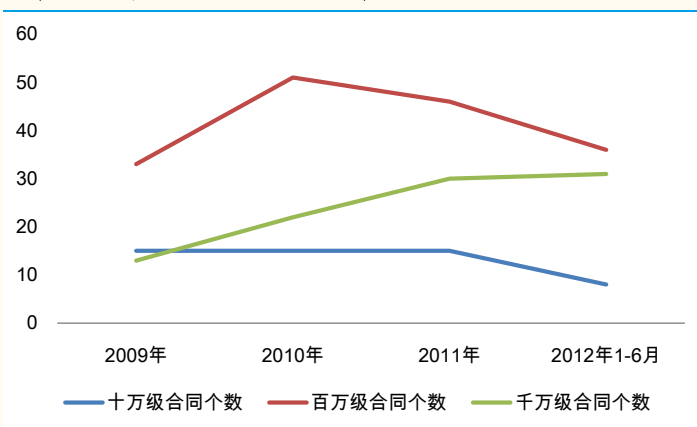
### 自然生态环境建设处于领先地位

- 我国自然生态环境建设现处于起步阶段，尤其在干旱半干旱地区抗逆性植物的培育上存在着技术壁垒，从业企业数量少。公司在自然生态环境建设这一领域具有较强的专业技术与较为丰富的施工经验，在内蒙古地区综合实力靠前。
- 目前市场上能用于干旱半干旱地区生态环境建设的抗逆性苗木较少，公司的产品由于具有顽强的生命力，较少的工程投入与养护成本，较好的性状而得到市场的认同，具有良好的品牌形象。
- 在这一领域，公司的竞争对手为森淼集团，内蒙古枫叶林业有限公司等。这些公司拥有自己的苗木培育基地与研发中心，在该地区的节水耐旱园林观赏植物培育、防护林苗木种植、园林景观工程设计施工等市场上具有一定的份额。

### 拥有城市园林绿化一级资质

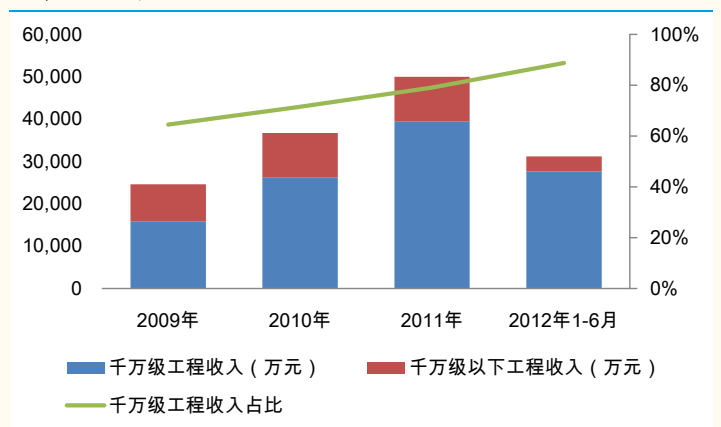
- 公司拥有城市园林绿化一级资质，可承揽 5 万平米或工程造价在 500 万以上的园林绿化工程。截至 2012 年 6 月 30 日，内蒙古具有此项资质的企业仅有 7 家，因此公司在承接大项目上具有优势。
- 公司大项目增加明显
  - 2009 年至今，公司承接的千万级工程合同无论在数量上还是再收入上都不断上升，并成为营业收入大幅增长的主要原因。这表明公司总体竞争实力和市场影响力在不断提升。
  - 除了资质以外，公司大项目增加的另一原因是公司制定了详细的市场开发计划，加强市场信息的收集和管理并不断加大企业和产品的宣传力度，在工程业务承揽中进入了良性的业务循环周期。

图表10: 千万级工程数量上升迅速



来源：招股说明书 国金证券研究所

图表11: 千万级工程收入占比增长迅速

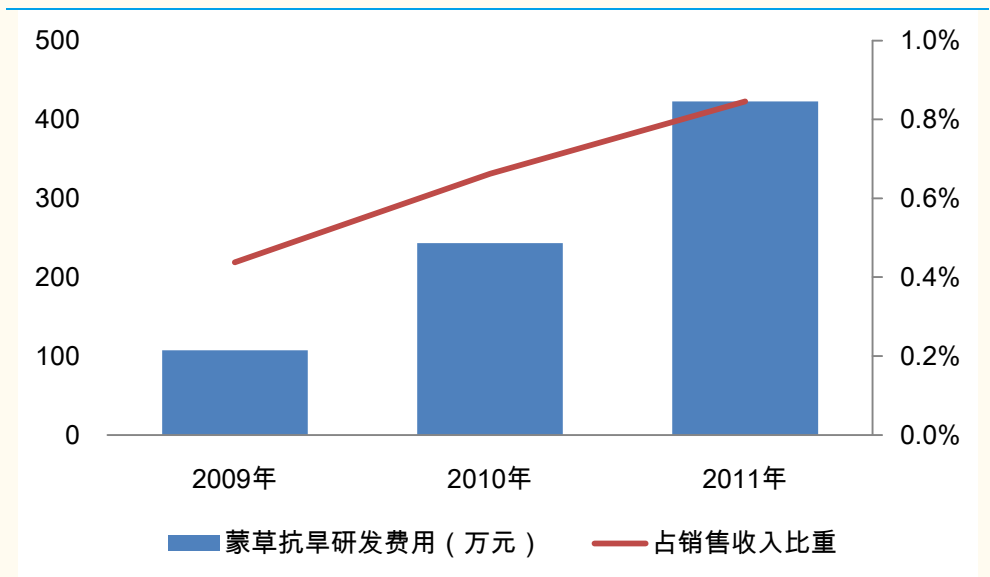


- 目前公司在城市园林绿化领域的竞争对手主要为呼和浩特市绿华园林绿化工程有限公司、呼和浩特市华春园林工程有限责任公司等具有城市园林绿化一级资质的企业。内蒙古小型城市园林绿化工程参与的企业较多，竞争激烈；在大中型城市园林绿化工程市场上，公司进入年份早，具有稳定的客户积累，具有优势。

### 公司技术优势明显

- 针对所在地区的自然条件，公司提出了引种驯化蒙草进行节约型生态环境建设的理念。利用分子生物学培育技术进行植物新品种的研究，目前已培育出四十余种蒙草应用于干旱半干旱地区生态环境建设。
- 由于引种驯化野生乡土植物周期长、投入大、短期内很难见效，国内进行应用研究并用于生态环境建设的企业较少。当前我国进行引种驯化野生乡土植物研究的机构主要为科研院校和园林所，普通企业很少做这方面的研究。
- 在研发方面，公司建设了 800 平方米的植物生理生态学实验室、分子生物学和组培实验室，具备每年 50 万余株的组培繁殖能力；3200 平方米智能实验温室，3500 平方米连栋温室，300 余亩实验田和采穗圃等，并拥有 5 项发明专利，3 项实用新型专利，在技术上处于领先。

图表12：研发费用及占销售收入比重逐步上升

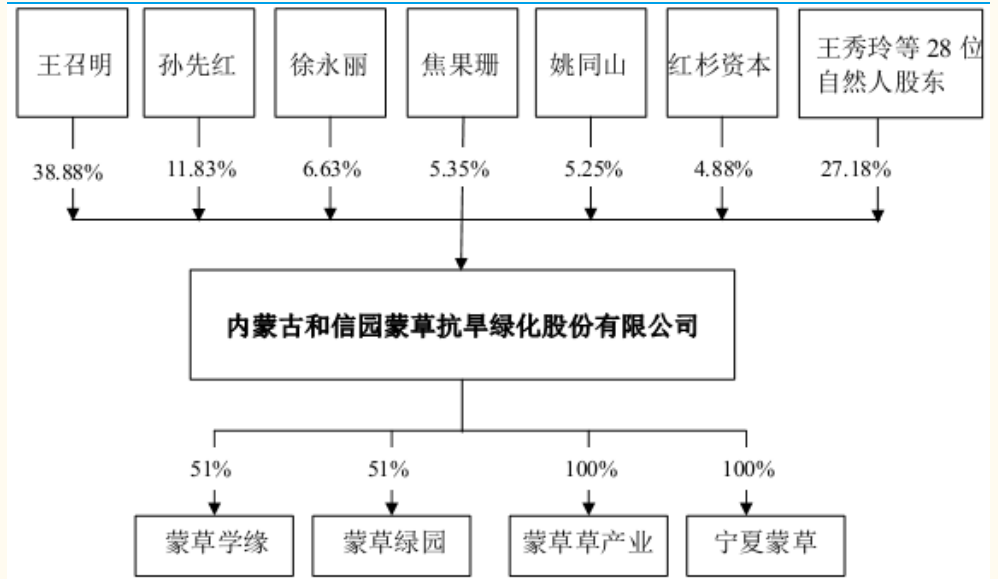


来源：招股说明书 国金证券研究所

#### 管理层及核心人员持股，激励作用明显

- 公司上市前主要为管理层持股，股东包括主要管理层与核心技术员工，具有较为完备的员工激励。
- 公司技术、营销、管理等各方面的核心人员均为公司股东，与股东的利益相一致。公司高层人员稳定，近三年没有重大人事变动发生。

图表13: 发行前公司股权结构图

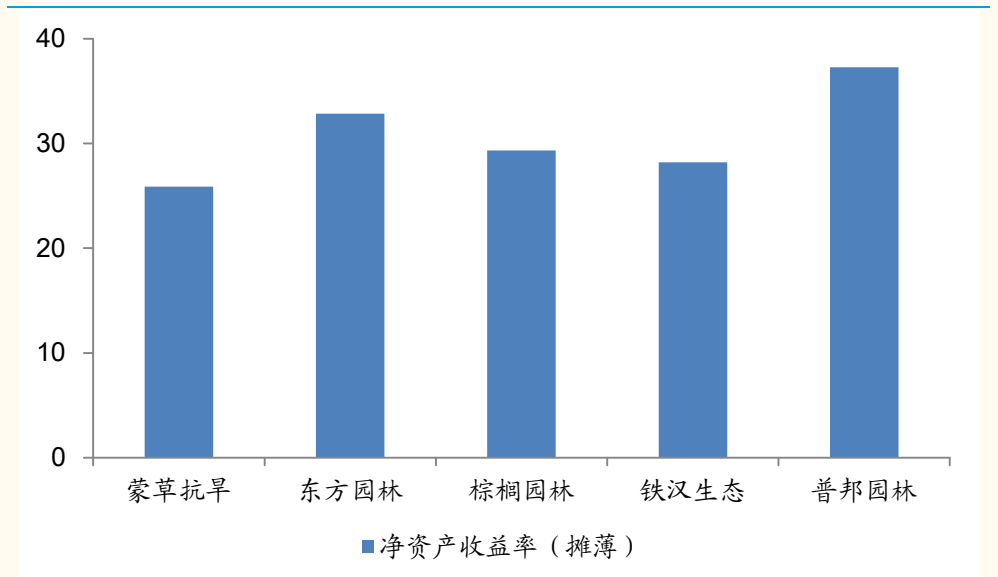


来源: 招股说明书 国金证券研究所

### 公司财务基本稳定，应收账款有待改善

- 对于建筑类公司，我们比较关注其 ROE 变动，由于建筑类公司基本属于成本加成型的定价模式，因此其 ROE 就主要取决于公司的周转情况，周转可分为订单周期，施工周期和回款周期三部分，每一部分放缓或停滞都会影响到公司整体的周转情况。
- 考察上市前一年各家园林公司的 ROE 情况，我们发现蒙草抗旱周转速度要比其他几家慢，主要原因是：A、公司业务地处内蒙古，部分季节不宜施工，且苗木成活率低；B、生态建设项目施工周期较长；C、公司回款模式使得回款周期较长。
- 融资后，公司 ROE 会大幅下滑，但随着募投资金逐步发挥效用，公司 ROE 将呈逐步走高趋势。

图表14: 上市前一年各家园林公司 ROE 比较

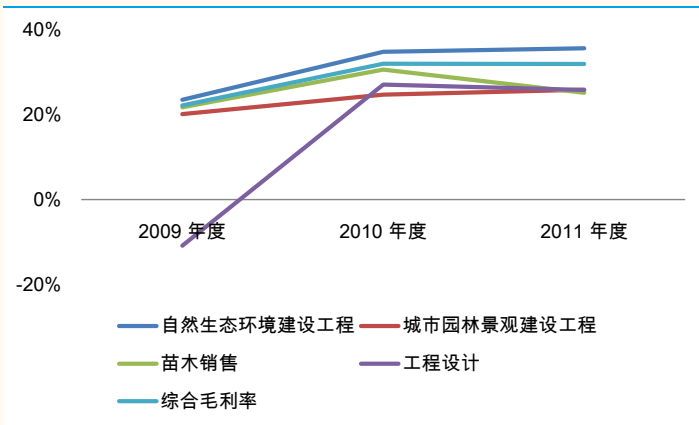


来源: 公司公告 国金证券研究所

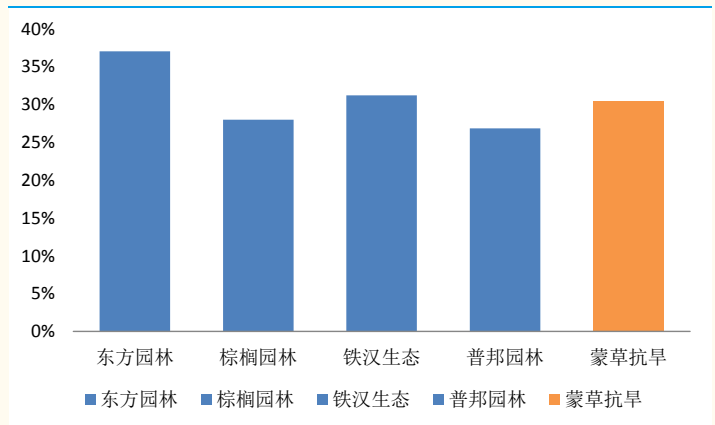
### 毛利率具有稳定性

- 在报告期内，自然生态环境建设工程毛利率保持在较高水平。这主要是由于该领域建设难度较高，存在的企业较少，竞争程度不高，且地方性的垄断格局短时间内很难被打破。随着自然生态环境建设市场的增大，公司在继续保持技术优势的前提下，毛利率将保持稳定。
- 城市园林景观建设工程项目的毛利率保持稳定，绝对值仍低于自然生态环境建设工程。主要原因是城市园林景观建设工程行业的公司较多，竞争较为激烈。随着公司市场开拓能力的不断增强，在这一领域，尤其是大型城市园林景观建设工程项目上会具有更大的议价能力。
- 公司苗木销售和工程设计业务占比较小，毛利率波动也较大，随着公司业务的不成熟，毛利率会趋于稳定。
- 与行业中其他上市公司相比，公司的毛利率处于平均水平。

图表15: 公司各项业务毛利率



图表16: 公司毛利率处于行业平均水平



来源: Wind 资讯 招股说明书 国金证券研究所

### 应收账款处于高位

- 由于公司采取 4:3:3 或 3:3:4 收款模式，随着公司工程项目数量和规模的日益扩大，应收账款规模增长迅速，占当期营业收入的比例也逐年增加，2011 年上升到 90% 以上。
- 与行业内其他公司相比，蒙草抗旱的收款模式显得较为被动，这与内蒙古地区的项目工期长，苗木存活率低等现实原因有关。

图表17: 公司收款模式与行业基本模式比较

时间	"4:3:3"模式收款	"3:3:4"模式收款	行业基本模式
合同签订至工程开工	大部分项目无预收款	大部分项目无预收款	收取合同总额0%-30%预付款
工程开工至工程竣工	按各年与建设方结算的金额分3年收取，分别每年收取40%、30%和30%	按各年与建设方结算的金额分3年收取，分别每年收取30%、30%和40%	按完工进度收取50%-80%的进度款，决算时收取总价款90%-95%的工程款
工程竣工至养护期	5%-10%的质保金	5%-10%的质保金	5%-10%的质保金

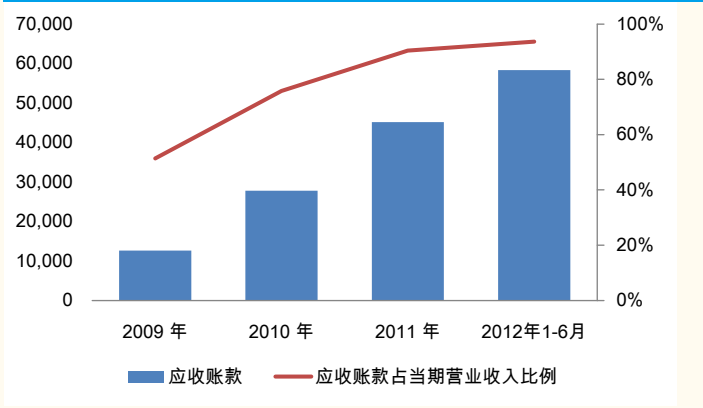
来源: 招股说明书 国金证券研究所

- 虽然公司的客户主要是政府部门和大型企业，收款相对有保障，但是应收账款居高不下依旧给公司的资金面带来较大的压力。由于因收款的累计，除 2011 年外，公司的经营活动现金流量净额均为负值，且有扩大的趋势。

势，这给公司的筹资活动带来了较大的压力，公司的日常运营需要大量现金维持。

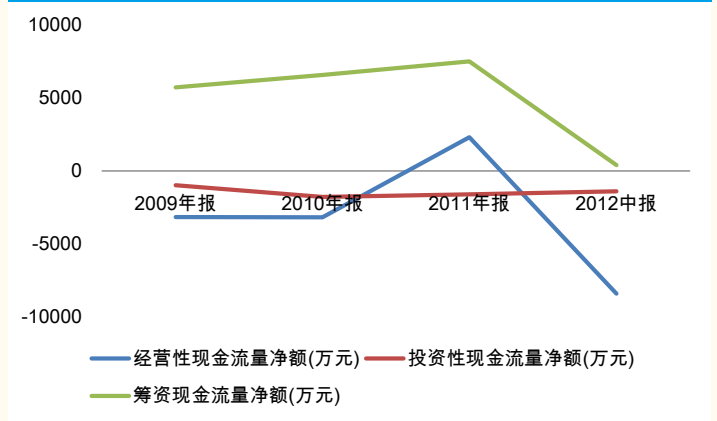
- 与行业内公司相比，公司的经营性现金流量净额与营业收入的比率偏低，应收账款周转天数明显高于行业平均水平。
- 对此，公司已建立了相关的收款制度，并明确了销售业务回款催收的责任部门，在公司层面对应收账款问题提高重视。

图表18: 应收账款数量和比例均快速上升

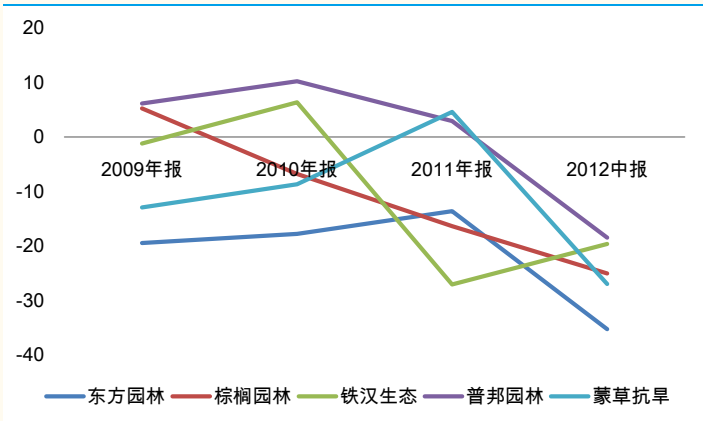


来源: Wind 资讯 国金证券研究所

图表19: 负的经营性现金流量带来筹资压力

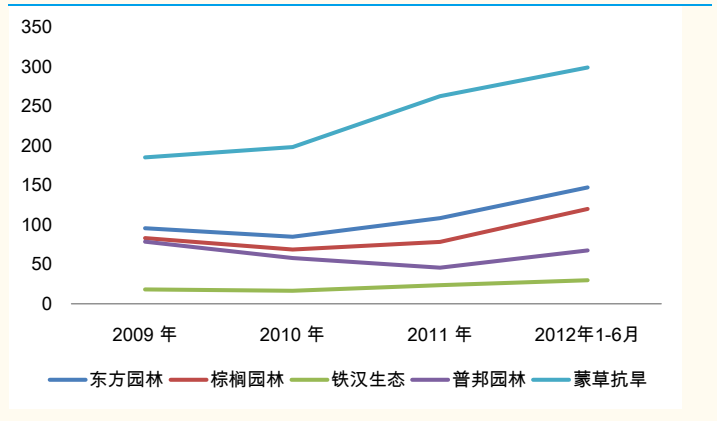


图表20: 经营性现金流量净额/营业收入(%)比较



来源: Wind 资讯 国金证券研究所

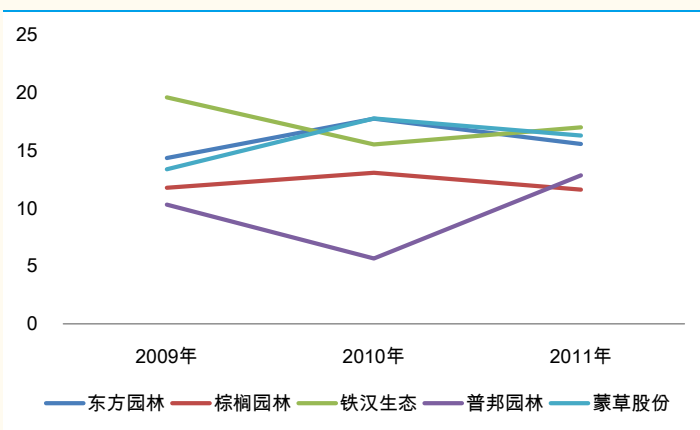
图表21: 应收账款周转天数高于行业水平



其他财务指标比较

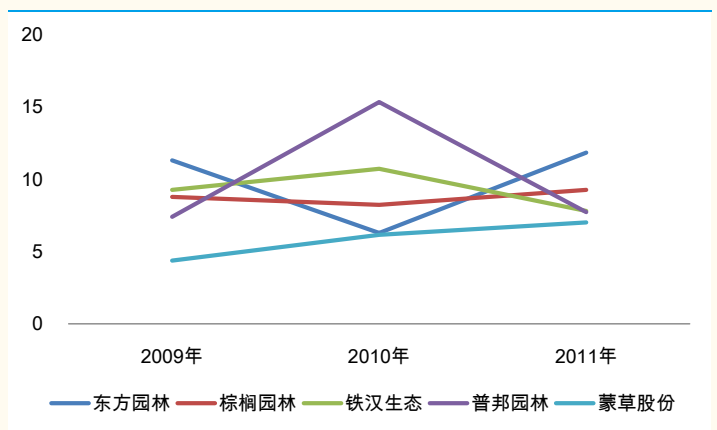
- 通过公司财务指标比较可见，公司历年来运营较为平稳，费用控制以及盈利能力处于行业领先水平，存货方面，公司仍有改善空间。

图表22: 净利润率比较 (%)

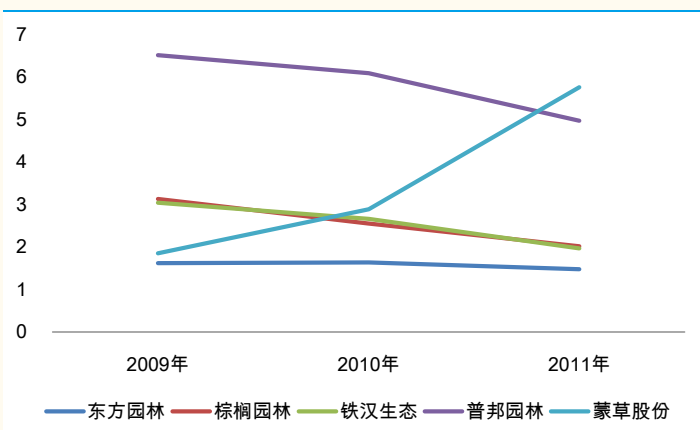


来源: 公司公告 Wind 资讯 国金证券研究所

图表23: 期间费用率比较 (%)

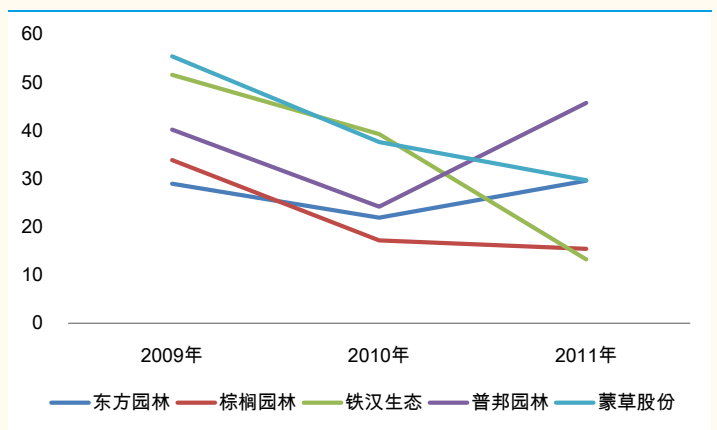


图表24: 存货周转率比较



来源: 公司公告 Wind 资讯 国金证券研究所

图表25: 净资产收益率比较(%)



### 募集资金用途

- 公司募集资金主要用于节水抗旱植物生产基地建设与补充工程营运资金。

图表26: 公司募集资金用途

项目名称	募集资金投入额 (万元)			拟使用筹集资金 (万元)
	建设资金	流动资金	总投资	
节水抗旱植物生产基地项目	11,918.53	1,750.58	13,669.11	13,669.11
补充工程营运资金		12,000	12,000	12,000.00
补充其他营运资金				

来源: 招股说明书 国金证券研究所

- 节水抗旱植物生产基地项目拟建成一个集品种选育、新技术开发、应用为一体，以节水抗旱植物生产为主的苗木繁育与高新技术生产示范基地。
- 该生产基地的建设可以提高公司工程用苗的自给率，缩小工程用苗的需求缺口，降低苗木采购的压力，为工程施工提供重要的用苗保障；同时降低工程用苗成本，增强公司的盈利能力，并强化公司在野生乡土植物培育领域中的先发优势，保证公司的持续发展。
- 补充工程营运资金主要是为了应对工程回款周期较长的现实。公司项目规模和数量的快速增加，对公司的现金流带来了更大的压力。工程营运资金的注入将直接缓解公司的现金流压力，给公司的持续发展提供保障。

### 投资建议

- 中长期来看，自然生态建设、城市园林建设为公司提供了广阔的市场空间，公司凭借其技术优势，出众的管理团队，在区域内处于领先地位，此次募投项目将进一步提升公司的科研实力，补充的流动资金将提升公司接单以及施工实力，推动公司快速发展。
- 预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.79、1.08、1.32 元，结合目前园林公司估值水平，我们认为公司上市合理价格为 17.42-21.38 元，对应 22-27 倍估值水平。

### 风险提示

- 生态工程、园林绿化投资低于预期
- 经济下行带来的回款风险

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	246	367	500	692	872	1,065
增长率		49.4%	36.2%	38.4%	26.1%	22.2%
主营业务成本	-191	-249	-340	-473	-597	-731
% 销售收入	77.8%	67.9%	68.0%	68.5%	68.5%	68.6%
毛利	55	118	160	218	275	335
% 销售收入	22.2%	32.1%	32.0%	31.5%	31.5%	31.4%
营业税金及附加	-8	-12	-17	-23	-29	-35
% 销售收入	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%
营业费用	-3	-6	-3	-4	-5	-6
% 销售收入	1.2%	1.6%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
管理费用	-8	-16	-26	-41	-44	-48
% 销售收入	3.1%	4.3%	5.2%	6.0%	5.0%	4.5%
息税前利润 (EBIT)	36	84	114	150	197	245
% 销售收入	14.6%	22.9%	22.9%	21.6%	22.6%	23.0%
财务费用	0	-1	-6	-2	5	6
% 销售收入	0.1%	0.3%	1.2%	0.3%	-0.6%	-0.5%
资产减值损失	-6	-10	-14	-18	-21	-24
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	30	73	94	130	181	226
营业利润率	12.0%	20.0%	18.8%	18.8%	20.8%	21.2%
营业外收支	16	14	14	15	15	15
税前利润	45	87	108	145	196	241
利润率	18.5%	23.8%	21.7%	20.9%	22.5%	22.6%
所得税	-12	-22	-27	-36	-49	-60
所得税率	27.5%	25.4%	24.9%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	33	65	81	109	147	181
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净:	33	65	82	108	147	181
净利率	13.4%	17.8%	16.3%	15.7%	16.9%	17.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	33	65	81	109	147	181
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	7	12	19	26	38	48
非经营收益	-1	-1	2	15	22	15
营运资金变动	-70	-108	-79	-138	-102	-109
经营活动现金净流	-32	-32	23	12	105	135
资本开支	-7	-17	-16	-62	-164	5
投资	-3	0	0	-1	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-10	-18	-16	-63	-164	5
股权募资	60	52	1	0	-26	0
债权募资	5	35	80	445	-15	-197
其他	-7	-20	-6	-23	-50	-43
筹资活动现金净流	57	66	75	422	-91	-240
现金净流量	16	16	82	370	-150	-100

资产负债表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	32	48	130	500	350	250
应收款项	132	283	464	536	659	790
存货	103	70	48	91	115	140
其他流动资产	3	3	2	11	14	17
流动资产	270	403	644	1,138	1,138	1,197
% 总资产	95.3%	92.4%	91.7%	90.5%	80.2%	81.7%
长期投资	2	0	0	1	0	0
固定资产	5	21	31	96	253	234
% 总资产	1.6%	4.8%	4.4%	7.6%	17.8%	16.0%
无形资产	4	8	19	21	27	31
非流动资产	13	33	58	120	281	268
% 总资产	4.7%	7.6%	8.3%	9.5%	19.8%	18.3%
资产总计	283	436	702	1,258	1,419	1,464
短期借款	5	40	120	565	550	352
应付款项	145	140	231	227	286	350
其他流动负债	11	18	31	51	61	72
流动负债	161	198	382	843	897	773
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	161	199	382	843	897	774
普通股股东权益	122	233	315	410	518	685
少数股东权益	0	3	4	4	5	5
负债股东权益合计	283	436	702	1,258	1,419	1,464

比率分析

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	0.741	0.638	0.794	0.792	1.075	1.320
每股净资产	2.745	2.275	3.069	3.997	5.046	6.679
每股经营现金净流	-0.715	-0.310	0.225	0.113	1.026	1.314
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	26.99%	28.03%	25.88%	26.45%	28.43%	26.39%
总资产收益率	11.61%	15.02%	11.62%	8.63%	10.37%	12.35%
投入资本收益率	20.54%	22.66%	19.52%	11.45%	13.78%	17.62%
增长率						
主营业务收入增长率	N/A	49.42%	36.16%	38.36%	26.09%	22.20%
EBIT增长率	N/A	134.26%	35.84%	30.97%	31.65%	24.39%
净利润增长率	N/A	99.06%	24.54%	33.10%	35.69%	22.86%
总资产增长率	N/A	53.89%	61.05%	79.25%	12.86%	3.18%
资产管理能力						
应收账款周转天数	93.9	201.1	266.5	270.0	270.0	270.0
存货周转天数	98.4	126.5	63.3	70.0	70.0	70.0
应付账款周转天数	84.1	161.6	193.9	160.0	160.0	160.0
固定资产周转天数	5.3	19.6	21.6	28.5	54.8	38.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-21.80%	-3.21%	-3.00%	15.73%	38.30%	14.96%
EBIT利息保障倍数	273.9	89.3	19.2	75.1	-38.2	-44.3
资产负债率	56.97%	45.61%	54.48%	67.03%	63.20%	52.89%

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:**

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为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**

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