



治霾催生集中供热千亿空间 项目&模式优势助确定性高增

2015 年 7 月 31 日

投资要点

- ❖ **公司概况：布局生物质&集中供热，转型清洁能源供应商。**公司 1993 年以生产燃气灶等厨电起家，2004 年起依托自身热能燃烧技术优势进军生物质&垃圾发电及集中供热领域。2014 年收入达到 13.9 亿元，净利润 6,278 万元，近年来生物质&垃圾发电业务快速发展（2014 年业绩占比或已超过 60%），而集中供热将是未来重要增长来源。公司实际控制人为何启强，麦正辉，合计持有公司 46.5% 权益。
- ❖ **行业趋势：生物质资源丰富，集中供热千亿空间。**我国可能源化利用的生物质能资源可获得总量折合标准煤约 3.3 亿吨，目前生物质利用占总资源不到 1/7，潜在空间巨大；国家针对使用稻壳、秸秆等生物质进行压块或者发电享受 100% 增值税退税政策，鼓励生物质利用。我国空气污染不断积累导致雾霾集中爆发，但受制于资源禀赋，煤炭在较长时间内仍将是主要一次能源；“气十条”明确提出“全面整治燃煤小锅炉，加快推进集中供热、煤改气、煤改电工程建设，到 2017 年，地级及以上城市建成区基本淘汰每小时 10 蒸吨及以下的燃煤锅炉，禁止新建每小时 20 蒸吨以下的燃煤锅炉”，因此集中供热及热电联产将凭借清洁、高效优势迎来广阔空间，现有存量改造后运营规模或达 1,800 亿元。
- ❖ **竞争优势：激励机制吸引人才，燃料充足保障盈利。**公司采用限制性股权激励方式，使得核心员工个人利益与公司绑定一致。针对基层员工，给予充分经营自主权，同时将个人奖金与所经营电厂效益密切挂钩，良好机制设计下人才团队不断扩充及其所带来的在生物质发电等领域多年管理经验极大推动公司电厂盈利能力提升。公司项目均选址在生物质丰富地区，吸取此前业内企业在原料渠道方面经验教训，在电厂所在地培养独立运作的职业经理人，逐步建立完善可行有效的管理体系。此外，公司在生物质发电领域已经积累丰富建设和运营经验，并建立起稳定的项目管理团队。
- ❖ **成长性分析：生物质发电奠定基础，集中供热打开成长空间。**公司生物质项目盈利能力突出，沂水电厂 2014 年利用小时超 8,000 小时，贡献净利润 3,079 万元；中山垃圾发电 2014 年净利润 2,145 万元；基于荣成、鱼台、郯城等多个项目陆续投产，预计 2015~2018 年生物质发电板块有望贡献净利润 0.9/1.3/1.9/2.1 亿元。公司在激烈竞争中获得河北保定满城造纸工业园区热电联产项目（400 万蒸吨/年），预计投产后净利润有望达到 1.5 亿元；此后，公司又陆续签订鹤壁、曲江、茂名、蠡县和雄县等多个项目，参考投产进度及当地供热价格及上网电价，预计该业务 2016~2018 年有望贡献净利润 0.9/4.2/4.2 亿元，成为业绩高增重要推动因素，而集中治霾背景下未来项目持续获取亦值得期待。
- ❖ **风险提示。**政府对环境治理力度减弱；下游景气度波动；国家税收政策变化；原料供给不足及价格波动；增发进度低于预期；项目进度低于预期等。
- ❖ **首次给予“买入”评级。**预计公司生物质项目 2015~2017 年贡献净利润 0.9/1.3/1.9 亿元，集中供热项目 2016~2017 年贡献净利润 0.87/4.2 亿元；再考虑原有燃气灶业务，预计公司 2015~2017 年有望实现净利润 1.04/2.31/6.28 亿元；假设大股东定向增发 2015 年内完成，则摊薄 EPS 为 0.26/0.57/1.55 元，目前股价对应 2015~2017 年 P/E 为 88/39/14 倍。目前公司市值规模相对较小（增发后 90 多亿元），考虑到现有项目储备丰富、进度确定性高、盈利能力强等因素有望助推业绩确定性高增（2015~2017 年复合增速 146%），且未来项目持续获取为大概率事件，给予 2016 年 60 倍 P/E（对应 2017 年 22 倍），目标价 34.2 元，首次给予“买入”评级。

项目/年度	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万元）	1,118	1,386	1,535	2,331	4,447
增长率 YoY %	6.8	24.0	10.8	51.8	90.8
净利润（百万元）	40	63	104	231	628
增长率 YoY %	14.7	57.6	65.5	122.5	171.7
每股收益（全面摊薄）（元）	0.27	0.36	0.26	0.57	1.55
净资产收益率（%）	3.7	3.8	3.8	7.9	18.3
PE（倍）	84	63	88	39	14
PB（倍）	3.1	2.4	3.3	3.1	2.7

资料来源：中信数量化投资分析系统

注：股价为 2015 年 7 月 30 日收盘价

买入（首次）

当前价：22.48 元

目标价：34.20 元

中信证券研究部

王海旭

电话：021-20262112

邮件：wanghx@citics.com

执业证书编号：S1010510120063

崔霖

电话：021-20262124

邮件：cuil@citics.com

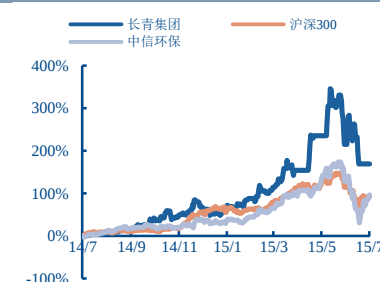
执业证书编号：S1010513080002

联系人：凌润东

电话：021-20262152

邮件：lingrundong@citics.com

相对指数表现



资料来源：中信数量化投资分析系统

主要数据

沪深 300 指数	4243 点
总股本/流通股本	359/168 百万股
近 12 月最高/最低价	40.3 元/8.17 元
近 1 月绝对涨幅	-14.6%
近 6 月绝对涨幅	57.3%
今年以来绝对涨幅	77.4%
12 个月日均成交额	62.8 百万元

目录

布局生物质&集中供热，转型清洁能源供应商	1
生物质资源丰富，集中供热千亿空间	2
生物质资源丰富，利用空间巨大	2
淘汰小锅炉加速，集中供热千亿空间	4
煤炭消耗仍将占据主导地位	4
淘汰散烧锅炉加速，集中供热千亿空间	5
激励机制吸引人才，燃料充足保障盈利	7
激励到位+成长空间吸引人才	7
优异选址及健全燃料收集体系	7
技术及运营经验丰富	9
生物质发电奠定基础，集中供热打开成长空间	9
生物质发电盈利能力突出	9
集中供热打开成长空间	12
厨电业务平稳增长	13
融资顺畅助力项目落地	14
风险提示	14
首次给予“买入”评级	14
关键假设	14
首次给予“买入”评级	14

插图目录

图 1：2012-2014 年收入及利润	1
图 2：公司股本结构（截至 2015 年一季度末）	1
图 3：燃气灶销售收入及毛利	2
图 4：垃圾&生物质发电收入及毛利	2
图 5：生物质能源利用方式	2
图 6：农民焚烧秸秆	3
图 7：哈尔滨焚烧秸秆严重污染空气	3
图 8：生物质发电示意图	4
图 9：2013 年我国能源消费结构	4
图 10：2012 年我国煤炭消费结构	4
图 11：2013-2015 三大区域空气超标天数比例	5
图 12：北京 PM _{2.5} 污染源构成	5
图 13：340 个城市工业锅炉规模分布	5
图 14：拆除小锅炉执法行动	5
图 15：集中供热示意图-锅炉房	6

图 16: 集中供热-热电联产	6
图 17: 各省份秸秆生物资源分布	8
图 18: 各省份林木生物质资源分布	8
图 19: 公司生物质燃料收运体系	8
图 20: 宁安电厂职业经理人送料车	9
图 21: 宁安电厂稻壳仓储	9
图 22: 长青中山垃圾发电项目盈利	10
图 23: 长青沂水生物质发电项目盈利	10
图 24: 长青集团垃圾&生物质电厂投运时间表	11
图 25: 长青集团集中供热项目投运时间表	13

表格目录

表 1: 截至 2015 年 7 月公司已投运垃圾焚烧&生物质发电项目	1
表 2: 生物质利用相关政策	3
表 3: 我国能源资源和全球各国对比（截止 2012 年底）	4
表 4: 各种供热方式比较	6
表 5: 公司限制性股票激励计划	7
表 6: 生物质亏损出售情况	7
表 7: 长青中山垃圾发电盈利测算	9
表 8: 宁安生物质发电厂盈利测算	10
表 9: 公司投运、在建及筹建生物质发电项目	11
表 10: 公司生物质发电项目净利润测算	11
表 11: 满城项目盈利测算	12
表 12: 公司在建及筹建集中供热项目	13
表 13: 公司集中供热项目盈利测算	13
表 14: 公司在建及筹建集中供热项目	14
表 15: 相关可比供热公司估值	15
表 16: 公司盈利预测表	15

表格目录

表 1: 截至 2015 年 7 月公司已投运垃圾焚烧&生物质发电项目	1
表 2: 生物质利用相关政策.....	3
表 3: 我国能源资源和全球各国对比（截止 2012 年底）	4
表 4: 各种供热方式比较	6
表 5: 公司限制性股票激励计划.....	7
表 6: 生物质亏损出售情况.....	7
表 7: 长青中山垃圾发电盈利测算	9
表 8: 宁安生物质发电厂盈利测算	10
表 9: 公司投运、在建及筹建生物质发电项目	11
表 10: 公司生物质发电项目净利润测算.....	11
表 11: 满城项目盈利测算.....	12
表 12: 公司在建及筹建集中供热项目	13
表 13: 公司集中供热项目盈利测算	13
表 14: 公司在建及筹建集中供热项目	14
表 15: 相关可比供热公司估值	15
表 16: 公司盈利预测表	15

布局生物质&集中供热，转型清洁能源供应商

公司 1993 年以燃气热水器以及燃气具阀门、中央供暖壁挂炉、燃气灶具、燃气取暖器、燃气烤炉等产品起家，现拥有三大生产基地及国内同行业首家国家认可实验室和欧盟 CE 认可实验室。作为国内最大的燃气具及其配套产品的制造和出口商之一，公司厨具以 OEM 和 ODM 模式出口海外三十多个国家。

2004 年公司依托自身在热能燃烧技术优势进军生物质发电行业，探索和运用以垃圾、秸秆等为燃料源的生物质燃烧发电技术并取得成功。2004 年公司获得广东省中山市中心组团垃圾综合处理基地焚烧发电厂 BOT 项目，并于 2006 年正式并网发电。公司在生物质发电领域积累多年建设和营运经验，建立起稳定项目管理团队，并于 2007 年获得国家环保局颁发的“环境污染治理设施运营资质证书”。2008 年公司启动山东沂水秸秆发电项目，以当地农作物秸秆为燃料发电，高效利用生物质能源，该项目已于 2010 年底点火试运行，年贡献利润约 3,000 万元。

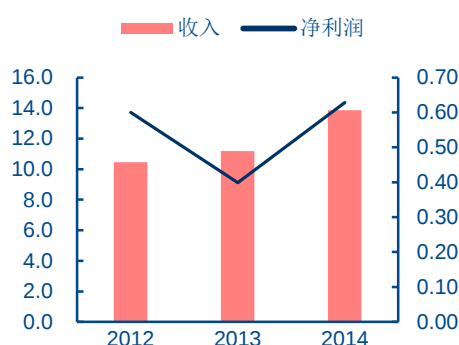
表 1：截至 2015 年 7 月公司已投运垃圾焚烧&生物质发电项目

地区	项目类型	项目名称	投资总额（亿元）	规模
广东中山	垃圾发电	中心组团垃圾焚烧发电厂一期	3.9	日处理垃圾 1,050 吨，2*12MW
山东荣成	垃圾发电	荣成市生活垃圾焚烧发电厂项目	2.8	日处理生活垃圾 700 吨，1*15MW
山东沂水	生物质发电	山东沂水秸秆发电项目	6.5	1*30MW
黑龙江明水	生物质发电	明水热电生物质联产项目	3.5	2*18MW
黑龙江宁安	生物质发电	黑龙江宁安市生物质发电项目	3	1*30MW

资料来源：公司公告，中信证券研究部整理

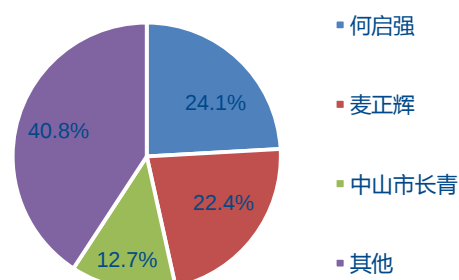
2014 年公司收入规模达到 13.9 亿元，净利润 6,278 万元。从业务模式来看，其收入主要由燃气灶厨电销售和垃圾&生物质发电收入组成；燃气灶销售领域市场较为成熟，近年来保持平稳增长态势，2014 年收入达 9.7 亿元；而垃圾发电及生物质发电业务增长较快，2014 年收入同比增 43%至 4.1 亿元，主要是明水电厂经营改善和宁安电厂投产所致。截至 2015Q1，公司实际控制人为何启强，麦正辉，合计持有公司 46.5%权益。

图 1：2012-2014 年收入及利润（亿元）



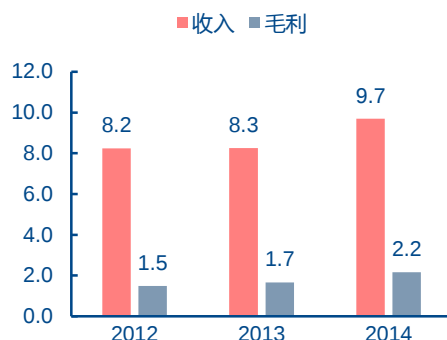
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 2：公司股本结构（截至 2015 年一季度末）



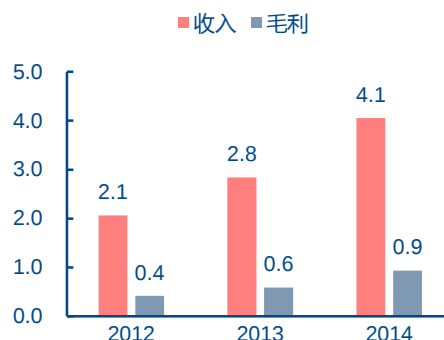
资料来源：Wind 资讯，中信证券研究部

图 3：燃气灶销售收入及毛利（亿元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 4：垃圾&生物质发电收入及毛利（亿元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

生物质资源丰富，集中供热千亿空间

生物质资源丰富，利用空间巨大

国家可再生能源信息管理中心数据显示，**2012 年我国可能源化利用的生物质能资源可获得总量折合标准煤约 3.3 亿吨**，其中农林剩余物类资源可获得量为 2.2 亿吨标准煤。此外，根据《可再生能源中长期发展规划》，全国农作物秸秆年产生量约 6 亿吨，除部分作为造纸原料和畜牧饲料外，大约 3 亿吨可作为燃料使用，折合约 1.5 亿吨标准煤。林木枝桠和林业废弃物年可获得量约 9 亿吨，大约 3 亿吨可作为能源利用，折合约 2 亿吨标准煤，**合计 3.5 亿吨标准煤**，可见我国生物质资源非常丰富。

生物质资源应用途径主要有工业燃料、生物质发电、交通燃料和沼气利用四类，其中工业燃料和生物质发电是较为主要的利用方式，**2013 年全国生物质发电消耗生物质折合标准煤仅为 0.2 亿吨**。即使按照《生物质能发展“十二五”规划》，“到 2015 年生物质发电装机容量 1,300 万千瓦，生物质年供气 220 亿立方米，生物质成型燃料 1,000 万吨，生物液体燃料 500 万吨”，其生物质能年利用量也仅为 0.5 亿吨标准煤，只利用了资源总量的 1/7，依然拥有巨大利用潜力。

图 5：生物质能源利用方式



资料来源：公司公告，中信证券研究部

不同于煤炭、石油、天然气等标准化的燃料产品，生物质由于原料来源多元化、收集成本较高、非标准化等原因，特别是中国农田所有人较为分散，通常通过简单燃烧方式处理秸秆、稻壳等农作物残留物，没有建立起完善的生物质回收体系，致目前利用率较低。

图 6：农民焚烧秸秆



资料来源：南方网、中信证券研究部

图 7：哈尔滨焚烧秸秆严重污染空气



资料来源：澎湃新闻、中信证券研究部

为此，发改委、农业部、环保部联合发布《京津冀及周边地区秸秆综合利用和禁烧工作方案（2014~2015 年）》，指出“抓好秸秆综合利用和禁烧工作，是当前治理大气雾霾的有效措施”。河北、湖北、吉林等地亦纷纷出台政策，禁止焚烧秸秆，鼓励对秸秆进行沼气、发电等多方面的再利用。

根据国家可再生能源信息中心发布《2013 中国生物质发电建设统计报告》，截至 2013 年底，全国已经有 28 个省（市、区）开发了生物质能发电项目，全国累计核准容量达到 1,222.6 万千瓦，其中并网容量 779 万千瓦，占核准容量的 63.72%。预计 2014 年底生物质发电装机有望达到 1,100 万千瓦，上网电量有望达到 500 亿千瓦时。生物质能发电区域分布特征比较明显，主要受资源因素和各地区生产特性的影响，燃料资源丰富的地区生物质能发电项目规模效益较高，有利于降低成本，华东、华中及南方地区装机较多。

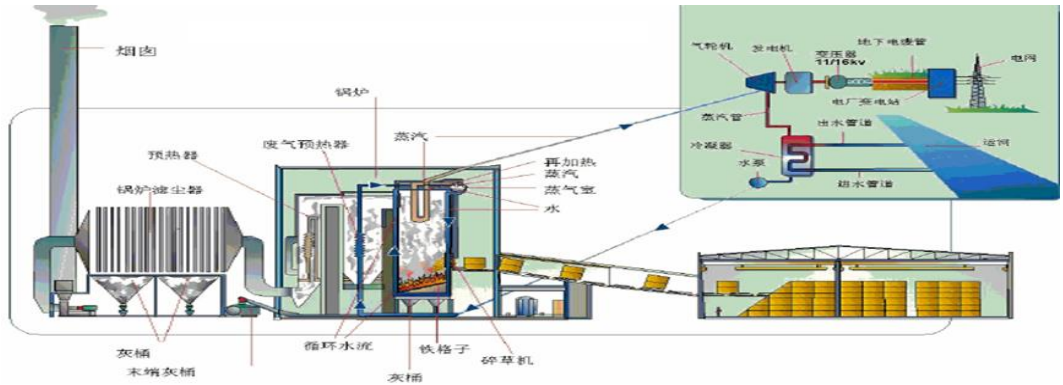
表 2：生物质利用相关政策

时间	政策	相关内容
2005.2	《中华人民共和国可再生能源法》	推动国务院有关部门制定一系列可再生能源得相关政策。
2007.9	《可再生能源中长期发展规划》	确定了 2020 年要实现生物质发电装机容量 3000 万千瓦，生物质固体成型燃料年利用量达到 5000 万吨。
2008.9	《中华人民共和国企业所得税法实施条例》、《资源综合利用企业所得税优惠目录》	以《资源综合利用企业所得税优惠目录》规定的资源作为主要原材料，减按 90% 计入收入总额。
2008.11	《秸秆能源化利用补助资金管理暂行办法》	对符合支持条件的企业，根据每年实际销售秸秆能源产品种类、数量折算消耗的秸秆种类和量，中央财政按一定标准给予综合性补助。
2008.12	《关于资源综合利用及其他产品增值税政策的通知》	对销售以垃圾为燃料生产的电力或者热力，且垃圾用量占发电燃料的比重达到不低于 80% 的规定，实行增值税即征即退政策。
2010.2	《农村生活污染防治技术政策》	鼓励农村采用清洁能源、可再生能源，大力推广沼气、生物质能、太阳能、风能等技术，从源头控制农村生活空气污染。
2010.7	《关于完善农林生物质发电价格政策的通知》	未采用招标确定投资人的新建农林生物质发电项目，统一执行标杆上网电价每千瓦时 0.75 元（含税）。
2010.10	《国家发展改革委关于生物质发电项目建设管理的通知》	生物质发电厂应布置在粮食主产区秸秆丰富的地区，且每个县或 100 千米半径范围内不得重复布置生物质发电厂。
2012.7	“十二五”国家战略性新兴产业发展规划	到 2015 年生物质能发电装机达到 1,300 万千瓦；到 2020 年生物质能发电装机达到 3,000 万千瓦。
2012.12	《生物质能发展“十二五”规划》	预计 2015 年，农林剩余物年利用量达到 7500 万吨。
2014.1	《关于印发 2014 年能源工作指导意见的通知》	大力推广生物质能和地热能为民用和工业供热中的应用，鼓励生物质热电联产，在资源条件具备的区域优先使用地热能供热。
2015.6	《强化应对气候变化行动—中国国家自主贡献》	积极发展地热能、生物质能和海洋能，推动秸秆综合利用、农林废弃物资源化利用和畜禽粪便综合利用。

资料来源：国务院、发改委等，中信证券研究部整理

近期，财政部、国家税务总局联合发布《关于印发<资源综合利用产品和劳务增值税优惠目录>的通知》[财税（2015）78号]，自2015年7月1日起实施。根据增值税优惠目录，针对使用稻壳、花生壳、玉米芯、油茶壳、棉籽壳、三剩物、次小薪材、农作物秸秆进行生物质压块或者发电的享受100%增值税退税政策，生物质发电将从之前资源综合利用电厂认证进行增值税退税（生物质电厂需要建成后正常运行1~2年才能获取认证），变为注册制度的增值税退税（建成后即可享受退税），行业经营情况持续改善，而龙头公司也有望加快项目拓展及并购整合等相关动作，产业集中度加速提升可期。

图 8：生物质发电示意图



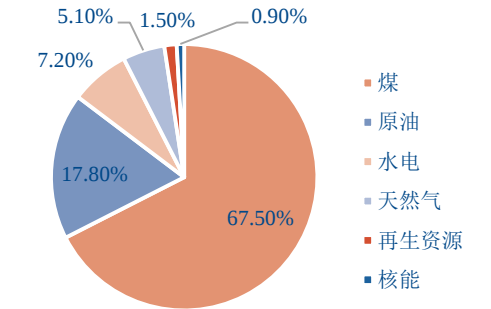
资料来源：《2010 年生物质能发电行业风险分析报告》，中信证券研究部

淘汰小锅炉加速，集中供热千亿空间

煤炭消耗仍将占据主导地位

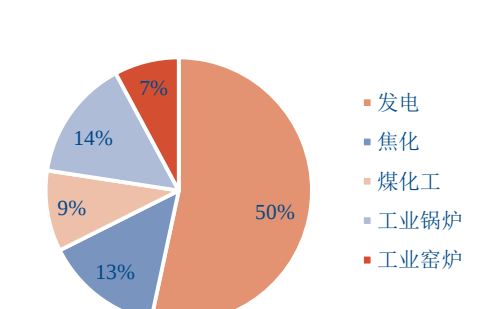
我国煤炭资源丰富，总量达 5.9 万亿吨，占一次能源资源总量比重为 94%；石油和天然气则较为贫乏，其资源仅占 6%，且增产难度大，对外依存度约为 58%和 32%。在相当长时期内，煤炭依然是中国的主体能源，《煤电节能减排升级与改造行动计划（2014~2020 年）》中提出到 2020 年，煤炭在我国一次能源消费结构中的占比将仍然达到 62%。

图 9：2013 年我国能源消费结构



资料来源：BP，中信证券研究部

图 10：2012 年我国煤炭消费结构



资料来源：BP，中信证券研究部测算

表 3：我国能源资源和全球各国对比（截止 2012 年底）

国家	石油		天然气		煤炭	
	储量 (10 亿桶)	占比	储量 (万亿立方米)	占比	储量 (亿吨)	占比
中东	807.7	48.40%	80.5	43.00%	12	0.10%
美国	35	2.10%	8.5	4.50%	2373	27.60%
加拿大	173.9	10.40%	2	1.10%	65.8	0.80%

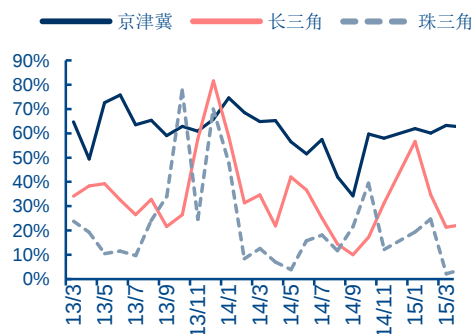
国家	石油 储量 (10 亿桶)	占比	天然气 储量 (万亿立方米)	占比	煤炭 储量 (亿吨)	占比
俄罗斯	87.2	5.20%	32.9	17.60%	1570.1	18.20%
非洲	130.3	7.80%	14.5	7.70%	317	3.70%
中国	17.3	1.00%	3.1	1.70%	1145	13.30%
澳大利亚	3.9	0.20%	3.8	2.00%	764	8.90%
印度	5.7	0.30%	1.3	0.70%	606	7.00%

资料来源：BP，中信证券研究部

淘汰散烧锅炉加速，集中供热千亿空间

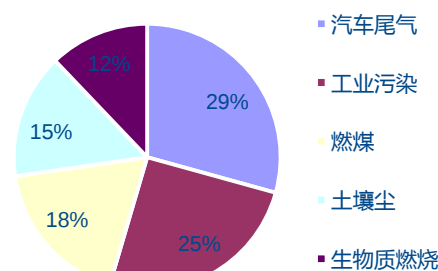
2013 年以来，我国空气污染不断积累导致雾霾集中爆发，尤以京津冀地区最为严重。近年来虽有所改善，但其主要污染物浓度依然处于全国最高水平，空气质量最差排名中有唐山、保定、邢台、石家庄、邯郸、廊坊、衡水、北京等多个城市位列其中。京津冀地区月度空气超标天数比例维持在 60%以上，长三角和珠三角月度空气超标天数也在多数月份超过 40%。

图 11：2013-2015 三大区域空气超标天数比例



资料来源：中国环境监测总站，中信证券研究部

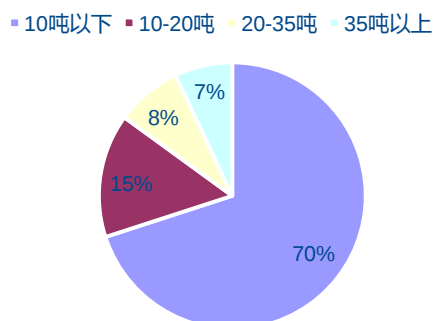
图 12：北京 PM_{2.5} 污染源构成



资料来源：中科院大气物理所，中信证券研究部

根据发改委能源研究所发布数据，目前全国在役工业燃煤小锅炉超过 60 万台，还有大量的分散供热取暖小锅炉，锅炉排放的烟尘和二氧化硫分别占全国总排放量的 41.6%和 22.2%。而据 2010 年全国污染源普查数据，340 个地级以上城市现有工业锅炉中 10 吨/台以下锅炉数量占 70%，容量占 20%，耗煤量占 23%。据中科院大气物理研究所统计，北京 PM_{2.5} 污染源中有 18%是燃煤贡献的，主要是周边工业小锅炉产生。

图 13：340 个城市工业锅炉规模分布



资料来源：2010 年全国污染源普查数据，中信证券研究部

图 14：拆除小锅炉执法行动



资料来源：环保部，中信证券研究部

2013 年 9 月颁布的《大气污染防治行动计划》第一条就明确指出“全面整治燃煤小锅炉。加快推进集中供热、煤改气、煤改电工程建设，到 2017 年，除必要保留的以外，地级及以上城市建成区基本淘汰每小时 10 蒸吨及以下的燃煤锅炉，禁止新建每小时 20 蒸吨以下的燃煤锅炉；其他地区原则上不再新建每小时 10 蒸吨以下的燃煤锅炉。在供热供气不能覆盖的地区，改用电、新能源或洁净煤，推广应用高效节能环保型锅炉。在化工、造纸、印染、制革、制药等产业集聚区，通过集中建设热电联产机组逐步淘汰分散燃煤锅炉。”在“气十条”出台后，各地政府也纷纷出台相关配套和落地措施，淘汰本地 10 蒸吨以下的燃煤锅炉，并推进集中供热及热电联产，京津冀地区尤为明显，而像东莞等环保要求严格地区甚至禁止进行 35 蒸吨以下的锅炉。

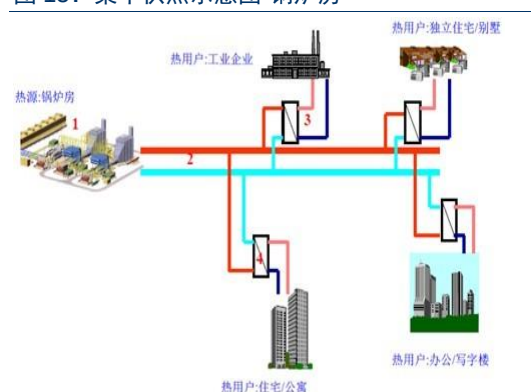
表 4：各种供热方式比较

类型	热电联产	集中供热	散烧锅炉
热源设备费	高	低	低
管网投资	有	有	无
占地面积	大	小	小
设备寿命	高	高	低
系统热损失	有	有	无
热源效率	高	较高	低
除尘效率	高	较高	不稳定

资料来源：《浅析工业区集中供热的效果及前景》（沈健），中信证券研究部

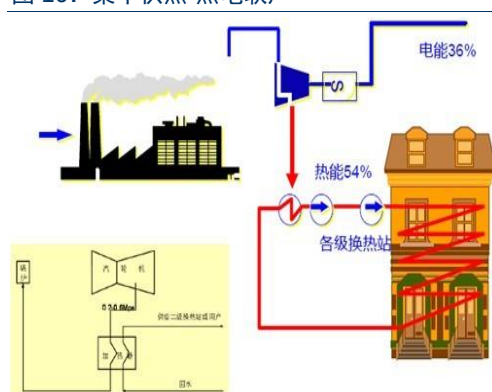
采用集中供热和热电联产优势明显。影响供热成本三个因素是燃料、人工支出、电费及维护费，其中燃料（通常是煤炭）在供热成本中所占的比重 60%~70%左右，燃料耗用量多少对于供热影响是关键。分散小型锅炉的热效率只有 50%~60%，集中式大型供热锅炉热效率可达 80%~90%；采用热电联产的供暖方式，可以提高能源利用率并节约资源，特别是热电联产的背压机组是以热负荷来调整发电负荷的发电机组，即机组发电量随外界蒸汽需求量多少而变化，真正实现了“以热定电”，蒸汽利用充分，机组的热效率可高达 80%~90%，远高于目前国内大型超超临界机组 40%左右的热效率。

图 15：集中供热示意图-锅炉房



资料来源：SmartHeat，中信证券研究部

图 16：集中供热-热电联产



资料来源：SmartHeat，中信证券研究部

2014 年，我国煤炭消费量约为 35.1 亿吨，其中工业燃料约占 21%（工业锅炉 14%、工业窑炉 7%），对应煤炭消费量为 7 亿吨，其中用于供热的工业锅炉年消耗 5 亿吨标准煤。30%是小锅炉供热，按照 1 吨标煤 700 万大卡和 1 蒸吨 60 万大卡热值，70%的热效率，供小锅炉改造集中供热 12.3 亿蒸吨。假设每蒸吨 150 元价格，则小锅炉改造集中供热年运营市场空间或达 1,800 亿元。

激励机制吸引人才，燃料充足保障盈利

激励到位+成长空间吸引人才

公司 2014 年 3 月针对 23 位中高层管理人员，采用定向增发方式授予 119.5 万限制性股票（占当时总股本 0.81%）；2015 年 5 月推出第二期限限制性股权激励计划，采用定向增发方式授予 49 位中高层员工及核心技术人员 987 万股限制性股票（占当时总股本 2.82%），使得核心员工个人利益与上市公司绑定一致。

表 5：公司限制性股票激励计划

项目	解锁期	业绩考核目标	实际结果
2014 年限制性股票激励计划	第一个解锁期	以 2013 年度净利润为基数，2014 年净利润增长率不低于 25%；加权平均净资产收益率不低于 4.5%	2014 年净利润同比增长 45.8%，ROE 为 5.7%，解锁成功
2014 年限制性股票激励计划	第二个解锁期	以 2013 年度净利润为基数，2015 年净利润增长率不低于 45%；加权平均净资产收益率不低于 5%	
2015 年限制性股票激励计划	第一个解锁期	以 2014 年业绩为基数，2015 年净利润增长不低于 30%，营业收入增长率不低于 10%	
2015 年限制性股票激励计划	第二个解锁期	以 2014 年业绩为基数，2016 年净利润增长不低于 75%，营业收入增长率不低于 30%	

资料来源：公司公告，中信证券研究部

此外，公司在部分区域的团队人员也是从业内老牌企业招聘过来，并给予充分经营自主权，同时个人奖金与所经营电厂效益密切挂钩，使得员工在能够分享经营果实的权利的同时也必须承担经营不善情况下的相应责任。由此可见，良好机制设计下人才团队不断扩充及其所带来的在生物质发电等领域多年管理经验极大推动公司电厂盈利能力提升。

以黑龙江明水生物质电厂为例，该项目此前是从中广核收购过来。由于之前燃料体系没有建立，同时大雪等极端天气导致燃料收集极大受阻，致使可获得的燃料只能满足一半需求，导致 2013 年亏损近 1,800 万元。而在新团队到位后，公司迅速建立完善的燃料收集体系和仓储体系并于 2014 年 12 月当月实现扭亏为盈。此外，宁安电厂则在新团队人员良好管理下，2014 年 8 月投产，当年即实现盈利 960 万元，2015 年盈利有望达到 2,000 万元以上。

优异选址及健全燃料收集体系

华能、大唐、国电、京能等大型发电集团在 2014 年陆续出售旗下 5 家生物质发电资产，其中国电集团以 1 元价格“甩卖”其参股和控股项目的股权，**背后原因方面由于燃料不足导致亏损是关键**，例如华能的长春生物质热电厂投产后亏损总额已近 2 亿元，而项目总投资为 3.3 亿元。

表 6：生物质亏损出售情况

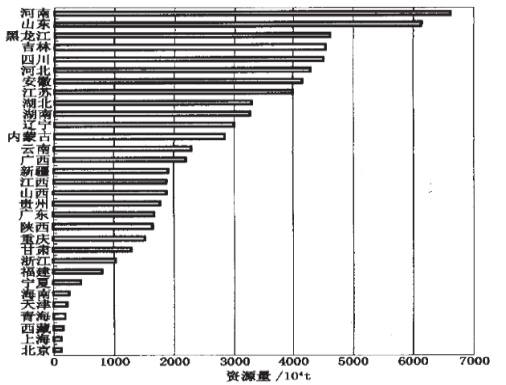
时间	公司	转让电厂	转让价格	亏损情况
2013.6	龙源电力	国电聊城生物质发电公司 52% 的股权	1 元	
2013.8	龙源电力	山东京能生物质发电厂 40% 的股份	1 元	
2013.9	凯迪电力	桐城市、五河县、望江县生物质电厂		连续亏损，控股股东回购生物质发电厂
2014.3	华电国际	宿州生物质能发电		经营亏损，计提固定资产减值准备 2.26 亿元
2014.9	龙源电力	国电汤原生物质发电和国电建三江前进生物质发电	7.2 亿	分别亏损 1.96 亿元和 3.84 亿元
2014.9	华能集团	华能长春生物质热电厂		亏损 2 亿元

资料来源：中国生物质能源网，中信证券研究部

生物质电厂要盈利，原料禀赋充足的选址是前提。例如，在苏北、鲁南、皖北三省交界半径不到 300 公里的范围内，上述各家公司盲目建设了二十多家生物质发电项目，导致燃料匮乏，最终结果就是附近所有生物质电厂都在亏损。一般秸秆类的生物质发电收集半径不要

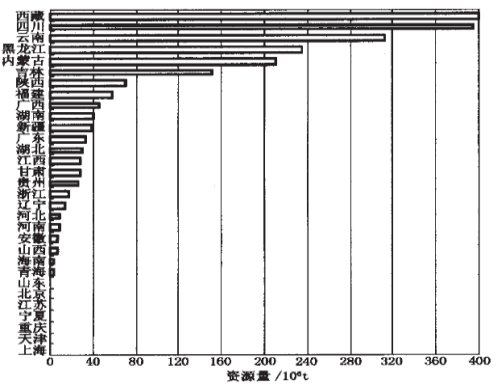
超过 150 公里，而公司选择的沂水（2014 年盈利 3,079 万元）、宁安（2014 年盈利 960 万元）、明水（2014 年底扭亏）电厂都分布在生物质资源最丰富的山东和黑龙江地区。以宁安为例，当地不仅有国有大型农场（秸秆、稻壳），周围还有俄罗斯运来木材加工厂，林业废弃物资源丰富，方圆 100 公里内就其一家生物质电厂，从而保证了燃料充足。

图 17：各省份秸秆生物资源分布（万吨/年）



资料来源：《中国生物质能源的定量评价及其地理分布》(刘刚)，中信证券研究部

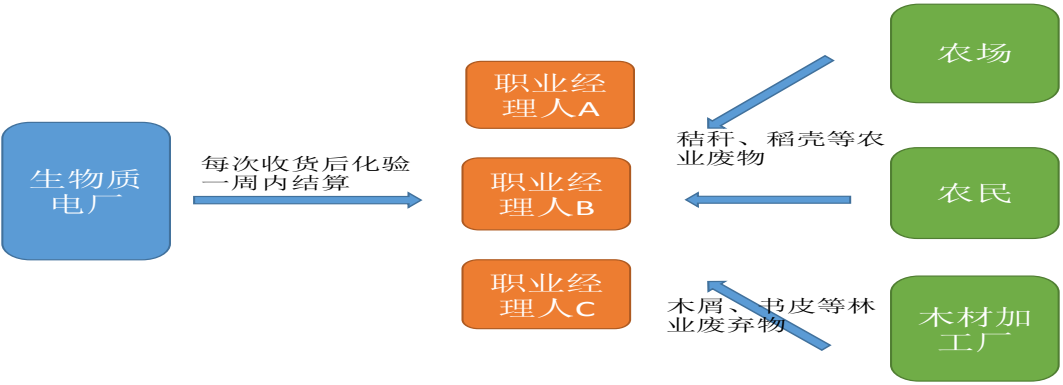
图 18：各省份林木生物质资源分布（万吨/年）



资料来源：《中国生物质能源的定量评价及其地理分布》(刘刚)，中信证券研究部

良好的燃料收运体系是关键。公司吸取之前行业内巨头自建销售渠道的经验教训，在生物质电厂所在地培养独立运作的职业经理人，他们与公司没有雇佣关系，独立向农场、农民以及林业加工厂收集生物质燃料，并定期与公司结算。公司在各地培养多位当地职业经理人，让他们互相竞争防止哄抬提升生物质燃料价格，同时通过先化验、一周内根据检测结果按品质来付费、款项最终打入为职业经理人开的银行卡而非现金结算等方式，逐步建立了完善可行的管理体系。以宁安电厂为例，仓储的燃料能够供电厂使用 2 个月，一旦燃料不足，公司会电话联系职业经理人，他们负责送货到厂，如果没有提前进行电话预约，宁安电厂不会接受多余的生物质燃料。

图 19：公司生物质燃料收运体系



资料来源：中信证券研究部

图 20：宁安电厂职业经理人送料车



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 21：宁安电厂稻壳仓储



资料来源：公司公告，中信证券研究部

技术及运营经验丰富

2004 年公司依托自身在热能燃烧技术优势进军生物质燃烧发电行业，探索和运用以垃圾、秸秆等为燃料源的生物质发电技术并取得成功。2004 年获得广东省中山市中心组团垃圾综合处理基地焚烧发电厂 BOT 项目，并于 2006 年正式发电上网和处理垃圾，2007 年获得国家环保局颁发的“环境污染治理设施运营资质证书”。2008 年公司启动山东沂水秸秆发电项目，以当地的农作物秸秆为锅炉燃料直燃发电，高效利用生物质能源，该项目已于 2010 年底点火试运行，年贡献利润约 3,000 万元。多年来，公司在生物质发电领域积累了丰富建设和营运经验，并建立起稳定的发电项目管理团队。

而技术上来看，循环流化床技术（凯迪电力为代表）对燃料预处理要求较高，对粒径具有较严格要求，需要将秸秆进行一系列破碎、筛分等处理，使其尺寸、状况均一化。其优点是 SO_2 和 NO_x 排放浓度较低，整体投资较低。而公司电厂采用丹麦 BWE 高温高压生物质水冷震动炉排锅炉，将国外先进技术和中国燃料实际状况较好结合，可以适应多达 60 种农林废弃物，既可纯烧某种燃料，也可掺烧多种燃料，基本无需燃料预处理系统，更加适合中国国情。

生物质发电奠定基础，集中供热打开成长空间

生物质发电盈利能力突出

公司 2004 年获得广东省中山市垃圾发电项目，2006 年正式上网，年发电量约 1.2 亿度，收入约 5,000 万元，加上垃圾补贴收入 3,000 万元，年收入在 8,300 万左右，2014 年贡献净利润 2,145 万元，净资产收益率在 12% 左右，盈利能力强，现金流稳定。

表 7：长青中山垃圾发电盈利测算（万元）

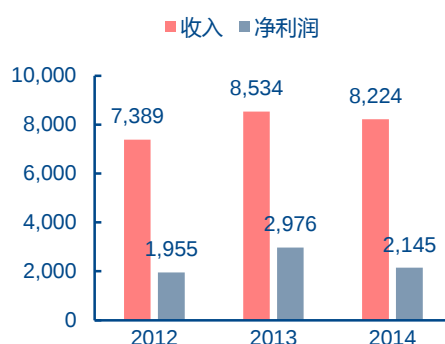
项目指标	单位	数值	说明
装机	MW	24	
利用小时		5,000	
发电量	万 kwh	12,000	
上网电价（不含税）	元/kWh	0.50	
厂用电率	%	17%	
发电收入	万元	4,980	
垃圾日处理量	吨/日	1,050	一期处理量 1,050 吨/日
垃圾补贴	元/吨	84.38	垃圾补贴收入 84.38 元/吨
垃圾补贴收入	万元	3,234	
收入合计		8,214	

项目指标	单位	数值	说明
营业成本		4,928	
净利润		2,145	

资料来源：公司招股书，中信证券研究部

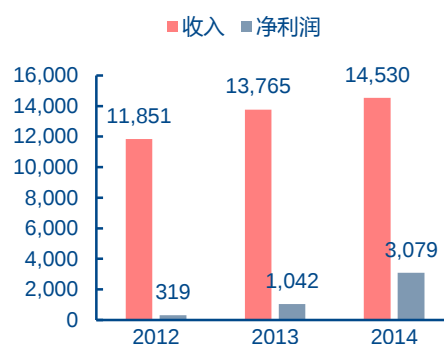
公司 2008 年启动沂水项目，2010 年正式投产，随着机组调试和运营逐步稳定，2014 年利用小时超过 8,000，贡献净利润 3,079 万元（其中含增值税抵扣 1,000 万元），净资产收益率接近 20%（不算增值税抵扣）。沂水项目 2015 年 1 月获得《资源综合利用认定证书》，2015 年开始增值税抵扣完成后会即征即退，未来年贡献净利润有望保持在 3,000 万元以上。

图 22：长青中山垃圾发电项目盈利（万元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 23：长青沂水生物质发电项目盈利（万元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

基于上述基础，公司不断实现新项目及市场开拓。黑龙江明水生物质电厂从中广核收购过来后，经过前期磨合调试和燃料系统建设，2014 年 12 月当月已经扭亏为盈，2015 年有望贡献 1,000 万净利润；宁安生物质电厂自 2014 年 6 月投运即盈利，2014 年下半年贡献 906 万利润，2015 年全年有望贡献 2,000 万元以上利润。

表 8：宁安生物质发电厂盈利测算（万元）

项目指标	单位	数值	说明
装机	MW	30	
利用小时	小时	8,000	每年停机检修时间 1 个月
发电量	万 kWh	24,000	
上网电价（不含税）	元/kWh	0.64	含税统一上网电价 0.75 元/kWh
厂用电率	%	8.5%	未来有望降到 8%
发电收入		14,077	
生物质燃料价格	元/吨	246	
生物质消耗量	万吨/年	30.0	
燃料成本		7,380	
折旧		1,400	设备折旧按 20 年
人工成本+管理费用		1,080	每个月人工费用 90 万元
财务费用		1,239	投资 2.95 亿，70%贷款，6%利率
检修费用		200	
利润总额		2,778	
所得税		694	25%所得税率
净利润		2,083	不含增值税返还

资料来源：公司公告，中信证券研究部测算

公司项目储备充足，山东荣成垃圾焚烧发电（日处理垃圾 700 吨，15MW）项目 2015 年 7 月正式投运；鱼台生物质项目（30MW）有望 2015 年底投产。此外，公司还于 2015 年 1 月签订山东鄄城生物质发电项目（30MW），预计 2016 年中投产；2015 年 6 月签订山东郯城（30MW）和山东嘉祥（30MW）生物质发电项目，建设周期 13~15 个月，预计 2017 年初投产。同时广东中山市垃圾焚烧项目扩容工作（二期 600 吨）已经提上议程，吉林扶余

2 万吨 BMF 燃料制造也在筹建中；重庆忠县项目垃圾发电原料为兔子粪，目前是框架协议，处于可行性研究阶段。近期，公司亦刚刚公告签署《湖南省中方县生物质综合利用项目投资合作框架协议书》，拟投资建设热电联产项目，项目一台 110t/h 锅炉+30t/h 备用锅炉，一台 20MW 汽轮发电机组，总投资 2.6 亿元。

就生物质燃料供应来看，公司生物质发电项目所在地（山东、黑龙江的秸秆生物质资源禀赋在各省排名第二、三位），生物质资源充足，同时公司也建立起了良好收运体系，生物质燃料供给及价格波动风险相对较小。综合项目盈利情况及投产进度，暂不考虑湖南中方热电联产项目（框架协议及可研阶段），我们预计 2015~2018 年公司生物质发电板块有望贡献净利润 0.9/1.3/1.9/2.1 亿元。

表 9：公司投运、在建及筹建生物质发电项目

地区	项目类型	项目名称	状态	投资总额（亿元）	规模
广东中山	垃圾发电	中心组团垃圾焚烧发电厂一期	投运	3.9	日处理垃圾 1050 吨，2*12MW
山东荣成	垃圾发电	荣成市生活垃圾焚烧发电厂项目	投运	2.8	日处理生活垃圾 700 吨，1*15MW
山东沂水	生物质发电	山东沂水秸秆发电项目	投运	6.5	1*30MW
黑龙江明水	生物质发电	明水热电生物质联产项目	投运	3.5	2*18MW
黑龙江宁安	生物质发电	黑龙江宁安市生物质发电项目	投运	3	1*30MW
山东鱼台	生物质发电	生物质发电项目	建设	2.6	1*30MW
山东鄄城	生物质发电	山东省鄄城县生物质发电项目	筹建	2.7	1*30MW
山东郯城	生物质发电	山东省郯城县生物质发电项目	筹建	2.7	1*30MW
新加坡裕廊	生物质发电	新加坡生物质发电项目	暂停	2.3	1*9.9MW
重庆忠县	生物质发电	重庆忠县兔子粪便生物质发电	筹建	2.8	2*15MW
山东嘉祥县	生物质发电	山东省嘉祥县生物质发电项目	筹建	2.7	1*30MW
吉林扶余县	BMF 制造	吉林扶余生物质成型燃料	筹建	0.35	年产 2 万吨 BMF
广东中山	垃圾发电	中心组团垃圾焚烧发电厂一期	筹建	2.2	日处理垃圾 600 吨
湖南中方	生物质热电联产	湖南中方县生物质综合利用项目	框架	2.6	110t/h 锅炉，1*20MW 汽轮发电机

资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 24：长青集团垃圾&生物质电厂投运时间表



资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

表 10：公司生物质发电项目净利润测算（万元）

项目列表	2015E	2016E	2017E	2018E
广东中山垃圾发电	2,221	2,221	2,221	2,221
山东荣成垃圾发电	648	1,429	1,558	1,558
山东沂水生物质发电	3,079	3,079	3,079	3,079
黑龙江明水生物质发电	1,008	1,455	2,084	2,188
黑龙江宁安生物质发电	2,083	2,500	2,500	2,500
山东鱼台生物质发电		1,500	2,500	2,500
山东鄄城生物质发电		900	2,500	2,500
山东郯城县生物质发电			1,500	2,500
嘉祥县生物质发电			1,500	2,500

项目列表	2015E	2016E	2017E	2018E
合计	9,039	13,084	19,441	21,546

资料来源：公司公告，中信证券研究部测算

集中供热打开成长空间

2015 年 1 月在河北省保定市满城县纸制品加工区集中供热项目论证推选会上，公司在多家企业参与竞争中胜出，由 80 多家企业和数位专家投票作为项目中标人，体现公司在能源运营类项目领域的行业地位和执行能力。

- **园区情况：**河北满城园区内有造纸企业约 80 家，其中生活用纸 50 余家，板纸 20 余家，纸制品深加工企业 200 余家，造纸机械制造企业 10 余家，占据全国约 10% 的造纸产能，年用蒸汽量约 400 万蒸吨；供热原料为神木煤、园区内生产过程中产生的废纸浆以及造纸污泥等生物质。
- **投资概算：**投资总额 7.3 亿元，建设规模为 4 台 260t/h 锅炉+75t/h 生物质锅炉配 3 台 30MW 背压式汽轮发电机组；由于造纸企业是 24 小时连续运行，蒸汽供应不能间断；公司计划 2015 年底前完成 3 炉（2 用 1 备）2 机的建设并投入使用，2016 年底前达到 4 炉（3 用 1 备）3 机的建设规模。
- **技术门槛：**公司以往生物质&垃圾发电项目存在向周围供热情况，因此掌握热电联产技术；生物质锅炉和垃圾发电锅炉的技术难度比燃煤锅炉要高，对煤炭集中供热技术没有障碍。

满城项目供热价格仍需与工业园区企业谈判决定，考虑到北方非居民供热价格在 150~200 元/蒸吨不等，保守估计，满城项目按照 150 元/蒸吨和每年供热 400 万蒸吨计算，每年供热收入 6 亿元；同时发电 4.5 亿 kWh，收入约 1.2 亿元；净利润约为 1.5 亿元。

表 11：满城项目盈利测算（万元）

项目指标	单位	数值	说明
装机	MW	90	3 台 30MW 背压式汽轮发电机组
利用小时		5,000	
发电量	万 kWh	45,000	
上网电价（不含税）	元/kWh	0.34	河北北部 2015 年 4 月下调电价后为 0.3971 元/kWh（含税）
厂用电率	%	20%	
发电收入		12,218	
供热需求量	万吨/年	400	蒸汽需求量年保守估计 400 万吨/年
供热价格	元/吨	128	蒸汽价格保守估计 150 元/吨
供热收入		51,282	
收入合计		63,501	
煤炭销售量	万吨/年	62	
煤炭价格	吨/元	550	保守估计，15M6 秦皇岛 5500 大卡平仓价已经降到 400 元
燃料成本		29,304	
折旧		4,867	7.3 亿总投资，15 年折旧
财务费用		3,577	7.3 亿总投资，30%资本金，7%利率
人工成本+管理费用		2,500	
检修等其他费用		2,500	
成本合计		42,748	
净利润		15,565	所得税率 25%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

满城项目打响了公司在集中供热领域第一枪。2015 年以来，公司先后签订河南鹤壁市循环经济产业区动力中心（一期投资 5 个亿，新建 3 台 130t/h 锅炉，约 250 万蒸吨/年）、广东曲江热电联产（投资 3 亿元，约蒸汽 60 万吨/年，发电 0.8 亿度）、广东茂名热电联产

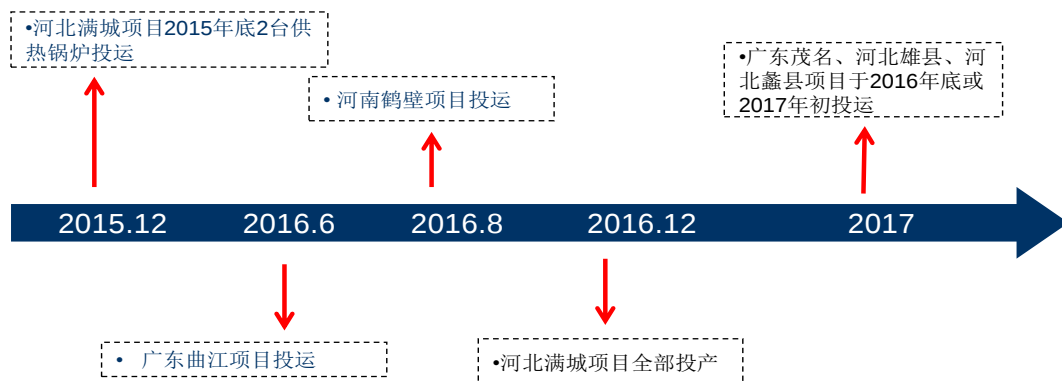
（投资 5 亿，3 台 220t/h 锅炉，配 2 台 25MW 汽轮发电，约 250 万蒸吨/年，发电 3 亿度）、
河北蠡县热电联产（一期投资 5 个亿，BOO 模式，约 200~250 万蒸吨/年，发电约 2.5 亿度）、
河北雄县热电联产（投资 5 亿元，约 200~250 万蒸吨/年，发电 2 亿度）等多个集中供热项目，储备十分丰富，并有望在 2016~2017 年全国集中治霾背景下顺利推进。

表 12：公司在建及筹建集中供热项目

地区	项目类型	项目名称	状态	投资总额（亿元）	规模（E）
河北满城	集中供热	满城县纸制品加工区热电联产项目	建设	7.3	400 万蒸吨/年
河北雄县	集中供热	雄县经济开发区热电联产项目	筹建	5	200~250 万蒸吨/年
河北蠡县	集中供热	蠡县热电联产项目	筹建	5	200~250 万蒸吨/年
广东茂名	集中供热	茂名高新技术产业开发区热电联供项目	筹建	5	200~250 万蒸吨/年
广东曲江	集中供热	曲江经济开发区热电联产项目	筹建	3	60 万蒸吨/年
河南鹤壁	集中供热	鹤壁市循环经济产业区动力中心项目	筹建	5	200~250 万蒸吨/年
合计				30.3	

资料来源：公司公告，中信证券研究部整理、预测

图 25：长青集团集中供热项目投运时间表



资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

满城项目处于在建状态，预计 2 台锅炉 2015 年底投产供热，其余 2 台 2016 年投产供热；因为各省市政策要求 2017 年底前淘汰所有散烧小锅炉，其他项目正在走前期准备工作，预计 2016 年初动工，曲江和鹤壁项目年中投产，其余项目 2016 年底~2017 年初投运。根据公司已签到集中供热项目规模，投产节奏以及当地供热价格水平及上网电价，参考满城项目盈利测算方式，集中供热项目 2016~2018 年分别有望贡献 0.9/4.2/4.2 亿元利润，成为公司今后 2~3 年内业绩高速增长的重要驱动因素。

表 13：公司集中供热项目盈利测算（万元）

项目列表	2015E	2016E	2017E	2018E
满城集中供热		6,226	15,565	15,565
鹤壁集中供热		1,550	5,814	5,814
曲江集中供热		903	2,257	2,257
茂名集中供热			5,771	5,771
蠡县集中供热			6,322	6,322
雄县集中供热			6,322	6,322
合计	0	8,679	42,050	42,050

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

厨电业务平稳增长

在城镇化推进力度加大、保障性住房建设政策下，预计厨房大家电市场需求未来两年仍将保持相对平稳增长态势。2014 年公司燃气灶等传统厨电业务收入 9.7 亿元，贡献毛利 2.2 亿元，由于受 OEM 及 ODM 外销模式影响，传统厨电业务净利润贡献在 2,000~3,000 万元

左右；公司未来将外贸出口作为传统厨电业务的重心，预计未来燃气灶等厨电板块保持 5%~10% 稳定增长。

融资顺畅助力项目落地

公司 2014 年非公开发行募集 5.5 亿元，用于荣成&鱼台生物质发电项目；2015 年向实际控制人何启强、麦正辉定增募集 10 亿元，其中 3 亿元偿还银行借款，其余补充流动资金。鄄城、郯城及嘉祥生物质发电项目总投资 8.1 亿元，满城、雄县等 6 个热电联产项目共需 30.3 亿元，预计 2015~2017 需总投资 38.4 亿元，按 30% 资本金计算，需要公司出资 11.5 亿元。

2015 年一季报显示公司货币现金 3 亿元，长期负债 3 亿元；2015 年实际控制人认购 10 亿元在偿还 3 亿贷款后，公司在手约 10 亿元，基本满足目前在手项目未来 3 年投资需求。尽管近期股票市场波动较大（7 月 7 日停牌前收盘价 22.48，接近 18.11 增发价），公司控股股东何启强、麦正辉仍将按原定计划全额认购公司 2015 年非公开发行股份，彰显大股东对于公司发展前景信心。在“气十条”终考（2017 年）不断临近背景下，预计公司项目持续获取亦值得期待。

表 14：公司非公开发行情况及用途

预案公告日	增发价	数量(万股)	金额(万元)	用途	对象	状态	锁定期
2014/4/19	10.63	5,186	55,102	荣成&鱼台项目，补充流动资金	不超过十名特定投资者	完成	1 年
2015/5/5	18.11	5,522	100,000	3 亿偿还银行借款，补充流动资金	实际控制人何启强麦正辉	审核中	3 年

资料来源：公司公告，中信证券研究部注：增发价格和数量已经按照股本转增进行前复权

风险提示

- **行业风险：**政府对环境治理力度减弱、下游景气度波动、国家税收政策变化。
- **公司风险：**原料供给不足及价格波动、增发进度低于预期、项目建设进度低于预期。

首次给予“买入”评级

关键假设

- 2015~2017 年燃气灶等传统厨电收入增速为 5%、5%、5%
- 生物质发电项目进度：鱼台项目 2015 年底投产，鄄城项目 2016 年中投产，郯城及嘉祥项目 2016 年底或者 2017 年初投产
- 集中供热项目进度：满城项目 2015 年底部分投产，曲江项目 2016 年中投产，鹤壁项目 2016 年 8 月投产，茂名、雄县及蠡县项目 2016 年底或 2017 年初投产

首次给予“买入”评级

基于上述假设，预计公司生物质项目 2015~2017 年贡献净利润 0.9/1.3/1.9 亿元，集中供热项目 2016~2017 年贡献净利润 0.87/4.2 亿元；再考虑原有燃气灶业务，预计公司 2015~2017 年有望实现净利润为 1.04/2.31/6.28 亿元；假设大股东定向增发 2015 年内完成，则摊薄 EPS 为 0.26/0.57/1.55 元，目前股价对应 2015~2017 年 P/E 为 88/39/14 倍。目前公司市值规模相对较小（增发后约 90 亿元），考虑到现有项目储备丰富、进度确定性高、盈利能力强等因素有望助推业绩确定性高增（2015~2017 年复合增速 146%），且未来项目持

续获取为大概率事件，我们给予 2016 年 60 倍 P/E（对应 2017 年约 22 倍，与稳定运营类水务公司估值相当，考虑到公司后续生物质&供热项目持续获取，同时参考成长性较弱的可比公司估值，目标价估值较为合理），目标价 34.2 元，首次给予“买入”评级。

表 15：相关可比供热公司估值

单位：亿元	富春环保	联美控股	惠天热电
市值	125	55（停牌）	50
2015 年 WIND 一致预期净利润	2.0	1.6	0.42
2015 年 P/E	63	35	120

资料来源：Wind，中信证券研究部 注：股价为 2015 年 7 月 23 日收盘价

表 16：公司盈利预测表

项目/年度	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1,118	1,386	1,535	2,331	4,447
增长率 YoY%	6.8	24.0	10.8	51.8	90.8
净利润(百万元)	40	63	104	231	628
增长率 YoY%	14.7	57.6	65.5	122.5	171.7
每股收益 EPS(基本)(元)	0.27	0.36	0.26	0.57	1.55
净资产收益率 ROE%	3.7	3.8	3.8	7.9	18.3
PE	84	63	88	39	14
PB	3.1	2.4	3.3	3.1	2.7

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为 2015 年 7 月 30 日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,118	1,386	1,535	2,331	4,447
营业成本	892	1,075	1,207	1,751	3,238
毛利率	20.16%	22.41%	21.36%	24.89%	27.17%
营业税金及附加	6	7	15	23	44
营业费用	51	67	69	82	89
营业费用率	4.53%	4.85%	4.50%	3.50%	2.00%
管理费用	98	123	130	140	178
管理费用率	8.74%	8.84%	8.50%	6.00%	4.00%
财务费用	23	21	22	80	127
财务费用率	2.09%	1.49%	1.46%	3.45%	2.85%
投资收益	5	1	0	0	0
营业利润	56	73	102	251	761
营业利润率	4.99%	5.30%	6.61%	10.78%	17.10%
营业外收入	13	27	40	60	80
营业外支出	3	4	3	3	3
利润总额	66	96	139	308	838
所得税	26	34	35	77	209
所得税率	39.84%	34.83%	25.00%	25.00%	25.00%
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司股东的净利润	40	63	104	231	628
净利率	3.56%	4.53%	6.77%	9.92%	14.13%
每股收益(元)(摊薄)	0.27	0.36	0.26	0.57	1.55

现金流量表 (百万元)

指标名称	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	40	63	104	231	628
少数股东损益	0	0	0	0	0
折旧和摊销	74	82	130	268	315
营运资金变动	42	-68	-14	-84	-211
其他	11	42	11	84	136
经营现金流	167	118	231	499	869
资本支出	-270	-246	-1,212	-2,543	-275
投资收益	0	0	0	0	0
资产变卖	5	1	0	0	0
其他	0	-1	-3	0	0
投资现金流	-265	-245	-1,215	-2,543	-275
发行股票	0	547	1,000	0	0
负债变化	146	217	667	1,047	253
股息支出	-81	-53	-21	-46	-126
其他	0	-2	-22	-80	-127
融资现金流	66	709	1,624	921	0
现金净增加额	-32	583	640	-1,123	594

资料来源：中信数量化投资分析系统

资产负债表 (百万元)

指标名称	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	134	716	1,356	233	827
存货	220	238	121	175	324
应收账款	132	210	223	339	647
其他流动资产	74	63	69	85	129
流动资产	560	1,227	1,768	832	1,927
固定资产	721	967	2,270	3,464	4,643
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	342	325	304	284	266
其他长期资产	350	333	133	1,233	33
非流动资产	1,412	1,625	2,707	4,981	4,941
资产总计	1,973	2,851	4,475	5,814	6,869
短期借款	197	233	100	247	100
应付账款	160	172	121	175	324
其他流动负债	189	471	397	448	599
流动负债	545	876	617	871	1,023
长期负债	346	298	1,098	1,998	2,398
其他长期负债	11	15	15	15	15
非流动性负债	357	313	1,113	2,013	2,413
负债合计	902	1,189	1,730	2,883	3,436
股本	148	175	405	405	405
资本公积	589	1,108	1,877	1,877	1,877
股东权益合计	1,070	1,662	2,745	2,930	3,433
少数股东权益	2	0	0	0	0
负债股东权益总计	1,973	2,851	4,475	5,814	6,869

主要财务指标

指标名称	2013	2014	2015E	2016E	2017E
增长率 (%)	6.8	24.0	10.8	51.8	90.8
营业收入	4.9	31.8	38.2	147.5	202.7
营业利润	-33.6	57.6	65.5	122.5	171.7
净利润					
利润率 (%)	20.2	22.4	21.4	24.9	27.2
毛利率	6.4	8.2	7.4	14.4	20.2
EBIT Margin	13.0	14.1	15.8	25.9	27.2
EBITDA Margin	3.6	4.5	6.8	9.9	14.1
净利率					
回报率 (%)	3.7	3.8	3.8	7.9	18.3
净资产收益率	2.0	2.2	2.3	4.0	9.1
总资产收益率					
其他 (%)	45.7	41.7	38.7	49.6	50.0
资产负债率	39.8	34.8	25.0	25.0	25.0
所得税率	0.1	0.7	0.2	0.5	1.4
股利支付率	6.8	24.0	10.8	51.8	90.8

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A(1)定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的主要美国机构投资者“分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2015 版权所有。保留一切权利。