

## 反渗透膜龙头，强烈推荐

### ——南方汇通（000920）调研报告

2015年01月18日

强烈推荐/首次

南方汇通

调研报告

#### 报告摘要：

- **公司转型环保类企业，蓄势待发。**公司是中国南车旗下重要的新业务平台，公司当前的业务包括铁路货车制造及维修、反渗透膜销售和棕制品销售。2014年12月，公司发布公告，将剥离铁路相关业务，并置入反渗透膜业务，以贵阳时代沃顿 36.79%的股权进行置换。完成后，公司将成为以环保产业为主、棕制品和股权投资为辅的非相关多元化企业。
- **技术功底深厚，市场前景深远。**公司的反渗透膜技术是国内当之无愧的龙头，多次承担国家级和省级重大科技项目，截止 2012 年公司在国内的反渗透膜市场占有率为 10%，仅次于美国陶氏和日东电工（海德能）。目前国际反渗透膜市场空间超过 110 亿人民币，相对于公司当前约 4 亿人民币的收入而言有巨大的增长潜力。公司的沙文基地一期预计 2015 年投产，届时公司的年产能将达到 1700 万平方米，较当前 800 万平方米的总产能增长 112.5%。到 2020 年公司的总产能将达到 5300 万平方米，产品线更加完善。预计在需求拉动、产能释放的背景下，公司膜制品增速有望超过 40%。
- **棕纤维产品受益于人口老龄化和居民收入增长。**棕纤维产品的特点是：天然、环保、有利于健康。目前我国正逐步步入老龄化时期，公司的大自然品牌更加符合老年人的需求；同时，随着我国居民收入水平的逐步提高，对中高端品牌的承受能力也在不断增强。2011 年-2013 年公司的棕纤维产品营业收入复合增长率为 31%，考虑到房地产市场对家具行业的影响，我们认为该业务有望稳定在 25%的增速。
- **公司盈利预测及投资评级。**我们预计公司 2014-2016 年净利润分别为 1.43 亿元、1.24 亿元和 1.72 亿元，每股收益分别为 0.34 元、0.29 元和 0.4 元，对应 PE 分别为 53X、61.18X 和 44.01X。首次关注给予“强烈推荐”评级。

#### 财务指标预测

指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	2,210.67	2,284.55	1,905.89	970.34	1,244.58
增长率(%)	25.02%	3.34%	-16.57%	-49.09%	28.26%
净利润(百万元)	59.17	65.16	143.31	123.69	171.91
增长率(%)	119.92%	-13.69%	119.92%	-13.69%	38.99%
净资产收益率(%)	5.92%	6.03%	6.91%	5.69%	7.44%
每股收益(元)	0.14	0.15	0.34	0.29	0.41
PE	128.07	119.53	52.80	61.18	44.01
PB	7.57	7.00	3.65	3.48	3.27

#### 张鹏

010-66554029

zhangpeng@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480512060003

#### 刘斐

010-66554104

liufei@dxzq.net.cn

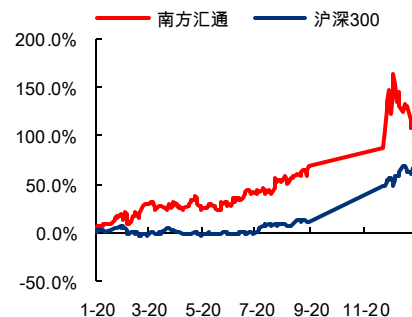
执业证书编号：

S1480513050002

#### 交易数据

52 周股价区间(元)	16.58-8.25
总市值(亿元)	69.97
流通市值(亿元)	69.97
总股本/流通 A 股(万股)	42200/42200
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	0.97

#### 52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

#### 相关研究报告

## 目 录

1. 轻装上阵已备腾飞.....	
1.1 公司是南车集团重要组成部分.....	
1.2 公司剥离盈利差资产，轻装上阵.....	
2. 公司是反渗透膜行业龙头.....	
2.1 反渗透膜业务近年来快速增长.....	
2.2 全球反渗透膜市场状况.....	
2.3 国内反渗透膜利用率还很低，还有广阔的提高空间.....	
2.4 新基地投产打开产能瓶颈.....	
3. 棕纤维产品潜力巨大.....	11
3.1 公司是棕纤维产品领军企业.....	11
3.2 棕纤维产品销量增长快，毛利率稳定.....	11
3.3 棕纤维制品有很大发展空间.....	1
4. 盈利预测及投资评级.....	11

## 表格目录

表 1: 2012 年全球主要复合反渗透膜厂商市场占有率.....	
表 2: “十二五”时期城镇污水处理及再生利用主要指标.....	
表 3: 公司现有产能 800 万平米.....	
表 4: 公司 2015 年和 2020 年产能.....	
表 5: 棕床垫特点一览.....	1
表 6: 公司盈利预测表.....	11

## 插图目录

图 1: 公司股权结构图.....	
图 2: 交易前公司业务架构及子公司情况.....	
图 3: 交易后公司业务架构及子公司情况.....	
图 4: 公司反渗透膜业务历年营业收入.....	
图 5: 公司反渗透膜业务历年产销量.....	
图 6: 公司历年膜制品单价.....	
图 7: 2013 年公司主要业务毛利润占比.....	
图 8: 全球膜组件市场容量.....	
图 9: 公司棕纤维产品历年营业收入.....	1
图 10: 2011-2013 年公司棕纤维产品销售量.....	1
图 11: 公司历年棕制品单价.....	1
图 12: 2013 年公司主要业务毛利润占比.....	1
图 13: 中国历年新出生人口及人口出生率.....	11
图 14: 城镇居民人均可支配收入及增速.....	11

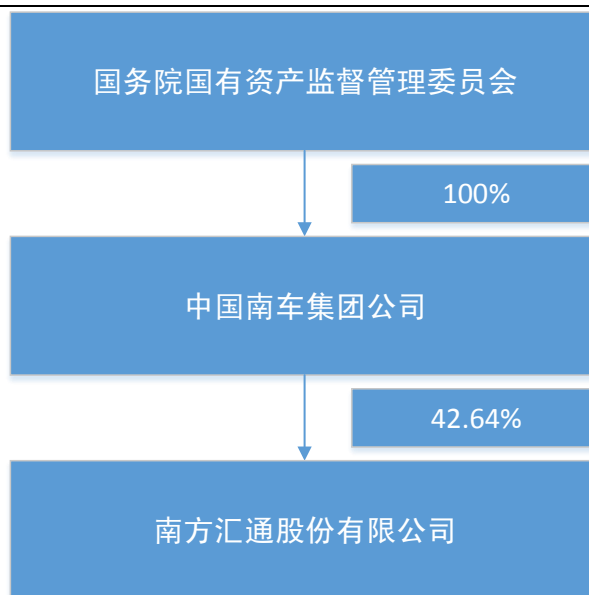


## 1. 轻装上阵已备腾飞

### 1.1 公司是南车集团重要组成部分

公司 1998 年由中国铁路机车车辆工业总公司独立发起，将贵阳车辆厂经营性资产整体重组设立而成。公司 1999 年在深圳证券交易所上市交易，目前公司的控股股东为中国南方机车车辆工业集团公司，持有公司 1.8 亿股，持股比例为 42.64%，实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。

图 1：公司股权结构图

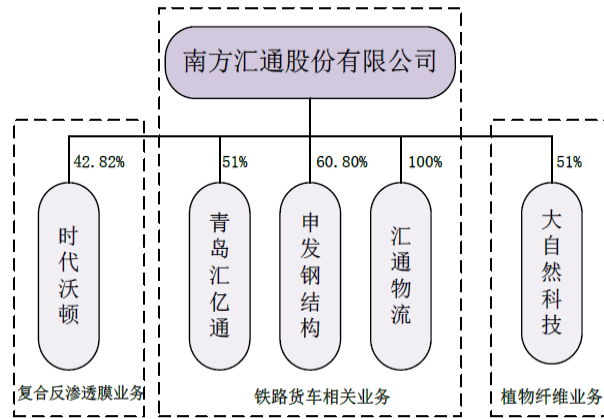


资料来源：东兴证券研究所

### 1.2 公司剥离盈利差资产，轻装上阵

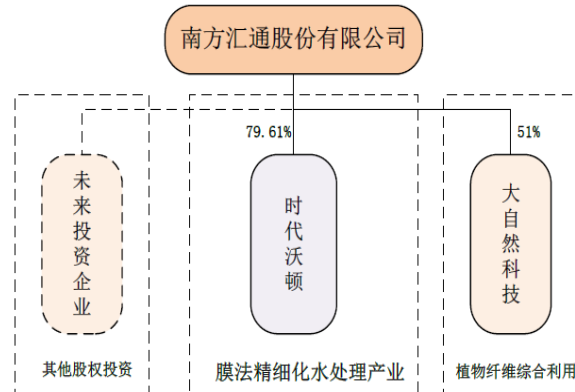
公司在 2014 年 12 月底之前的主营业务包括铁路货车修理、制造及其配件生产，棕纤维弹性材料、复合反渗透膜的研制等。2014 年 12 月 12 日公司发布公告，公司拟以其拥有的铁路货车相关业务资产、负债及子公司股权与南车贵阳拟以现金购买的株洲所持有的时代沃顿 36.79% 股权进行置换。置换完成后，公司从以铁路货车修理、制造及配件生产为主业的机械制造类企业，成长为以膜法水处理业务为主、棕纤维弹性材料生产和股权投资运营为辅，多元并跟进、各板块专业化发展的环保类企业。

图 2:交易前公司业务架构及子公司情况



资料来源：东兴证券研究所

图 3:交易后公司业务架构及子公司情况



资料来源：东兴证券研究所

## 2. 公司是反渗透膜行业龙头

公司的反渗透膜业务主要由子公司贵阳时代沃顿科技有限公司开展。贵阳时代沃顿前身贵阳时代汇通成立于 2006 年 7 月，南方汇通、南车株洲研究所和 6 名自然人股东出资占比分别为 42%、38%和 20%。2010 年，贵阳时代汇通召开董事会，决议同意将“贵阳时代汇通膜科技有限公司”变更为“贵阳时代沃顿科技有限公司”。后来经过两次股权转让，截止 2014 年 12 月资产置换交易之前，贵阳时代沃顿的股权结构为：南方汇通占比 42.82%、南车株洲研究所占比 36.79%、蔡志奇等 4 名自然人占比为 20.39%；交易完成后的股权结构为南方汇通持股比例 79.61%，蔡志奇等 4 名自然人占比 20.39%。

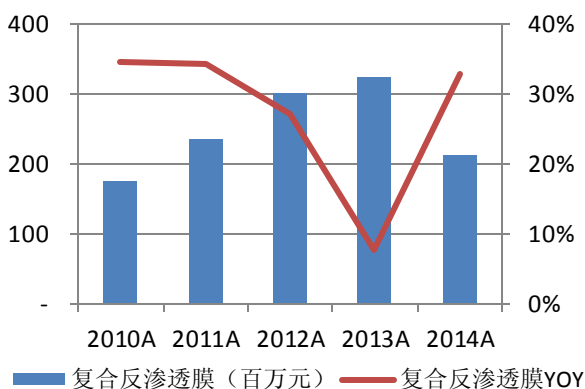
贵阳时代沃顿自设立以来，通过引进消化和自主创新，突破国外大型膜制造厂商的技术封锁，逐步掌握了液体分离膜制备关键核心技术，现已发展成为国内生产规模最大的反渗透膜生产企业，占据了国产反渗透膜第一品牌的行业领先地位。公司现有产品包括低压、极低压、超低压、抗污染、抗氧化和纳滤等多个系列 50 多个规格的复合反渗透膜，广泛应用于饮用水、食品饮料、医疗制药、市政供水处理、工业用高纯水、锅炉补给水、海水淡化、电子行业超纯水、废水处理与回用及物料浓缩提纯等领域。公司产品在国内品牌市场占有率达到 85% 以上，并批量出口西班牙、印度、泰国、台湾等十几个国家和地区，2012 年出口额超过 1500 万美元。

## 2.1 反渗透膜业务近年来快速增长

公司复合反渗透膜业务近几年呈现快速增长的趋势。2010 年，该业务的营业收入为 1.76 亿元，占营业收入的比重为 12.61%，毛利率贡献占比为 26.26%；到 2013 年，该业务实现营业收入 1.72 亿元，占营业收入比重为 17.12%，毛利率贡献占比达到 36.19%。截止到 2014 年中期，复合反渗透膜业务的毛利润贡献占比已经达到 54.21%，成为公司利润最重要的来源。

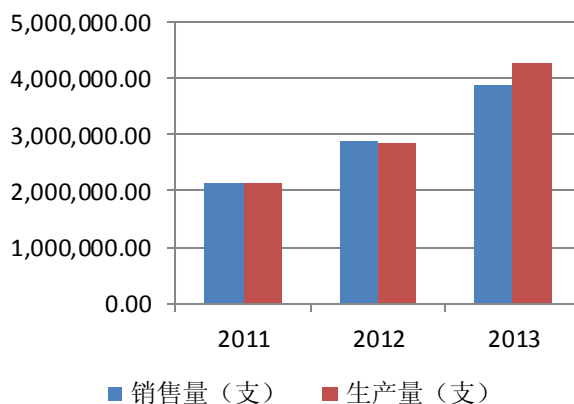
2013 年，由于国内工业用膜的需求下降，但随着国内居民饮水健康意识的增强，家用膜需求增长明显，因此公司反渗透膜的单价有所下降。

图 4：公司反渗透膜业务历年营业收入



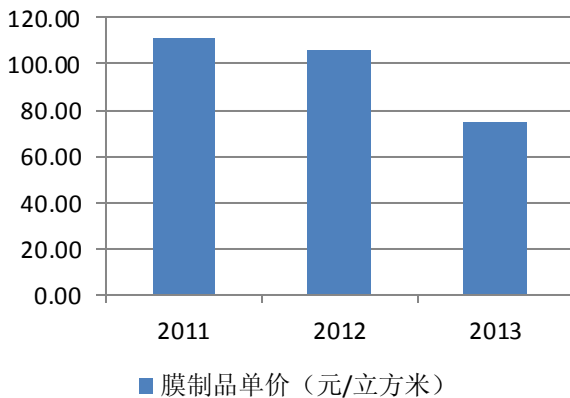
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 5：公司反渗透膜业务历年产销量



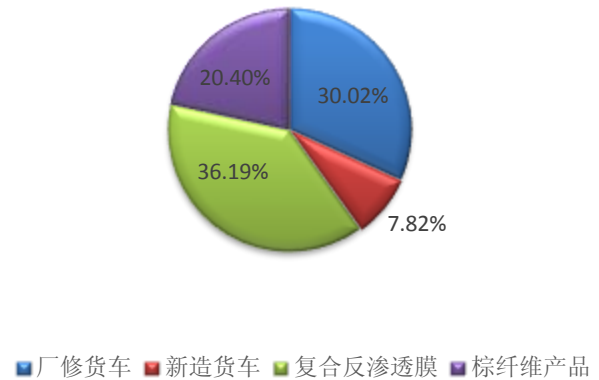
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

**图 6: 公司历年膜制品单价**



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

**图 7: 2013 年公司主要业务毛利润占比**

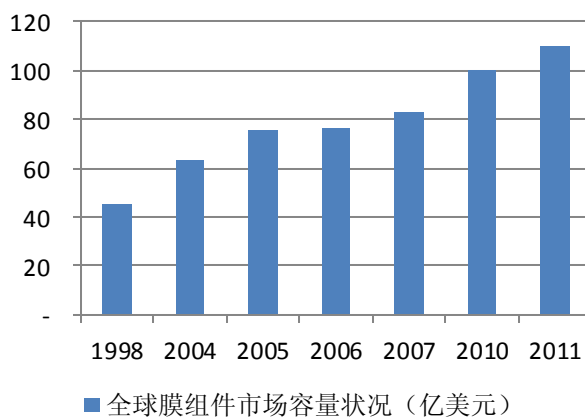


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

## 2.2 全球反渗透膜市场状况

目前全球反渗透膜市场稳步增长。1998 年, 全球膜组件销售额为 45 亿美元, 到 2011 年, 该市场已经增长到 110 亿美元。其中反渗透膜市场为 110 亿人民币。

**图 8: 全球膜组件市场容量**



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

目前全球的反渗透膜市场中, 外资品牌占据比较高的市场地位, 陶氏、海德能、通用、东丽等品牌在整个全球市场中份额占比较大。2012 年, 全球市场占有率排名前三的企业分别是美国陶氏化学、日东电工 (海德能) 和日本东丽。公司在国内排名第四, 但放眼整个全球市场仍然有较大的提升空间。

表 1: 2012 年全球主要复合反渗透膜厂商市场占有率

序号	制造商	国内市场(万 m <sup>2</sup> )	国内市场占有率(%)	海外市场(万 m <sup>2</sup> )	海外市场占有率(%)	全球市场占有率(%)
1	美国陶氏化学	1523	40.49%	5561	39.56%	39.76%
2	日东电工	804	21.38%	3475	24.72%	24.02%
3	日本东丽	516	13.73%	1724	12.27%	12.58%
4	时代沃顿	393	10.45%	219	1.56%	3.43%
5	韩国熊津	202	5.38%	459	3.26%	3.71%
6	美国 GE	190	5.06%	689	4.90%	4.94%
7	美国科氏	132	3.50%	1931	13.74%	11.58%

资料来源：东兴证券研究所

### 2.3 国内反渗透膜利用率还很低，还有广阔的提高空间

我国膜材料的开发起步较晚，自主创新能力不强，主要膜材料长期依赖进口，高端产业、低端环节现象严重；企业规模普遍较小，目前我国膜产业 300 亿元人民币的市场被上千个企业分割，产值过亿的规模企业很少；应用层次偏低，应用领域偏窄。我国膜技术产业亟须科学整合，提高发展质量。

我国水问题严峻，膜技术在水处理领域应用发展比较快，尤其在废水处理、水资源再利用方面有广阔前景，也是目前相对成熟的水处理技术。近年中国分离膜产业基本保持了 25% 以上的增长速度。2013 年，在全球经济发展减速、我国经济受到较大冲击的困难局面下，根据膜协会秘书处对全国 32 家重点膜企业的初步统计，2013 年膜产品总收入为 40.54 亿元，比 2012 年的 34.89 亿元增长 17.4%。

据《“十二五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》污水处理基础设施建设行业（市政和工业均包括在内）将延续“十一五”期间的增长趋势，2015 年末，规划的全国污水处理能力将达到 20805 万立方米/日，新建城镇污水处理设施资金总量约为 1351 亿元（包括新增污水处理和再生水利用）。

表 2: “十二五”时期城镇污水处理及再生利用主要指标

指标		2010 年	2015 年	新增	
污水处理率 (%)	设市城市	77.5	85	7.5	
	其中:	36 个重点城市		100	
		地级市		85	
		县级市		70	
	县城	60.1	70	9.9	
	建制镇	< 20	30	> 10	
污泥无害化处置率 (%)	设市城市		70		
	其中: 36 个重点城市	< 25	80		
	县城		30		



	建制镇		30	
再生水利用率 (%)	< 10	15	> 5	
管网规模 (万公里)	16.6	32.5	15.9	
污水处理规模 (万立方米/日)	12476	20805	4569	
升级改造规模 (万立方米/日)			2611	
污泥处理处置规模 (万吨/年)			518	
再生水规模 (万立方米/日)	1210	3885	2675	

资料来源: 东兴证券研究所

## 2.4 新基地投产打开产能瓶颈

公司 2000 年从美国引进了反渗透膜技术和第 1 条膜及组件中试生产线, 经过不断扩能改造, 现已拥有生产线 4 条, 膜片生产能力已达 800 万平方米/年。但当前的产能已经饱和, 产能利用率超过 100%。为突破产能瓶颈, 顺利完成公司中长期规划提出的“2020 年公司销售收入达到 15--20 亿元”的经营目标和发展思路。公司计划在贵阳国家高新沙文生态科技产业园建设新的研发中心和生产基地。整个基地分三期进行建设, 一期投资投资 2.6 亿元, 新增产能 900 万平方米新增 2 条反渗透膜生产线(600 万立方米)和 1 条超滤膜生产线(300 万立方米)。二期工程规划 2016-2017 年实施, 重点发展能源膜、纳滤膜、反渗透膜的扩产, 三期工程于 2018 年启动, 重点发展其他高性能特种分离膜。

**表 3: 公司现有产能 800 万平米**

生产线编号及配置	主要生产品种及能力	建成/改造时间
1 号线 (1 刮 2 覆)	家用膜 220 万平方米	2000 年美国引进, 2006 年完成改造。
2 号线 (1 刮 2 覆)	低压、极低压、超低压膜 250 万平方米	2011 年建成。
3 号线 (1 刮 1 覆)	低压膜 150 万平方米	
4 号线 (1 刮 1 覆)	抗污染、抗氧化膜 180 万 平方米	2008 年在北京时代沃顿建成, 2011 年转入贵阳时代沃顿并完成改造。

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

**表 4: 公司 2015 年和 2020 年产能**

	2015 年		2020 年	
	生产线数量 (条)	产能 (万 m <sup>2</sup> )	生产线数量 (条)	产能 (万 m <sup>2</sup> )
反渗透膜	5	1400	2	1800
纳滤膜			1	100
超滤膜	1	300	1	400
能源膜			3	3000
合计		1700		5300

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

一期项目建成后, 公司总的产能可以达到 1700 万立方米, 远期可以达到 5300 万立方米。同时, 当前政府对于环保行业重视程度空前, 对市政污水处理提标改的需求和对工业污水处理覆盖提高的需求都将催生空前的发展机会。

公司虽然在国内市场份额中占比靠前, 但是在全球市场中占有的市场份额仍然较低。公司的反渗透膜在家用领域已经非常成熟, 随着沙文基地的投产, 工业领域的反渗透膜有望比肩外资巨头, 在国内发展提速的背景下, 海外市场的拓展也将会不断扩大公司全球市场份额。

我们预计公司膜产品业务收入未来 3 年可以保持 40% 的增速。

### 3. 棕纤维产品潜力巨大

#### 3.1 公司是棕纤维产品领军企业

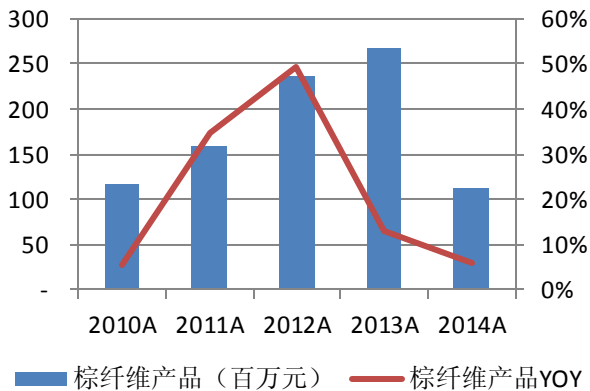
贵州大自然科技有限公司是由公司联合广州乾鑫财税咨询公司、本公司经营团队等多方股东于 2010 年共同投资设立。其前身为公司的棕纤维事业部, 成立于 1990 年, 是我国植物纤维床垫的发明者、开创者及领导者, 是集生产、销售、研发为一体的专业公司。公司已先后通过了 ISO9001 质量管理体系, ISO14001 环境管理体系和 OHSAS18001 职业健康安全管理体系认证。公司积极实施专利技术战略, 现已拥有各类专利 86 项, 是国家知识产权产业化示范工程单位, 是国家标准化管理委员会全国家具标准化技术委员会首批委员单位, 主导起草了《棕纤维弹性床垫》行业标准, 该标准已顺利升级为国家标准。

公司的产品以西南地区盛产的山棕纤维为原料, 用天然橡胶经粘合等工艺制造而成, 拥有三维立体网状结构, 棕纤维床垫具有环保、透气、受力均匀等特点, 主要定位于中高端市场。近年来, 根据消费者的健康需求, 该公司逐步引入了对剑麻、棕榈等天然材料的研究和应用, 进一步增强产品的舒适度, 提升产品附加值, 获得了消费者的广泛好评。

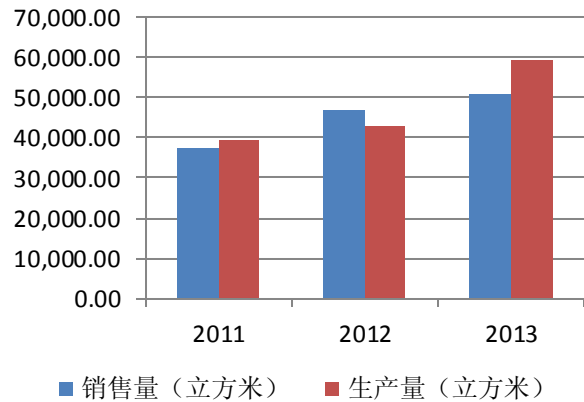
#### 3.2 棕纤维产品销量增长快, 毛利率稳定

从 2010 年开始, 公司的棕纤维产品呈现出快速增长趋势。2010 年公司棕纤维产品营业收入为 117.5 亿元, 到 2013 年该业务营业收入已经达到 266.65 亿元, 年复合增长率为 31.42%。该业务的毛利率则基本稳定在 30% 左右。

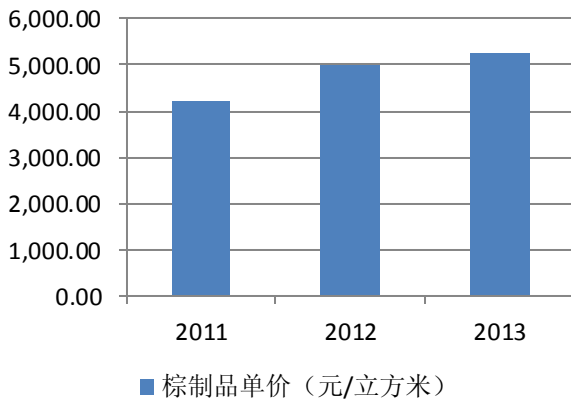
由于棕制品业务的快速增长, 到 2013 年, 该业务的毛利润贡献已经达到 20% 的水平。

**图 9: 公司棕纤维产品历年营业收入**


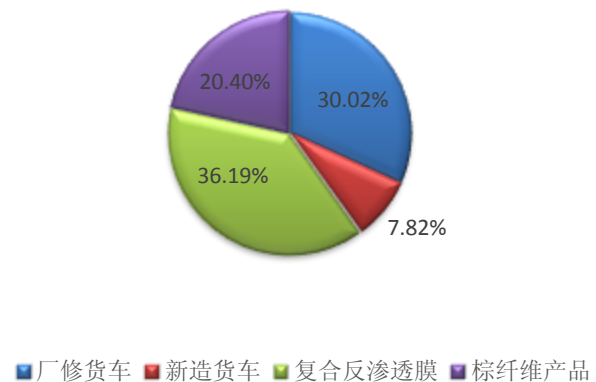
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

**图 10: 2011-2013 年公司棕纤维产品销售量**


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

**图 11: 公司历年棕制品单价**


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

**图 12: 2013 年公司主要业务毛利润占比**


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

### 3.3 棕纤维制品有很大发展空间

全棕床垫是采用天然山棕制作, 具有透气性好、安全健康环保、质地较硬可以保护脊椎等优点。目前国内床垫产品还是以弹簧床垫为主, 绝大多数产品价格较低, 随着人民生活水平的提高, 越来越多的高端消费者开始选购健康环保的高端床垫, 因此总纤维制品的发展空间很大。

**表 5: 棕床垫特点一览**

#### 棕床垫的特点一: 绿色环保、透气好

棕床垫采用的是 100%纯天然山棕, 因此通风透气、宁静无声、弹力持久不变, 符合环保要求, 置身其中有种亲近大自然的感觉, 身心能够得到放松。

#### 棕床垫的特点二: 安全健康有保证

由于山棕床垫不使用 PU 泡沫, 而是改用昂贵的天然橡胶及纯天然山棕、纯棉面布代替, 因此无毒且安全。

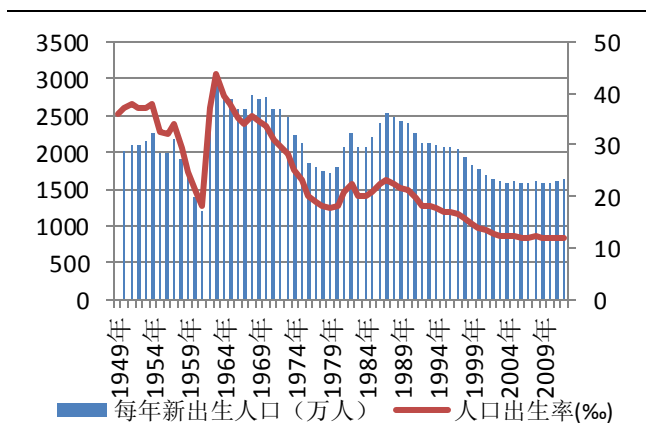
#### 棕床垫的特点三: 保护脊椎、睡眠好

棕床垫能够保护体脊, 均匀承托, 对腰痛等常见疾病起到良好的预防和保健作用, 同时能够保护骨骼正常发育, 因此非常适合老年人和发育中的儿童使用。同时由于经过承托处理, 根据个人身型体重提供适当承托, 又可避免同床的两个人相互牵引造成的干扰而影响睡眠。

资料来源: 东兴证券研究所

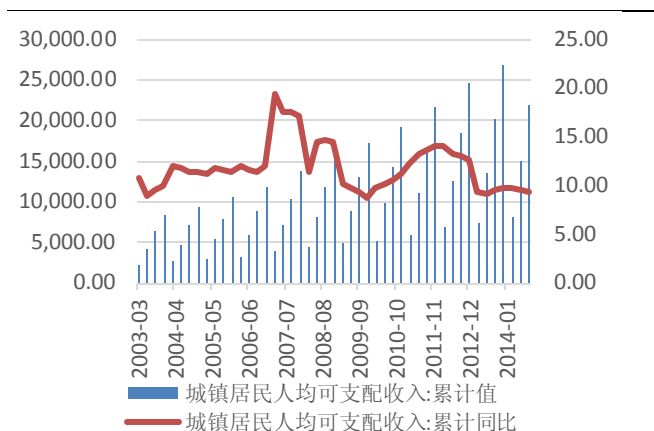
目前, 我国正逐步进入老龄化, 2012 年我国老年人口数量达到 1.94 亿, 老龄化水平达到 14.3%。由于我国 20 世纪 50 年代有过人口出生高峰, 对应到当前, 我们将面临老龄人口的高峰。由于棕床垫更加环保和有利于健康, 同时随着居民收入水平的提高, 居民承受高端消费品的能力越来越强, 因此棕床垫有望迎来新一波消费高峰。

图 13: 中国历年新出生人口及人口出生率



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 14: 城镇居民人均可支配收入及增速



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

## 4. 盈利预测及投资评级

公司是中国南车集团旗下新产业战略的重要载体, 目前正准备剥离传统的货车业务, 集中全力走以环保产业为主、棕制品和股权投资为辅的非相关多元化道路。公司的反渗透膜具有很强的技术优势, 在国内反渗透膜市场占有很高的市场份额, 尤其是家用净水器领域占有绝对市场份额, 随着公司产品在工业领域的不断扩张, 公司市场份额有望持续扩大。我们认为, 公司当前的两大主业正处于上升周期, 未来 3-5 年有望持续保持 30%-40% 的增长。我们预计公司 2014-2016 年营业收入分别为 19.06 亿元 9.7 亿元和 12.44 亿元, 其中 2015 年的营业收入下降是因为考虑了铁路资产的剥离; 净利润分别为 1.43 亿元、1.24 亿元和 1.72 亿元, 每股收益分别为 0.34 元、0.29 元和 0.4 元, 对应 PE 分别为 53X、61.18X 和 44.01X。首次关注给予“强烈推荐”评级。

**表 6: 公司盈利预测表**

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产合计</b>	1068	1336	2138	1691	2015	<b>营业收入</b>	2211	2285	1906	970	1245
货币资金	330	479	1479	1323	1581	<b>营业成本</b>	1769	1852	1487	597	739
应收账款	268	376	272	149	184	营业税金及附加	9	10	8	4	5
其他应收款	8	10	8	4	5	营业费用	68	71	59	68	91
预付款项	131	104	107	108	110	管理费用	229	239	286	146	187
存货	310	323	260	104	129	财务费用	2	7	-8	-14	-15
其他流动资产	6	17	-7	-7	-7	资产减值损失	18.44	2.45	5.00	5.00	5.00
<b>非流动资产合计</b>	927	1135	1049	941	833	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	11	11	11	11	11	投资净收益	4.92	3.95	3.95	3.95	3.95
固定资产	463.76	560.00	511.10	509.44	415.15	<b>营业利润</b>	120	107	73	169	235
无形资产	109	136	122	109	95	营业外收入	19.63	39.21	160.00	0.00	0.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	8.16	2.46	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	1995	2471	3187	2632	2848	<b>利润总额</b>	132	144	233	169	235
<b>流动负债合计</b>	739	1034	796	345	329	所得税	19	22	40	25	35
短期借款	50	75	0	0	0	<b>净利润</b>	113	122	193	144	200
应付账款	428	428	347	29	36	少数股东损益	53	57	50	20	28
预收款项	22	75	29	5	-25	归属母公司净利润	59	65	143	124	172
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	285	319	151	263	329
<b>非流动负债合计</b>	63	95	5	-218	-153	<b>BPS (元)</b>	0.14	0.15	0.34	0.29	0.41
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	
<b>负债合计</b>	803	1129	801	127	177	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	192	262	312	332	360	营业收入增长	25.02%	3.34%	-16.57%	-49.09%	28.26%
实收资本(或股	422	422	422	422	422	营业利润增长	16.94%	-10.77%	-31.93%	131.89%	39.13%
资本公积	519	534	1412	1412	1412	归属于母公司净利润	119.92%	-13.69%	119.92%	-13.69%	38.99%
未分配利润	0	65	45	114	209	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东	1000	1080	2074	2173	2312	毛利率(%)	19.98%	18.92%	22.00%	38.52%	40.60%
<b>负债和所有者权</b>	1995	2471	3187	2632	2848	净利率(%)	5.10%	5.34%	10.14%	14.81%	16.06%
<b>现金流量表</b>						<b>总资产净利润(%)</b>					
单位:百万元						ROE(%)					
2012A	2013A	2014E	2015E	2016E							
<b>经营活动现金流</b>	125	96	309	78	213	<b>偿债能力</b>					
净利润	113	122	193	144	200	资产负债率(%)	40%	46%	25%	5%	
折旧摊销	162.89	205.19	0.00	107.87	107.87	流动比率	1.44	1.29	2.68	4.90	6.12
财务费用	2	7	-8	-14	-15	速动比率	1.03	0.98	2.36	4.59	5.73
应收账款减少	0	0	104	123	-35	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	-46	-23	-30	总资产周转率	1.14	1.02	0.67	0.33	0.45
<b>投资活动现金流</b>	-181	-18	-1	-1	-1	应收账款周转率	11	7	6	5	7
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	5.51	5.34	4.92	5.16	37.78
长期股权投资减	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	5	4	4	4	4	每股收益(最新摊薄)	0.14	0.15	0.34	0.29	0.41
<b>筹资活动现金流</b>	-18	38	692	-233	46	每股净现金流(最新	-0.18	0.27	2.37	-0.37	0.61
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	2.37	2.56	4.91	5.15	5.48
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	128.07	119.53	52.80	61.18	44.01
资本公积增加	44	15	878	0	0	P/B	7.57	7.00	3.65	3.48	3.27
<b>现金净增加额</b>	-74	116	1000	-156	258	EV/EBITDA	25.55	22.47	40.35	23.75	18.22

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 张鹏

金融学硕士，CPA，CFA。2011年进入东兴证券研究所，2013年度中国证券业金牛分析师房地产行业第五名，目前任电力及公用事业行业研究员。

重点覆盖公司：

发电及电网：郴电国际、华能国际、华电国际、国电电力、国投电力、川投能源、宝新能源、广州发展、上海电力、粤电力、深圳能源、黔源电力、内蒙华电、桂冠电力、韶能股份、凯迪电力等。

环保及公用事业：国中水务、碧水源、万邦达、维尔利、翰蓝环境、江南水务、首创股份、永清环保、东江环保、巴安水务、津膜科技、南方汇通、创业环保、大禹节水、st科健、四环药业等。

### 刘斐

煤炭、电力及公用事业行业研究员

重点覆盖公司：

煤炭：中国神华、中煤能源、西山煤电、冀中能源、永泰能源、兰花科创、阳泉煤业、美锦能源、潞安环能。

发电及电网：郴电国际、华能国际、华电国际、国电电力、国投电力、川投能源、宝新能源、广州发展、上海电力、粤电力、深圳能源、黔源电力、内蒙华电、桂冠电力、韶能股份、凯迪电力等。

环保及公用事业：国中水务、碧水源、万邦达、维尔利、翰蓝环境、江南水务、首创股份、永清环保、东江环保、巴安水务、津膜科技、南方汇通、创业环保、大禹节水、st科健、四环药业等。

## 联系人简介

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。



## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。