

# 国祯环保 (300388.SZ) 燃气水务行业

评级：增持 维持评级

公司研究简报

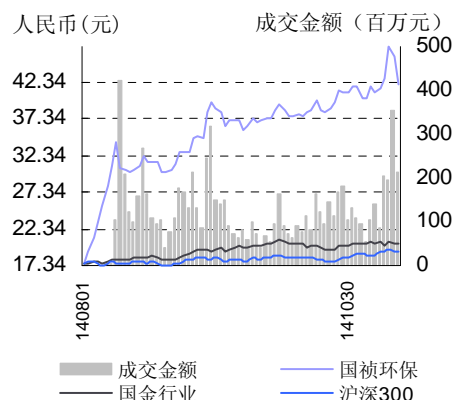
市价 (人民币)：46.26 元

## 厚积薄发的水处理综合服务商

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)	22.06
总市值(百万元)	3,709.93
年内股价最高最低(元)	47.19/17.48
沪深 300 指数	2581.09



### 公司基本情况 (人民币)

项 目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	1.073	0.854	0.861	1.227	1.774
每股净资产(元)	6.66	7.25	8.64	9.86	11.56
每股经营性现金流(元)	-0.65	-1.39	0.81	2.55	3.39
市盈率(倍)	N/A	N/A	53.76	37.70	26.08
行业优化市盈率(倍)	31.82	44.62	32.76	27.76	22.76
净利润增长率(%)	24.12%	-20.41%	34.40%	42.61%	44.52%
净资产收益率(%)	16.12%	11.78%	9.96%	12.44%	15.23%
总股本(百万股)	66.17	66.17	88.23	88.23	88.23

来源：公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

- **以运营业务为核心的全产业链覆盖民营污水服务商。**公司主营业务涵盖生活污水处理的全产业链，包括投资运营、工程 EPC、设备制造和集成等，业务核心为污水处理运营服务，相对工程类公司更为稳定且盈利能力高。目前已在全国五大片区七个省份运营 53 座生活污水处理厂，主要集中在三线城市和县城，已投运污水处理能力超过 240 万吨/日。
- **三线及县城污水市场：新增+提标改造+整合提速，具有大看点。**我们将市政污水处理分为一二线城市、三线及县城城市以及农村三个层级，我们最看好三线及县城污水市场的发展，市场化程度较高，且无论从新增、提标改造还是市场整合来看，都具备相当潜力（详见正文分析）。
- **国祯市场拓展能力强+资金掣肘缓解，在三线及县城污水市场具备整合潜力：**从我们产业调研了解，目前市场上打包出售 20-30 万吨级别污水特许经营项目非常多，在良好的市场趋势背景之下，国祯凭借其优秀市场拓展能力、较强资金实力有望借行业东风快速整合中小城市污水处理市场，获取集中度提升机会。
- **厚积薄发，打造水处理综合服务商：**公司积极储备流域治理、农村污水处理以及污泥处理等领域的技术和项目经验，打造水处理综合服务商；待上述细分行业进入高景气阶段，届时公司将具备较大爆发力。

### 投资建议

- 我们预测公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.86 元、1.23 元和 1.78 元，净利润同比增速分别为 34%、43%和 44%。
- 目前公司市值 40 亿人民币，对应静态估值为 53x14PE、37x15PE 和 26x16PE。考虑公司并购污水运营项目带来较大业绩弹性，短期给予 45x15PE，目标价 55 元；中长期动态角度考虑三线及县城污水整合空间、公司竞争力及水处理综合服务商定位，我们看好公司市值成长空间，将其作为 A 股水处理板块首选标的。

### 风险

- 整合进度、市场拓展情况低于预期。

霍也佳 分析师 SAC 执业编号：S1130514080008  
 (8621)60870950  
 huoyj@gjzq.com.cn

## 内容目录

全产业链覆盖的民营污水服务商.....	3
在三线城市和县城污水处理市场具备整合潜力 .....	3
三线及县城污水市场：新增+提标改造+整合提速，具有大看点 .....	3
国祯市场拓展能力强+资金掣肘缓解，具备整合潜力.....	5
厚积薄发，打造水处理综合服务商 .....	7
盈利预测和投资建议 .....	8
盈利假设和预测.....	8
投资建议 .....	8
风险提示 .....	9
附录：三张报表预测摘要 .....	10

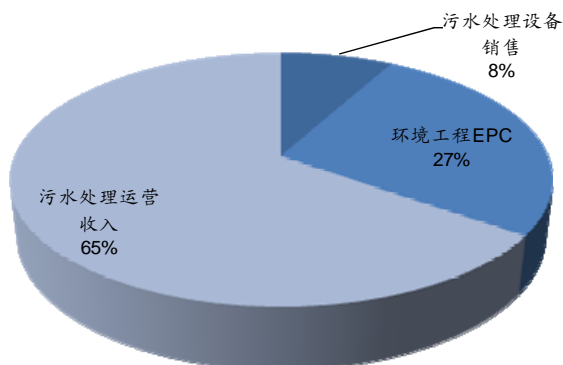
## 图表目录

图表 1：国祯环保 2013 主营业务收入占比.....	3
图表 2：国祯环保 2013 主营业务毛利占比.....	3
图表 3：运营业务毛利率较高 .....	3
图表 4：住建部公布县城污水处理率情况 .....	4
图表 5：住建部公布县城污水处理覆盖率 .....	4
图表 6：县城污水处理新增市场估算 .....	4
图表 7：一级 A 排放标准的污水厂数量占比低 .....	5
图表 8：一级 A 排放标准的污水厂规模占比低 .....	5
图表 9：国祯环保运营项目区域分布（按项目个数） .....	6
图表 10：国祯环保运营项目区域分布占比（按项目规模） .....	6
图表 11：公司污水运营毛利率处于行业中上水平 .....	6
图表 12：久保田平板膜和中空纤维膜性能对比 .....	7
图表 13：国祯环保盈利预测及假设 .....	8

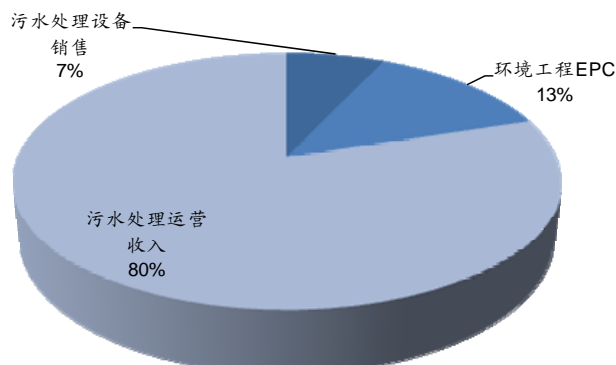
## 全产业链覆盖的民营污水服务商

- 公司控股股东为国祯集团（持股占比 44%），实际控制人为李炜先生，主营业务涵盖生活污水处理的全产业链，包括投资运营、工程 EPC、设备制造和集成等；其中污水处理运营收入占比 65%左右，毛利占比 80%左右，运营业务相对 EPC 更为稳定且盈利能力更高。

图表1：国祯环保 2013 主营业务收入占比

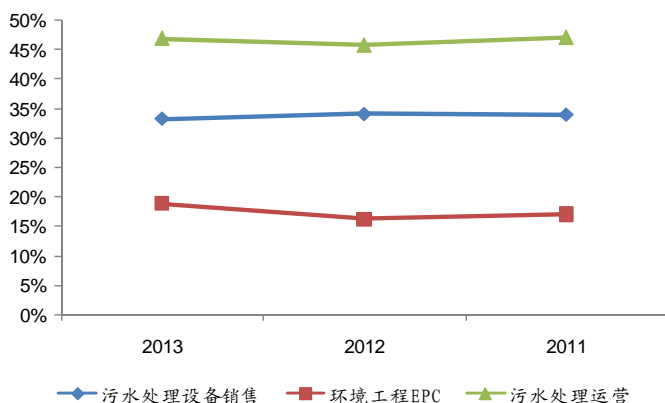


图表2：国祯环保 2013 主营业务毛利占比



来源：公司资料，国金证券研究所

图表3：运营业务毛利率较高



来源：国金证券研究所

- 公司已在全国五大片区七个省份运营 53 座生活污水处理厂，主要集中在三线城市和县城；已投运污水处理能力超过 240 万吨/日，其中约一半为托管运营类项目，BOT（75 万吨/日）和 TOT 项目（48 万吨）约为 120 万吨/日。

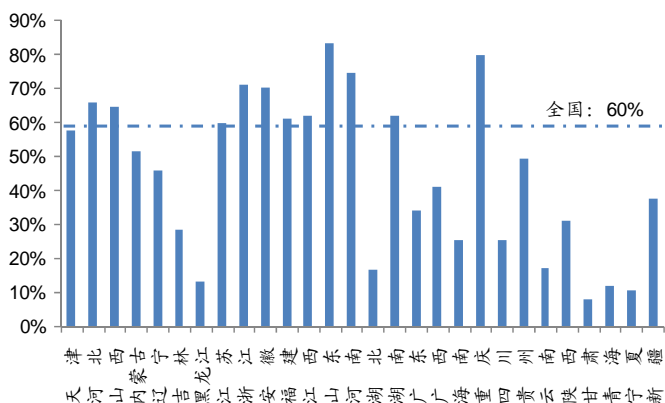
## 在三线城市和县城污水处理市场具备整合潜力

三线及县城污水市场：新增+提标改造+整合提速，具有大看点

- 从行政级别角度划分，我们将市政污水处理分为一二线城市、三线及县城城市以及农村三个层级：1）一二线城市大部分市政污水运营项目在地方水务公司或大型国企手上，区域垄断特征较明显，且新增空间已不大；2）农村污水市场尚有较多关键问题（管网、付费、投资大等）未解决，仍处于试点阶段；3）三线及县城污水市场的市场化程度较高，且无论从新增、提标改造还是市场整合来看，都具备相当潜力。

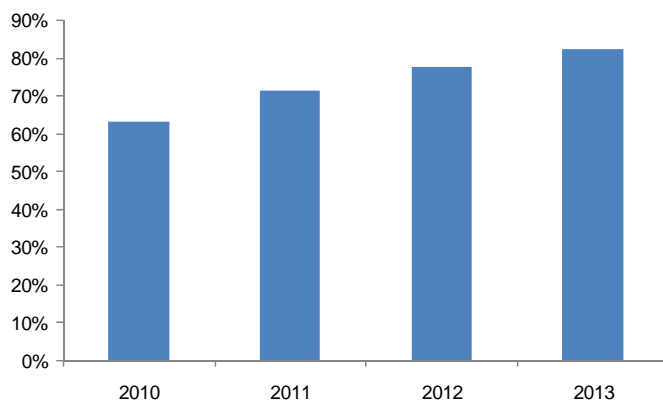
- **1、新增污水处理市场：**目前我国县城污水处理能力约为 2700 万吨/日，我们预计实际县城污水处理率低于 60%，亟待加快污水处理设施建设；随着城镇化推进，我们预计该缺口将扩大至 1700 万吨/日左右，对应投资需求 340 亿-400 亿。
- 根据城镇排水与污水处理公报，全国县城污水处理率约为 60.12%，由于上述处理率水平是住建部自下而上逐级统计而来，考虑偷排漏排、雨污合流、工业/市政污水混合等因素，我们认为该污水处理率存在高估，并且根据我们产业调研了解，县城污水实际处理达标率偏低，县城污水处理厂晒太阳并非少数。

图表4：住建部公布县城污水处理率情况



来源：住建部，国金证券研究所

图表5：住建部公布县城污水处理覆盖率



- 随着新型城镇化的加快推进，农村人口不断向城镇特别是县城转移以及部分工业企业往县城转移，导致县城污水排放量上升我们测算距县城城镇污水产生总量缺口 1100 万吨/日左右，随着城镇化的推进以及部分工业企业往县城转移，我们预计缺口将扩大至 1700 万吨/日左右，按照按吨投资 2000-2300 元（一级 A）估算，对应投资需求 340 亿-400 亿。

图表6：县城污水处理新增市场估算

城镇人口（亿）	6.7	6.97	7.23	7.50	7.77
其中：县城人口（亿）	2.2	2.4	2.6	2.8	2.9
乡镇人口（亿）	6.65	6.38	6.12	5.85	5.58
城镇化率	50.2%	52.2%	54.2%	56.2%	58.2%
县城生活污水产量（万吨/日）	3300	3580	3861	4141	4421
县城生活污水量增速	--	8.5%	7.8%	7.3%	6.8%
县城工业污水总产量（万吨/日）	1485	1515	1545	1576	1607
工业污水量增速	--	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
通过城镇污水厂处理的工业污水（万吨/日）	520	530	541	552	563
县城污水总量（万吨/日）	4785	5095	5406	5717	6029
县城城镇污水厂处理总量（万吨/日）	3820	4110	4401	4693	4984
产能缺口（万吨/日）	1120	1410	1701	1993	2284

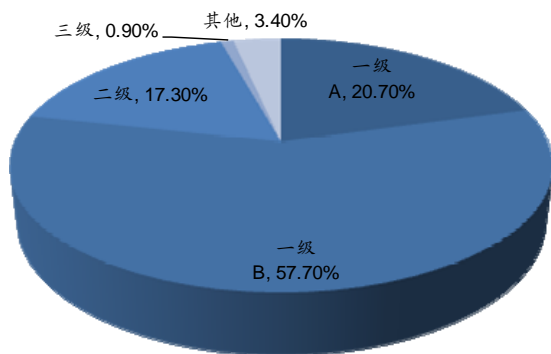
来源：国金证券研究所

- **2、提标改造空间大：**假设达到一级 A 排放标准的城镇污水厂规模提升 40 个百分点达到 55%，按单位吨投资 1000 元，改造市场投资规模 700 亿，其中县城污水改造市场投资规模约 110 亿。
- 住建部数据显示，达到一级 A 排放标准的污水厂规模仅占 15.4%，数量仅占 20.7%；在水污染压力以及监管加严压力之下，大批已建水厂

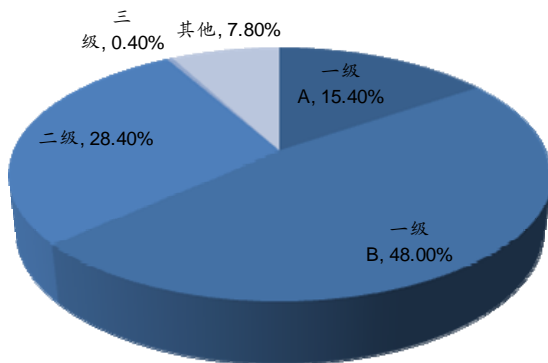
正逐步进入规模化的提标改造阶段，从二级/一级 B 标提至一级 A 标。

- 一些经济发达但环境容量小的地区已率先出台地方性水污染排放标准，在国标标准上收紧各项指标限值，如北京市出台了《水污染排放标准》、太湖流域出台了《太湖地区城镇污水处理厂及重点工业行业主要水污染物排放限值》。随着提标改造的陆续实施，污水处理费也将随着上调。

图表7：一级 A 排放标准的污水厂数量占比低



图表8：一级 A 排放标准的污水厂规模占比低



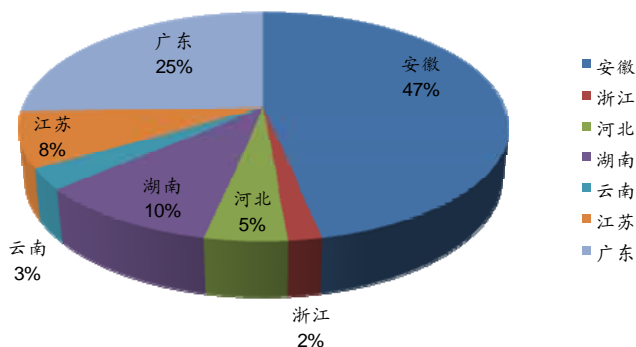
来源：环保部，国金证券研究所

- **3、地方政府财政紧+监管考核加严带来的整合提速：**我国城镇污水处理市场较为分散，龙头北控市占率仅 10% 左右；三线城市及县城污水处理厂仍有相当部分在地方政府或是非专业环保公司（以地产、基建公司为主）手上，目前监管压力及提标改造趋势之下，上述业主有充足动力加速将手中的环保项目出售，给具备融资能力和规模优势的龙头企业带来了提升市场份额的机会。
- **对于地方政府：**一是相应国家推行 PPP 模式号召，转向政府购买服务；第二相当于变现资产，缓解财政紧张现状；第三引入有实力的环保运营，转移提标、减排压力，政府职能向“监管者”转变。
- **对于非专业环保公司：**环保产业发展已逐步从量控转向质控，更加着重于运营效果好坏；非专业环保公司缺乏资金实力去做提标改造，也缺乏经济性的运营能力做到稳定达标排放，出于经济性角度，出售项目正成为趋势。

#### 国祯市场拓展能力强+资金掣肘缓解，具备整合潜力

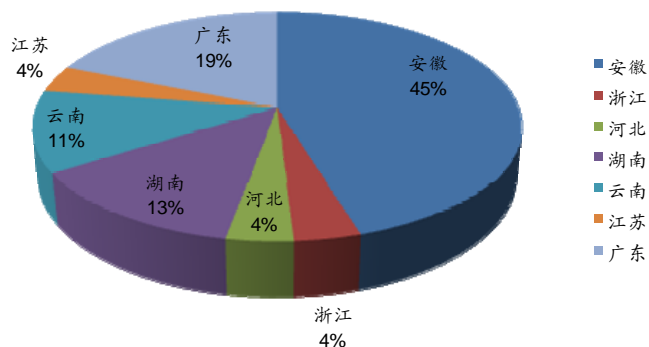
- 从我们调研了解，目前市场上打包出售 20-30 万吨级别污水特许经营项目非常多，在良好的市场趋势背景之下，国祯凭借其优秀市场拓展能力、较强资金实力有望借行业东风快速整合中小城市污水处理市场，获取集中度提升机会。
- 国祯环保作为老牌民营污水处理服务商，立足安徽从区域小型水厂运营商起家，发展成为目前覆盖全国多个区域的综合污水处理服务商，由 2009 年初的 10 余个污水处理厂发展到目前的 53 座污水处理厂，市场拓展能力较强。
- 采用“大区管理制”和“分区划片”负责制，建立了覆盖五大片区的市场营销网络，由各区域营销经理负责跟踪各个地区的项目信息。
- 以项目公司为平台，充分利用 30 余家分、子公司的资源，以点带面，迅速跑马圈地。

图表9：国祯环保运营项目区域分布（按项目个数）



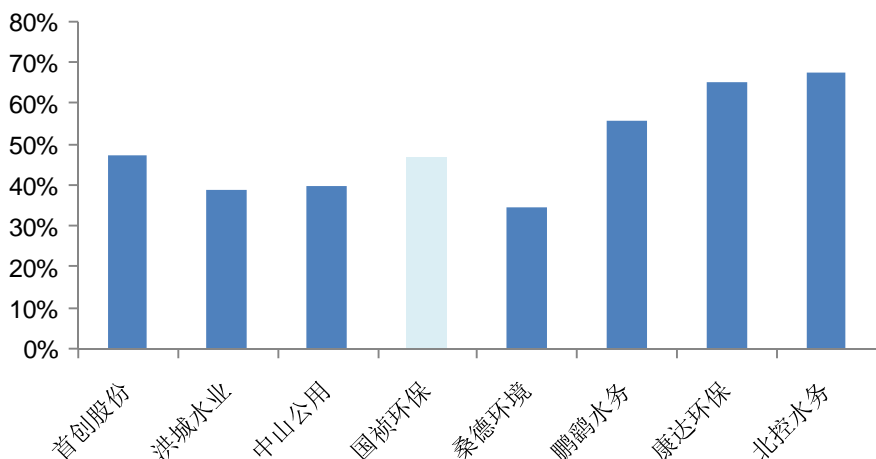
来源：国金证券研究所

图表10：国祯运营项目区域分布占比（按项目规模）



- **管理方面**，公司研制开发了污水处理厂远程监控和专家诊断系统，成为国内较早实现总部终端控制和监控运营质量的企业。该系统能够通过网络技术对各下属污水处理厂做好达标排放，做到高效稳定运行实施远程监控，进一步提升了公司应急处理能力，降低了运营成本。

图表11：公司污水运营毛利率处于行业中上水平



来源：国金证券研究所

- **资金方面**，公司上市以后融资平台初步搭建，IPO 募集资金 2.30 亿人民币，另外还在筹划尝试多样化融资工具，利用上市公司地位做相关资本筹备工作，为后续整合县城污水处理市场打下坚实基础。
- **污水处理运营项目整合将带来较大业绩弹性**。目前公司城镇污水运营规模 240 万吨左右，占全国污水市场规模 1.7%，在县城污水市场市占率约为 8% 左右。后续如通过并购手段获取污水处理运营规模 20% 增长，即收购约 50 万吨特许经营项目（从行业趋势和公司实力来看，我们判断难度并不大），按照国祯环保目前在运项目的盈利情况，我们预计约能贡献约 2000-2500 万运营净利润/年，贡献 EPS0.23-0.28 元。（对应吨水净利润 45 万/年，项目 IRR10% 左右）

## 厚积薄发，打造水处理综合服务商

- **以巢湖流域乡镇污水项目切入农村污水治理，示范效应大。**公司 13 年末中标合肥市巢湖流域乡镇污水处理厂（含湿地）DBO 及配套管网建设项目。借助该示范项目公司在乡镇污水工程市场积累丰富经验，助于公司未来在其他农村示范项目工程业务的拓展。
  - 该项目是安徽美好乡村建设规划中的重点配套项目，总投资额 5.9 亿，属于乡镇污水处理项目中的大规模项目，具有突出示范效应；
  - 该项目包括肥东县 8 个和庐江县 13 个乡镇污水处理厂（含湿地）DBO 及配套管网建设项目，建设期为 14-15 年；其中污水处理厂（含湿地）的设计建造价款 1.7 亿元，配套主干管价款 2.5 亿元。
- **成立湖泊事业部，布局水环境治理。**我国流域污染问题目前仍较为严重，全国主要流域的 IV ~ V 类和劣 V 类水质断面比例接近 30%，仅靠点源治理无法根治流域，预计后续流域治理将成为水环境治理工作重点之一。公司 14 年成立湖泊治理与水体修复事业部，积极储备相关技术能力以及提高综合治理方案设计能力，待市场兴起之日以迅速抓住市场机会。
- **与久保田合作，推广平板膜产品，享工业污水广阔发展空间。**工业水治理在监管加严和提标趋势之下迎来快速发展拐点，膜技术由于占地小、运行稳定，在工业污水领域得到广泛应用。国祯环保与全球第一的平板膜生产商久保田合资成立了久保田国祯（国祯持股 49.5%），在国内从事基于 MBR 技术的水处理技术开发和生产和销售平板膜设备组件等。
  - 久保田是日本领先的综合性集团，业务领域包括机械设备、水环境治理、融资租赁等等，同时是日本最大的水处理设备制造公司之一。久保田作为 MBR 的领导者，自 80 年代就开始使用 MBR 技术，其生产的平板膜处于全球领先地位。
  - 久保田平板膜相对于中空纤维膜具备长寿命、易维护管理性，以超长的产品寿命，稳定的处理能力得到了全世界用户的高度评价。
    - 1) **适应性广泛：**久保田平板膜从位于南极的污水处理，到石油、药品、食品废水等，在多种多样的污水种类、处理工艺、运行环境中被广泛采用；
    - 2) **长寿命：**有很多 10 年以上未更换膜片的污水处理厂业绩，如 UK 的 Porlock WWTP 中，MLSS12,000 ~ 18,000 状态下运行 10 年后的膜更换率仅为 6%；因其寿命长，也将运营费用控制在最低限度。

图表12：久保田平板膜和中空纤维膜性能对比

项目	久保田平板膜	中空纤维膜
进口细隔栅	3mm	1mm
处理中污泥浓度	15000-20000mg/L	12000-15000mg/L
耐久性	10年以上	5-7年
占地面积	小	小
出水水质	优于一级A	优于一级A
日常清洗	不需要	需要
日常清洗用水	不需要	有些需要纳米膜过滤水
定期冲洗	4-6个月	4-6个月
定期冲洗方式	无需提出。在池内冲洗	需要提出，在池外冲洗

来源：国金证券研究所

- **污泥已做技术储备，将在合适时机规模化推进：**随着污水处理厂的规模化建成，污泥大量产生，已引起各方面关注；公司在污泥处理领域已做了约 2 年技术储备，包括焚烧、发酵做营养土等。公司关注两点-政府推动积极

性和政府付费政策的完善，目前仍处于试点推广阶段，未来将在合适时机规模化铺开污泥业务。

## 盈利预测和投资建议

### 盈利假设和预测

- 我们预测公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.86 元、1.23 元和 1.78 元，净利润同比增速分别为 34%、43%和 44%。
  - 我们预测公司 2014-2016 年主营业务收入分别为 940 百万元、1190 百万元和 1472 百万元，同比增速分别为 47.2%、26.7%和 23.7%。
  - 我们预测公司 2014-2016 年归属母公司净利润分别为 76 百万元、108 百万元和 156 百万元，同比增速分别为 34%、43%和 44%。
- 基本假设如下：
  - 污水处理设备销售：给予设备销售保持年均 10%增速。
  - 环境工程 EPC：年初公司在手未执行环境工程订单约为 10 亿，今年新签订单 2 亿左右，假设 15-16 年新签工程订单 3 亿、5 亿。
  - 污水处理整合（运营）：除了 IPO 募投项目中的 13 万吨污水处理特许经营项目，假设 15-16 年每年新并购特许经营类污水项目 40 万吨/日，新签托管运营类型项目 10 万吨/日，对应总运营规模增速 25%、6%，新增项目按半年计算收入。

图表13：国祯环保盈利预测及假设

Segment results	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
污水处理设备销售	47.0	40.6	51.2	56.3	61.9	68.1
环境工程EPC	170.0	122.8	170.3	438.3	532.8	625.9
污水处理运营	201.2	285.9	341.8	360.0	485.4	647.6
污水处理利息收入	42.8	52.1	72.8	85.0	110.0	130.0
<b>Total Revenue</b>	<b>460.9</b>	<b>501.5</b>	<b>636.0</b>	<b>939.6</b>	<b>1,190.0</b>	<b>1,471.6</b>
污水处理设备销售	30.7	26.7	33.7	37.1	40.8	44.9
环境工程EPC	140.8	103.0	138.5	368.2	447.5	525.7
污水处理运营	129.4	182.9	219.8	244.8	327.5	427.7
<b>Total Cost</b>	<b>300.8</b>	<b>312.6</b>	<b>391.9</b>	<b>650.1</b>	<b>815.8</b>	<b>998.4</b>
污水处理设备销售	34.7%	34.2%	34.2%	34.0%	34.0%	34.0%
环境工程EPC	17.2%	16.1%	18.7%	16.0%	16.0%	16.0%
污水处理运营	47.0%	45.9%	47.0%	45.0%	45.0%	45.0%
<b>Gross Profit Margin</b>	<b>34.7%</b>	<b>37.7%</b>	<b>38.4%</b>	<b>30.8%</b>	<b>31.4%</b>	<b>32.2%</b>

来源：国金证券研究所

### 投资建议

- 目前公司市值 40 亿人民币，对应静态估值为 53x14PE、37x15PE 和 26x16PE。考虑公司并购污水运营项目带来较大业绩弹性，短期给予 45x15PE，目标价 55 元；中长期动态角度考虑三线及县城污水整合空间、公司竞争力及水处理综合服务商定位，我们看好公司市值成长空间，将其作为 A 股水处理板块首选标的。
- 短期静态看，作为 A 股水处理板块中唯一的具备成为三线及县城污水市场整合领导者的潜力民营企业，以及考虑未来两年业绩较快增长，短期我们给予 45x15PE，短期目标价 55 元。

- 从中长期动态角度，考虑公司在三线及县城污水市场潜在整合市场空间大（并且运营能力佳，项目 IRR 不错），以及厚积爆发的积极储备水环境治理、农村污水处理以及污泥处理等领域的技术和项目经验，待上述行业进入高景气阶段，公司将具备较大爆发力。因而我们看好公司中长期市值成长空间，将其作为 A 股水处理板块的首选标的。
- 上述公司的外延式并购进度仅为我们假设，保守起见，我们给予增持评级，后续如果假设兑现或外延并购超预期则予以上调至买入。

#### 风险提示

- 整合进度、市场拓展情况低于预期。

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>主营业务收入</b>	<b>463</b>	<b>504</b>	<b>638</b>	<b>940</b>	<b>1,190</b>	<b>1,472</b>
增长率		8.8%	26.7%	47.2%	26.7%	23.7%
<b>主营业务成本</b>	<b>-301</b>	<b>-313</b>	<b>-392</b>	<b>-650</b>	<b>-816</b>	<b>-998</b>
% 销售收入	65.0%	62.1%	61.4%	69.2%	68.6%	67.8%
<b>毛利</b>	<b>162</b>	<b>191</b>	<b>246</b>	<b>290</b>	<b>374</b>	<b>473</b>
% 销售收入	35.0%	37.9%	38.6%	30.8%	31.4%	32.2%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-4</b>	<b>-3</b>	<b>-5</b>	<b>-8</b>	<b>-10</b>	<b>-12</b>
% 销售收入	0.9%	0.6%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
<b>营业费用</b>	<b>-19</b>	<b>-22</b>	<b>-26</b>	<b>-38</b>	<b>-48</b>	<b>-59</b>
% 销售收入	4.0%	4.3%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
<b>管理费用</b>	<b>-42</b>	<b>-51</b>	<b>-56</b>	<b>-75</b>	<b>-99</b>	<b>-125</b>
% 销售收入	9.2%	10.1%	8.8%	8.0%	8.3%	8.5%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>97</b>	<b>115</b>	<b>159</b>	<b>169</b>	<b>218</b>	<b>277</b>
% 销售收入	20.9%	22.9%	24.9%	18.0%	18.3%	18.9%
<b>财务费用</b>	<b>-43</b>	<b>-53</b>	<b>-90</b>	<b>-77</b>	<b>-87</b>	<b>-88</b>
% 销售收入	9.2%	10.5%	14.2%	8.2%	7.3%	6.0%
<b>资产减值损失</b>	<b>-1</b>	<b>-2</b>	<b>-1</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>
<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>
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>营业利润</b>	<b>53</b>	<b>61</b>	<b>68</b>	<b>90</b>	<b>129</b>	<b>187</b>
营业利润率	11.5%	12.1%	10.7%	9.6%	10.9%	12.7%
<b>营业外收支</b>	<b>14</b>	<b>19</b>	<b>1</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>
<b>税前利润</b>	<b>67</b>	<b>80</b>	<b>69</b>	<b>93</b>	<b>132</b>	<b>190</b>
利润率	14.6%	15.9%	10.9%	9.9%	11.1%	12.9%
<b>所得税</b>	<b>-11</b>	<b>-8</b>	<b>-12</b>	<b>-16</b>	<b>-22</b>	<b>-32</b>
所得税率	15.7%	10.6%	16.7%	17.0%	17.0%	17.0%
<b>净利润</b>	<b>57</b>	<b>71</b>	<b>58</b>	<b>77</b>	<b>110</b>	<b>158</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>
<b>归属于母公司的净利</b>	<b>57</b>	<b>71</b>	<b>56</b>	<b>76</b>	<b>108</b>	<b>156</b>
净利率	12.4%	14.1%	8.9%	8.1%	9.1%	10.6%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>净利润</b>	<b>57</b>	<b>77</b>	<b>59</b>	<b>77</b>	<b>110</b>	<b>158</b>
<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>非现金支出</b>	<b>7</b>	<b>10</b>	<b>14</b>	<b>18</b>	<b>27</b>	<b>37</b>
<b>非经营收益</b>	<b>39</b>	<b>54</b>	<b>79</b>	<b>83</b>	<b>86</b>	<b>87</b>
<b>营运资金变动</b>	<b>-139</b>	<b>-184</b>	<b>-244</b>	<b>-109</b>	<b>-10</b>	<b>-13</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-37</b>	<b>-43</b>	<b>-92</b>	<b>70</b>	<b>213</b>	<b>270</b>
<b>资本开支</b>	<b>-33</b>	<b>-31</b>	<b>-24</b>	<b>-126</b>	<b>-176</b>	<b>-207</b>
<b>投资</b>	<b>6</b>	<b>-95</b>	<b>-46</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-26</b>	<b>-126</b>	<b>-71</b>	<b>-127</b>	<b>-176</b>	<b>-207</b>
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>4</b>	<b>207</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>债权募资</b>	<b>142</b>	<b>212</b>	<b>265</b>	<b>-50</b>	<b>52</b>	<b>27</b>
<b>其他</b>	<b>-43</b>	<b>-57</b>	<b>-101</b>	<b>-79</b>	<b>-89</b>	<b>-90</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>99</b>	<b>156</b>	<b>167</b>	<b>78</b>	<b>-37</b>	<b>-63</b>
<b>现金净流量</b>	<b>36</b>	<b>-14</b>	<b>5</b>	<b>20</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

来源：公司年报、国金证券研究所

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>货币资金</b>	<b>76</b>	<b>64</b>	<b>80</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
<b>应收款项</b>	<b>137</b>	<b>203</b>	<b>254</b>	<b>353</b>	<b>448</b>	<b>554</b>
<b>存货</b>	<b>17</b>	<b>15</b>	<b>18</b>	<b>27</b>	<b>34</b>	<b>41</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>36</b>	<b>121</b>	<b>73</b>	<b>67</b>	<b>84</b>	<b>102</b>
<b>流动资产</b>	<b>266</b>	<b>404</b>	<b>424</b>	<b>547</b>	<b>665</b>	<b>796</b>
% 总资产	20.4%	22.1%	19.7%	23.1%	25.2%	27.1%
<b>长期投资</b>	<b>905</b>	<b>1,156</b>	<b>1,405</b>	<b>1,406</b>	<b>1,405</b>	<b>1,405</b>
<b>固定资产</b>	<b>83</b>	<b>106</b>	<b>131</b>	<b>266</b>	<b>412</b>	<b>578</b>
% 总资产	6.3%	5.8%	6.1%	11.2%	15.6%	19.6%
<b>无形资产</b>	<b>39</b>	<b>153</b>	<b>174</b>	<b>148</b>	<b>155</b>	<b>161</b>
<b>非流动资产</b>	<b>1,037</b>	<b>1,426</b>	<b>1,724</b>	<b>1,822</b>	<b>1,974</b>	<b>2,147</b>
% 总资产	79.6%	77.9%	80.3%	76.9%	74.8%	72.9%
<b>资产总计</b>	<b>1,302</b>	<b>1,829</b>	<b>2,148</b>	<b>2,369</b>	<b>2,639</b>	<b>2,943</b>
<b>短期借款</b>	<b>289</b>	<b>574</b>	<b>511</b>	<b>388</b>	<b>290</b>	<b>117</b>
<b>应付款项</b>	<b>134</b>	<b>224</b>	<b>215</b>	<b>405</b>	<b>508</b>	<b>623</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>143</b>	<b>97</b>	<b>213</b>	<b>16</b>	<b>20</b>	<b>25</b>
<b>流动负债</b>	<b>566</b>	<b>894</b>	<b>939</b>	<b>808</b>	<b>818</b>	<b>765</b>
<b>长期贷款</b>	<b>304</b>	<b>432</b>	<b>670</b>	<b>770</b>	<b>920</b>	<b>1,120</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>52</b>	<b>41</b>	<b>33</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债</b>	<b>922</b>	<b>1,368</b>	<b>1,642</b>	<b>1,579</b>	<b>1,739</b>	<b>1,885</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>364</b>	<b>440</b>	<b>480</b>	<b>762</b>	<b>871</b>	<b>1,027</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>16</b>	<b>21</b>	<b>26</b>	<b>28</b>	<b>29</b>	<b>31</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,302</b>	<b>1,829</b>	<b>2,148</b>	<b>2,369</b>	<b>2,639</b>	<b>2,943</b>

**比率分析**

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.864	1.073	0.854	0.861	1.227	1.774
每股净资产	5.505	6.656	7.250	8.642	9.869	11.642
每股经营现金净流	-0.556	-0.649	-1.385	0.794	2.416	3.058
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	15.70%	16.12%	11.78%	9.96%	12.44%	15.23%
总资产收益率	4.39%	3.88%	2.63%	3.21%	4.10%	5.32%
投入资本收益率	8.35%	7.01%	7.83%	7.21%	8.59%	10.03%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	34.51%	8.83%	26.70%	47.22%	26.65%	23.66%
EBIT增长率	22.29%	19.07%	37.95%	6.31%	28.99%	27.11%
净利润增长率	11.92%	24.12%	-20.41%	34.40%	42.61%	44.52%
总资产增长率	27.40%	40.47%	17.42%	10.27%	11.39%	11.54%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	87.9	105.9	111.1	110.0	110.0	110.0
存货周转天数	23.0	18.8	15.2	15.0	15.0	15.0
应付账款周转天数	130.2	166.9	141.2	160.0	160.0	160.0
固定资产周转天数	52.3	60.2	60.3	84.3	96.7	107.5
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	136.11%	204.18%	217.82%	133.92%	123.37%	107.54%
EBIT利息保障倍数	2.3	2.2	1.8	2.2	2.5	3.1
资产负债率	70.81%	74.79%	76.45%	66.64%	65.89%	64.06%



**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	2	2	3	3
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	2.00	2.00	2.00

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:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

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