

龙源技术 (300105.SZ)

其他可再生能源行业

评级: 买入 上调评级

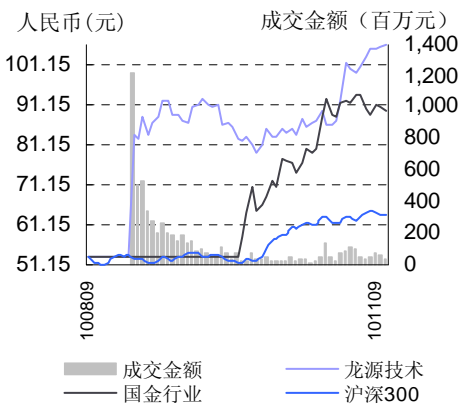
公司研究

市价(人民币): 100.70元
目标(人民币): 121.00-139.00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)	17.60
总市值(百万元)	8,861.60
年内股价最高最低(元)	106.00/53.00
沪深300指数	3291.83



相关报告

1. 《收入未如期确认,销售费用率上升》, 2010.10.26
2. 《新技术满足新需求》, 2010.8.12

股票分析组

赵乾明 分析师 SAC 执业编号: S1130210010309
(8621)61038263
zhaqmq@gjzq.com.cn

黄亚森 联系人
(8621)61038216
huangys@gjzq.com.cn

短看脱硝, 长看电厂无燃油改造

公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	1.086	1.329	1.325	2.412	3.464
每股净资产(元)	3.16	4.33	16.83	18.98	22.44
每股经营性现金流(元)	0.83	0.79	0.94	0.22	1.09
市盈率(倍)	N/A	N/A	67.45	37.07	25.81
行业优化市盈率(倍)	N/A	61.74	61.74	61.74	61.74
净利润增长率(%)	5.94%	22.31%	33.01%	81.96%	43.63%
净资产收益率(%)	34.41%	30.67%	7.88%	12.71%	15.43%
总股本(百万股)	66.00	66.00	88.00	88.00	88.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **氮氧化物总量控制带来脱硝强制需求:** 环保部明确表态, “十二五”期间国家将控制氮氧化物排放总量, 强制性脱硝政策势在必行; 为补偿电厂脱硝成本, 国家必须对上网电价予以补贴, 届时将打开广阔的脱硝市场;
- **等离子体低 NOx 燃烧技术极具成本优势:** 为达到国家标准, 在煤质好的地区, 可单独使用等离子体低 NOx 燃烧技术, 基建投入仅为 SCR 法的 1/2, 后期维护成本为 1/20; 在其他地区, 采用低 NOx 燃烧+SNCR 相结合的方法, 相对于 SCR 也将大大降低基建成本和后期维护投入;
- **适合等离子体低 NOx 改造机组数量多:** 2015 年之前, 适合用低氮技术改造的机组数量为 280 台/年, 新建机组为 44 台/年; 我们预测公司 2010-2012 年等离子体低 NOx 改造机组数量分别为 10, 40 和 80 台, 当前市场需求可以接纳公司产能。
- **等离子体无燃油电厂方兴未艾:** 无燃油电厂经济效益好, 节能减排效果明显, 国电集团已经在内部大力推广; 随着人们认识的提高, 未来可能在全国大规模推广, 市场空间巨大。
- **背靠国电, 依靠而不依赖:** 公司实际控制人为国电集团, 有利于产品销售推广; 公司在五大电力集团都有销售, 2009 年国电收入占比 23.26%, 不存在对国电的依赖关系

投资建议

- 上调 2011-2012 年的盈利预测: 预计公司在 2010 年到 2012 年将分别实现净利润 1.17 亿元, 2.12 亿元和 3.05 亿元, 年增长率分别为 33.01%, 81.96%和 43.63%, 年复合增长率 51.48%。折合摊薄后对应的每股收益为 1.33 元, 2.41 元和 3.46 元, 上调幅度分别为 11%、32%和 17%。

估值

- 2010 年 11 月 12 日收盘价 100.7 元分别对应 76X10PE 和 42X11PE。鉴于公司是高科技节能环保企业, 直接受益于国家节能减排政策, 且未来将快速增长, 我们认为应给予公司 50X11PE/40X12PE, **6-12 个月内目标价为 121-139 元**, 距离当前股价仍有 20%-38%的上涨空间, 上调为“买入”评级。

风险

- 明年政府推迟脱硝政策; 国内火电建设速度下降; 应收账款回收风险

内容目录

静待脱硝政策，低 NOx 燃烧器蓄势待发	3
脱硝政策渐行渐近，打开广阔市场	3
短期：公司低 NOx 点火技术蓄势待发	4
长期：等离子体无燃油电厂改造方兴未艾	5
盈利预测、估值与投资建议	6
分产品收入预测	6
预测结论及投资建议	8
附录：三张报表预测摘要	9

图表目录

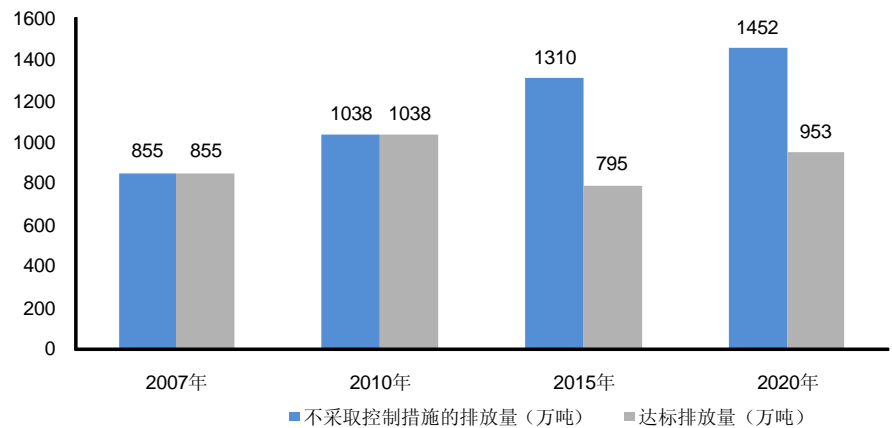
图表 1：火电产业氮氧化物不采取控制措施的排放量及达标排放量	3
图表 2：前五大客户收入占比	5
图表 3：基建期间调试费用对比	5
图表 4：运营期间年运营费用对比	5
图表 5：分产品收入情况及预测	7

静待脱硝政策，低 NOx 燃烧器蓄势待发

脱硝政策渐行渐近，打开广阔市场

- “十二五”中国主要污染物总量控制种类将扩大到四项，即在化学需氧量、二氧化硫的基础上增加氨氮、**氮氧化物**。
- **总量控制**：2010年11月10日，环境保护部部长周生贤在中国环境与发展国际合作委员会2010年年会上说，“十二五”中国将落实减排目标责任制，强化污染物减排和治理，增加主要污染物总量控制种类，将主要污染物扩大至四项，即化学需氧量、氨氮、二氧化硫、氮氧化物。
- **补贴电价**：参考脱硫电价的补贴水平和SCR法脱硝成本，我们判断脱硝电价可能在0.012-0.015元/千瓦时的区间范围，这一范围能有效覆盖发电厂的脱硝成本。
- **地区政策**：环保部在《火电厂大气污染物排放标准》(征求意见稿)中明确规定，自2010年1月1日起，新建、扩建、改建火电厂建设项目氮氧化物排放浓度重点地区不高于200mg/m³，其他地区不高于400mg/m³。至2015年1月1日，所有火电机组氮氧化物排放浓度都要求重点地区不高于200mg/m³，其他地区不高于400mg/m³要求。重点地区的范围由国务院环境保护行政主管部门或省级人民政府规定。首选应为长三角、珠三角、京津冀（环渤海）区域。

图表1：火电产业氮氧化物不采取控制措施的排放量及达标排放量



来源：国金证券研究所

- 相对于SCR方法，低NOx燃烧技术的基建和维护成本低，未来有望成为火电脱硝主流方法：
 - 采用了第二代等离子体燃烧器的低NOx燃烧系统使得炉内低氧燃烧深度降氮技术在不降低效率的前提下得以实施，从而达到深度降氮的目的，使锅炉氮氧化物排放浓度降低到200mg/m³以下。该技术初始投资仅约为SCR技术的1/2，运行成本仅约为SCR技术的1/20。
 - **低NOx燃烧+SNCR方法具有成本优势**。美国燃料技术公司的刘明辉以4×35万千瓦机组的脱硝工程改造为例，来说明不同工艺选择的成本问题。这一机组的初始氮氧化物浓度为800mg/m³，目标氮氧化物排放浓度为200mg/m³：
 - 1) 采用低氮燃烧和SNCR，改造的初期投资为1.5亿元左右，且后期维护成本主要为电费和还原剂，不需要昂贵的催化剂。
 - 2) 采用低氮燃烧和SCR(液氨作为还原剂)，改造的初期投资将超过3亿元，每年催化剂费用高。

- 3) 采用低氮燃烧和 SNCR/SCR 混合工艺进行改造, 初期投资在 2.08 亿元左右。所谓 SNCR/SCR 混合工艺, 就是把 SNCR 工艺的低成本特点同 SCR 工艺的高脱硝率进行有效结合的一种联体的混合工艺, 可以降低催化剂的使用量, 与电除尘/布袋除尘相结合的电袋除尘技术类似。
- 低 NOx 燃烧技术同时可以解决锅炉结焦问题。如果进一步使用等离子体无燃油技术, 可以消除油库安全隐患。
 - 根据环保部对重点地区的脱硝标准, 我们预测到 2015 年每年改造机组的脱硝市场容量约为 400 台, 其中适用于低 NOx 燃烧改造数量占比 70%, 约为 280 台。
 - 中电联《二〇〇八年电力工业统计资料汇编》, 截至 2008 年底, 重点地区(京津冀、长三角和珠三角地区)有 2187 台存量机组需要在 2015 年底前完成脱硝改造, 为达到此目标, 平均每年需要改造 400 台左右。
 - 等离子体低 NOx 燃烧器适用于烟煤和褐煤, 根据哈尔滨工业大学教授吴少华对全国 50 个电厂 91 个煤种的统计结果, 无烟煤占 24.2%, 贫煤占 15.4%, 因此全国范围内 60%的电厂适合进行低 NOx 燃烧器改造。
 - 重点地区包括长三角、珠三角和京津冀, 煤质普遍高于国内平均水平, 因此预测重点地区 70%的机组适合进行低 NOx 燃烧器改造, 每年平均需要改造 280 台。
 - 新建机组目前以选择性催化还原法(SCR)法为主, 随着环保部门对低 NOx 燃烧器脱硝的认可度提升, 公司有望在新建机组脱硝市场获得突破。
 - 新建机组环评中需要明确脱硝措施, 目前环保部承认的脱硝措施为 SCR/SNCR, 而低 NOx 燃烧器作为新技术并不被认可, 因此公司过去难以进入新建机组脱硝市场。
 - 公司已经向国家环保部申请验收深圳能源公司妈湾电厂脱硝改造工程。如果验收通过, 公司将得到国家环保部的正式承认, 有望由此进入新建机组市场, 我们预计新建机组市场需求为每年 44 台。(详见我们 2010 年 8 月 12 日报告《新技术满足新需求: 龙源技术新股研究报告》)
 - 公司目前正在数个新建机组中应用等离子体低 NOx 燃烧技术, 如国电吉林江南电厂, 主要是作为示范推广目的。

短期: 公司低 NOx 点火技术蓄势待发

- 公司是等离子体和微油点火器的市场领导者, 拥有独创的等离子体低 NOx 点火技术, 技术、人员积累充分, 为全国性的脱硝改造做好了准备。
 - 2009 年, 公司等离子体和微油点火器市场占有率分别为 84.21%和 32.32%, 均居全国第一(注: 等离子体点火器市场占有率根据徐州燃控招股书有所调整, 和公司招股书中市占率 90%以上不同)。
 - 公司独创了等离子体低 NOx 点火技术, 将双尺度燃烧技术和等离子体点火技术结合起来, 提高煤种适用性, 同时进一步降低烟气氮氧化物含量。
 - 技术力量雄厚, 多位国家级专家和锅炉权威人士在公司长期工作; 09 年起公司开始为脱硝改造储备人才, 做好了人员准备。
- 在低氮燃烧脱硝改造市场上, 公司与三类竞争对手相比, 均具备很强的竞争优势。
 - 第一类竞争对手为源自高校热工研究所的企业, 如西安热工院、哈工大燃烧工程所、苏源环保等。公司在工程经验和资金上有优势。

- 第二类竞争对手为四大锅炉厂。各个锅炉厂都有自己的低氮燃烧技术，但目前技术水平在 350-400mg/m³，公司在技术水平上大幅领先。
- 第三类竞争是少数国外公司，如美国 FW 公司、美国 ABT 公司、英国 MBEL 公司等。公司在对中国煤种、炉型的适应性以及服务上领先于外资企业。
- 背靠国电集团，公司在积极开发集团内市场的同时，与其他电力集团也有良好的合作关系。
 - 国电集团是公司的实际控制人，在集团内部大力推广公司的等离子点火器产品，是公司的基本市场。
 - 公司在五大电力集团都有销售，市场开拓能力强，不存在实际控制人依赖风险

图表2: 前五大客户收入占比

2007年		2008年		2009年	
客户名称	占比	客户名称	占比	客户名称	占比
国电集团	19.27%	国电集团	27.12%	国电集团	23.26%
大唐集团	12.49%	中电投	7.01%	华能集团	14.36%
华能集团	6.08%	鲁能集团	6.05%	华电集团	9.38%
鲁能集团	4.69%	换能集团	5.65%	北方联合	5.81%
东方锅炉	4.41%	大唐集团	5.54%	国华集团	3.84%

来源: 招股说明书 国金证券研究所

长期: 等离子体无燃油电厂改造方兴未艾

- 等离子和微油点火技术经济效益显著，节能减排效果好。
 - 两种设备都具有良好的经济效益。现以一台 60 万千瓦机组为例分析一下两种技术与常规点火方式的经济效益对比情况:

图表3: 基建期间调试费用对比

常规点火方式		等离子体点火设备		微油点火设备	
燃油量	4355吨	燃煤量	8090.62吨	燃煤量	7281.56吨
燃油费用	2395.25万	燃煤费用	364.08万	燃煤费用	327.67万
		电费	6.47万	燃油量	435.5吨
		设备投资	360.00万	燃油费用	239.53万
				设备投资	150.00万
费用小计	2395.25万	费用小计	730.55万	费用小计	717.20万

来源: 招股说明书 国金证券研究所

图表4: 运营期间年运营费用对比

常规点火方式		等离子体点火设备		微油点火设备	
燃油量	811.42吨	燃煤量	1507.40吨	燃煤量	1356.69吨
燃油费用	446.28万	燃煤费用	67.83万	燃煤费用	61.05万
		电费	1.21万	燃油量	81.14吨
		维护费用	9.48万	燃油费用	44.63万
				设备投资	8.00万
费用小计	446.28万	费用小计	78.52万	费用小计	113.68万

来源: 招股说明书 国金证券研究所

- 此外，使用等离子体点火系统，电除尘器可以在锅炉启动及低负荷期间正常投入，大大减少粉尘的排放，避免了环境污染和引风机磨损，给电厂带来显著的社会效益和经济效益。
- 在某些地区，电厂出租油库的收益在 1-2 年内可以抵消改造成本，电厂有较大积极性。
- 由于传统观念原因，无燃油电厂并未被普遍接受，未来有望成为公司新的业务突破点。
 - 根据中电联《二〇〇八年电力工业统计资料汇编》，2008 年底国内存量电站煤粉锅炉台数为 6237 台。其中，10 万千瓦以下机组 4504 台，这部分机组是“上大压小”工作关停的重点，且采用等离子体无燃油改造经济性不好，因此我们预计剩余的 1733 台适合无燃油改造。
 - 公司在等离子体点火器上处于市场绝对领先地位，而在 2007-2009 年分别完成无燃油机组改造项目为 4, 4, 8 台，说明这个市场处于初期阶段。
 - 等离子体无燃油点火器单台造价是普通等离子体点火器 2 倍左右，约为 600 万元，对应 100 亿的潜在市场。如果全国范围内大规模改造将使公司等等离子体点火器市场容量翻番，公司作为市场领导者将最大获益。
 - 国电集团已经在内部推广使用等离子体无燃油电厂；国电康平发电厂 2×60 万千瓦机组近期将通过发改委验收，将为全国范围内无燃油改造奠定基础。

盈利预测、估值与投资建议

分产品收入预测

- 龙源技术未来增长主要来自于等离子体低 NO_x 燃烧器以及新增的等离子体和微油燃烧器收入。综合之前分析，结合公司披露的募投计划和今年在手订单情况，我们对公司的盈利预测有如下的基本假设：
 - 明年年初“十二五”脱硝政策出台，全国性脱硝政策开始实施，脱硝市场启动
 - 由于尚处于产品推广期，2009 年等离子体低 NO_x 燃烧系统毛利率在 27.93%左右，远低于普通等离子体点火设备 44.95%的毛利率。随着市场认知程度的提升及工程应用的成熟，其毛利率将逐步上升。我们预测，10~13 年毛利率均为 35%，35%，35%。
 - 微油点火设备主要用于存量机组的改造，假设未来新建机组和存量机组的销售比例为 1:2。

图表5: 分产品收入情况及预测

项 目		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	
等离子点火产品									
销售收入(万)		32,083	34,608	38,459	51,318	112,002	181,762	221,151	
增长率(YOY)		N.A.	7.87%	11.13%	33.44%	118.25%	62.29%	21.67%	
销售毛利		11,104	15,004	17,725	21,947	44,261	69,591	84,296	
销售毛利率		34.6%	43.4%	46.1%	42.8%	39.5%	38.3%	38.1%	
点火设备	等离子体 点火器	数量(套)	82	86	96	86	92	110	120
		价格(万元/套)	349	364	346	340	400	380	380
		销售额(万元)	28,624	31,276	33,210	29,240	36,800	41,800	45,600
		毛利(万元)	9,356	13,541	14,927	13,158	16,560	18,810	20,520
		毛利率	32.7%	43.3%	44.9%	45.0%	45.0%	45.0%	45.0%
	低NO _x 点 火器	数量(套)	0	0	0	10	40	80	100
		价格(万元/套)	1500	1500	1500	1500	1650	1600	1600
		销售额(万元)	0	0	0	15,000	66,000	128,000	160,000
		毛利(万元)	0	0	0	5,250	23,100	44,800	56,000
		毛利率	27.9%	27.9%	27.9%	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%
备品备件		3,459	3,331	5,249	7,078	9,202	11,962	15,551	
		1,748	1,463	2,797	3,539	4,601	5,981	7,776	
		50.6%	43.9%	53.3%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	
微油点火产品									
销售收入		0	1,166	4,925	4,796	5,067	5,333	5,270	
增长率(YOY)		N.A.	N.A.	322.36%	-2.62%	5.67%	5.24%	-1.18%	
销售毛利		0	240	1,575	1,535	1,622	1,707	1,686	
销售毛利率		0.00%	20.57%	31.98%	32.00%	32.00%	32.00%	32.00%	
新建	销售收入(万元)	0	1,099	1,855	2096	2187	2273	2210	
	销售数量	0	8	13	15	16	17	17	
	销售价格(万元/套)	0	137	143	140	137	134	130	
改造	销售收入(万元)	0	0	2,648	2700	2880	3060	3060	
	销售数量	0	0	29	30	32	34	34	
	销售价格(万元/套)	0	0	91	90	90	90	90	
总数量		0	8	42	45	48	51	51	
工业窑炉点火系统									
销售收入(万元)		0	0	0	240	2160	3440	4000	
增长率(YOY)		N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	800.00%	59.26%	16.28%	
销售毛利		0	0	0	84	756	1,204	1,400	
销售毛利率		0.00%	0.00%	0.00%	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%	
数量		0	0	0	3	27	43	50	
销售价格(万元/套)		80	80	80	80	80	80	80	
其他业务									
销售收入(万元)		1,080	1,379	134	0	0	0	0	
销售收入/总收入		3.4%	4.0%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
销售毛利(万元)		878	1,321	87	0	0	0	0	
销售毛利率		81.28%	95.83%	65.07%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	
销售总收入(万元)		33,163	37,152	43,517	56,354	119,229	190,536	230,421	
毛利(万元)		11,982	16,566	19,387	23,566	46,639	72,502	87,382	
平均毛利率		36.13%	44.59%	44.55%	41.82%	39.12%	38.05%	37.92%	

来源: 国金证券研究所

预测结论及投资建议

- 上调 2011-2012 年的盈利预测：预计公司在 2010 年到 2012 年将分别实现净利润 1.17 亿元，2.12 亿元和 3.05 亿元，年增长率分别为 33.01%，81.96%和 43.63%，年复合增长率 51.48%。折合摊薄后对应的每股收益为 1.33 元，2.41 元和 3.46 元，上调幅度分别为 11%、32%和 17%。
- 2010 年 11 月 12 日收盘价 100.7 元分别对应 76X10PE 和 42X11PE。鉴于公司是高科技节能环保企业，直接受益于国家节能减排政策，且未来将快速增长，我们认为应给予公司 50X11PE/40X12PE，6-12 个月内目标价为 121-139 元，距离当前股价仍有 20%-38%的上涨空间，上调为“买入”评级。

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	332	372	435	564	1,192	1,905	货币资金	71	67	86	1,156	998	983
增长率		12.0%	17.1%	29.5%	111.6%	59.8%	应收款项	129	141	177	212	448	716
主营业务成本	-212	-206	-241	-328	-726	-1,180	存货	181	198	118	216	477	776
%销售收入	63.9%	55.4%	55.5%	58.2%	60.9%	61.9%	其他流动资产	5	24	24	35	75	120
毛利	120	166	194	236	466	725	流动资产	386	430	405	1,618	1,998	2,595
%销售收入	36.1%	44.6%	44.5%	41.8%	39.1%	38.1%	%总资产	88.1%	88.4%	87.1%	91.9%	87.8%	87.9%
营业税金及附加	-1	-1	0	-1	-2	-4	长期投资	0	0	0	1	0	0
%销售收入	0.2%	0.2%	0.0%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	46	48	51	123	251	323
营业费用	-9	-25	-31	-38	-81	-130	%总资产	10.4%	9.9%	11.1%	7.0%	11.0%	10.9%
%销售收入	2.8%	6.6%	7.2%	6.8%	6.8%	6.8%	无形资产	3	6	6	15	25	34
管理费用	-36	-53	-61	-79	-167	-267	非流动资产	52	56	60	142	278	359
%销售收入	10.8%	14.2%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%	%总资产	11.9%	11.6%	12.9%	8.1%	12.2%	12.1%
息税前利润 (EBIT)	74	88	102	117	216	325	资产总计	439	487	464	1,760	2,276	2,954
%销售收入	22.4%	23.6%	23.4%	20.8%	18.1%	17.1%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	-1	0	1	16	27	25	应付款项	274	278	156	248	537	867
%销售收入	0.3%	-0.1%	-0.2%	-2.8%	-2.3%	-1.3%	其他流动负债	28	1	22	31	69	111
资产减值损失	-3	-2	-3	-2	-2	-2	流动负债	302	278	178	279	606	978
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	0	0	0	0	0	其他长期负债	1	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	302	278	179	279	606	979
营业利润	71	86	100	131	241	347	普通股股东权益	136	208	286	1,481	1,670	1,975
营业利润率	21.3%	23.1%	23.0%	23.3%	20.2%	18.2%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	6	0	1	3	3	3	负债股东权益合计	439	487	464	1,760	2,276	2,954
税前利润	76	85	100	134	244	350	比率分析						
利润率	23.0%	23.0%	23.1%	23.8%	20.5%	18.4%		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
所得税	-9	-14	-13	-17	-32	-46	每股指标						
所得税率	11.2%	16.0%	12.7%	13.0%	13.0%	13.0%	每股收益	2.603	1.086	1.329	1.325	2.412	3.464
净利润	68	72	88	117	212	305	每股净资产	5.243	3.157	4.333	16.830	18.978	22.442
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	2.981	0.830	0.791	0.939	0.219	1.087
归属于母公司的净利润	68	72	88	117	212	305	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	20.4%	19.3%	20.2%	20.7%	17.8%	16.0%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	49.65%	34.41%	30.67%	7.88%	12.71%	15.43%
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	总资产收益率	15.43%	14.73%	18.88%	6.63%	9.33%	10.32%
净利润	68	72	88	117	212	305	投入资本收益率	48.37%	35.38%	31.04%	6.89%	11.25%	14.30%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	6	7	9	11	23	36	主营业务收入增长率	N/A	12.03%	17.13%	29.50%	111.57%	59.81%
非经营收益	-1	2	0	-1	-3	-3	EBIT增长率	N/A	18.16%	15.92%	15.34%	84.12%	50.41%
营运资金变动	5	-25	-44	-44	-213	-242	净利润增长率	N/A	5.94%	22.31%	33.01%	81.96%	43.63%
经营活动现金净流	77	55	52	83	19	96	总资产增长率	N/A	11.02%	-4.60%	278.95%	29.31%	29.79%
资本开支	-25	-18	-4	-90	-154	-112	资产管理能力						
投资	0	-22	-20	-1	0	0	应收账款周转天数	67.7	119.9	114.1	115.0	115.0	115.0
其他	0	0	0	0	0	0	存货周转天数	155.7	335.8	239.0	240.0	240.0	240.0
投资活动现金净流	-25	-40	-24	-91	-154	-112	应付账款周转天数	94.9	172.5	116.9	120.0	120.0	120.0
股权募资	0	0	0	1,078	-23	0	固定资产周转天数	49.2	43.7	41.1	77.8	75.9	61.2
债权募资	-20	0	0	0	0	1	偿债能力						
其他	-8	-10	0	0	0	0	净负债/股东权益	-52.22%	-32.19%	-30.20%	-78.07%	-59.78%	-49.73%
筹资活动现金净流	-28	-10	0	1,078	-23	1	EBIT利息保障倍数	70.0	-445.3	-128.8	-7.6	-8.0	-13.1
现金净流量	25	5	28	1,070	-158	-15	资产负债率	68.92%	57.20%	38.43%	15.85%	26.62%	33.14%

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	1	2	2	2
买入	0	0	0	0	0
持有	0	1	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	1.80	1.75	1.73

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 2010-10-26	持有	86.30	N/A

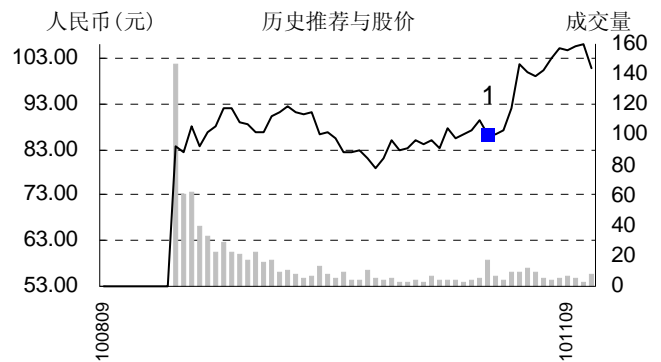
来源：国金证券研究所

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方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