

# 纳川股份 (300198.SZ) 其它非金属行业

评级: 增持 维持评级

公司研究

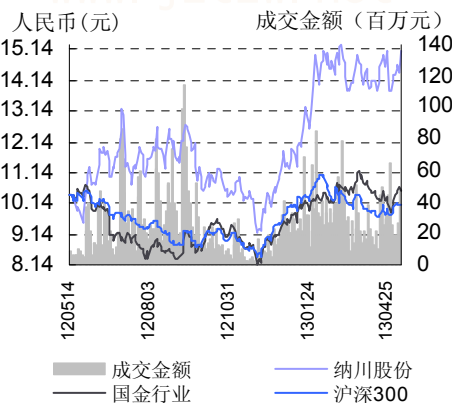
市价 (人民币): 15.10 元

## 扬帆起航正当时

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)	128.81
总市值(百万元)	31.53
年内股价最高最低(元)	15.30/9.18
沪深 300 指数	2530.77



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	0.537	0.465	0.692	0.910	1.069
每股净资产(元)	6.58	4.87	5.56	6.47	7.54
每股经营性现金流(元)	-0.44	0.17	0.31	0.30	0.54
市盈率(倍)	31.03	24.57	20.66	15.71	13.38
行业优化市盈率(倍)	20.11	34.21	36.22	36.22	36.22
净利润增长率(%)	31.00%	30.81%	48.93%	31.53%	17.42%
净资产收益率(%)	8.17%	9.54%	12.44%	14.06%	14.17%
总股本(百万股)	138.00	208.78	208.78	208.78	208.78

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

- 公司主要产品为 HDPE 缠绕增强管, 主要用于市政及工业排水用途。
- 市政及工业排水管增长空间较大: 城市内涝、水体污染事故频发, 说明我国排水系统亟需加强。市政管网等城市基础设施建设是城镇化中后期确定性需要加强的环节, 除了新建城区的增量需求, 雨污分流改造, 污水管网配套建设等政策规划带来市政排水管网的可观增量。而工业向中西部转移过程中, 工业投资的快速增长将带动工业排水需求继续快速增长。
- 大口径排水管面临良好发展机遇: 经历过多次暴雨考验之后, 城市排水系统的重要性得到重视。北京 2012 年迅速推出新版《城市雨水系统规划设计暴雨径流计算标准》, 提高设计标准, 雨水管的口径有增大趋势。我们或可以期待各地效仿。另外, 根据《“十二五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》, 十二五期间我国将新建近 16 万公里的污水管网, 较十一五期间增长 96%。
- HDPE 缠绕管应用范围逐渐扩大, 成长空间巨大: 该管材在大口径排水领域具有良好的综合性能, 在企业的大力推广下, 使用范围持续扩大。但限于产业链上的接受程度仍不高, 使用量仍较小。仅在污水管网领域, 大口径管道每年需求量达 6400 公里, 而公司 2012 年大口径管道销量不足 150 公里, 市占率不足 3%, 行业渗透率预计不到 5%, 未来成长的空间巨大。
- 公司具有明显的竞争优势: 从业绩和规模上来看, 公司已行业龙头。在即将到来的行业上升期, 拥有便利融资渠道的上市公司面临更多的机会, 而多管齐下的销售体系和全面的股权激励计划可以保证公司抓住市场机会。2012 年公司结转待执行订单为 4 亿, 同比增长 30% 以上, 在手 BT 订单达 12 亿左右。

### 投资建议

- 大口径排水管道景气度逐渐上升的背景下, HDPE 缠绕增强管前景广阔。如何做推广工作, 是现阶段企业能力的核心差异所在。从历史中, 我们看到了纳川股份从一个默默无闻的企业快速成长为行业龙头, 公司的营销能力得到了验证。从今年 Q1 来看, 公司订单依旧保持了快速增长。
- 假设 BT 工程未来 3 年按 20%、40%、40% 分别确认, 公司 2013~2015 年 EPS 分别为 0.69、0.91、1.07。“增持”。

### 风险

- 项目建设进度低于预期。

黄诗涛 分析师 SAC 执业编号: S1130512080004  
(8621)61357457  
huangst@gjzq.com.cn

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

## 内容目录

公司概况 .....	4
市政排水系统提供商 .....	4
股权结构 .....	4
排水管网增长空间可观 .....	5
市政排水管网建设落后 .....	5
城市内涝或导致排水管网设计标准提高 .....	5
污水管网建设需求量大 .....	6
工业市场需求保持快速增长 .....	7
HDPE 缠绕增强管前景广阔 .....	7
大口径领域，HDPE 缠绕增强管优势明显 .....	7
成长空间巨大 .....	9
行业龙头，竞争优势较为明显 .....	9
多管齐下拓市场 .....	9
业绩和规模优势 .....	9
资金优势 .....	10
体制优势 .....	10
业务预测 .....	11
投资建议 .....	11
风险提示: .....	11
附录: 三张报表预测摘要 .....	12

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

## 图表目录

图表 1	HDPE 缠绕增强管 (B 型)	4
图表 2	公司产品主要用于雨污管网	4
图表 3	主营业务收入分地区 (2012)	4
图表 4	主营业务收入分行业 (2012)	4
图表 5	2010 年我国排水管网状况	5
图表 6	2010 年北京、天津、上海排水管网状况	5
图表 7	国外城市排水管网状况	5
图表 8	国内设计标准发展	6
图表 9	我国污水排放量	6
图表 10	污水管网建设需求	7
图表 11	工业固定资产投资及增速	7
图表 12	埋地排水管的常用管材类型	8
图表 13	埋地排水管类型发展趋势	8
图表 14	不同管材性能比较	8
图表 15	不同大口径管材的性能比较	9
图表 16	主要过往业绩	10
图表 17	主要生产企业的情况	10
图表 18	现有产能分布 (吨)	10
图表 19	产能测算 (吨)	10
图表 20	资产营运指标	10
图表 21	诏安金都 BT 项目每年净现金流测算	10
图表 22	激励方案分配情况	11
图表 23	股权激励的业绩要求	11
图表 24	销量测算 (吨)	11

