

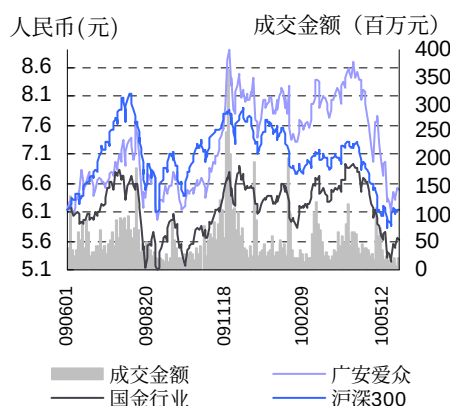
广安爱众 (600979.SH) 燃气水务行业
评级：买入 维持评级
公司研究

市价 (人民币) : 6.50 元

目标 (人民币) : 8.76 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)	237.85
总市值(百万元)	1,546.00
年内股价最高最低(元)	8.91/5.96
沪深 300 指数	2850.30
上证指数	2655.77



从广安迈向西南，迈出成长第一步

公司基本情况(人民币)

项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.153	0.203	0.239	0.292	0.321
每股净资产(元)	1.62	1.82	2.06	2.35	2.67
每股经营性现金流(元)	0.56	0.52	0.37	1.03	1.24
市盈率(倍)	23.72	39.34	27.18	22.29	20.26
行业优化市盈率(倍)	31.30	58.51	58.51	58.51	58.51
净利润增长率(%)	135.90%	32.01%	18.05%	21.91%	10.01%
净资产收益率(%)	9.48%	11.10%	11.61%	12.40%	12.00%
总股本(百万股)	237.85	237.85	237.85	237.85	237.85

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **通过收购和增发开始在西南小水电领域进行扩张：**公司通过增发控股四川星辰水电公司和收购云南红石岩小水电开始走出广安，水电装机容量将由先前的 123240 千瓦增长为 273240 千瓦，装机规模有了极大提高。
- **泗耳河各梯级项目投产增厚业绩：**随着泗耳河各梯级项目的陆续投产，公司将进入持续收获期；2012 年泗耳河各级电站将贡献 EPS0.05 元，而云南红石岩将贡献 EPS0.029 元。

盈利预测

- 根据盈利预测模型，我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.239 元、0.292 元和 0.321 元。
- ◆ 预计公司 2010-2012 年主营业务收入为 683.27 百万元、762.21 百万元和 841.61 百万元，同比分别增长 11.07%、11.55%和 10.42%。
- ◆ 预计公司 2010-2012 年主营业务归属于母公司所有者净利润分别为 56.89 百万元、69.36 百万元和 76.30 百万元，同比增速分别为 18.05%、21.91%和 10.01%。

估值和投资建议

- 我们认为广安爱众已经迈出向西南跨区域水电开发扩张的第一步，这是公司上市以来发展战略的转折点，理应获得一定估值溢价；基于 25-30x11PE，估值结果为 7.29-8.76 元。
- 目前西南地区小水电交易市场交易活跃，云南地区小水电售价平均在 1 万元/千瓦，四川因为上网电价高于云南，小水电交易价格高于云南，部分地区高达 2 万元/千瓦。公司目前市值仅 15 亿元，而按 1 万元/千瓦计，公司目前拥有的水电装机价值为 27 亿元，尚未考虑公司自来水和燃气资产。
- 综合上述分析，给予公司股价 6 个月内目标价为 8.76 元，建议买入。

赵乾明 分析师 SAC 执业编号：S1130210010309
(8621)61038263
zhaoqm@gjzq.com.cn

内容目录

基本面概述：被忽视的地方公用事业服务提供商.....	3
增发与收购确定成长方向：发力中小水电	4
非公开增发简介.....	4
收购小水电简介.....	5
装机增长直接增厚业绩.....	5
异地扩张小水电符合行业发展方向.....	8
盈利预测与估值.....	8
盈利预测假设与结果	8
估值和投资建议.....	9
附录：三张报表预测摘要	10

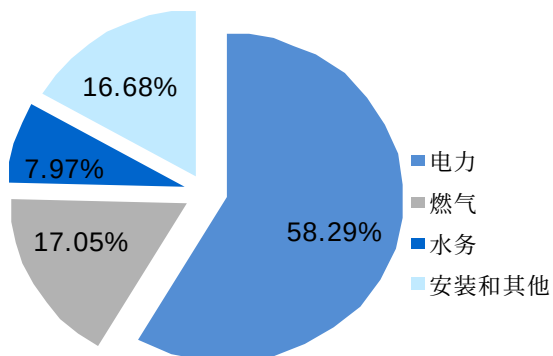
图表目录

图表 1：2009 年主营收入明细.....	3
图表 2：2009 年毛利明细.....	3
图表 3：截至 09 年底公司资产概况.....	3
图表 4：公司上市以来各项业务收入增速有限 单位：百万元	3
图表 5：非公开增发拟投资项目	4
图表 6：公司历史和现有机组概况.....	5
图表 7：泗耳河梯级电站盈利预测假设.....	6
图表 8：泗耳河梯级电站盈利预测	6
图表 9：红石岩水电盈利预测假设	7
图表 10：红石岩水电盈利预测	7
图表 11：电力业务盈利预测假设	8
图表 12：2003-2012 年燃气销量和毛利率 （万立方米）	9
图表 13：2003-2012 年供水量和毛利率 （万立方米）	9
图表 14：估值表.....	9

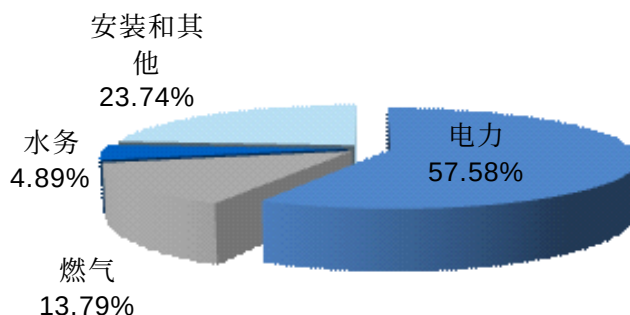
基本面概述：被忽视的地方公用事业服务提供商

- 广安爱众是集发电、供电、水务和燃气四大产业群为一体的地方性公共事业服务商，主要服务区域是四川省广安市和南充市。

图表1：2009 年主营收入明细



图表2：2009 年毛利明细



来源：国金证券研究所

- 截至 2009 年底，公司拥有水电装机 123240 千瓦，110KV 变电站 3 座，35KV 变电站 13 座，年发电能力 5 亿千瓦时，年供电能力 15 亿千瓦时；拥有自来水厂 6 座，年供水能力 3000 万立方米；拥有天然气配气站 11 座，年供气能力 7800 万立方米。

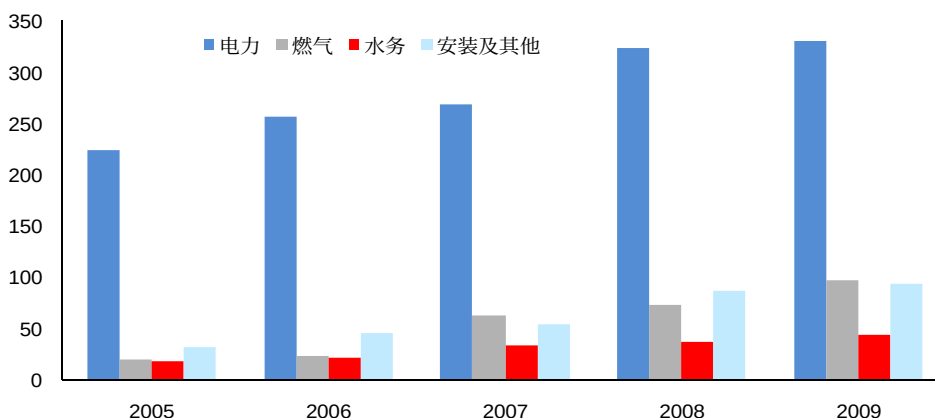
图表3：截至 09 年底公司资产概况

电力生产和供应	发电能力（亿千瓦时）	5
	供电能力（亿千瓦时）	15
	110KV变电站（座）	3
	35KV变电站（座）	13
自来水生产和供应	自来水厂（座）	6
	供水能力（万立方米）	3000
天然气供应	天然气配气站（座）	11
	供气能力（万立方米）	7800

来源：国金证券研究所

- 公司自 2004 年上市以来，一直专注于广安地区业务发展，但因当地经济发展速度一般，导致上市以来各项业务增长不大，广安成为发展天花板。

图表4：公司上市以来各项业务收入增速有限 单位：百万元



来源：国金证券研究所

- 有限的发展空间和较慢的成长速度使得公司上市后一直未得到资本市场的关注，被二级市场忽视。

增发与收购确定成长方向：发力中小水电

非公开增发简介

- 2009年9月16日，公司公告非公开发行预案，2010年4月1日，公告第三届董事会第十次会议审议通过非公开发行方案中募集资金投资项目的调整事项。
- 非公开增发的股票数量不低于4000万股（含本数），且不超过7000万股（含本数），发行价不低于5.82元/股，扣除发行费后募集的资金不超过38000万元，拟投资的项目有：

图表5：非公开增发拟投资项目

投资金额（万元）	用途
33000	增资四川星辰水电公司，持有其75.86%权益，开发建设泗耳河一级、三级电站
5000	增资云南德宏爱众燃气公司，建设云南德宏州潞西市、瑞丽市城市管道天然气供气工程（一期项目）

来源：国金证券研究所

- 增发投资的泗耳河流域水电站分为三级阶梯开发，位于平武县西南部的泗耳河流域，集雨面积539.6平方公里，主流均在平武县泗耳乡境内，天然落差1300米，为山溪冰雪性河流，域内多年平均径流深842.4毫米，多年平均径流总量4.55亿立方米。
 - ◆ 泗耳河一级电站是泗耳河流域梯级开发的第一级电站，坝址以上集水面积221.1平方公里，水库正常蓄水位1998米，最低运行水位1993米，总库容12.6万立方米；电站建成后总装机容量2万千瓦，平均发电量8069万千瓦时，年利用小时数4035小时。
 - ◆ 泗耳河三级电站是泗耳河流域梯级开发的第三级电站，正常蓄水位1225米，设计水头185米；建成后电站装机容量2.5万千瓦，多年平均发电量11268万千瓦时，年利用小时数4507小时。
- 除了泗耳河一级和三级电站外，四川星辰水电公司下属的泗耳河二级电站处于建设期，尚未投产；二级电站装机容量2.5万千瓦。
- 增发投资的德宏燃气总投资为5070万元，主要用于潞西市和瑞丽市输配气系统的投资建设，项目建成后，形成潞西LNG气化接受站一座、瑞丽CNG供气站一座、潞西市中压输气管道21.8公里、瑞丽市中压输气管道19.4公里等完整的城市燃气供应系统，供气能力每年1124万立方米。
 - ◆ 市场需求广阔：2009年末，德宏州总人口119.5万人，城镇人口37.93万人，城镇化率32%，全年实现生产总值115.2亿元，增长15%；由于德宏州位于三大经济区结合部的战略位置，未来将有可能成为面向东南亚、南亚的国际商贸中心。
 - ◆ 可靠的政策保障：潞西市建设局出台的《关于潞西市城市天然气特许经营权存在问题的紧急请示的批复》，其要求：“城市管道天然气规划区的新建、改建、扩建的住宅工程等项目，应配套天然气管道设施，并于主体工程同步进行。”此政策的出台为用户发展提供了可靠保证。
 - ◆ 充足的气源保障：目前建成后，近期气源为LNG，供应量40吨/天，远期气源为在建的中缅输气管道，预计在2012年底将正式通气，届时将提供优质、价廉的气源保障。

收购小水电简介

- 公司于 2010 年 5 月 12 日召开的董事会第十二次会议上审议通过了《关于收购云南红石岩水电开发有限公司 72.9%股权的议案》，收购价格为 19135.10 万元。
 - ◆ 红石岩水电站是牛栏河中下游水电开发规划的第六级电站，坝址位于云南省昭通地区鲁甸县境内，东北距昭通县市直线距离约 75 公里，距鲁甸县城约 40 公里，西距巧家县城约 50 公里，南距者海约 65 公里。
 - ◆ 电站总装机容量 8 万千瓦，安装 4 台单机容量 2 万千瓦的水轮机组，多年平均发电量 3.8 亿千瓦时，年利用小时 4749 小时。
 - ◆ 电站第 1、2 台机组于 2007 年 12 月投产发电，第 3、4 台机组分别于 2008 年 4 月、8 月并网运行。
- 以总装机容量 8 万千瓦为基数，此次收购单位权益装机成本为 3318 元/千瓦（不含银行贷款），含承担的银行负债单位装机成本为 8600 元/千瓦；与目前国内西南地区平均 1 万元/千瓦的水电造价相比较低。

装机增长直接增厚业绩

- 在增发控股四川星辰水电公司和收购云南红石岩小水电后，公司装机容量由先前的 123240 千瓦增长为 273240 千瓦，装机规模有了极大提高，随着各梯级项目的陆续投产，公司将进入持续收获期。

图表6：公司历史和现有机组概况

电站名称		权益(%)	装机容量(KW)	权益装机(KW)	装机明细(KW)
历史电站	四九滩	100.00%	25500	25500	3×8500
	凉滩	100.00%	8600	8600	2×3500+1600
	凉滩二期	100.00%	40000	40000	2×20000
	莲花桥	70.00%	1200	840	3×400
	高低坑	100.00%	1800	1800	800+1000
	大高滩	100.00%	1040	1040	2×320+400
	叶苗滩	100.00%	640	640	2×320
	五一	100.00%	160	160	160
	大桥	100.00%	800	800	2×400
	罗渡	100.00%	500	500	2×250
	天池湖	70.00%	4000	2800	2×2000
	富流滩	70.00%	39000	27300	3×13000
合计			123240	109980	
新增电站	泗耳河一级	75.86%	20000	15172	2×10000
	泗耳河二级	75.86%	25000	18965	2×12500
	泗耳河三级	75.86%	25000	18965	2×12500
	云南红石岩水电	72.09%	80000	57672	4×20000
合计			150000	110774	
目前装机容量合计			273240	220754	

来源：国金证券研究所

- 泗耳河二级电站最早将于今年 10 月投产（我们假设年底投产），泗耳河一级和三级电站计划与 2011 年底投产，按照设计利用小时计算，2012 年三个电站全部投产后将共增厚业绩 0.05 元。

图表7：泗耳河梯级电站盈利预测假设

项目	2009	2010E	2011E	2012E
泗耳河一级				
权益 (%)				75.86%
Total Capacity (KW)				20,000.00
装机明细 (KW)				2×10000
Per Capacity (KW)				15,172.00
Generation (万千瓦时)				8070.00
Utilization (hours)				4,035
厂用电率 (%)				0.50%
On-grid Generation (万千瓦时)				8029.65
Tariff(T) (元/千瓦时)				0.3180
Revenue (万元)				2,182.42
泗耳河二级				
权益 (%)		75.86%	75.86%	75.86%
Total Capacity (KW)		25,000.00	25,000.00	25,000.00
装机明细 (KW)		2×12500	2×12500	2×12500
Per Capacity (KW)		18,965.00	18,965.00	18,965.00
Generation (万千瓦时)		0.00	11267.50	11720.00
Utilization (hours)		0	4,507	4,688
厂用电率 (%)		0.50%	0.50%	0.50%
On-grid Generation (万千瓦时)		0.00	11211.16	11661.40
Tariff(T) (元/千瓦时)		0.3180	0.3180	0.3180
Revenue (万元)		0.00	3,047.14	3,169.51
泗耳河三级				
权益 (%)				75.86%
Total Capacity (KW)				25,000.00
装机明细 (KW)				2×12500
Per Capacity (KW)				18,965.00
Generation (万千瓦时)				11267.50
Utilization (hours)				4,507
厂用电率 (%)				0.50%
On-grid Generation (万千瓦时)				11211.16
Tariff(T) (元/千瓦时)				0.3180
Revenue (万元)				3,047.14

来源：国金证券研究所

图表8：泗耳河梯级电站盈利预测

	2009	2010E	2011E	2012E
(万元)				
Sales of products	0.00	3047.14	8399.06	
Cost of sales	24.00	1415.30	3802.68	
Gross profit on sales	(24.00)	1631.84	4596.38	
Gross profit margin	#DIV/0!	53.55%	54.72%	
Expenses	0.00	761.78	2519.72	
Selling expenses				
General and Administrative expenses		152.36	419.95	
Financial expenses		609.43	2099.77	
Profit on sales	(24.00)	870.05	2076.66	
Operation profit	(24.00)	870.05	2076.66	
Total Profit	(24.00)	870.05	2076.66	
Less: Income tax	0.00	217.51	519.17	
Taxation rate	25.00%	25.00%	25.00%	
Net income	(24.00)	652.54	1557.50	
Invest income	0.00	0.00	0.00	
Minority	(5.79)	157.52	375.98	
Net income contributed to 600979 common shares (万股)	(18.21)	495.02	1181.52	
Eps effected	-0.001	0.021	0.050	

来源：国金证券研究所

- 云南红石岩水电站 4 台 2 万千瓦机组已经分别于 2007 年底和 2008 年中旬陆续投产；在 10 年 5 月收购成功后，假设公司的财务状况得到改善，财务费用恢复正常，采用公司全年设计利用小时 4749 进行测算，预计 2010-2012 年分别贡献公司 EPS 为-0.026 元、0.027 元和 0.029 元。
- ◆ 由于运营前两年的财务费用过高，导致售电利润被严重压缩，甚至出现了亏损的局面。
- ◆ 2010 年受西南旱灾影响，利用小时远低于设计值。

图表9：红石岩水电盈利预测假设

项目		2008	2009	2010E	2011E	2012E
Total Capacity	(MW)	60	80	80	80	80
装机明细	(MW)	4×20	4×20	4×20	4×20	4×20
权益	(%)	0.00%	0.00%	72.09%	72.09%	72.09%
Per Capacity	(MW)	0.00	0.00	57.67	57.67	57.67
Generation	(亿千瓦时)	2.85	2.62	2.40	3.80	3.80
Internal Consumption Rate	(%)	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%
Revenue		54.64	43.42	40.82	64.62	64.62
Utilization	(hours)	4749	3281	3000	4749	4749
Generation	(亿千瓦时)	2.85	2.62	2.40	3.80	3.80
On-grid Generation	(亿千瓦时)	2.84	2.61	2.39	3.78	3.78
Tariff(T)	(元/千瓦时)	0.2255	0.1945	0.2000	0.2000	0.2000
Cost		24.22	30.30	29.98	32.89	32.89
Depreciation	(百万元)	18.60	24.69	24.69	24.69	24.69
New Added Fixed Assets	(百万元)		(15.02)			
Fix Assets	(百万元)	508.89	493.87	493.87	493.87	493.87

来源：国金证券研究所

图表10：红石岩水电盈利预测

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
(百万元)					
Sales of products	54.64	43.42	40.82	64.62	64.62
Cost of sales	24.22	30.30	29.98	32.89	32.89
Gross profit on sales	30.42	13.12	10.84	31.73	31.73
Gross profit margin	55.67%	30.21%	26.56%	49.11%	49.10%
Tax and associate charge	0.82	0.40	0.41	0.65	0.65
占比	1.50%	0.93%	1.00%	1.00%	1.00%
Expenses	40.95	36.00	19.27	19.72	18.96
Selling expenses					
占比					
General and Administrative expenses	5.09	2.39	2.24	3.55	3.55
占比	9.32%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%
Financial expenses	35.86	33.61	17.02	16.17	15.41
占比	65.63%	77.41%	41.70%	25.03%	23.84%
Profit on sales	(10.53)	(22.88)	(8.42)	12.01	12.77
Add: Income from other operation					
Operation profit	(10.53)	(22.88)	(8.42)	12.01	12.77
Total Profit	(12.62)	(26.59)	(8.42)	12.01	12.77
Less: Income tax	0.00	0.00	0.00	3.00	3.19
Taxation rate	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
Net income	(12.62)	(26.59)	(8.42)	9.01	9.58
Invest income	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Minority	(12.62)	(26.59)	(2.35)	2.51	2.67
Net income contributed to 600979 common shares	0.00	0.00	(6.07)	6.49	6.90
Eps effected			-0.026	0.027	0.029

来源：国金证券研究所

关于西南小水电发展的详细分析敬请参阅国金证券 3 月 17 日专题报告《国之西南，有黄金》

异地扩张小水电符合行业发展方向

- 我们认为目前西南地区小水电刚刚进入黄金发展期，公司选择在此时走出广安，开始寻求西南地区的小水电扩张机会正是恰当时机。
- 西南水电可开发空间巨大：
 - ◆ 我国水电经济可开发量高达 40178 万千瓦，且目前开发比例仅有 31.7%，而这其中西南云、贵、川、藏、渝五省区经济可开发量 2.4 亿千瓦，占全国 59%，且西南地区开发比例仅 24.9%。
- 西南小水电将成为未来发展的主力：
 - ◆ 目前西南流域主要干流的大型电站资源已经被电力央企和实力地方国企划分完毕；但西南诸河支流的中小水电资源尚有很多未确定开发主体；在国家政策的推动和地方政府的支持下，西南地区的小水电建设才刚刚进入黄金时期，将成为未来 5-10 年水电发展的主力。
- 资源价值回归背景带来价值提升预期：
 - ◆ 目前水电电价形成机制并未反映市场供需关系和资源稀缺性的价值，随着电力市场化改革的推进，市场化竞争使水电火电实现同质电能同网同价是大概率事件。
 - ◆ 地方政府逐渐认识到水电资源价值、外部成本内部化和边际建设成本的提高，将逐渐推动水电上网电价提升，最终与火电接轨。

盈利预测与估值

盈利预测假设与结果

- 增发与收购小水电的盈利预测假设和结果敬请参阅上文。
- 原有资产盈利预测假设：
 - ◆ 售电业务：售电量保持 5% 增速，受旱灾影响今年收购当地水电电量大幅下降为 8000 万千瓦时，未来保持在 14000 万千瓦时。

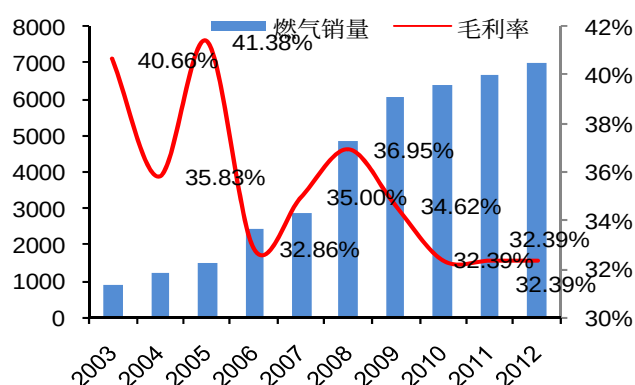
图表11：电力业务盈利预测假设

项 目	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
供电电量明细										
公司供电总量 (万千瓦时)	35126.23	45700.00	59250.00	61785.25	62500.00	71500.00	74200.00	77910.00	81805.50	85895.78
公司售电总量 (万千瓦时)	35126.23	45700.00	59250.00	61785.25	62500.00	71500.00	74200.00	75276.64	79040.47	82992.50
外输售电量 (万千瓦时)					246.05	3219.96	3080.72	3500.00	3500.00	3500.00
直供电量 (万千瓦时)					62253.95	68280.04	71119.28	71776.64	75540.47	79492.50
总损失电量 (万千瓦时)								2633.36	2765.03	2903.28
综合线损率 (%)					3.48%	3.06%	3.38%	3.38%	3.38%	3.38%
自发电及外购总量 (万千瓦时)	40922.71				62500.00	71500.00	74200.00	77910.00	81805.50	85895.78
公司自发电量 (万千瓦时)	19115.00	27700.00	46970.00	40845.73	33100.00	49200.00	49200.00	49200.00	49200.00	49200.00
占比 (%)	46.71%				52.96%	68.81%	66.31%	63.15%	60.14%	57.28%
厂用电量 (万千瓦时)					131.04	135.32	175.03	172.20	172.20	172.20
外购电量 (万千瓦时)	21807.71	0.00	0.00		29400.00	22300.00	25000.00	28710.00	32605.50	36695.78
国网购电量 (万千瓦时)	15804.35				16147.96	9764.31	10713.62	20710.00	18605.50	22695.78
占比 (%)	38.62%				25.84%	13.66%	14.44%	26.58%	22.74%	26.42%
外购小水电电量 (万千瓦时)	6003.36				13252.04	12535.69	14286.38	8000.00	14000.00	14000.00
占比 (%)	14.67%				21.20%	17.53%	19.25%	10.27%	17.11%	16.30%
平均外购电价 (元/千瓦时)	0.0033	0.3633			0.1625	0.1042	0.1136	0.1437	0.1446	0.1586
购国网					0.4157	0.4294	0.4400	0.4400	0.4400	0.4400
外购小水电					0.2600	0.2600	0.2600	0.2600	0.2600	0.2600
自发电单位成本	0.00	0.08			0.1000	0.1000	0.1000	0.1000	0.1000	0.1000
平均售电价 (元/千瓦时)					0.4310	0.4546	0.4469	0.4840	0.4845	0.4851
售国网					0.2460	0.2460	0.2460	0.2460	0.2460	0.2460
直供	0.4300	0.4800			0.4874	0.4929	0.4956	0.4956	0.4956	0.4956

来源：国金证券研究所

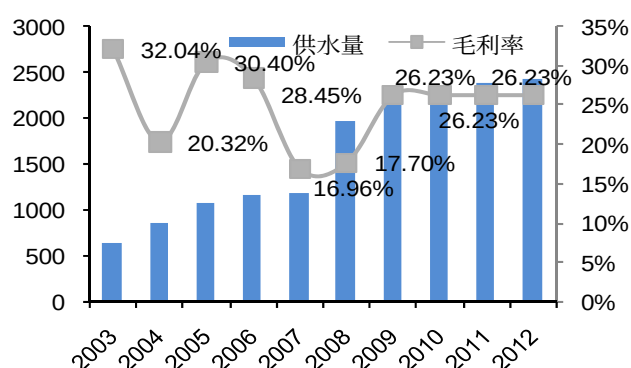
- ◆ 自来水和燃气销量分别保持 2% 与 5% 的增速，由于中缅石油管道日程未定，暂时不考虑云南德宏天然气的利润贡献。

图表12：2003-2012 年燃气销量和毛利率（万立方米）



来源：国金证券研究所

图表13：2003-2012 年供水量和毛利率（万立方米）



- 我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.239 元、0.292 元和 0.321 元。
- ◆ 预计公司 2010-2012 年主营业务收入为 683.27 百万元、762.21 百万元和 841.61 百万元，同比分别增长 11.07%、11.55%和 10.42%。
- ◆ 预计公司 2010-2012 年主营业务归属于母公司所有者净利润分别为 56.89 百万元、69.36 百万元和 76.30 百万元，同比增速分别为 18.05%、21.91%和 10.01%。

估值和投资建议

- 作为地方公用事业服务提供商，我们选取主营与其类似的上市公司估值作为比较；取 25x11PE，估值结果为 7.29 元。选取 2011 年为估值基准理由为：
- ◆ 2010 年盈利预测受旱灾影响而未反映出收购水电带来的利润贡献。
- ◆ 泗耳河一级和三级电站利润贡献将在 2012 年体现。

图表14：估值表

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	EPS (元) 2009A	EPS (元) 2010E	EPS (元) 2011E	EPS (元) 2012E	P/E 2010E	P/E 2011E	P/E 2012E
600323.SH	南海发展	14.12	0.382	0.429	0.633	0.757	32.91	22.31	18.65
600505.SH	西昌电力	9.35	0.429	0.260	0.323	0.377	35.96	28.95	24.80
600995.SH	文山电力	7.37	0.197	0.289	0.412	0.524	25.50	17.89	14.06
600635.SH	大众公用	7.60	0.148	0.190	0.221	0.250	40.00	34.39	30.40
600101.SH	明星电力	7.25	0.528	0.307	0.337	0.440	23.62	21.51	16.48
市盈率平均值							31.60	25.01	20.88
广安爱众EPS				0.239	0.292	0.321			
采纳市盈率								25-30	
相对估值结果					7.29-8.76				

注：收盘价为5月28日数据，盈利预测来自朝阳永续和Bloomberg

来源：国金证券研究所

- 与我们选取的估值比较基准上市公司相比，广安爱众不仅在覆盖的公用事业业务领域上大于它们，而且公司已经迈出向西南跨区域水电开发扩张的第一步，理应获得一定估值溢价；我们基于公司 30x11PE，估值结果为 8.76 元。
- 目前西南地区小水电交易市场交易活跃，云南地区小水电售价平均在 1 万元/千瓦，四川因为上网电价高于云南，小水电交易价格高于云南，部分地区高达 2 万元/千瓦。公司目前市值仅 15 亿元，而按 1 万元/千瓦计，公司目前拥有的水电装机价值为 27 亿元，尚未考虑公司自来水和燃气资产。
- 综合上述分析，给予公司股价 6 个月内目标价为 8.76 元，建议买入。

附录：三张报表预测摘要
损益表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	461	570	615	683	762	842
增长率		23.6%	7.9%	11.1%	11.6%	10.4%
主营业务成本	-300	-353	-372	-400	-427	-473
% 销售收入	65.1%	62.0%	60.4%	58.5%	56.0%	56.2%
毛利	161	217	243	284	335	368
% 销售收入	34.9%	38.0%	39.6%	41.5%	44.0%	43.8%
营业税金及附加	-4	-6	-8	-8	-9	-10
% 销售收入	0.9%	1.1%	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%
营业费用	-33	-38	-50	-58	-61	-63
% 销售收入	7.2%	6.7%	8.2%	8.5%	8.0%	7.5%
管理费用	-67	-78	-82	-96	-99	-101
% 销售收入	14.4%	13.7%	13.4%	14.0%	13.0%	12.0%
息税前利润 (EBIT)	57	94	103	122	166	194
% 销售收入	12.4%	16.5%	16.8%	17.8%	21.8%	23.1%
财务费用	-36	-46	-38	-47	-67	-82
% 销售收入	7.8%	8.2%	6.1%	6.9%	8.7%	9.8%
资产减值损失	-1	-2	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	4	3	5	5	5
% 税前利润	3.3%	8.0%	4.4%	6.3%	4.8%	4.3%
营业利润	21	49	69	79	104	117
营业利润率	4.6%	8.6%	11.1%	11.6%	13.7%	13.9%
营业外收支	2	0	0	0	0	0
税前利润	23	50	69	79	104	117
利润率	5.0%	8.7%	11.2%	11.6%	13.7%	13.9%
所得税	-6	-10	-16	-20	-26	-29
所得税率	27.2%	19.4%	22.7%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	17	40	53	59	78	88
少数股东损益	1	4	5	2	9	11
归属于母公司的净利润	15	37	48	57	69	76
净利率	3.4%	6.4%	7.8%	8.3%	9.1%	9.1%

现金流量表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	17	40	53	59	78	88
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	52	61	63	74	94	113
非经营收益	36	47	39	50	65	80
营运资金变动	-9	-15	-30	-94	8	13
经营活动现金净流	96	132	125	89	245	295
资本开支	-112	-107	-71	-667	-609	-530
投资	-23	-2	0	-1	0	0
其他	0	1	5	5	5	5
投资活动现金净流	-135	-108	-66	-663	-604	-525
股权募资	0	11	0	0	0	0
债权募资	58	0	14	637	429	316
其他	-64	-52	-13	-51	-70	-85
筹资活动现金净流	-7	-41	1	586	359	230
现金净流量	-45	-17	60	12	0	0

资产负债表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	82	94	138	150	150	150
应收款项	38	46	48	50	56	62
存货	21	21	19	22	23	26
其他流动资产	29	23	29	30	32	35
流动资产	171	184	234	252	261	273
% 总资产	13.3%	13.4%	16.2%	12.3%	10.2%	9.1%
长期投资	14	17	15	16	15	15
固定资产	1,004	1,060	1,093	1,714	2,223	2,634
% 总资产	78.5%	77.4%	75.7%	83.6%	86.4%	87.7%
无形资产	82	101	97	66	73	79
非流动资产	1,108	1,185	1,210	1,798	2,313	2,730
% 总资产	86.7%	86.6%	83.8%	87.7%	89.8%	90.9%
资产总计	1,279	1,369	1,444	2,050	2,574	3,003
短期借款	357	283	300	852	1,281	1,596
应付款项	182	216	180	222	239	262
其他流动负债	106	133	144	13	14	16
流动负债	644	632	625	1,088	1,534	1,874
长期贷款	228	281	309	409	409	410
其他长期负债	10	10	15	0	0	0
负债	883	922	949	1,497	1,943	2,284
普通股股东权益	349	385	434	490	559	636
少数股东权益	48	62	60	63	72	83
负债股东权益合计	1,279	1,369	1,444	2,050	2,574	3,003

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.078	0.153	0.203	0.239	0.292	0.321
每股净资产	1.759	1.620	1.825	2.060	2.351	2.672
每股经营现金净流	0.483	0.556	0.524	0.374	1.030	1.239
每股股利	0.000	0.250	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	4.44%	9.48%	11.10%	11.61%	12.40%	12.00%
总资产收益率	1.21%	2.67%	3.34%	2.78%	2.69%	2.54%
投入资本收益率	4.25%	7.49%	7.22%	5.03%	5.36%	5.34%
增长率						
主营业务收入增长率	52.11%	23.57%	7.94%	11.07%	11.55%	10.42%
EBIT增长率	-20.69%	63.89%	9.79%	17.92%	36.50%	16.99%
净利润增长率	-54.17%	135.90%	32.01%	18.05%	21.91%	10.01%
总资产增长率	10.59%	7.05%	5.46%	41.97%	25.58%	16.64%
资产管理能力						
应收账款周转天数	11.2	14.9	16.1	15.0	15.0	15.0
存货周转天数	18.9	21.9	19.8	20.0	20.0	20.0
应付账款周转天数	41.5	44.3	35.7	38.0	38.0	38.0
固定资产周转天数	635.5	625.8	621.2	784.7	756.0	854.0
偿债能力						
净负债/股东权益	126.92%	105.09%	95.42%	201.04%	244.02%	258.21%
EBIT利息保障倍数	1.6	2.0	2.7	2.6	2.5	2.4
资产负债率	69.01%	67.37%	65.76%	73.03%	75.48%	76.06%

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	二个月内	三月内	六月内
强买	2	3	7	11	25
买入	0	1	2	5	12
持有	0	1	2	3	5
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.43	1.50	1.54	1.53

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“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5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 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

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：

强买：预期未来6—12个月内上涨幅度在20%以上；
买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在10%—20%；
持有：预期未来6—12个月内变动幅度在-10%—10%；
减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在10%—20%；
卖出：预期未来6—12个月内下跌幅度在20%以上。

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、复印件或复制品，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惟一因素。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的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：中国上海黄浦区中山南路 969 号
谷泰滨江大厦 15A 层**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室