

湘财证券研究所

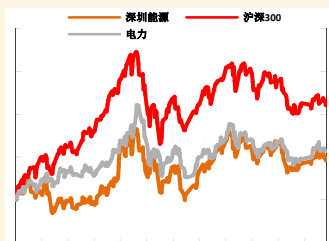
电力公用事业研究小组

研究员 吴江

Tel: 021-68634510-8009

E-Mail: wj2853@xcsc.com

深圳能源近1年走势



□2010年3月15日公司调研纪要

我们于3月15日对公司进行了调研，调研纪要如下：

1: 公司发展战略

公司未来发展战略的主线为“一个中心、三个支柱”，即紧紧围绕电力主业这个中心，在此基础上大力发展金融、环保和物流三大支柱业务。

2: 传统发电业务

传统发电业务方面，2010年将有机和拉塔风电（20×1.5 万千瓦）、满洲里风电（46×0.15 万千瓦）和安所固加纳（20×10 万千瓦）等机组投产。此外，09年9月投产的河源电厂二号机组全年贡献产能。项目储备上，滨海电厂（4×100 万千瓦）一期两台机组或在今年获批；有望参股中广核岭澳核电三期项目（2×100 万千瓦），该机组将在2016年投产。

公司2010年重点合同煤价约590元/吨，重点合同煤量约占公司煤炭总消耗量的70%，履约率可达80%以上，运费约为68元/吨。公司目前正在积极开拓海优质煤源，到岸价较国内煤炭低50元/吨

公司占深圳市电力市场份额45%左右，由于西南地区的特大干旱，西电东送深圳市电量下滑，公司今年市场份额将超过50%。

3: 金融业务

公司金融业务重点将放在财务公司的发展上，为集团企业提供内部转贷，以有效利用资金，减少财务费用。2010年，公司将继续择机出售所持有的部分上市公司股票。

4: 物流业务

物流业务方面，公司下设深圳能源物流公司和深圳能源运输有限公司。现有7万吨级散货船2艘，正在建造的4艘7万吨级货船将于今年底或明年初交付使用，另计划购买1艘二手货船（7万吨级）。

5: 环保业务

垃圾发电：

公司目前拥有南山、宝安和盐田三个垃圾发电厂，总装机容量为4.2 万千瓦，处理能力为2450吨/日。另有宝安二期（2×3 万千瓦、3000吨/日）、南山二期（1×2 万千瓦、800 吨/日）和武汉垃圾发电项目（1×2.2 万千瓦、1000吨/日）三个在建项目。此外，公司正在积极争取龙岗5000吨级垃圾发电项目。

公司垃圾发电项目的垃圾处理费为148 元/吨，由于深圳市垃圾处理费用标准为每个家庭15 元/年，其所收费用远高于支付给公司的处理费，因此处理费不存在拖延现象，按月支付、现金流十分稳定。公司垃圾发电项目还享受垃圾发电增

值税即征即退、垃圾处理收入不征收营业税等优惠政策。

公司十分重视垃圾发电项目的发展，在引进、吸收国外技术的基础上，形成完全自主知识产权。未来，深能环保将通过一系列的整合以及与国外厂商的合作，拓展国内日益壮大的垃圾发电市场，成为提供全流程解决方案的一体化服务商（EPC）。

#### 火电厂废水处理：

公司着力打造的火电厂水处理技术取得突破，在国内首次采用“预处理+蒸发+结晶”工艺处理脱硫废水，实现了河源电厂脱硫废水的零排放。公司有意在火电厂废水处理领域进行积极拓展。

#### 火电脱销：

公司目前已经拥有火电脱销的技术储备，随着氮氧化物污染控制提上日程，也将积极开拓脱销（EPC）市场。

## □ 调研结论

### 1. 金融、物流业务服务于发电主业、环保业务则是未来亮点

公司未来发展战略的主线为“一个中心、三个支柱”，即紧紧围绕电力主业这个中心，在此基础上大力发展金融、环保和物流三大支柱业务。我们一直认为，由于发电业务的公用事业性质，电力企业的差异化发展是该行业的一大特点。从公司的发展战略来看，其金融业务的功能主要是平滑业绩和为集团企业提供内部转贷以节省财务费用；其物流业务的功能则为确保公司燃料供应渠道的畅通。这两大支柱业务仍主要是为公司发电主业服务，在火电类企业中屡见不鲜。同时，发电企业电力业务的增长较为透明，存在超预期的可能性较小。因此，我们更感兴趣的是公司的另一大支柱业务，即环保业务的发展。我们认为，以垃圾发电为代表的环保类业务将是公司未来业绩的一大亮点。

表1：电力企业的差异化发展

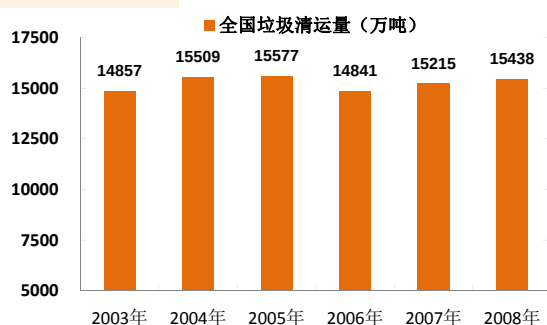
| 电力企业差异化发展    | 代表性公司            |
|--------------|------------------|
| 煤、电、有色等纵向一体化 | 华能国际、内蒙华电、漳泽电力 等 |
| 综合能源供应       | 申能股份、广州控股 等      |
| 水、火和新能源发电并进  | 国电电力、川投能源、国投电力 等 |
| 专注于清洁能源发电    | 长江电力 等           |
| 热电联产         | 天富热电、京能热电、宁波热电 等 |
| 电力环保         | 九龙电力、深圳能源、凯迪电力   |

数据来源：湘财证券研究所

## 2. 垃圾发电市场广阔、公司抢占未来制高点

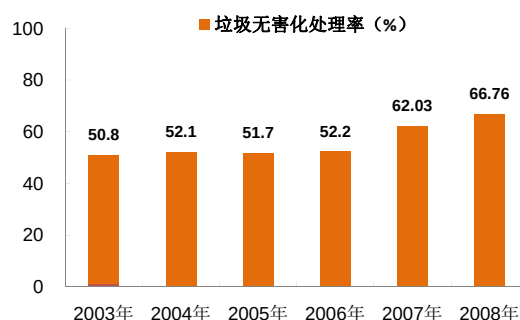
目前，我国城市生活垃圾处理面临严峻挑战。一方面，随着我国城市化进程的加快和居民生活水平的提高，城市生活垃圾以年均增长率8-10%的速度迅猛增加。中国城市生活垃圾年产生量超过1.2亿吨，占全世界年产垃圾的四分之一以上。“十一五”期间，我国城市生活垃圾清扫量稳定在1.5亿吨左右，而1981-2008年我国城市生活垃圾清扫量由3132万吨猛增至15438万吨，增长了近5倍。垃圾堆存量已逾70亿吨，侵占土地面积达80万亩。全国670多座大中城市中，约有三分之一陷于垃圾包围中，而且这一趋向有日益加剧之势。

图 1：2003-2008 年我国城市生活垃圾清运量



数据来源：国家统计局 湘财证券研究所

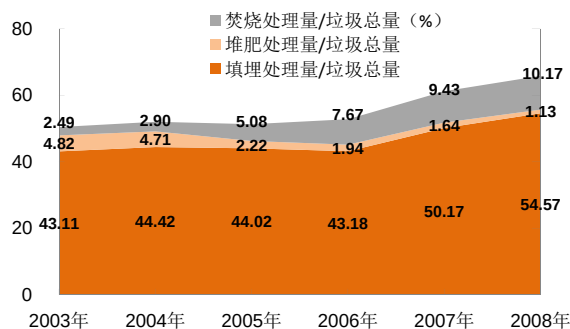
图 2：2003-2008 年我国城市生活垃圾无害化处理率



数据来源：国家统计局 湘财证券研究所

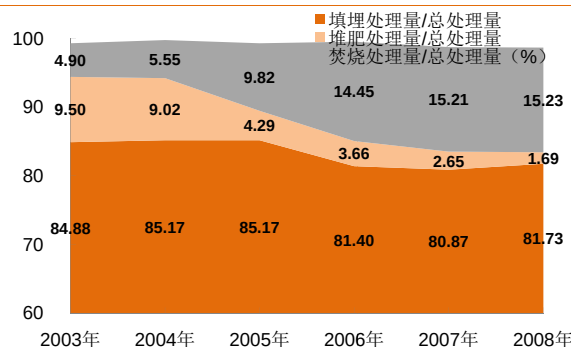
另一方面，虽然“十一五”期间我国城市垃圾的无害化处理率由50.8%上升到66.76%，但仍处于较低的水平，大量垃圾得不到有效处置。同时，我国城市垃圾的无害化处理手段仍以填埋为主，占用了大量的耕地且多数填埋场采用简易填埋方式，也没有彻底解决渗漏问题，造成土地被占用后几乎是永远丧失了耕种的价值，并且对地下水造成了严重污染。国家环境保护局2002年的抽样调查显示，全国城市生活垃圾填埋场所在地地下水有86%超过国家标准。

图 3：2003-2008 年不同垃圾处理方式占总清运量比



数据来源：国家统计局 湘财证券研究所

图 4：2003-2008 年不同垃圾处理方式占总处理量比



数据来源：国家统计局 湘财证券研究所

与填埋和堆肥处理相比，垃圾焚烧处理具有减量化（减重80%）、占地少、二次污染小、焚烧余热可用于发电、供热。对于经济发达、土地资源紧缺的地区来说，垃圾焚烧发电是非常理想的垃圾处理方法。

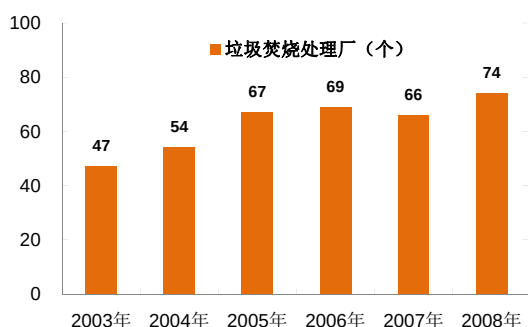
表2：垃圾无害化处理三项技术比较

| 比较项目   | 卫生填埋                      | 焚 烧                       | 堆 肥                        |
|--------|---------------------------|---------------------------|----------------------------|
| 技术可靠性  | 可靠,属传统处理方法                | 较可靠,国外属成熟技术               | 较可靠,我国有实践经验                |
| 选址难易度  | 较困难                       | 有一定难度                     | 有一定难度                      |
| 占地面积   | 500-900 m <sup>2</sup> /t | 60-100 m <sup>2</sup> /t  | 110-150 m <sup>2</sup> /t  |
| 建设工期   | 9-12 个月                   | 30-36 个月                  | 12-18 个月                   |
| 适用条件   | 对垃圾成分无严格要求,但含水率过高不适用      | 要求垃圾的低位热值大于3767 kJ/kg     | 要求垃圾中可生物降解有机物含量大于40 %      |
| 操作安全性  | 较好,沼气导排要畅通                | 较好,严格按照规范操作               | 较好                         |
| 管理水平   | 一般                        | 很高                        | 较高                         |
| 能源化意义  | 沼气收集后用以发电                 | 焚烧余热可发电                   | 采用厌氧发酵工艺,沼气收               |
| 资源利用   | 封场后恢复土地利用或再生              | 垃圾分选可回收部分物质,              | 堆肥用于农业种植和园林                |
| 稳定化时间  | 5-7a (年)                  | 2 h 左右                    | 15-30d                     |
| 最终处置   | 本身是一种最终处置技术               | 焚烧残渣须作处置,约占进炉垃圾量的10 -15 % | 不可堆肥物须作处置,约占进厂垃圾量的30 -40 % |
| 地表水污染  | 应有完善的渗滤水处理设备,但不易达标        | 残渣填埋时与垃圾填埋方法相仿,但含水量小得多    | 可能性较小,污水应经处理后排入城市管网        |
| 地下水污染  | 须有防渗措施,但仍可能渗漏。人工衬底投资大     | 可能性较小                     | 可能性较小                      |
| 大气污染   | 有轻微污染,可用导气、覆盖、建隔离带等措施控制   | 二恶英控制                     | 有轻微气味,应设除臭装置和隔离带           |
| 土壤污染   | 限于填埋场区域                   | 无                         | 重金属                        |
| 主要环保措施 | 场底防渗、每天覆盖、填埋气导排、渗滤水处理等    | 烟气治理、噪声控制、残渣处置、恶臭防治等      | 恶臭防治、飞尘控制、污染处理、残渣处置等       |
| 投资成本   | 低                         | 高                         | 低                          |
| 处理成本   | 低                         | 高                         | 中等                         |
| 技术特点   | 操作简单,工程投资和运行成             | 占地面积小,运行稳定可               | 技术成熟,减量化、资源化               |
| 主要风险   | 沼气聚集引起爆炸,场底渗漏或渗滤水处理不达标    | 垃圾燃烧不稳定,烟气治理不达标           | 因生产成本过高或堆肥质量不佳而影响产品销售      |

数据来源： 湘财证券研究所

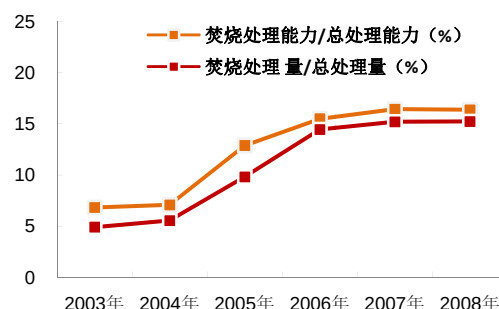
“十一五”以来，我国垃圾焚烧处理得到进一步发展。焚烧处理（发电和供热）厂数量由2003年47个增加到2008年的74个，焚烧处理能力和实际处理量保持两位数的增长。2008年，焚烧处理已经占当年垃圾无害化处理量的15.2%，占垃圾总清运量的10.2%。

图 5：2003-2008 年全国垃圾焚烧处理厂数



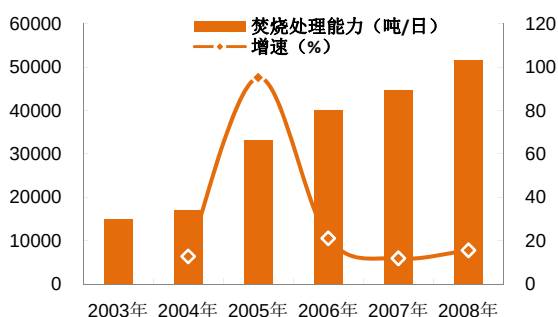
数据来源：国家统计局 湘财证券研究所

图 6：2003-2008 年全国垃圾焚烧处理情况



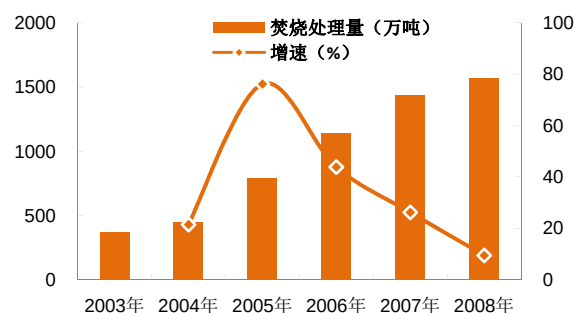
数据来源：国家统计局 湘财证券研究所

图 7：2003-2008 年全国垃圾焚烧日处理能力



数据来源：国家统计局 湘财证券研究所

图 8：2003-2008 年垃圾焚烧年处理量



数据来源：国家统计局 湘财证券研究所

随着我国城市化进程的加快、居民生活水平的不断提高，城市生活垃圾清运量将不断增加。若仅靠填埋进行处理，土地资源紧张和环境污染等问题将日益加剧。因此我们认为，垃圾焚烧发电的处理占比将得到逐步的提高。我们预计，到2020年利用垃圾焚烧发电方法处理的垃圾比重，将从目前的10%左右上升到15-20%；而城市清运垃圾总量则将上升到2.0-2.2亿吨左右；与此相应的是焚烧日需处理能力将达到9-12万吨/日。

表 3：2020 年全国垃圾焚烧日处理能力情景预测（万吨）

| 焚烧处理占比(%)  | 10%  | 15%  | 20%   | 25%   |
|------------|------|------|-------|-------|
| 垃圾清运总量(万吨) |      |      |       |       |
| 18000      | 4.93 | 7.40 | 9.86  | 12.33 |
| 20000      | 5.48 | 8.22 | 10.96 | 13.70 |
| 22000      | 6.03 | 9.04 | 12.05 | 15.07 |
| 24000      | 6.58 | 9.86 | 13.15 | 16.44 |

数据来源：湘财证券研究所

若按照不同电厂处理能力（800-1500吨/日）进行推算，则2020年需要1000吨级处理厂100-120个左右；或是800吨级处理厂125-150个左右。

表 5：2020 年全国垃圾焚烧发电厂数量情景预测（个）

| 日需处理能力(万吨/日) | 9   | 10  | 11  | 12  |
|--------------|-----|-----|-----|-----|
| 电厂处理能力(吨/日)  |     |     |     |     |
| 800          | 113 | 125 | 138 | 150 |
| 1000         | 90  | 100 | 110 | 120 |
| 1200         | 75  | 83  | 92  | 100 |
| 1500         | 60  | 67  | 73  | 80  |

数据来源：湘财证券研究所

目前已有焚烧处理能力越5万吨/日，考虑到新建、改建和扩建等因素，我们预计2020年将新增日处理能力6-8万吨/日；目前处理厂每吨造价约为45-50万元，考虑到未来成本下降等因素，我们认为预计2010-2020年，垃圾焚烧发电将的市场容量大约为250-300亿元。

表 4：2010-2020 年全国垃圾焚烧发电市场容量情景预测（亿元）

| 处理厂单位造价(万元/吨) | 30  | 35  | 40  | 45  |
|---------------|-----|-----|-----|-----|
| 新增日处理能力(万吨/日) |     |     |     |     |
| 5             | 150 | 175 | 200 | 225 |
| 6             | 180 | 210 | 240 | 270 |
| 7             | 210 | 245 | 280 | 315 |
| 8             | 240 | 280 | 320 | 360 |

数据来源：湘财证券研究所



从垃圾发电造价高、对垃圾热值要求高等特性来看，该项处理方法适合于我国东部沿海经济发达、城市垃圾热值高、用地紧张的城市，以及中西部地区的中心城市。从2003-2008年我国各省市垃圾焚烧发电占处理总量的比重情况可以清楚的看到这一现象：浙江、福建、天津、江苏、广东、上海等沿海省市，垃圾焚烧发电的占比显著高于全国平均水平。未来几年，垃圾焚烧发电的主要市场也将集中于这些城市。

表 6：2003-2008 年各省市垃圾焚烧处理占总处理量比重情况（%）

| 省 市 | 2003 年 | 2004 年 | 2005 年 | 2006 年 | 2007 年 | 2008 年 |
|-----|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 浙江省 | 15.00  | 18.35  | 25.91  | 40.72  | 34.47  | 38.51  |
| 福建省 | 3.69   | 3.37   | 9.54   | 19.85  | 36.25  | 36.64  |
| 天津市 | 0.00   | 0.00   | 20.23  | 25.84  | 24.69  | 28.43  |
| 江苏省 | 2.14   | 2.19   | 5.11   | 13.37  | 22.60  | 21.88  |
| 广东省 | 8.73   | 6.02   | 10.15  | 16.37  | 21.25  | 21.74  |
| 上海市 | 5.60   | 11.25  | 16.46  | 17.39  | 15.64  | 16.67  |
| 重庆市 | 2.04   | 0.00   | 11.03  | 17.47  | 26.96  | 16.16  |
| 广 西 | 0.18   | 5.38   | 5.52   | 8.34   | 7.51   | 10.26  |
| 全 国 | 2.49   | 2.90   | 5.08   | 7.67   | 9.43   | 10.17  |
| 山东省 | 0.83   | 0.39   | 1.22   | 0.00   | 7.10   | 8.96   |
| 河北省 | 0.59   | 1.97   | 4.23   | 6.24   | 6.17   | 6.50   |
| 山西省 | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 9.75   | 4.93   | 5.51   |
| 四川省 | 4.41   | 4.36   | 5.06   | 1.04   | 2.13   | 4.64   |
| 河南省 | 0.00   | 1.25   | 6.48   | 6.52   | 4.18   | 4.07   |
| 海南省 | 0.00   | 0.49   | 0.86   |        | 5.12   | 3.54   |
| 吉林省 | 0.00   | 3.34   | 2.81   | 2.67   | 2.89   | 2.91   |
| 安徽省 | 0.20   | 2.21   | 2.14   | 2.59   | 2.62   | 2.48   |
| 北京市 | 1.78   | 1.45   | 1.63   | 1.82   | 0.17   | 2.39   |
| 辽宁省 | 1.87   | 1.90   | 1.90   | 1.93   | 1.89   | 1.83   |
| 黑龙江 | 1.25   | 0.88   | 0.36   | 0.00   | 0.00   | 0.97   |
| 陕西省 | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.28   | 0.48   | 0.41   |

数据来源：国家统计局 湘财证券研究所

我们认为垃圾焚烧发电市场前景广阔，而公司在该项领域拥有国内领先的技术能力和实际运营能力。

技术方面，公司拥有一批优秀的工程设计人员，具有雄厚的科研力量。公司在引进和消化比利时西格斯先进的垃圾焚烧炉和烟气净化系统整套专有技术的基础上，实现全部国产化，成功解决了中国生活垃圾水份大，热值低的技术难点，且排放指标远优于国家环保排放要求，达到了欧盟标准。

实际运营方面，公司具有丰富的经验。公司在深圳拥有三座达到国际先进水平的垃圾焚烧发电厂，日处理生活垃圾2450吨，年处理能力约100万吨。其中，南山垃圾发电厂是引进国外先进设备建成的示范项目；盐田垃圾发电厂是消化吸收引进技术后建成的国家级国产化设备示范项目；公司在建项目包括大工业区（3000吨/日）、南山二期（800吨/日）、宝安二期（3000吨/日）、湖北武汉（1000吨/日）。新项目建成投产后，公司的垃圾日处理量能力将达到10250吨。届时，宝安厂日处理生活垃圾可达4200吨，其将成为国内最大的垃圾焚烧发电厂。

通过调研，我们认为公司将对深能环保将进行一系列的整合、同时与国外厂商寻求合作，以拓展国内日益壮大的垃圾发电市场，从而成为提供全流程解决方案的一体化服务商（EPC），而不是单一的垃圾发电运营商。

我们认为，虽然短期内垃圾发电EPC业务还不能为公司业绩带来实质性贡献，但随着国家政策的进一步明朗以及垃圾发电市场竞争的有序化，公司该项业务具有很大的成长空间，将是未来业绩的一大亮点。我们首次给予公司“增持”的评级。

#### 重要财务指标

单位: 百万元

| 主要财务指标    | 2008  | 2009E | 2010E | 2011E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入      | 10643 | 11407 | 12640 | 13301 |
| 收入同比(%)   | 3%    | 7%    | 11%   | 5%    |
| 归属母公司净利润  | 1035  | 1876  | 1862  | 1994  |
| 净利润同比(%)  | -35%  | 81%   | -1%   | 7%    |
| 毛利率(%)    | 13.1% | 24.6% | 23.8% | 23.3% |
| ROE(%)    | 9.2%  | 14.5% | 12.6% | 11.9% |
| 每股收益(元)   | 0.47  | 0.85  | 0.85  | 0.91  |
| P/E       | 27.31 | 15.06 | 15.18 | 14.17 |
| P/B       | 2.50  | 2.18  | 1.91  | 1.68  |
| EV/EBITDA | 17    | 8     | 8     | 8     |



| 资产负债表          |             |              |              |              | 利润表             |             |              |              |              |
|----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元         |             |              |              |              | 单位:百万元          |             |              |              |              |
| 会计年度           | 2008        | 2009E        | 2010E        | 2011E        | 会计年度            | 2008        | 2009E        | 2010E        | 2011E        |
| <b>流动资产</b>    | 7433        | 7405         | 12092        | 15922        | <b>营业收入</b>     | 10643       | 11407        | 12640        | 13301        |
| 现金             | 2548        | 5149         | 8476         | 12361        | 营业成本            | 9254        | 8604         | 9634         | 10201        |
| 应收账款           | 1082        | 895          | 1370         | 1044         | 营业税金及附加         | 91          | 83           | 92           | 102          |
| 其他应收款          | 144         | 161          | 172          | 184          | 营业费用            | 36          | 33           | 35           | 36           |
| 预付账款           | 385         | 270          | 384          | 384          | 管理费用            | 360         | 373          | 415          | 440          |
| 存货             | 1141        | 918          | 984          | 1015         | 财务费用            | 518         | 400          | 195          | 46           |
| 其他流动资产         | 2134        | 14           | 705          | 934          | 资产减值损失          | 37          | 95           | 0            | 0            |
| <b>非流动资产</b>   | 21951       | 20047        | 18727        | 17143        | 公允价值变动收益        | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 长期投资           | 3614        | 3345         | 3440         | 3424         | 投资净收益           | -82         | 621          | 150          | 150          |
| 固定资产           | 12255       | 12176        | 11415        | 10224        | <b>营业利润</b>     | 266         | 2441         | 2419         | 2626         |
| 无形资产           | 1842        | 1856         | 1854         | 1851         | 营业外收入           | 1068        | 500          | 500          | 500          |
| 其他非流动资产        | 4240        | 2671         | 2019         | 1644         | 营业外支出           | 7           | 10           | 10           | 10           |
| <b>资产总计</b>    | 29385       | 27453        | 30819        | 33066        | <b>利润总额</b>     | 1327        | 2931         | 2909         | 3116         |
| <b>流动负债</b>    | 10048       | 5402         | 6884         | 6714         | 所得税             | 163         | 645          | 640          | 686          |
| 短期借款           | 2187        | 0            | 0            | 0            | <b>净利润</b>      | 1164        | 2286         | 2269         | 2430         |
| 应付账款           | 375         | 323          | 430          | 417          | 少数股东损益          | 129         | 410          | 407          | 436          |
| 其他流动负债         | 7486        | 5078         | 6454         | 6297         | <b>归属母公司净利润</b> | 1035        | 1876         | 1862         | 1994         |
| <b>非流动负债</b>   | 5657        | 6305         | 5915         | 5902         | EBITDA          | 1869        | 4232         | 4119         | 4233         |
| 长期借款           | 4878        | 4878         | 4878         | 4878         | EPS (元)         | 0.47        | 0.85         | 0.85         | 0.91         |
| 其他非流动负债        | 779         | 1427         | 1037         | 1024         |                 |             |              |              |              |
| <b>负债合计</b>    | 15706       | 11707        | 12799        | 12616        | <b>主要财务比率</b>   |             |              |              |              |
| 少数股东权益         | 2394        | 2804         | 3212         | 3648         | <b>会计年度</b>     | <b>2008</b> | <b>2009E</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> |
| 股本             | 2202        | 2202         | 2202         | 2202         | <b>成长能力</b>     |             |              |              |              |
| 资本公积           | 5017        | 5017         | 5017         | 5017         | 营业收入            | 2.8%        | 7.2%         | 10.8%        | 5.2%         |
| 留存收益           | 4106        | 5762         | 7624         | 9618         | 营业利润            | -87.4%      | 818.2%       | -0.9%        | 8.6%         |
| 归属母公司股东权益      | 11285       | 12941        | 14808        | 16802        | 归属于母公司净利润       | -35.2%      | 81.3%        | -0.8%        | 7.1%         |
| <b>负债和股东权益</b> | 29385       | 27453        | 30819        | 33066        | <b>获利能力</b>     |             |              |              |              |
|                |             |              |              |              | 毛利率(%)          | 13.1%       | 24.6%        | 23.8%        | 23.3%        |
| <b>现金流量表</b>   |             |              |              |              | 净利率(%)          | 9.7%        | 16.4%        | 14.7%        | 15.0%        |
| 单位:百万元         |             |              |              |              | ROE(%)          | 9.2%        | 14.5%        | 12.6%        | 11.9%        |
| <b>会计年度</b>    | <b>2008</b> | <b>2009E</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> | ROIC(%)         | 4.5%        | 16.8%        | 17.4%        | 20.3%        |
| <b>经营活动现金流</b> | 1722        | 4802         | 3375         | 3783         | <b>偿债能力</b>     |             |              |              |              |
| 净利润            | 1164        | 2286         | 2269         | 2430         | 资产负债率(%)        | 53.4%       | 42.6%        | 41.5%        | 38.2%        |
| 折旧摊销           | 1085        | 1391         | 1505         | 1561         | 净负债比率(%)        | 52.73%      | 50.21%       | 45.92%       | 46.59%       |
| 财务费用           | 518         | 400          | 195          | 46           | 流动比率            | 0.74        | 1.37         | 1.76         | 2.37         |
| 投资损失           | 82          | -621         | -150         | -150         | 速动比率            | 0.62        | 1.20         | 1.61         | 2.21         |
| 营运资金变动         | -1174       | 493          | 62           | -134         | <b>营运能力</b>     |             |              |              |              |
| 其他经营现金流        | 47          | 853          | -506         | 29           | 总资产周转率          | 0.39        | 0.40         | 0.43         | 0.42         |
| <b>投资活动现金流</b> | -3963       | 843          | 128          | 154          | 应收账款周转率         | 10          | 12           | 11           | 11           |
| 资本支出           | 4120        | 0            | 0            | 0            | 应付账款周转率         | 23.27       | 24.66        | 25.58        | 24.08        |
| 长期投资           | -293        | -189         | 0            | 0            | <b>每股指标 (元)</b> |             |              |              |              |
| 其他投资现金流        | -135        | 654          | 128          | 154          | 每股收益(最新摊薄)      | 0.47        | 0.85         | 0.85         | 0.91         |
| <b>筹资活动现金流</b> | 2742        | -3045        | -175         | -51          | 每股经营现金流(最新摊薄)   | 0.78        | 2.18         | 1.53         | 1.72         |
| 短期借款           | 973         | -2187        | 0            | 0            | 每股净资产(最新摊薄)     | 5.12        | 5.88         | 6.72         | 7.63         |
| 长期借款           | 583         | 0            | 0            | 0            | <b>估值比率</b>     |             |              |              |              |
| 普通股增加          | 0           | 0            | 0            | 0            | P/E             | 27.31       | 15.06        | 15.18        | 14.17        |
| 资本公积增加         | -182        | 0            | 0            | 0            | P/B             | 2.50        | 2.18         | 1.91         | 1.68         |
| 其他筹资现金流        | 1367        | -858         | -175         | -51          | EV/EBITDA       | 17          | 8            | 8            | 8            |
| <b>现金净增加额</b>  | 483         | 2600         | 3327         | 3885         |                 |             |              |              |              |

## 湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

## 重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司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。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。