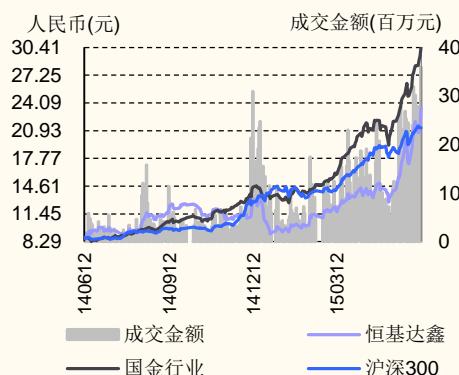


市场价格（人民币）：23.50元  
目标价格（人民币）：35.00-45.00元

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) | 235.49     |
| 总市值(百万元)      | 6,345.00   |
| 年内股价最高最低(元)   | 23.50/8.63 |
| 沪深 300 指数     | 5306.59    |
| 深证成指          | 17889.69   |



#### 公司基本情况(人民币)

| 项目          | 2013    | 2014   | 2015E  | 2016E  | 2017E  |
|-------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元)   | 0.406   | 0.185  | 0.171  | 0.338  | 0.627  |
| 每股净资产(元)    | 7.08    | 3.70   | 4.20   | 4.45   | 4.96   |
| 每股经营性现金流(元) | 0.75    | 0.37   | 0.33   | 0.31   | 0.24   |
| 市盈率(倍)      | 42.04   | 50.66  | 128.36 | 64.97  | 35.04  |
| 行业优化市盈率(倍)  | 16.52   | 29.22  | 58.62  | 58.62  | 58.62  |
| 净利润增长率(%)   | -24.07% | -8.90% | -7.31% | 97.56% | 85.44% |
| 净资产收益率(%)   | 5.73%   | 4.99%  | 3.63%  | 6.76%  | 11.25% |
| 总股本(百万股)    | 120.00  | 240.00 | 240.00 | 240.00 | 240.00 |

来源：公司年报、国金证券研究所

#### 投资逻辑

- **公司是第三方石化仓储物流商：**主营石化产业仓储和装卸业务。目前在珠海总库容约 62 万立方米，年货物吞吐量可达 1000 万吨以上，在扬州总库容约 35 万立方米。去年收购金腾兴 70% 的股权，拓展华中市场，进一步跨地区扩张。
- **主业处于底部区域，将触底回升：**石化物流的发展主要是石化的推动。当前国内经济增长速度减缓，下游需求减弱，加上原油与石化产品价格处于低位，贸易商的存货意愿下降，市场竞争激烈。行业景气度低迷拉低了公司单位罐容收入，而折旧费用保持较快增长，公司业绩面临多重压力，主业处于底部区域。随着油价回升，珠海炼化企业产能利用率回升，区内华峰石化项目三季度上马，扬州与武汉项目也将贡献收益，主业将触底回升。
- **与绿能高科合作，拓展 LNG 业务：**公司与绿能高科达成 LNG 项目合作意向，将合作开展 LNG 液化工厂，LNG 储存和运输，LNG 加气站等业务。LNG 行业市场空间巨大，合作有利于公司完善产业布局，提高盈利能力。
- **参股新兴产业创投基金，外延式扩张可期：**4400 万投资华信睿诚，持股比例 22%。2000 万元投资粤科拓思，持股比例 10%。华信睿诚由鲁信创投主导，粤科拓思由广东省科技厅全资企业粤科集团主导，均具有丰富项目资源，创投经验和成熟团队。参股在贡献投资收益的同时有助于公司进行项目储备和日后并购，公司资金充沛（定增融资 2 亿+自有资金 2 亿+可发行公司债 4 亿），负债率仅 27%，外延式扩张可期。
- **定增完成，资本运作打开空间：**此次定增约 2.2 亿元，参与方有大股东，管理层，员工及长期合作伙伴（如鲁信创投）等，利益高度一致，募集资金到位后外延并购等资本运作空间将打开

#### 投资建议

- 公司主业见底回升，转型拓展 LNG 业务，参股创投基金，定增打开资本运作空间，外延式扩张可期，给予买入评级。

#### 估值

- 考虑参股创投基金带来投资收益以及外延式扩张，预计 15~17 年 EPS 0.17/0.34/0.63 元，给予公司未来 6-12 个月 40.00 元目标价位。

#### 风险

- 石化行业景气度持续下行，转型与外延式扩张慢于预期。

吴彦丰 分析师 SAC 执业编号：S1130514080001  
(8621)60230251  
wuyanfeng@gjzq.com.cn

## 内容目录

|                             |   |
|-----------------------------|---|
| 公司是第三方石化仓储物流商 .....         | 3 |
| 主营石化产品仓储和装卸业务 .....         | 3 |
| 主业面临多重压力 .....              | 3 |
| 主业处于底部区域 .....              | 4 |
| 石化工业的发展带动石化物流 .....         | 4 |
| 原油与石化产品价格处于低位 .....         | 5 |
| 行业景气度低迷拉低单位罐容收入 .....       | 5 |
| 重资产运营，单位罐容收入与折旧影响业绩波动 ..... | 6 |
| 异地扩张仍在推进，近期成长还看转型 .....     | 7 |
| 扬州一期Ⅱ阶段项目将贡献增量，武汉项目落地 ..... | 7 |
| 与绿能高科合作，拓展 LNG 业务 .....     | 7 |
| 参股新兴产业创投基金，外延式扩张可期 .....    | 8 |

## 图表目录

|                                |   |
|--------------------------------|---|
| 图表 1：主营收入分析 .....              | 3 |
| 图表 2：净利润（百万元） .....            | 4 |
| 图表 3：主营业务毛利率 .....             | 4 |
| 图表 4：主要石化产品对外依存度 .....         | 4 |
| 图表 5：成品油和乙二醇当月进口数量（万吨） .....   | 4 |
| 图表 6：WTI 原油价格走势 .....          | 5 |
| 图表 7：乙二醇华南地区市场价（中间价）走势 .....   | 5 |
| 图表 8：石油产业景气度低迷 .....           | 5 |
| 图表 9：化工产业景气度低迷 .....           | 5 |
| 图表 10：罐容稳步增长（估算） .....         | 6 |
| 图表 11：单位罐容收入下滑明显（估算） .....     | 6 |
| 图表 12：公司属于重资产运营 .....          | 6 |
| 图表 13：单位罐容收入主导业绩波动 .....       | 6 |
| 图表 14：扬州恒基达鑫营收与净利润 .....       | 7 |
| 图表 15：扬州恒基达鑫单位罐容收入（估算） .....   | 7 |
| 图表 16：绿能高科 LNG 上下游产业链示意图 ..... | 8 |

## 公司是第三方石化仓储物流商

### 主营石化产品仓储和装卸业务

- 华南沿海地区规模最大的石化仓储基地之一，北拓扬州，收购金腾兴进入武汉。

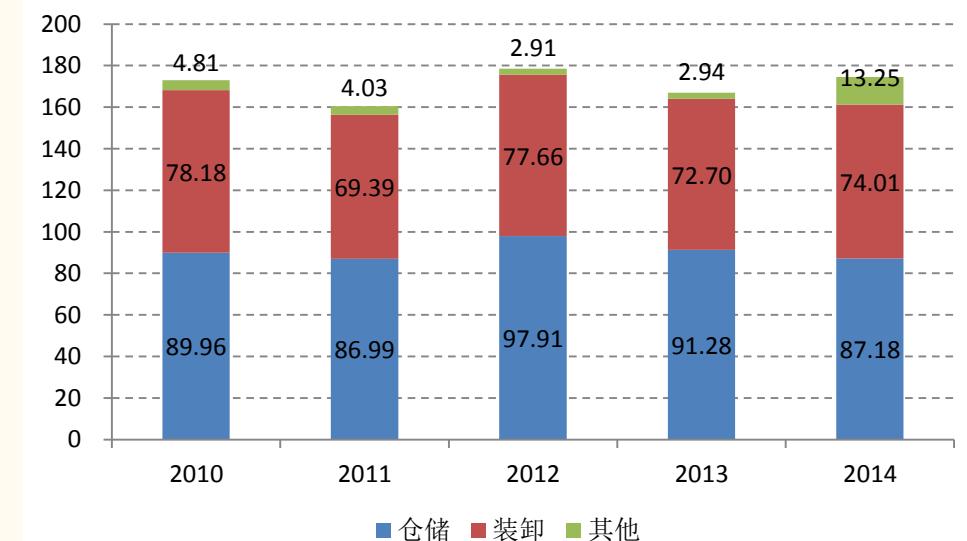
公司位于珠海，创立于 2000 年，于 2010 年 11 月上市。目前，公司在珠海占地约 22 万平方米，拥有 8 万吨级的码头，液体石油化工品储罐 60 个，总库容 62 万立方米，年货物吞吐量可达 1000 万吨以上。全资子公司扬州恒基达鑫拥有 5 万吨级码头，液体石油化工品储罐 60 个，总库容 35 万立方米。公司在两地有储备土地，后期预计可再建设 20 万立方米的库容量。2014 年 4 月，公司收购金腾兴 70% 的股权，将主业拓展到武汉市，进一步跨地区扩张。

- 公司主营是散装液体石油化工品的码头装卸、仓储、驳运中转、管道运输及保税业务。主要分为仓储和装卸两部分。

仓储业务指货物通过连接码头的专用管道输送至储罐，为客户提供货物仓储服务，收取仓储费。分按仓储货物数量收费和按包罐立方米数收费。包罐收费指客户按月支付所包储罐费用，无论实际存储与否均需支付，累计仓储数量设上限，租期结束时，超过上限部分按超过数量另行付费，包罐费中的 40% 作为装卸费收入、60% 作为仓储费收入。因此仓储费与装卸费具有一定关联。

装卸业务指利用自有码头，为客户提供货物的装卸服务，收取装卸费（例如 2010 年时为 20 元/吨）。

图表 1：主营收入拆分

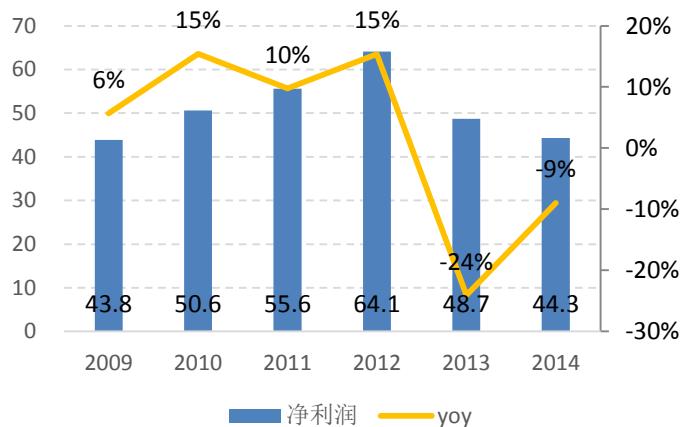


来源：国金证券研究所

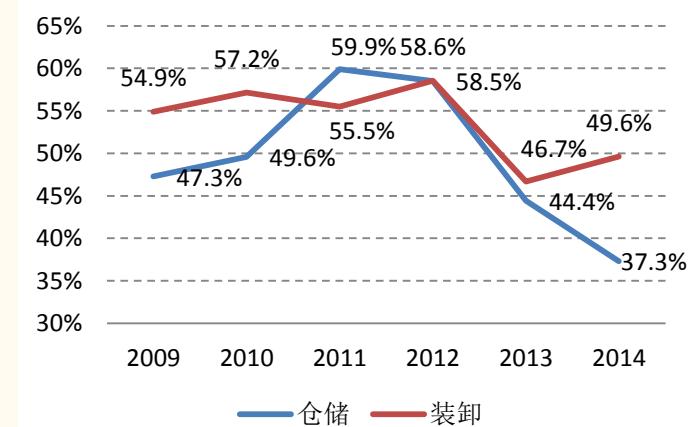
### 主业面临多重压力

- 收入增长停滞，毛利率与净利润下滑。

近年来国内经济增长速度减缓，下游需求减弱，加上国际油价走低，贸易商的存货意愿下降，市场竞争激烈，公司收入基本无增长，净利润下降，毛利率大幅下滑，2014 年仓储毛利率较 2012 年下降 20 个百分点，主业面临较大压力。

**图表 2: 净利润 (百万元)**

来源：国金证券研究所

**图表 3: 主营业务毛利率**

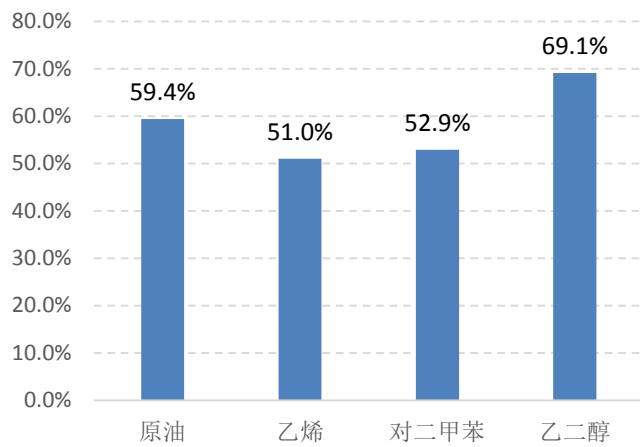
来源：国金证券研究所

## 主业处于底部区域

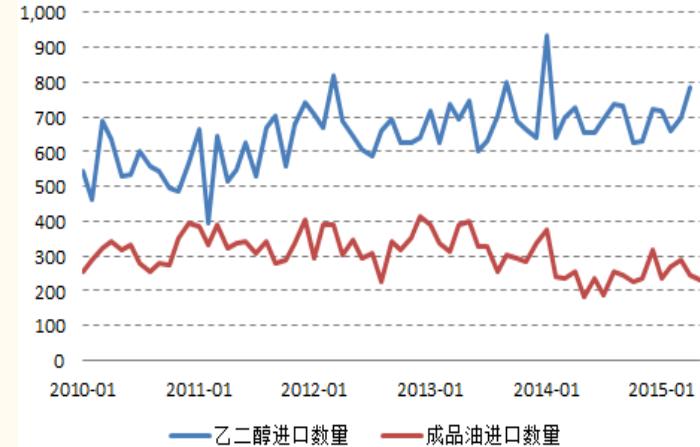
### 石化工业的发展带动石化物流

- 石化产品的对外依赖和区域经济发达，促生沿海三大石化物流基地。  
我国石化资源严重短缺，人均石油可开采量仅为世界均值的 11%，从 1993 年起，我国由原油净出口国转变成进口国。石化工业高速发展，主要石化产品的对外依存度超过 50%。成品油和乙二醇进口数量依然保持高位（以这两种作为代表），但 2014 年成品油总进口量为十年来最低。
- 对外依赖带来进口需求，国际区域内的石化产品物流基本依赖于水路运输，基于码头和仓储的关键作用，港口石化物流得以快速发展，国内基本形成环渤海、长三角、珠三角三大石化物流基地。

- 石化行业需求增速放缓，是导致公司业绩不佳的一大因素。

**图表 4: 主要石化产品对外依存度**

来源：国金证券研究所

**图表 5: 成品油和乙二醇当月进口数量 (万吨)**

来源：国金证券研究所

### 原油与石化产品价格处于低位

- 石化产品价格与原油价格有一定关联。国际油价下跌时，大部分化工品价格趋于走弱。近一年来，WTI 原油期货价格暴跌。乙二醇华南地区价格也跌落到近几年的最低位。2015 年 1 月份以来，得益于原油和石脑油价格坚挺的缘故，石化产品价格已经回升了 29%，但仍处于相对低位。

图表 6：WTI 原油价格走势



来源：国金证券研究所

图表 7：乙二醇华南地区市场价（中间价）走势



来源：国金证券研究所

- 通过观察中经产业景气指数，也验证了石油和化工产业较为低迷，处于底部区域。

图表 8：石油产业景气度低迷



来源：国金证券研究所

图表 9：化工产业景气度低迷



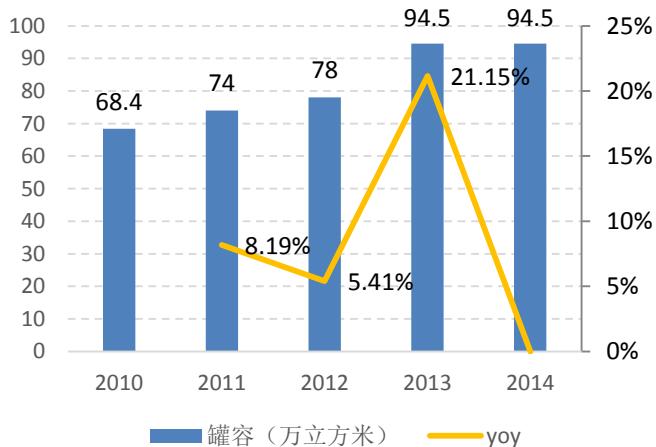
来源：国金证券研究所

### 行业景气度低迷拉低单位罐容收入

- 行业较长时间的低迷，会使长租客户比例减少，仓储费下降（相对而言罐容利用率受影响较小），从而拉低单位罐容收入。
- 罐容稳步增长，目前接近 100 万立方米。2012 年扬州一期扩建一阶段 4 万立方米储罐投产，2013 年珠海三期一阶段完成 16.5 万立方米储罐建设并试运行，预计 2015 年扬州一期二阶段 5.5 万立方米罐容与武汉一期危化品库区 1.02 万立方米罐容将会试生产。

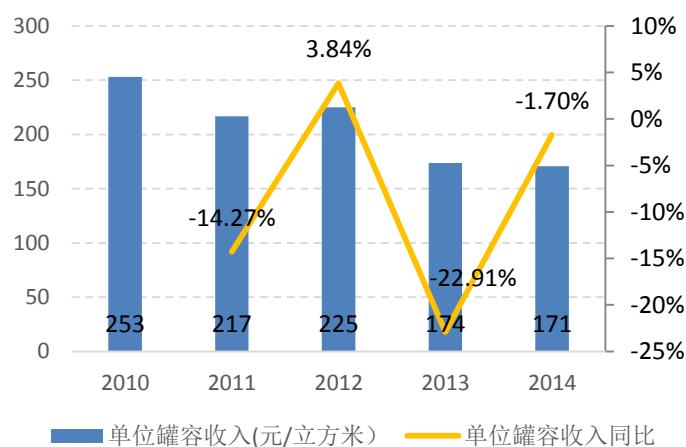
- 近两年单位罐容收入下滑明显，推测主要是仓储费下调。根据调研，目前扬州罐容出租率在95%以上，珠海罐容出租率约为80%~90%，依然保持较高水平，珠海地区出租率略有下滑。但珠海和扬州地区仓储企业的新建罐容在不断增加，竞争加剧，为维持和拓展客户，公司降价减少了收入。

图表 10：罐容稳步增长（估算）



来源：国金证券研究所

图表 11：单位罐容收入下滑明显（估算）



来源：国金证券研究所

### 重资产运营，单位罐容收入与折旧影响业绩波动

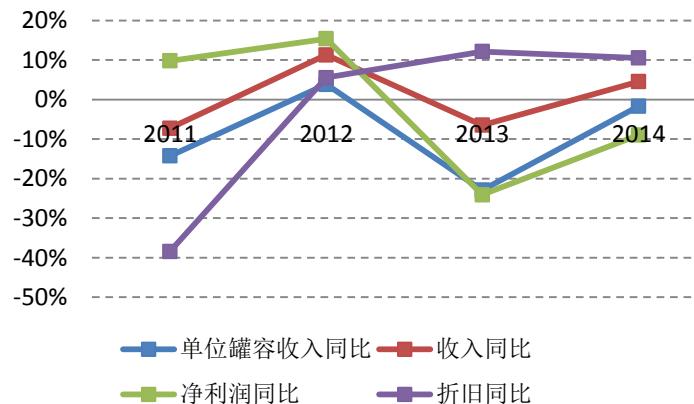
- 重资产运营。公司的主要资产是化工储罐、码头岸线资源等，重资产属性较为明显。非流动资产占比基本在80%左右。2010年由于上市初期货币资产大增，该比例较低。重资产属性使得折旧成本较高，基本占营业成本的一半。
- 影响业绩波动的因素，成本端主要是折旧，收入端主要是单位罐容收入。单位罐容收入主要取决于收费费率和罐容利用率。2013年，单位罐容收入大幅下滑，折旧增幅较大，导致收入与利润下滑相当明显。而2014年，虽然折旧增幅依然较大，但单位罐容收入下滑幅度收窄，使收入与净利润基本持平。

图表 12：公司属于重资产运营



来源：国金证券研究所

图表 13：单位罐容收入主导业绩波动



来源：国金证券研究所

## 异地扩张仍在推进，近期成长还看转型

### 扬州一期Ⅱ阶段项目将贡献增量，武汉项目落地

- 扬州地区业绩潜力充分释放，罐容利用率约95%。近5年来，扬州子公司营收与净利润保持稳步增长。其中2011年业绩不佳主要是因为之前保持合作关系的大客户不再租罐，突然面临客户流失，造成储罐利用率下降。之后单位罐容收入持续上升，罐容利用率达到95%，一直维持高位，产能已充分释放。
- 扬州一期Ⅱ阶段项目5.5万立方米已在试生产，将是业绩增量。预计正式投产后储罐出租率很快即可到达高位，估计能贡献收入1000万/年。
- 2014年收购金腾兴70%股权，拓展华中市场。武汉库区正在建设中，其中一期危化品库罐容1.02万立方米，预计今年下半年可试生产，贡献业绩尚需时日。

图表14：扬州恒基达鑫营收与净利润



来源：国金证券研究所

图表15：扬州恒基达鑫单位罐容收入（估算）



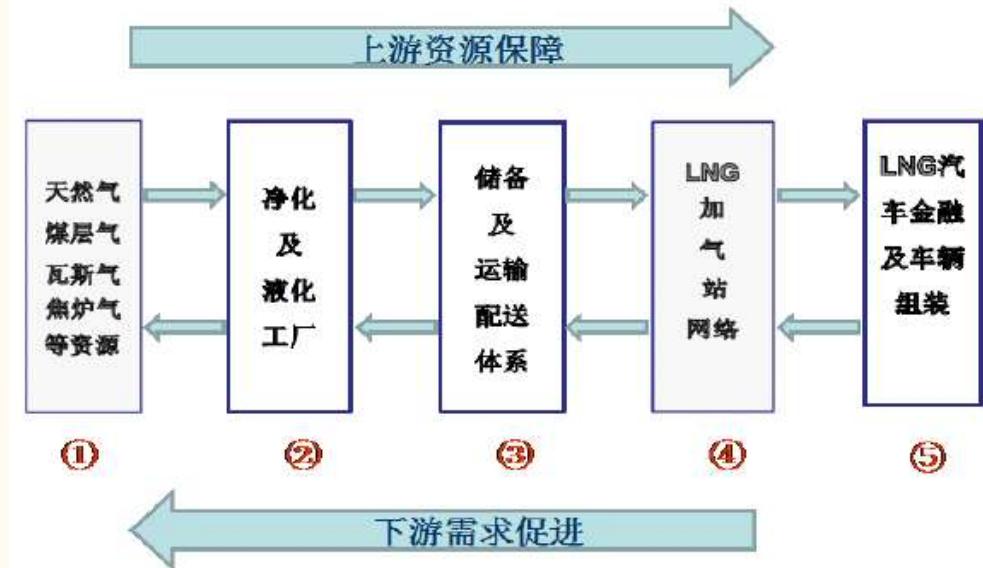
来源：国金证券研究所

### 与绿能高科合作，拓展LNG业务

- 公司于2014年3月与绿能高科就共同开展LNG项目等达成合作意向。双方将合作开展LNG液化工厂，LNG储存和运输，LNG加气站等业务。
- 绿能高科是深耕LNG领域的领先者。绿能高科成立于2007年，是以液化天然气LNG、液态甲烷LCH4生产销售、科研开发、技术应用为一体的专业化公司，是国内最早将LNG进行商业化运营的公司。绿能高科已形成产能15亿方/年，即将新增35亿方/年的天然气资源，并在多地开发了LNG终端市场。
- 绿能高科起源于中原油田，具有多项优势。
  - (1) 清晰的商业模式。绿能高科深耕LNG的生产和批发业务的同时，前瞻性地进入到LNG加气站、零售和上游低价气源的获取等领域，上中下游一体化业务模式已初具雏形，为未来可持续发展奠定了良好的基础。
  - (2) LNG资源供应初具规模，生产能力民营第一。国内小型LNG市场已经形成中央企业、民营企业多元发展的竞争格局，竞争日趋激烈。目前，国内除去LNG码头进口量，公司总计LNG生产能力达到480万方/日，是第一大民营LNG生产商。随着包头中援绿能等项目陆续投产，公司在LNG行业的主导地位将日益彰显。

(3) 技术储备完善。公司在国内最早开展天然气商业化利用，拥有 20 多项专利和 40 多项专有技术，在行业里创建了众多第一，为长期发展奠定了坚实的技术基础。

**图表 16：绿能高科 LNG 上下游产业链示意图**



来源：国金证券研究所

- LNG 行业市场空间巨大，此次合作有利于公司完善产业布局，提高盈利能力。

我国天然气市场在 2010-2030 年的快速增长期间，预计可分为 3 个阶段：

(1) 到 2015 年的“十二五”期间是增长最为迅速的时期，天然气需求量年均增长在 20% 左右，到 2015 年天然气在一次能源消费结构中所占比例将达到 8% 左右。此阶段全国天然气基本干线管网基本形成。

(2) 2015-2020 年，预计天然气需求量年均增长速度在 10% 左右，2020 年天然气在一次能源消费结构中所占比例将达到 10%-12%。

(3) 2020-2030 年，预计天然气需求量年均增长速度将在 5%-8%，利用区域更为广泛，天然气在一次能源消费结构中所占比例将达到 15% 以上。

LNG 行业市场空间巨大，公司与绿能高科合作，将分享行业发展。绿能高科会聚焦管网和加气站，公司将在油库，储备库上更多投入。

### 参股新兴产业创投基金，外延式扩张可期

- 4400 万投资华信睿诚，持股比例 22%。

华信睿诚聚焦新兴产业股权投资。对在新能源、新材料、节能环保、生物医药、医疗健康、品牌消费品、电子信息（物联网）、现代服务业、先进制造业等高增长行业中具有巨大成长潜力及核心竞争力的创新型中小企业进行股权投资。

已完成的投资中具有优质项目。该创业基金已完成投资 6458 万元，包括绿能高科集团有限公司、深圳市亚略特生物识别科技有限公司、上海古鳌电子科技股份有限公司、深圳市库贝尔生物科技有限公司和大洋泊车股份有限公司等 5 家公司。拟投资深圳市嘉力达实业有限公司。

■ 2,000 万元投资 粤科拓思，持股比例 10%。

粤科拓思将集合资金，专家管理，对具备良好成长性的中早期优质项目进行股权投资，在培育促进中小科技型企业发展的同时获取资本增值收益。

■ 创投基金主导人具有丰富项目资源和创投经验。

华信睿诚由鲁信创投主导。鲁信创投致力于打造国内一流的另类资产管理平台以及国有控股的母基金和产业并购平台。2014 年末，鲁信创投总资产 54 亿元，管理资金规模超过 100 亿元人民币，累计投资项目 150 余家。管理运作的各类基金已达 25 只，涉及产业投资基金、区域投资基金、专业投资基金、平台投资基金等各种基金门类。

粤科拓思由广东省科技厅全资企业粤科集团主导。粤科集团以解决科技型中小微企业融资难为使命，以打造千亿规模科技金融集团为目标，围绕产业链部署创新链，围绕创新链完善资金链，发挥政策性科技金融服务集团的基础性、平台性、战略性作用，加快构建“2+6”科技金融业务体系，打造广东科技金融服务主平台、主渠道和主力军。

■ 有助于公司进行项目储备，并购扩张可期。

借助专业投资机构的专业优势可以为公司加强投资能力，全面提升盈利能力，获得更大的发展空间，并选择合适的项目进行并购。

公司资金充沛，定增融资约 2.2 亿，自有资金约 2 亿，可发行公司债 4 亿，负债率仅 27%，外延式扩张可期。

■ 定增已完成，资本运作打开空间。

此次定增约 2.2 亿元，参与方有大股东，管理层，员工及长期合作伙伴（如鲁信创投）等，利益高度一致，引入战略投资者，有利于公司长期发展和价值提升，募集资金到位后外延并购等资本运作空间将打开。

**附录：三张报表预测摘要**

| <b>损益表（人民币百万元）</b>   |              |              |              |              |              |              | <b>资产负债表（人民币百万元）</b> |         |         |         |         |         |       |
|----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|-------|
|                      | 2012         | 2013         | 2014         | 2015E        | 2016E        | 2017E        |                      | 2012    | 2013    | 2014    | 2015E   | 2016E   | 2017E |
| <b>主营业务收入</b>        | <b>178</b>   | <b>167</b>   | <b>174</b>   | <b>183</b>   | <b>197</b>   | <b>212</b>   |                      |         |         |         |         |         |       |
| 增长率                  | -6.5%        | 4.5%         | 5.0%         | 7.5%         | 7.5%         |              |                      |         |         |         |         |         |       |
| <b>主营业务成本</b>        | <b>-73</b>   | <b>-90</b>   | <b>-103</b>  | <b>-114</b>  | <b>-129</b>  | <b>-141</b>  |                      |         |         |         |         |         |       |
| %销售收入                | 40.9%        | 53.9%        | 58.9%        | 62.4%        | 65.7%        | 66.5%        |                      |         |         |         |         |         |       |
| <b>毛利</b>            | <b>105</b>   | <b>77</b>    | <b>72</b>    | <b>69</b>    | <b>68</b>    | <b>71</b>    |                      |         |         |         |         |         |       |
| %销售收入                | 59.1%        | 46.1%        | 41.1%        | 37.6%        | 34.3%        | 33.5%        |                      |         |         |         |         |         |       |
| <b>营业税金及附加</b>       | <b>-7</b>    | <b>-1</b>    | <b>-1</b>    | <b>-1</b>    | <b>-1</b>    | <b>-1</b>    |                      |         |         |         |         |         |       |
| %销售收入                | 3.8%         | 0.4%         | 0.4%         | 0.4%         | 0.4%         | 0.4%         |                      |         |         |         |         |         |       |
| <b>营业费用</b>          | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     |                      |         |         |         |         |         |       |
| %销售收入                | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         |                      |         |         |         |         |         |       |
| <b>管理费用</b>          | <b>-19</b>   | <b>-19</b>   | <b>-21</b>   | <b>-20</b>   | <b>-22</b>   | <b>-23</b>   |                      |         |         |         |         |         |       |
| %销售收入                | 10.5%        | 11.6%        | 11.9%        | 11.0%        | 11.0%        | 11.0%        |                      |         |         |         |         |         |       |
| <b>息税前利润（EBIT）</b>   | <b>80</b>    | <b>57</b>    | <b>50</b>    | <b>48</b>    | <b>45</b>    | <b>47</b>    |                      |         |         |         |         |         |       |
| %销售收入                | 44.7%        | 34.0%        | 28.8%        | 26.2%        | 22.9%        | 22.1%        |                      |         |         |         |         |         |       |
| <b>财务费用</b>          | <b>-5</b>    | <b>-4</b>    | <b>-5</b>    | <b>-4</b>    | <b>1</b>     | <b>-3</b>    |                      |         |         |         |         |         |       |
| %销售收入                | 2.7%         | 2.4%         | 2.7%         | 2.0%         | -0.4%        | 1.4%         |                      |         |         |         |         |         |       |
| <b>资产减值损失</b>        | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</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>3</b>     | <b>3</b>     | <b>43</b>    | <b>135</b>   |                      |         |         |         |         |         |       |
| %销售收入                | 0.0%         | 0.0%         | 5.8%         | 5.8%         | 41.8%        | 69.9%        |                      |         |         |         |         |         |       |
| <b>息税前利润</b>         | <b>75</b>    | <b>53</b>    | <b>49</b>    | <b>47</b>    | <b>89</b>    | <b>179</b>   |                      |         |         |         |         |         |       |
| <b>营业利润率</b>         | <b>42.1%</b> | <b>31.6%</b> | <b>28.0%</b> | <b>25.9%</b> | <b>45.1%</b> | <b>84.6%</b> |                      |         |         |         |         |         |       |
| <b>营业外收支</b>         | <b>7</b>     | <b>9</b>     | <b>6</b>     | <b>4</b>     | <b>14</b>    | <b>14</b>    |                      |         |         |         |         |         |       |
| <b>税前利润</b>          | <b>82</b>    | <b>62</b>    | <b>55</b>    | <b>51</b>    | <b>103</b>   | <b>193</b>   |                      |         |         |         |         |         |       |
| <b>利润率</b>           | <b>46.1%</b> | <b>36.9%</b> | <b>31.6%</b> | <b>28.0%</b> | <b>52.2%</b> | <b>91.2%</b> |                      |         |         |         |         |         |       |
| <b>所得税</b>           | <b>-18</b>   | <b>-13</b>   | <b>-11</b>   | <b>-10</b>   | <b>-22</b>   | <b>-42</b>   |                      |         |         |         |         |         |       |
| <b>所得税率</b>          | <b>22.1%</b> | <b>21.1%</b> | <b>19.6%</b> | <b>20.0%</b> | <b>21.0%</b> | <b>22.0%</b> |                      |         |         |         |         |         |       |
| <b>净利润</b>           | <b>64</b>    | <b>49</b>    | <b>44</b>    | <b>41</b>    | <b>81</b>    | <b>151</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>归属于母公司的净利润</b>    | <b>64</b>    | <b>49</b>    | <b>44</b>    | <b>41</b>    | <b>81</b>    | <b>151</b>   |                      |         |         |         |         |         |       |
| <b>净利率</b>           | <b>35.9%</b> | <b>29.2%</b> | <b>25.4%</b> | <b>22.4%</b> | <b>41.2%</b> | <b>71.1%</b> |                      |         |         |         |         |         |       |
| <b>现金流量表（人民币百万元）</b> |              |              |              |              |              |              | <b>比率分析</b>          |         |         |         |         |         |       |
|                      | 2012         | 2013         | 2014         | 2015E        | 2016E        | 2017E        |                      | 2012    | 2013    | 2014    | 2015E   | 2016E   | 2017E |
| <b>净利润</b>           | <b>64</b>    | <b>49</b>    | <b>44</b>    | <b>41</b>    | <b>81</b>    | <b>151</b>   |                      |         |         |         |         |         |       |
| <b>非现金支出</b>         | <b>39</b>    | <b>44</b>    | <b>48</b>    | <b>46</b>    | <b>48</b>    | <b>54</b>    |                      |         |         |         |         |         |       |
| <b>经营活动现金净流</b>      | <b>12</b>    | <b>9</b>     | <b>4</b>     | <b>3</b>     | <b>-51</b>   | <b>-143</b>  |                      |         |         |         |         |         |       |
| <b>经营活动现金净流</b>      | <b>104</b>   | <b>90</b>    | <b>88</b>    | <b>88</b>    | <b>83</b>    | <b>64</b>    |                      |         |         |         |         |         |       |
| <b>资本开支</b>          | <b>-123</b>  | <b>-73</b>   | <b>-98</b>   | <b>-110</b>  | <b>-66</b>   | <b>-66</b>   |                      |         |         |         |         |         |       |
| <b>投资</b>            | <b>0</b>     | <b>-6</b>    | <b>-78</b>   | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     |                      |         |         |         |         |         |       |
| <b>投资活动现金净流</b>      | <b>-123</b>  | <b>-79</b>   | <b>-171</b>  | <b>-107</b>  | <b>-23</b>   | <b>69</b>    |                      |         |         |         |         |         |       |
| <b>股权募资</b>          | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>221</b>   | <b>0</b>     | <b>0</b>     |                      |         |         |         |         |         |       |
| <b>债权募资</b>          | <b>-49</b>   | <b>81</b>    | <b>20</b>    | <b>-144</b>  | <b>10</b>    | <b>10</b>    |                      |         |         |         |         |         |       |
| <b>其他</b>            | <b>-24</b>   | <b>-74</b>   | <b>-30</b>   | <b>-13</b>   | <b>-19</b>   | <b>-20</b>   |                      |         |         |         |         |         |       |
| <b>筹资活动现金净流</b>      | <b>-72</b>   | <b>7</b>     | <b>-10</b>   | <b>64</b>    | <b>-9</b>    | <b>-10</b>   |                      |         |         |         |         |         |       |
| <b>现金净流量</b>         | <b>-91</b>   | <b>17</b>    | <b>-93</b>   | <b>45</b>    | <b>51</b>    | <b>123</b>   |                      |         |         |         |         |         |       |
| <b>每股指标</b>          |              |              |              |              |              |              |                      |         |         |         |         |         |       |
| 每股收益                 |              |              |              |              |              |              | 0.534                | 0.406   | 0.185   | 0.171   | 0.338   | 0.627   |       |
| 每股净资产                |              |              |              |              |              |              | 6.817                | 7.075   | 3.703   | 4.198   | 4.448   | 4.956   |       |
| 每股经营现金流              |              |              |              |              |              |              | 0.863                | 0.746   | 0.367   | 0.325   | 0.308   | 0.237   |       |
| 每股股利                 |              |              |              |              |              |              | 0.150                | 0.030   | 0.050   | 0.050   | 0.050   | 0.050   |       |
| <b>回报率</b>           |              |              |              |              |              |              |                      |         |         |         |         |         |       |
| 净资产收益率               |              |              |              |              |              |              | 7.84%                | 5.73%   | 4.99%   | 3.63%   | 6.76%   | 11.25%  |       |
| 总资产收益率               |              |              |              |              |              |              | 6.37%                | 4.45%   | 3.60%   | 3.08%   | 5.71%   | 9.54%   |       |
| 投入资本收益率              |              |              |              |              |              |              | 6.53%                | 4.21%   | 3.57%   | 3.11%   | 2.71%   | 2.50%   |       |
| <b>增长率</b>           |              |              |              |              |              |              |                      |         |         |         |         |         |       |
| 主营业务收入增长率            |              |              |              |              |              |              | 11.27%               | -6.48%  | 4.51%   | 5.03%   | 7.51%   | 7.48%   |       |
| EBIT 增长率             |              |              |              |              |              |              | 16.71%               | -28.95% | -11.50% | -4.48%  | -6.06%  | 4.04%   |       |
| 净利润增长率               |              |              |              |              |              |              | 15.37%               | -24.07% | -8.90%  | -7.31%  | 97.56%  | 85.44%  |       |
| 总资产增长率               |              |              |              |              |              |              | 1.93%                | 8.83%   | 12.56%  | 8.38%   | 6.56%   | 10.92%  |       |
| <b>资产管理能力</b>        |              |              |              |              |              |              |                      |         |         |         |         |         |       |
| 应收账款周转天数             |              |              |              |              |              |              | 45.3                 | 56.5    | 74.0    | 80.0    | 82.0    | 85.0    |       |
| 存货周转天数               |              |              |              |              |              |              | 1.3                  | 1.5     | 3.0     | 3.0     | 3.5     | 3.3     |       |
| 应付账款周转天数             |              |              |              |              |              |              | 142.6                | 102.0   | 130.6   | 140.0   | 140.0   | 140.0   |       |
| 固定资产周转天数             |              |              |              |              |              |              | 1,010.9              | 1,407.2 | 1,266.2 | 1,217.3 | 1,083.1 | 1,125.9 |       |
| <b>偿债能力</b>          |              |              |              |              |              |              |                      |         |         |         |         |         |       |
| 净负债/股东权益             |              |              |              |              |              |              | -10.72%              | -8.49%  | 2.73%   | -13.96% | -16.57% | -23.31% |       |
| EBIT 利息保障倍数          |              |              |              |              |              |              | 16.8                 | 13.9    | 10.8    | 13.3    | -63.9   | 16.4    |       |
| 资产负债率                |              |              |              |              |              |              | 18.66%               | 22.43%  | 27.44%  | 14.73%  | 15.22%  | 14.88%  |       |

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           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 减持 | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 评分 | <b>0.00</b> | <b>0.00</b> | <b>0.00</b> | <b>0.00</b> | <b>0.00</b> |

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：021-60753903  
传真：021-61038200  
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：010-66216979  
传真：010-66216793  
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：中国深圳福田区深南大道 4001 号  
时代金融中心 7BD