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

## 公司概况

### 市政排水系统提供商

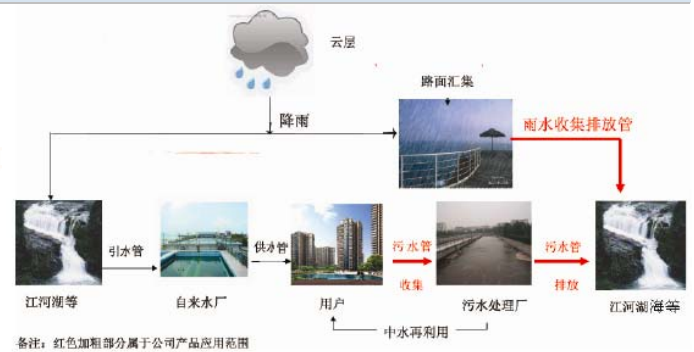
- 公司以成为地下排水系统全套解决方案提供商为发展目标。产品为 HDPE 缠绕增强管材 (B 型) 及管件, 以 DN600~1400 的大口径管道和 DN1500 以上的超大口径管道为主, 主要用于市政、工业排水领域。

图表 1 HDPE 缠绕增强管 (B 型)



来源: 公开信息、国金证券研究所

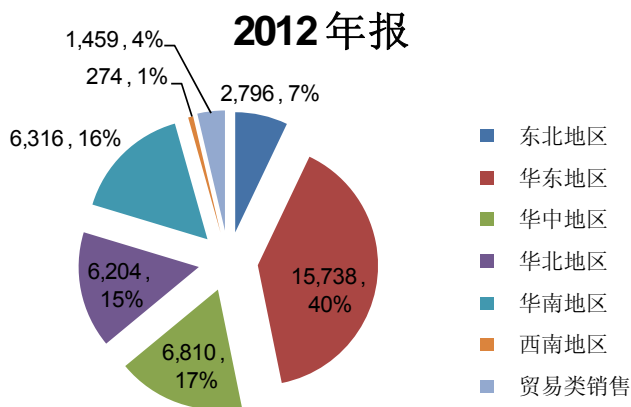
图表 2 公司产品主要用于雨污管网



来源: 工程公告、国金证券研究所

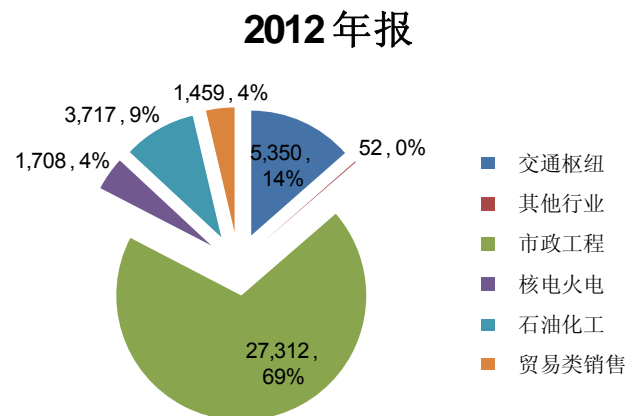
- 公司业绩分布于全国 20 多个省市, 其中东部地区占主要部分。从行业分布来看, 2012 年市政领域占 69%, 同比增长 99%, 是主要的增长来源。

图表 3 主营业务收入分地区 (2012)



来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 4 主营业务收入分行业 (2012)



来源: 公司公告、国金证券研究所

### 股权结构

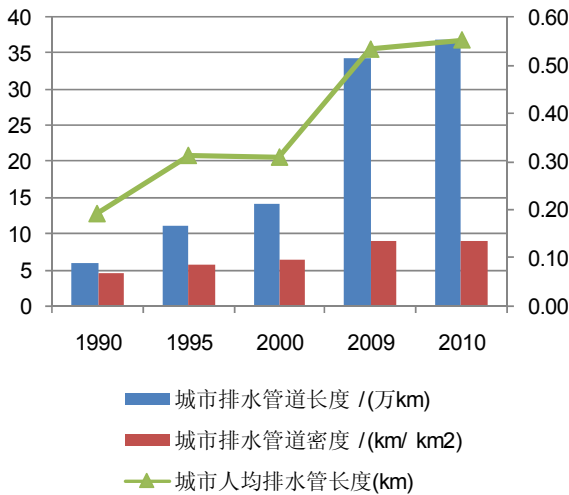
- 公司于 2011 年 4 月 7 日上市, 截至 2013 年 3 月 31 日, 总股本为 2.09 亿股, 限售股份数量为 7997 万股。公司实际控制人为自然人陈志江, 共持有 6753.24 万股, 持股比例为 32.35%, 该部分股权将于 2014 年 4 月 7 日解禁。
- 截至 2013 年 3 月 31 日, 战略投资者“惠安速通”和“广发信德”所持股份比例已减少至 398 万和 702 万股, 分别占总股本的 1.91% 和 3.36%。

