

投资评级: 增持 (维持评级)

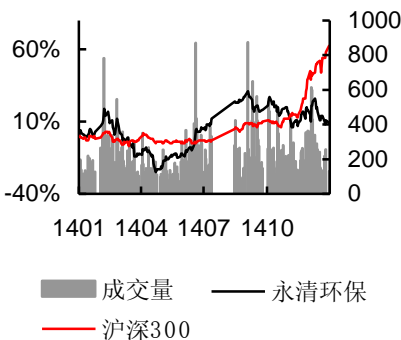
当前价格(元): 30.04
合理价格区间(元): 30-35

程鹏 执业证书编号: S0570510120044
研究员 025-83290916
chengpeng@htsc.com

相关研究

- 1 《永清环保(300187):土壤修复开启大幕》 2013.10
- 2 《永清环保(300187):脱销、余热利用、环境修复三维增长》 2012.05

股价走势图



蓄势待发的土壤修复优势企业

永清环保(300187)

投资要点:

拓展烟气治理领域的蓝海。公司初期业务以火电脱硫为主, 2007年开始火电烟气脱硝、钢铁有色脱硫业务。公司拟与珠海克林格林环保设备制造有限公司合资设立湖南永清东方除尘系统工程股份有限公司, 从而进入湿法电除尘领域。合资公司未来主要承接新型高效除尘器 EPC 项目, 以推动新型高效静电除尘器项目、开发烟气处理清洁岛建设和运营市场及相关产业。此次投资实施后, 永清东方将致力于对微细颗粒(PM2.5)污染治理, 全面掌握控制 PM2.5 排放的关键系统“新型高效静电除尘器”的设计、生产制造、安装调试、系统控制等成套技术。我们预测 2013-2016 年, 烟气处理工程市场规模分别为 603.7 亿、800.2、1114.38、1008 亿元, 2016 年后, 烟气处理市场规模预计将逐步萎缩。可见未来 3 年间将是大气污染防治的最黄金时期。

深耕湘江流域重金属治理, 跻身土壤修复第一集团。从土壤修复各环节的竞争格局来看: 土壤修复行业上游是相关技术咨询、仪器设备、药剂及软件的制造商, 国际企业具备明显优势; 在土壤修复施工环节中, 国内企业占据重要市场份额。根据产业信息网统计目前我国全国土壤修复企业已达到 300 多家, 但受到行业政策、资金限制, 土壤修复项目并没有迅速增加, 修复工程主要集中于 10 家左右的优势公司, 尤以建工修复、高能时代、永清环保突出。我们估计公司将主要参与湘江流域重金属治理项目的土壤和河道底泥重金属治理业务, 该部分市场空间估计将达到 200 亿元。我们以公司在湘江环境修复方面的市场占有率 10%为基础来测算, 2014-2020 年公司环境修复业务预计实现营业收入 20 亿元, 年收入规模在 3-4 亿元之间, 相对于公司目前的营收规模, 土壤修复业务将成为公司主要业务领域。

公司评级: 增持。公司完成定增后, 现金充足, 在垃圾焚烧、土壤修复等资金需求大的业务板块, 拓展将更为迅速, 同时, 外延式并购预期增加, 湘江流域重金属治理将逐步推进到土壤修复阶段, 公司土壤修复、垃圾焚烧业务有望实现高增长, 从而成为公司的核心业务。考虑公司标的稀缺性以及土壤修复业务美好的发展前景, 维持“增持”评级。

风险提示: 新的竞争者涌入土壤修复业务, 市场占有率、毛利率低于预期。

公司基本资料

总股本(百万)	200.34
流通 A 股(百万)	197.39
52 周内股价区间(元)	20.67-36.14
总市值(百万)	6,018.21
总资产(百万)	1,496.53
每股净资产(元)	4.48

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	639.71	866.09	1,117.99	1,525.24
+/-%	12.59%	35.39%	29.09%	36.43%
净利润(百万)	54.00	65.33	106.75	167.05
+/-%	0.55%	20.97%	63.41%	56.49%
EPS	0.20	0.25	0.40	0.63
PE	147.18	121.67	74.47	47.58

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

正文目录

延伸烟气治理产业链，高效除尘领域是蓝海.....	3
拓展烟气治理领域的蓝海.....	3
《火电厂大气污染物排放标准》堪称史上最严.....	3
新版《锅炉大气污染物排放标准》为期不远.....	3
深耕湘江流域重金属治理，跻身土壤修复第一集团.....	4
土壤修复将成公司主业.....	4
土壤修复市场诱人，竞争格局集中.....	6
垃圾发电业务稳步推进.....	8
盈利预测与估值.....	8
基本预测.....	8
公司评级：增持.....	8
风险提示.....	9

图表目录

表格 1: 火电厂燃煤锅炉污染物排放标准.....	3
表格 2: 工业燃煤锅炉污染物排放标准.....	3
表格 3: 2013-2016 烟气治理主要行业市场规模测算.....	4
表格 4: 公司湘江流域重金属治理在建工程.....	5
表格 5: 公司已签合作协议土壤修复工程.....	5
表格 6: “十二五”期间湘江流域重金属治理项目分解.....	5
表格 7: 国内主要土壤修复企业.....	6
表格 8: 国际主要土壤修复企业.....	7
表格 9: 土壤修复产业链生态系统.....	7
表格 10: 2013-2016 年公司各项业务测算.....	8

延伸烟气治理产业链，高效除尘领域是蓝海

拓展烟气治理领域的蓝海

公司初期业务以火电脱硫为主，2007 年开始火电烟气脱硝、钢铁有色脱硫业务。

2014 年 9 月 23 日，公司公告：拟与珠海克林格林环保设备制造有限公司合资设立湖南永清东方除尘系统工程股份有限公司，从而进入湿法电除尘领域。合资公司未来主要承接新型高效除尘器 EPC 项目，以推动新型高效静电除尘器项目、开发烟气处理清洁岛建设和运营市场及相关产业。克林格林在永清东方成立后一年内，将其拥有的新型高效静电除尘器技术成功运用于永清东方指定的三个项目，并获得专利申请号或其他经专业机构认可的技术成果，之后将该技术转让给永清东方所有。此次投资实施后，永清东方将致力于对微细颗粒(PM2.5)污染治理，全面掌握控制 PM2.5 排放的关键系统“新型高效静电除尘器”的设计、生产制造、安装调试、系统控制等成套技术。

《火电厂大气污染物排放标准》堪称史上最严

“国十条”、《大气工作方案》已将大气治污从环境治理提升到推动产业升级的高度，大气治理的政策框架和执行标准已经基本形成。2011 年版《火电厂大气污染物排放标准》对氮氧化物、二氧化硫、烟尘的排放要求大幅提高，堪称史上最严，重点地区排放指标高于欧美，火电机组需要加装脱硝装置，并对脱硫除尘设备进行增容改造，从而催生了脱硫除尘改造、脱硝新建市场，两者市场规模高达数千亿元。

表格 1：火电厂燃煤锅炉污染物排放标准单位：mg/m³

污染物	使用条件	中国标准		欧盟标准	美国标准
		GB2011	GB2003		
烟尘	全部	30	50/100/200	30	20
	新建锅炉	100/200 ⁽¹⁾	400/800/1200	200	184
二氧化硫	现有锅炉	200/400 ⁽¹⁾			
	全部	100/200 ⁽²⁾	452/650/1100	200	135
汞及化合物	全部	0.03	-	-	-

资料来源：《火电厂大气污染物排放标准》

新版《锅炉大气污染物排放标准》开始实施

2014 年 7 月 1 日新版《锅炉大气污染物排放标准》开始实施，降低二氧化硫排放标准，增加氮氧化物、汞排放标准，增加特别排放限值。目前，估计全国燃煤工业锅炉存量约 52.7 万台，其中 35T/H 以上的占比 1.1%，巨大的基数为锅炉脱硫除尘提供了庞大的市场空间。新版标准的推出，即可作为锅炉治理的强制标准。

表格 2：工业燃煤锅炉污染物排放标准 单位：mg/m³

污染物	中国 2001 版	中国 2013 版	法国	世界银行
烟尘	80-250	80	100	50-100
二氧化硫	900	400	450-850	2000
氮氧化物	-	400	100-2000	750
汞及其化合物		小于 0.05		

资料来源：《锅炉大气污染物排放标准》

我们预测 2013--2016 年，烟气处理工程市场规模分别为 603.7 亿、800.2、1114.38、1008 亿元，2016 年后，烟气处理市场规模预计将逐步萎缩。可见未来 3 年间将是大气污染防治的最黄金时期，其中支撑大气治理行业持续高速发展的重要基础包括：

➢ 电力市场中，监管日益严厉和常态化后，原有无法达标的环保装置需要全面重新改造，

除尘、脱硫增容改造市场的全面启动。

- 钢铁、水泥市场，在监管日益强化的条件下，节能环保达标成为推动钢铁、水泥等重工业行业淘汰落后产能、转型升级的核心标准之一。非电力市场将逐步启动。
- 新版工业燃煤锅炉污染物排放标准严格执行，这将是烟气治理市场规模保持较高水平的重要支撑。

表格3: 2013-2016 烟气治理主要行业市场规模测算 单位: 万千瓦、亿平米、条线

			处理规模				投资规模			
			2013E	2014E	2015E	2016E	2013E	2014E	2015E	2016E
火电										
脱硝	改造容量	70 元/千瓦	0.4	0.4	0.35		28	28	24.5	0
	新增容量	140 元/千瓦	2	1.8	1.747	0.3	280	252	244.58	42
	总量		2.4	2.2	2.097	0.3	308	280	269.08	42
脱硫	改造容量	80 元/千瓦	1.2	1.1	1.1		96	88	88	0
	新增容量	150 元/千瓦	0.36	0.35	0.3	0.3	54	52.5	45	45
	总量		1.56	1.45	1.4	0.3	150	140.5	133	45
除尘	改造容量	40 元/千瓦	1.6	1.8	1.6		64	72	64	0
	新增容量	70 元/千瓦	0.36	0.35	0.3	0.3	25.2	24.5	21	21
	总量		1.96	2.15	1.9	0.3	89.2	96.5	85	21
钢铁										
脱硝	改造面积	15 元/平米	3	3	2.98		45	210	208.6	0
	新增面积	15 元/平米		0.01	0.01		0	0.7	0.7	0
	总量		3	3.01	2.99	0	45	210.7	209.3	0
水泥										
脱硝	改造	0.08 亿/条	150	700	700		12	56	56	0
	新增	0.08 亿/条	80	150	100		6.4	12	8	0
	总量		230	850	800	0	18.4	68	64	0
工业锅炉										
脱硫除尘	改造	3000 万/台			0.116	0.29	0	0	348	870
	新增	3000 万/台		0.01	0.01	0.01	0	30	30	30
	总量				0.126	0.3	0	30	378	900
合计							603.7	800.2	1114.38	1008

资料来源: 华泰证券研究所

深耕湘江流域重金属治理，跻身土壤修复第一集团

土壤修复将成公司主业

2011 年 3 月，国务院批准的《湘江流域重金属污染治理实施方案》，湘江流域重金属污染治理计划总投资将达到 595 亿元，是目前全国第一个获国务院正式批准的重金属污染试点方案。2012 年 1 月，公司与湖南省永兴县环境保护局在长沙签订《永兴县综合环境服务合作协议》，公司将分三期建设永兴县工业固体废物污染环境修复技术示范项目，总金额约 5 亿元，目前一期合同已经完成。我们认为公司作为环保部第一批土壤重金属修复技术重点推介示范单位，凭借永兴土壤修复等项目实施经验，在土壤修复市场将占据先发优势。

表格 4: 公司湘江流域重金属治理在建工程 单位: 亿元

项目名称	总投资	预计工期	签约时间	备注
临武县财神庙区域历史遗留重金属污染综合治理	0.42	2014-2015	2013.8	EPC
米江、两江口重金属治理项目	0.47	2014-2015	2013.8	EPC
郴州临武县三十六湾、香花岭地区重金属污染综合治理工程——塘官铺矿区重金属治理项目二期	0.43	2014-2015	2013.8	EPC
合计	1.32			

资料来源: 华泰证券研究所

公司计划通过增资扩股方式收购湘银园林 80% 股权, 湘银园林将更名为株洲永清湘银生态修复有限责任公司。目前, 湘银园林从事的业务为园林绿化工程施工和市政公用工程施工总承包, 持有城市园林绿化(二级)和市政公用工程施工总承包(三级)两个资质, 可填补公司在园林及市政总承包资质方面的空白, 对公司在土壤修复业务领域将形成有利的补充。

表格 5: 公司已签合作协议土壤修复工程 单位: 亿元

项目名称	总投资	预计工期	签约时间	备注
永兴湘江流域重金属污染治理二、三期	4	2013-2016		
株洲市天元区重金属污染土壤综合治理曹石片区和王家坪片区工程	2	2013-2016	2012.8	EPC
常宁市曾家溪、康家溪重金属污染底泥治理	0.2	2013-2016	2012.12	EPC
合计	6.2			

资料来源: 华泰证券研究所

湘江流域重金属污染治理规划投资 595 亿元。湖南素称“有色金属之乡”, 重金属污染物的排放量居全国首列。以 2007 年的数据为例, 湘江流域汞、镉、铅、砷的排放量, 就分别占据了全国排放量的 54.5%、37%、6.0%和 14.1%。湖南成为国家重金属污染整治的重点区域。国务院正式批复《湘江流域重金属污染治理实施方案》, 根据该方案。湘江流域重金属污染治理实施方案规划项目总共有 927 个, 总投资 595 亿元, 规划期限 2011 年到 2015 年, 展望到 2020 年。方案涉及了湘江流域的长沙、株洲、湘潭、衡阳、郴州、娄底, 还有岳阳和永州八个市, 明确了株洲的清水塘、娄底的锡矿山、岳阳的源头铅锡矿等七大重点区域, 提出了林山应急保障、工业污染源控制以及历史遗留污染治理三大重点任务。经过治理, 铅和汞、铬等重金属排放总量要在 2008 年的基础上是要削减 70%左右的。

表格 6: “十二五”期间湘江流域重金属治理项目分解 单位: 亿元

项目类型	项目数量	投资主体	投资金额
历史遗留污染治理项目	131	政府为主	195
民生应急项目	36	政府为主	87
科技支撑项目	47	政府为主	8
监管能力建设项目	11	政府	8
产业结构调整项目	444	企业为主	88
工业污染源控制项目	187	企业为主	119
合计	856		505

资料来源: 华泰证券研究所

2013 年以前, 以治理历史遗留的各类含重金属固废为主, 消除遗留重金属固废对环境造成的安全隐患。2013 年以后, 在前期开展的试点示范基础上, 逐步开展土壤和河道底泥重金

属污染治理以及相关环境修复工程。我们估计公司将主要参与土壤和河道底泥重金属治理业务，该部分市场空间估计将达到 200 亿元。我们以公司在湘江环境修复方面的市场占有率 10%为基础来测算，2014-2020 年公司环境修复业务预计实现营业收入 20 亿元，年收入规模在 3-4 亿元之间，相对于公司目前的营收规模，土壤修复业务将成为公司主要业务领域。

土壤修复市场诱人，竞争格局集中

发达国家的环境修复产业起步较早，而我国土壤修复产业则犹如初升朝阳，随着国家对修复领域的规范管理和投资力度加大，土壤修复产业将有望成为我国环保产业新的增长点。目前我国土壤修复市场比较有代表性的参与者有以下几类：

国内专业的环境修复工程公司：大多由成熟的环保工程公司为开拓土壤修复业务而专门设立，也有部分是由地方环保部门牵头组建，还有的是由从事建筑行业或其他相关业务的企业转型而来。国内修复企业了解国情，熟悉工程操作。比较有代表性的公司如北京建工环境修复、永清环保、金隅红树林、重庆利特环保等公司，

环境相关的高等院校和科研院所：通过成立环境修复事业部或类似分支转投实业，不但参与污染场地调查评估，而且还承包治理修复工程，如中科院地理科学与资源研究所，清华大学环境学院，中科院南京土壤所，重庆大学环境物理研究所、各地环科院等，典型企业如同济环境、北京高能时代（中科院中科院高能物理研究所垫衬工程处改制而来）。

央企所属的环境修复业务的部门或子公司：中石油、中石化、中节能（杭州大地环保）、中国建筑等下属企业里从事环境修复业务的部门或子公司。

表格7：国内主要土壤修复企业

公司	修复技术路线	典型项目
北京建工修复（拟上市）	土壤气相抽提、生物化学还原处理、热解吸、化学氧化还原、固化稳定化、常温解吸	北京化三、北京红狮涂料、北京焦化厂、兰石
永清环保	重金属离子矿化稳定化技术	永兴一期等湘江流域重金属污染治理项目
高能时代（拟上市）	垂直屏障技术、固化/稳定化技术、化学氧化、土壤气相抽提、化学淋洗、热脱附	株洲某重金属污染治理与生态修复工程、福建某矿业湿法采矿场污染场地修复工程、湖北某重金属污染土壤修复项目、江苏某有机污染场地治理工程
中节能大地环境修复	气相抽提、热脱附和稳定化固化、化学氧化	杭州庆丰农化退役场地清理与修复、杭州沥青拌和厂退役场地污染土壤修复、世界银行多氯联苯管理与处置示范项目
金隅股份(金隅红树林)	水泥窑焚烧、热脱附与水泥窑结合方法	北京地铁、北京高速、北京轮胎、北京焦化、北京染料、北京化工等重大工程项目的受污染土壤修复
华新水泥（华新环境）	水泥窑协同处置技术	武汉汉阳赫山地块的深度 POPs 污染土壤
重庆利特	固化填埋	长安二工厂污染场地修复、杨家山修复工程、重庆天原化工总厂原址污染场地治理修复
北京瑞美德	生物修复	
东方园林	生物修复	神东矿区生态环境综合防治国家级示范项目
铁汉生态	生态修复	老河口重金属治理项目
博天环境（拟上市）	生态修复	新疆中泰集团西山生产区土壤修复

资料来源：华泰证券研究所

国际环境修复企业：在全球市场上已经积累起丰富经验和技术的，通过咨询管理、分析检测和

工程技术等不同渠道参与中国环境修复产业，国际环境修复企业通常与国内合作伙伴合作，以提供技术咨询的方式开展环境修复业务，如英国 ERM、荷兰 DHV、加拿大 RemedX 等，也有部分企业通过子公司或合资公司直接参与中国市场，如美国 ESD 投资中环循（北京）、苏伊士与湖南凯天合资成立凯天重金属污染治理公司、日本同和成立苏州同和和东江同和。虽然国际企业在技术和经验方面更有优势，但目前国内多数土壤修复项目由政府部门和环境保护部门主导，本土土壤修复企业更占优势。

表格8：国际主要土壤修复企业

公司	主营业务	修复技术
AECOM	国际工程咨询机构，业务涵盖交通运输、基础设施、建筑、工程、规划设计、环境、能源等领域	一体化解决方案
西图集团	国际工程咨询机构，业务涵盖基建工程、污水处理、环境管理、能源、电讯、交通	
日本同和	矿业、危险废弃物处理、金属回收、土壤修复	铁粉法、土壤清洗法、微生物降解法、氧化分解、热处理、气相抽提
伊世特	专业的环境、能源和工程服务公司	复合式物化与生物土壤处置
ERM	国际咨询工程机构，主营环境、健康、安全、社会咨询	原位、非原位以及增强的生物修复；原位热处理
荷兰 DHV	国际咨询工程机构，主要服务于基础设施、建筑、水和航空领域	
RemedX	以环境修复为主营产业，提供技术咨询、项目管理、工程设计、BOT 运营等多种服务	混合生物处理；热处理

资料来源：华泰证券研究所

从土壤修复各环节的竞争格局来看：土壤修复行业上游是相关技术咨询、仪器设备、药剂及软件的制造商，国际企业具备明显优势；在土壤修复施工环节中，国内企业占据重要市场份额，如建工修复、高能时代等，已经开展土壤修复工程的上市公司已有永清环保、铁汉生态、东方园林等，正在布局土壤修复工程的上市公司有桑德环境、维尔利和东江环保；施工环节后是土壤修复监测与评估环节，主要由各地环境检测中心参与，国内主营环境监测仪器相关的企业包括聚光科技、华测检测、天瑞仪器、雪迪龙等均已开始第三方环境检测业务。整体而言，国际知名土壤修复企业主要参与土壤修复环节的前端，以提供技术咨询和专用设备、药剂为主，而在修复施工环节和修复后评价检测环节主要以本土企业参与为主。

表格9：土壤修复产业链生态系统

环节	市场特点	涉及上市公司	国内优势企业
技术咨询	技术含量高，市场分散，高校、国际设计咨询企业均有参与	永清环保	AECOM、西图集团、伊世特、建工修复
修复工程	市场刚刚起步，政府主导	永清环保、华新水泥、金隅股份、东江环保、维尔利、桑德环境、东方园林、铁汉生态	建工修复（计划上市）、高能时代（计划上市）、伊世特（中环循环境技术中心）、永清环保
设备	涉及筛分破碎混合搅拌铲斗，搅拌注药设备，土壤修复专用翻抛机等，高端产品以国外产品为主，通用设备市场竞争充分，	三一、中联等机械制造企业	芬兰 ALLU、洛尔环境
药剂	国际公司占领主要市场，国内企业刚推出产品	永清环保	阿克苏诺贝尔、巴斯夫、杜邦、陶氏

检测 市场极为分散，区域特征明显，以省（市） 华测检测、雪迪龙、天瑞仪器、
 环境监测中心为主 聚光科技 各省环境监测中心

资料来源：华泰证券研究所

根据产业信息网统计目前我国全国土壤修复企业已达到 300 多家，但受到行业政策、资金限制，土壤修复项目并没有迅速增加，修复工程主要集中于 10 家左右的优势公司，尤以建工修复、高能时代、永清环保突出。

垃圾发电业务稳步推进

2013 年公司签订衡阳(1000 吨)、新余(600 吨)城市生活垃圾焚烧发电 BOT 项目，垃圾焚烧发电业务将成为公司业务发展的另一重要方向。

新余发电站已经在建,预计将在 15 年投产,特许经营期 26 年,垃圾处理费 69.5 元/吨,处理能力 600 吨/日。

衡阳垃圾电站准备在建,一期处理能力 1000 吨/日,待处理能力不能满足后,可以上马二期 300 吨/吨,前三年处理费 50 元/吨。之后可进行调整,预计该电厂将于 2016 年投产。

截至 2013 年 12 月,湖南省共建成生活垃圾无害化处理设施 113 座,日处理规模 4.07 万吨。其中采用垃圾焚烧发电工艺 1 座,采用湿解加焚烧的综合处理工艺 5 座,采用水泥窑协同处置工艺 1 座,采用卫生填埋工艺 105 座,分别占总数的 0.9%、4.5%、0.9%、93.7%。由此可见,湖南省城镇生活垃圾处理设施以卫生填埋为主。随着城镇化的进程加快,卫生填埋所暴露的问题也越来越多:首先,填埋工艺存在恶臭、重金属污染和二次污染隐患等问题;其次,生活垃圾剧增,而填埋工艺不能减量,导致填埋场使用年限大为缩短。

国家已建立了可再生能源利用的倒逼机制,促进垃圾处理转型升级成为当前湖南省垃圾处理工作的突破口。我们预计湖南将新增 10000 吨/天的垃圾焚烧处理能力,公司具有较强的竞争实力,签订 BOT 合同的可能性较大。

盈利预测与估值

基本预测

我们根据公司目前在手合同、施工周期以及行业发展情况,对公司各项业务进行测算:

表格 10: 2013-2016 年公司各项业务测算 单位: 亿元

项目	2013 年 A	2014 年 E	2015 年 E	2016 年 E
烟气治理	494.56	642.93	771.52	925.82
+/-%	18.60%	30.00%	20.00%	20.00%
土壤修复	43.80	70.08	140.16	189.22
+/-%	-40.00%	60.00%	100.00%	35.00%
运营	86.88	86.88	86.88	86.88
+/-%	27.76%	0.00%	0.00%	0.00%
药剂		50.00	100.00	200.00
+/-%			100.00%	100.00%
垃圾焚烧				100.00

资料来源: 华泰证券研究所

公司评级: 增持

公司完成定增后，现金充足，在垃圾焚烧、土壤修复等资金需求大的业务板块，拓展将更为迅速，同时，外延式并购预期增加，湘江流域重金属治理将逐步推进到土壤修复阶段，公司土壤修复、垃圾焚烧业务有望实现高增长，从而成为公司的核心业务。考虑公司标的稀缺性以及土壤修复业务美好的发展前景，维持“增持”评级。

风险提示

新的竞争者涌入土壤修复业务，市场占有率、毛利率低于预期。

盈利预测

资产负债表单位：百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	1102	1284	1558	2085
现金	396	300	300	400
应收账款	97	132	170	232
其他应收账款	21	51	66	89
预付账款	1	1	2	2
存货	421	577	732	967
其他流动资产	166	224	289	394
非流动资产	275	563	1135	1435
长期投资	4	4	4	4
固定资产投资	135	278	627	942
无形资产	14	14	14	14
其他非流动资产	122	267	490	476
资产总计	1378	1847	2693	3520
流动负债	523	868	1600	2262
短期借款	0	168	716	1089
应付账款	300	410	521	688
其他流动负债	223	290	364	484
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	523	868	1600	2262
少数股东权益	0	0	0	0
股本	200	265	265	265
资本公积	466	466	466	466
留存公积	186	246	340	485
归属母公司股	854	979	1093	1258
负债和股东权益	1378	1847	2693	3520

现金流量表单位：百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金	22	-26	86	145
净利润	54	65	107	167
折旧摊销	19	12	28	50
财务费用	-7	-2	21	47
投资损失	3	0	0	0
营运资金变动	-53	-103	-90	-141
其他经营现金	6	1	21	22
投资活动现金	-62	-300	-600	-350
资本支出	62	300	600	350
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金	0	0	0	0
筹资活动现金	0	229	514	305
短期借款	0	168	547	374
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	67	64	0	0
资本公积增加	-67	0	0	0
其他筹资现金	0	-3	-34	-68
现金净增加额	-40	-96	0	100

利润表单位：百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	640	866	1118	1525
营业成本	513	702	891	1178
营业税金及附加	8	11	15	20
营业费用	20	27	35	48
管理费用	43	52	56	61
财务费用	-7	-2	21	47
资产减值损失	1	1	1	1
公允价值变动收	0	0	0	0
投资净收益	-3	0	0	0
营业利润	61	74	99	170
营业外收入	3	3	3	3
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	63	77	102	173
所得税	9	12	15	26
净利润	54	65	107	167
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利	54	65	107	167
EBITDA	73	84	148	267
EPS	0.27	0.25	0.40	0.63

主要财务比率单位：百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	12.6%	35.4%	29.1%	36.4%
营业利润	-4.3%	21.9%	34.1%	71.6%
归属母公司净利	0.6%	21.0%	63.4%	56.5%
获利能力				
毛利率(%)	19.8%	18.9%	20.3%	22.8%
净利率(%)	8.4%	7.5%	9.6%	11.0%
ROE(%)	6.3%	6.7%	9.8%	13.3%
ROIC(%)	13.4%	8.4%	7.3%	10.1%
偿债能力				
资产负债率(%)	38.0%	47.0%	59.4%	64.3%
净负债比率(%)	0	19.37%	44.71%	48.16%
流动比率	2.11	1.48	0.97	0.92
速动比率	1.30	0.82	0.52	0.49
营运能力				
总资产周转率	0.49	0.54	0.49	0.49
应收账款周转率	10	7	7	7
应付账款周转率	1.99	1.98	1.91	1.95
每股指标(元)				
每股收益(最新摊)	0.20	0.25	0.40	0.63
每股经营现金流	0.08	-0.10	0.33	0.55
每股净资产(最新)	3.23	3.70	4.13	4.76
估值比率				
PE	150.38	124.31	76.08	48.61
PB	9.51	8.30	7.43	6.45
EV EBITDA	78	67	38	21

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的的存在法律禁止的利益关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。

© 版权所有 2015 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市白下区中山东路 90 号华泰证券大厦/邮政编码：210000

电话：8625 84457777/传真：8625 84579778

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层/邮政编码：518048

电话：86755 82493932/传真：86755 82492062

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

北京

北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 5 楼/邮政编码：100034

电话：8610 68085588/传真：8610 68085588

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：8621 28972098/传真：8621 28972068

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn