

岷江水电（600131） 电力

— “复产超预期” + “新能源” 提升公司业绩

投资评级 谨慎推荐 公司评级 A 收盘价 7.18 元

投资要点：

- ※ **震后恢复生产超预期。** 岷江水电在 08 年地震灾害中主要水电资产受破坏严重，公司 08 年业绩出现严重亏损。根据实地调研的情况，我们认为经过一年多的抢修，除草坡电厂在 09 年不能完全恢复发电外，公司的主要受损发电站都已经相继恢复到震前的水平，整体恢复期远低于预计时间，公司已经度过了最艰难时期，发电量的回升已呈必然态势，预计 09 年公司将扭亏并且业绩将有较大幅度提高。
- ※ **新电站投产提升公司发电规模。** 公司这几年陆续有新电站投产，包括杨家湾电站、九加一电站、以及重点开发的小金川流域。其中杨家湾和九加一将在 2010 年投产，小金川流域前期开发也有部分机组在 2010 年投产，公司参与开发容量将达到 33.3 万千瓦，权益装机规模达到 8.64 万千瓦，由于这几个电站所在地区的利用小时数通常在 6000 小时以上，因此未来将成为公司重要的发电项目。
- ※ **新津多晶硅年内投产明显增厚业绩。** 公司参股的新津多晶硅是四川重点发展的多晶硅项目之一，该项目一期年产 1000 吨生产线将于年内投产。虽然目前多晶硅市场价格回落较大，考虑到另一参股方天威保变拥有完整的太阳能产业链，因此不存在产能过剩问题，加上公司可以提供较低的电价来降低成本，因此多晶硅项目将是公司未来重要的利润增长点。

估值与投资建议：

岷江水电 09 年到 11 年的 EPS 将分别达到 0.15 元、0.42 元和 0.67 元，年增长率分别达到 180%和 60%。考虑到公司恢复生产的超预期加上具有较高利润空间的多晶硅项目即将投产，未来具有较强的成长性，股价仍具有较大的上升空间，因此给与“谨慎推荐”的评级。

	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入（百万元）	417	851	957	1150
营业收入增长率	-46.85%	103.98%	12.46%	20.17%
净利润（百万元）	-303	77	131	240
净利润增长率	-331%	112%	70.13%	83.21%
EPS（元）	-0.60	0.15	0.42	0.67
ROE	-54.7%	12.2%	17.2%	23.9%
P/E	-11.97	47.26	27.69	15.13
P/B	6.55	5.75	4.76	3.62
EV/EBITDA	-48	21	14	9

2009 年 8 月 3 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	7.40/2.39
上证指数/深圳成指	3088.37/12258.79
50 日均成交额(百万元)	65.51
市净率(倍)	5.31
股息率	

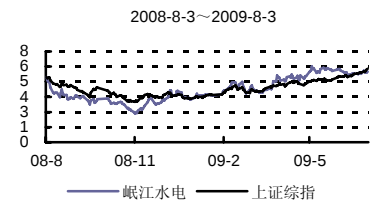
基础数据

流通股(百万股)	363.05
总股本(百万股)	504.13
流通市值(百万元)	2120.21
总市值(百万元)	2944.09
每股净资产(元)	1.10
净资产负债率	228.48%

股东信息

大股东名称	阿坝州水利电网资产经营公司
持股比例	23.91%

52 周行情图



相关研究报告

联系方式

研究员：	常格非，周海鸥
电 话：	021-51097188-1925
电 邮：	changgefei@gyzq.com.cn
联系人：	朱厚中
电 话：	(86-21) 51097188-1853
电 邮：	zhuhouzhong@gyzq.com.cn
地 址：	中国上海市浦东南路 379 号金穗大厦 15F（200120）

目 录

第 1 部分 公司简介.....	3
1.1 公司简介及股权结构.....	3
1.2 岷江水电主要电力资产.....	3
第 2 部分 经营情况.....	4
2.1 公司自发电、购电规模稳定增长.....	4
2.2 公司具有较强的盈利能力.....	5
第 3 部分 投资亮点.....	5
3.1 灾后复产进度超预期，09 年将全面盈利.....	6
3.2 区域开发带来新电站投产提升公司发电规模.....	6
3.3 多晶硅项目 09 年内投产明显增厚公司业绩.....	7
3.4 多晶硅项目盈利分析.....	8
第 4 部分 盈利预测.....	9
第 5 部分 估值与投资建议.....	12

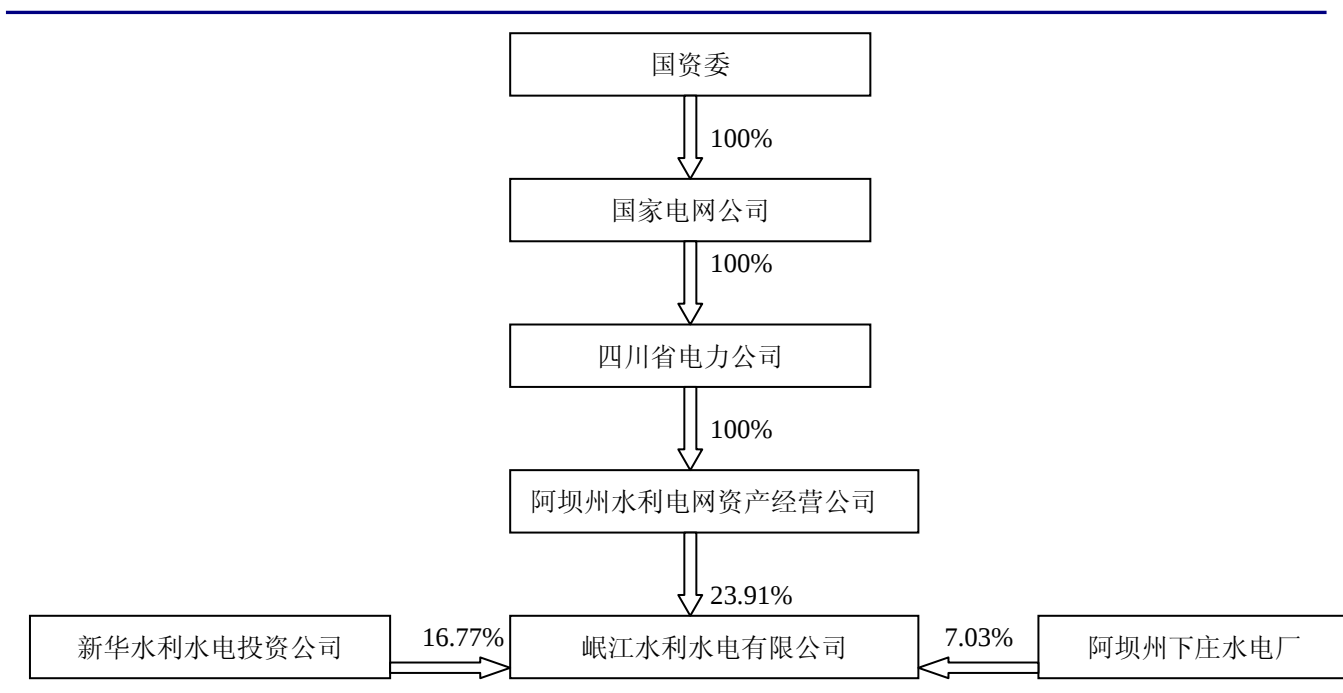
第 1 部分 公司概况

1.1 公司简介及股权结构

岷江水利水电有限公司集发电、购售电为一体的地方性水电公司，由于公司拥有独立的输配电网络及水电站，因此公司同时也是一个兼“电网”和“电站”的复合型水电上市公司。公司超过约 70% 的电量服务于阿坝自治州内，剩余电量输送至成都、都江堰及其周边地区。

公司的主要股东都是阿坝自治州当地国资部门及其下属公司，前三大股东分别是阿坝州水利电网资产经营公司，新华水利水电投资公司以及阿坝州下庄水电厂。

图 1： 公司主要股东及控股情况



资料来源：公司公告 国元证券研究中心

1.2 岷江水电主要电力资产

岷江水电的主要电站的总装机容量达到 59.1 万千瓦，权益装机容量为 32 万千瓦。公司的主要电站资产包括下庄、沙牌、草坡、铜钟四个直属电站，这四座电站皆为 1995 年至 2001 年之间建成投产，目前是公司发电侧最主要的收入来源，权益装机容量达到 15.1 万千瓦，年平均自发电量维持在 8 亿千瓦时左右。

表 1： 公司直属发电资产

电站	装机构成（万千瓦）	权益比例	权益装机（万千瓦）	投产时间
下庄电站	0.136+0.16+0.15+0.125+0.15+0.5	100%	1.2	1998 年
沙牌电站	2×1.8	100%	3.6	1998 年
草坡电站	2×1.5 +1×1.6	100%	4.6	1996 年（扩建）
铜钟电站	3×1.7（铜钟）+2×0.3（南新二级）	100%	5.7	2001 年
合计	15.1	100%	15.1	--

资料来源： 国元证券研究中心

除了直属电站外，公司目前还参股两个重要项目，福堂水电站和黑水冰川水电站，其中福堂水电站公司权益装机容量达到 14.4 万千瓦，为公司目前装机容量的一半，黑水冰川的权益装机容量达到 2.48 万千瓦。

表 2：公司参股重要发电站

电站	装机构成（万千瓦）	权益比例	权益装机容量（万千瓦）
福堂	4×9	40%	14.4
黑水冰川	8	31%	2.48
合计	44	--	16.88

资料来源：国元证券研究中心

公司还拥有拥有 5 座 110kV、4 座 35kV 变电站（09 年 6 月公司还收购了 110KV 棉簇沟输变电资产），7 条 110kv，5 条 35kv 输电线路，总长超过 600 公里。

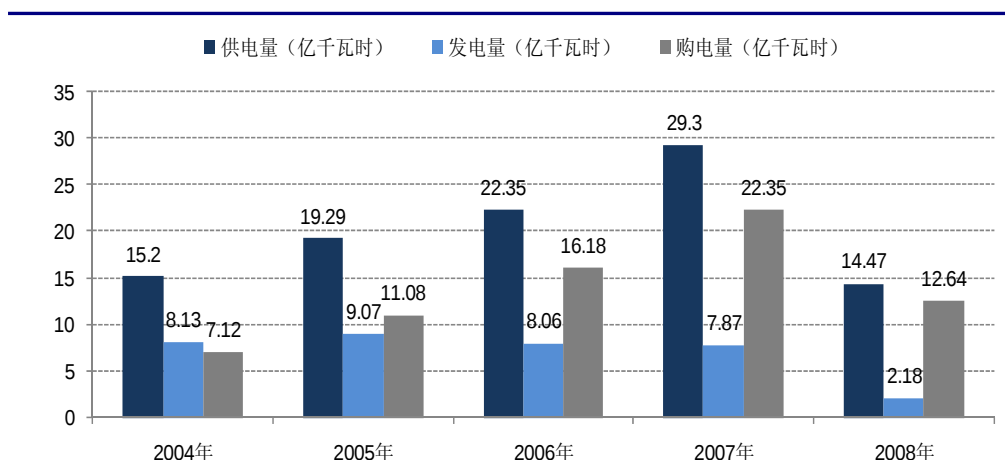
第 2 部分 经营情况

2.1 公司自发电、购电规模稳定增长

岷江水电主营水电主营水电，曾经也涉足电子材料及有色行业，但近几年来水电收入占比超过 98%。公司对外供电主要由自发电和外购电两部分组成，自发电由公司下属的水电完成，购电主要从四川电网按照趸售合同买入。总体来看，公司的购电量要远远大于自发电量，公司的“电网”属性较为明显。

从近五年来看，公司的总供电量规模在逐步提高，07 年公司的供电量达到 29.3 亿千瓦时，自发电量和购电量也分别达到 7.87 亿千瓦时和 22.35 亿千瓦时，08 年由于受地震破坏影响，供电量、发电量、购电量都出现了大幅度下滑。从供电结构来看，公司的自发电量占比较低，已经从 04 年的 53%降低到 08 年的 15%，但我们认为随着公司未来新电站的投产，自发电比例将会有明显的提升。

图 2 公司自发电、购电、供电量图



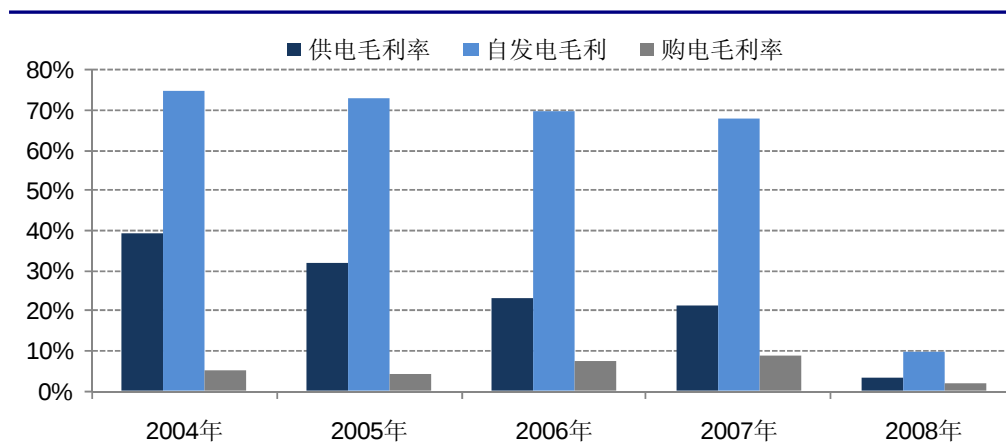
资料来源：国元证券研究中心

公司整体毛利率呈下降态势，主要是由于外购电的毛利率出现了明显的下滑，同时

外购电的比重远远高于自发电的比重（07 年和 08 年分别占供电总量达到 76%和 87%），未来随着新机组投产带来的自发电量的比例提高，公司的总体毛利率会稳步提升。

2.2 公司具有较强的盈利能力

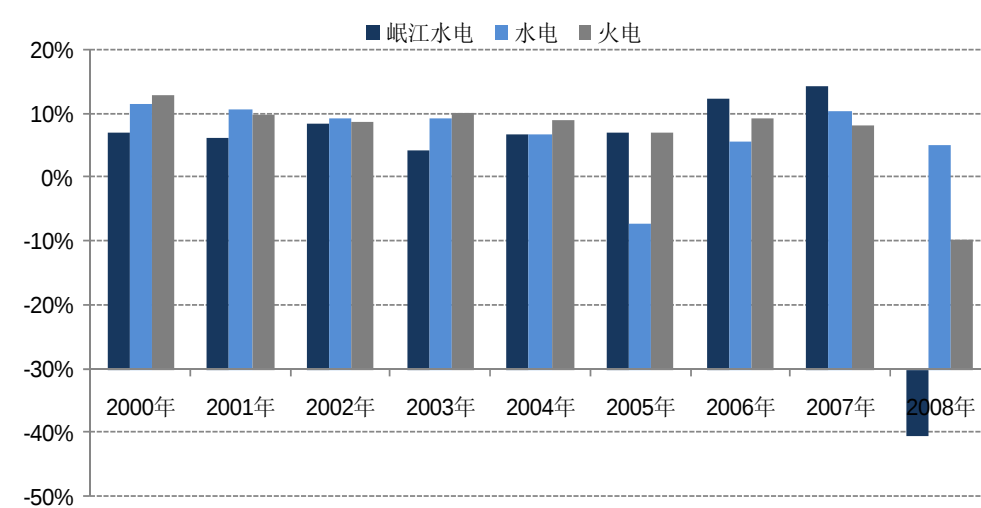
图 3 公司供电、发电、购电毛利率



资料来源：国元证券研究中心

岷江水电的净资产收益率从 04 年开始已经高于水电行业的平均水平，06 年和 07 年分别高于水电行业平均水平 6.63%和 3.83%，08 年公司的主要电站在地震中遭到破坏，ROE 仅为-40%，但我们认为这一状况在 09 年将会得到改变。

图 4 公司与行业 ROE 对比



资料来源：国元证券研究中心

第 3 部分 投资亮点

根据实地调研，我们认为岷江水电的投资亮点集中于以下三个方面。

- ① 灾后被破坏的电力资产逐步恢复发电，将使公司在 09 年彻底扭亏为盈，业绩较 08 年大幅度提升。
- ② 公司近两年内陆续有新的水电站投入运营，公司发电规模将有显著提高，同时公司中期战略对小金川流域的开发将使公司的成长性得到保证。
- ③ 公司受益于国家新能源产业振兴规划，参股的新津多晶硅项目即将投产，未来会成为公司一个重要的利润来源。

3.1 灾后恢复进度超预期，09 年将全面盈利

08 年“5.12”地震严重破坏了岷江水电公司的电力设备，公司遭受了历史上从未有过的几重创。其中：铜钟电站、下庄电站、草坡电站、沙牌电站，的发电设备及部分建筑设施受损较为严重；现有除都江堰片区 3 座 110kv 及 2 座 35kv 变电站受损较轻外，其余地处汶川境内的 5 座 110kv 及 2 座 35kv 变电站均在这次灾害中严重受损；公司参股的福堂水电站也受到了较大的破坏。由于地震影响，公司 08 年业绩出现大幅度下滑，公司账面财产损失 1.55 亿元（其中固定资产损失 15,351 万元，在建工程损失 152 万元，不含投资单位在建工程损失）。实现营业收入 4.17 亿元，较上年同期减少 46.85%；营业利润亏损 1.78 亿元，较上年同期减少 226.11%；净利润的亏损则高达 3.03 亿元，同比大幅下降 331.23%；公司每股收益为 -0.6 元，较上年的 0.26 元亦大幅减少 330.77%。

根据实地调研的情况，我们得知经过一年多的抢修，除了草坡电厂在 09 年不能完全恢复发电外，公司的主要受损发电站都已经相继恢复到震前的水平，整体恢复期远低于预计时间。发电量的逐步恢复带来了公司业绩的稳定恢复，分单季度看主营业务收入在去年的 3 季度达到最低点后，从 4 季度开始有所好转。由于每年的 1 季度是来水的淡季，通常在一年中发电量较少，因此我们认为随着 2、3 季度来水丰期的到来，公司的主营收入将增加；从营业利润、净利润及每股收益来看，营业利润在 1 季度达到 -0.46 亿元，环比 08 年 4 季度单季上升了 63.78%，净利润环比上升了 70.55%，每股收益环比上升了 70.69%。公司已经度过了最艰难时期，利润额的回升已呈必然态势，预计 09 年业绩将大幅度回升。

表 3：公司季度盈利状况

项目	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2009Q1
主营业务收入	1.17	0.41	0.78	0.74
营业利润	-0.04	-0.55	-1.27	-0.46
净利润	-1.06	-0.58	-1.46	-0.43
每股收益	-0.213	-0.11	-0.29	-0.085

资料来源：国元证券研究中心

3.2 区域开发带来新电站投产提升公司发电规模

岷江水电目前拥有较多的水电开发项目，其中 2010 年及未来两年将陆续投产的水电站分别是金川杨家湾水电站、理县九加一水电站，以及正在重点开发的小金川流域。公司参与开发容量将达到 33.3 万千瓦，权益装机规模达到 8.64 万千瓦。

表 4：公司新开发水电项目

项目	装机容量（万千瓦）	权益比	权益容量（万千瓦）	投产时间
杨家湾水电站	1.93	98%	1.89	2010 年

理县九加一水电站	1.36	55%	0.75	2010 年
小金川流域（前期）	30	20%	6	2010 年-2012 年
合计	33.3	--	8.64	

资料来源：国元证券研究中心

① **杨家湾水电站**。该电站工程位于阿坝州金川县境内,电站距金川县城约 25 公里,杨家湾水电站系综合利用新扎沟与卡拉足沟水能资源用闸坝和低坝取水的引水式水电站。杨家湾水电站新扎沟的坝址位于新扎沟大金包装厂附近,卡拉足沟的坝址位于莫洛角沟口下 400 米处,厂址位于集沐乡电站附近卡拉足沟右岸,引水线路沿新扎沟与卡拉足沟两河间的日榜梁子山布置,经长约 8.87 公里的引水隧洞在集沐乡电站附近卡拉足沟右岸建厂发电。电站总装机容量为 1.89 万千瓦,设计年发电量 1.15 千瓦时,装机年利用小时数 6103 小时,项目总投资 1.3 亿元。电站计划 08 年内投产,但由于受地震影响计划被推迟,根据调研我们得知电站将于 2010 年投产发电。

岷江水电于2007年8月30日分别受让了金川县国有资产经营有限公司持有的杨家湾47%的股权以及四川汇源矿业有限公司持有的杨家湾51%的股权,至此岷江水电将控股杨家湾水电98%的股权,成为第一大股东。

② **理县九加一水电站**。岷江水电拥有九加一电站55%的股权。九加一电站一共分为两级,一颗印一级电站装机容量为2×0.2万千瓦,多年平均发电量1936万千瓦时,年发电利用小时数为4842 小时;一颗印二级电站装机容量为3×0.32万千瓦,多年平均发电量达到4322.39万千瓦时,年发电利用数为4502 小时。该电站将在2010年投产。

② **小金川流域水电开发**。小金川流域水力资源较为丰富,是四川省重要的水电开发流域,目前已经成为岷江水电公司重点开发的项目。2007 年 9 月,岷江水电于中国水利水电建设集团公司以及中国水利水电第十四工程局共同出资组建了四川小金川流域水电开发公司,其中水利水电建设集团占 51%股权、水电十四局占 29%股权,岷江水电占 20%股权。目前流域前期开发总装机约为 30 万千瓦,岷江水电权益容量 6 万千瓦,年拥有发电量接近 3 亿千瓦时,约占公司目前年发电量的 40%以上。根据调研情况看,公司将在未来 2 到 3 年内陆续建成 6 家电站(美卧、木坡、杨家湾、春堂坝、小金、三叉),从目前的工程进度看,在 2010 年内将有三家电站的首台机组投产发电。

除了先期正在开发的 6 座电站为,后期将继续进行梯级开发,小金川未来将成为岷江水电的重要水电资源。

表 4: 小金川流域开发水电项目

项目	美卧	木坡	杨家湾	春堂坝	小金	三叉
装机容量(万千瓦)	5.6	4	6	4.8	1.7	8
发电量(亿千瓦时)	2.4	2.01	2.98	2.43	0.88	3.99

资料来源：国元证券研究中心

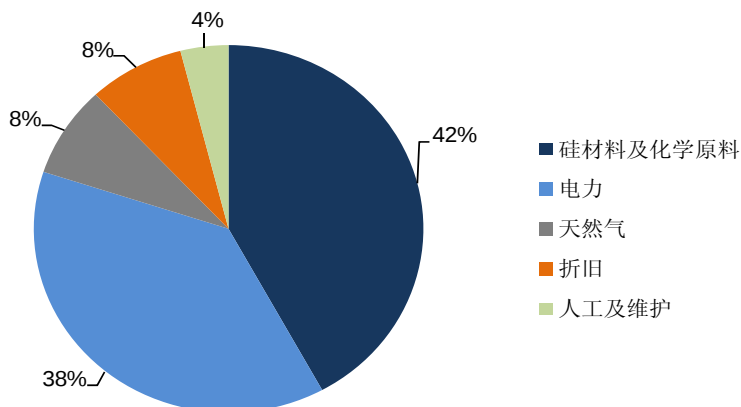
3.3 多晶硅项目 09 年内投产,明显增厚公司业绩

公司投资多晶硅生产,参与新能源项目是市场关注的另一个热点。2007 年岷江水电出资 1.32 亿元(占总股本 14%)参与组建的天威四川硅业有限公司,四川硅业公司目标是在新津建成年产 3000 吨多晶硅生产线,项目总投资达到 27 亿元。根据实地调研情况,项目一期 1000 吨将在 09 年 11 到 12 月份投产,预计 2010 年产能将达到 1500 吨,2011 年将达到设计规模的 3000 吨。

3.4 多晶硅项目盈利分析

多晶硅生产成本 就我国目前国内普遍采用的改良西门子法提纯的多晶硅技术而言，其成本主要由硅材料及化学原料（氯气、氢）、电力、天然气、折旧、人工及其维护成本构成，其中材料成本约占 42%，电力成本约占 38%，天然气成本占 8%，折旧占 8%，剩余为人工及维护成本。

图 5： 多晶硅成本构成

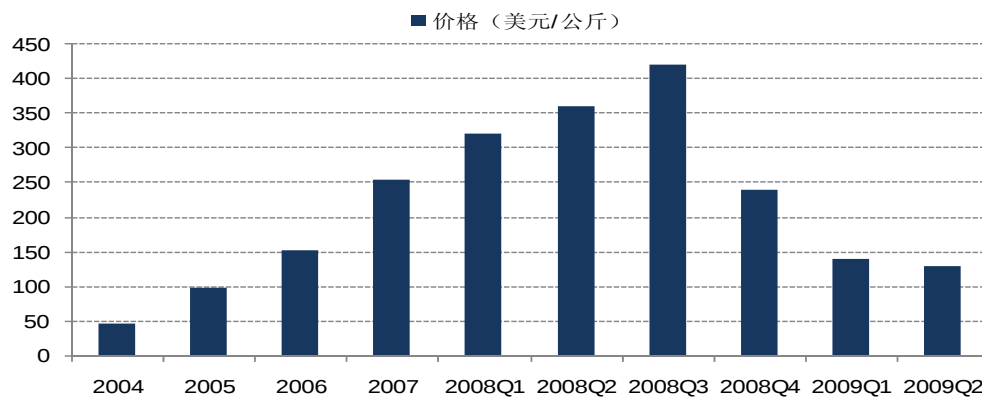


资料来源： 国元证券研究中心

不考虑现有提纯技术的革新，从生产成本来看，其中硅材料及化学原料的价格受市场供求影响，具有较大的不确定性，成本控制的难度较大；按照目前国内的平均水平，生产 1 公斤多晶硅需要 200 度电左右，由于硅业公司所处的新津地区属于岷江水电的供电范围之内，公司通过直供电的方式供电，这样会有有效的降低成本。

多晶硅销售价格 多晶硅的市场价格已经从 08 年的最高点（约 500 美元/公斤）明显回落，这主要是由于前几年多晶硅供给的严重不足。随着对多晶硅暴利追逐的加剧，更多的投资集中于该行业，使得供求矛盾得到了明显的改善，目前多晶硅的市场价格维持在 80 到 100 美元/公斤之间。

图 6： 多晶硅现货价格走势



资料来源： 国元证券研究中心

我们认为即使考虑到产能的扩展以及金融危机对行业的冲击，但由于新能源的发展受各国的重视程度越来越强（我国不断推出光伏产业的振兴规划，“太阳能屋顶”计划

和“金太阳”工程），多晶硅的供需将基本达到平衡，未来 1 到 2 年内的价格将维持在 100 美元上下浮动。

新津多晶硅盈利预测

假设 ① 公司 09 年投产 1000 吨，预计从 10 年到 12 年产能将分别达到 1500、3000、3000 吨。

② 电力成本采用直供电销售电价，取 0.34 元/千瓦时。

③ 电力成本占总成本的 38%，期间费用率取现有投产项目的平均水平 15%

④ 按 14% 股权分享净利润，所得税率为 25%，不考虑股本变动。

⑤ 暂不考虑国家“金太阳”工程对项目的补贴。

表 5：多晶硅项目盈利分析

项目	2010 年	2011 年	2012 年
产量（吨）	1500	3000	3000
销售价格（元/公斤）	680	550	610
销售收入	1020000000	1650000000	1830000000
电力成本	102000000	204000000	204000000
其他成本	268421053	536842105	536842105
总成本	370421053	740842105	740842105
毛利率	63.68%	55.10%	59.52%
主营业务利润	649578947	909157895	1089157895
期间费用	97436842	136373684	163373684
利润总额	552142105	772784211	925784211
净利润	414106579	579588158	694338158
投资收益	57974921	81142342	97207342
股本（亿股）	5.04	5.04	5.04
每股收益（元）	0.12	0.16	0.19

资料来源：国元证券研究中心

根据测算，我们认为在当前价格下，多晶硅项目可以为公司从 2010 年到 2012 年每股增厚分别为 0.12 元、0.16 元和 0.19 元，如果国家“金太阳”补贴政策能很快落实，每股增厚程度还将有所提高。

第 4 部分 盈利预测

4.1 电量预测

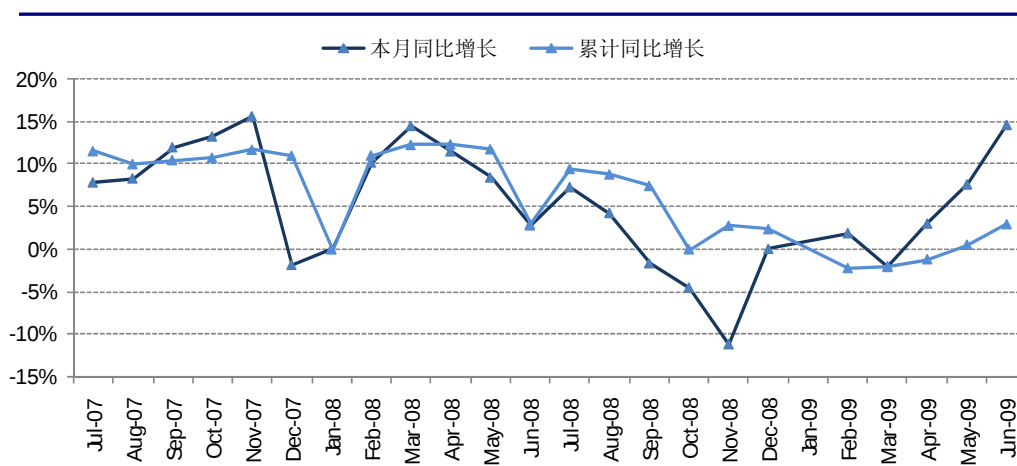
从用电需求来看，无论是四川省还是公司所在的阿坝州，地震以及金融危机带来的用电量需求不足的局面已经得到了明显好转，进入 09 年来四川省用电量增速已经从年初的 1.85% 增加到 6 月末的 14.63%；阿坝州的工业增加值也出现了明显的提高，从年初的 0.9 亿元增加到 6 月的 2.9 亿元，增长率高达 222%。

根据阿坝州统计数据以及调研的情况，灾后恢复重建阿坝州共有 164 个工业项目纳入规划，项目估算总投资 198 亿元。截至 4 月底，开工项目 153 个，占总数的 93.3%，累计完成投资 29.3 亿元。阿坝州当地的主要用电大户（电解铝、化工、水泥）都已经恢

复生产。其中：阿坝铝厂 110 台电解槽已投运 68 台生产，其余 42 台电解槽基本完成修复，至此，11 万吨电解铝生产能力全面恢复；治权紫坪水泥 100 万吨技改扩能项目即将于今年 8 月投产；茂县鑫盐化工 5 万吨氯酸钠扩建已经完成，2 万吨高氯酸钾生产线也已经投产。因此，我们认为经济恢复带来的需求大幅度回升已成定局。

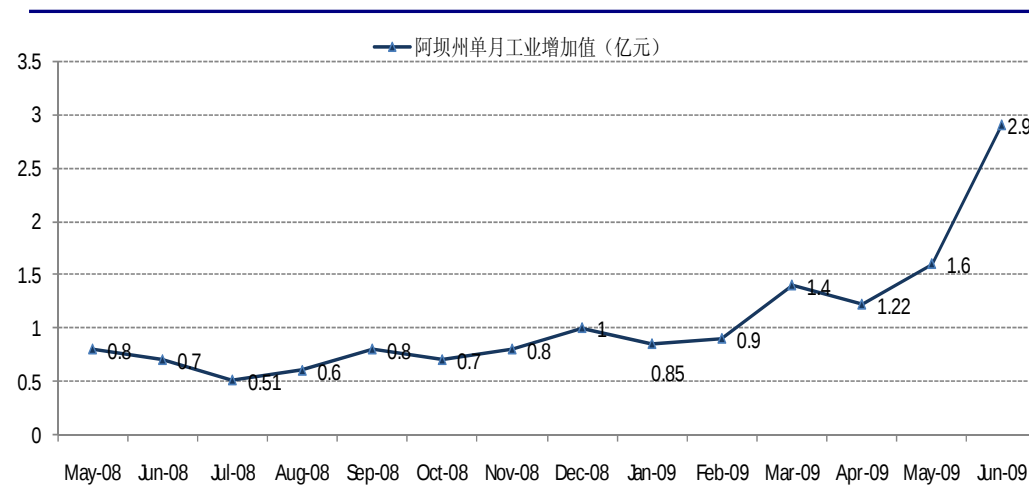
08 年遭受地震破坏后，公司的主要电站的自发电量大幅度下滑，严重影响了公司的业绩，经过一年的灾后恢复，09 年下半年开始，包括直属电厂以及参股电站都已经恢复了正常的供电；2010 年公司投资的杨家湾以及九加一电站将陆续投产，自发电量将明显提高。

图 7：四川省发电量增速



资料来源：国元证券研究中心

图 8：阿坝州工业增加值



资料来源：国元证券研究中心

根据调研情况，根据电站复产进度预计公司 09 年的自发电量将维持在 7 亿千瓦时左右，外购电量将达到约 20 亿千瓦时（原计划为 12 到 13 亿千瓦时；2010 年随着杨家湾以及九加一电站的投产，公司自发电比例将提高，预计达到 9 亿千瓦时，购电量将达到 22 亿千瓦时；2011 年小金川流域有新机组投产，公司自发电量将达到 12 亿千瓦时，外购电量达到 24 亿千瓦时。

表 6： 自发电、外购电、供电量预测

项目/年度	2008	2009E		2010E		2011E	
	千瓦时	千瓦时	增速	千瓦时	增速	千瓦时	增速
自发电	2.18 亿	7 亿	221%	9 亿	28.57%	12 亿	30%
外购电	12.64 亿	20 亿	58.22%	22 亿	10%	24 亿	9.09%
总供电	14.82 亿	27 亿	82.19%	31 亿	14.81%	36 亿	16.29%

资料来源： 国元证券研究中心

4.2 电价预测

2009 年度，公司向四川省电力公司购电的价格，仍按川价函[2007]74 号文《四川省物价局关于省电力公司向阿坝州供电价格的函》第一条“四川电网趸售给岷江水利电力股份公司电量结算电价，枯水期基数内，由每千瓦时0.30 元调整为0.31 元（含税价）；枯水期基数外，由每千瓦时0.268 元调整为0.278 元（含税价）。丰水期每千瓦时由0.27 元调整为0.28 元（含税价），实际购电平均价格为0.2807 元/千瓦时（含税价），此部分向关联方所采购电力实际销售平均价格为0.3325 元/千瓦时（含税价）。”根据公司公告，预计09年的平均购电电价将达到0.2812元，由于所购点主要用于由于阿坝州内直供区和都江堰直供区内的大工业用户，因此预计平均销售价格达到0.3396元。假设10年11年的购电价提高到0.2815元，售电价格分别提高到0.3411元和0.3541元。

表 7： 岷江水电购售电价

单位： 元

来源	2008	2009E	2010E	2011E
平均购电电价	0.2807	0.2812	0.2815	0.2815
平均售电电价	0.3325	0.3396	0.3411	0.3541

资料来源： 国元证券研究中心

公司自发电的销售电价采取四川省水电（含小水电）的平均上网电价 0.288 元，平均发电成本 0.145 元。

4.3 电力盈利预测

根据上面对电量和电价的分析，我们预计岷江水电 09 年到 11 年之间的电力毛利率将维持在 22%左右，公司 09 年到 10 年的电力每股收益分别为 0.15 元、0.26 元和 0.48 元。

表 8： 电力盈利预测表

单位： 百万元

项目	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	417	851	957	1150
主营业务成本	402	664	750	850
毛利率（百分比）	3.6%	22%	21%	23%

表 9：岷江水电电力盈利预测表

单位：百万元

项目：	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	417	851	957	1150
营业成本	402	664	750	850
营业税金及附加	1	3	4	6
营业费用	4	7	8	9
管理费用	47	55	60	65
财务费用	61	70	70	80
资产减值损失	40	25	15	15
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-40	60	100	150
营业利润	-178	87	150	275
营业外收入	0	12	0	0
营业外支出	164	10	0	0
利润总额	-342	89	150	275
所得税	-38	12	19	35
净利润	-303	77	131	240
少数股东损益	-0	0	0	0
归属母公司净利润	-303	77	131	240
EPS（元）	-0.60	0.15	0.26	0.48

资料来源：国元证券研究中心

考虑到公司 2010 年多晶硅项目将投产，因此加上上文对多晶硅项目的盈利预测，我们认为公司 09 年到 2011 年的全部每股收益分别为 0.15 元、0.42 元（0.26+0.16 元）、0.67（0.48+0.19）元。

第 5 部分 估值与投资建议

根据上文分析，公司 09 年 11 年的每股收益分别为 0.15 元、0.42 元和 0.67 元，年平均增长率分别达到 180%和 60%。由于 08 年地震使公司损失巨大，出现了历史上少有的亏损，但经过 1 年的建设，公司今年必将盈利，同时未来具有明确的产能扩张以及水电上网电价上调的可能性，加上具有较高利润空间的多晶硅项目即将投产，因此我们认为，公司未来具有较强的成长性，股价仍具有较大的上升空间，因此给与“谨慎推荐”的评级

附录：财务预测表（百万元）

资产负债表	2008	2009E	2010E	2011E	利润表	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	227	491	522	692	营业收入	417	851	957	1150
现金	103	197	222	370	营业成本	402	664	750	850
应收账款	35	26	27	28	营业税金及附加	1	3	4	6
其它应收款	68	75	74	73	营业费用	4	7	8	9
预付账款	11	30	31	28	管理费用	47	55	60	65
存货	0	3	2	2	财务费用	61	70	70	80
其他	10	160	166	192	资产减值损失	40	25	15	15
非流动资产	1603	2234	2992	3804	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	438	496	545	595	投资净收益	-40	60	181	247
固定资产	404	1058	1715	2406	营业利润	-178	87	231	372
无形资产	17	21	25	30	利润总额	0	89	289	453
其他	744	660	706	773	所得税	164	10	29	42
资产总计	1831	2725	3514	4497	净利润	-342	89	260	411
流动负债	650	982	1034	1077	少数股东损益	-38	12	35	55
短期借款	280	351	359	343	归属母公司净利润	-303	77	225	356
应付账款	39	54	63	72	EPS（元）	-0.6	0.15	0.42	0.67
其他	331	577	613	662	现金流量表	2008	2009E	2010E	2011E
非流动负债	616	1101	1707	2407	经营活动现金流	176	13	184	280
长期借款	555	1055	1655	2355	净利润	-303	77	131	240
其他	61	46	52	52	折旧摊销	34	34	65	99
负债合计	1266	2083	2742	3484	财务费用	61	70	70	80
少数股东权益	11	11	11	11	投资损失	40	-60	-100	-150
股本	504	504	504	504	营运资金变动	184	-129	19	5
资本公积	49	49	49	49	其它	160	21	-1	7
留存收益	1	78	209	449	投资活动现金流	11	-646	-718	-767
归属母公司股东权益	554	631	762	1002	资本支出	62	660	763	862
负债和股东权益	1831	2725	3514	4497	长期投资	-113	42	50	50
主要财务指标	2008	2009E	2010E	2011E	其他	-40	56	95	145
营业收入	417	851	957	1150	筹资活动现金流	-144	727	558	634
毛利率(%)	3.7%	22.0%	21.6%	26.1%	短期借款	-263	71	8	-16
ROE(%)	-54.7%	12.2%	17.2%	23.9%	长期借款	425	500	600	700
毛利率(%)	3.7%	22.0%	21.6%	26.1%	普通股增加	0	0	0	0
P/E	-11.97	47.26	27.69	15.13	资本公积增加	-10	0	0	0
P/B	6.55	5.75	4.76	3.62	其他	-296	157	-50	-50
EV/EBITDA	-48	21	14	9	现金净增加额	43	94	25	147
主要财务比例	2008	2009E	2010E	2011E	主要财务比例	2008	2009E	2010E	2011E
成长能力					营运能力				
营业收入	-46.9%	104.0%	12.5%	20.2%	总资产周转率	0.21	0.37	0.31	0.29
营业利润	-226.1%	-51.3%	72.9%	83.2%	应收账款周转率	6	11	13	16
归属于母公司净利润	-331.2%	-74.7%	70.7%	83.0%	应付账款周转率	10.27	14.26	12.81	12.57
获利能力					每股指标（元）				
毛利率	3.7%	22.0%	21.6%	26.1%	每股收益(最新摊薄)	-0.60	0.15	0.42	0.67

净利率	-72.7%	9.0%	13.7%	20.9%	每股经营现金流	0.35	0.03	0.37	0.56
ROE	-54.7%	12.2%	17.2%	23.9%	每股净资产	1.10	1.25	1.51	1.99
ROIC	-12.5%	9.4%	9.3%	11.4%					
偿债能力									
资产负债率	69.2%	76.5%	78.0%	77.5%					
净负债比率	72.82%	81.88%	84.40%	86.05%					
流动比率	0.35	0.50	0.51	0.64					
速动比率	0.35	0.50	0.50	0.64					

国元证券投资评级体系：

(1) 公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 ±5%” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

(2) 行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责声明：

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn