

# 内生增长+外延式扩张 收购创冠环保实现全国布局

## 投资要点：

- **业务结构优化。**上市以来，公司延伸产业链，实现业务多元化，主营业务由供水逐步拓展至污水处理、固废处理、燃气供给。公司目前有供水、污水、固废三大主营业务，收入比例约为 50%、20%、30%。随着固废业务的拓展，将超越供水成为第一大主业。供水、污水处理业务为固废业务提供稳定现金流。公司各项业务均集中在佛山市南海区，居垄断地位，中期成长遇到区域瓶颈。
- **固废产业链完整，“南海模式”行业标杆。**固废业务覆盖前端垃圾收集运输（2800 吨/日），中端生活垃圾焚烧处理系统（在产 1500 吨/日，在建 1500 吨/日），污泥干化焚烧处理系统（300 吨/日），餐厨垃圾处理系统（规划 300 吨/日）以及末端灰渣处理（100 吨/日），渗滤液处理（600 吨/日）全产业链。南海固废处理环保产业园与大学城和高档生活社区融为一体，以其全产业链的集约处理模式和领先的技术及运营管理水平，成为国内固废处理行业的标杆和典范，成为解决城市垃圾围城问题的“南海模式”。
- **收购创冠环保 100%股权，垃圾处理规模翻 5 倍，进入行业第一梯队。**收购创冠环保后，在运营垃圾处理能力将由 1500 吨/日升至 7700 吨/日，规划垃圾处理能力由 3000 吨/日升至 14350 吨/日，在 1 年时间内翻了近五倍，垃圾处理运营总规模一跃升至行业前十，市占率由 1.2% 提升至 6.2%，覆盖区域由佛山市南海区迅速扩展至福建、湖北、贵州、河北、辽宁等地，“南海模式”异地复制可期。
- **首次给予“买入”评级。**不考虑收购，预计 2014-2016 年净利润为 2.30、2.65、2.97 亿元，EPS0.40、0.46、0.51 元；考虑收购，假设创冠环保、燃气发展 2014-2016 年均实现业绩承诺，预计 2014-2016 年净利润为 3.57、4.62、5.66 亿元，摊薄 EPS0.44、0.57、0.70 元。
- **风险提示。**注意大盘系统性风险；资金链紧张风险；收购创冠环保后整合不达预期风险；拟建项目进度慢于预期风险。

## 公司财务数据及预测

项目	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	1,001	1,030	1,100	1,180
增长率(%)	13.12%	2.87%	6.76%	7.27%
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	234	230	265	297
增长率(%)	22.93%	-1.55%	15.27%	11.85%
毛利率%	38.50%	39.28%	41.33%	42.55%
净资产收益率(%)	9.57%	8.81%	9.21%	9.34%
EPS(元)	0.40	0.40	0.46	0.51
P/E(倍)	26.97	27.39	23.77	21.25
P/B(倍)	2.58	2.41	2.19	1.99

数据来源：民族证券

## 南海发展 (600323.SH)

分析师：李晶

执业证书编号：S0050510120015

Tel：010-59355904

Email：lijing@chinans.com.cn

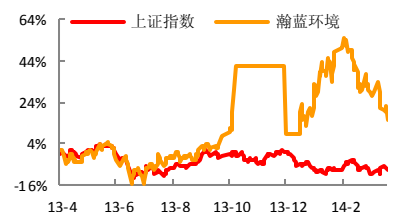
## 投资评级

本次评级：买入  
跟踪评级：首次  
目标价格：

## 市场数据

市价(元) 10.89  
上市的流通 A 股(亿股) 4.88  
总股本(亿股) 5.79  
52 周股价最高最低(元) 15.2-5.71  
上证指数/深证成指 2041.71/  
7165.57  
2013 年股息率 0%

## 52 周相对市场改变



## 相关研究

## 正文目录

一、上市以来公司业务结构逐步优化 转型为综合环境服务商 .....	4
1、股东实力雄厚 .....	4
2、延伸产业链 优化业务结构 .....	4
3、13 年收购创冠环保 固废业务全国布局 .....	6
二、固废业务：垃圾处理产业链完整 “南海模式” 行业标杆 .....	6
1、“十二五”期间垃圾焚烧发电行业迎来历史发展机遇 .....	6
2、垃圾处理产业链完整 “南海模式” 行业标杆 .....	7
3、垃圾焚烧发电：2015 年产能翻番 .....	8
4、垃圾压缩转运：确保垃圾处理量 .....	9
5、飞灰处理、污泥干化、垃圾渗滤液处理、餐厨垃圾处理业务：垃圾焚烧业务的有效补充 .....	10
三、收购创冠环保 实现全国布局 .....	10
1、创冠环保：项目多布局广 .....	10
2、创冠环保盈利拐点临近 收购价格合理 .....	11
3、收购创冠环保 转型为全国环境服务商 .....	12
四、供水业务：区域垄断优势明显 面临增长瓶颈 .....	13
1、垄断南海区供水市场 .....	13
2、趸售水为主 管网漏损率低 .....	14
3、区域市场基本饱和 供水面临增长瓶颈 .....	14
4、水价中期存在上调预期 .....	14
五、污水处理：产能利用率仍有提升空间 .....	15
1、污水处理量逐年增加 .....	15
2、污水处理产能利用率仍有提升空间 .....	17
六、燃气业务：贡献稳定现金流 .....	17
七、盈利预测： .....	18
1、不考虑收购创冠环保、燃气发展，14-16 年 EPS0.40、0.46、0.51 元 .....	18
2、考虑收购创冠环保、燃气发展，15 年业绩翻倍，14-16 年 EPS0.44、0.57、0.70 元 .....	18
3、首次给予“买入”评级 .....	19
八、关键点与风险提示 .....	19
1、创冠环保业绩能否如期释放是关键 .....	19
2、南海城市垃圾处理产业园异地复制有待观察 .....	20
3、桂城水厂搬迁 短期增加折旧摊销成本 拖累盈利能力 .....	20
4、风险提示 .....	20
财务预测 .....	21

## 图表目录

图 1：瀚蓝环境股东结构 .....	4
图 2：瀚蓝环境业务发展历程 .....	4
图 3：2013 年瀚蓝环境三大主业收入结构（百万元） .....	5
图 4：2006-2013 瀚蓝环境业务收入结构优化 .....	5
图 5：瀚蓝环境营收保持快速增长 .....	5

图 6: 瀚蓝环境扣非后净利润保持快速增长 .....	5
图 7: 瀚蓝环境南海固废处理环保产业园项目示意图 .....	7
图 8: 瀚蓝环境垃圾焚烧业务毛利率与同类公司比较 .....	7
图 9: 瀚蓝环境垃圾处理收入结构多元化 .....	7
图 10: 瀚蓝环境垃圾处理量逐年增加 .....	8
图 11: 瀚蓝环境垃圾转运量逐年增加 .....	9
图 12: 瀚蓝环境垃圾转运收入逐年增加 .....	9
图 13: 创冠香港的产权控制结构图 .....	10
图 14: 瀚蓝环境收购创冠环保后垃圾处理规模翻五倍 .....	12
图 15: 收购创冠环保后瀚蓝环境垃圾运营规模进入行业前十 .....	13
图 16: 瀚蓝环境供水业务管网漏损率处于较低水平 .....	14
图 17: 瀚蓝环境供水业务毛利率处于行业中位 .....	14
图 18: 瀚蓝环境供水量基本稳定(单位: 万立方米/日) .....	14
图 19: 2012 年广东省用水量出现下滑(单位: 亿立方米/年) .....	14
图 20: 瀚蓝环境供水业务收入相对稳定 .....	15
图 21: 瀚蓝环境供水单价走势 .....	15
图 22: 瀚蓝环境污水处理厂分布 .....	16
图 23: 瀚蓝环境污水处理量逐年增长 .....	16
图 24: 燃气发展净利润承诺 .....	17
图 25: 燃气发展 2011-2013 年销售净利率 .....	17
表 1: “十二五”垃圾处理规划 .....	6
表 2: 2015 年我国各类垃圾处理设施规模与结构 .....	6
表 3: 瀚蓝环境垃圾处理系统采用的工艺技术 .....	8
表 4: 瀚蓝环境垃圾焚烧发电厂产能 .....	8
表 5: 瀚蓝环境垃圾压缩转运站 .....	9
表 6: 创冠中国下属垃圾焚烧发电 BOT 项目 .....	11
表 7: 创冠环保营收、净利承诺 .....	12
表 8: 同类环保公司估值比较 .....	12
表 9: 瀚蓝环境下属水厂 .....	13
表 10: 瀚蓝环境 2010 年上调水价情况 .....	15
表 11: 瀚蓝环境下属污水处理厂 .....	16
表 12: 瀚蓝环境盈利预测(不考虑收购创冠环保、燃气发展) .....	18
表 13: 创冠环保下属垃圾焚烧厂投产规模假设(吨/日) .....	18
表 14: 瀚蓝环境收购创冠环保燃气发展后盈利预测 .....	19

## 一、上市以来公司业务结构逐步优化 转型为综合环境服务商

公司前身为南海发展股份有限公司，经历多次股权结构调整、股利分配与配股、资产重组，从以贸易为主转变为以经营自来水的生产、供应及路桥投资等公用事业、基础设施为主的新型企业，2000 年 12 月 25 日登陆上海证券交易所。

### 1、股东实力雄厚

公司第一大股东是佛山市南海供水集团有限公司，持股比例 23.79%，第二大股东为广东南海控股投资有限公司，持股比例 15.77%，第一大股东是第二大股东的全资子公司，二者互为一直行动人，实际控制人是佛山市南海区公有资产管理委员会，实际控制公司 39.56%的股权。作为佛山市南海区具有国资背景的上市公司，公司各项业务的发展都得到当地政府的大力支持。

图 1：瀚蓝环境股东结构



数据来源：公司公告 民族证券

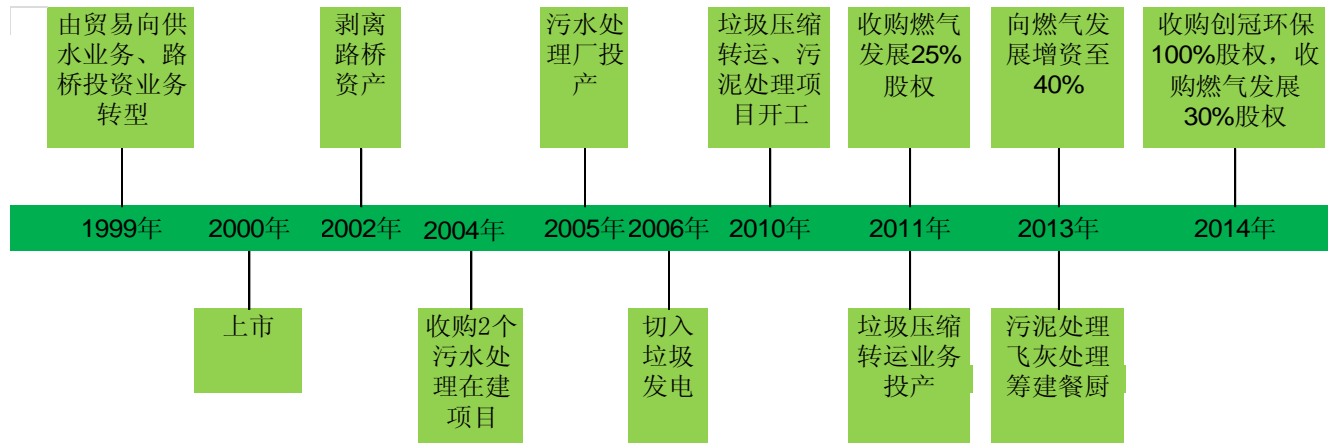
### 2、延伸产业链 优化业务结构

公司发展战略清晰，执行力强。2010 年以前，公司发展战略为做大做强供水核心业务，向相关行业适度多元化并适当延长产业链，具体包括：积极拓展污水处理业务，向供排水一体化方向发展；努力培育垃圾处理、污泥处理等市政环保新业务，发展成为在全国有一定影响力的市政公用行业的卓越服务商。公司“十二五”规划目标：实现固废板块的对外开拓发展，并择机进行供水、污水业务板块相关业务的对外拓展，燃气业务立足本地市场，进行管理整合，成为在全国范围内具有品牌效应的系统化环境服务投资商和运营商。

公司不断延伸产业链，实现业务多元化发展，主营业务由供水逐步拓展至污水处理、固废处理、燃气供给，固废业务覆盖垃圾处理产业链前后端，业务结构更加优化，各项业务间协同效应显现。供水、污水处理业、燃气业务发展稳健，每年稳定贡献超过 2 亿元的现金流，为垃圾处理业务的拓展提供资金支持。

目前公司有供水、污水、固废三大主营业务，比例大约为 50%、20%、30%，均集中在佛山市南海区。随着固废业务的拓展，将超越供水成为第一大主业。

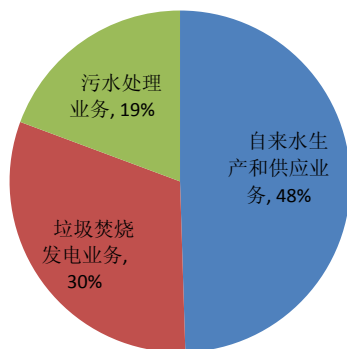
图 2：瀚蓝环境业务发展历程



数据来源：公司公告 民族证券

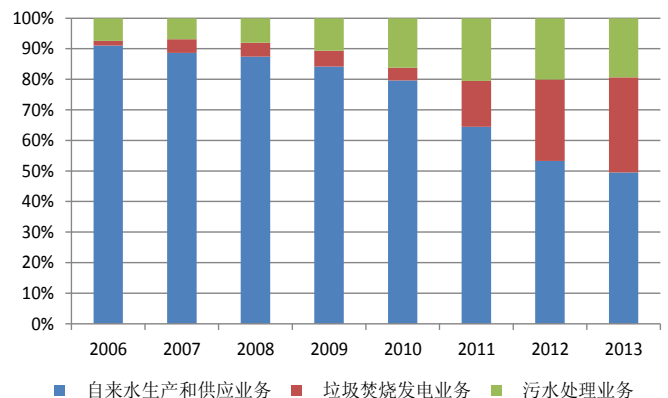
公司盈利规模持续快速增长，2006-2013 年营业收入、归属于母公司股东的净利润（扣非）年均复合增速分别为 15%、15%。2010 年后污水处理及固废产能的有序释放，营收和净利增速超过 20%。2010 年公司出售狮山“羊房岗”土地，获得 5.85 亿元的营业外收入，使净利润同比增长 439%，扣非后净利润同比增速仍达到 25%。2013 年盈利增速放缓，污泥、飞灰业务投产，在一定程度上抵消了垃圾发电一厂停产的负面影响。

图 3：2013 年瀚蓝环境三大主业收入结构（百万元）



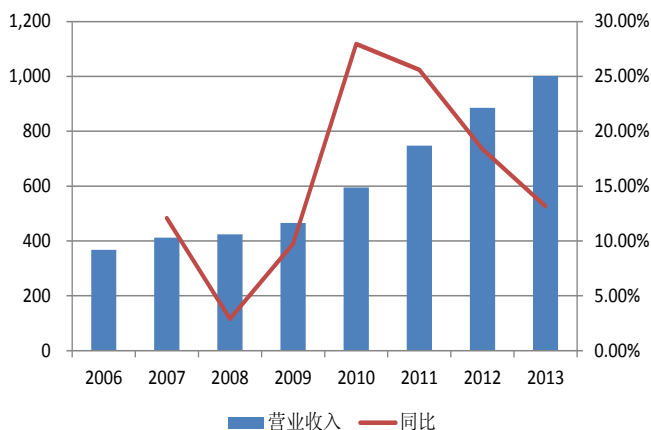
资料来源：公司公告 民族证券

图 4：2006-2013 瀚蓝环境业务收入结构优化



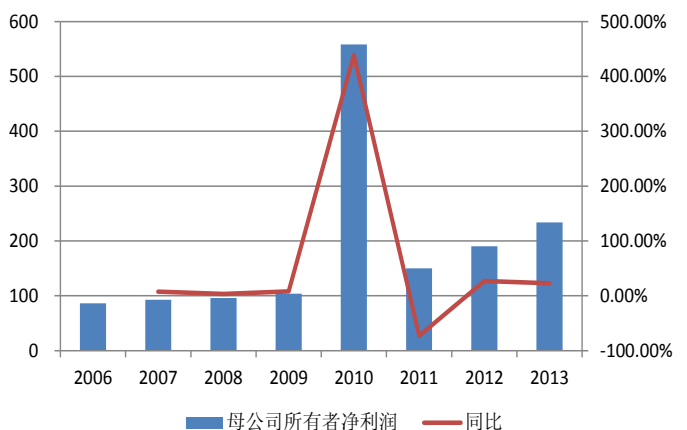
资料来源：公司公告 民族证券

图 5：瀚蓝环境营收保持快速增长



资料来源：公司公告 民族证券

图 6：瀚蓝环境扣非后净利润保持快速增长



资料来源：公司公告 民族证券

### 3、13 年收购创冠环保 固废业务全国布局

随着南海区水务及垃圾处理业务的规划布局，公司在南海区的垄断地位进一步巩固。其中，供水及污水处理业务基本维持目前规模，垃圾处理能力规划 2015 年达到 3000 吨/日，基本满足南海区环保需求，未来业绩增长遇到区域发展瓶颈。

2013 年公司启动对外收购，拟用发行股份加现金支付的方式收购创冠环保 100% 的股权及南海燃气发展有限公司 100% 股权，获得创冠环保 10 个垃圾处理项目合计 11350 吨/日处理能力（其中已投运规模 6200 吨/日，拟建/在建规模 5150 吨/日），实现垃圾处理业务的全国布局，“南海模式”异地复制可期。预计 2014 年完成收购，公司业务将突破南海区域，通过外延式扩张，业务规模再次飞跃，实现从区域性公司向全国性公司的转型。

## 二、固废业务：垃圾处理产业链完整 “南海模式” 行业标杆

### 1、“十二五” 期间垃圾焚烧发电行业迎来历史发展机遇

2012 年 5 月《“十二五” 全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》发布。规划要求，生活垃圾处理遵循减量化、资源化、无害化，有条件的地区应优先采用焚烧等资源化处理技术。

根据“十二五” 规划，“十二五” 期间我国将新增垃圾无害化处理能力 58 万吨/日，2015 年末垃圾无害化处理能力达到 87 万吨/日，较 2010 年增长 91%，垃圾处理设施占总投资的 53%。因此“十二五” 期间垃圾处理设施领域将迎来发展机遇。

表 1：“十二五” 垃圾处理规划

主要指标	地区	2005 年	2010 年	2015 年
无害化处理率（%）	城镇	34.8	63.5	直辖市、省会城市和计划单列市生活垃圾无害化处理率 100%
	设市城市	51.7	77.9	90
	县城	7.2	27.4	70
	城镇	236548	456917	871491
无害化处理能力（吨/日）	设市城市	210578	387607	653000
	县城	25970	69310	218000
	城镇		561	
完成投资（亿元）	设市城市		367	
	县城		194	

资料来源：发改委 民族证券

政策鼓励开展垃圾焚烧发电，东部地区、经济发达地区和土地资源短缺、人口基数大的城市，要减少原生生活垃圾填埋量，优先采用焚烧处理技术。根据规划，2015 年垃圾焚烧处理能力将达到 30.72 万吨/日，较 2010 年增加 21 万吨/日，年均复合增长率 28%，增速远高于填埋和其他处理方式。

表 2：2015 年我国各类垃圾处理设施规模与结构

	2010	2015	增长空间	年均复合增长率
处理设施规模（万吨/日）				
填埋	35.20	51.37	45.94%	7.85%
焚烧	8.96	30.72	242.71%	27.93%
其他	1.53	5.06	231.64%	27.10%
所占比例				
填埋	77	59	-18	
焚烧	20	35	15	



其他

3

6

3

资料来源：民族证券

## 2、垃圾处理产业链完整 “南海模式” 行业标杆

2006 年公司出资成立佛山市南海绿电再生能源有限公司，负责收购南海环保电厂一期资产并获得二期建设经营权，切入垃圾发电业务。经过产业链延伸，公司固废业务覆盖前端垃圾收集运输（2800 吨/日），中端生活垃圾焚烧处理系统（在产 1500 吨/日，在建 1500 吨/日）、污泥干化焚烧处理系统（300 吨/日）、餐厨垃圾处理系统（规划 300 吨/日）以及末端灰渣处理（100 吨/日）、渗滤液处理（600 吨/日）全产业链。全资子公司佛山市南海绿电再生能源有限公司负责固废处理投资、建设和运营管理，投资 20 亿元建设南海固废处理环保产业园，与大学城和高档生活社区融为一体，以其全产业链的集约处理模式和领先的技术及运营管理水平，成为国内固废处理行业的标杆和典范，成为解决城市垃圾围城问题的“南海模式”。

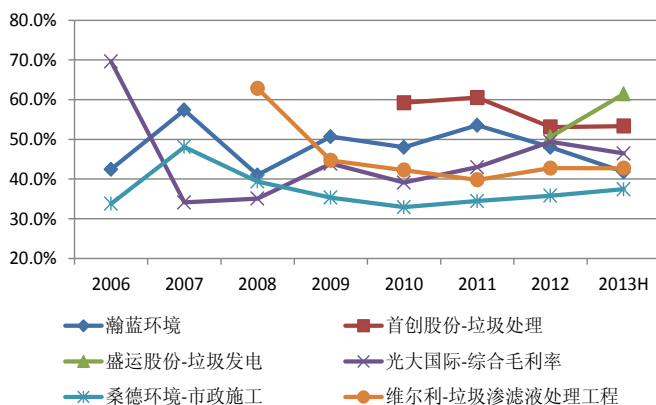
图 7：瀚蓝环境南海固废处理环保产业园项目示意图



数据来源：公司网站 民族证券

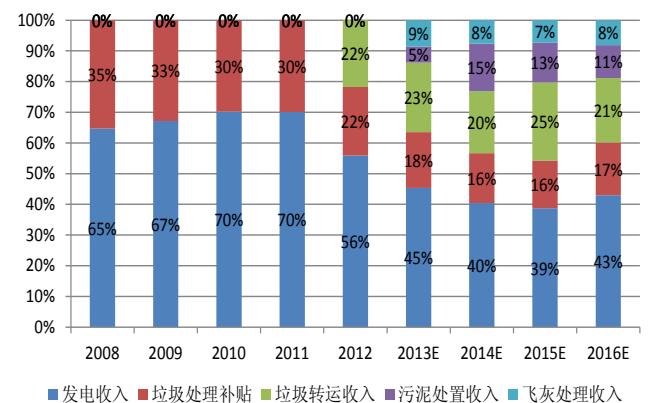
近年来公司垃圾焚烧发电业务毛利率维持在 40% 以上，在行业内处于中游水平。2013 年上半年由于原垃圾焚烧发电一厂停产，垃圾焚烧量减少，同时垃圾外运处理量增加，使得垃圾处理成本上升，业务毛利率下降明显。预计 15 年后随着垃圾焚烧发电二厂的投运，垃圾处理单位成本被摊薄，毛利率有望回升。

图 8：瀚蓝环境垃圾焚烧业务毛利率与同类公司比较



资料来源：公司公告 民族证券

图 9：瀚蓝环境垃圾处理收入结构多元化



资料来源：公司公告 民族证券

公司固废处理系统采用的工艺技术国际领先，管理运营规范，确保了较好的垃圾处理效果，使南海固废环保产业园与周围社区融为一体。公司的固废处理业务以其全产业链的集约处理模式和领先的技术及运营管理水平，成为国内固废处理行业的标杆和典范，成为解决城市垃圾围城问题的“南海模式”。在城镇化进程加快的背景下，“南海模式”将破解垃圾处理项目选址难的问题，未来“南海模式”异地复制的空间将逐步打开。

表 3:瀚蓝环境垃圾处理系统采用的工艺技术

环节	工艺技术、设备
垃圾压缩转运	采用日本先进的垃圾收集压缩技术，关键部件采用进口原件 车辆配备 GPS 定位系统 自控系统，进行实时监控和信息化管理
焚烧系统	日本三菱-马丁焚烧炉，逆推式炉排炉，保证热值低、水份高的生活垃圾充分燃烧
烟气处理系统	进口设备，旋转喷雾半干法脱硫+活性炭吸附+布袋除尘的工艺技术，有效去除有毒有害气体和烟尘
监测系统	进口设备，实时在线监测 CO、CO <sub>2</sub> 、HCL、SO <sub>2</sub> 、NOX、粉尘、HF、O <sub>2</sub> 、H <sub>2</sub> O、烟气排放量等排放指标
垃圾渗滤液处理	MBR+超滤膜+纳滤膜+反渗透膜技术，较好削减 COD 和 NH <sub>3</sub> -N 及其他污染物，对膜处理剩余的浓液，采用喷雾干燥的技术，彻底去除浓液中的有机污染物
污泥干化	关键设备进口
飞灰处理	-

资料来源：公司公告 民族证券

### 3、垃圾焚烧发电：2015 年产能翻番

目前公司拥有两个垃圾焚烧发电厂，一厂设计产能 300 吨/日，2010 年启动改扩建工作，规划产能 1500 吨/日，预计 2015 年上半年投产，原厂 2013 年 1 月起停运；二厂总投资为 6.5 亿元人民币，2009 年动工，2011 年下半年投运，设计产能 1500 吨/日，2012 年被广东省住建厅评为 AAA 无害化焚烧厂（代表国内无害化焚烧发电厂运营管理最高水平），目前效益较好。2015 年垃圾处理能力将达到 3000 吨/日，能够基本满足南海地区垃圾无害化处理需求。

表 4:瀚蓝环境垃圾焚烧发电厂产能

	垃圾处理量-吨/日	运营期限-年	备注
垃圾焚烧发电一厂（在进行异地重建）	300/1500	30	2013 年 1 月起停运，新厂预计 15 年上半年投运
垃圾焚烧发电二厂	1500	30	2009 年动工，2011 年下半年投入使用，目前满产

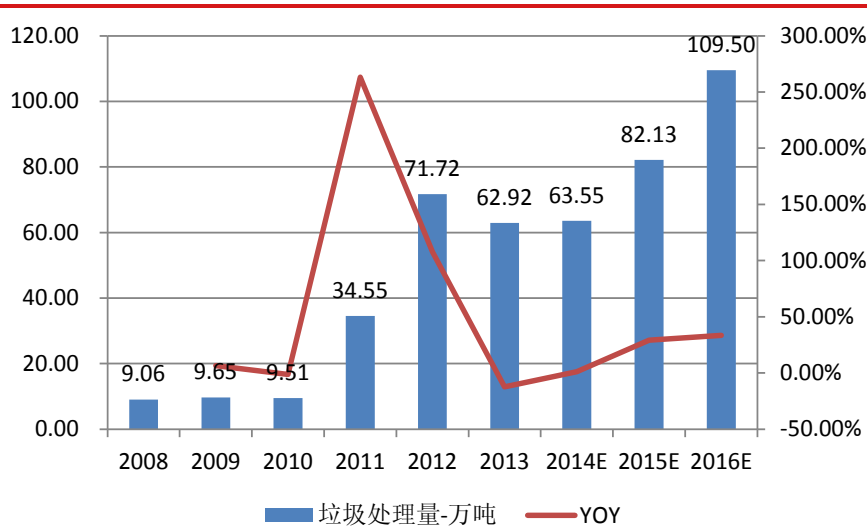
资料来源：公司公告 民族证券

垃圾焚烧处理收入分为两部分：1、垃圾处理政府补贴，约 95 元/吨，每年收入约 4000 万元。2、垃圾焚烧发电上网收入，每年收入约 1 个亿。2012 年 4 月 1 日之前，发电二厂的垃圾焚烧电价为 0.689 元/度，一厂为 0.58 元/度，2012 年 4 月 1 日之后，根据《国家发展改革委关于完善垃圾焚烧发电价格政策的通知》，发电二厂目前生活垃圾折算上网电量以 0.65 元/度（含税）计算。2015 年随着一厂改扩建项目的投产，垃圾焚烧业务收入将大幅增长。

根据 2011 年数据测算，公司单位垃圾焚烧发电量约 328 度/吨，厂用电率 20%，剩余约 260 度/吨电上网。

图 10：瀚蓝环境垃圾处理量逐年增加





数据来源：公司公告 民族证券

#### 4、垃圾压缩转运：确保垃圾处理量

垃圾压缩转运项目是垃圾焚烧发电项目的配套工程，负责南海区内 10 个镇街的生活垃圾压缩转运。2011 年下半年投产 8 个垃圾压缩转运站，日转运垃圾能力为 2800 吨，2014 年下半年将扩大规模至 4000 吨，为配合垃圾焚烧发电一厂异地重建计划。垃圾压缩转运业务采用 BOT 模式运营，佛山市南海区环境运输和城市管理局根据转运距离远近向南海绿电支付垃圾压缩转运服务费，平均费用为 75 元/吨。

按照 2800 吨/日的垃圾转运能力计算，公司每年可获得近 7600 万元的垃圾压缩转运收入。

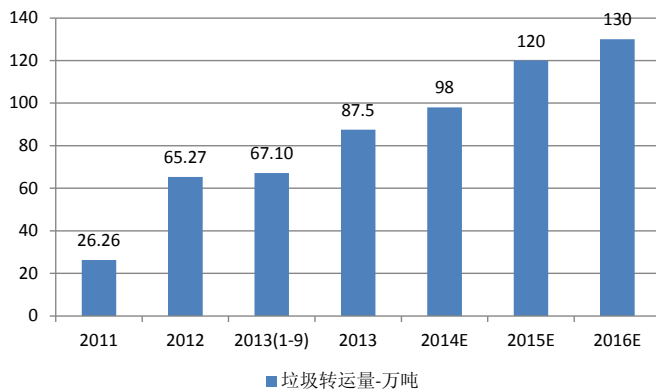
表 5:瀚蓝环境垃圾压缩转运站

镇/街道办	站点名称	规模-吨/日	备注
大沥镇	大沥东站	600	
	大沥西站	600	2013 年新投产
九江镇	九江站	300	
罗村镇	罗村站	300	
里水镇	里水站	500	
丹灶镇	丹灶站	300	
西樵镇	西樵站	400	
狮山镇	狮山官窑站	200	
	狮山中心城区站	600	2012 年底投产
	狮山松岗站	200	
合计		4000	

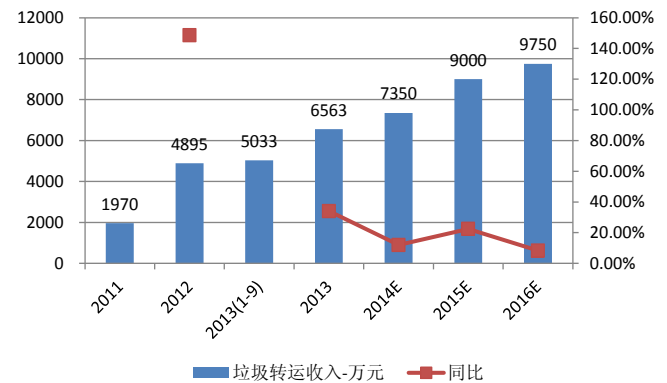
资料来源：公司公告 民族证券

图 11：瀚蓝环境垃圾转运量逐年增加

图 12：瀚蓝环境垃圾转运收入逐年增加



资料来源：公司公告 民族证券



资料来源：公司公告 民族证券

### 5、飞灰处理、污泥干化、垃圾渗滤液处理、餐厨垃圾处理业务：垃圾焚烧业务的有效补充

2013 年上半年新增飞灰处理业务，处理能力 100 吨/日，部分弥补了垃圾焚烧一厂 13 年停运带来的影响。

2013 年下半年新增污泥干化处理项目，主要为满足南海区内生活污水处理厂污泥处理处置的需要，利用现有垃圾焚烧发电厂所产生的蒸汽对污泥进行干化，并与垃圾掺烧。污泥处理项目设计规模 450 吨/日，总投资初步估算 2.07 亿元，一期 300 吨/日，总投资 13377 万元，BOT 运营期 30 年。污泥处理服务费按全部投资利润率的 6%定价，约 395 元/吨。

假设飞灰处理单价 1150 元/吨、飞灰产生率 3%-5% 计算，垃圾焚烧发电二厂飞灰业务年收入约 2500 万元/年，待一厂改扩建项目投运后，飞灰处理业务规模还将翻倍；假设污泥处理利用率 100%，污泥处理年收入约 4300 万元。待污泥处理二期建成投产后，污泥处理业务的收入还将增加 50% 至 6500 万元/年。

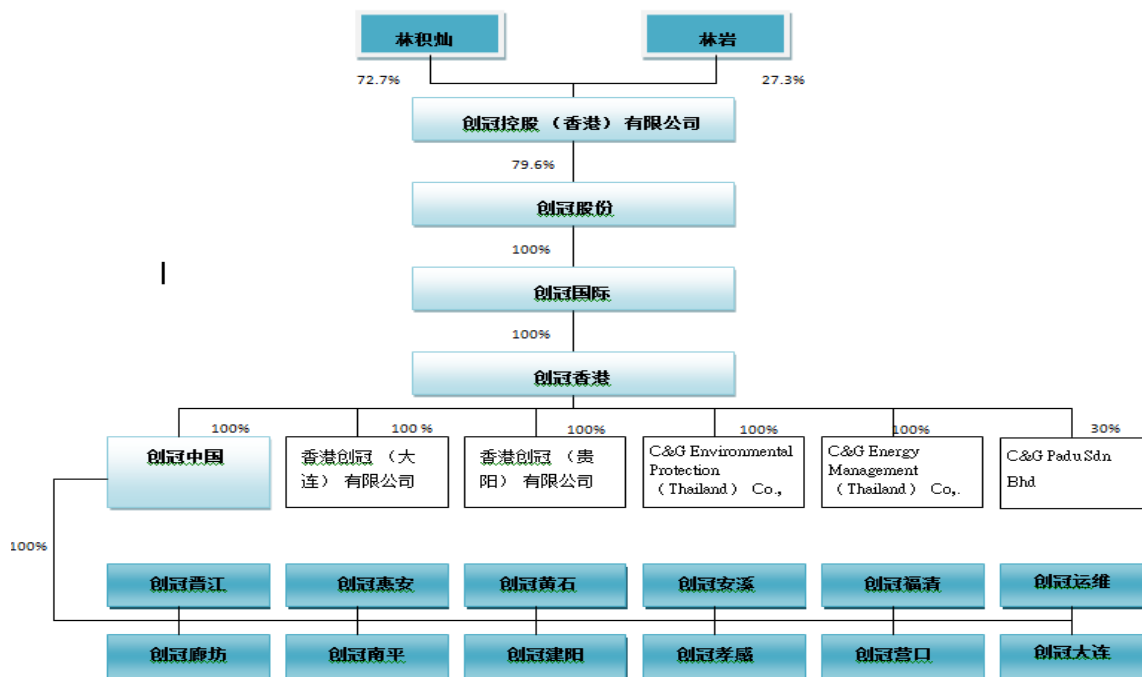
垃圾渗滤液处理规划能力 600 吨/日，是垃圾焚烧发电业务的必备环节。2014 年初公司筹划餐厨垃圾处理项目，规划能力 300 吨/日，采用厌氧发酵工艺，回收沼气发电，并提取生物质柴油，依托南海区政府的大力支持，我们对公司的餐厨业务未来盈利前景看好。

## 三、收购创冠环保 实现全国布局

### 1、创冠环保：项目多布局广

创冠香港于 2008 年 8 月 29 日在香港成立，公司注册资本为 1 万港元，负责投资中国及东南亚地区的垃圾焚烧发电项目。创冠环保，全称创冠环保（中国）有限公司，是创冠香港全资子公司，成立于 2006 年 7 月 24 日，主要采用 BOT 特许经营业务方式投资、建设、运营城市生活垃圾焚烧发电项目，取得中国环保部“生活垃圾处理设施甲级运营资质”。创冠环保是国内固废处理行业的龙头企业之一，拥有福建、湖北、河北、辽宁等地共 10 个垃圾焚烧发电厂项目，总规模 11350 吨/日，包含 7 个已建成项目，垃圾处理规模合计 6200 吨/日，3 个待扩建及新建项目，垃圾处理规模合计 5150 吨/日。

图 13：创冠香港的产权控制结构图



数据来源：公司公告 民族证券

注：创冠南平已在办理注销手续，创冠营口尚未开展业务，拟办理注销手续。

表 6:创冠中国下属垃圾焚烧发电 BOT 项目

序号	垃圾发电项目	签约时间	特许经营合同期限	设计规模	已投产规模	在建/拟建规模	投运时间
1	晋江工程一期	2013 年 12 月	30 年（自正式投产之日起算）	600	600	-	2005 年 6 月
	晋江工程二期	2007 年 9 月	自正式投产之日起至 2035 年 12 月 31 日止	1200	1200	-	2010 年 4 月
2	惠安项目	2009 年 1 月	27 年（自合同生效之日起算）	1200	800	400	2011 年 3 月
3	黄石项目	2009 年 5 月	27 年（自合同签订之日起算）	1200	800	400	2011 年 3 月
4	廊坊项目	2009 年 6 月	27 年（自 2009 年 6 月起算）	1000	1000	-	2014 年 4 月
5	安溪项目	2009 年 7 月	30 年（自合同生效之日起算）	600	300	300	2011 年 5 月
6	福清项目	2009 年 9 月	27 年（自合同生效之日起算）	900	900	-	2011 年 12 月
7	建阳项目	2009 年 8 月	30 年（含建设期）	600	600	-	2012 年 1 月
8	孝感项目	2010 年 4 月	27 年（含建设期）	1050	-	1050	2015 年
9	大连项目	2012 年 7 月	27 年（含建设期）	1000	-	1000	2015 年
10	贵阳项目	2013 年 5 月	30 年（含建设期）	2000	-	2000	2015 年
	合计	-	-	11350	6200	5150	-

资料来源：公司公告 民族证券

## 2、创冠环保盈利拐点临近 收购价格合理

2013 年瀚蓝环境拟向创冠香港以 8.34 元/股发行股份 89928057 股，及支付现金 11 亿元，购买创冠中国 100% 股权，交易对价 18.5 亿元。根据创冠环保业绩承诺，收购对价对应 13-15 年的 PE 为 179、27、18 倍，对应 PB 为 1.57 倍，收购价格相对合理。

目前创冠环保盈利状况不理想，主要由于新投产项目垃圾供应量不足。根据公司规划，2013 年创冠环保实现扭亏为盈，2014 年后净利润将实现快速增长。

表 7:创冠环保营收、净利承诺

	2011	2012	2013 (1-9)	2013E	承诺-2014E	承诺-2015E	承诺-2016E
营收-万元	15989.72	25859.27	25787.64	34383.52	-	-	-
净利润-万元	-4300.66	-5410.04	773.63	1031.51	6844.23	10504.69	16379.95

资料来源：公司公告 民族证券

表 8:同类环保公司估值比较

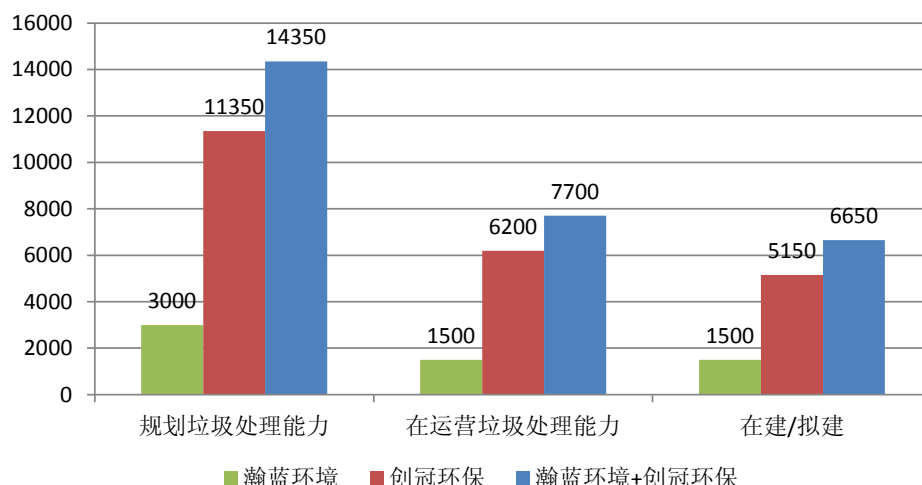
代码	简称	股价	EPS			PE			PB
			2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E	
000826.sz	桑德环境	30.90	0.93	1.25	1.65	33.33	24.74	18.68	4.79
600323.sh	瀚蓝环境	12.46	0.39	0.48	0.63	31.64	25.78	19.81	2.96
300090.sz	盛运股份	27.78	0.65	1.16	1.77	42.96	24.01	15.66	4.56
600649.sh	城投控股	7.22	0.56	0.74	0.93	12.89	9.76	7.74	1.56
600008.sh	首创股份	6.86	0.30	0.34	0.40	23.11	20.15	17.35	2.72
瀚蓝环境收购创冠环保 PE						179.35	27.03	17.61	1.57

资料来源：公司公告 民族证券

### 3、收购创冠环保 转型为全国环境服务商

**垃圾处理规模翻五倍。**瀚蓝环境规划垃圾处理能力 3000 吨/日，在运营能力 1500 吨/日。收购创冠环保后，在运营垃圾处理能力将升至 7700 吨/日，规划垃圾处理能力 14350 吨/日，在 1 年时间内翻了近五倍，实现快速扩张。

图 14：瀚蓝环境收购创冠环保后垃圾处理规模翻五倍



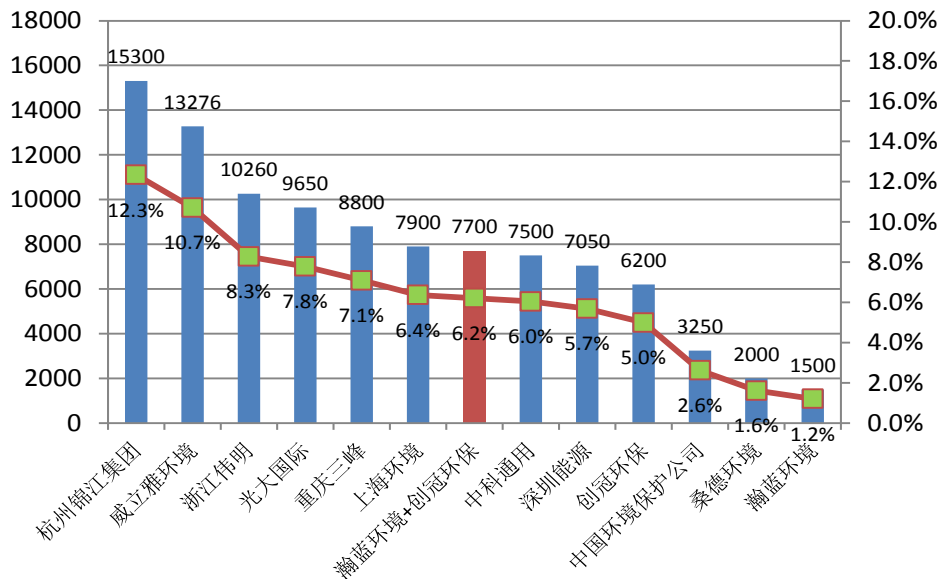
数据来源：公司公告 民族证券

**进入行业第一梯队。**瀚蓝环境原是一家区域性环保企业，所有业务均在南海区内，随着南海区环保市场需求的饱和，公司业务遇到增长瓶颈，尤其是固废处理业务，15 年垃圾焚烧二厂的投产后，固废处理能力中期将维持在 3000 吨/日的水平，在南海区难再突破。收购创冠环保后，公司垃圾处理运营总规模一跃升至行业前十，市



占率由 1.2% 提升至 6.2%，行业地位明显提高。覆盖区域由佛山市南海区迅速扩展至福建、湖北、贵州、河北、辽宁等地，实现固废板块对外开拓发展的“十二五”目标，“南海模式”异地复制可期。

图 15：收购创冠环保后瀚蓝环境垃圾运营规模进入行业前十



数据来源：公司公告 民族证券

**强强联合，优势互补。**瀚蓝环境是佛山市南海区国有企业，经营稳健，企业形象突出。创冠环保为民营企业，经营灵活，资源深厚，市场份额高，项目拓展能力强，平台优势突出。二者的强强联合将在项目承接、投资运营等方面实现优势互补，也是国企改革的有益尝试。

## 四、供水业务：区域垄断优势明显 面临增长瓶颈

### 1、垄断南海区供水市场

公司拥有从取水、制水、输水到终端客户服务的供水服务全产业链及完整的管网资产。供水范围覆盖广东省佛山市南海区北江以北所有区域及北江以南的九江镇等区域，市场占有率 80% 左右，基本垄断了佛山市南海区供水市场。公司目前拥有三家水厂，日供水能力 126 万立方米。公司全资控股桂城水厂和南海第二水厂，60% 控股佛山市南海九江自来水有限公司，供水能力合计 126 万吨/日。

表 9：瀚蓝环境下属水厂

	设计规模-万立方米/日	股权
桂城水厂	38	100%
南海第二水厂	75	100%
佛山市南海九江自来水有限公司	13	60%
合计	126	-

资料来源：公司公告 民族证券

原桂城水厂土地位于南海区中心地带，合计 180 亩，考虑到土地升值的因素，政府拟将该土地使用权改为商住用地后拍卖，2011 年原桂城水厂启动搬迁。公司于 2011 年 9 月 22 日与南海区人民政府签订《桂城水厂整体迁移协议书》，南海区人民政府将对公司进行货币补偿，应补偿款估算为 13.23 亿元，具体补偿款按实际发生的费用计算。

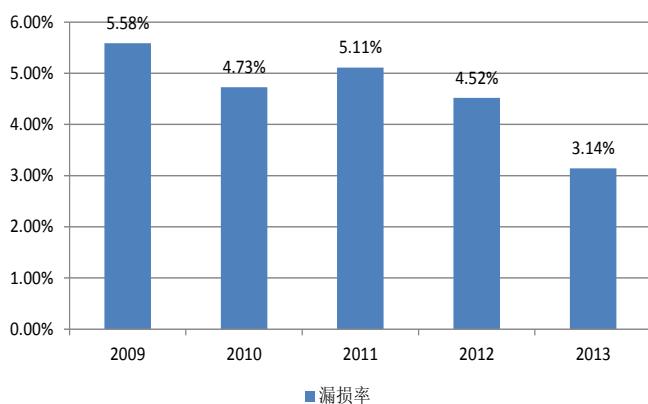
桂城水厂整体搬迁项目投资总额 13.18 亿元，2013 年上半年累计完成投资 25%。在新厂未建成前，旧厂维持正常运转，建成后进行切换。预计新桂城水厂 14 年初建成，届时原桂城水厂关闭，将产生大量折旧，对公司业绩产生负面影响。

## 2、趸售水为主 管网漏损率低

公司供水模式分为直接供水（本公司直接抄表到户或小区，水费由本公司直接收取，约占 15%）和转供水（即趸售水，由本公司向其他乡镇自来水公司供水，水费由本公司向乡镇自来水公司收取，然后由乡镇自来水公司向各用户供水，约占 85%）。转供水销售模式非直接面对终端消费者，因此公司供水管网的漏损率较低。水费直接向各乡镇自来水公司收取，应收帐款较少，水费回款及时，保证了公司的现金流入。

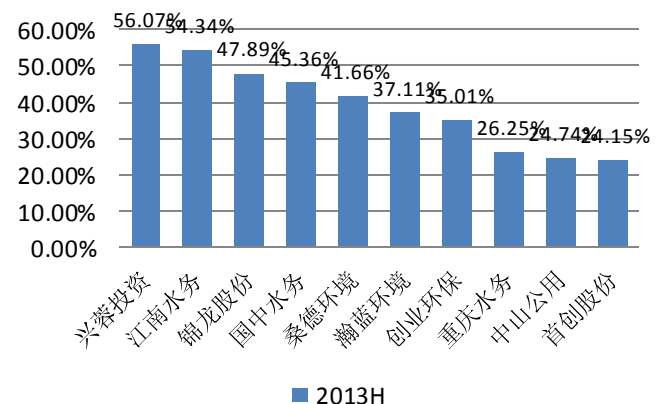
据建设部对 408 个城市的统计，我国城市公共供水系统（自来水）的管网漏损率平均达 21.5%。公司 13 年管网漏损率仅为 3.14%，远好于行业平均水平。

图 16：瀚蓝环境供水业务管网漏损率处于较低水平



资料来源：民族证券

图 17：瀚蓝环境供水业务毛利率处于行业中位

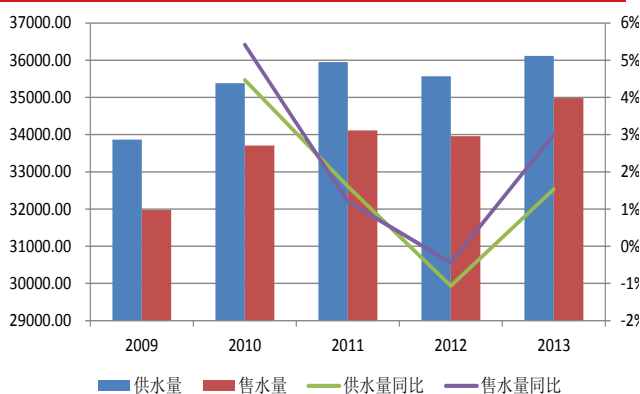


资料来源：民族证券

## 3、区域市场基本饱和 供水面临增长瓶颈

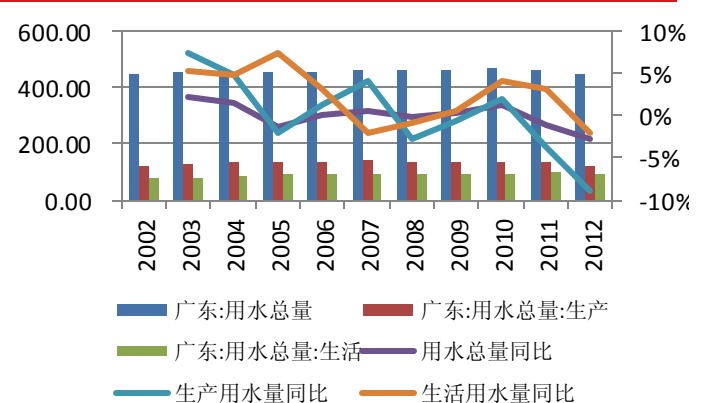
近年来，受经济环境和产业结构调整的影响，城市生活及生产用水需求基本保持稳定，增长幅度明显收窄甚至小幅下降。2012 年广东省用水量同比下降 2.84%，公司售水量同比下降 0.45%，显示佛山南海区经济受大环境的影响相对较小。2013 年公司售水量实现增长 3%。

图 18：瀚蓝环境供水量基本稳定（单位：万立方米/日）



资料来源：公司公告 民族证券

图 19：2012 年广东省用水量出现下滑（单位：亿立方米/年）



资料来源：wind 民族证券

## 4、水价中期存在上调预期

2009 年以来,我国城市平均居民生活用水价格普遍上涨,行业毛利率重新回升,目前我国自来水行业已进入成熟阶段,随着人口的增加、城市化的深入及工业生产的增长,预测我国未来几年的城市供水量将基本保持平稳,未来行业的增长主要来自于城市水价的提升。

2009 年 4 月 1 日起,按粤价【2009】62 号文精神,公司水资源费征收综合标准从 0.022 元/立方米调升至 0.12 元/立方米,增加了公司供水业务成本。

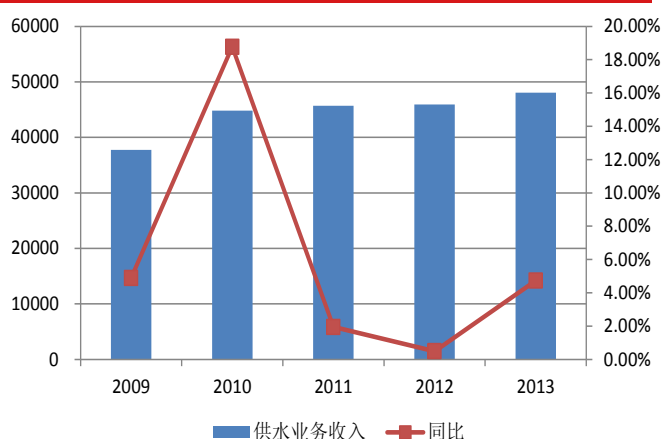
2010 年公司提高自来水售价,其中南海区居民水价由 1.23 上调至 1.55 元,趸售水由 1.237 元上调至 1.372 元,具体见下表。经计算,2010 年公司综合水价为 1.33 元/吨,同比增长 12.7%,售水量同比增长 5.4%,供水业务收入同比增长 18.8%,供水业务毛利率同比提升 2 个百分点至 40%。

表 10:瀚蓝环境 2010 年上调水价情况

企业名称	对比	统一合并为“非居民生活用水”				特种行业用水	趸售用水
		居民生活用水	工业用水	行政事业用水	经营服务用水		
南海发展股份有限公司	调整前	1.119	1.469	1.339	1.769	2.119	1.237
	调整后	1.55	1.8			2.3	趸售给镇级水司 1.372, 趸售给村级 水站 1.437
佛山市南海九江自来水有限公司	调整前	1.57	1.87	1.57	1.87	2.07	
	调整后	1.65	1.85			2.35	
佛山市南海罗村水务有限公司	调整前	1.474	1.924	1.724	2.174	2.374	
	调整后	1.75	2.2			2.7	

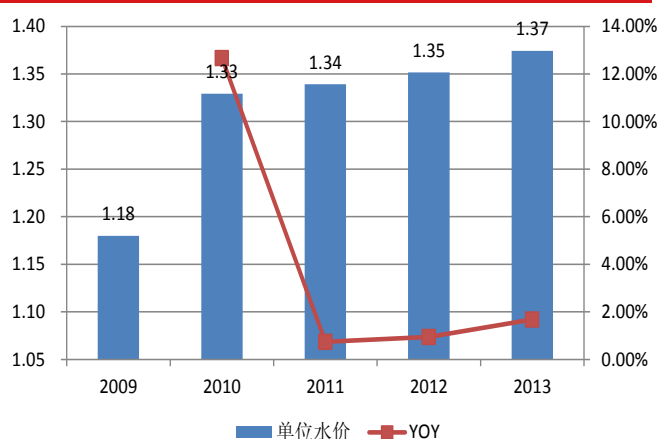
资料来源:公司公告 民族证券

图 20: 瀚蓝环境供水业务收入相对稳定



资料来源:民族证券

图 21: 瀚蓝环境供水单价走势



资料来源:民族证券

## 五、污水处理: 产能利用率仍有提升空间

### 1、污水处理量逐年增加

公司 2004 年开始进入污水处理行业,目前拥有 18 个污水处理项目的特许经营权,污水处理规模 55.8 万立方米/日,在南海区市场占有率 70% 左右,以 BOT、TOT 和委托运营方式为主。公司拥有从污水处理管网维护、

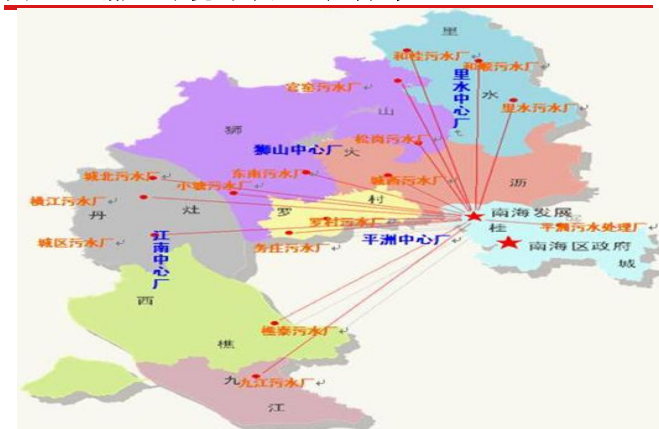
泵站管理到污水处理厂运营管理的污水处理服务全产业链，涉及国内所有成熟应用的各种污水处理工艺，达到一级 A 排放标准。

**表 11: 瀚蓝环境下属污水处理厂**

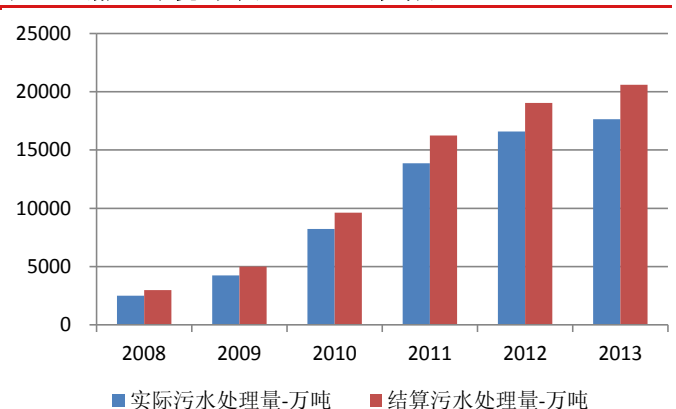
地点	污水处理厂名称	股权	处理能力（万吨/日）
桂城	平洲污水处理厂（一期）	100.00%	5
	平洲污水处理厂（二期）	100.00%	5
	平洲污水处理厂（三期）	100.00%	6
狮山	狮山镇松岗污水处理厂（一期）	96.67%	1
	狮山镇松岗污水处理厂（二期）	96.67%	3
	狮山东南污水处理厂（一期）	90.00%	5
	狮山小塘污水处理厂	98.33%	4
	狮山官窑污水处理厂（一期）	98.33%	1
九江	九江明净污水处理厂（一期）	80.00%	2
	九江明净污水处理厂（二期）	80.00%	3
丹灶	丹灶横江污水处理厂（一期）	100.00%	0.3
	丹灶横江污水处理厂（二期）	100.00%	1
	丹灶城区污水处理厂	100.00%	1
	丹灶镇金沙城北污水处理厂（一期）	100.00%	1
罗村	罗村污水处理厂（二期）	85.71%	0.5
	罗村污水处理有限公司	85.71%	0.5
	罗村务庄污水处理厂	85.71%	1
里水	里水镇和桂工业园污水处理厂	100.00%	0.5
	里水镇城区污水处理厂（一期）	100.00%	1.2
	里水镇城区污水处理厂（二期）	100.00%	2.8
	里水和顺城区污水处理厂（一期）	100.00%	2
	里水镇洲村禹门污水处理厂	100.00%	2
西樵	西樵樵泰污水厂（一期）	100.00%	2
大沥	大沥镇城西污水处理厂（一期）	97.78%	5
合计-万立方米/日			55.8

资料来源：公司公告 民族证券

**图 22: 瀚蓝环境污水处理厂分布**



**图 23: 瀚蓝环境污水处理量逐年增长**





资料来源：民族证券

资料来源：民族证券

## 2、污水处理产能利用率仍有提升空间

公司污水经营处理不配备管网等设施，政府将污水输送至公司所属污水处理厂进行处理，公司与政府直接结算，为此当地政府与公司专门签订了保底协议，保证了公司稳定的收入来源。协议约定公司新建产能投产的前两年内，政府保证 70% 设计产能的污水输送量，不足则按照 70% 计费，超出则以实际处理量计费；至投产之日起第三年后，政府保证 100% 设计产能的污水输送量，不足则按照 100% 计费，超出则以实际处理量计费。

2008-2012 年随着新建污水处理厂的投产，公司污水处理量逐年增加，但实际污水处理量低于结算量，显示污水处理产能不能达到满负荷生产，简单测算公司 2012 年污水处理产能利用率为 81%。

根据佛山市南海区“十二五”发展规划，2010 年南海区污水处理率为 70%，2015 年末目标是 85%，“十二五”时期南海区将投资 54 亿元，建设生态环保项目 15 项，完善污水管网配套，主要包括南海区污水管网二期、南海污泥处理等。

我们预计，随着南海区污水管网设施建设的加快，公司污水处理设施利用将逐步上升。同时污水处理设施升级改造也将促进污水处理价格的上调及处理量的增加，预计 2013-2016 年公司污水处理业务将维持 5% 左右的增速。

## 六、燃气业务：贡献稳定现金流

燃气发展是佛山市南海区唯一一家从事城市管道燃气供应的燃气企业，其业务涉及管道液化石油气、管道天然气及液化石油气的供应及相关配套业务、燃气工程的技术咨询和信息服务。燃气发展拥有液化石油气储配站 2 个，其中南海气库储配能力为 3000 立方米，丹灶气站储备能力为 300 立方米、1000 吨级专用码头 1 个、充装站 2 个、电召服务中心 1 个，瓶装气用户 10 多万户；管网调压计量站 4 个，已铺设埋地燃气管网接近 500 公里、已通气点火的管道气居民用户 12 万多户、工业、商业和公共福利单位等用户 600 多户。近年来燃气发展经营稳健，业务发展处于上升通道，盈利能力良好。

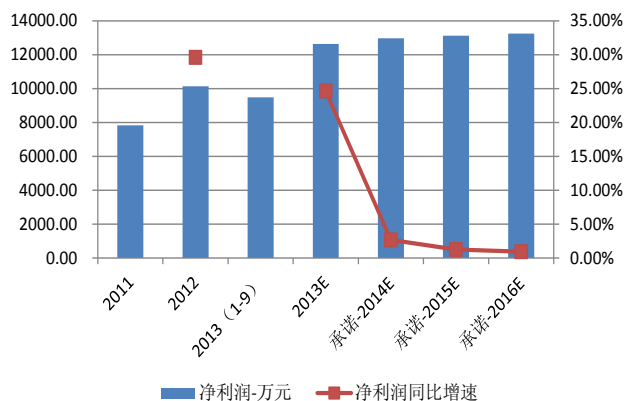
公司已于 2011 年收购燃气发展 25% 的股权，并与燃气发展的实际控制人南海国资委签署关于燃气发展的《战略发展协议》。协议规定，收购完成后两年内，瀚蓝环境可通过单方增资或向燃气发展控股股东燃气有限受让股权的方式，使瀚蓝环境持有燃气发展的股权比例达到 51% 以上，作为本次收购的前提条件。2012 年 6 月，瀚蓝环境和燃气有限、南海城投签署《增资协议》，瀚蓝环境单方向燃气发展增资，增资完成后，瀚蓝环境持有燃气发展的股权比例由 25% 提高至 40%。同时，《增资协议》约定增资完成后两年内，瀚蓝环境可通过单方向燃气发展公司增资、或向燃气有限或南海城投受让股权的方式，使公司对燃气发展的持股比例达到 51% 以上。

本次，本次进一步购买燃气发展股权是瀚蓝环境对《战略发展协议》、《增资协议》等相关承诺的履行。

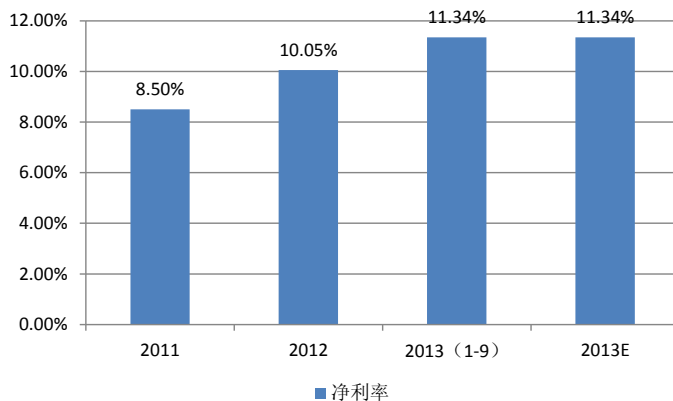
13 年公司发布公告，拟向南海城投发行股份 45976642 股，购买燃气发展 30% 股权。公司已持有燃气发展 40% 的股权，本次收购燃气发展 30% 的股权后，公司将持有 70% 的股权，燃气发展成为公司的控股子公司，进一步丰富产业结构，有效利用燃气发展良好的盈利能力和现金流（并表后每年贡献净收益超过 1 亿元），支持公司固废业务扩张。

图 24：燃气发展净利润承诺

图 25：燃气发展 2011-2013 年销售净利率



资料来源：民族证券



资料来源：民族证券

## 七、盈利预测：

### 1、不考虑收购创冠环保、燃气发展，14-16 年 EPS0.40、0.46、0.51 元

假设 2015 年上半年垃圾焚烧一厂改扩建项目投运，供水、污水处理业务规模基本保持稳定，燃气发展贡献 40% 的投资收益，预计 2014-2016 年净利润为 2.30、2.65、2.97 亿元，每股收益为 0.40、0.46、0.51 元。

表 12:瀚蓝环境盈利预测（不考虑收购创冠环保、燃气发展）

项目	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	1,001	1,030	1,100	1,180
增长率(%)	13.12%	2.87%	6.76%	7.27%
归属于母公司所有者净利润(百万元)	234	230	265	297
增长率(%)	22.93%	-1.55%	15.27%	11.85%
毛利率%	38.50%	39.28%	41.33%	42.55%
净资产收益率(%)	9.57%	8.81%	9.21%	9.34%
EPS(元)	0.40	0.40	0.46	0.51
P/E(倍)	26.97	27.39	23.77	21.25
P/B(倍)	2.58	2.41	2.19	1.99

资料来源：民族证券 股价为 2014 年 3 月 28 日收盘价

### 2、考虑收购创冠环保、燃气发展，15 年业绩翻倍，14-16 年 EPS0.44、0.57、0.70 元

考虑收购创冠环保、燃气发展，假设创冠环保、燃气发展 2014-2016 年均实现业绩承诺，预计 2014-2016 年净利润为 3.57、4.62、5.66 亿元，摊薄每股收益 0.44、0.57、0.70 元。

关键假设：2014-2016 年垃圾处理厂产能利用率逐步由 70% 升至 90%；垃圾处理平均补贴为 75 元/吨，核算上网电量 280 度/吨，不考虑 2014-2015 年垃圾处理项目拓展。

表 13:创冠环保下属垃圾焚烧厂投产规模假设（吨/日）

垃圾发电项目	设计规模	投产规模	在建/拟建规模	投运时间	2012	2013H	2013(1-9)	2013E	2014E	2015E	2016E
晋江工程一期	600	600		2005 年 5 月	600		600	600	600	600	600
晋江工程二期	1200	1200		2010 年 4 月	1200		1200	1200	1200	1200	1200
惠安项目	700	700		2011 年 3 月	700		700	700	700	700	700
黄石项目	1200	1200		2011 年 3 月	1200		1200	1200	1200	1200	1200

廊坊项目	1000	1000	2014 年 4 月	0	0	0	1000	1000	1000
安溪项目	600	600	2011 年 5 月	600	600	600	600	600	600
福清项目	600	600	2012 年 1 月	600	600	600	600	600	600
孝感项目	1050	1050	2016 年底	0	0	0	0	0	1050
大连项目	1000	1000	2016 年底	0	0	0	0	0	1000
贵阳项目	2000	2000	2016 年底	0	0	0	0	0	2000
营口项目-清算	800								
南平项目-清算	600								
合计	11350	5900	4050	4900	4900	4900	5900	5900	9950

资料来源：民族证券

表 14:瀚蓝环境收购创冠环保燃气发展后盈利预测

项目	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	1,001	2,650	2,791	3,072
增长率(%)	13.12%	164.64%	5.30%	10.09%
归属于母公司所有者净利润(百万元)	234	357	462	566
增长率(%)	22.93%	52.81%	29.22%	22.59%
毛利率%	38.50%	31.00%	34.54%	36.61%
净资产收益率(%)	9.57%	13.03%	14.41%	15.02%
EPS(元)	0.40	0.44	0.57	0.70
P/E(倍)	26.97	24.40	18.91	15.49
P/B(倍)	2.84	2.52	2.15	1.83

资料来源：民族证券 股价为 2014 年 3 月 28 日收盘价

### 3、首次给予“买入”评级

公司业务结构完善，管理层执行力突出，固废业务运营经验丰富，成长路径清晰。收购创冠环保后外延式扩张将使公司由区域型环保企业成长为全国性环境服务商，二者优势互补，整合后将发挥协同效应。考虑到持续的项目拓展，公司业绩存在超预期可能。首次给予“买入”评级。

## 八、关键点与风险提示

### 1、创冠环保业绩能否如期释放是关键

#### (1) 需提高在运营项目盈利水平

创冠环保盈利状况较差，2010-2012 年连续亏损，13 年 1-9 月微利 774 万元。主要原因：1、大部分项目处于投运初期，前期成本费用支出较多；2、垃圾供给量不足。创冠晋江、惠安、福清、安溪、黄石项目均在 2012 年竣工验收后正式投运，晋江污泥干化项目未验收，建阳项目正在申请竣工验收，惠安二期、安溪二期、黄石二期扩建项目未完工，南平、营口项目正在清算，大连、贵阳、孝感项目拟建。创冠环保垃圾焚烧在运营项目规模较大，但盈利水平较差，瀚蓝需使其快速步入正常经营轨道，贡献稳定的运营收益。

#### (2) 加大融资力度 推进扩建/拟建项目建设进度

创冠大连、贵阳、孝感项目总设计规模超过 5150 吨/日，计划投资金额较大，初步测算约 20 亿元。惠安、安溪、黄石 3 个扩建项目目前尚未完工，仍需持续资金投入。本次收购（不考虑发行股份支付）需要现金支付

11 亿元，若配套融资成功的话，可解决 7.4 亿元现金，加上账上现金 3.9 亿元（13 年底），基本可满足本次收购资金需求。但是后续项目建设及拓展的资金需求仍待进一步融资解决。

### （3）收购后整合挖潜

收购创冠环保后，如何在企业管理、项目运营、项目建设层面推进公司整合，发挥协同效应，是瀚蓝环境面临的直接挑战。

综合分析，瀚蓝环境收购创冠环保后，需要在提高现有项目经营管理水平、推进拟建项目进度、合力开拓市场、加大融资力度等方面下大力气，真正实现外延式扩张的质量。

## 2、南海城市垃圾处理产业园异地复制有待观察

南海城市垃圾处理产业园项目是业内标杆，在污染治理方面赢得口碑，未来依靠创冠环保的项目拓展能力及瀚蓝的示范效应进行异地复制，进展是否顺利有待进一步观察。

## 3、桂城水厂搬迁 短期增加折旧摊销成本 拖累盈利能力

新桂城水厂 2014 年预计投产，旧桂城水厂清算，预计将增加折旧摊销，影响 14 年供水业务的盈利能力。

## 4、风险提示

大盘系统性风险；资金链断裂风险；收购创冠环保后整合不达预期风险；拟建项目进度慢于预期风险。



## 财务预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2013	2014E	2015E	2016E	单位: 百万元	2013	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	<b>833</b>	<b>1,054</b>	<b>667</b>	<b>839</b>	<b>营业收入</b>	1,001	1,030	1,100	1,180
现金	392	608	193	332	营业成本	616	626	645	678
应收账款	80	82	87	94	营业税金及附加	7	7	7	8
其它应收款	32	33	35	38	销售费用	0	0	0	0
预付账款	255	262	280	300	管理费用	72	62	66	71
存货	52	52	53	55	财务费用	86	77	82	88
其他	22	18	19	21	资产减值损失	2	2	2	3
<b>非流动资产</b>	<b>4,596</b>	<b>4,788</b>	<b>5,122</b>	<b>5,498</b>	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	508	560	612	665	投资净收益	48	52	53	55
固定及无形资产	3,981	4,121	4,399	4,719	<b>营业利润</b>	266	308	350	387
其他	22	23	24	26	<b>利润总额</b>	277	320	362	400
<b>资产总计</b>	<b>5428</b>	<b>5843</b>	<b>5789</b>	<b>6337</b>	所得税	42	48	54	60
<b>流动负债</b>	<b>1,209</b>	<b>1,262</b>	<b>773</b>	<b>835</b>	<b>净利润</b>	235	272	308	340
短期借款	59	155	165	177	少数股东损益	1	41	42	43
应付账款	301	130	132	137	<b>归属母公司净利润</b>	234	230	265	297
其他	88	91	97	104	EBITDA	488	530	588	645
<b>非流动负债</b>	<b>1,735</b>	<b>1,883</b>	<b>2,010</b>	<b>2,157</b>	EPS (元)	0.40	0.40	0.46	0.51
长期借款	1,707	1,854	1,980	2,124					
其他	28	29	31	33	<b>主要财务比率</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>
<b>负债合计</b>	<b>2,945</b>	<b>3,145</b>	<b>2,784</b>	<b>2,992</b>	<b>成长能力</b>				
少数股东权益	41	83	125	168	营业收入	13.12%	2.87%	6.76%	7.27%
归属母公司股东权益	2,443	2,615	2,880	3,177	营业利润	18.80%	16.09%	13.48%	10.55%
<b>负债和股东权益</b>	<b>5428</b>	<b>5843</b>	<b>5789</b>	<b>6337</b>	归属母公司净利润	22.93%	-1.55%	15.27%	11.85%
					<b>获利能力</b>				
<b>现金流量表</b>					毛利率	38.50%	39.28%	41.33%	42.55%
单位: 百万元	2013E	2014E	2015E	2016E	净利率	23.35%	22.35%	24.13%	25.17%
<b>经营活动现金流</b>	<b>456</b>	<b>-35</b>	<b>527</b>	<b>584</b>	ROE	9.57%	8.81%	9.21%	9.34%
净利润	235	272	308	340	ROIC	5.92%	5.36%	6.16%	6.22%
资产减值损失					<b>偿债能力</b>				
折旧摊销	181	194	207	222	资产负债率	54.25%	53.83%	48.09%	47.21%
公允价值变动收益					净负债比率				
财务费用	86	77	82	88	流动比率	0.69	0.84	0.86	1.00
投资损失	-48	-52	-53	-55	速动比率	0.65	0.79	0.79	0.94
营运资本变化	19	-528	-18	-12	<b>营运能力</b>				
递延税款变化					总资产周转率	0.18	0.18	0.19	0.19
<b>投资活动现金流</b>	<b>-951</b>	<b>-334</b>	<b>-485</b>	<b>-542</b>	应收帐款周转率	12.57	12.57	12.57	12.57
资本支出	-742	-334	-485	-542	应付帐款周转率	11.84	12.09	12.29	12.41
其他投资	-208	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>				
<b>筹资活动现金流</b>	<b>139</b>	<b>585</b>	<b>-456</b>	<b>97</b>	每股收益	0.40	0.40	0.46	0.51
短期借款	279	720	-374	185	每股经营现金	0.79	-0.06	0.91	1.01
新发股份	0	0	0	0	每股净资产	4.22	4.51	4.97	5.49
分红	-58	-58	0	0	<b>估值比率</b>				
少数股东融资	5	0	0	0	P/E	30.09	30.56	26.52	23.71
财务费用	-86	-77	-82	-88	P/B	2.88	2.69	2.44	2.22
<b>现金净增加额</b>	<b>-355</b>	<b>215</b>	<b>-415</b>	<b>139</b>	EV/EBITDA	14.42	13.29	11.97	10.91

数据来源: 贝格数据, 民族证券

## 分析师简介

李晶，管理学硕士，具有证券行业投资咨询业务执业资格，四年证券行业从业经历。  
单击此处输入文字。

## 分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受任何形式的报酬。

## 投资评级说明

类别	级别	
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

## 免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

## 特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 [www.e5618.com](http://www.e5618.com) 信息披露栏查询公司静默期安排。

地址：北京市朝阳区北四环中路27号盘古大观A座40层(100101)