

## 山东章鼓 (002598.SZ)

## 其它通用设备行业

评级: 增持 首次评级

公司研究

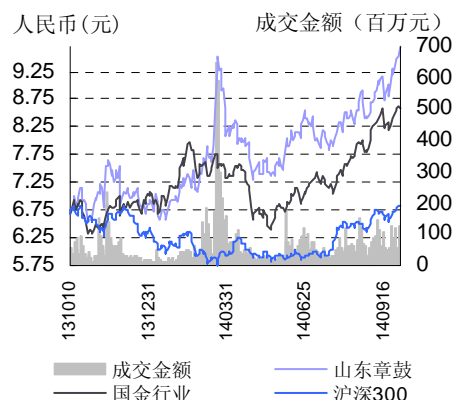
市价(人民币): 9.70 元

目标(人民币): 12.00 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)	255.36
总市值(百万元)	3,026.40
年内股价最高最低(元)	9.70/6.54
沪深 300 指数	2481.95
中小板综指	8028.32



## 配置风机龙头，静待疾风拂面

## 公司基本情况(人民币)

项 目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	0.280	0.261	0.309	0.371	0.431
每股净资产(元)	2.24	2.30	2.61	2.98	3.41
每股经营性现金流(元)	0.37	0.31	0.38	0.34	0.35
市盈率(倍)	22.32	25.98	30.49	25.41	21.88
行业优化市盈率(倍)	36.62	30.05	34.69	34.69	34.69
净利润增长率(%)	-8.92%	-6.82%	18.54%	19.96%	16.17%
净资产收益率(%)	12.50%	11.34%	11.10%	11.65%	11.83%
总股本(百万股)	312.00	312.00	312.00	312.00	312.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- 公司是被市场遗忘的环保设备投资标的。公司是国内罗茨鼓风机行业领导者，产品广泛应用于传统行业以及环保行业，具备较好的经济实用性。经过几年的业务重心调整，公司的环保属性增强，水处理业务收入快速增长，成为拉动整体业绩增长的重要动力。我们认为新兴行业和出口的需求增长将为行业创造新的空间，公司有望成为引领行业迎来发展新契机。
- 年内有望迎“水十条”政策利好，公司业绩和估值有望双击。我国仍存在 100 亿吨以上的污水处理缺口，在建制镇、农村污水以及工业废水处理上仍然比较落后。“水十条”有望年内出台，成为继去年大气污染防治后的另一项环保行业重磅利好。我们认为政策将着重弥补在工业废水和建制镇以下的污水设施建设上的短板，加速中小型污水处理厂的投资，拉动风机采购需求可能达百亿。得益于高市场份额和自身的竞争实力，公司将直接受益于此次政策，有望迎来业绩和估值的双击。
- 传统业务稳中有升，气力输送是亮点。1) 部分行业的风机需求下滑，但环保、化工等行业需求仍将较快增长；2) 渣浆泵在手订单较好，新应用领域开拓进展顺利；3) 水泥行业去产能导致磨机收入大减，需求企稳、新领域拓展以及低基数效应叠加带动业绩反弹。4) 气力输送市场空间大，公司逐步找到合适的业务模式，带动业绩较快增长。

## 盈利预测

- 我们预测公司 2014—2016 年的营业收入分别为 594 百万元、715 百万元和 820 百万元，分别同比增长 5.1%、20.4%和 14.8%；净利润分别为 97 百万元、116 百万元和 134 百万元，分别同比增长 19.9%、20.9%和 16.3%。EPS 分别为 0.31 元、0.37 元和 0.43 元。

## 估值

- 公司 2014-2015 年的预计市盈率分别为 30.5 倍和 25.5 倍，与行业可比公司持平。但考虑到公司的产品结构调整更偏向于环保行业，今明两年存在提估值的可能性，故予以“增持”评级，目标价位为 12 元。

## 风险

- “水十条”政策的不确定性；下游需求大幅度下滑；银根紧缩导致客户提货款紧张；

沈伟杰 联系人  
(8621)60870933  
shenweijie@gjzq.com.cn

贺国文 分析师 SAC 执业编号: S1130512040001  
(8621)60230235  
heguo@gjzq.com.cn

## 内容目录

公司是国内罗茨鼓风机行业领导者 .....	4
公司是行业领导者，技术实力和市场地位均属行业领先 .....	4
罗茨鼓风机行业仍有新的增长空间 .....	5
公司有望引领行业迎来发展新契机 .....	7
年内有望迎“水十条”政策利好，公司业绩和估值有望双击 .....	10
我国水污染问题仍然严峻，污水处理行业仍将大发展 .....	10
年内有望迎污水处理政策利好，行业将受到提振 .....	12
受益环保投资拉动，公司有望迎来发展新机遇 .....	14
传统业务稳中有升，新兴业务是亮点 .....	16
盈利预测与估值 .....	17
附录：三张报表预测摘要 .....	19

## 图表目录

图表 1：公司拥有悠久的发展历史 .....	4
图表 2：近 3 年公司收入增长情况—按产品拆分 .....	4
图表 3：近 3 年公司净利润增长情况 .....	4
图表 4：公司的主要产品具备较高的毛利率 .....	5
图表 5：公司股权结构与重要子公司概况 .....	5
图表 6：罗茨鼓风机机组及主机剖面图 .....	6
图表 7：罗茨鼓风机在各行业的应用 .....	6
图表 8：国内罗茨鼓风机行业平稳增长 .....	7
图表 9：国内罗茨鼓风机行业产量平稳增长 .....	7
图表 10：公司与主要竞争对手产销量 .....	7
图表 11：2012 年罗茨鼓风机行业份额情况 .....	7
图表 12：公司竞争力分析 .....	8
图表 13：曝气池里分布的曝气头 .....	8
图表 14：罗茨鼓风机在电厂脱硫工艺中的应用 .....	8
图表 15：罗茨鼓风机与离心鼓风机在环保工程领域的应用对比 .....	9
图表 16：我国 III 类及以下水质仍超过 50% .....	10
图表 17：2013 年全国省界断面水质情况 .....	10
图表 18：2013 年重点湖泊（水库）水质状况 .....	10
图表 19：2013 年地下水监测点水质情况 .....	10
图表 20：废水排放量保持平稳增长 .....	11
图表 21：污水处理量快速增长，处理量仍存缺口 .....	11
图表 22：2010 和 2012 年污水处理率对比 .....	11

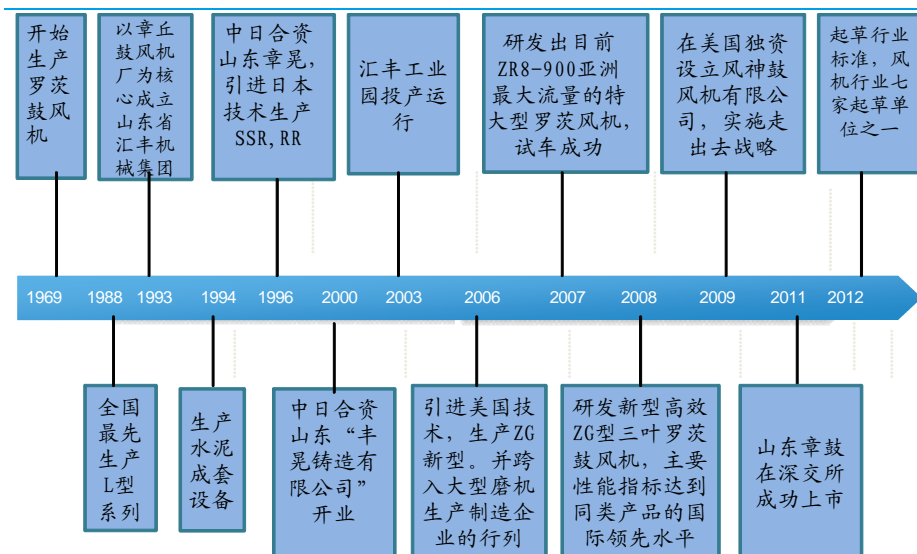
图表 23: 农村污水处理快速发展, 比例仍然很低 .....	11
图表 24: 全国废水排放总量巨大, 重复利用率仍然不高.....	12
图表 25: 工业废水投资力度相对较弱 .....	12
图表 26: 2012 年后国家部委发布的污水防治相关政策梳理 .....	12
图表 27: “十二五”时期城镇污水处理及再生利用主要指标 .....	13
图表 28: 水处理投资涉及繁多的设备类型 .....	13
图表 29: “水十条”给下游风机设备商带来的市场规模增量测算 .....	14
图表 30: 废气处理设备供应商股价表现.....	14
图表 31: 废气处理相关个股阶段表现统计 .....	14
图表 32: 公司风机业务收入增速见底反弹 (百万元) .....	15
图表 33: 水处理业务恢复快速增长 (百万元) .....	15
图表 34: 可比公司的估值情况 .....	17
图表 35: 公司主营业务收入拆分预测 .....	18

## 公司是国内罗茨鼓风机行业领导者

公司是行业领导者，技术实力和市场地位均属行业领先

- 公司是罗茨鼓风机行业领导者。公司的主营业务为罗茨鼓风机，多年来其产品销量一直稳稳占据行业首位，市场份额约占 25%。此外，公司的其他产品还包括离心鼓风机、磨机、渣浆泵和气力输送设备等。
- 公司一路领跑罗茨鼓风机行业，产品线不断丰富。公司自 1969 年开始生产罗茨鼓风机，此后逐步通过引进并吸收日本和美国的先进技术，引领着国内行业的发展。近年来，公司的风机产品线不断丰富，拥有全系列的罗茨鼓风机产品，并通过上市募投资金进入离心鼓风机生产制造领域，产品广泛应用于化工、电力、环保等多个行业。

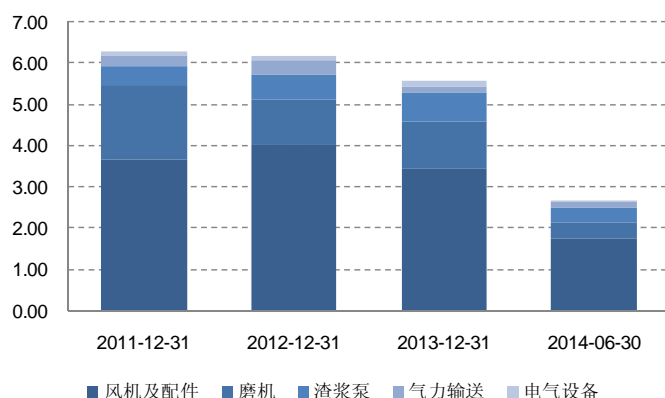
图表1：公司拥有悠久的发展历史



来源：公司资料，国金证券研究所

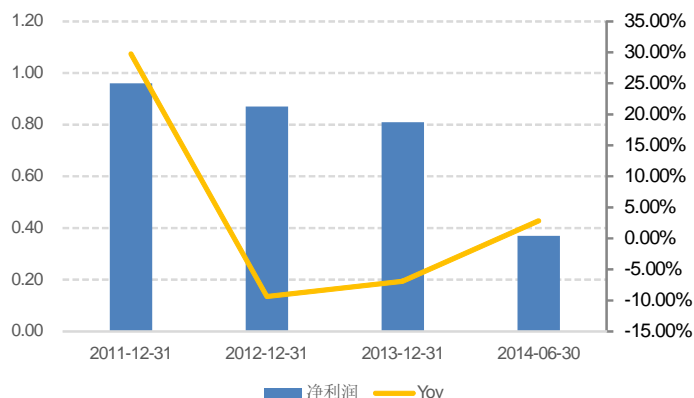
- 2014 年公司收入增长有望见底回升，行业龙头地位保证其较强盈利能力。2011 年以来，传统行业需求的下滑对公司造成了较大影响，收入从 2011 年的 6.47 亿元下滑至 2013 年的 5.67 亿元。而 2014 年上半年公司实现收入 2.72 亿元，同比增长 4%，扭转了两年来的业绩下滑趋势。此外，尽管近三年公司整体业务收入增长乏力，但主要产品的毛利率却保持稳定，整体毛利率水平从 29.72% 上升至 33.88%，显示出公司较强的成本控制能力和产品定价能力。

图表2：近 3 年公司收入增长情况—按产品拆分

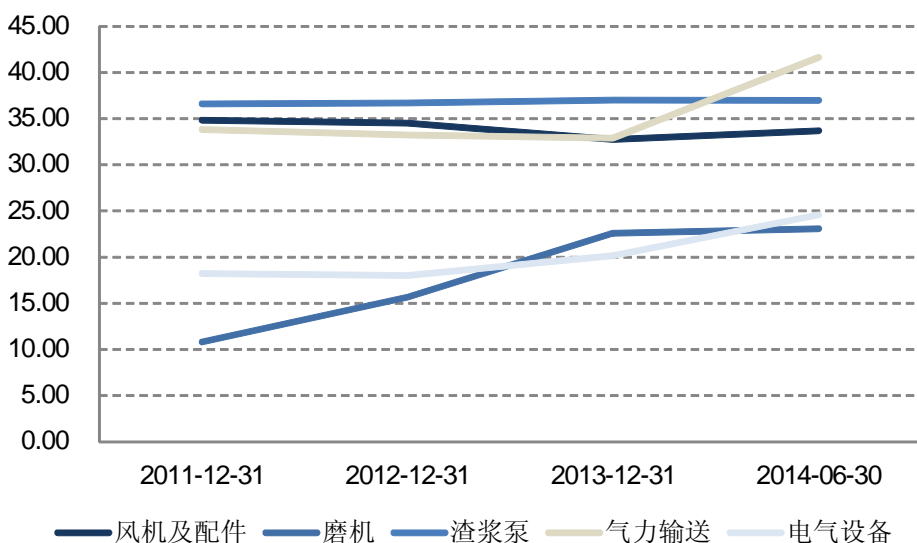


来源：公司资料，国金证券研究所

图表3：近 3 年公司净利润增长情况



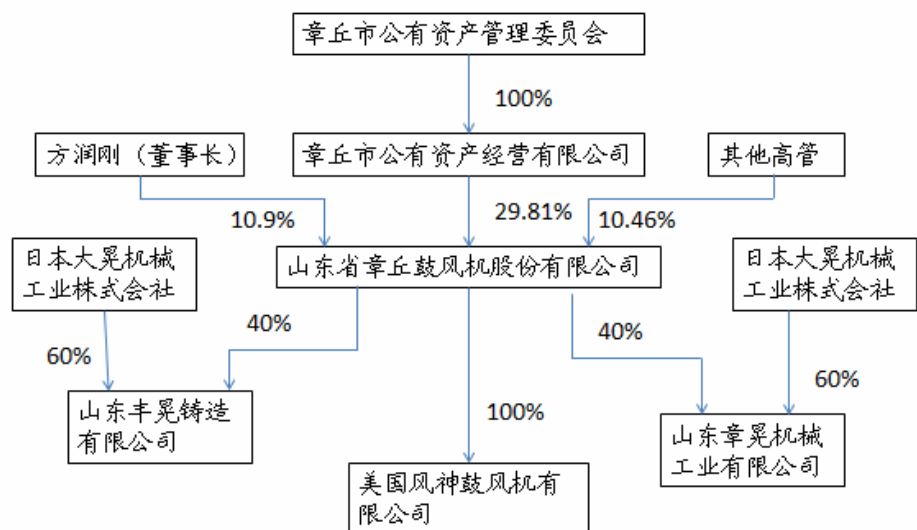
图表4: 公司的主要产品具备较高的毛利率



来源: 国金证券研究所

- **股权结构特殊, 管理层普遍持股。**公司是由集体乡镇企业改制而来的, 当前的大股东为章丘市公有资产经营有限公司, 持股比例达 29.81%。董事长以及高管持股达到 21%。大股东对于公司具体的经营管理事务并不干涉, 管理层普遍持股使得其能够更好地着眼于公司长期的发展和价值增值。

图表5: 公司股权结构与重要子公司概况



来源: 公司资料, 国金证券研究所

### 罗茨鼓风机行业仍有新的增长空间

- **罗茨鼓风机属于通用流体机械, 应用领域广阔。**罗茨鼓风机是风机中的一种常见设备, 主要适用于低压力场合的气体输送和加压, 广泛应用于环保、化工、冶金、水泥、水产养殖和气力输送等多个领域。
- **罗茨鼓风机结构、工作原理及特点:**罗茨鼓风机是一种容积式风机, 由两个相互啮合的转子推移气缸容积内的气体排气, 腔内达到升压目的。由于两转子互不接触, 它们之间靠严密控制的间隙实现密封, 故



排出的气体不受润滑油污染。此外，罗茨鼓风机还具有结构简单、维修方便、使用寿命长、整机振动小等特点。

图表6：罗茨鼓风机机组及主机剖面图



罗茨鼓风机机组外观图



罗茨鼓风机主机剖面图

来源：公司资料，国金证券研究所

- **罗茨鼓风机应用领域广阔，传统市场下滑，新兴市场应用有望扩大行业规模。**作为一种通用流体机械设备，罗茨鼓风机广泛应用于石油化工、冶金、水泥、污水处理、电厂脱硫等领域。在我国的产业结构中，之前水泥、冶金等传统产业占据了重要地位，是罗茨鼓风机的主要销售领域，近年来受宏观经济调控的影响，对于罗茨鼓风机景气度形成了明显的压制。同时，产业结构调整又扩大了罗茨鼓风机在新兴行业的应用，特别是环保行业投资的快速增长拉动了对风机的需求，并有望成为行业增长的新动力。

图表7：罗茨鼓风机在各行业的应用

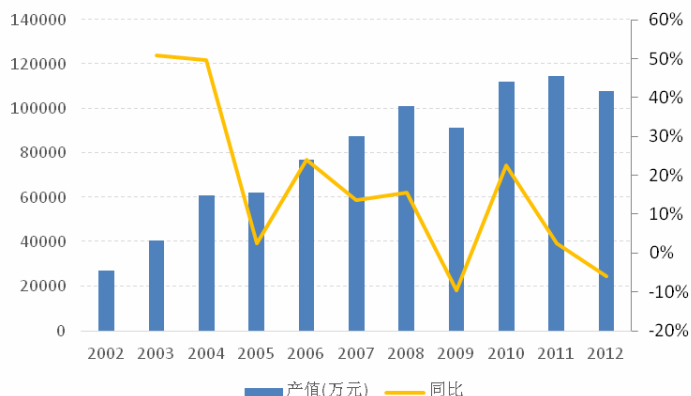
	应用行业	用途
传统行业应用	石油化工行业	干燥器风机、常顶减压瓦斯输送、气力输送风机等
	水泥行业	库顶生料器风机、库底充气及卸料风机、窑头风机、煤粉输送风机
	精细化工	工艺气体增压循环风机、尾气输送风机
	维尼纶行业	乙炔气体输送风机
	钢铁行业	煤气输送风机、石灰窑助燃空气风机、冷却空气风机、喷枪冷却风机、悬挂缸冷却风机
新兴行业应用	污水处理	曝气风机
	煤化工	脱硫增压风机
	电力行业	灰库气化风机、灰斗气化风机、化水风机、烟气脱硫氧化风机
	气体分离	空气输送风机、真空泵抽吸风机

来源：国金证券研究所

- **国内市场平稳增长，国外市场空间广阔。**作为一种通用的机械设备，罗茨鼓风机的市场需求比较平稳，当前每年的市场销售规模为 10 个多亿。从近几年的行业产销数据来看，行业增长趋于平稳。另外，国外市场罗茨鼓风机的应用领域十分广阔，譬如美国的水处理、土壤治理等领域都需要用

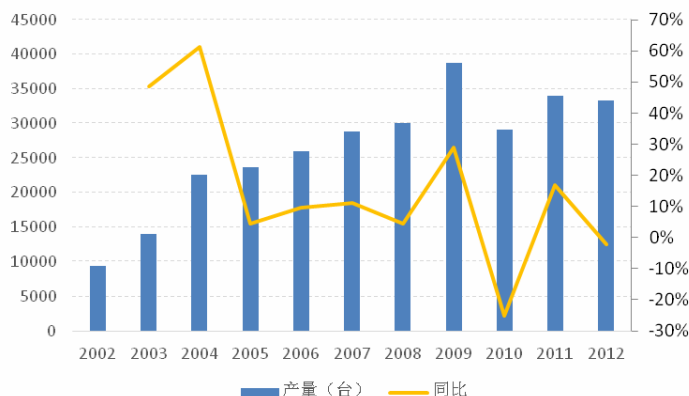
到大量的罗茨鼓风机，其市场规模大约为国内的三倍。而在澳大利亚的矿山、畜牧业、地毯清理等领域，罗茨鼓风机的需求同样十分旺盛。

图表8：国内罗茨鼓风机行业平稳增长



来源：国金证券研究所

图表9：国内罗茨鼓风机行业产量平稳增长

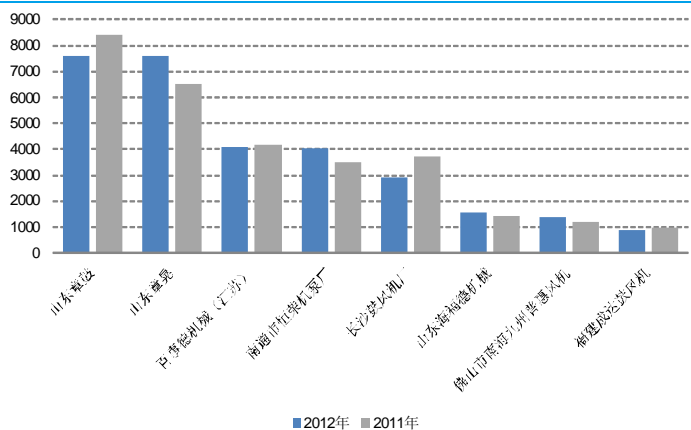


- 罗茨鼓风机行业集中度高，竞争格局趋于稳定。早期我国高端的罗茨鼓风机产品主要依靠进口，由于进口产品价格昂贵，随着国内公司实现技术突破后，进口数量越来越少。国内市场竞争对手主要包括国内风机厂、合资和外资公司等，当前国内市场参与市场竞争的具有一定实力的企业仅剩 4-5 家，行业的集中度非常高，且竞争格局比较稳定。

公司有望引领行业迎来发展新契机

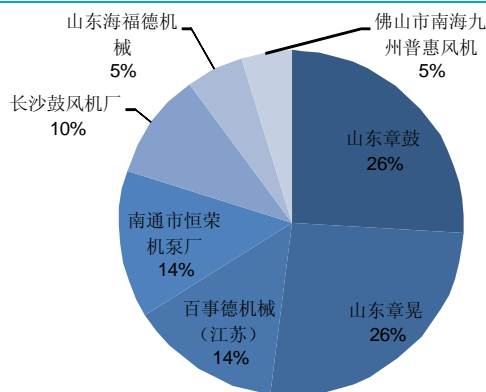
- 公司是行业领导者，龙头地位十分稳固。
- 公司市场份额行业第一。据中国通用机械工业协会风机分会统计，从 2000 年开始，公司罗茨鼓风机销售收入连续多年在国内保持第一。2012 年，公司的市场份额达 26%，其合资子公司山东章晃的份额也达 26%，两者牢牢占据行业领导者地位。

图表10：公司与主要竞争对手产销量



来源：国金证券研究所

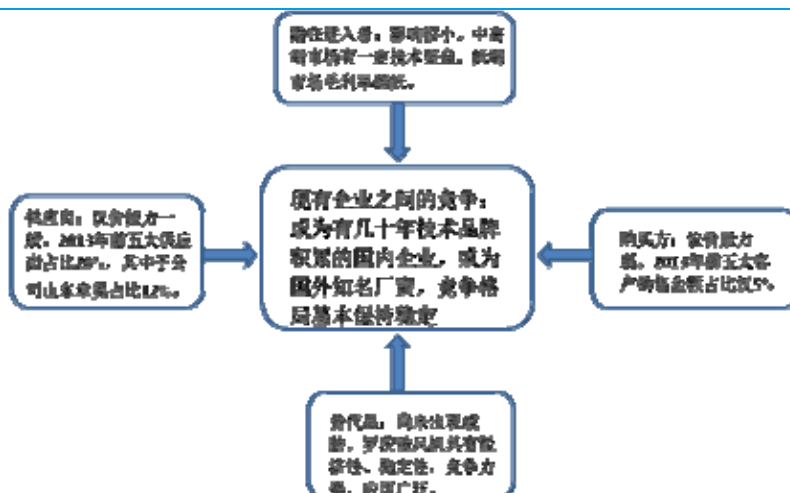
图表11：2012 年罗茨鼓风机行业份额情况



- 公司在罗茨鼓风机行业地位稳固，竞争实力强劲。罗茨鼓风机行业竞争格局基本稳定，公司对上下游议价能力较强，潜在进入者和替代品的威胁较小。公司的核心竞争力主要体现在几个方面：1) 技术实力雄厚，产品深度开发能力强。公司每年都会基于研发新产品并推向市场，其下游领域已经从传统的高耗能产业扩展到节能环保产业；2) 生产设备先进，技术积累深厚，具备横向扩张性。近年来公司从原有的罗茨鼓风机领域向离心鼓风机领域扩张，打开了在更大的低压端风机领域的市场空间。3) 品牌悠久，品种齐全。公司旗下多个品牌是行业

名牌，知名度较高。公司产品多达 10 多个系列，可针对不同行业需求开发特定鼓风机产品。

图表12：公司竞争力分析



来源：国金证券研究所

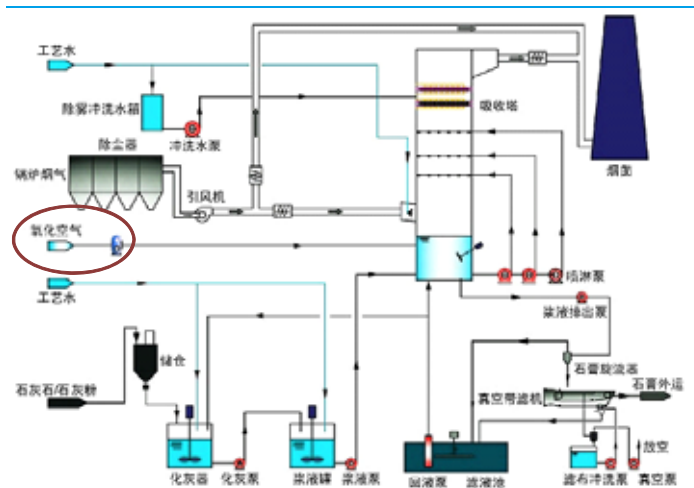
- 公司将引领鼓风机行业在环保领域打开新局面。近年来环保行业的快速发展拉动了相关机械设备的需求增长，作为一种通用设备，鼓风机在污水处理和电厂脱硫有重要应用，环保行业的需求增长将直接拉动风机行业销售规模的增长。
- 鼓风机在污水处理和电厂脱硫中有重要的应用。1) 无论是在生活污水还是工业废水处理领域，曝气都是必不可少的步骤之一，主要是通过风机产生的气压促使曝气头产生气流形成小气泡，从而加速氧气的溶解，为污水中的好氧微生物提供充分的氧气，以加速污水中污染物质的降解。2) 在电厂脱硫中最常见的石灰石-石膏湿法脱硫工艺中，风机是用以加速亚硫酸钙氧化的不可或缺的设备之一。

图表13：曝气池里分布的曝气头



来源：国金证券研究所

图表14：罗茨鼓风机在电厂脱硫工艺中的应用



- 罗茨鼓风机与离心鼓风机的优劣势对比。罗茨鼓风机相比离心风机的优势在于后续维修的便利，尽管离心风机的效率要比罗茨鼓风机高 5% 左右，但由于其后续维修相对麻烦，因而两者实际运转的效率则相差无几。此外，两者并无明显的替代关系，在污水处理曝气工艺中，罗茨鼓风机在日处理能力 2 万吨以下、曝气流量小于 100m<sup>3</sup>/min 的小型污水处理厂具有很强的竞争力。



**图表15：罗茨鼓风机与离心鼓风机在环保工程领域的应用对比**

	风机效率	流量	噪声	风机传动设施	设备造价
罗茨鼓风机	70%	100立方/分以下	110dB(A)以上	皮带传动	较低
离心鼓风机					
其中：单级高速	75%	小于600立方	95dB(A)以内	齿轮箱+联轴器传动	高
多级离心鼓风机	80%	60-800立方			较高

来源：《技术与工程应用》，国金证券研究所

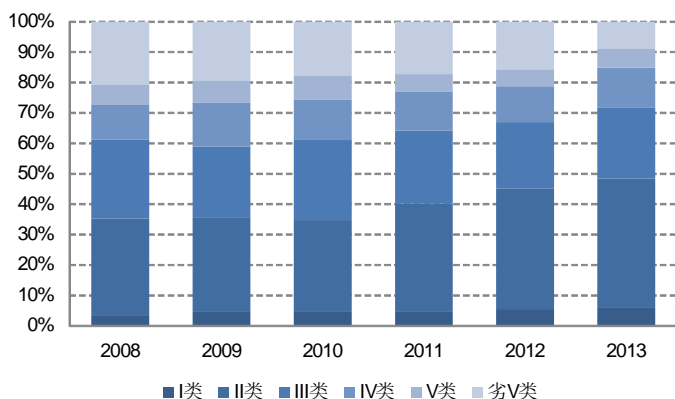
- **离心鼓风机募投项目产能逐步释放，污水处理产品线更加齐全。**离心鼓风机募投项目总额达 1.2 亿，当前已经初步形成了 1000 台/年的产能规模，可生产包括单机高速和多级离心鼓风机等多种风机。离心鼓风机行业与罗茨鼓风机相似，整体规模较小且近年来增长乏力，行业的竞争格局比较稳定。公司早在十多年前就掌握了离心鼓风机的核心技术，通过募投项目建设实现批量化生产后，对于鼓风机产品线补足效应明显，通过原有的销售渠道快速切入市场，能够更好地满足客户需求。
- **环保行业风机需求旺盛，公司有望引领行业迎来发展新契机。**近几年来，环保行业的发展受到社会各界的重视，污水处理和电厂脱硫等基础设施投资的增长直接拉动了鼓风机需求的增长。随着国家层面的政策的不断推进，我国的环保行业投资有望持续增长，到 2015 年，污水处理、脱硫脱硝设施建设投资将超过 8000 亿元。未来风机行业将持续受益。公司作为罗茨鼓风机行业的领导者，在鼓风机行业具备完整的产品线：1) 公司已开发出污水处理专用脂润滑小型罗茨鼓风机且形成了 1000 多台的销售规模；2) 公司可生产包括单机高速和多级离心鼓风机等多种离心风机，有效补足了客户在污水处理中大流量的曝气要求。我们认为公司凭借强劲的竞争实力和全面的产品线布局，能够满足客户的将引领风机行业打开市场增长的新局面。

## 年内有望迎“水十条”政策利好，公司业绩和估值有望双击

### 我国水污染问题仍然严峻，污水处理行业仍将大发展

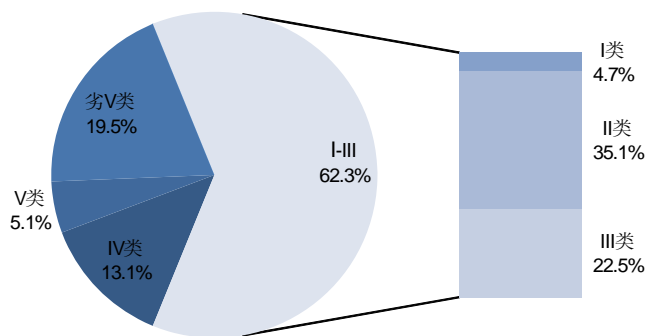
- 当前我国地表水总体为轻度污染，部分城市河段污染较重。根据 2013 年中国环境公报：（1）长江、黄河、珠江、松花江、淮河、海河、辽河、浙闽片河流、西北诸河和西南诸河等十大流域的国控断面中，I~III类、IV~V类和劣V类水质断面比例分别为 71.7%、19.3%和 9.0%。（2）省界水体水质为中，I~III类、IV~V类和劣V类水质断面比例分别为 62.3%、18.2%和 19.5%。（3）水质为优良、轻度污染、中度污染和重度污染的国控重点湖泊（水库）比例分别为 60.7%、26.2%、1.6%和 11.5%。（4）地下水水质优良的监测点比例为 10.4%，良好的监测点比例为 26.9%，较好的监测点比例为 3.1%，较差的监测点比例为 43.9%，极差的监测点比例为 15.7%。

图表16：我国 III 类及以下水质仍超过 50%



来源：环保部，国金证券研究所

图表17：2013 年全国省界断面水质情况

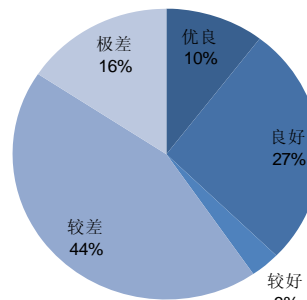


图表18：2013 年重点湖泊（水库）水质状况

湖泊（水库）类型	优 (个)	良好 (个)	轻度污染 (个)	中度污染 (个)	重度污染 (个)
三湖*	0	0	2	0	1
重要湖泊	5	9	10	1	6
重要水库	12	11	4	0	0
总计	17	20	16	1	7

来源：环保部，国金证券研究所

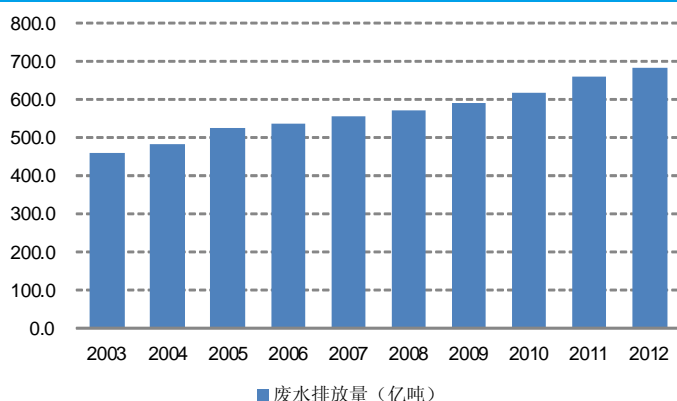
图表19：2013 年地下水监测点水质情况



### ■ 污水处理行业仍处于快速发展期，未来仍然看好。

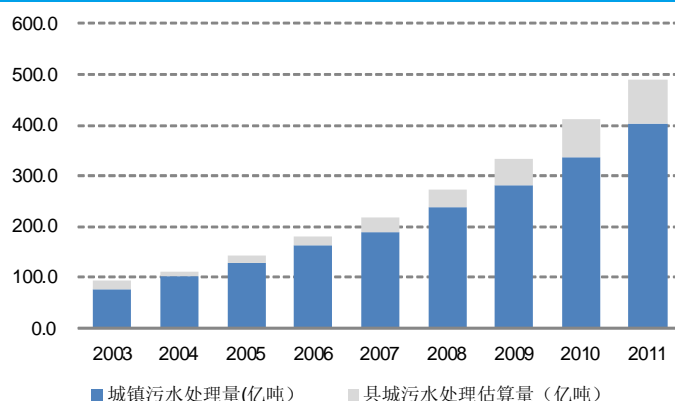
- 污水处理行业快速发展，但缺口尤存。根据相关的统计数据显示，我国的废水排放量总体呈现平稳增长的趋势，2012 年总体排放量达 684.8 亿吨。我们按照县城污水处理能力估算了其年污水处理量，发现县城+城镇的总污水处理量 2011 年仅为 490.8 亿吨，预计 2012 年仍存在 100 亿吨以上的处理缺口。这显示出我国当前污水处理行业仍存在处理量不足的问题，污水处理行业新增的固定资产投资仍有增长空间。

图表20: 废水排放量保持平稳增长



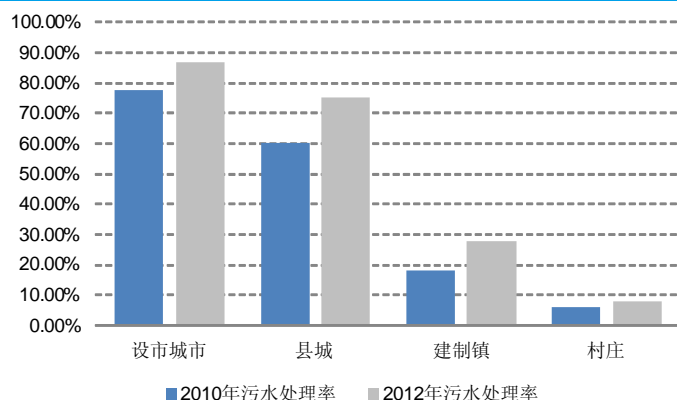
来源: wind, 国金证券研究所

图表21: 污水处理量快速增长, 处理量仍存缺口



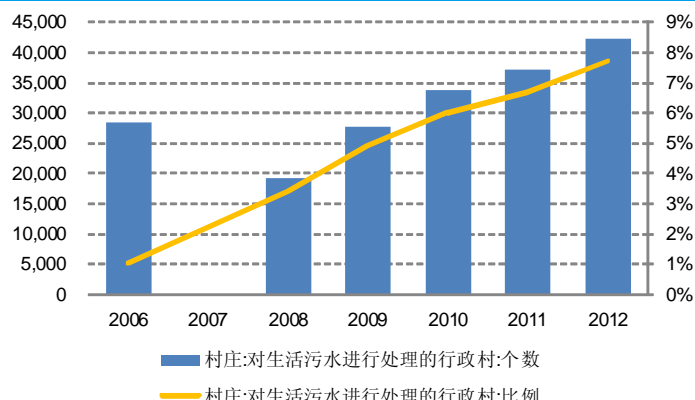
- **建制镇、农村污水处理仍有较大发展空间。**大中型城市在污水处理基础设施建设上相对完善, 2010 年我国设市城市的污水处理率达 77.5%, 县城的污水处理率达 60.1%, 而建制镇则不到 20%。我国 2012 年有 1.72 万个建制镇, 用水人口达 1.42 亿人, 要想完成污水处理率 10%的提升目标, 各地镇政府必然继续加大对于污水处理厂的建设投资。此外, 我国乡村地区人口众多, 但污水处理配套建设极为落后, 2012 年用水人口约达 4.8 亿人, 而已经实施生活污水处理的村庄个数占比仅为 7.7%, 未来农村小型污水处理厂的建设将是行业投资的另一个重要方向。

图表22: 2010 和 2012 年污水处理率对比



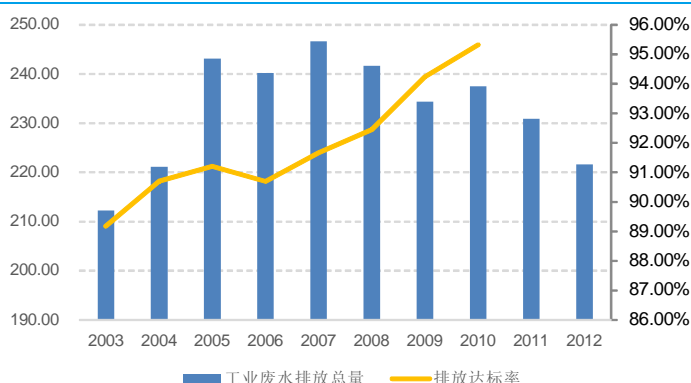
来源: 环保部, wind, 国金证券研究所

图表23: 农村污水处理快速发展, 比例仍然很低



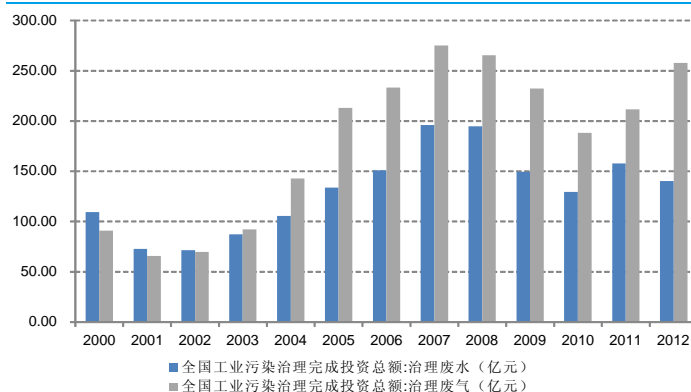
- **工业废水处理市场发展滞后, 有望成为未来污水治理的核心内容。**工业废水是造成环境污染问题的主要源头之一, 每年有统计的污水排放量就超过 200 亿吨。据不完全统计, 我国有大大小小 6000 多个工业园区, 其中有一大部分存在污水处理不规范的情况, 另外加上大大小小污水处理不完善的工厂, 偷排污水的现象仍然较为严重。当前的工业废水排放市场主要集中在电力、石化、纺织、冶金、造纸等行业, 其中能源化工行业的占比达 54%。根据工信部 2013 年底发布的《石化和化学工业节能减排的指导意见》, 要求到 2017 年底, 石化工业废水实现完全处理排放, 市场规模可达 300 亿。未来工业废水将是治理重点, 我们预计市场仍将保持快速发展。

图表24：全国废水排放总量巨大，重复利用率仍然不高



来源：国金证券研究所

图表25：工业废水投资力度相对较弱



### 年内有望迎污水处理政策利好，行业将受到提振

- “水十条”预计年内出台，行业有望迎来重大政策利好。据媒体报道，2014年6月，环保部拟定的《水污染防治行动计划》（计划草案，简称“水十条”）已经报请国务院审议，预计将于年内出台，这是继去年下半年《大气污染防治行动计划》出台之后的又一项重大污染防治计划，总投资额预计将达2万亿元。我们认为，近年来政府密集出台水处理相关政策，年内行业存在政策利好预期，而政策出台后行业将迎来发展的实质性利好。

图表26：2012年后国家部委发布的污水防治相关政策梳理

发布时间	发布部委	政策	内容
2012.4	环保部	《十二五全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》	以提升我国城镇生活污水处理及再生利用能力和水平为总体目标，明确十二五期间的建设任务。
2012.5	环保部、发改委、财政部、水利部	《重点流域水污染防治规划2011-2015年》	提出到2015年，重点流域总体水质由重度污染改善到轻度污染。
2012.5	住建部、发改委	《全国城镇供水设施改造与建设十二五规划及2020年远景目标》	明确十二五重点任务包括：供水设施改造，新建供水设施，水质监测与监管能力建设等
2012.12	发改委	《海水淡化产业发展“十二五”规划》	到2015年，我国海水淡化产能达到220万立方米/日以上，原材料、装备自主创新率达70%以上。
2013.3	国务院	《国务院办公厅关于做好城市排水防涝设施建设工作的通知》	力争用5年时间完成排水管网的雨污分流改造，用10年左右时间建成较完善的城市排水防涝工程体系。
2013.9	国务院	《国务院关于加强城市基础设施建设的意见》	到2015年，全国城市污水处理率达85%，城镇污水处理设施再生水利用率达20%以上，消除劣V类水体。
2013.10	国务院	《城镇排水与污水处理条例》	国家鼓励采用特许经营，政府购买服务等多种形式吸引社会资金参与投资、建设和运营城镇排水与污水处理设施。
2014.1	发改委	《重点流域水污染防治项目管理暂行办法》	中央补助投资优先支持污水和垃圾处理项目建设，东、中、西部地区补助比例分别不高于30%、45%和60%。
2014.6	环保部	《水污染防治行动计划》（计划草案）	水污染防治行动计划的投资预计将达2万亿元。

来源：国金证券研究所

- “水十条”政策可能以治理地表水为重点，工业废水处理和建制镇、农村污水处理可能成为主要的治理方向。当前由于政策未落地，对于政策规划治理的重点方向并未形成一致的预期。根据我们的判断，政策的重点很可能放在弥补当前污水处理的短板上，未来市政污水处理厂将以整合为主，而在工业废水处理、建制镇和农村污水处理上可能将有较大的政策扶持。

市政污水处理设施建设基本完善，工业废水和建制镇及以下的污水处理投资是未来重点

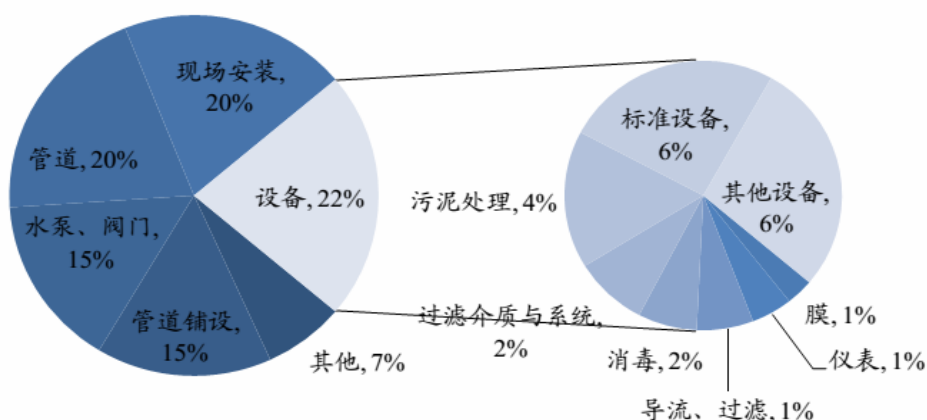
图表27: “十二五”时期城镇污水处理及再生利用主要指标

指标	2010年	2015年	新增
设市城市	77.5	85	7.5
其中: 36个重点城市		100	
其中: 地级市		85	
其中: 县级市		70	
县城	60.1	70	9.9
建制镇	<20	30	>10
再生水利用率(%)	<10	15	>5
管网规模(万公里)	16.6	32.5	15.9
污水处理规模(万立方米/日)	12476	20805	4569
升级改造规模(万立方米/日)			2611
污泥处理处置规模(万吨/年)			518
再生水规模(万立方米/日)	1210	3885	2675

来源: 国务院, 国金证券研究所

- 污水处理行业有望受到提振，上游优势设备供应商受益明显。我们认为“水十条”的出台对于污水处理产业链上中下游均构成实质性利好，就上游而言，相关设备的采购需求将受到固定资产投资的明显拉动。尽管上游设备涉及到的产品种类繁多，且大多数所处的细分行业的竞争都比较激烈，产品的利润率相对较低，但对于具有明显竞争优势的厂商而言，仍将直接受益于下游采购量的增加。

图表28: 水处理投资涉及繁多的设备类型

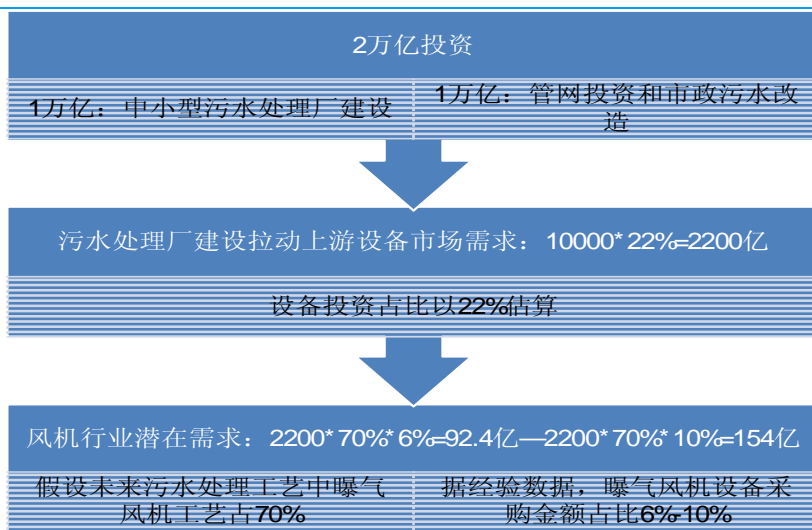


来源: Water: Challenges, drivers and solutions, 国金证券研究所

- “水十条”政策拉动潜在的风机行业需求可能达百亿。根据我们与国金环保行业研究员的沟通，我们假设 2 万亿投资中有 1 万亿应用于中小型污水处理厂的建设，若以 22% 的设备投资占比估算，1 万亿的总投资对于上游设备市场的需求拉动规模将达 2200 亿，假设未来污水处理工艺中需要曝气风机的工艺占到 70%，以曝气风机设备采购金额占比达 6%-10% 的经验数据测算，风机行业整体潜在的需求规模可增加 92—154 亿。尽管投资拉动并非能够一蹴而就，尤其是农村管网建设以及投资回报问题一直是制约污水处理发展的因素，但是我们认为若由政府主导投资，下游风机设备潜在的采购需求未来逐步释放是大概率事件。



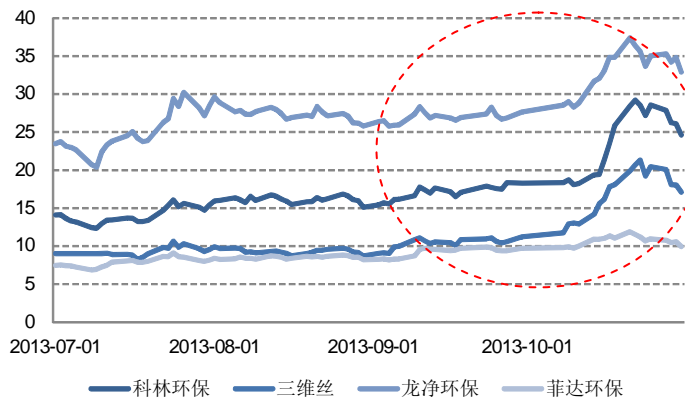
图表29: “水十条”给下游风机设备商带来的市场规模增量测算



来源: 国金证券研究所

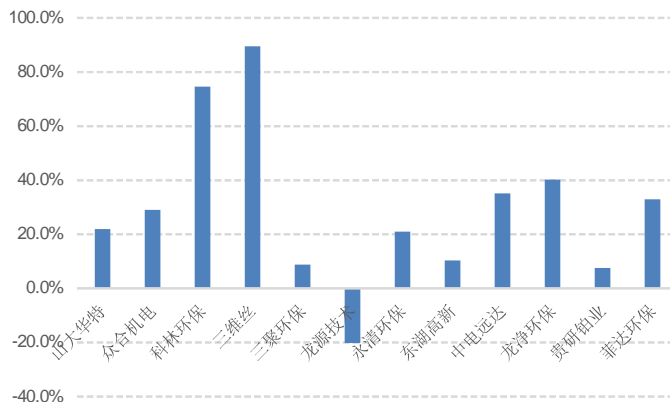
- **大气污染防治计划提升环保行业景气度, 相关个股股价表现精彩纷呈。** 2013年9月份, 国务院颁布大气污染防治计划, 明确了大气污染治理的五年目标, 要求到2017年全国PM10浓度普降10%, 京津冀、长三角、珠三角等区域的PM2.5浓度分别下降25%、20%和15%左右, 要求经过五年努力, 全国空气质量“总体改善”。尽管未提及市场预期的1.7万亿投资总额, 但是相关的个股表现仍然精彩纷呈, 板块平均涨幅达30.7%, 个股最大涨幅达89.5%, 显示了市场对于该政策后续执行的看好。

图表30: 废气处理设备供应商股价表现



来源: 国金证券研究所, 注: 统计区间为2013.07-2013.10

图表31: 废气处理相关个股阶段表现统计



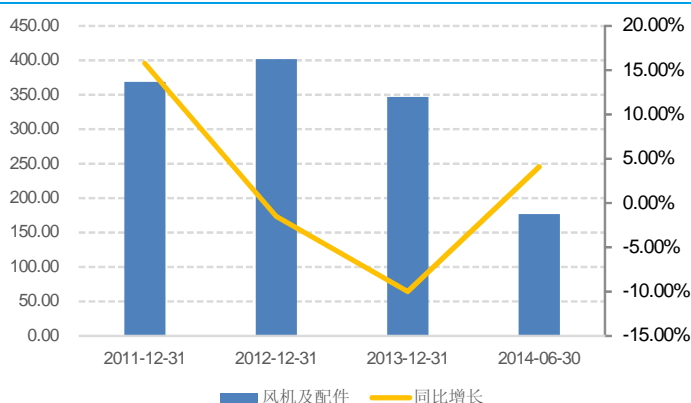
- **类比: 年内污水处理行业板块存在投资机会, 提前布局等风来。** 污水处理与废气处理具有较高的可比性, 年内出台“水十条”政策是大概率事件, 出台的相关细则对于弥补当前污水处理的薄弱环节有重要推动意义, 预期的投资规模也超过废气处理投资, 对下游设备采购拉动的确定性较高。我们认为, 去年“国十条”的投资机会有望在今年“水十条”上重演, 建议提前布局板块中的相关个股, 静待政策的出台。

受益环保投资拉动, 公司有望迎来发展新机遇

- **小型污水处理厂投资潮将带动罗茨鼓风机行业需求旺盛。** 未来, 中小城市、建制镇、乡村地区以及工业园区的污水处理都将需要建设大量的小型污水处理厂, 我们预计“水十条”或将成为一个刺激性因素, 加速污水处理行业的建设投资。罗茨鼓风机作为一种经济实用型的设备, 在小型污水处理厂设备采购中有明显的竞争优势, 行业的需求景气度有望逐步提高。

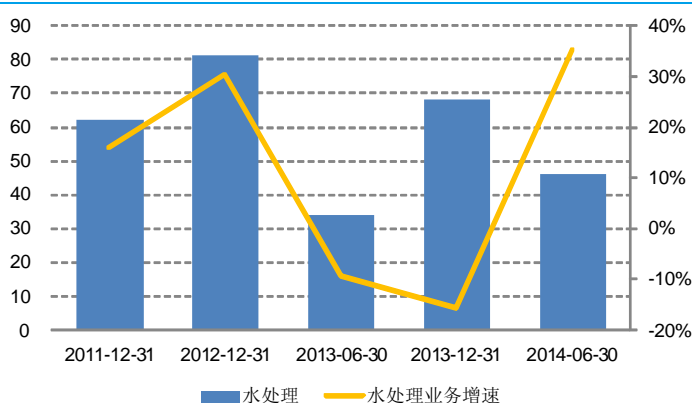
- **电厂脱硫设备供应态势良好，未来仍有较大空间。**从行业层面来看，大气污染防治计划的不断深入执行将为电厂脱硫行业创造更大市场空间。我们了解到公司的罗茨鼓风机在电厂脱硫中效果较好，此外离心鼓风机正逐步放量，弥补了下游客户对于大流量风机的需求。目前，公司已经赢得了包括华润电力在内的客户订单，随着大气污染防治政策的进一步推进，下游采购需求有望持续增长。
- **公司品牌优质，产品系列丰富，营销服务有力。**章鼓是国内知名品牌，品牌知名度和产品质量均处于行业前列。公司提供的产品系列丰富，涵盖了从 SSR 到 ZG 等 12 个系列产品，在大流量罗茨鼓风机品种中具备明显的竞争优势。此外，公司还拥有较为完备的离心鼓风机产品线，涵盖单机高速和多级离心鼓风机，能够最大程度地满足客户的采购需求。公司主要以直销模式开展业务，当前在全国下设 50 多个办事处，业务人员能够针对客户需求提供包括安装、调试以及维修等服务，最大程度地为客户创造价值。
- **公司对环保行业重视度加大，收入提升。**公司自上市以来，逐步加大对于水处理行业业务的投入，业务收入逐步上升。尽管 2013 年遭遇短期下滑，2014 年中报业务收入达 45.93 百万元，同比增速达 35.05%，预计全年将超过 2012 年创出历史新高。我们认为，传统行业的景气度下滑给公司业绩增长带来较大影响，随着公司对于环保行业重视度的提升，生产和营销资源将进一步往此方向倾斜。同时，公司的低压端风机种类齐全，未来有实力获得更多的订单。我们预计伴随着环保行业投资的快速增长，公司相关的业务收入有望快速增长。

图表32：公司风机业务收入增速见底反弹（百万元）



来源：公司年报，国金证券研究所

图表33：水处理业务恢复快速增长（百万元）



## 传统业务稳中有升，新兴业务是亮点

### ■ 受制于宏观经济下滑和经济产业结构调整对设备产品需求的抑制，公司传统业务近年来持续不景气。

(1) 罗茨鼓风机下游应用十分广阔，近年来化工、水泥、钢铁等传统行业的需求下滑十分严重，导致公司整体的风机销量和收入水平出现下滑；

(2) 渣浆泵主要应用于选矿厂、炼钢厂等的矿浆、磨蚀性料浆的输送，内部的零部件属于易耗件，通常使用两三个月便需要更换，且通常向设备商进行采购，因而具有较强的用户粘性。尽管下游行业景气度不高，但公司的渣浆泵总体需求比较稳定，销售收入稳中有升；

(3) 磨机主要应用于水泥行业，该业务原本每年可为公司提供较为稳定的营业收入和现金流，但受制于水泥行业淘汰落后产能的影响，近年来业务收入连续下滑，2014 年中期销售收入同比大幅度下滑 37.92%，成为抑制公司业绩增长的主要因素。

### ■ 传统业务有企稳迹象，或将否极泰来。

(1) 罗茨鼓风机业务收入增长主要受制于部分传统行业的需求不景气，而近年来，公司通过逐步调整内部资源结构，抓住环保行业发展（水处理+电厂脱硫）的趋势性利好，使得总体业务收入较快增长；

(2) 渣浆泵在近几年来行业景气度下滑的背景下保持较快增长，彰显了公司在此领域的竞争实力。2014 年上半年业务收入基本与去年持平，但据我们的调研情况，公司目前的在手订单情况良好，全年增长情况应该无忧，未来有望受其下游应用领域的持续开拓带动业绩增长；

(3) 磨机业务下半年仍然不乐观，基数效应或带来明年恢复性增长：2014 年 1-6 月，全国共投产 25 条熟料生产线，新增熟料产能 3434.8 万吨，基本与去年上半年相近，预计下半年还将有约 3600~3800 吨的新增熟料产能投产，全年的新增产能在 7000~7200 万吨左右。房地产、基建投资下滑致使水泥行业需求收缩，下半年政府微刺激或将带动房地产市场恢复性上涨。此外，公司自去年开始正逐步开拓其他行业的业务，目前已收获相关的订单。我们判断，磨机业务今年全年下滑是大概率事件，明年由于需求的逐步企稳、其他行业的拓展以及较低基数的叠加效应，该业务有望呈现恢复性增长。

### ■ 气力输送是公司未来业务发展的一大亮点。气力输送是集单机产品和工程项目为一体的系统工程，能够大幅度解放劳动力，具备便捷、省力、可集成等特点。在国内人口红利消失，劳动力成本快速上升的大背景下，目前国内气力输送行业仍处于发展初期，具备较大的市场空间，当前国内做的好公司的业务收入有几个亿，比如上海博隆、金圣德等。公司在风机上的深厚积累使得其在气力输送设备制造领域具备相当的竞争优势，随着其对此块业务重视程度的提高，公司逐步探索出了一条与设计院（工程商）共同承包施工的合作模式，随着团队的项目经验的不断积累，未来有望受益于行业的快速发展，在粮食、电厂粉煤灰、化学制品、垃圾输送等领域打开局面。

## 盈利预测与估值

- **主要假设：**我们认为公司经历了两年多时间的业务结构调整，已经逐步具备了重新增长的动力。
- **收入假设：**（1）风机及配件：我们判断公司将以环保产业做为突破口，实现风机销售收入的较快增长，这与目前公司在手订单的增长情况相佐证，我们预测 2014—2016 年的收入增速分别为 12.5%、21.8%、15.8%；（2）磨机：今年的业绩下滑是大概率事件，明年我们预计行业需求企稳以及低基数效应将带动公司的业务收入较快反弹，但我们对此业务收入的长期增长趋势仍然看淡。据此，我们预测 2014-2016 年的收入增速分别为-26.6%、17.1%、4.17%；（3）渣浆泵：由于回转件的易磨损性，用户对于厂商存在较强的粘性，近年来公司还开拓了有色金属、氧化铝、脱硫等领域的应用，未来该业务的增长更多来自于老产品的更新换代以及新应用领域的开拓，总体呈平稳增长态势。据此，我们预测 2014-2016 年收入增速分别为 12%、10%、10%；（4）气力输送：行业趋势向上，公司具备竞争实力且逐渐重视此块市场的开发，未来几年此业务有望快速增长，我们预测 2014—2016 年的收入增速分别为 104.2%、36.4%、33.3%。
- **毛利率假设：**公司在产品定价和销售时对毛利率比较重视，且行业竞争格局稳定，价格竞争的概率较小，因而总体来看，预测公司的毛利率将保持稳定状态。
- **盈利预测：**根据以上假设，我们预测公司 2014—2016 年的营业收入分别为 594 百万元、715 百万元和 820 百万元，分别同比增长 5.1%、20.4%和 14.8%；净利润分别为 97 百万元、116 百万元和 134 百万元，分别同比增长 19.9%、20.9%和 16.3%。EPS 分别为 0.31 元、0.37 元和 0.43 元。
- **估值和评级：**我们观察了当前可比公司的估值情况，2014 年的预计市盈率平均水平位 36.2 倍，2015 年为 27.2 倍。公司 2014-2015 年的预计市盈率分别为 30.5 倍和 25.5 倍，基本与行业水平持平。但考虑到公司的产品结构调整更偏向于环保行业，今明两年存在提估值的可能性。此外，当前公司的市值较小，未来市场将逐步形成对公司外延发展的预期，故予以“增持”评级，目标价位为 12 元。

图表34：可比公司的估值情况

代码	公司	收盘价	流通市值 总市值		EPS		PE	
			(亿元)	(亿元)	2014E	2015E	2014E	2015E
002686.SZ	亿利达	14.86	40.42	40.42	0.38	0.50	39.61	29.50
601369.SH	陕鼓动力	6.92	113.40	113.40	0.34	0.41	20.50	16.70
000967.SZ	上风高科	11.93	36.59	36.59	0.30	0.45	39.77	26.51
300145.SZ	南方泵业	20.97	55.01	55.01	0.78	1.02	26.72	20.60
002532.SZ	新界泵业	12.66	40.51	40.51	0.42	0.55	30.06	23.02
002131.SZ	利欧股份	22.86	85.21	85.21	0.52	0.67	43.59	34.20
300055.SZ	万邦达	35.19	86.24	86.24	0.81	1.05	43.49	33.36
300070.SZ	碧水源	30.26	323.92	323.92	1.14	1.57	26.54	19.26
300334.SZ	津膜科技	24.35	63.55	63.55	0.46	0.64	53.05	37.83
300172.SZ	中电环保	20.13	34.02	34.02	0.52	0.65	38.45	30.91

来源：wind，国金证券研究所

图表35：公司主营业务收入拆分预测

项 目	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>风机及配件</b>						
销售收入（百万元）	368.67	401.54	346.70	390.00	475.00	550.00
增长率（YOY）	#DIV/0!	8.92%	-13.66%	12.49%	21.79%	15.79%
毛利率	34.82%	34.52%	32.74%	34.00%	34.00%	34.00%
销售成本（百万元）	240.30	262.93	233.19	257.40	313.50	363.00
增长率（YOY）	#DIV/0!	9.42%	-11.31%	10.38%	21.79%	15.79%
毛利（百万元）	128.37	138.61	113.51	132.60	161.50	187.00
增长率（YOY）	#DIV/0!	7.98%	-18.11%	16.82%	21.79%	15.79%
占总销售额比重	58.68%	64.89%	62.26%	65.38%	66.11%	66.67%
占主营业务利润比重	73.52%	72.45%	65.82%	67.43%	68.08%	68.31%
<b>磨机</b>						
销售收入（百万元）	179.83	111.80	111.67	82.00	96.00	100.00
增长率（YOY）	#DIV/0!	-37.83%	-0.12%	-26.57%	17.07%	4.17%
毛利率	10.81%	15.64%	22.59%	23.00%	23.00%	23.00%
销售成本（百万元）	160.39	94.31	86.44	63.14	73.92	77.00
增长率（YOY）	#DIV/0!	-41.20%	-8.35%	-26.96%	17.07%	4.17%
毛利（百万元）	19.44	17.49	25.23	18.86	22.08	23.00
增长率（YOY）	#DIV/0!	-10.05%	44.27%	-25.24%	17.07%	4.17%
占总销售额比重	28.62%	18.07%	20.05%	13.75%	13.36%	12.12%
占主营业务利润比重	11.13%	9.14%	14.63%	9.59%	9.31%	8.40%
<b>渣浆泵</b>						
销售收入（百万元）	45.41	58.14	70.11	78.50	86.50	95.00
增长率（YOY）	#DIV/0!	28.03%	20.59%	11.97%	10.19%	9.83%
毛利率	36.59%	36.70%	37.01%	37.00%	37.00%	37.00%
销售成本（百万元）	28.79	36.80	44.16	49.46	54.50	59.85
增长率（YOY）	#DIV/0!	27.81%	20.00%	11.98%	10.19%	9.83%
毛利（百万元）	16.62	21.34	25.95	29.05	32.01	35.15
增长率（YOY）	#DIV/0!	28.42%	21.61%	11.94%	10.19%	9.83%
占总销售额比重	7.23%	9.40%	12.59%	13.16%	12.04%	11.52%
占主营业务利润比重	9.52%	11.15%	15.05%	14.77%	13.49%	12.84%
<b>气力输送</b>						
销售收入（百万元）	25.07	35.32	16.16	33.00	45.00	60.00
增长率（YOY）	#DIV/0!	40.89%	-54.25%	104.21%	36.36%	33.33%
毛利率	33.83%	33.22%	32.90%	41.00%	41.00%	41.00%
销售成本（百万元）	16.59	23.59	10.84	19.47	26.55	35.40
增长率（YOY）	#DIV/0!	42.18%	-54.03%	79.56%	36.36%	33.33%
毛利（百万元）	8.48	11.73	5.32	13.53	18.45	24.60
增长率（YOY）	#DIV/0!	38.35%	-54.69%	154.48%	36.36%	33.33%
占总销售额比重	3.99%	5.71%	2.90%	5.53%	6.26%	7.27%
占主营业务利润比重	4.86%	6.13%	3.08%	6.88%	7.78%	8.99%
<b>电气设备</b>						
销售收入（百万元）	9.33	12.00	12.22	13.00	16.00	20.00
增长率（YOY）	#DIV/0!	28.62%	1.83%	6.38%	23.08%	25.00%
毛利率	18.21%	18.02%	20.15%	20.00%	20.00%	20.00%
销售成本（百万元）	7.63	9.84	9.76	10.40	12.80	16.00
增长率（YOY）	#DIV/0!	28.92%	-0.81%	6.58%	23.08%	25.00%
毛利（百万元）	1.70	2.16	2.46	2.60	3.20	4.00
增长率（YOY）	#DIV/0!	27.28%	13.87%	5.59%	23.08%	25.00%
占总销售额比重	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
占主营业务利润比重	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
销售总收入（百万元）	628.31	618.80	556.86	596.50	718.50	825.00
销售总成本（百万元）	453.70	427.47	384.40	399.87	481.27	551.25
毛利（百万元）	174.61	191.33	172.46	196.64	237.24	273.75
平均毛利率	27.79%	30.92%	30.97%	32.96%	33.02%	33.18%

来源：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)**

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>主营业务收入</b>	<b>647</b>	<b>632</b>	<b>567</b>	<b>594</b>	<b>715</b>	<b>820</b>
增长率		-2.4%	-10.2%	4.7%	20.4%	14.7%
<b>主营业务成本</b>	<b>-455</b>	<b>-428</b>	<b>-385</b>	<b>-398</b>	<b>-479</b>	<b>-548</b>
%销售收入	70.3%	67.7%	67.8%	67.1%	67.0%	66.8%
<b>毛利</b>	<b>192</b>	<b>204</b>	<b>183</b>	<b>196</b>	<b>236</b>	<b>272</b>
%销售收入	29.7%	32.3%	32.2%	32.9%	33.0%	33.2%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-3</b>	<b>-5</b>	<b>-3</b>	<b>-4</b>	<b>-4</b>	<b>-5</b>
%销售收入	0.5%	0.8%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
<b>营业费用</b>	<b>-47</b>	<b>-57</b>	<b>-50</b>	<b>-52</b>	<b>-63</b>	<b>-72</b>
%销售收入	7.3%	9.0%	8.7%	8.8%	8.8%	8.8%
<b>管理费用</b>	<b>-54</b>	<b>-64</b>	<b>-65</b>	<b>-62</b>	<b>-75</b>	<b>-86</b>
%销售收入	8.4%	10.1%	11.4%	10.5%	10.5%	10.5%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>87</b>	<b>78</b>	<b>65</b>	<b>78</b>	<b>94</b>	<b>109</b>
%销售收入	13.5%	12.3%	11.5%	13.0%	13.1%	13.3%
<b>财务费用</b>	<b>3</b>	<b>11</b>	<b>11</b>	<b>13</b>	<b>18</b>	<b>23</b>
%销售收入	-0.4%	-1.7%	-1.9%	-2.2%	-2.5%	-2.8%
<b>资产减值损失</b>	<b>0</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>8</b>	<b>9</b>	<b>10</b>	<b>11</b>
%税前利润	8.3%	8.7%	8.5%	8.2%	7.6%	7.2%
<b>营业利润</b>	<b>99</b>	<b>95</b>	<b>81</b>	<b>100</b>	<b>122</b>	<b>143</b>
营业利润率	15.4%	15.0%	14.2%	16.8%	17.0%	17.4%
<b>营业外收支</b>	<b>11</b>	<b>5</b>	<b>12</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>10</b>
<b>税前利润</b>	<b>110</b>	<b>100</b>	<b>93</b>	<b>110</b>	<b>132</b>	<b>153</b>
利润率	17.1%	15.8%	16.3%	18.5%	18.4%	18.6%
<b>所得税</b>	<b>-14</b>	<b>-12</b>	<b>-11</b>	<b>-13</b>	<b>-16</b>	<b>-18</b>
所得税率	13.1%	12.3%	12.0%	12.1%	12.0%	12.0%
<b>净利润</b>	<b>96</b>	<b>87</b>	<b>81</b>	<b>97</b>	<b>116</b>	<b>134</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>96</b>	<b>87</b>	<b>81</b>	<b>97</b>	<b>116</b>	<b>134</b>
净利率	14.8%	13.8%	14.3%	16.2%	16.2%	16.4%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>净利润</b>	<b>96</b>	<b>87</b>	<b>81</b>	<b>97</b>	<b>116</b>	<b>134</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>非现金支出</b>	<b>15</b>	<b>21</b>	<b>22</b>	<b>20</b>	<b>21</b>	<b>22</b>
<b>非经营收益</b>	<b>-9</b>	<b>-10</b>	<b>-12</b>	<b>-17</b>	<b>-20</b>	<b>-21</b>
<b>营运资金变动</b>	<b>-51</b>	<b>18</b>	<b>4</b>	<b>18</b>	<b>-11</b>	<b>-28</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>52</b>	<b>117</b>	<b>95</b>	<b>118</b>	<b>106</b>	<b>108</b>
<b>资本开支</b>	<b>-56</b>	<b>-37</b>	<b>-53</b>	<b>-6</b>	<b>-9</b>	<b>-10</b>
<b>投资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>2</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他</b>	<b>-198</b>	<b>-18</b>	<b>19</b>	<b>9</b>	<b>10</b>	<b>11</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-254</b>	<b>-55</b>	<b>-32</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
<b>股权募资</b>	<b>400</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>债权募资</b>	<b>-87</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-31</b>	<b>0</b>	<b>1</b>
<b>其他</b>	<b>-55</b>	<b>-72</b>	<b>-62</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>257</b>	<b>-72</b>	<b>-62</b>	<b>-31</b>	<b>0</b>	<b>1</b>
<b>现金净流量</b>	<b>55</b>	<b>-10</b>	<b>1</b>	<b>89</b>	<b>107</b>	<b>110</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>货币资金</b>	<b>303</b>	<b>310</b>	<b>232</b>	<b>321</b>	<b>428</b>	<b>538</b>
<b>应收款项</b>	<b>133</b>	<b>145</b>	<b>165</b>	<b>174</b>	<b>199</b>	<b>229</b>
<b>存货</b>	<b>192</b>	<b>163</b>	<b>190</b>	<b>199</b>	<b>223</b>	<b>255</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>35</b>	<b>28</b>	<b>73</b>	<b>30</b>	<b>36</b>	<b>40</b>
<b>流动资产</b>	<b>663</b>	<b>646</b>	<b>660</b>	<b>723</b>	<b>886</b>	<b>1,062</b>
%总资产	71.6%	68.8%	67.5%	69.8%	74.1%	77.5%
<b>长期投资</b>	<b>47</b>	<b>48</b>	<b>50</b>	<b>51</b>	<b>50</b>	<b>50</b>
<b>固定资产</b>	<b>182</b>	<b>211</b>	<b>234</b>	<b>223</b>	<b>218</b>	<b>211</b>
%总资产	19.6%	22.4%	24.0%	21.6%	18.2%	15.4%
<b>无形资产</b>	<b>33</b>	<b>32</b>	<b>32</b>	<b>36</b>	<b>41</b>	<b>45</b>
<b>非流动资产</b>	<b>264</b>	<b>293</b>	<b>318</b>	<b>312</b>	<b>310</b>	<b>308</b>
%总资产	28.4%	31.2%	32.5%	30.2%	25.9%	22.5%
<b>资产总计</b>	<b>927</b>	<b>939</b>	<b>978</b>	<b>1,035</b>	<b>1,196</b>	<b>1,370</b>
<b>短期借款</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>应付款项</b>	<b>215</b>	<b>203</b>	<b>224</b>	<b>216</b>	<b>259</b>	<b>297</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>16</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>7</b>
<b>流动负债</b>	<b>231</b>	<b>208</b>	<b>229</b>	<b>220</b>	<b>265</b>	<b>304</b>
<b>长期贷款</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>22</b>	<b>32</b>	<b>31</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债</b>	<b>253</b>	<b>240</b>	<b>260</b>	<b>220</b>	<b>265</b>	<b>305</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>674</b>	<b>699</b>	<b>718</b>	<b>815</b>	<b>931</b>	<b>1,065</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>927</b>	<b>939</b>	<b>978</b>	<b>1,035</b>	<b>1,196</b>	<b>1,370</b>

**比率分析**

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.615	0.280	0.261	0.309	0.371	0.431
每股净资产	4.319	2.240	2.300	2.612	2.983	3.414
每股经营现金净流	0.331	0.374	0.306	0.377	0.340	0.346
每股股利	0.000	0.000	0.400	0.000	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	14.24%	12.50%	11.34%	11.10%	11.65%	11.83%
总资产收益率	10.35%	9.31%	8.33%	8.72%	9.03%	9.14%
投入资本收益率	10.93%	9.79%	7.96%	8.43%	9.00%	9.20%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	15.79%	-2.36%	-10.18%	4.68%	20.37%	14.69%
EBIT增长率	5.03%	-10.88%	-16.64%	19.29%	20.84%	16.09%
净利润增长率	29.31%	-8.92%	-6.82%	18.54%	19.96%	16.17%
总资产增长率	68.19%	1.26%	4.15%	5.19%	14.71%	13.74%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	52.2	64.2	87.1	95.0	90.0	90.0
存货周转天数	138.8	151.5	167.2	182.0	170.0	170.0
应付账款周转天数	90.4	115.6	148.3	150.0	150.0	150.0
固定资产周转天数	93.5	107.4	133.3	118.1	92.7	75.7
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-45.00%	-44.41%	-32.30%	-38.88%	-45.04%	-49.06%
EBIT利息保障倍数	-31.1	-7.1	-6.1	-13.9	-12.4	-11.0
资产负债率	27.33%	25.57%	26.61%	21.44%	22.48%	22.70%

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
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	0	0	0	0

来源：朝阳永续

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“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 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 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

### 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：

买入：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 20%以上；  
增持：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 5%－20%；  
中性：预期未来 6－12 个月内变动幅度在 -5%－5%；  
减持：预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 5%以下。

**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，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唯一因素。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邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话: (8621)-61038271

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: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD