

评级：买入 维持评级

业绩点评

市价（人民币）：20.22元

业绩环比略下滑，前景依然看好

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)	598.38
总市值(百万元)	12,099.21
年内股价最高最低(元)	24.11/12.63
沪深300指数	3379.98
上证指数	2978.84



公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.249	0.301	0.547	0.752	1.085
每股净资产(元)	3.07	2.69	2.46	2.95	3.90
每股经营性现金流(元)	0.27	0.87	0.21	0.84	1.28
市盈率(倍)	28.02	72.59	44.64	32.48	22.53
行业优化市盈率(倍)	26.31	53.21	35.06	35.06	35.06
净利润增长率(%)	59.12%	20.71%	81.97%	37.46%	44.19%
净资产收益率(%)	14.15%	14.73%	22.25%	25.51%	27.79%
总股本(百万股)	343.77	453.60	598.38	598.38	598.38

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 公布的三季报环比略下滑，但符合预期：报告期营业收入15.34亿元，同比增长73.38%，归属于母公司的净利润为1.81亿元，同比增长91.27%，EPS0.305元，单季度0.10元，低于二季度的0.13元。利润稍微下滑，实际上，我们在中报就有预示，当时4月份传统陶机订单达到历史顶峰（单月4亿元），之后逐渐回归至正常的2亿元水平。

季度业绩本可实现增长，但国家能源局3500万元的新能源支持补贴未入账，减少EPS0.04元。我们预计至年底，不仅这部分支持资金可到位，当地政府也可能税费支持。

并购恒力泰仍需等待证监会批准。目前证监会关于并购重组等公司的审批趋严，尽管公司并购属于创新，但被批准尚需时间等待。

三季度获佛山2台（每小时2万方供气量，富氧后热值2000大卡/立方米。）订单。佛山曾是国内陶瓷企业三强之地，近两年由于环保问题，陆续搬迁出去约70%的企业，但本地仍对清洁能源有迫切需求。

三季度公司成立洁能股份子公司，融资收到少数股东3.1亿元入股现金。未来定位做二代炉（每小时5万方），如果指标达预期，将改写新型煤气化炉的世界格局。

■ 今年完成40台订单目标可期，明年订单大幅增长，主要依赖于两方面支持：一是政府节能减排力度，二是技术进步，客户观望转化为订单。

目前峨眉山2台炉，由于当地煤价高，与天然气比价倒挂，项目微利。不过后续运营350千瓦蒸汽发电机组，月可节约10万元成本，飞灰发电机组1500千瓦，月节约成本70万元，相当于一台炉年可盈利480万元。

公司二代炉将大幅提升冷煤气效率，如果明年三、四季度试验成功，即使按传统水煤气的成本定价，也能实现较高的收益，这是公司爆发期的开始。

投资建议

■ 我们认为节能减排的市场需求具有可持续性，而大力发展清洁煤利用技术是此领域的重中之重。随着环保政策趋严、市场认知程度提升、技术进步，公司未来订单将呈现爆发性增长。

■ 维持公司“买入”评级。

刘波

分析师 SAC 执业编号：S1130206110211
(8621)61038283
liubo@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	1,264	1,160	1,426	2,039	2,762	3,835	货币资金	242	343	672	505	478	808
增长率	-8.2%	22.9%	43.0%	35.5%	38.8%		应收款项	181	163	175	224	303	421
主营业务成本	-959	-877	-1,163	-1,511	-1,992	-2,692	存货	352	340	330	435	573	774
%销售收入	75.9%	75.6%	81.6%	74.1%	72.1%	70.2%	其他流动资产	20	44	63	70	92	123
毛利	305	283	263	528	771	1,143	流动资产	795	890	1,240	1,233	1,446	2,126
%销售收入	24.1%	24.4%	18.4%	25.9%	27.9%	29.8%	%总资产	65.4%	61.0%	59.8%	54.9%	51.7%	56.1%
营业税金及附加	-7	-7	-11	-15	-17	-23	长期投资	0	74	139	140	139	139
%销售收入	0.5%	0.6%	0.8%	0.7%	0.6%	0.6%	固定资产	360	381	581	755	1,089	1,394
营业费用	-72	-75	-59	-82	-102	-142	%总资产	29.7%	26.1%	28.0%	33.6%	38.9%	36.8%
%销售收入	5.7%	6.5%	4.1%	4.0%	3.7%	3.7%	无形资产	56	112	111	117	123	128
管理费用	-84	-79	-69	-92	-116	-161	非流动资产	420	570	833	1,014	1,352	1,663
%销售收入	6.6%	6.8%	4.8%	4.5%	4.2%	4.2%	%总资产	34.6%	39.0%	40.2%	45.1%	48.3%	43.9%
息税前利润 (EBIT)	142	121	124	340	536	817	资产总计	1,215	1,460	2,073	2,247	2,799	3,790
%销售收入	11.2%	10.4%	8.7%	16.7%	19.4%	21.3%	短期借款	160	50	110	0	0	0
财务费用	-12	-8	0	-1	0	0	应付款项	396	327	647	588	782	1,066
%销售收入	0.9%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	其他流动负债	33	6	50	135	154	181
资产减值损失	-3	-6	-2	-2	-1	-1	流动负债	589	384	806	723	935	1,247
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	0	9	63	23	25	28	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	5.4%	30.1%	6.0%	4.4%	3.2%	负债	589	384	806	723	935	1,248
营业利润	128	116	185	361	560	844	普通股股东权益	568	1,054	1,222	1,472	1,764	2,335
营业利润率	10.1%	10.0%	13.0%	17.7%	20.3%	22.0%	少数股东权益	57	23	45	53	99	206
营业外收支	7	56	24	25	11	25	负债股东权益合计	1,215	1,460	2,073	2,247	2,799	3,790
税前利润	134	172	209	386	571	869							
利润率	10.6%	14.9%	14.6%	18.9%	20.7%	22.6%							
所得税	-28	-8	-26	-50	-74	-113							
所得税率	21.2%	4.4%	12.4%	13.0%	13.0%	13.0%							
净利润	106	165	183	335	497	756							
少数股东损益	12	16	3	8	47	107							
归属于母公司的净	94	149	180	327	450	649							
净利率	7.4%	12.9%	12.6%	16.1%	16.3%	16.9%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金净流	121	91	396	128	505	763	每股指标						
资本开支	-58	-185	-131	-207	-398	-385	每股收益	0.157	0.249	0.301	0.547	0.752	1.085
投资	-4	0	-16	-1	0	0	每股净资产	3.806	3.065	2.693	2.460	2.948	3.903
其他	0	-17	28	23	25	28	每股经营现金净流	0.812	0.265	0.873	0.213	0.844	1.275
投资活动现金净流	-62	-202	-119	-185	-373	-357	每股股利	0.200	0.000	0.300	0.130	0.130	0.130
股权募资	1	359	30	0	-80	0							
债权募资	23	-100	60	-110	0	1	回报率						
其他	-39	-47	-38	0	-78	-78	净资产收益率	16.49%	14.15%	14.73%	22.25%	25.51%	27.79%
筹资活动现金净流	-16	213	52	-110	-158	-77	总资产收益率	7.71%	10.21%	8.68%	14.57%	16.08%	17.12%
现金净流量	44	102	329	-167	-26	329	投入资本收益率	14.24%	10.25%	7.92%	19.41%	25.01%	27.95%
							增长率						
							主营业务收入增长率	53.78%	-8.20%	22.92%	43.02%	35.49%	38.82%
							EBIT增长率	95.26%	-14.78%	2.90%	173.42%	57.47%	52.44%
							净利润增长率	105.56%	59.12%	20.71%	81.97%	37.46%	44.19%
							总资产增长率	29.02%	20.25%	41.92%	8.43%	24.54%	35.40%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	40.4	46.2	38.3	35.0	35.0	35.0
							存货周转天数	116.1	144.1	105.2	105.0	105.0	105.0
							应付账款周转天数	72.7	73.4	82.0	75.0	75.0	75.0
							固定资产周转天数	100.3	97.7	141.0	126.3	137.2	127.9
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-13.06%	-27.25%	-44.38%	-33.10%	-25.68%	-31.75%
							EBIT利息保障倍数	12.2	16.0	294.2	515.4	#DIV/0!	31,408.3
							资产负债率	48.50%	26.26%	38.90%	32.15%	33.42%	32.94%

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
强买	0	0	0	2	5
买入	0	1	2	5	10
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	2.00	1.80	1.72

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2009-02-02	买入	6.71	N/A
2 2010-07-01	买入	18.89	N/A
3 2010-07-13	买入	18.86	25.00 ~ 30.00

来源：国金证券研究所

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“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5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 = 强买； 1.01~2.0 = 买入； 2.01~3.0 = 持有
3.01~4.0 = 减持； 4.01~5.0 = 卖出



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：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明：

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形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惟一因素。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或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311
传真：(8621)-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：200011
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：(8610)-66215599-8832
传真：(8610)-61038200
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100032
地址：中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话：(86755)-82805115
传真：(86755)-61038200
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 2805 室