

固废处理综合平台显雏形, 土壤修复纯正标的

投资要点

- **事件:** 日前, 我们调研了高能环境, 与董秘就公司当前业务和未来发展情况进行了交流。
- **公司在手订单充裕。** 公司加快了在土壤治理、危废、医废和工业园区第三方治理领域的布局。公司上半年订单签署情况良好, 预计全年新签订单将超过 40 亿元, 业绩快速增长具有高确定性。
- **A 股稀缺的环境修复标的, 市场空间巨大。** 公司在环境修复领域经验丰富, 技术水平处于行业前列。目前环境修复订单形成时间较慢, 整体市场仍处在起步阶段。但市场对于“土十条”的出台预期逐渐增强, 一旦市场启动, 公司环境修复业绩有望出现爆发式增长。
- **加码运营业务, 未来现金流稳定。** 公司转变发展战略, 大力拓展 BT、BOT、TOT 等运营模式的业务, 运营业务占比逐年大幅增长, 已成为公司营业收入和利润的主要来源。运营项目具有高毛利率, 现金流长期稳定的特点, 为企业业绩提供有力的支撑。
- **股权激励显示公司信心。** 公司拟对高管和骨干员工实行股权激励, 条件是公司未来三年保持 30% 以上的增长率。本次激励的股份完全解锁耗时较长, 有助于保持管理团队与股东长期利益一致化。近日, 公司控股股东增持公司股票, 此举有助于稳定股价。
- **环保并购基金打开外延扩张空间。** 公司成立 10 亿元的并购基金, 主要投资领域为危废处理、垃圾发电、高浓度工业污水处理和基于物联网技术的固废管理系统等, 进而帮助公司打造固废处理综合平台。
- **估值与评级:** 我们预计公司 2015-2017 年营收分别为 12.80、18.56 和 25.51 亿元, EPS 分别为 1.06、1.47、2.01 元, 对应 7 月 3 日的股价 PE 分别为 53X、38X、28X。考虑到公司运营项目拓展顺利, 作为土壤治理领域的稀缺标的, 随着市场对于相关政策预期逐渐升温, 未来市场前景巨大, 且公司近期随大盘回调较多, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 项目进展速度或低于预期, 应收账款回款或不顺利, 并购投资项目回报或不达预期。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	776.51	1280.21	1855.73	2550.76
增长率	-0.70%	64.87%	44.95%	37.45%
归属母公司净利润(百万元)	115.55	170.89	236.91	324.63
增长率	-17.27%	47.89%	38.63%	37.03%
每股收益 EPS(元)	0.72	1.06	1.47	2.01
净资产收益率 ROE	6.57%	8.85%	10.93%	13.02%
PE	125.26	84.70	61.10	44.59
PB	8.23	7.50	6.68	5.81

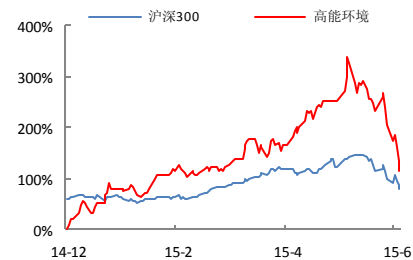
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 姚键
执业证号: S1250515060002
电话: 010-57631190
邮箱: yaoj@swsc.com.cn

分析师: 鹿琳琳
执业证号: S1250513070002
电话: 010-57631198
邮箱: pll@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	1.62
流通 A 股(亿股)	0.4
52 周内股价区间(元)	21.88-123.58
总市值(亿元)	99.14
总资产(亿元)	30.02
每股净资产(元)	10.54

相关研究

目 录

1. 固废处理龙头，土壤修复纯正标的	1
2. 固废处理方兴未艾，新兴领域前景诱人	3
2.1 固废填埋处理仍处在中程加速阶段.....	3
2.2 土壤修复前景诱人.....	3
2.3 危废处理面临巨大历史存量.....	4
3. 公司业绩增长确定，外延扩展加速布局	5
3.1 公司在手订单丰富，业绩确定性强.....	5
3.2 环境修复空间巨大，A股稀缺标的.....	5
3.3 加码运营业务，增加优质稳定现金流.....	6
3.4 股权激励显示公司信心.....	7
3.5 环保并购基金打开外延扩张空间.....	7
4. 盈利预测与投资建议	8

图 目 录

图 1: 高能环境的股权结构	1
图 2: 2011-2014 年公司营收（万元）和毛利率（%）情况	2
图 3: 2011-2014 年公司三费情况（万元）	2
图 4: 2004-2013 年我国生活垃圾清运量（万吨）及无害化处理率（%）	3
图 5: 全国土地污染分布情况	4
图 6: 2011-2015 年公司订单金额与当期营收	5

表 目 录

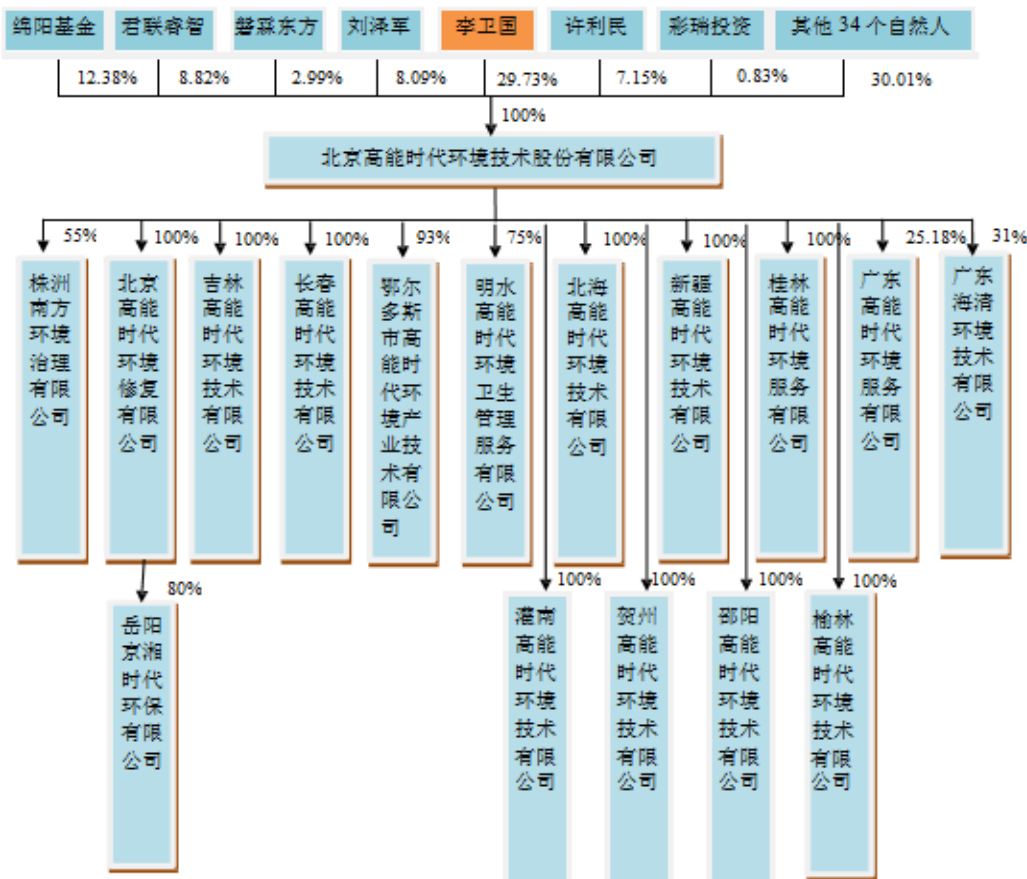
表 1: 公司各固废污染防治系统简介	2
表 2: 目前公司在手环境修复类订单（不完全统计）	6
表 3: 公司 BOT 项目列表	6
表 4: 公司股权激励考核目标和解锁安排	7
附表: 财务预测与估值	9

1. 固废处理龙头，土壤修复纯正标的

公司是国内最早专业从事固体废物污染防治技术研究和应用的高新技术企业之一，在各类生态屏障体系和污染治理系统的构建和实施领域拥有相当的优势，是行业领先的固废治理综合解决方案提供商。近年来，公司大力拓展环境修复和工业园区第三方治理，业务增长迅速，市场前景广阔。公司是 A 股市场土壤修复领域最纯正的标的，在该领域的业务增长迅猛。土壤修复领域的政策预期逐渐增强，未来具备逾万亿的市场空间，

高能环境的实际控制人李卫国同时也是上市公司东方雨虹的实际控制人。东方雨虹为国内防水行业龙头企业，是国内“重点工程专业户”，后凭借独特的优势向地产、民用转型，实现高成长。高能环境的高管团队多出自东方雨虹，具有丰富的上市公司管理和拓展能力。公司有望凭借优秀的管理团队、高效的运营执行能力以及前瞻性的战略布局复制东方雨虹的高成长。

图 1: 高能环境的股权结构



数据来源: 公司招股书, 西南证券

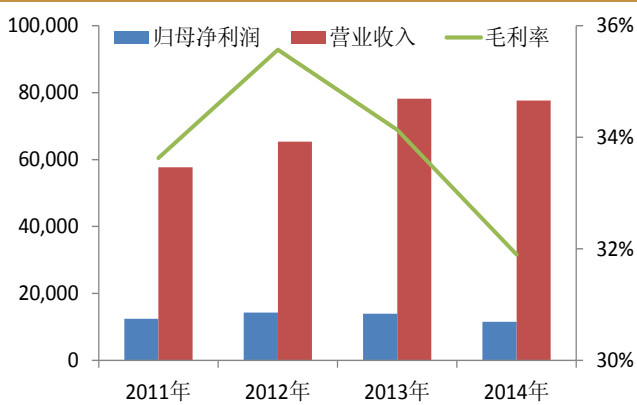
公司具有二十多年固废污染防治项目的经验，能提供固体废物填埋屏障系统、封场生态屏障系统、废液厌氧屏障系统、水体生态屏障系统、垂直生态屏障系统和土壤和地下水修复系统的全方位的固废污染防治解决方案。

表 1: 公司各固废污染防治系统简介

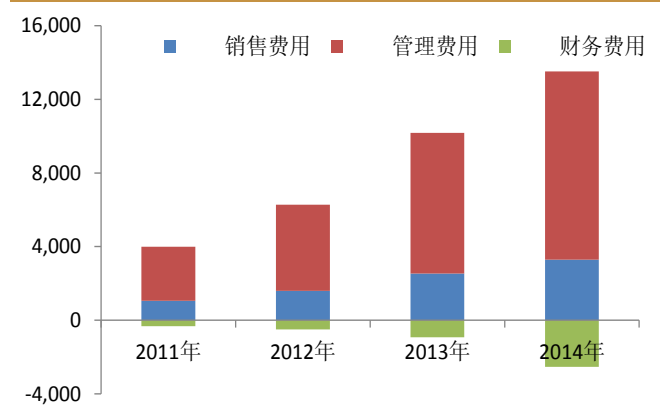
序号	污染防治系统	适用领域	应用方式
1	固体废物填埋屏障系统	(1) 固体废物填埋工程; (2) 污染环境修复工程	(1) 生活垃圾卫生填埋工程: 选择单层、复合或双层防渗屏障系统; (2) 工业固体废物填埋工程: 选择复合或双层防渗屏障系统; (3) 危险废物安全填埋工程: 选择双层防渗屏障系统。
2	封场生态屏障系统	(1) 固体废物填埋封场工程; (2) 污染场地生态修复工程	(1) 生活垃圾填埋封场工程: 选择单层或复合生态屏障系统; (2) 工业固体废物及危险废物安全填埋封场工程: 选择单层或复合生态屏障系统
3	废液厌氧屏障系统	废液、污水等厌氧池(罐)、蒸发塘工程	(1) 一体化厌氧生态屏障系统; (2) 模块化厌氧屏障系统; (3) 寒冷地区保温型厌氧生态屏障系统; (4) 浮动盖型生态水库; (5) 工业高浓度废水、高盐水蒸发塘屏障系统
4	水体生态屏障系统	水体生态及水土保持工程	(1) 代谢屏障系统; (2) 生态支撑系统; (3) 生态滤床系统
5	垂直生态屏障系统	(1) 固体废物填埋场、化工及矿山能源等废渣场、溶液池; (2) 污染场地的环境修复工程; (3) 地下水水源及生态保护	(1) “震入式”垂直柔性连续墙系统; (2) “开槽互锁式”垂直柔性连续墙系统; (3) “水平与垂直组合式”生态屏障系统
6	土壤和地下水修复系统	(1) 重金属污染场地修复; (2) 有机物污染场地修复	(1) 固化/稳定化技术; (2) 土壤淋洗技术; (3) 气相抽提技术; (4) 热脱附技术; (5) 原位化学氧化技术

数据来源: 公司招股书, 西南证券

公司运营情况良好, 在经历 2011-2013 年的增长后, 公司 2014 年净利润下滑, 营业收入出现小幅负增长, 主要由于公司运营转型布局带来的项目结算周期变长和业务费用率大幅攀升。

图 2: 2011-2014 年公司营收(万元)和毛利率(%) 情况


数据来源: 西南证券

图 3: 2011-2014 年公司三费情况(万元)


数据来源: 西南证券

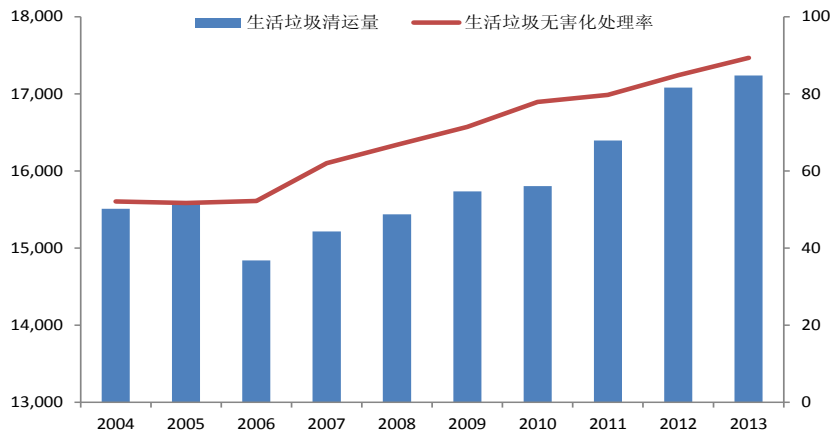
2. 固废处理方兴未艾，新兴领域前景诱人

2.1 固废填埋处理仍处在中程加速阶段

随着我国城市化进程的发展，城市生活垃圾产生量不断攀升。2004年起，中国超过美国成为世界上最大的生活垃圾产生国，预计至2030年，中国每年的垃圾产生量将近5亿吨。近年来，各地区、各部门不断加大城市生活垃圾处理工作力度，我国城市生活垃圾无害化处理率从2004年的52.1%增长至2013年的89.3%，垃圾无害化处理能力已显著提升。

由于垃圾卫生填埋具有周期短，投资低的特点，我国现阶段垃圾处理的主要方式仍是卫生填埋。2003年至2012年垃圾卫生填埋占我国垃圾无害化处理的比重平均高达81%。而且，我国县级垃圾填埋场的建设则起步较晚，一些地区仍存在简单填埋的阶段，远没有达到无害化处理的标准。近年来，垃圾焚烧处理占比提高迅速，但垃圾填埋处理短期内仍将占据主要位置，无害化垃圾填埋的市场空间仍十分巨大。

图 4：2004-2013 年我国生活垃圾清运量（万吨）及无害化处理率（%）



数据来源：国家统计局，西南证券

2.2 土壤修复前景诱人

2014年4月17日，《全国土壤污染状况调查公报》发布，全国土壤环境状况总体不容乐观，部分地区土壤污染较重，全国土壤总的超标率为16.1%。从污染分布情况看，长江三角洲、珠江三角洲、东北老工业基地等部分区域土壤污染问题较为突出，西南、中南地区土壤重金属超标范围较大。

图 5: 全国土地污染分布情况



数据来源:《全国土壤污染状况调查公报》,西南证券

据估计,2013年实际投放市场的土壤污染修复试点规模仅50亿左右,2014年也只有150亿左右。我国目前土壤修复产业产值仅为环保产业产值的1%左右,这一数值远低于发达国家30%左右的水平,且与大气污染、水污染治理相比,中国的土壤污染治理仍在起步。

土壤修复产业中以工业企业污染土地的治理最具市场前景。随着我国“退二进三”产业调整政策的推进和对大城市工业布局的调整,工业企业搬迁后的土地土壤修复需求日益增强。据了解,现在的土壤治理模式,主要是由负责土地流转的各地土地储备中心负责出资,只有部分具有商业价值的土地有望得到治理。目前的主要问题是土地污染的责任方制度仍不明确,造成土地污染治理的推进缓慢。预计随着市场对“土十条”预期的加强,土壤修复有望逐渐得到政策的支持和规范,万亿市场即将打开。

2.3 危废处理面临巨大历史存量

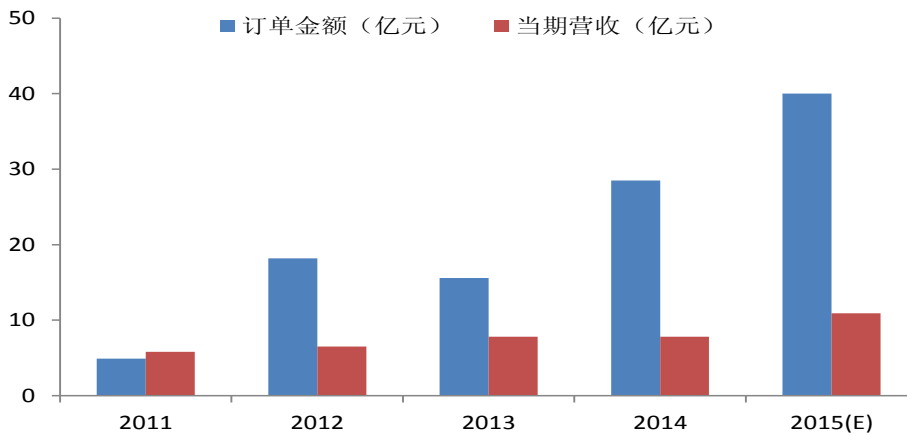
我国危险废物产生量占固废总量约为1%,而对于危险废物的处置尚处于起步阶段,处置能力缺口很大。根据“十二五”规划,危险废物和医疗废物处置能力预计达到417万吨/年,需投资102亿元。由于处置危险废物的成本相对较高,处置难度相对较大,且面临增量不断加大的情况以及巨大的历史存量,处置形势十分严峻。危废处理的高门槛使得其具有较高的毛利率,且多以运营方式进行,预期收益良好,是很好的利润增长点。

3. 公司业绩增长确定，外延扩展加速布局

3.1 公司在手订单丰富，业绩确定性强

公司市场开拓顺利，2014 年新签订单约 26 亿元，同比增长 70%。2015 年以来，公司加快了在土壤治理、危废、医废和工业园区第三方治理领域的布局。这些领域的存量市场巨大，社会关注度提升迅速，公司拥有先发优势，相关项目储备快速。公司上半年订单签署情况良好，而且根据往年的经验，公司的订单签署多集中在下半年。因此，我们预计公司全年新签订单将保持高速增长，有望超过 40 亿元。公司 2014 年的运营订单将在 2015 年贡献利润，加上丰富的新签订单，公司 2015 年业绩高速成长的确切性较强。

图 6: 2011-2015 年公司订单金额与当期营收



数据来源: Wind, 西南证券

3.2 环境修复空间巨大，A 股稀缺标的

公司在环境修复领域经验丰富，公司的土壤修复技术体系包含重金属污染场地和有机物污染场地修复技术体系等，技术水平处于行业前列，是国内拥有土壤修复成功案例最多的企业之一，承担过工业区重金属废渣综合治理工程、矿业湿法采矿场污染场地修复工程、有机污染场地治理工程等多类项目。公司是中国环境修复产业联盟发布的第一批“污染场地调查评估修复从业单位推荐名录”中同时具有“调查评估”、“修复方案设计”和“修复工程实施”能力的为数不多的推荐企业之一。

我国环境修复存量市场巨大，但真正能形成订单的项目较少，市场发育仍在雏形阶段。这主要是由于政策不清晰造成的污染治理资金来源不清。公司在业内技术和规模处在领先水平，特别是在重金属修复方面优势明显。公司将土壤修复作为长期的核心发展战略，近年来该业务发展迅猛。

环保部于 2015 年 7 月 2 日公布，为加快推进《重金属污染综合防治“十二五”规划》，中央财政近日下达专项资金约 28 亿元，用于重点支持 30 个地市加快推进重金属污染综合防治。这标志着中央重金属污染防治专项资金的分配使用进行了重大改革，改变过去专项资金按照因素法分配到省的方法，将重点任务和资金分配联动起来，突出防

治重点，以区域整体绩效为导向，充分调动地方积极性。这为公司后续重金属治理订单的获取创造了良好的条件。

市场对于“土十条”的出台预期集中在明年，一旦市场启动，考虑到巨大的市场存量，作为细分行业的龙头企业，公司环境修复业绩有望出现爆发式增长。参考“大气十条”和“水十条”对相关标的的影响情况，下半年市场对于公司的关注度将显著提升。

表 2: 目前公司在手环境修复类订单（不完全统计）

序号	项目名称	主要内容	合同类型	合同金额预计收入 (万元)	预计完工时间
1	株洲清水塘工业区重金属废渣综合治理一、二期工程项目	重金属污染治理	专业承包	12,301.35	2015年10月
2	苏州安利化工厂原址场地污染土壤治理修复	污染场地修复	专业承包	1,288	2015年3月
3	临湘市原桃林铅锌矿农田土壤重金属治理项目	污染场地修复	专业承包	611.97	2015年6月
4	原吉林市晨鸣纸业污染场地修复项目	污染场地修复	专业承包	2,756.05	2015年6月

数据来源：公司招股书，西南证券

3.3 加码运营业务，增加优质稳定现金流

近年来，公司顺应环保行业经营模式创新的发展趋势，大力拓展 BT、BOT、TOT 等运营模式的业务，同时积极推动 PPP 业务的发展。公司从 2011 年到 2014 上半年年运营业务占比持续大幅增长，已成为公司营业收入和利润的主要来源（19.6%到 73.2%）。运营项目具有高毛利率，现金流长期稳定的特点，为企业业绩提供有力的支撑。

公司上市时，恰逢国务院印发《关于推行环境污染第三方治理的意见》，《意见》中提到要以工业园区等领域为重点，健全第三方治理市场。目前，国内工业园区数量众多，省级以上工业园区数量就在 1500 个左右，废水、废渣产生量大，适合采取第三方集中治理的方式。公司上市后融资渠道拓展，在工业园区第三方综合治理运营业务上的布局已有较明显的业绩。

表 3: 公司 BOT 项目列表

序号	项目名称	主要内容	签署时间	合同金额(万元)
1	新疆独贵塔拉工业园区北区固废、废水综合处置利用静脉产业园项目 (BOT)	工业固废、废水处理	—	86,500
2	乌鲁木齐甘泉堡经济技术开发区 (工业区) 固废综合处理静脉产业园 (BOT)	工业园废渣处理	1/29/2014	73,407
3	明水县城市生活垃圾填埋场工程建设和特许 (BOT)	生活垃圾处理	—	8,000
4	桂林医疗废弃物处置项目 (TOT)	医废处理	7/29/2014	1,380
5	榆神工业区工业废渣一期 BOT 协议	工业园废渣处理	7/29/2014	21,900
6	邵阳市污泥集中处置工程 BOT 项目	污泥处置	9/3/2014	15,000
7	新疆阜康市东部城区污水处理厂特许经营权协议	污水处理	12/3/2014	—
8	新疆阜康市固废综合处置静脉园特许经营权协议	工业园区固废处理	12/4/2014	—
9	广西贺州市循环经济环保产业园 BOT(特许经营权)项目	工业园区固废处理	3/13/2015	27,000

数据来源：公司招股书，2014 年年报，西南证券

3.4 股权激励显示公司信心

公司近期发布股权激励草案,拟向 2 名高管及 205 名骨干员工授予 385.46 万股限制性股票,占目前总股本 16,160 万股的 2.39%,其中首次授予 346.92 万股,占该计划激励股票总数的 90.0%。激励的股票来自于向激励对象定向增发,价格为 39.57 元/股。激励股份完全解锁耗时较长,需 4 年半以上时间,有助于保持管理团队与股东长期利益一致化。

近日,随着大盘整体波动加大,公司股价出现大幅下跌。为稳定股价,公司控股股东李卫国先生于 2015 年 7 月 3 日增持公司股份 72,871 股,平均增持股价为 56.10 元/股,占本公司总股本的 0.045%。此次增持后,李卫国先生持有公司股份数量为 36,105,833 股,占公司总股本的 22.34%,他同时还承诺在未来 6 个月继续通过二级市场增持公司股份。我们认为增持显示控股股东对公司业绩和未来发展的信心,有助于稳定公司在二级市场的股价。

表 4: 公司股权激励考核目标和解锁安排

解锁安排	考核目标	解锁时间	可解锁数量占限制性股票数量比例
第一次解锁	相比 2014 年,2015 年净利润增长率不低于 30%, 营业收入增长率不低于 30%;	自授予日起满 18 个月后的首个交易日起至首次授予日起 30 个月内的最后一个交易日止	20%
第二次解锁	相比 2014 年,2016 年净利润增长率不低于 69%, 营业收入增长率不低于 69%;	自授予日起满 30 个月后的首个交易日起至首次授予日起 42 个月内的最后一个交易日止	20%
第三次解锁	相比 2014 年,2017 年净利润增长率不低于 120%, 营业收入增长率不低于 120%;	自授予日起满 42 个月后的首个交易日起至首次授予日起 54 个月内的最后一个交易日止	30%
第四次解锁	相比 2014 年,2018 年净利润增长率不低于 186%, 营业收入增长率不低于 186%;	自授予日起满 54 个月后的首个交易日起至首次授予日起 66 个月内的最后一个交易日止	30%

数据来源:公司公告

3.5 环保并购基金打开外延扩张空间

生活垃圾处置业务目前是公司重要的业绩支撑,但是受限于行业发展已接近天花板,公司目前积极谋求转型,配合已有高成长性生态修复业务,布局工业废物处置、医疗废物处置和污水处理等新业务板块,打造专业固废处理处置解决方案提供商。

公司 2015 年 6 月份发布公告,拟与上海磐霖资产管理有限公司发起设立“磐霖高能环保产业投资基金合伙企业(有限合伙)”,基金总规模人民币 10 亿元,其中首期规模 3 亿元。公司出资总额 3 亿元,占基金份额的 30%,其中首期出资 9000 万元。基金将专注于环保产业投资,主要投资领域为危废处理、垃圾发电、高浓度工业污水处理和基于物联网技术的固废管理系统等。

并购已成为环保产业发展的一大主体,是环保企业做大做强的有效手段。磐霖高能环保产业投资基金的成立彰显了公司外延式扩张的决心,将有效整合公司产业优势和磐霖资本的资本优势,抓住国内环保产业快速发展的机遇,寻找优质的项目,通过导入高能环境与磐霖资本的行业资源和金融资源,对被投资企业实施整合与重组,进而帮助公司打造固废处理综合平台。

4. 盈利预测与投资建议

公司目前在手订单充裕，项目回款情况良好，部分运营项目有望在今年贡献收益，业绩确定性强，未来有望保持高增长态势。我们预计公司 2015-2017 年营收分别为 12.80、18.56 和 25.51 亿元，EPS 分别为 1.06、1.47、2.01 元，对应 7 月 3 日的股价 PE 分别为 53X、38X、28X。考虑到公司运营项目拓展顺利，作为土壤治理领域的稀缺标的，随着市场对于相关政策预期逐渐升温，未来市场前景巨大，且公司近期随大盘回调较多，给予“买入”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	776.51	1280.21	1855.73	2550.76	净利润	115.45	170.75	236.71	324.36
营业成本	528.82	876.59	1269.23	1739.51	折旧与摊销	8.72	12.60	14.97	18.06
营业税金及附加	20.82	31.75	46.03	64.12	财务费用	-25.30	-0.16	-0.24	-0.33
销售费用	32.86	46.17	69.68	96.54	资产减值损失	-2.98	0.00	0.00	0.00
管理费用	102.29	141.30	214.12	297.01	经营营运资本变动	-22.60	-208.96	-187.34	-224.07
财务费用	-25.30	-0.16	-0.24	-0.33	其他	-304.76	17.51	4.16	4.95
资产减值损失	-2.98	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	-231.43	-8.28	68.26	122.97
投资收益	-0.25	0.00	0.00	0.00	资本支出	-0.21	-80.00	-80.00	-80.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-149.60	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-149.81	-80.00	-80.00	-80.00
营业利润	119.75	184.58	256.91	353.91	短期借款	413.89	-583.89	52.58	26.21
其他非经营损益	5.39	6.89	7.05	6.72	长期借款	30.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	125.14	191.46	263.96	360.63	股权融资	698.79	0.00	0.00	0.00
所得税	9.68	20.72	27.25	36.27	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	115.45	170.75	236.71	324.36	其他	-18.61	0.16	0.24	0.33
少数股东损益	-0.10	-0.14	-0.20	-0.28	筹资活动现金流净额	1124.07	-583.73	52.82	26.54
归属母公司股东净利润	115.55	170.89	236.91	324.63	现金流量净额	743.13	-672.00	41.08	69.50
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	816.50	144.49	185.57	255.08	成长能力				
应收和预付款项	158.58	238.21	349.13	484.45	销售收入增长率	-0.70%	64.87%	44.95%	37.45%
存货	705.29	1169.11	1692.78	2320.00	营业利润增长率	-19.26%	54.13%	39.19%	37.76%
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	-15.65%	47.89%	38.63%	37.03%
长期股权投资	18.63	18.63	18.63	18.63	EBITDA 增长率	-29.63%	90.95%	37.88%	36.81%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	104.64	177.69	248.37	315.96	毛利率	31.90%	31.53%	31.60%	31.80%
无形资产和开发支出	145.08	139.43	133.79	128.14	三费率	14.15%	14.63%	15.28%	15.42%
其他非流动资产	1053.67	1053.67	1053.67	1053.67	净利率	14.87%	13.34%	12.76%	12.72%
资产总计	3002.40	2941.24	3681.94	4575.93	ROE	6.57%	8.85%	10.93%	13.02%
短期借款	583.89	0.00	52.58	78.79	ROA	8.69%	3.85%	5.81%	6.43%
应付和预收款项	621.97	970.64	1418.31	1957.26	ROIC	18.60%	22.98%	22.49%	23.53%
长期借款	30.00	30.00	30.00	30.00	EBITDA/销售收入	13.29%	15.39%	14.64%	14.57%
其他负债	8.08	11.39	15.13	19.61	营运能力				
负债合计	1243.94	1012.04	1516.02	2085.65	总资产周转率	0.34	0.43	0.56	0.62
股本	161.60	161.60	161.60	161.60	固定资产周转率	7.42	10.57	11.38	11.75
资本公积	959.39	959.39	959.39	959.39	应收账款周转率	7.99	9.96	9.36	9.23
留存收益	604.04	774.94	1011.85	1336.48	存货周转率	0.84	0.94	0.89	0.87
归属母公司股东权益	1725.03	1895.92	2132.83	2457.46	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	53.57%	—	—	—
少数股东权益	33.43	33.29	33.09	32.81	资本结构				
股东权益合计	1758.46	1929.21	2165.92	2490.27	资产负债率	41.43%	34.41%	41.17%	45.58%
负债和股东权益合计	3002.40	2941.24	3681.94	4575.93	带息债务/总负债	49.35%	2.96%	5.45%	5.22%
					流动比率	1.39	1.59	1.50	1.49
					速动比率	0.81	0.39	0.36	0.36
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	每股指标				
EBITDA	103.17	197.01	271.64	371.64	每股收益	0.72	1.06	1.47	2.01
PE	125.26	84.70	61.10	44.59	每股净资产	10.88	11.94	13.40	15.41
PB	8.23	7.50	6.68	5.81	每股经营现金	-1.43	-0.05	0.42	0.76
PS	18.64	11.31	7.80	5.67	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	128.12	67.54	49.03	35.72					
股息率	—	—	—	—					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

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、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

北京地区

赵佳（地区销售负责人）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn