

建议申购

高速成长的垃圾渗滤液处理先锋

估值区间：48~54 元

2011 年 3 月 4 日

维尔利 IPO 投资价值分析报告

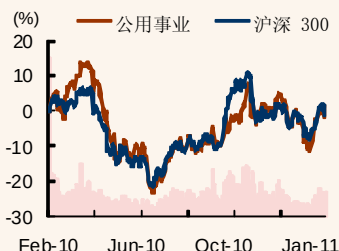
发行数据

发行前总股本(万)	3970
本次发行股数(万)	1330
发行后总股本(万)	5300
发行价(元)	
发行市盈率(倍)	
发行日期	2011/03/07
上市日期	

发行后主要股东

	持股比例
常州德泽	59.23%

行业指数



资料来源：招商证券

彭全刚

010-57601860
pengqg@cmschina.com.cn
S1090209090315

研究助理:

侯鹏

010-57601861
houp@cmschina.com.cn

张晨

010-57601866
zhangchen2@cmschina.com.cn

维尔利一直专注于城市生活垃圾渗滤液处理，业务涉及工程建设和运营。公司近三年实现了高速增长，已成为我国垃圾渗滤液处理的行业龙头。“十二五”期间随着固废行业快速发展及渗滤液处理提标，公司仍有较大发展空间，建议申购。

□ **垃圾渗滤液处理迫在眉睫，跟随固废行业快速发展。**垃圾渗滤液是垃圾处理过程中伴生的二次污染物，不妥善处理，会对地下水、地表水和土壤层及周边环境造成严重污染。目前，我国垃圾渗滤液日均产生量超过 12 万吨，垃圾渗滤液达标处理已刻不容缓、迫在眉睫。近年来，政府对垃圾渗滤液处理重视程度日益加大，标准不断提高，技术持续进步，“十二五”期间预计市场容量可达到 150 亿元左右。

□ **垃圾渗滤液处理先锋，领跑行业发展。**公司一直专注于城市生活垃圾渗滤液处理。在成立之初，主要从事垃圾渗滤液处理的建设期服务，从 2009 年开始提供垃圾渗滤液处理委托运营服务。经过近几年的发展，公司已经成为我国垃圾渗滤液处理的行业龙头。公司是国内第一家在新标准要求下完成 1000 吨/日以上渗滤液处理的企业，渗滤液处理总规模达到 1.35 万吨/日，位居国内第一，大中型项目市场占有率超过 50%，领跑垃圾渗滤液处理行业发展。

□ **近三年实现高速增长，委托运营项目盈利能力强。**从 2007 年至 2009 年，受益于垃圾渗滤液处理行业的发展带动工程的增加，公司营业收入持续高速增长，2008 年营业收入同比增长 243%，2009 年收入同比增长 126%。从利润率指标上来看，公司工程承包项目毛利率有所下降。而托管运营的毛利率则较高，体现了较强的盈利能力，未来可能成为公司重要增长点。

□ **盈利预测与估值。**“十二五”期间垃圾渗滤液处理行业仍有较大市场空间，公司作为其中的龙头企业，可保证近三年的持续快速增长。我们预测公司 2010~2012 年摊薄后的每股收益为 0.82、1.50、2.10 元，鉴于公司近几年较高的成长性，按照 2011 年业绩给予 40~45 倍市盈率，上市首日合理价格为 60~67.5 元，给予 20% 的折扣进行申购，申购区间为 48~54 元。

风险提示：固废行业政策支持低于预期的政策风险；大量竞争者进入导致竞争加剧带来的市场风险。

主要财务数据

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	49	112	211	348	501
同比增长	243%	126%	89%	65%	44%
营业利润(百万元)	17	31	51	94	131
同比增长	1965%	91%	63%	82%	40%
净利润(百万元)	12	26	44	79	111
同比增长	2747%	116%	64%	82%	40%
每股收益(元)	0.23	0.50	0.82	1.50	2.10
ROE	30%	32%	36%	8%	10%

资料来源：招商证券

正文目录

一、垃圾渗滤液处理迫在眉睫，跟随固废行业快速发展.....	3
1、垃圾渗滤液日均产生量大，处理已迫在眉睫.....	3
2、垃圾渗滤液处理技术不断改进，标准逐步提高.....	3
3、固废行业快速发展及处理提标带来巨大市场容量.....	4
二、垃圾渗滤液处理先锋，领跑行业发展.....	5
1、本次拟公开发行 1330 万股，占发行后总股本 25.09%.....	5
2、垃圾渗滤液处理从建设到运营全面拓展，领跑行业发展.....	5
3、引进德国“MBR+纳滤”工艺，抢占大量市场.....	6
4、募集资金用于扩大产能、提升研发能力，增加技术储备.....	7
三、近三年实现高速增长，委托运营项目盈利能力强.....	8
1、工程收入连续翻倍，近三年实现高速增长.....	8
2、工程项目毛利率略有下降，委托运营毛利率较高.....	9
四、盈利预测与估值.....	10

图表目录

图 1：中国城市生活垃圾 2003-2008 年清运量.....	4
图 2：中国城市生活垃圾无害化处理率变化.....	4
图 3：公开发行后公司股权结构图.....	5
图 4：维尔利近三年经营指标变动情况.....	8
图 5：维尔利近三年主营构成变化.....	8
图 6：维尔利年度收入和利润率指标比较.....	9
图 7：维尔利年度资产收益率指标比较.....	9
表 1：我国垃圾渗滤液处理标准变化情况.....	4
表 2：公司目前主要委托运营项目（招股说明书披露）.....	6
表 3：垃圾渗滤液处理行业主要公司简介.....	6
表 4：我国具代表性的处理规模在 500 吨/日以上渗滤液处理项目.....	7
表 5：募集资金项目投资构成.....	7
表 6：盈利预测简表.....	10
附：财务预测表.....	11

一、垃圾渗滤液处理迫在眉睫，跟随固废行业快速发展

1、垃圾渗滤液日均产生量大，处理已迫在眉睫

垃圾渗滤液，是指垃圾在堆放和处置过程中由于雨水的淋洗、冲刷，以及地表水和地下水的浸泡，通过萃取、水解和发酵而产生的二次污染物，主要来源于垃圾本身的内含水、垃圾生化反应产生的水和大气降水，包括垃圾填埋场渗滤液、垃圾焚烧厂渗滤液、垃圾综合处理场渗滤液和垃圾中转站渗滤液。在我国，垃圾处理方式仍以填埋和焚烧为主，因此垃圾渗滤液主要来自于垃圾填埋场和焚烧厂。

- **垃圾填埋场：**垃圾填埋场的渗滤液可能由降雨、降雪、地表径流、地表水入侵、地表水灌溉、垃圾分解、液体废弃物等多种情况产生。垃圾填埋场渗滤液的产生和水量随季节和地域等变化而不同，成分复杂，且含有高浓度的有机物质和无机盐，水质会随着外界水文地质、气候、填埋规模、填埋工艺、填埋时间、垃圾成分以及人们生活水平等众多因素的影响发生变化。由于我国目前垃圾分类尚不完善，生活垃圾含水量一般都在 50%以上，因此垃圾填埋场产生的渗滤液一般占垃圾填埋量的 35%-50%（重量比），部分地区受地域、降水等的影响，垃圾填埋场渗滤液的产量占垃圾填埋量甚至可达到 50%以上。
- **垃圾焚烧厂：**由于我国生活垃圾成分复杂、含水率高、热值低，因此用焚烧法处理垃圾时必须将新鲜垃圾在垃圾储坑中储存 3-5 天进行发酵熟化，达到沥出水分、提高热值的目的，以保证后续焚烧的顺利进行。我国垃圾焚烧厂产生的渗滤液则主要来自于新鲜垃圾在垃圾储坑中发酵熟化时沥出的水分。目前，我国垃圾焚烧厂产生的渗滤液一般占垃圾焚烧量的 25%-35%（重量比），部分地区超过 35%以上。

垃圾渗滤液是垃圾处理过程中伴生的二次污染物，具有成分复杂、浓度高、重金属离子含量大等特点，不妥善处理，会对地下水、地表水和土壤层及周边环境造成严重污染，带来严重的水污染事故而危害生态环境。但目前，我国垃圾渗滤液日均产生量超过 12 万吨，垃圾渗滤液达标处理已刻不容缓、迫在眉睫。

2、垃圾渗滤液处理技术不断改进，标准逐步提高

国外发达国家关注并大规模开展垃圾渗滤液处理始于 20 世纪 50 年代，而我国渗滤液处理行业发展大致从 20 世纪 80 年代末期开始，大致可以分为三个阶段：

- **20 世纪 80 年代末期到 90 年代中期：**在早期，我国的垃圾填埋场以简易填埋为主，从 20 世纪 80 年代末开始，才建设真正意义上的卫生填埋场，垃圾渗滤液处理作为衡量填埋场是否为卫生填埋场的重要指标，开始发展起来。这一阶段渗滤液处理工艺主要为生物处理法，包括好氧生物处理、厌氧生物处理以及二者的结合。但由于渗滤液处理主要参照城市污水处理方法，未充分考虑渗滤液的水质特征，因此这一时期对渗滤液的处理效果并不明显。
- **20 世纪 90 年代中期到后期：**这一时期，研究人员加大了对垃圾渗滤液水质特征及处理工艺的投入，结合渗滤液高浓度氨氮、有机物等特性，采取了脱氮措施，研发并推广采用“氨吹脱+厌氧处理+好氧处理”的工艺，取得了一定突破。
- **2000 年以后至今：**这一时期，我国对渗滤液污染问题日益重视，对渗滤液排放标

准的要求也逐步提高。为了达到相应的处理要求，我国开始引进、消化、吸收国外先进技术和处理设备，如膜处理技术等，渗滤液处理行业开始快速发展。这一时期推广的膜处理技术处理垃圾渗滤液，包括超滤、纳滤、反渗透等，出水水质较好，可以达到较高的排放标准，因此得到了较为广泛的应用。

在此过程中，我国垃圾渗滤液的处理排放标准也逐步提高，推动了行业的不断进步。

表 1: 我国垃圾渗滤液处理标准变化情况

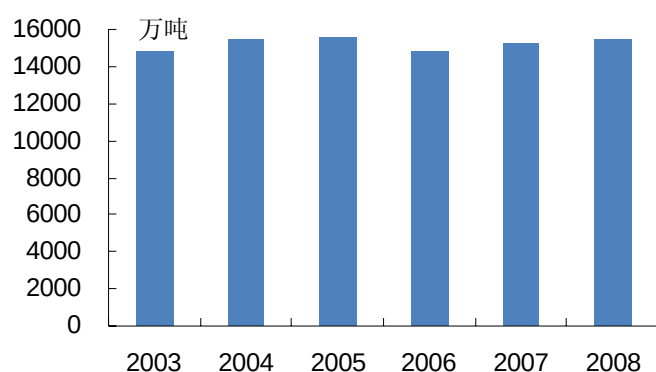
序号	实施时间	标准	具体内容
1	1998-1-1	《生活垃圾填埋污染控制标准》(GB16889-1997)	对生活垃圾填埋场渗滤液处理的排放控制项目和限值作了明确规定，提出了三级排放限制指标
2	2004-6-1	《生活垃圾卫生填埋技术规范》(CJJ17-2004)	要求渗滤液应处理达标后排放，优先选择排入城市污水处理厂，排放标准达到《生活垃圾填埋污染控制标准》(GB16889-1997)中的三级指标，不具备排入城市污水处理厂条件时应建设配套完善的污水处理设施。
3	2008-7-1	《生活垃圾填埋场污染控制标准》(GB16889-2008)	细化和严格了填埋场渗滤液处理的要求，自 2011 年 7 月 1 日起，现有全部生活垃圾填埋场应自行处理生活垃圾渗滤液并执行相应的水污染排放浓度限值。

资料来源：招股说明书，招商证券

3、固废行业快速发展及处理提标带来巨大市场容量

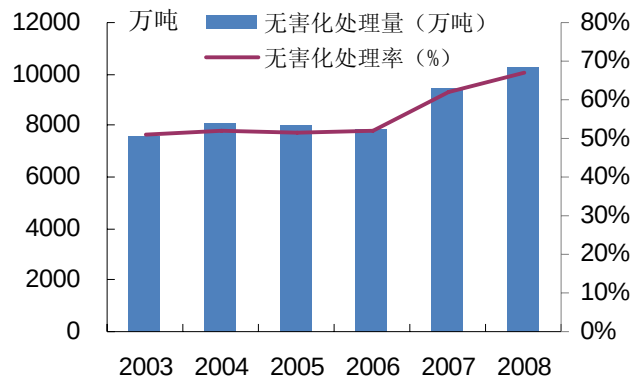
近年来，随着经济化程度的不断提高和城市化进程的逐步推进，我国城市生活垃圾产生量逐年递增，已经达到每年 1.5 亿吨左右，垃圾围城现象日益严重，因此，国家对固废行业的政策支持力度也不断加大，城市生活垃圾的无害化处理率也逐年提升。

图 1: 中国城市生活垃圾 2003-2008 年清运量



资料来源：国家统计局，招商证券

图 2: 中国城市生活垃圾无害化处理率变化



资料来源：国家统计局，招商证券

“十二五”期间，我国预计将迎来固废行业发展的黄金时代，固废投资预计将较“十一五”期间翻两番，到 2015 年，全国城市生活垃圾无害化处理率达到 80% 以上，36 个大中城市生活垃圾全部实现无害化处理，全国所有县城至少建设一座生活垃圾无害化处理设施。垃圾无害化处理率的提升，直接刺激了垃圾渗滤液处理的需求增长。若按全国 1600 个县，每个县城建立 1 座 100 吨/天的垃圾渗滤液处理设施估算，建设垃圾渗滤液处理设施的投资即可达到 110-160 亿元左右。

此外，2008 年发布的垃圾渗滤液处理新标准的实施，为渗滤液处理设施改造打开了一片市场。总体来看，“十二五”期间垃圾渗滤液处理市场容量预计将达到 150 亿元左右。

二、垃圾渗滤液处理先锋，领跑行业发展

1、本次拟公开发行 1330 万股，占发行后总股本 25.09%

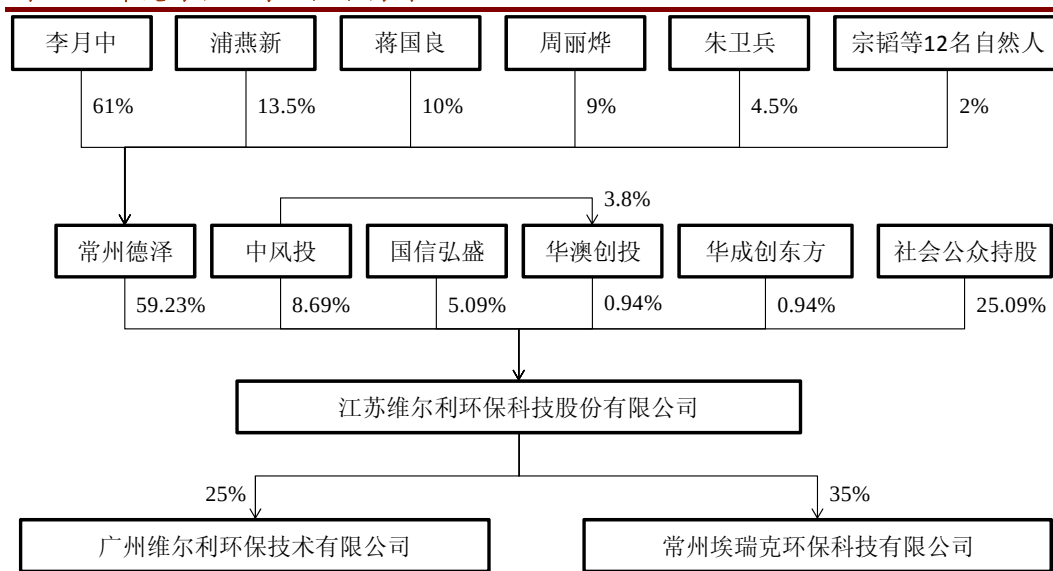
江苏维尔利环保科技股份有限公司成立于 2003 年 2 月，是专业从事生活垃圾渗滤液处理的省级高新技术企业。

公司在本次非公开发行前总股本为 3970 万股，此次拟公开发行 1330 万股，占发行后总股本的 25.09%，公开发行后，公司总股本将增至 5300 万股。

公司的控股股东是常州德泽，持有公司 3139.2 万股股份，占公司发行后总股本的 59.23%。本次发行前，李月中先生通过常州德泽简介持有公司 48.23% 的股份，是公司的实际控制人。

本次公开发行后，公司股权结构如下图所示。

图3：公开发行后公司股权结构图



数据来源：招股说明书，招商证券

2、垃圾渗滤液处理从建设到运营全面拓展，领跑行业发展

公司自设立以来，一直专注于城市生活垃圾渗滤液处理。在成立之初，主要从事垃圾渗滤液处理的建设期服务，随着公司自身服务能力的增强和垃圾渗滤液处理标准的不断提高，客户对运营服务市场需求日趋增多，公司从 2009 年开始提供垃圾渗滤液处理委托运营服务。

目前，公司拥有环保工程专业承包二级资质和环境污染治理运营甲级资质，主要依托分体式膜生化反应器及其衍生工艺等垃圾渗滤液处理工艺，为客户提供垃圾渗滤液处理系统综合解决方案，包括设计、统筹、施工、设备集成与销售、调试运营、后续运营和相关技术咨询等一系列专业服务。

- **垃圾渗滤液处理工程建设：**公司自成立以来即开始承接垃圾渗滤液处理工程建设项目，从 2006 年至 2010 年 12 月，公司承接垃圾渗滤液处理工程项目总金额已达到 4.6 亿元左右，客户遍布全国十多个省市。

- **垃圾渗滤液项目委托运营：**公司从 2009 年开始将业务拓展到垃圾渗滤液处理项目的委托运营中，目前已有常州、日照黄山项目已处于运营当中。2011 年 6 月，公司目前最大的广州兴丰项目委托运营也将开始，将为公司贡献较大收入。未来，委托运营将成为公司利润的重要增长点。

表 2：公司目前主要委托运营项目（招股说明书披露）

序号	项目简称	产能（吨/日）	运营期
1	常州项目	180	2009/11/28-2012/12/31
2	日照黄山项目	250	2010/10/1-2013/9/30
3	六盘水钟山区项目	200	三年
4	广州兴丰项目	1398	2011/6-2013/6
5	兴化项目	100	2011/6-2012/6
6	扬中年丰项目	60	两年

资料来源：招股说明书，招商证券

经过近几年的发展，公司已经成为我国垃圾渗滤液处理的行业龙头，取得了多个第一，公司是国内第一家在新标准要求下完成 1000 吨/日以上渗滤液处理的企业，渗滤液处理总规模达到 1.35 万吨/日，位居国内第一，大中型项目市场占有率超过 50%，领跑垃圾渗滤液处理行业发展。

3、引进德国“MBR+纳滤”工艺，抢占大量市场

目前，垃圾渗滤液处理行业暂且没有上市公司，与公司同处行业第一梯队的主要竞争对手包括北京天地人环保科技有限公司、郑州蓝德环保科技有限公司和武汉天源环保工程有限公司等，此外，福建嘉园环保股份有限公司、四川深蓝环保科技有限公司、江苏新琦环保有限公司和深圳市百斯特环保工程有限公司等企业近年来亦取得了较快发展。

与其他竞争对手相比，公司垃圾渗滤液处理技术主要从德国引进，采用国际先进的“MBR+纳滤”技术，是第一个在国内采用“MBR+纳滤”工艺处理渗滤液的公司，同时也是德国 WAGG 公司 MBR+NF/RO 工艺在中国唯一的技术合作者。该技术是生化处理和膜处理的结合，前端工艺生化水处理的效果较好，后续膜处理段的压力则较小。

表 3：垃圾渗滤液处理行业主要公司简介

序号	公司名称	成立时间	基本情况	主要技术
1	维尔利	2003	专业从事垃圾渗滤液处理，为客户提供交钥匙工程及委托运营服务，是德国 WAGG 公司 MBR+NF/RO 工艺在中国的唯一技术合作方	MBR（外置）+NF/RO
2	天地人	2002	从事垃圾渗滤液处理，拥有美国 PALL 公司碟管式反渗透（DTRO）的中国大陆独家代理权	DT 膜技术
3	武汉天源	1998	主要承揽城市垃圾填埋场和城市污水处理厂的工程建设	MBR（内置）+NF/RO
4	郑州蓝德	2004	香港水气有限公司在郑州设立的子公司，致力于废水废气处理工艺开发与实施	MBR

资料来源：招股说明书，招商证券

凭借技术和经验上的优势，公司目前在国内渗滤液处理企业中总处理规模排名第一，在渗滤液处理行业的市场占有率约 10%，同时，公司正处于高速发展阶段，为更加有效地合理利用自身资源，承接项目主要以大中型渗滤液项目为主，目前公司已承接的渗滤液处理规模在 500 吨/日以上的大中型项目有八个，市场占有率第一，竞争优势明显。

表 4：我国具代表性的处理规模在 500 吨/日以上渗滤液处理项目

序号	项目名称	处理规模（吨/日）	承接方
1	广州市李坑渗滤液处理项目	800	天地人、维尔利
2	青岛市小涧西垃圾综合处置场渗滤液处理扩容改造工程	900	天地人
3	重庆长生桥垃圾填埋场渗滤液处理厂	500	天地人
4	广西南宁城南生活垃圾填埋场渗滤液处理站	800	武汉天源
5	苏州七子山垃圾填埋场扩建工程渗滤液处理工程	1200	郑州蓝德
6	佛山市高明垃圾填埋场渗滤液处理系统	860	维尔利
7	成都市固体废弃物卫生处置场垃圾渗滤液处理工程	1000	维尔利
8	无锡桃花山垃圾填埋场渗滤液处理工程	800	维尔利
9	厦门市东部固废处理中心渗滤液处理站工程	800	维尔利
10	上海老港生活垃圾填埋场渗滤液处理项目	950	维尔利
11	长沙固体废弃物处置场渗滤液处理工程	1000	维尔利
12	广州市兴丰生活垃圾卫生填埋场渗滤液处理厂扩容工程及配套工程	1398	维尔利

资料来源：招股说明书，招商证券

4、募集资金用于扩大产能、提升研发能力，增加技术储备

公司本次拟公开发行股票 1330 万股，实际募集资金扣除发行费用后的净额将投入垃圾渗滤液处理装备产业化项目、研发中心建设项目、以及其他与主营业务相关的营运资金：

表 5：募集资金项目投资构成

序号	项目名称	投资总额（万元）	拟用募集资金投入金额（万元）	建设期
1	垃圾渗滤液处理装备产业化项目	12837	12837	1 年
2	研发中心建设项目	3747	3747	1 年
3	其他与主营业务相关的营运资金	-	-	

资料来源：招股说明书，招商证券

- **垃圾渗滤液处理装备产业化项目：**垃圾渗滤液处理装备产业化项目主要是将渗滤液处理工程现场工作中涉及的超滤装置、纳滤装置、反渗透装置等的集成移到工厂实现产业化生产，然后运输到现场直接安装使用。本项目实施后可大大提升公司服务能力，缩短项目工期，提高工效，并能有效控制和降低现场施工综合成本，实现连续化、一体化、标准化和规模化作业。

渗滤液处理装备产业化项目实施后，公司的渗滤液处理装置的生产能力将大幅提升，本项目建设期为 1 年，达产后公司将新增年产 1.5 万吨/日处理能力渗滤液处理装置的生产工程，预计在本项目建设完成的第一年达产 35%，以后产量逐年环比增加 30%，第六年完全达产。达产后，预计每年增加销售收入 5.7 亿元，年均税后利润 1.39 亿元。

- **研发中心建设项目：**研发中心建设主要是建立与垃圾渗滤液处理技术和装备相关的研究中心，增强公司的研发实力和核心竞争力。近期研发任务主要包括：不同水质特征渗滤液预处理工艺技术、浓缩液处理技术、污泥好氧硝化技术、超滤膜、纳滤膜膜污染机理及清洗方式等；中远期研发任务包括：纺织、印染高浓度废水处理技术、有机生活垃圾厌氧发酵工艺、城市生活垃圾分类收集实施方案等。通过研发中心的建设，可以为公司增加技术储备，为未来提供新的利润增长点。

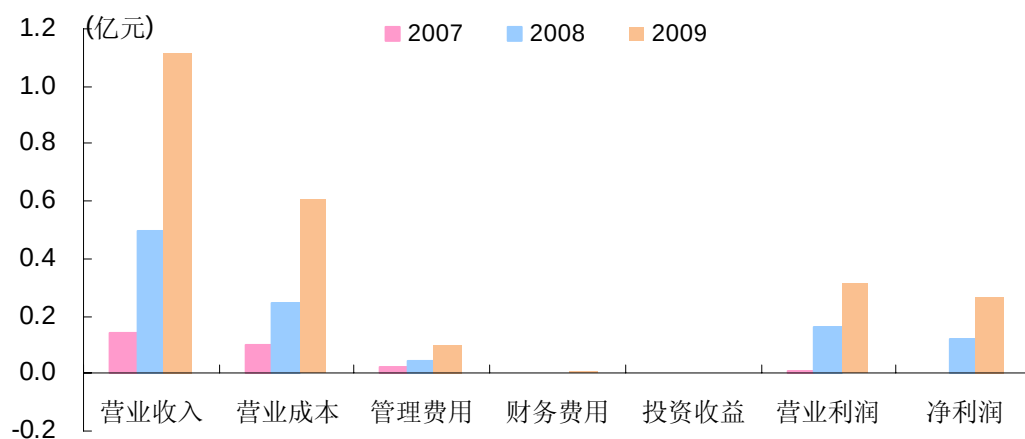
三、近三年实现高速增长，委托运营项目盈利能力强

1、工程收入连续翻倍，近三年实现高速增长

从 2007 年至 2009 年，公司营业收入持续高速增长，2008 年营业收入同比增长 243%，2009 年收入同比增长 126%。而公司净利润 2008 年同比增长 2744%，2009 年净利润同比增长 117%。

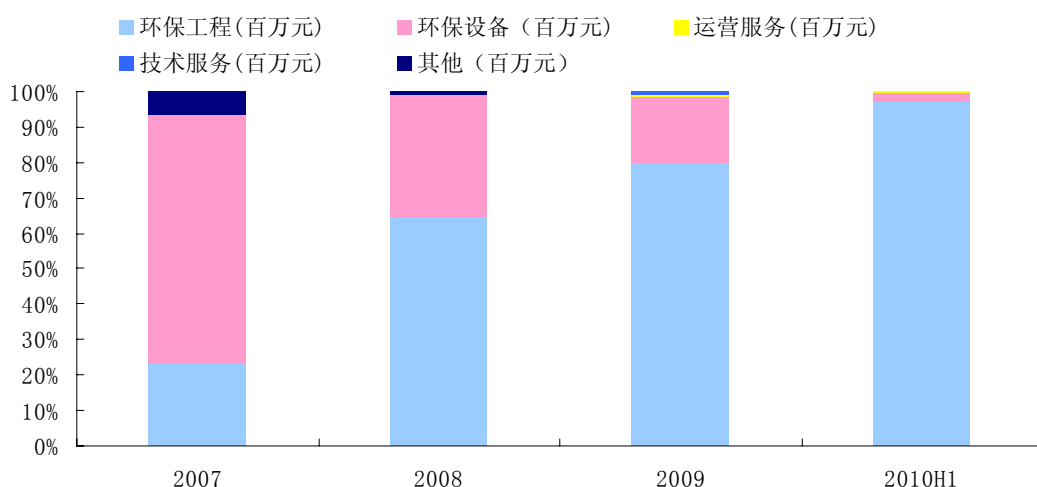
公司净利润的快速增长，主要是受益于垃圾渗滤液处理行业的快速发展，公司工程收入有大幅增加。从公司主营构成可以看出，近年来，公司工程业务收入占总收入比重持续上升。2009 年，公司开始涉足垃圾渗滤液处理的托管运营业务，但截至 2010 年上半年，收入贡献还较小。

图4：维尔利近三年经营指标变动情况



数据来源：招股说明书，招商证券整理

图5：维尔利近三年主营构成变化



数据来源：招股说明书，招商证券整理

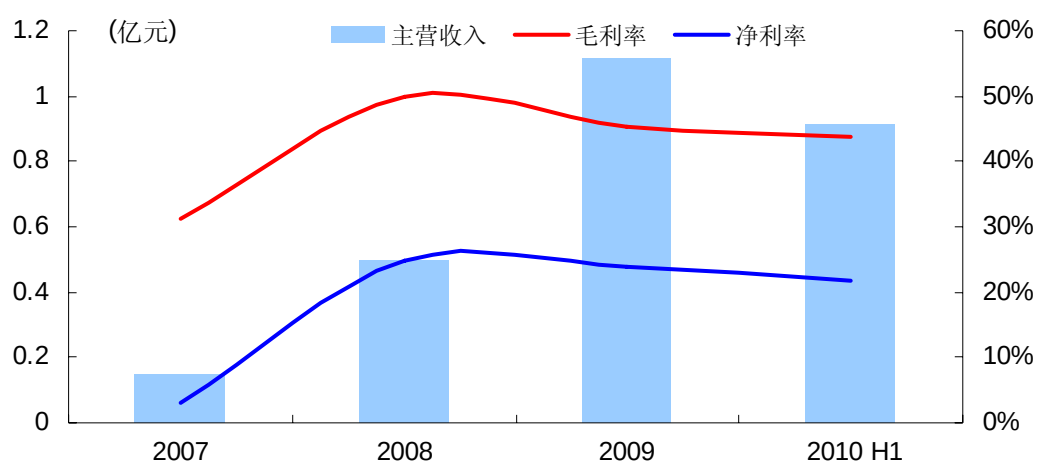
2、工程项目毛利率略有下降，委托运营毛利率较高

从利润率指标上来看,公司近年综合毛利率略有下降趋势,2010 年上半年毛利率在 44% 左右,净利率在 22%左右,公司毛利率受单个工程项目毛利影响较大。

从工程承包、托管运营等细分业务毛利率来看,公司工程承包项目毛利率有所下降。而托管运营的毛利率则较高,体现了较强的盈利能力。

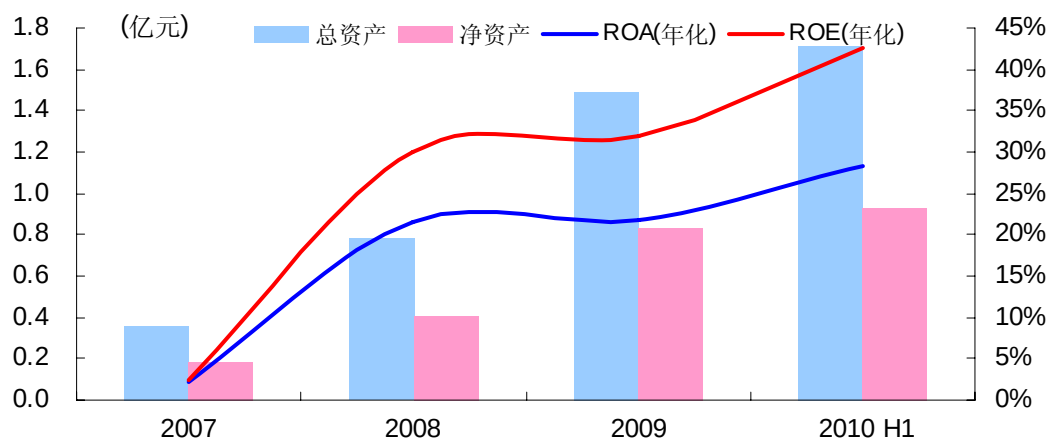
- **工程承包:** 公司工程承包毛利率近年呈略微下降的趋势,2010 年上半年为 43%左右。
- **托管运营:** 公司 2009 年开始进入托管运营领域,毛利率可达到 60%左右。

图6: 维尔利年度收入和利润率指标比较



数据来源: 招股说明书, 招商证券整理

图7: 维尔利年度资产收益率指标比较



数据来源: 招股说明书, 招商证券整理

四、盈利预测与估值

公司是垃圾渗滤液处理龙头企业,随着我国垃圾处理行业的发展以及垃圾渗滤液处理排放标准的提高,“十二五”期间仍有较大市场空间,可保证公司近三年的持续快速增长。

➤ **工程承包项目:** 由于“十二五”期间,固废处理行业将迎来发展的黄金时期,垃圾渗滤液处理行业也将随之快速发展。我们预计,固废处理行业“十二五”期间复合增长率可达到 30%以上,公司作为渗滤液处理行业的龙头企业,在这一时期订单数量也将呈现较快增长,预计 2011 年-2013 年每年新获得订单金额增速可在 30%-40%之间。

➤ **委托运营:** 委托运营预计将成为公司业绩的重要增长点,随着公司广州兴丰等工程项目的完工,项目将转入委托运营中,为公司每年带来稳定的运营收入。

我们预测公司 2010~2012 年摊薄后的每股收益为 0.82、1.50、2.10 元,鉴于公司近几年较高的成长性,按照 2011 年业绩给予 40~45 倍市盈率,上市首日合理价格为 60~67.5 元,给予 20% 的折扣进行申购,申购区间为 48~54 元。

表 6: 盈利预测简表

单位: 百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	49	112	211	348	501
二、营业总成本	33	80	160	255	370
其中: 营业成本	25	61	123	202	291
营业税金及附加	1	3	5	8	12
营业费用	2	4	8	14	20
管理费用	4	10	19	31	45
财务费用	0	1	2	-4	-3
资产减值损失	1	1	2	3	5
三、其他经营收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
四、营业利润	17	31	51	94	131
加: 营业外收入	0	0	0	0	0
减: 营业外支出	0	0	0	0	0
五、利润总额	16	31	51	93	131
减: 所得税	4	5	8	14	20
六、净利润	12	26	44	79	111
减: 少数股东损益	0	0	0	0	0
七、归属母公司所有者净利润	12	26	44	79	111
股本	53	53	53	53	53
摊薄后每股收益	0.23	0.50	0.82	1.50	2.10

资料来源: 招商证券

风险提示:

公司可能存在以下方面的经营风险: 固废行业政策支持低于预期的政策风险; 大量竞争者进入导致竞争加剧带来的市场风险。

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	67	138	278	931	1222
现金	24	58	125	679	858
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	36	39	72	119	171
其它应收款	0	13	25	42	60
存货	2	21	41	67	97
其他	4	8	15	24	35
非流动资产	11	11	11	194	180
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1	2	2	185	172
无形资产	10	9	8	8	8
其他	0	0	0	0	0
资产总计	78	149	289	1125	1402
流动负债	37	62	163	134	311
短期借款	11	19	80	0	120
应付账款	12	24	49	81	117
预收账款	1	9	17	28	41
其他	13	11	17	25	34
长期负债	0	4	4	4	4
长期借款	0	0	0	0	0
其他	0	4	4	4	4
负债合计	37	66	167	137	315
股本	20	40	40	53	53
资本公积金	7	29	29	809	809
留存收益	14	14	53	125	225
少数股东权益	0	0	0	0	0
母公司所有者权益	41	83	122	987	1087
负债及权益合计	78	149	289	1125	1402

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	4	17	13	44	68
净利润			44	79	111
折旧摊销			0	8	14
财务费用			2	-4	-3
投资收益			0	0	0
营运资金变动			-35	-51	-57
其它			1	12	2
投资活动现金流	-1	-6	0	-200	0
资本支出			0	-200	0
其他投资			0	0	0
筹资活动现金流	13	9	55	709	112
借款变动			62	-80	120
普通股增加			0	13	0
资本公积增加			0	780	0
股利分配			-4	-8	-11
其他			-2	4	3
现金净增加额	16	21	67	554	180

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	49	112	211	348	501
营业成本	25	61	123	202	291
营业税金及附加	1	3	5	8	12
营业费用	2	4	8	14	20
管理费用	4	10	19	31	45
财务费用	0	1	2	(4)	(3)
资产减值损失	1	1	2	3	5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	(0)	0	0	0
营业利润	17	31	51	94	131
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	16	31	51	93	131
所得税	4	5	8	14	20
净利润	12	26	44	79	111
少数股东损益	0	0	0	0	0
母公司所有者净利润	12	26	44	79	111
EPS (元)	0.23	0.50	0.82	1.50	2.10

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	243%	126%	89%	65%	44%
营业利润	1965%	91%	63%	82%	40%
净利润	2747%	116%	64%	82%	40%
获利能力					
毛利率	50.0%	45.2%	41.7%	42.0%	41.9%
净利率	24.8%	23.7%	20.6%	22.8%	22.2%
ROE	30.0%	31.8%	35.6%	8.0%	10.2%
ROIC	24.3%	26.9%	22.5%	7.7%	9.0%
偿债能力					
资产负债率	47.7%	44.2%	57.7%	12.2%	22.5%
净负债比率	14.1%	12.4%	27.6%	0.0%	8.6%
流动比率	1.8	2.2	1.7	6.9	3.9
速动比率	1.7	1.9	1.4	6.4	3.6
营运能力					
资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.3	0.4
存货周转率	10.3	5.2	3.9	3.7	3.5
应收帐款周转率	2.1	3.0	3.8	3.6	3.5
应付帐款周转率	2.4	3.4	3.3	3.1	3.0
每股资料(元)					
每股收益	0.23	0.50	0.82	1.50	2.10
每股经营现金	0.07	0.32	0.24	0.83	1.28
每股净资产	0.77	1.57	2.31	18.63	20.52
每股股利	0.00	0.00	0.08	0.15	0.21
估值比率					
PE	71.1	33.1	20.1	11.0	7.9
PB	21.3	10.5	7.2	0.9	0.8
EV/EBITDA	52.8	27.4	16.6	9.3	6.3

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

彭全刚，清华大学博士，长期从事电力行业研究工作，曾供职于中国华能集团公司、国务院电力体制改革工作小组办公室，2007 年加入招商证券。现为招商证券研究副董事，曾获《新财富》2008~2010 年电力与公用事业最佳分析师。

侯鹏：清华大学硕士，曾供职于国家开发投资公司旗下国投电力公司，长期从事电力项目建设和企业管理工作，2010 年加入招商证券，现为招商证券电力及公用事业行业分析师。

张晨：清华大学硕士，2010 年加入招商证券，现为招商证券电力及公用事业行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。