

碧水源 (300070.SZ) 其它专用设备行业

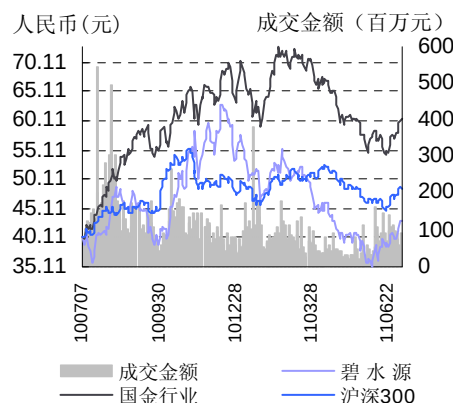
评级: 买入 维持评级
公司研究

市价(人民币): 43.10 元

目标(人民币): 60.99 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) 119.03
 总市值(百万元) 13,938.54
 年内股价最高最低(元) 62.88/35.11
 沪深 300 指数 3113.71


相关报告

1. 《攻略地,又下一城》, 2011.6.21
2. 《正式圈定云南市场,保障未来膜品销售》, 2011.5.16
3. 《以技术换市场,继续拓展滇池流域》, 2011.4.29

电力、煤气及水等公用事业

赵乾明 分析师 SAC 执业编号: S1130511030017
 (8621)61038263
 zhaoqm@gjzq.com.cn

投资逻辑未曾变, 又到安全买入时
公司基本情况(人民币)

项 目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.974	1.204	1.251	2.033	2.715
每股净资产(元)	2.92	19.97	10.74	12.64	15.23
每股经营性现金流(元)	1.23	1.21	1.41	2.01	2.55
市盈率(倍)	N/A	103.84	32.33	19.90	14.90
行业优化市盈率(倍)	53.33	63.20	49.94	49.94	49.94
净利润增长率(%)	43.26%	65.09%	128.67%	62.45%	33.56%
净资产收益率(%)	33.37%	6.03%	11.65%	16.08%	17.83%
总股本(百万股)	110.00	147.00	323.40	323.40	323.40

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **定性: 以资本带项目, 以项目带产品, 逻辑得到验证:** 碧水源发展至今, 先后在无锡、南京、云南和益阳建立了自己的“根据地”, 跨区域复制的能力进一步得到了验证, 也证明了我们之前对于公司的判断: 通过与地方政府合作成立专营水务的合作子公司方式, 巧妙利用自身的超募资金优势, 将其转化为水务项目的启动资金, 并以此为起点放大财务杠杆, 最后转化为自身的工程设备业务利润, 也就是以资本带项目, 以项目带产品的经营模式。
- **定量: 业绩可测性强, 估值进入安全边际:** 通过对碧水源的订单结果分析, 我们认为由于项目的可测性, 公司近两年内仍将保持较快的成长, 并且公司已完成技术和市场的原始积累, 现在正在开始产业链扩张和地域复制的进程, 而率先上市增加了公司这一优势, 未来取得快于行业增速的成长可能性很高, 并且近期云南、益阳的成功合作也验证了这一点, 目前公司股价对应 32×11PE、23×12PE, 这一估值水平, 我们认为安全边际高, 向上空间大, 估值已进入安全区域。

投资建议

- 我们预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 1.251 元、2.033 元和 2.715 元, 同比分别增长 128.67%、62.45%和 33.56%。
- 综合考虑中国水处理的行业前景, 技术发展趋势和公司行业地位及圈地进展, 我们认为公司理应给予 30X12PE, 因此给予 6 个月内目标价 60.99 元, 目前价位风险报酬比合适, 建议积极买入!

风险

- 公司在北京、无锡、昆明、南京和益阳之外开拓新城市进展慢于我们预期。

内容目录

定性－跨区域复制：以资本带项目，以项目带产品，逻辑得到验证	3
定量－订单分析结果显示：业绩可测性强，估值进入安全区域	4
与日本三菱合资点评	6
附录：碧水源 MBR 项目概述	7
附录：三张报表预测摘要	8

图表目录

图表 1：碧水源市场扩张情况	3
图表 2：碧水源项目订单预测（黄色字体为意向性项目，未正式中标）	5
图表 3：碧水源 MBR 项目概述	7

定性 - 跨区域复制：以资本带项目，以项目带产品，逻辑得到验证

- 碧水源发展至今，先后在无錫、南京、云南和益阳建立了自己的“根据地”，跨区域复制的能力进一步得到了验证，也证明了我们之前对于公司的判断：**通过与地方政府合作成立专营水务的合作子公司方式，巧妙利用自身的超募资金优势，将其转化为水务项目的启动资金，并以此为起点放大财务杠杆，最后转化为自身的工程设备业务利润**，也就是以资本带项目，以项目带产品的经营模式。
- ◆ 无錫市场：与无錫市政公用产业集团和无錫高新技术风险投资股份有限公司共同投资成立江苏碧水源环境科技有限责任公司（碧水源持70%股权）。
- ◆ 南京市场：与南京城市建设投资控股（集团）有限责任公司签订正式《合作协议》，合资组建南京城建环保水务投资有限公司，其中公司出资7500万元，持股50%。
- ◆ 云南市场：拟与云南省水务产业投资有限公司签订《合资协议书》，设立云南水务产业发展有限责任公司，其中公司以超募资金出资60000万元，占新公司49%的股权。
- ◆ 湖南市场：拟于益阳市城市建设投资开发有限公司共同出资在湖南省益阳市设立湖南碧水源科技有限公司，其中公司以货币出资5760万元（超募资金），占新公司72%的股权。
- ◆ 其他市场：公司利用本身超募资金的优势，通过以资本带项目、以项目带产品的模式，逐步的进行地域扩张，目前已经建立了五个半基地，包括北京、无錫、南京、云南、益阳和正在洽谈中的武汉，下一步目标主要是河北和深圳等地。

图表1：碧水源市场扩张情况

市场	公司	权益	合作方背景
云南市场	云南水务产业发展有限公司	49%	云南省水务产业投资公司是云南省城市建设投资有限公司出资设立，承担云南省城镇污水处理设施的投资建设和运营管理任务。
	昆明滇投碧水源水务科技有限责任公司	49%	昆明滇池投资有限责任公司经营管理污水处理产业，收取污水处理费；受托作为出资人代表承担昆明市人民政府确定的滇池治理项目的投资、建设和经营管理；开展基础性产业、高科技产业及其它产业的投资、经营和专业化资产管理。
湖南市场	湖南碧水源科技有限公司	72%	益阳城投是由益阳市人民政府国有资产监督管理委员会出资设立的国有独资有限责任公司，并由益阳市人民政府直接管理，公司是益阳市城市建设投融资和城市资源经营主体，也是城市建设项目的主要投资业主。
南京市场	南京城建环保水务投资有限公司	50%	南京市城市建设投资控股（集团）有限责任公司是经南京市人民政府批准组建的南京市直属企业，是被授予国有资产投资主体职能的国有独资有限责任公司，其实际控制人为南京市国资委。
无錫市场	江苏碧水源环境科技有限责任公司	70%	无錫市市政公用产业集团有限公司是无錫市人民政府直接授权的国有独资企业集团，从事授权范围内国有资产的经营与资本运作，承担市政公用基础设施项目的筹资、投资、建设、运营任务。

来源：国金证券研究所

- 公司的发展历程验证了我们之前对于公司的定性分析：**公司走在正确的路上，并且异地扩张模式可复制**。在去年10月份的报告中，我们将碧水源发展历程总结为以市场起步和向技术转型。
- ◆ 以市场起步：碧水源敏锐抓住国内市政污水处理对MBR需求起步的历史机遇，抓住当时国外工程企业要么性价比差（GE、Siemens），要么尚未进入国内市场（旭化成、久保田）的空白，将优质国外膜丝和自身工程经验的优势结合起来，享受了行业需求初始阶段爆发带来的高增长，并初步建立起业内的美誉度。
- ◆ 向技术转型：碧水源虽然以市场起家，但并未忽视对核心膜技术的重视，而是从公司成立伊始就默默进行MBR高规格膜丝的研发工作，

并最终于 2009 年研发出第三代高强度、长寿命的膜丝；除了市场之外，建立起在技术领域的核心竞争力。

- 对于碧水源目前的发展和未来的战略，我们评价为公司正走在正确的道路上，碧水源以自身膜技术为核心，扎根于膜法水处理这一新兴产业内，利用 MBR 市政污水处理快速普及的机遇，沿着产业链横向和纵向进行稳步扩张。
 - ◆ 短期（3-5 年内）：公司仍扎根于 MBR 市政污水处理工程领域，向客户提供从设计、设备到工程施工的一体化成套服务，在重点流域重点城市通过绑定利益式营销予以快速圈地和复制，享受 MBR 工艺在中国市政污水处理领域快速普及的高增长。
 - 1) 我们认为在新兴行业的起始阶段，企业以技术起步还是市场起步并不重要，重要的是能否利用起步期技术或市场积累起的资源，迅速建立起核心竞争力（并购也是可行选择），补全自己的短板，在行业爆发期来临时能借东风扩大市场占有率。
 - 2) 要想做到这一目标，对于膜和水处理企业来说，最关键的是拥有向业主提供高性价比一体化水处理解决方案的能力，并能把这一能力批量生产简单复制。
 - 3) 碧水源利用之前的积累，在 MBR 领域已经具备提供一体化水处理能力，并且能够通过地区运营中心模式进行跨区域简单复制。
 - ◆ 长期（5 年以上）：以自身的膜技术为基础，分别沿产业链的横向与纵向扩张，逐步扩张经营领域，但扩张并未离开膜法水处理这一核心。
 - 1) 横向扩张：通过控股子公司碧水源净水科技进入家用净水器市场，开拓新的市场。
 - 2) 纵向扩张：试水污水处理 BOT，通过项目运营获取更稳定的现金流。

定量 - 订单分析结果显示：业绩可测性强，估值进入安全区域

- 定量分析：通过对碧水源未来三年订单情况的测算，我们认为公司的业绩可测性强，估值已经具备安全边际，并且公司未来的成长性也确保了一定的向上空间。
 - ◆ 北京市场：除去北京亦庄外，目前签订正在履行的再生水厂规模达到 187 万吨/日（加上高碑店&丰台河西再生水厂项目），将分别在未来两年结算。
 - ◆ 无锡市场：目前城北五期已经中标，新增考虑无锡市政水务集团内部已确定的增量无锡新城和卢村水厂。
 - ◆ 南京、武汉市场：分别按照 150 万吨/日处理总规模保守估计，假设 2012 年开始为公司各提供 30 万吨/日处理规模的贡献，武汉关注与武钢的合作。需要强调的是，南京城建下属尚有 94 万吨的污水处理能力，有望成为下一批 MBR 改造对象。
 - ◆ 昆明市场：目前昆明第九、十污水处理项目已经中标，安宁污水再生项目也在开展前期筹备。

图表2：碧水源项目订单预测（黄色字体为意向性项目，未正式中标）

类别	项目	规模 (万吨/日)	合同总金额 (万元)	结算比例 (%)				结算收入 (万元)			
				2010	2011	2012	2013	2010	2011	2012	2013
项目订单	高碑店&丰台河西再生水厂	100.00	38000.00	20.00%	50.00%	30.00%		7600.00	19000.00	11400.00	
	北京小红门再生水利用项目	60.00	22800.00		40.00%	60.00%			9120.00	13680.00	
	北京密云新城地表水项目	5.00	1900.00		40.00%	60.00%			760.00	1140.00	
	北京平谷再生水二期项目	4.00	1520.00		40.00%	60.00%			608.00	912.00	
	北京大兴区黄村再生水项目	12.00	4560.00		40.00%	60.00%			1824.00	2736.00	
	北京通州河东再生水项目	4.00	1520.00		40.00%	60.00%			608.00	912.00	
	北京昌平百善再生水项目	2.00	760.00		40.00%	60.00%			304.00	456.00	
	石家庄高新区污水处理项目	6.80	6980.00		50.00%	50.00%			3490.00	3490.00	
	昆明捞鱼河雨水处理项目	4.50	8432.00		50.00%	50.00%			4216.00	4216.00	
	滇池环湖截污工程古城雨水项目	2.50	3000.00		60.00%	30.00%	10.00%		1800.00	900.00	300.00
	无锡城北污水处理五期项目	5.00	6000.00		70.00%	30.00%			4200.00	1800.00	
	无锡马山污水处理项目	2.00	2400.00		70.00%	30.00%			1680.00	720.00	
	南京城东污水处理三期项目	15.00	18000.00		50.00%	50.00%			9000.00	9000.00	
	南京仙林大学城污水处理项目	5.00	6000.00		50.00%	50.00%			3000.00	3000.00	
	昆明第九污水处理项目	10.00	12000.00		60.00%	40.00%			7200.00	4800.00	0.00
	昆明第十污水处理项目	15.00	18000.00		60.00%	40.00%			10800.00	7200.00	0.00
	昆明安宁污水再生项目	30.00	36000.00			20.00%	50.00%			7200.00	18000.00
	北京亦庄	50.00	60000.00		20.00%	30.00%	50.00%		12000.00	18000.00	30000.00
	无锡剩余项目-太湖新城	30.00	36000.00		70.00%	30.00%			25200.00	10800.00	
	无锡剩余项目-卢村	10.00	12000.00		70.00%	30.00%			8400.00	3600.00	
	昆明滇池沿岸剩余项目	13.00	15600.00		40.00%	60.00%			6240.00	9360.00	
	南京剩余项目	150.00	180000.00			15.00%	40.00%			27000.00	72000.00
	武汉市场	150.00	180000.00			15.00%	40.00%			27000.00	72000.00
	其他城市	100.00	120000.00				20.00%				24000.00
	总计								129450.00	169322.00	216300.00
类别	项目	权益 (%)	投资金额 (万元)	经营收入 (万元)				净利润 (万元)			
				2010	2011	2012	2013	2010	2011	2012	2013
投资收益	云南水务	49.00%	60000.00			20227.20	46373.60			3516.98	7868.18
	普瑞奇	51.00%	2000.00			-	-		510.00	1020.00	1530.00
	益阳水务	72.00%	5760.00			3600.00	9572.40			180.00	909.90
	总计					23827.20	55946.00			3696.98	8778.08

来源：国金证券研究所

- 根据上述假设和财务模型，我们预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 1.251 元、2.033 元和 2.715 元，同比分别增长 128.67%、62.45%和 33.56%。

- ◆ 预计公司 2011-2013 年主营业务收入为 1276.90 百万元、2149.10 百万元和 2874.72 百万元，同比分别增长 155.14%、68.31%和 33.76%。
- ◆ 预计公司 2011-2013 年主营业务归属于母公司所有者净利润分别为 404.66 百万元、657.36 百万元和 877.98 百万元，同比分别增长 128.67%、62.45%和 33.56%。

- 从行业发展趋势，行业发展空间和公司所处行业地位角度，我们认为碧水源给予 30X12PE 完全是合理的，半年内可以看到 60.99 元。

- ◆ 对于碧水源的估值，我们认为由于项目的可测性，碧水源近两年内的仍将保持较快的成长，但公司以后的成长性能否维持呢？一方面行业空间很大，潜在可开发城市很多，另一方面公司也面临着如果不在北京、无锡、南京、昆明和益阳之外不断取得突破，公司 2012 年后将出现增长难以为继的可能。
- ◆ 对此，我们依然维持之前对于碧水源成长性的观点：

- 1) 要想避免成长股陷阱，最为关键的是在可预见的投资期限内，投资标的的经营能达到市场预期，且其估值水平能保持稳定在一定水准。
- 2) 对于碧水源这样的膜法污水处理企业来说，行业需求快速扩张没有问题，能否增长率上达到资本市场预期的关键是公司能够在行业机遇中取得快于行业增速的成长，而这取决于公司的竞争战略和优势。
- 3) 具体来说，能否延伸或完善产业链环节、增加自身核心竞争力，从而为客户提供高性价比一体化解决方案，并能批量复制是相关公司能否取得快于行业增速成长的关键。

对于行业发展趋势和空间
敬请参阅我们去年报告《膜产业专题报告-早晨七八点钟的太阳》和《膜法水处理专题报告-谁走在正确的道路上》

- ◆ 我们认为：国内膜法水处理领域中，碧水源已完成技术和市场的原始积累，现在正在开始产业链扩张和地域复制的进程，而率先上市增加了公司这一优势，未来取得快于行业增速的成长可能性很高，并且与南京、云南和益阳的成功合作也验证了这一点。
- 目前股价对应 34×11PE、21×12PE 的估值水平，安全边际高，向上空间大，估值已进入安全区域，加上小非解禁进入尾声，又到了买入时，建议积极买入。

与日本三菱合资点评

- 7 月 6 日，碧水源公告：拟与三菱化学集团下属三菱丽阳株式会社（以下简称“三菱丽阳”）及江苏碧水源环境有限责任公司（以下简称“江苏碧水源”）共同出资在江苏省无锡市设立无锡碧水源丽阳膜科技有限公司；负责中空纤维微滤膜、中间产品及膜相关产品的生产、以及中间产品及膜相关产品的销售、膜相关产品的研发。
 - ◆ 三菱丽阳自 1933 年作为人造短纤维的生产公司创业以来，应用合成纤维和合成树脂领域所积累的高分子技术，不断拓展中空纤维膜、光纤、碳素纤维等新兴业务领域；在水环境处理方面，不仅用于排水，下水和水净化处理设备，同时也广泛使用于发电厂的凝结水过滤器，医院手术用的无菌洗手装璜等工业以及医疗领域。
 - ◆ 合资公司地址在无锡市碧水源公司厂址内，江苏碧水源公司占地 33650.5 平方米，合资企业使用厂房的建筑面积 5465 平方米。
 - ◆ 合资公司成立后，通过建设膜生产基地，合资公司每年将稳定生产 100 万平米中空纤维微滤膜，年产值达 1.4 亿。
- 我们认为碧水源和三菱丽阳的合资将从两方面给公司业务提供新的发展推动力：
 - ◆ 国内膜与 MBR 市场呈现出明显的高端和低端市场分化格局，碧水源之前的竞争优势可以用一句话总结为“与国内比，膜好；与国外比，便宜”，此次与三菱合资，且三菱承诺不低于 70% 的膜由碧水源负责销售，奠定了碧水源进入高端膜应用市场的基础。（如工业废水处理领域）
 - ◆ 之前市场和客户对碧水源最大的诟病在于公司自产的膜能否达到宣称的效果，此次合资，将消除市场与客户的这一疑虑。

附录：碧水源 MBR 项目概述

图表3：碧水源 MBR 项目概述

项目名称	规模(m ³ /d)	工艺	签约年份
北京市高碑店污水处理厂与再生水利用工程	1000000	CMF	2010
北京市小红门再生水厂及再生水应用工程	600000	CMF	2010
北京密云新城地表水厂	50000	CMF	2010
北京平谷再生水厂二期	40000	CMF	2010
北京市大兴区黄村再生水厂工程	120000	MBR	2010
石家庄高新区污水处理厂再生水工程	68000	MBR	2010
北京丰台河西再生水工程	50000	MBR	2010
昆明捞鱼河与水处理站	50000	MBR	2010
无锡市城北污水处理厂五期	50000	MBR	2010
北京市通州区河东再生水厂工程	40000	MBR	2010
滇池环湖截污工程古城雨水处理站	25000	MBR	2010
北京市昌平区百善再生水厂工程	20000	MBR	2010
北京市房山区城关再生水及回用管网工程	20000	MBR	2010
无锡市马山污水处理厂	20000	MBR	2010
南京城东污水处理三期项目	150000	MBR	2010
南京仙林大学城污水处理项目	50000	MBR	2010
北京亦庄	N.A	MBR	2010
昆明第九污水处理厂工程	100000	MBR	2011
昆明第十污水处理厂工程	150000	MBR	2011
安宁污水再生利用工程	300000	MBR	2011
云南水务产业发展有限责任公司	N.A	MBR	2011
湖南碧水源科技有限公司	N.A	MBR	2011

来源：公司网站，国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	221	314	500	1,276.90	2,149.10	2,874.72
增长率		42.0%	59.6%	155.14%	68.31%	33.76%
主营业务成本	-126	-163	-257	-709	-1,315	-1,788
% 销售收入	56.9%	51.9%	51.4%	55.5%	61.2%	62.2%
毛利	95	151	243	568	834	1,087
% 销售收入	43.1%	48.1%	48.6%	44.5%	38.8%	37.8%
营业税金及附加	-3	-5	-8	-20	-33	-45
% 销售收入	1.4%	1.6%	1.5%	1.6%	1.6%	1.6%
营业费用	-5	-6	-7	-19	-32	-43
% 销售收入	2.2%	2.0%	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%
管理费用	-8	-16	-31	-77	-129	-172
% 销售收入	3.7%	5.1%	6.2%	6.0%	6.0%	6.0%
息税前利润 (EBIT)	79	124	198	453	640	826
% 销售收入	35.8%	39.4%	39.5%	35.5%	29.8%	28.8%
财务费用	4	1	16	102	122	148
% 销售收入	-1.7%	-0.2%	-3.1%	-8.0%	-5.7%	-5.2%
资产减值损失	-2	0	-5	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	1	15	65	126
% 税前利润	n.a	0.1%	0.3%	2.6%	7.8%	11.4%
营业利润	81	124	209	570	827	1,101
营业利润率	36.7%	39.7%	41.8%	44.6%	38.5%	38.3%
营业外收支	7	0	0	3	3	3
税前利润	88	124	209	573	830	1,104
利润率	39.8%	39.7%	41.8%	44.8%	38.6%	38.4%
所得税	-13	-17	-30	-86	-124	-166
所得税率	15.1%	13.5%	14.2%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	75	108	179	487	705	938
少数股东损益	0	0	2	82	48	60
归属于母公司的净利润	75	107	177	404.66	657.36	877.98
净利率	33.9%	34.2%	35.4%	31.7%	30.6%	30.5%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	75	108	179	487	705	938
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	4	5	15	15	18	19
非经营收益	-1	-2	-1	-18	-68	-129
营运资金变动	28	25	-15	-28	-4	-5
经营活动现金净流	105	135	178	457	652	823
资本开支	-40	-52	-187	-71	-46	-47
投资	-2	1	-30	-1	0	0
其他	0	12	0	15	65	126
投资活动现金净流	-42	-39	-217	-56	19	79
股权募资	15	2	2,451	176	0	0
债权募资	-25	0	0	-27	0	1
其他	-13	-4	-14	0	-42	-42
筹资活动现金净流	-23	-2	2,437	149	-42	-41
现金净流量	41	94	2,398	549	628	861

资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	144	265	2,632	3,181	3,810	4,670
应收款项	42	59	114	195	328	438
存货	14	49	41	116	216	294
其他流动资产	19	28	25	52	94	127
流动资产	220	401	2,813	3,544	4,447	5,530
% 总资产	77.3%	79.0%	88.7%	89.5%	90.8%	92.0%
长期投资	1	0	31	32	31	31
固定资产	36	60	198	258	284	309
% 总资产	12.5%	11.8%	6.3%	6.5%	5.8%	5.1%
无形资产	27	46	129	126	132	138
非流动资产	64	107	359	417	448	479
% 总资产	22.7%	21.0%	11.3%	10.5%	9.2%	8.0%
资产总计	284	507	3,172	3,961	4,896	6,009
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	35	141	150	278	504	683
其他流动负债	14	16	40	107	152	189
流动负债	49	156	190	385	657	873
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	13	27	0	0	0
负债	49	169	217	385	657	874
普通股股东权益	220	321	2,935	3,474	4,089	4,925
少数股东权益	15	17	20	102	150	210
负债股东权益合计	284	507	3,172	3,961	4,896	6,009

比率分析						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	0.680	0.974	1.204	1.251	2.033	2.715
每股净资产	1.996	2.920	19.966	10.742	12.645	15.229
每股经营现金净流	0.958	1.228	1.208	1.412	2.015	2.545
每股股利	0.000	0.000	0.300	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	34.09%	33.37%	6.03%	11.65%	16.08%	17.83%
总资产收益率	26.32%	21.13%	5.58%	10.22%	13.43%	14.61%
投入资本收益率	28.57%	31.62%	5.74%	10.76%	12.83%	13.68%
增长率						
主营业务收入增长率	6.93%	41.96%	59.61%	155.14%	68.31%	33.76%
EBIT增长率	5.33%	56.34%	60.01%	128.90%	41.33%	29.19%
净利润增长率	5.97%	43.26%	65.09%	128.67%	62.45%	33.56%
总资产增长率	19.72%	78.50%	525.11%	24.88%	23.59%	22.74%
资产管理能力						
应收账款周转天数	48.3	46.0	55.2	48.0	48.0	48.0
存货周转天数	52.5	70.7	63.8	60.0	60.0	60.0
应付账款周转天数	77.7	117.1	144.4	102.0	102.0	102.0
固定资产周转天数	58.9	40.6	123.3	59.3	36.3	27.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-61.37%	-78.41%	-89.07%	-88.97%	-89.87%	-90.93%
EBIT利息保障倍数	-20.8	-179.8	-12.7	-4.4	-5.2	-5.6
资产负债率	17.38%	33.34%	6.84%	9.73%	13.41%	14.54%

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	3	7	12	19
买入	0	6	8	13	28
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.67	1.58	1.55	1.57

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 2010-09-17	买入	40.32	N/A
2 2010-11-25	买入	56.85	N/A
3 2011-01-16	买入	50.74	N/A
4 2011-03-07	买入	50.35	N/A
5 2011-04-13	买入	46.21	N/A
6 2011-04-29	买入	40.90	N/A
7 2011-05-16	买入	40.86	140.00
8 2011-06-21	买入	39.26	N/A

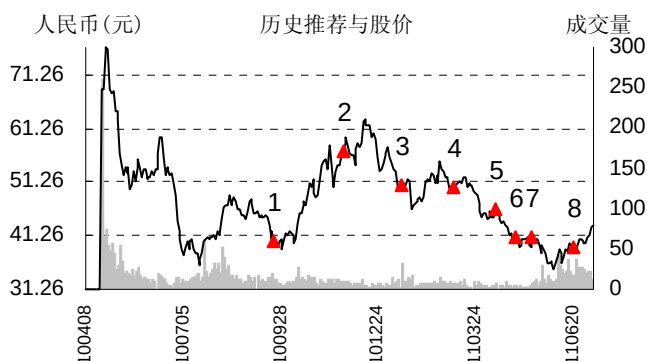
来源：国金证券研究所

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。

本报告仅供机构客户使用。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-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: (8610)-66215599-8792

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)-33089915

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 921 室