## 排水管网增长空间可观

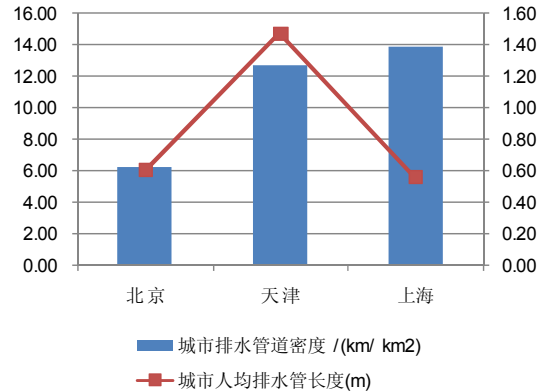
### 市政排水管网建设落后

- 虽然我国已经成为世界第二大经济体，但我国供排水管网，作为城市基础设施的重要一环，已经落后太多。2009 年底，我国排水管网人均长度约为 0.57 米；发达国家为 4 米。城市排水管道密度约为 10 公里/平方公里；日本一般在 20-30 公里/平方公里。

图表 5 2010 年我国排水管网状况



图表 6 2010 年北京、天津、上海排水管网状况



来源：公开信息、国金证券研究所

来源：公开信息、国金证券研究所

图表 7 国外城市排水管网状况

德国	2002年人均长度为5.44m，密度平均在10km/km <sup>2</sup> 以上
日本	2004年密度一般在20~30 km/km <sup>2</sup> ，高的地区可达50 km/km <sup>2</sup>
美国	2002年人均长度为4m以上，密度平均在15km/km <sup>2</sup> 以上

来源：公开信息、国金证券研究所

### 城市内涝或导致排水管网设计标准提高

- 据住房和城乡建设部 2010 年对国内 351 个城市排涝能力的专项调研显示，2008 年~2010 年间，有 62% 的城市发生过不同程度的内涝，其中内涝灾害超过 3 次以上的城市有 137 个；在发生过内涝的城市中，57 个城市的最大积水时间超过 12 小时。
- 城市暴雨的积水原因很多，如偶发性暴雨强度过大，河流湖泊破坏、设计标准过低等等。经分析，城市内涝最主要的原因是雨水管网设计标准过低。
  - 按照《室外排水设计规范》（2011 版）的要求，城市一般地区排水设施的设计暴雨重现期为 1~3 年（即抵御 1~3 年一遇的暴雨），重要地区 3~5 年。对比其他国家，日本常用 5~10 年，干管甚至要求 50 年，欧美一般采用 10 年。另外，我国在实施过程中，大部分城市普遍采取标准规范的下限。调查显示我国 70% 以上的城市排水系统建设的设计暴雨重现期小于 1 年，90% 老城区的重点区域甚至比规范规定的下限还要低。例如北京，目前仅有天安门广场和奥林匹克

公共区的排水管线达到 5 年一遇，中心城区普遍按 1 年一遇的标准建设。

- 我国采用沟道容量调洪法进行计算、设计。欧美日等发达国家一般采用最大径流量法计算。经过对比，最大径流量法 1 年重现期的计算流量约相当于容量调洪法 3 年重现期的流量。
- **地方政府或提高雨水管网设计标准，从而增大雨水管口径：**2012 年 12 月，北京市地方标准《城市雨水系统规划设计暴雨径流计算标准》通过专家审查，该标准将暴雨重现期提高至 3~10 年。2013 年两会代表亦提出制定《城市内涝防治法》，以代替 30 年前制定的《防洪法》。
- 雨水一般就近排放至河塘，距离较短，埋深较浅；建筑外埋地雨水管一般大于 200mm，市政埋地雨水管一般大于 300mm。

图表 8 国内设计标准发展

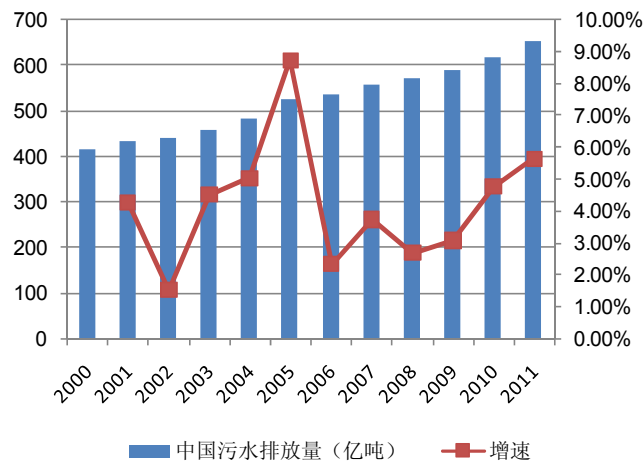
中国	暴雨重现期设计标准
1975	0.33~2年
1987	0.5~3年
1997	一般地区0.5~3年，重要地区2~5年
2006	一般地区0.5~3年，重要地区3~5年
2011	一般地区1~3年，重要地区3~5年
2012	北京新标准征求意见稿，一般地区3~5年，重要地区5~10年

来源：公开信息、国金证券研究所

### 污水管网建设需求量大

- 由于我国城市发展迅速、人口密度增加，排放的污水也逐年增加。但我国**污水处理设施建设存在重污水处理厂建设，轻排水管网建设的现象**，导致污水处理效率低下，2010 年底，城市污水处理率仅为 77.5%，城市污水处理厂负荷率仅为 78.9%。

图表 9 我国污水排放量



来源：公开信息、国金证券研究所

- 根据《“十二五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》，在降雨量充沛地区，新建管网要采取雨污分流。对已建的合流制排水系统，要结合当地条件，加快实施雨污分流改造。难以实施分流制改造的，要采取截流、调蓄和处理措施。“十二五”期间，我国将投资 2443 亿新建污水管网 16 万公里，其中约三分之一为补充已建污水处理设施的管网。**十二五期间污水管网里程年复合增速达 14.4%**。从新增管网的结构上来看，设市城市 7.3 万公里，县城 5.3 万公里，建制镇 3.3 万公里；东部地区 6.1 万公里，中部地区 4.9 万公里，西部地区 4.9 万公里。

- 污水管需要排放至污水处理厂，距离较长，埋深较深，污水管口径可达2米以上。

图表 10 污水管网建设需求

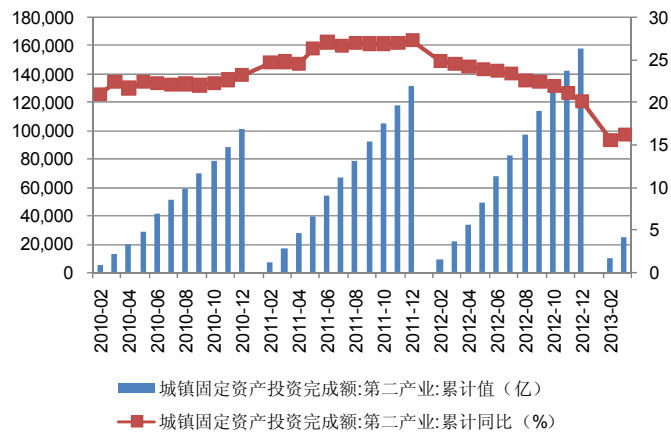
	2010年底已有 (公里)	“十二五”新建 污水管网长度 (公里)	增加比例
全国总计	166,174	159,125	96%
华北	42,540	21,586	51%
东北	8,443	15,874	188%
华东	50,229	27,417	55%
华中	15,890	19,849	125%
华南	18,424	30,503	166%
西南	18,044	21,160	117%
西北	12,604	22,737	180%

来源：公开信息、国金证券研究所

### 工业市场需求保持快速增长

- 随着工业逐渐向中西部转移和东部的产业升级，整体工业固定资产投资仍将快速增长，从而带动工业排水管道的需求快速增长。

图表 11 工业固定资产投资及增速



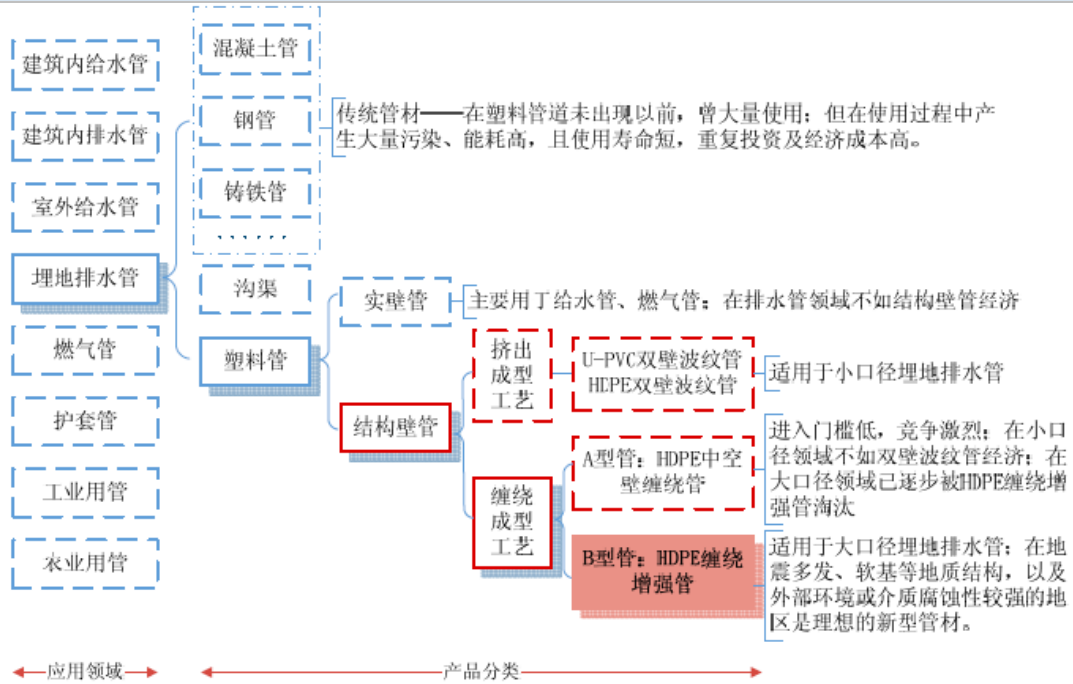
来源：统计局、国金证券研究所

### HDPE 缠绕增强管前景广阔

#### 大口径领域，HDPE 缠绕增强管优势明显

- 按照材质的不同，埋地排水管可分为混凝土管、钢管、球墨铸铁管、塑料管等。目前绝大部分大口径排水管是用混凝土管，但塑料管道等新型材料的渗透率在逐步提高。

图表 12 埋地排水管的常用管材类型



来源：招股说明书、国金证券研究所

- 性能上，塑料管道具有水流阻力小、自重轻安装简便、零渗漏、耐腐蚀、维护成本低、卫生安全等优点。
- 造价上，HDPE 缠绕管的材料价格是混凝土管材的 4 倍，但由于其他材料、施工费用和周期节省，综合下来比混凝土管材高出 20~30%。在某些地区甚至可以持平。
- 政策上，为了推动塑料管道的应用，国家从上世纪 90 年代开始出台相关政策，例如《国家化学建材产业“十五”计划和 2010 年发展规划纲要》、《建设部推广应用和限制禁止使用技术》（建设部公告第 218 号）、《产业结构调整指导目录（2005 年本）》等等。

图表 13 埋地排水管类型发展趋势



来源：招股说明书、国金证券研究所

图表 14 不同管材性能比较

项目	混凝土管	球墨铸铁管	钢管	塑料管
节能环保性能	较差	较差	较差	好
密封性	较差	较好	较好	好
防腐性	差	一般（防电蚀能力差）	差	好
粗糙率	高	较高	较高	低
管材重量	很重	重	重	轻
管材使用寿命	20年	50年	50年（需要经常进行防腐维护）	50年
安装及施工难度	安装较复杂	安装较复杂	安装较复杂	安装简便
综合造价	管材价格低，施工成本高	管材价格高，施工成本高	管材价格较高，施工成本高	管材价格较高，施工成本较低
主要使用领域	给水、排水	主要用于给水，特殊领域用于排水	主要用于给水，特殊领域用于排水	给水、排水
产业政策导向	—	—	—	鼓励

来源：招股说明书、国金证券研究所

- 在塑料管道当中，DN600mm 以上领域可使用 HDPE 缠绕增强管、双壁波纹管和其他复合缠绕增强管。但 HDPE 缠绕增强管具有明显的竞争优势。
- 由于生产工艺和原料上的限制，缠绕增强管更适合生产大口径塑料管道，尤其是大于 DN1000 的管道，双壁波纹管更适合生产 DN1000 以下的管道。实际上双壁波纹管主要用于 DN600 以下的领域。



- 相对于钢带增强、钢塑复合缠绕等复合材料管材，HDPE 缠绕增强管的可靠性更高。由于钢材和塑料的膨胀系数等性能不同，两种材料的工作稳定性无法保证。

图表 15 不同大口径管材的性能比较

项目	HDPE缠绕增强管	HDPE中空壁缠绕管	HDPE双壁波纹管	U-PVC双壁波纹管
管材口径	DN300-4000mm	DN3000mm以下	实际主要应用于DN600mm以下的管道	DN500mm以下
环刚度	最大16KN/m <sup>2</sup>	最大12.5KN/m <sup>2</sup>	最大8KN/m <sup>2</sup>	最大8KN/m <sup>2</sup>
连接方式	承插式电熔连接	电热熔带连接	胶圈连接	胶圈连接
使用寿命	50年，本体连接，管道系统寿命一致	50年，连接需要辅材，管道系统寿命由辅材决定	50年，连接需要辅材，管道系统寿命由辅材决定	50年，连接需要辅材，管道系统寿命由辅材决定
配套管件	弯头、检查井、三通	无	无	无
成本	DN800mm以下成本相对较高	DN1000mm以上成本较HDPE缠绕增强管高	DN800mm以上成本与HDPE缠绕增强管接近	较低

来源：招股说明书、国金证券研究所

### 成长空间巨大

- 依照排水管网的工程经验，埋地排水管材一般占排水管网建设总投资 30% 左右，而污水主干管（一般为 DN600mm 以上）的使用量占全部排水管材的比例虽然只有 20% 左右，但排水主干管由于管径大、质量要求高，其投资额却能占到全部排水管材的一半左右。
- HDPE 缠绕增强管在大口径排水领域具有良好的综合性能，在企业的大力推广下，使用范围持续扩大。但限于产业链上的接受程度仍不高，使用量还不大。2012 年公司管道销量还不到 500 公里。虽然目前公司的产品已在全国 20 多个省份实现应用，但市政领域只在福建、江西、广东、河北、湖北 5 个省份实现突破，未来可以拓展的空间很大。
- “十二五”期间污水管道年复合增速为 14.4%，每年铺设量为 3.2 万公里，其中大口径管道就达到 6400 公里。而公司 2012 年大口径及超大口径管道销量合计不足 150 公里，占比不足 3%，成长空间巨大。

### 行业龙头，竞争优势较为明显

#### 多管齐下拓市场

- 公司建立了多管齐下的销售体系：“销售工程师”系统，BT 模式，以及开展战略合作客户关系。
- 2012 年贡献订单的销售工程师达到 30 多人，较 2011 年的 20 多人有较大提高，实现了市政工程在河北、湖北的突破。
- 凭借丰厚现金储备，2012 年公司签订了多个市政 BT 项目，总额达 12 亿元。一方面带动自身管材销售，另一方面可获取不错的工程和投资收益。
- 公司与上海城建、中建、中冶、中铁等多家央企、EPC 公司、建筑商及地方大企业达成战略合作关系，资源共享，共同开发市场。我们预计 2013 年可以看到战略合作渠道的果实。

#### 业绩和规模优势

- 从过往业绩和产能规模上来看，公司已经是当仍不让的行业龙头。多年经营中，公司已经具有全国 20 多个省份，涵盖市政、核电、火电、化工、港口、冶金等多个行业的过往业绩。
- 公司目前拥有 2.55 万吨产能，领先于其他同行。现有基地位于福建、天津、武汉，未来公司或将在江苏和四川设立生产基地。

图表 16 主要过往业绩

工程类型	客户名称	项目名称	合同签订时间	合同金额(万元)
市政BT	泉州市泉港石化工业区建设发展有限公司	泉港区南山片区地下管网BT项目	2013	44,386
化工	深圳市光明新区城市建设局	光明新区污水支管网(一期)工程	2012	4,344
市政BT	惠安县城镇供水与污水管网工程有限公司	崇山、惠西污水处理厂及一期配套管网工程	2012	33,238
市政BT	惠安县城镇供水与污水管网工程有限公司	崇山、惠西污水处理厂二、三期配套管网工程	2012	23,000
市政BT	福建诏安金都资产运营有限公司	诏安金都工业集中区路网一期工程	2011	10,000
市政	江西泉商投资有限公司	南昌市象湖新城安居工程江西路污水管网、南昌五子渠整治污水管网	2010	1,012
核电	核工业井巷建设公司湖南桃花江核电项目部	湖南桃花江核电小四通	2010	1,003
化工	大唐能源化工有限责任公司	内蒙古大唐国际克什克腾旗煤制气项目	2010	2,892
市政	宜春市创业投资有限公司	宜春经济开发区排污水管工程施工货物采购	2009	1,073
核电	中国核工业第二二建设有限公司海南昌江核电工程项目部	海南昌江核电四通一平	2009	1,938
市政	中铁妈祖城项目建设指挥部	莆田妈祖城核心区项目	2009	1,380
化工	中国石油天然气股份有限公司广西石化分公司	厂区给排水及消防管网	2008	1,738
市政	泉州市城市地下管网投资建设有限公司	泉州市沿海大通海丰泽段三期工程B标段	2008	1,798
化工	中国石油天然气股份有限公司广西石化分公司	厂区给排水及消防管网	2007	3,490

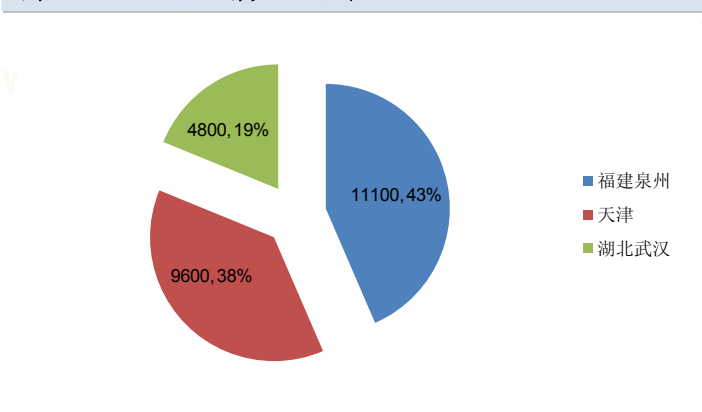
来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 17 主要生产企业的情况

企业	产能(吨)	生产布局	备注
纳川股份	25500	福建、天津、湖北, 拟布局江苏、四川	2003年成立, 2011年上市
宝石克拉	7200	河北, 拟布局新疆、山东等地	1998年成立, 宝石A和美国运通合资。
大连东高	4800	辽宁、吉林、黑龙江、天津、江苏	2000年成立, 龙江交通子公司。
浙江飞跃	7500	浙江	2010年成立, 飞跃集团和钱江摩托合资

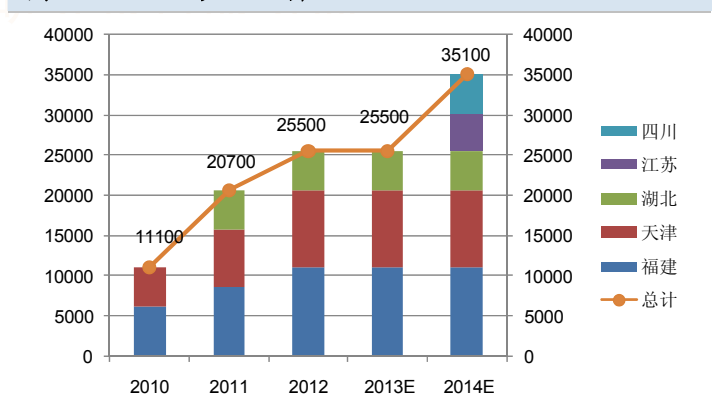
来源: 公开信息、国金证券研究所

图表 18 现有产能分布(吨)



来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 19 产能测算(吨)

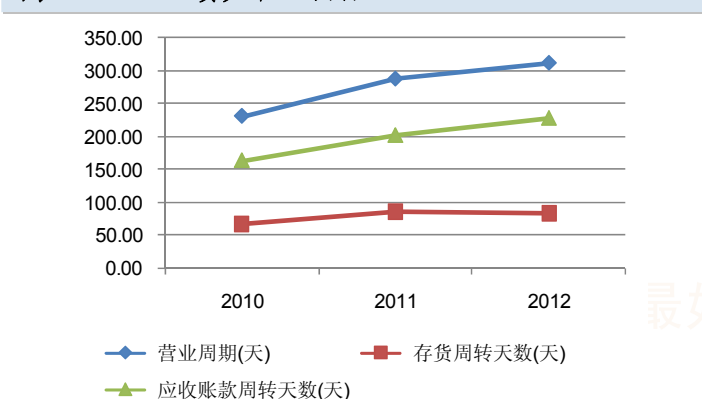


来源: 公司公告、国金证券研究所

### 资金优势

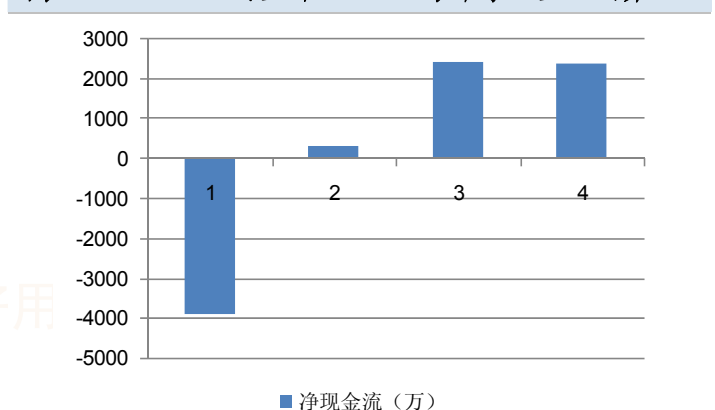
- 大口径塑料管道行业的应收账款周转较慢, 对于资金的需求较大, 公司2012年周转天数达到311天。作为上市公司, 便利的融资渠道是公司的一大优势。
- 截至2013年3月31日, 公司账上仍有4.2亿现金, 相当于2012年收入的106%。

图表 20 资产营运指标



来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 21 诏安金都BT项目每年净现金流测算



来源: 公司公告、国金证券研究所

### 体制优势

- 为了调动中高层及业务骨干的积极性，吸引优秀人才，强化管理层和股东层面的利益一致性，公司 2012 年推出了股权激励方案，共计 197.5 万股的期权和 197.5 万股的限制性股票，覆盖了 6 名高层和 42 名中层管理人员及业务骨干。

图表 22 激励方案分配情况

姓名	职位	获授的股票期权份数(万份)	获授的限制性股票数(万股)	备注
刘玉林	董事	9	9	2012/5/12授予
肖仁建	董事、副总经理	10.5	10.5	
傅义营	董事、副总经理	10.5	10.5	
杨辉	董事、财务负责人、董事会秘书	10.5	10.5	
王利群	副总经理	10.5	10.5	
其余37人	中层管理人员、核心业务骨干	126.75	126.75	预留部分，2013/5/2授予
宋守荣	副总经理	6	6	
其余5人	中层管理人员	12	12	
合计:		195.75	195.75	

图表 23 股权激励的业绩要求

解锁安排	业绩考核指标
首次授予限制性股票的第一次解锁	1、以2011年净利润为基准，2012年公司净利润比2011年增长不低于30% 2、以2011年主营业务收入为基准，2012年公司主营业务收入比2011年增长不低于30%
首次授予限制性股票的第二次解锁/预留限制性股票的第一次解锁	1、以2011年净利润为基准，2013年公司净利润比2011年增长不低于69% 2、以2011年主营业务收入为基准，2013年公司主营业务收入比2011年增长不低于69%
首次授予限制性股票的第三次解锁/预留限制性股票的第二次解锁	1、以2011年净利润为基准，2014年公司净利润比2011年增长不低于120% 2、以2011年主营业务收入为基准，2014年公司主营业务收入比2011年增长不低于120%
2012~2014年个人绩效考核	行权期前一年度的个人绩效考核结果为A、B、C级，当期方可行权。若连续两年考核为C，则取消当期行权资格。

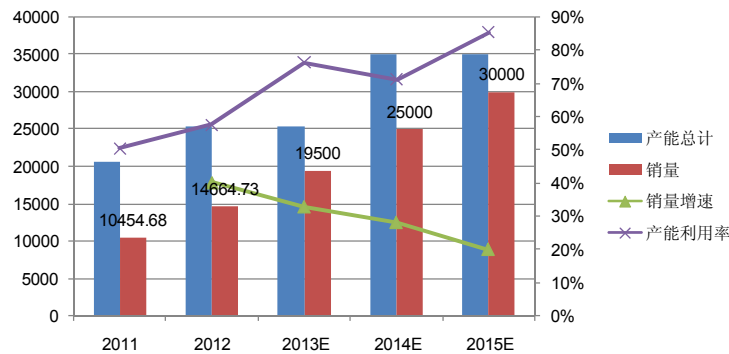
来源：公司公告、国金证券研究所

来源：公司公告、国金证券研究所

### 业务预测

- 根据行业发展趋势、公司在手订单和产能情况，未来公司收入预计可以保持稳定快速增长。而近两年由于 BT 项目的实施，BT 项目的土建工程利润提供了额外的增长。
- 目前行业仍处于推广期，竞争较为有序，毛利率或将保持在 50% 的水平。

图表 24 销量测算(吨)



来源：国金证券研究所

### 投资建议

- 十二五期间，市政排水管网建设是优先受益的行业，大口径管材的需求更旺。HDPE 缠绕增强管在大口径排水领域具有良好的综合性能，在企业的大力推广下，使用范围持续扩大。但 2012 年行业渗透率预计不到 5%，未来成长的空间巨大。
- 如何做推广工作，是现阶段企业能力的核心差异所在。从历史中，我们看到了纳川股份从一个默默无闻的企业快速成长为行业龙头，公司的营销能力得到了验证。从今年 Q1 来看，公司订单依旧保持了快速增长。
- 假设 BT 工程未来 3 年按 20%、40%、40% 分别确认，公司 2013~2015 年 EPS 分别为 0.69、0.91、1.07。“增持”。

### 风险提示:

- 项目建设进度低于预期。

**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)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>主营业务收入</b>	<b>192</b>	<b>275</b>	<b>397</b>	<b>526</b>	<b>674</b>	<b>809</b>	货币资金	32	485	459	300	200	200
增长率		43.7%	44.0%	32.6%	28.1%	20.0%	应收账款	124	217	377	404	520	625
<b>主营业务成本</b>	<b>-88</b>	<b>-131</b>	<b>-199</b>	<b>-263</b>	<b>-337</b>	<b>-405</b>	存货	16	46	46	58	74	89
%销售收入	45.8%	47.5%	50.2%	50.0%	50.0%	50.0%	其他流动资产	6	36	22	26	32	38
<b>毛利</b>	<b>104</b>	<b>145</b>	<b>198</b>	<b>263</b>	<b>337</b>	<b>405</b>	流动资产	179	783	904	787	826	952
%销售收入	54.2%	52.5%	49.8%	50.0%	50.0%	50.0%	%总资产	61.0%	79.2%	80.2%	58.8%	45.5%	48.2%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>-3</b>	<b>-4</b>	<b>-5</b>	<b>-6</b>	长期投资	19	6	6	307	706	706
%销售收入	1.0%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	76	180	192	216	245	270
<b>营业费用</b>	<b>-14</b>	<b>-22</b>	<b>-32</b>	<b>-42</b>	<b>-54</b>	<b>-65</b>	%总资产	26.0%	18.2%	17.0%	16.1%	13.5%	13.6%
%销售收入	7.4%	8.1%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	无形资产	17	17	19	27	37	46
<b>管理费用</b>	<b>-18</b>	<b>-32</b>	<b>-44</b>	<b>-58</b>	<b>-74</b>	<b>-89</b>	非流动资产	114	206	223	552	990	1,024
%销售收入	9.6%	11.6%	11.1%	11.0%	11.0%	11.0%	%总资产	39.0%	20.8%	19.8%	41.2%	54.5%	51.8%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>69</b>	<b>88</b>	<b>119</b>	<b>159</b>	<b>204</b>	<b>244</b>	<b>资产总计</b>	<b>293</b>	<b>989</b>	<b>1,126</b>	<b>1,340</b>	<b>1,817</b>	<b>1,977</b>
%销售收入	36.2%	32.1%	29.9%	30.2%	30.2%	30.2%	短期借款	66	40	0	14	83	4
<b>财务费用</b>	<b>-3</b>	<b>8</b>	<b>7</b>	<b>6</b>	<b>-8</b>	<b>-10</b>	应付款项	25	33	93	40	51	61
%销售收入	1.3%	-2.9%	-1.7%	-1.0%	1.3%	1.2%	其他流动负债	12	8	16	24	30	36
<b>资产减值损失</b>	<b>-5</b>	<b>-7</b>	<b>-13</b>	<b>-12</b>	<b>-9</b>	<b>-9</b>	流动负债	103	81	108	77	164	101
公允价变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	100	300	300
<b>投资收益</b>	<b>2</b>	<b>-1</b>	<b>2</b>	<b>20</b>	<b>40</b>	<b>40</b>	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
%税前利润	2.7%	n.a	1.5%	11.6%	17.7%	15.1%	<b>负债</b>	<b>103</b>	<b>81</b>	<b>108</b>	<b>177</b>	<b>464</b>	<b>401</b>
<b>营业利润</b>	<b>64</b>	<b>89</b>	<b>114</b>	<b>172</b>	<b>226</b>	<b>266</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>190</b>	<b>908</b>	<b>1,017</b>	<b>1,161</b>	<b>1,351</b>	<b>1,575</b>
营业利润率	33.3%	32.2%	28.7%	32.7%	33.6%	32.8%	少数股东权益	0	0	1	1	1	1
<b>营业外收支</b>	<b>4</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>293</b>	<b>989</b>	<b>1,126</b>	<b>1,340</b>	<b>1,817</b>	<b>1,977</b>
<b>税前利润</b>	<b>68</b>	<b>90</b>	<b>115</b>	<b>172</b>	<b>226</b>	<b>266</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	35.6%	32.6%	29.0%	32.7%	33.6%	32.8%		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>所得税</b>	<b>-12</b>	<b>-16</b>	<b>-19</b>	<b>-28</b>	<b>-36</b>	<b>-43</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	17.0%	17.3%	16.5%	16.0%	16.0%	16.0%	每股收益	0.821	0.537	0.465	0.692	0.910	1.069
<b>净利润</b>	<b>57</b>	<b>74</b>	<b>96</b>	<b>145</b>	<b>190</b>	<b>223</b>	每股净资产	2.758	6.577	4.870	5.562	6.473	7.542
少数股东损益	0	0	-1	0	0	0	每股经营现金净流	0.100	-0.441	0.166	0.306	0.304	0.543
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>57</b>	<b>74</b>	<b>97</b>	<b>145</b>	<b>190</b>	<b>223</b>	每股股利	0.000	0.000	0.300	0.000	0.000	0.000
净利率	29.5%	26.9%	24.5%	27.5%	28.2%	27.6%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	29.76%	8.17%	9.54%	12.44%	14.06%	14.17%
							总资产收益率	19.30%	7.50%	8.61%	10.79%	10.46%	11.29%
							投入资本收益率	22.45%	7.71%	9.72%	10.46%	9.85%	10.92%
							<b>增长率</b>						
							主营业务收入增长率	13.49%	43.70%	44.04%	32.60%	28.14%	20.03%
							EBIT增长率	22.03%	27.33%	34.27%	33.96%	28.14%	20.03%
							净利润增长率	21.00%	31.00%	30.81%	48.93%	31.53%	17.42%
							总资产增长率	14.06%	237.03%	13.88%	18.94%	35.61%	8.82%
							<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	165.3	213.9	250.0	250.0	250.0	250.0
							存货周转天数	68.4	86.8	84.5	80.0	80.0	80.0
							应付账款周转天数	73.2	56.2	54.0	55.0	55.0	55.0
							固定资产周转天数	136.3	215.4	166.0	120.3	126.1	116.1
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	17.91%	-48.97%	-45.06%	-16.03%	13.51%	6.57%
							EBIT利息保障倍数	27.1	-11.2	-17.6	-28.8	24.1	24.3
							资产负债率	35.15%	8.22%	9.60%	13.21%	25.54%	20.28%

来源：公司年报、国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

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	1	7	9	9	18
增持	0	3	3	3	13
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.27	1.26	1.26	1.33

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

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

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。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

**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	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 6793	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: 100053	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: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
[www.jztzw.net](http://www.jztzw.net)