

菲达环保 (600526.SH)

环保设备行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

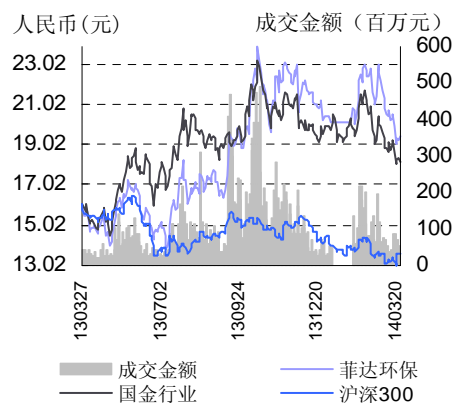
市价(人民币): 19.56元

目标(人民币): 30.00元

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)	203.44
总市值(百万元)	39.59
年内股价最高最低(元)	23.87/13.77
沪深300指数	2171.05
上证指数	2063.67



## 转型拐点、提升潜力大，迎来投资机会

## 公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	0.110	0.120	0.280	0.411	0.668
每股净资产(元)	3.77	3.91	4.19	9.09	9.76
每股经营性现金流(元)	0.02	0.56	-2.91	-3.28	-1.55
市盈率(倍)	111.95	100.27	72.81	47.36	29.13
行业优化市盈率(倍)	24.64	37.65	30.00	30.00	30.00
净利润增长率(%)	47.51%	8.84%	133.47%	112.71%	62.58%
净资产收益率(%)	2.93%	3.07%	6.69%	4.52%	6.84%
总股本(百万股)	140.00	140.00	140.00	203.16	203.16

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

## ■ 转型拐点: 股东平台提升, 业务领域拓展

- 平台的转型-巨化入驻后, 股东平台由诸暨转为浙江国资: 目前公司向巨化集团非公开发行股票预案已经董事会的审核通过, 未来如果能够通过股东大会和证监会等的审核通过, 公司股东平台将由诸暨市国资委转变为浙江省国资委。
- 业务的转型-大气除尘领域拓展至污水和固废领域打造全环保产业: 公司目前立足大气治理领域, 通过本次非公开发行, 巨化集团环保相关资产将注入公司, 使公司业务从大气治理领域拓展至污水和固废处理等领域, 完成了大气、固废和水处理三大环保领域的全覆盖。

## ■ 提升潜力大: 盈利和技术具备高弹性的提升潜力

- 业绩提升-净利率水平低, 具备潜在提升空间: 公司现有业务净利率水平仅为 1.7% 左右, ROE 仅为 3.5% 左右, 盈利能力显著低于同类型的龙净环保; 我们认为未来随着自上而下顶层治理结构的改善, 以及国企改革如果深化带来的效率提升, 公司盈利性具备较大的提升潜力。
- 技术提升-高壁垒的湿法除尘, 未来标准若再次趋严或成主流: 公司在电除尘器市场占据龙头地位, 储备有旋转电极式除尘器、电袋式除尘器、高频电源等多种高效除尘技术, 均能够用于火电行业现有的电除尘器改造; 而公司 13 年引进的三菱湿式电除尘技术, 成为国内少数拥有电厂湿式电除尘技术的企业。

## 盈利预测和投资建议

- 我们预测公司 2013-2015 年 EPS 分别为 0.280 元、0.411 元(摊薄)和 0.668 元(摊薄), 净利润同比增速分别为 133.5%、112.71%和 62.58%。
- 目前公司股价对应估值为 48x14PE、30x15PE, 虽估值偏高, 但是我们认为公司属于转型期, 净利率的弹性大, 并处于改善趋势向上初期, 在这个阶段如果仅凭借目前较低的净利率水平对应的业绩来对估值进行评判会低估企业的潜在弹性价值; 并且考虑到大股东成本在 19 元, 目前价格也奠定了足够的安全边际。
- 在目前价位, 我们给予公司买入投资建议, 风险报酬比还是非常高的, 主要逻辑点在于目前价位具备大股东成本奠定的安全边际, 未来博取的三大投资机会是: 1、股东层级调整以及国企改革预期带来的盈利性提升; 2、雾霾倒逼除尘标准趋严, 市场将由订单驱动转为技术驱动, 公司具备显著优势; 3、巨化如成功入驻后, 打造大气、污水和固废的大环保平台

分析师 SAC 执业编号: S1130513100002  
(8621)60230219  
wuyu@gjzq.com.cn

联系人  
(8621)60870950  
huoyj@gjzq.com.cn

## 内容目录

转型拐点：股东平台提升，业务领域拓展 .....	3
平台的转型：巨化入驻后，股东平台由诸暨转为浙江国资 .....	3
业务的转型：大气除尘领域拓展至污水和固废领域打造全环保产业链 .....	4
提升潜力大：盈利和技术具备高弹性的提升潜力 .....	7
业绩提升：净利率水平低，具备潜在提升空间 .....	7
技术提升：高壁垒的湿法除尘，未来标准若再次趋严或成主流 .....	7
投资机会：安全边际高，期待转型和提升带来的投资机会 .....	10
安全边际高：巨化作为大股东持股成本 19 元，目前具备安全边际 .....	10
企业弹性大，转型和提升若兑现则具备投资机会 .....	10
盈利预测和投资建议 .....	10
附录：三张报表预测摘要 .....	12

## 图表目录

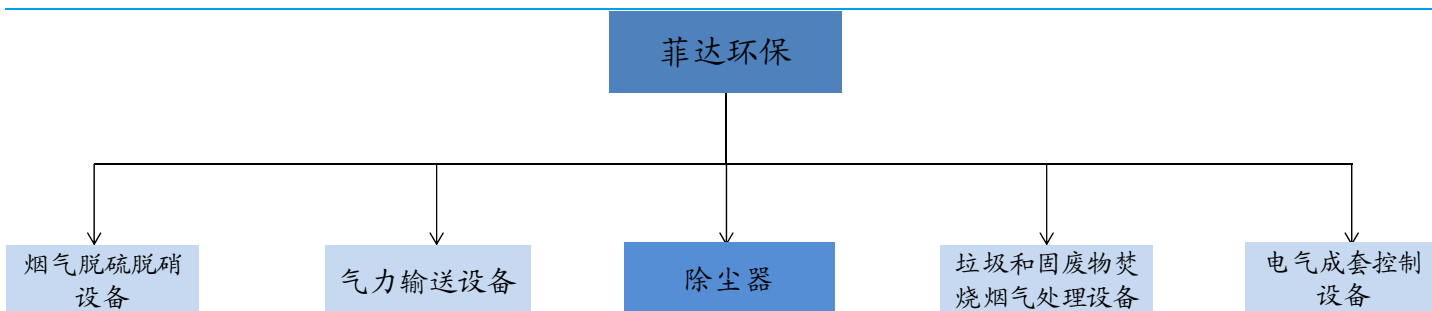
图表 1：菲达环保环保设备产品 .....	3
图表 2：巨化入驻前菲达环保股权结构 .....	3
图表 3：巨化入驻后菲达环保股权结构 .....	3
图表 4：发行完成前公司业务架构 .....	4
图表 5：发行完成后公司业务架构 .....	4
图表 6：募集资金投向 .....	4
图表 7：巨泰公司股权结构 .....	5
图表 8：巨泰公司主营业务 .....	5
图表 9：清泰公司将与中科实业共同成立项目子公司 .....	6
图表 10：“十二五”全国城镇新增污水处理规模 .....	6
图表 11：“十二五”全国新增城镇污泥处理处置规模 .....	6
图表 12：“十二五”期间垃圾处理规模及占比预测 .....	7
图表 13：“十二五”期间垃圾处理投资和产值预测 .....	7
图表 14：公司净利率水平较低，具备提升潜力 .....	7
图表 15：公司 ROE 水平较低，具备提升潜力 .....	7
图表 16：菲达垂直烟气流与 WFGD 整体式 WESP .....	8
图表 17：湿式电除尘器工艺流程 .....	8
图表 18：湿法除尘和袋式除尘性能和经济性比较 .....	9
图表 19：雾霾治理压力大-1 .....	9
图表 20：雾霾治理压力大-2 .....	9
图表 21：火电厂大气污染物排放标准 .....	10

## 转型拐点：股东平台提升，业务领域拓展

### 平台的转型：巨化入驻后，股东平台由诸暨转为浙江国资

- 菲达环保是全国最大的电除尘器供应商之一，具有明显的市场和研发优势，主营业务包括除尘器、烟气脱硫脱硝设备、垃圾焚烧尾气处理等设备的销售和安装。
- 公司是我国环保机械行业唯一的一家国家重大技术装备国产化基地，在燃煤锅炉除尘领域具有强大的技术研究能力，拥有多种高效除尘技术储备。
- 公司同时还是国内少数同时具备 100 万千瓦及以上大型燃煤锅炉除尘、输灰、脱硫、脱硝系统环保装备大成套能力的企业之一。

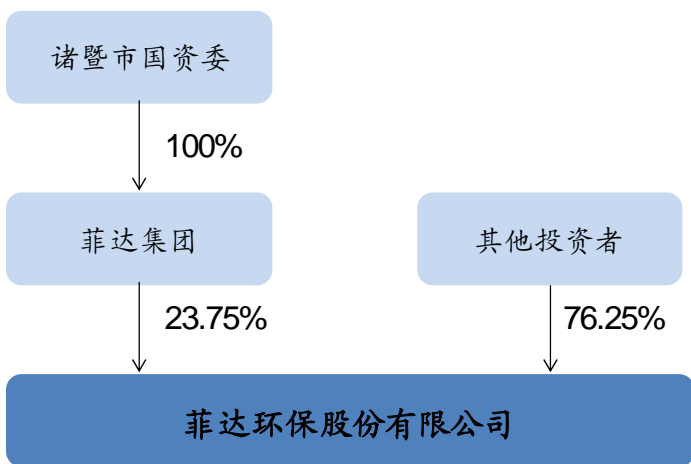
图表1：菲达环保环保设备产品



来源：公司公告，国金证券研究所

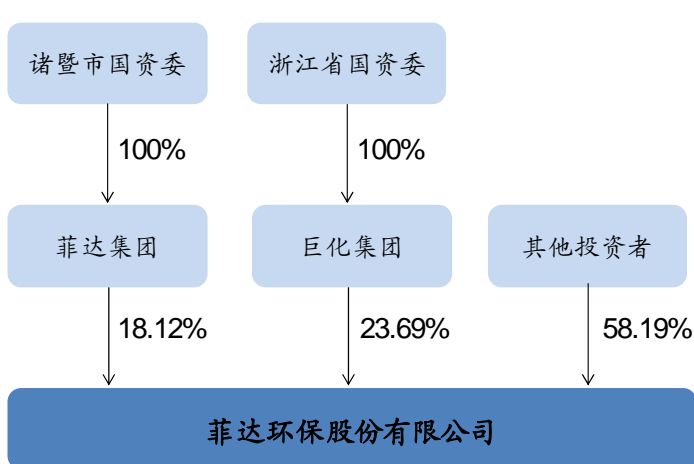
- 目前公司向巨化集团非公开发行股票预案目前已经历了董事会的审核通过，未来如果能够通过股东大会和证监会等的审核通过，公司股东平台将由诸暨市国资委转变为浙江省国资委。
- 本次非公开发行股票数量不超过 6315.79 万股（含本数），发行价格确定为 19.00 元/股，全部由巨化集团现金认购。
- 本次非公开发行前，菲达集团持有公司 4831.37 万股份，占比 23.75%，为公司的控股股东，诸暨市国资委为公司的实际控制人；发行完成后，巨化集团将成为公司的控股股东，持股比例 23.69%，浙江省国资委成为公司的实际控制人。

图表2：巨化入驻前菲达环保股权结构



来源：国金证券研究所

图表3：巨化入驻后菲达环保股权结构



- 过去两轮国企改革遗留下来的国企“政企不分、效率低下”等问题，制约了当前的经济转型；在现阶段内在需求和外部压力共同作用之下，提高整

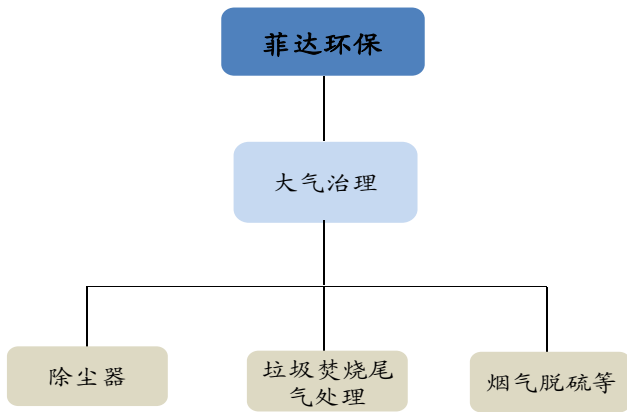
体市场经济资源配置效率，释放企业活力等需求都迫使国企改革势在必行。

- 浙江省已将全面深化国资国企改革作为今年的重要任务，菲达环保股东层级如果能够成功从诸暨市国资提升至浙江省国资，将成为浙江省国资旗下环保企业，从而非常有希望成为浙江省环保平台型企业。
  - 浙江将全力深化国资国企改革，大力发展混合所有制经济，核心内容包括以资产证券化为代表的产权制度改革、市场化运行机制、市场化的考核和激励机制等，以切实提高国有企业运行质量和效益。
  - 2014年浙江要根据国资运营的需要，探索建立国有资本运营平台，打造具有不同功能的省级国有资本投资运营公司。

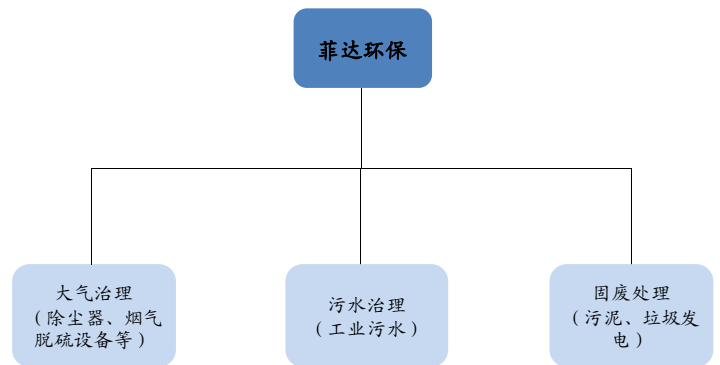
**业务的转型：大气除尘领域拓展至污水和固废领域打造全环保产业链**

- 公司现有业务主要立足于以除尘为主的大气治理领域，通过本次非公开发行，巨化集团环保相关资产（固废、污水处理等）将注入公司，使得公司业务将从除尘等大气治理领域拓展至污水处理、固废处理等其他环保领域，打通了大气、固废和水处理三大环保领域的全覆盖。

图表4：发行完成前公司业务架构



图表5：发行完成后公司业务架构



来源：国金证券研究所

- 本次募集资金 12 亿将用于收购巨化集团下属巨泰公司和清泰公司 100% 股权、新建生活垃圾及污泥焚烧综合利用项目等，以此切入固废和污水处理业务。

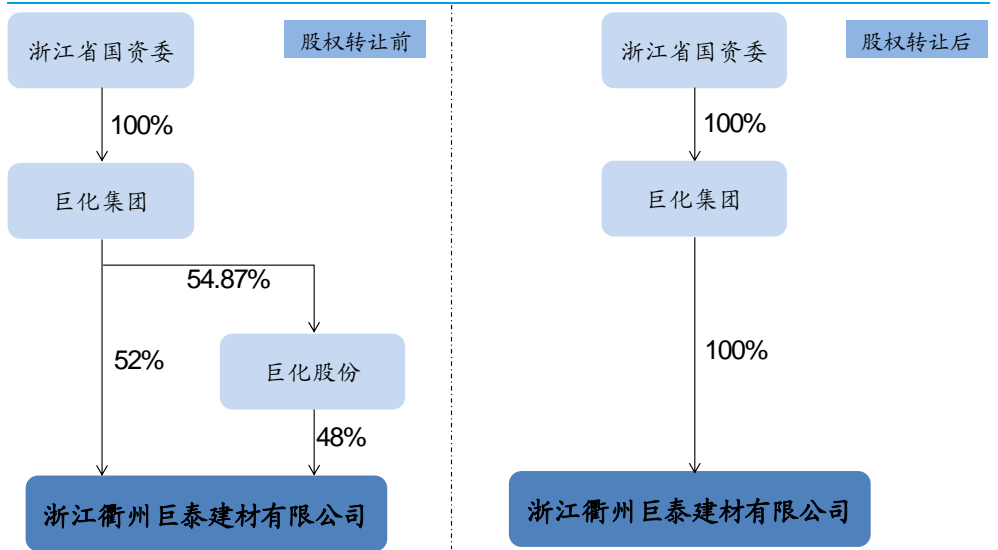
图表6：募集资金投向

序号	项目名称	总投资额 (亿元)	拟投入募集资金 (亿元)
1	购买巨泰公司 100% 股权	1.6	1.6
2	购买清泰公司 100% 股权	1.6	1.6
3	生活垃圾及污泥焚烧综合利用项目	6.0	4.8
4	补充流动资金	-	4.0
合计		9.2	12.0

来源：公司资料，国金证券研究所

- 公司拟以本次非公开发行部分募集资金约 1.6 亿元购买巨化集团及下属子公司合计持有的巨泰公司 100% 股权。
  - 1) 巨化股份已经过董事会审议并同意将所持有的巨泰公司 48% 的股权转让给巨化集团，完成转让后的巨化集团将直接持有巨泰公司 100% 股权；巨化集团将根据相关协议将其持有的 100% 巨泰公司股权转让给菲达环保。

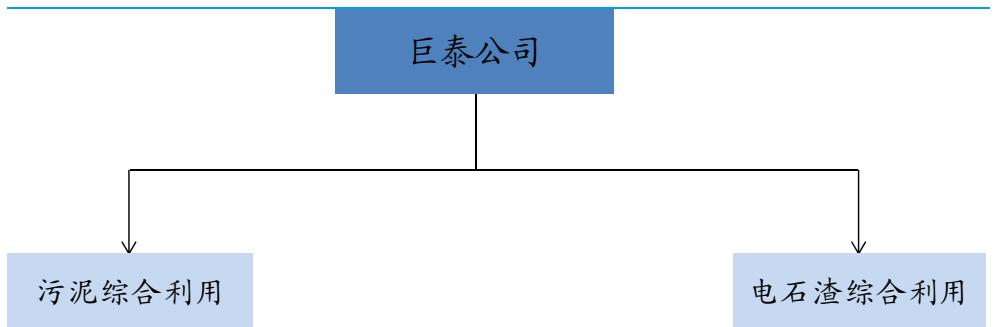
图表7: 巨泰公司股权结构



来源: 公司资料, 国金证券研究所

- 2) 巨泰公司主营业务为固体废渣、污泥资源的综合利用, 其中有机污泥处理装置是衢州市本级和衢江区污水处理厂污泥处理的唯一定点处置装备, 并拥有一条综合利用电石渣等工业废渣生产 40 万吨/年的水泥熟料生产线。

图表8: 巨泰公司主营业务

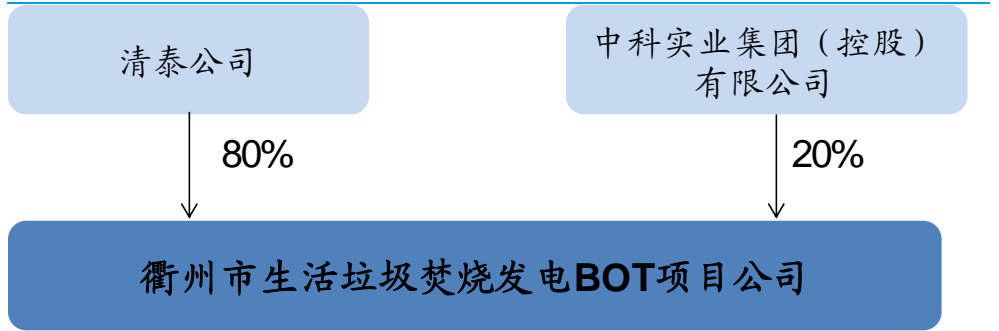


来源: 公司资料, 国金证券研究所

- 本次非公开发行部分募集资金约 1.6 亿元将用于购买巨化集团持有的清泰公司 100% 股权; 清泰公司主营业务为固废处理及污水处理, 下属业务资产主要包括医疗和固体废物处置中心及污水处理厂。
  - 1) 公司为浙江省固体废物、医疗废物处理五个布点企业之一; 目前拥有两危废处理中心, 具备工业危废处理能力 15 吨/日以及医疗废物处理能力 5 吨/日, 并拥有 6 万立方米的危废填埋场。
  - 2) 公司下属的污水处理厂具备日处理 1.4 万吨工业污水的能力, 是目前浙西地区最大的工业污水处理厂, 主要处理巨化集团及衢州市绿色产业聚集区产生的工业污水。
- 本次非公开发行部分募集资金约 4.8 亿元将用于衢州市生活垃圾焚烧发电项目一期项目, 该项目垃圾处置量为 1200 吨/日, 总投资 6 亿元, 为清泰公司与中科实业集团 (控股) 有限公司拟共同设立项目子公司作为合作项目管理主体。



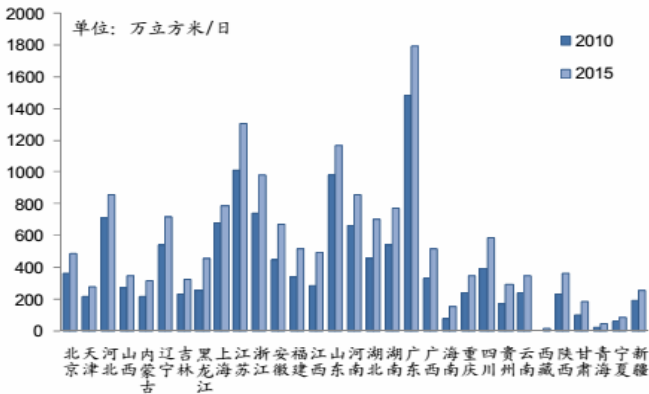
图表9: 清泰公司将与中科实业共同成立项目子公司



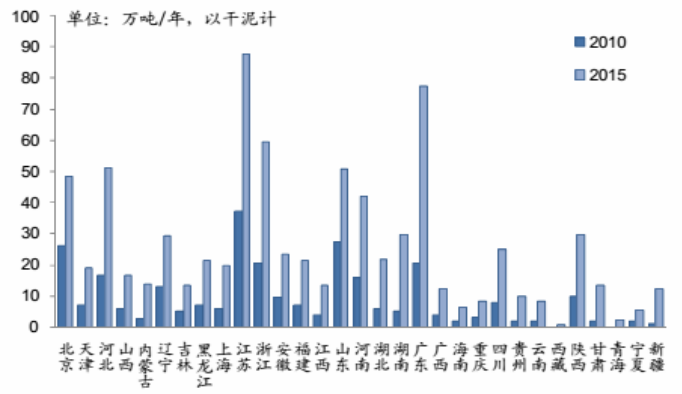
来源: 公司资料, 国金证券研究所

- 公司未来将依托新的控股股东巨化集团的支持, 通过内涵式增长和外延式扩张相结合的方式, 立足大气治理领先优势, 积极开拓新的盈利增长点, 成为覆盖大气治理、污水治理和固废治理的综合性环保企业。
- 污水处理: “十二五”期间, 全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划投资近 4300 亿元, 其中污泥处理处置设施建设投资 347 亿元; 规划范围内的城镇新增污水处理规模 4569 万立方米/日, 污泥处置设施规模新增 518 万吨/年。

图表10: “十二五”全国城镇新增污水处理规模



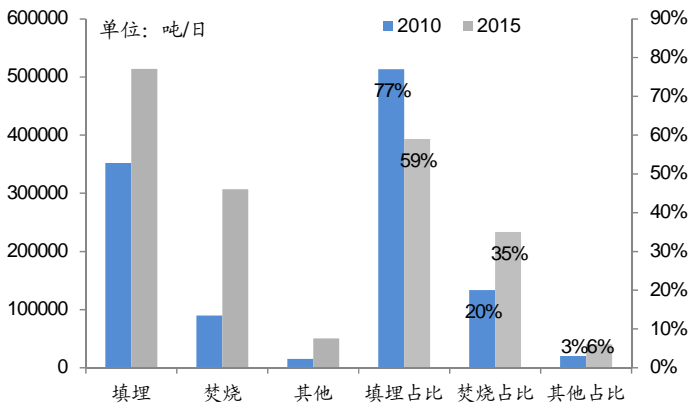
图表11: “十二五”全国新增城镇污泥处理处置规模



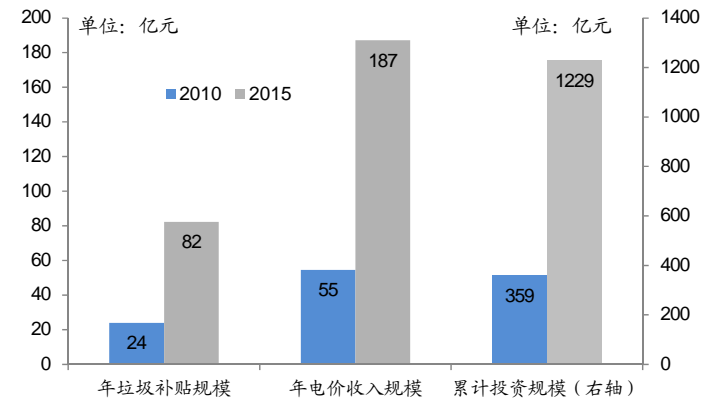
来源: 国金证券研究所

- 固废处理: 根据《城镇生活垃圾处理“十二五”规划》, “十二五”末垃圾焚烧发电处理规模将达到 30.72 万吨/日, 占比达 35%, 较“十二五”初期处理规模提高 242.71%、占比提升 15 个百分点; 并且新建垃圾焚烧处理设施将集中在京津冀、长三角和珠三角等相对发达地区。

图表12: “十二五”期间垃圾处理规模及占比预测



图表13: “十二五”期间垃圾处理投资和产值预测



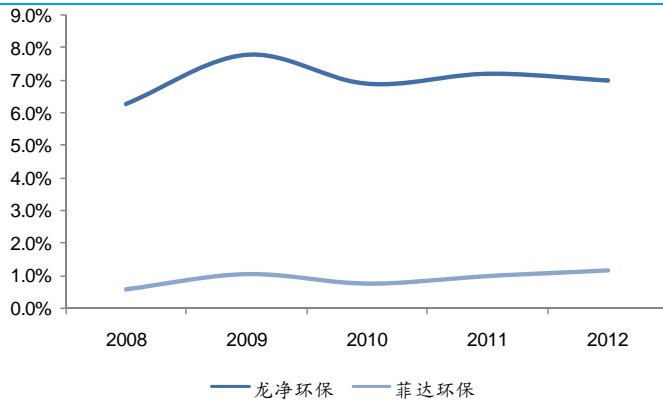
来源:《城镇生活垃圾处理“十二五”规划》, 国金证券研究所

### 提升潜力大: 盈利和技术具备高弹性的提升潜力

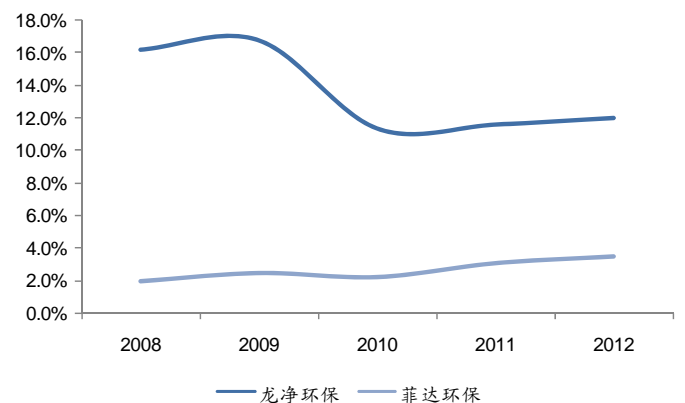
#### 业绩提升: 净利率水平低, 具备潜在提升空间

- 公司现有业务主要为除尘器等环保设备销售及安装, 净利率水平仅为 1.7% 左右, ROE 仅为 3.5% 左右, 盈利能力显著低于产品结构类似的龙净环保; 我们认为未来随着自上而下顶层治理结构的改善, 以及国企改革如果深化带来的效率提升, 公司盈利能力具备较大的提升潜力。

图表14: 公司净利率水平较低, 具备提升潜力



图表15: 公司 ROE 水平较低, 具备提升潜力



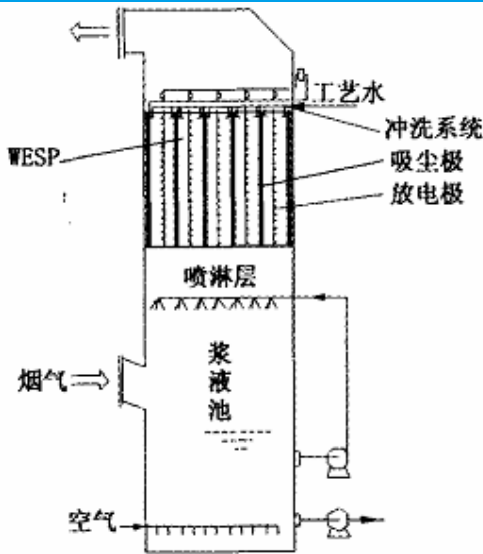
来源: 国金证券研究所

#### 技术提升: 高壁垒的湿法除尘, 未来标准若再次趋严或成主流

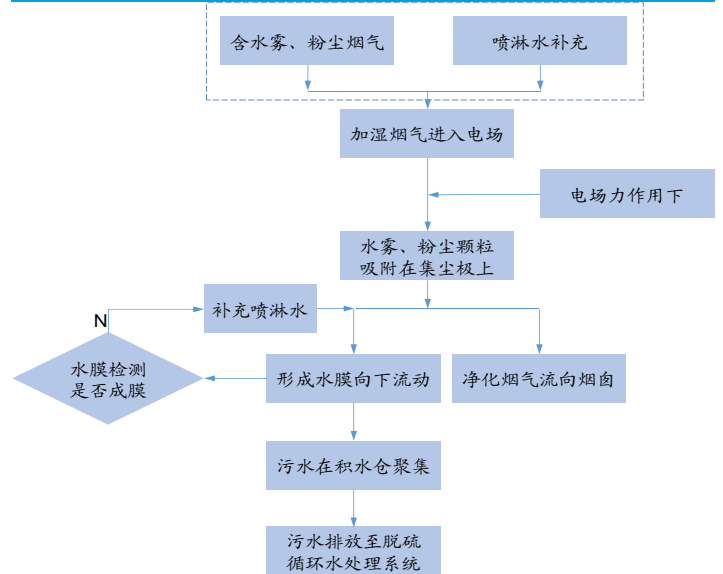
- 公司在电除尘器产品市场占据龙头地位, 储备有旋转电极式除尘器、电袋式除尘器、高频电源等多种高效除尘技术, 均能够用于火电行业现有的电除尘器改造; 而公司 13 年引进的三菱湿式电除尘技术, 成为国内少数拥有电厂湿式电除尘技术的企业。
- 2013 年 1 月, 公司与日本三菱重工签署技术许可协议, 引进三菱重工的湿式电除尘技术, 并结合我国燃煤电厂实际情况进行了创新开发, 开发出垂直烟气流与 WFGD 系统整体式湿式电除尘器, 排放可达到  $5 \text{ mg/m}^3$  以下。
- 湿法除尘是采用立式或卧式安装, 用喷水等方式使平板集尘极表面形成一层流动水膜, 将吸附在集尘极上的粉尘冲走的电除尘装置; 其运行三阶段与干式电除尘器类似 (荷电、收集、清灰), 但采用的是液体冲洗集尘极表面来进行清灰, 同时粉尘形成泥浆而排出去。

- 该技术在美国、欧洲和日本较为成熟，已经有近 30 年的成功应用历史，从我们的行业访谈了解到，湿式电除尘器的使用场合主要有以下三点：
  - 1) 要求烟囱烟尘排放浓度低于特别排放限值或要求更低排放（如小于  $10 \text{ mg/m}^3$ ），且对于  $\text{SO}_3$  浓度、雾滴浓度、 $\text{PM}_{2.5}$  浓度有较高要求时。
  - 2) 除尘设备改造难度大或费用很高、原除尘设备不改造也不影响脱硫系统安全运行，且场地允许。
  - 3) 湿法脱硫后烟尘浓度增加，导致排放超标，且湿法脱硫系统较难改造时。

图表16: 菲达垂直烟气流与 WFGD 整体式 WESP



图表17: 湿式电除尘器工艺流程



来源：互联网，国金证券研究所

- 伴随排放标准的逐渐趋严，目前  $30\text{mg/m}^3$  的标准并不排除未来会继续下调，而如果未来标准更加趋严，从技术角度看，湿法除尘和袋式除尘均能够达标，但是我们大胆判断，湿法除尘随着技术成熟度的提高，可能会更优于袋式，成为主流技术之一。
  - 1) 湿法除尘具有高效可靠、能收集多种污染物（包括  $\text{SO}_3$ 、酸雾和微细粉尘、湿烟气中的气溶胶等）、对烟气适应性强、没有二次扬尘等特征。
  - 2) 经济性方面，由于初始投资小、易于维护，成本和运行费用也相对较低。



图表18: 湿法除尘和袋式除尘性能和经济性比较

性能	增加湿法电除尘	电除尘改造为布袋除尘
烟气压力损耗	200-300Pa	1200-1800Pa
对引风机的改造要求	需要增加较小的出力, 电耗基本不变	需要增加较大的出力, 电耗增加较大
设备维护工作量	政策运行过程中无需维护, 只需每年清洗堵塞的喷嘴, 每5年整体检查一次, 约需更换10%-20%堵塞的喷嘴即可	每年需要随机在线更换破损布袋20-35%, 每3-5年需要整体更换布袋, 维护工作量大
废弃物处理	更换下的喷嘴易于处理, 不会造成环境污染	更换下的布袋不易处理, 降解速度慢, 容易造成环境污染
设备稳定性	对烟气适应性强, 除尘效率稳定	对烟气适应性弱, 不适应高温度高湿度烟气, 高温烟气和喷吹易造成布袋破损, 导致粉尘排放浓度超标
费用	增加湿法电除尘	电除尘改造为布袋除尘
整体投资费用	约5000万	约9800万
烟气压力损耗带来的引风机处理电耗变化	功率基本无变化	增加功率800KW左右
运行电耗	500-650KW	清灰、灰斗电加热、空压机以及增加的引风机功率共计电耗约950KW
设备年维护费用	更换喷嘴共计2000只, 每只150元, 按照每5年更换20%算, 平均每年费用12000元/年	需要随机在线更换破损布袋, 费用100万/年; 每3年需要整体更换布袋, 平均费用300万/年; 考虑袋笼、喷吹等部件损耗, 维护费用420万/年(尚未考虑人工费)
合计	相比布袋除尘, 湿法电除尘每年收益多720万: 1) 按照机组年运行6500小时算, 湿法电除尘每年可比布袋除尘多输送600万度电, 对应300万元收益/年; 2) 节约维护费420万/年	

来源: 《华电潍坊发电有限公司一期2x330MW湿法电除尘工程》, 国金证券研究所注: 上述费用以330MW机组测算

- 根据相关规定, 一般地区燃煤锅炉烟囱烟尘排放限值  $30\text{mg}/\text{m}^3$ , 重点地区燃煤锅炉烟囱烟尘排放限值  $20\text{mg}/\text{m}^3$ , 而现役的除尘设备绝大多数无法达到  $20\text{mg}/\text{m}^3$  的排放要求; 再考虑雾霾治理压力下, 未来标准可能进一步趋严, 届时湿法除尘凭借其高效稳定和经济性, 有望成为主流方向之一推广至全国。
- 雾霾治理已成为关系国计民生的重大问题, 在此压力下排放标准可能会进一步趋严, 从逻辑上考量, 如果排放标准进一步趋严, 我们大胆判断除尘行业或将由订单驱动逐渐向技术驱动转型, 而具备核心技术的企业将会具备优势。

图表19: 雾霾治理压力大-1



来源: 互联网, 国金证券研究所

图表20: 雾霾治理压力大-2



- 据我们了解, 国内已有多个电厂签订湿式电除尘器合同或确定采用此技术, 如浙能六横电厂、宁波中华纸业等已签订湿式电除尘器合同, 嘉兴电厂、浙能台州电厂、温州电厂等已确定采用此技术, 烟尘排放要求均小于  $5\text{mg}/\text{m}^3$ ; 我们对于湿法技术的判断是先在江浙等长三角地区进行推广, 如果后续标准能够继续趋严, 则存在大规模全国铺开的可能性。

图表21: 火电厂大气污染物排放标准

设施类型	污染物项目	适用条件	非重点地区	重点地区
			mg/m3	
燃煤锅炉	烟尘	全部	30	20
	二氧化硫	新建锅炉	100	50
		现有锅炉	200	
	氮氧化物	全部	100	100
以油为燃料的锅炉 或燃气轮	烟尘	全部	30	20
	二氧化硫	新建锅炉	100	20
		现有锅炉	200	50
	氮氧化物	新建燃油锅炉	100	100
		现有燃油锅炉	200	
燃气轮机组		120	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	5
		其他气体燃料锅炉及燃气轮机组	10	
	二氧化硫	天然气锅炉及燃气轮机组	35	35
		其他气体燃料锅炉及燃气轮机组	100	
	氮氧化物	天然气锅炉	100	100
		其他气体燃料锅炉	200	
		天然气燃气轮机组	50	50
其他气体燃料燃气轮机组		120		

来源: 《火电厂大气污染物排放标准》(GB 13223-2011), 国金证券研究所

### 投资机会: 安全边际高, 期待转型和提升带来的投资机会

#### 安全边际高: 巨化作为大股东持股成本 19 元, 目前具备安全边际

- 本次定增发行 6315.79 万股, 全部由巨化集团以现金全额认购, 发行价格 19.0 元/股, 认购的股份自本次非公开发行结束之日起 36 个月内不得转让; 大股东以现金全额参与认购, 我们认为这是显示其对公司当前价值底部的判断, 以及对公司潜在价值的认可, 奠定 19 元底价的安全边际。

#### 企业弹性大, 转型和提升若兑现则具备投资机会

- 我们预测公司 13 年净利润为 4000 万左右, 净利率不到 2%, 伴随股东层级的调整, 以及国企改革预期带来的自上而下顶层治理结构的改善, 公司盈利能力具备较大提升潜力; 加上未来依托大股东的支持, 有望在固废和污水处理领域进行拓展以搭建大环保平台。
- 因此这个位置我们认为公司是具备投资价值的, 主要逻辑点在于目前价位具备大股东成本奠定的安全边际, 未来博取的三大投资机会是: 1、股东层级调整以及国企改革预期带来的盈利性提升; 2、雾霾倒逼除尘标准趋严, 市场将由订单驱动转为技术驱动, 公司具备显著优势; 3、巨化如成功入驻后, 打造大气、污水和固废的大环保平台。

### 盈利预测和投资建议

- 我们预测公司 2013-2015 年 EPS 分别为 0.280 元、0.411 元和 0.668 元 (14-15 年采用完全摊薄股本测算), 净利润同比增速分别为 133.5%、112.71%和 62.58%。
- 我们预测公司 2013-2015 年归属母公司净利润分别为 39 百万元、83 百万元和 136 百万元, 同比增速分别为 133.5%、112.71%和 62.58%。

- 目前公司股价对应估值为 48x14PE、30x15PE，虽估值偏高，但是我们认为公司属于转型期，净利率的弹性非常大，并且处于趋势向上初期，在这个阶段如果仅凭借目前较低的净利率水平对应的业绩来对估值进行评判会低估企业的潜在弹性价值，并且考虑到大股东成本在 19 元，目前价格也奠定了足够的安全边际。
- 在目前价位，我们给予公司买入投资建议，风险报酬比还是非常高的，主要逻辑点在于目前价位具备大股东成本奠定的安全边际，未来博取的三大投资机会是：1、股东层级调整以及国企改革预期带来的盈利性提升；2、雾霾倒逼除尘标准趋严，市场将由订单驱动转为技术驱动，公司具备显著优势；3、巨化如成功入驻后，打造大气、污水和固废的大环保平台。

**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>1,562</b>	<b>1,667</b>	<b>1,676</b>	<b>2,634</b>	<b>4,035</b>	<b>5,155</b>	货币资金	339	404	291	800	600	600
增长率	6.7%	0.6%	57.2%	53.2%	27.8%		应收账款	336	391	424	669	1,014	1,296
<b>主营业务成本</b>	<b>-1,346</b>	<b>-1,404</b>	<b>-1,411</b>	<b>-2,236</b>	<b>-3,433</b>	<b>-4,391</b>	存货	1,030	1,184	1,038	1,776	2,728	3,489
%销售收入	86.1%	84.3%	84.2%	84.9%	85.1%	85.2%	其他流动资产	48	69	79	125	192	246
<b>毛利</b>	<b>216</b>	<b>262</b>	<b>265</b>	<b>398</b>	<b>602</b>	<b>764</b>	流动资产	1,754	2,048	1,832	3,371	4,535	5,631
%销售收入	13.9%	15.7%	15.8%	15.1%	14.9%	14.8%	%总资产	86.5%	94.3%	93.6%	91.6%	93.0%	93.9%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-6</b>	<b>-6</b>	<b>-6</b>	<b>-11</b>	<b>-16</b>	<b>-21</b>	长期投资	10	38	39	39	39	39
%销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	175	2	3	185	209	231
<b>营业费用</b>	<b>-39</b>	<b>-46</b>	<b>-47</b>	<b>-74</b>	<b>-109</b>	<b>-139</b>	%总资产	8.6%	0.1%	0.1%	5.0%	4.3%	3.9%
%销售收入	2.5%	2.7%	2.8%	2.8%	2.7%	2.7%	无形资产	79	74	72	74	81	87
<b>管理费用</b>	<b>-113</b>	<b>-132</b>	<b>-134</b>	<b>-198</b>	<b>-282</b>	<b>-335</b>	非流动资产	274	125	125	308	339	368
%销售收入	7.3%	7.9%	8.0%	7.5%	7.0%	6.5%	%总资产	13.5%	5.7%	6.4%	8.4%	7.0%	6.1%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>59</b>	<b>79</b>	<b>78</b>	<b>117</b>	<b>194</b>	<b>269</b>	<b>资产总计</b>	<b>2,028</b>	<b>2,173</b>	<b>1,957</b>	<b>3,679</b>	<b>4,873</b>	<b>5,999</b>
%销售收入	3.7%	4.7%	4.6%	4.4%	4.8%	5.2%	短期借款	338	691	607	1,641	1,065	1,510
<b>财务费用</b>	<b>-38</b>	<b>-49</b>	<b>-53</b>	<b>-63</b>	<b>-75</b>	<b>-72</b>	应付款项	1,070	1,169	983	1,494	2,029	2,594
%销售收入	2.4%	3.0%	3.1%	2.4%	1.8%	1.4%	其他流动负债	-82	-68	-32	-48	-74	-94
<b>资产减值损失</b>	<b>-7</b>	<b>-10</b>	<b>-4</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	流动负债	1,326	1,792	1,558	3,086	3,020	4,009
<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>	长期贷款	178	8	2	2	2	3
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	其他长期负债	7	15	13	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>1,511</b>	<b>1,815</b>	<b>1,573</b>	<b>3,089</b>	<b>3,022</b>	<b>4,012</b>
<b>营业利润</b>	<b>14</b>	<b>19</b>	<b>21</b>	<b>54</b>	<b>119</b>	<b>197</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>512</b>	<b>528</b>	<b>547</b>	<b>587</b>	<b>1,847</b>	<b>1,983</b>
营业利润率	0.9%	1.2%	1.3%	2.1%	3.0%	3.8%	少数股东权益	4	4	4	4	4	4
<b>营业外收支</b>	<b>3</b>	<b>7</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,028</b>	<b>2,346</b>	<b>2,124</b>	<b>3,679</b>	<b>4,873</b>	<b>5,999</b>
<b>税前利润</b>	<b>17</b>	<b>26</b>	<b>25</b>	<b>58</b>	<b>123</b>	<b>201</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	1.1%	1.6%	1.5%	2.2%	3.1%	3.9%		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>所得税</b>	<b>-6</b>	<b>-10</b>	<b>-8</b>	<b>-19</b>	<b>-40</b>	<b>-65</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	35.0%	39.9%	32.4%	32.4%	32.4%	32.4%	每股收益	0.075	0.110	0.120	0.280	0.411	0.668
<b>净利润</b>	<b>11</b>	<b>16</b>	<b>17</b>	<b>39</b>	<b>83</b>	<b>136</b>	每股净资产	3.658	3.769	3.906	4.191	9.094	9.762
少数股东损益	1	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.810	0.018	0.559	-2.906	-3.278	-1.552
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>10</b>	<b>15</b>	<b>17</b>	<b>39</b>	<b>83</b>	<b>136</b>	每股股利	0.100	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	0.7%	0.9%	1.0%	1.5%	2.1%	2.6%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	2.04%	2.93%	3.07%	6.69%	4.52%	6.84%
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	总资产收益率	0.52%	0.66%	0.79%	1.07%	1.71%	2.26%
<b>净利润</b>	<b>12</b>	<b>16</b>	<b>19</b>	<b>39</b>	<b>83</b>	<b>136</b>	投入资本收益率	3.69%	3.86%	4.54%	3.53%	4.49%	5.20%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
<b>非现金支出</b>	<b>32</b>	<b>36</b>	<b>26</b>	<b>19</b>	<b>19</b>	<b>21</b>	主营业务收入增长率	8.23%	6.68%	0.58%	57.16%	53.17%	27.77%
<b>非经营收益</b>	<b>34</b>	<b>45</b>	<b>53</b>	<b>70</b>	<b>85</b>	<b>81</b>	EBIT增长率	-9.90%	35.04%	-1.46%	49.61%	66.41%	38.69%
<b>营运资金变动</b>	<b>35</b>	<b>-95</b>	<b>-20</b>	<b>-535</b>	<b>-854</b>	<b>-552</b>	净利润增长率	-13.02%	47.51%	8.84%	133.47%	112.71%	62.58%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>113</b>	<b>2</b>	<b>78</b>	<b>-407</b>	<b>-666</b>	<b>-315</b>	总资产增长率	-3.69%	15.72%	-9.48%	88.02%	32.45%	23.10%
<b>资本开支</b>	<b>-23</b>	<b>-21</b>	<b>-17</b>	<b>-31</b>	<b>-46</b>	<b>-46</b>	<b>资产管理能力</b>						
投资	3	0	3	0	0	0	应收账款周转天数	58.5	65.8	70.3	70.0	70.0	70.0
其他	11	15	0	0	0	0	存货周转天数	295.2	287.8	287.3	290.0	290.0	290.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-9</b>	<b>-6</b>	<b>-14</b>	<b>-31</b>	<b>-46</b>	<b>-46</b>	应付账款周转天数	105.7	108.4	98.0	95.0	80.0	80.0
股权募资	0	0	0	0	1,177	0	固定资产周转天数	37.0	#DIV/0!	#DIV/0!	21.1	13.2	9.8
债权募资	-44	183	-139	1,020	-576	446	<b>偿债能力</b>						
其他	-56	-122	-14	-74	-89	-85	净负债/股东权益	34.30%	55.46%	57.81%	142.76%	25.22%	45.95%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-100</b>	<b>61</b>	<b>-153</b>	<b>947</b>	<b>512</b>	<b>361</b>	EBIT利息保障倍数	1.6	1.6	1.5	1.9	2.6	3.7
<b>现金净流量</b>	<b>4</b>	<b>57</b>	<b>-89</b>	<b>509</b>	<b>-200</b>	<b>0</b>	资产负债率	74.52%	77.33%	74.07%	83.95%	62.01%	66.88%

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	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	1	1	1	2
减持	0	0	0	0	0
评分	0	3.00	3.00	3.00	3.00

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 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4  
层**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号  
时代金融中心 7BD