

## 兴发集团(600141)

目前估值基本合理，未来事项成为股价催化剂

研究员：吴剑平

执业证书编号：S0570208080173

电话：025-83290922(办公室)

E-mail: wujianping@mail.htsc.com.cn

地址：南京市中山东路 90 号

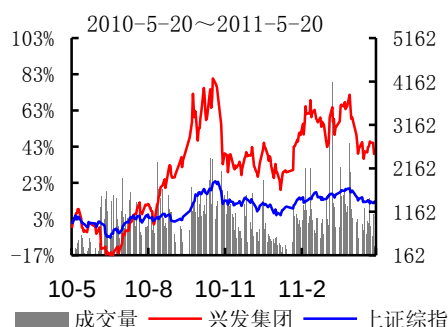
投资评级：推荐(维持)

化学原料 II

当前价格(元)：21.10

目标价格(元)：24

股价走势图



相关研究

### 投资要点：

- 丰富的磷矿石储量及规模较大的开采能力是兴发集团大力发展磷肥产业链的资源保障，公司 2008 年 12 月组建宜都兴发公司，拟投资 15 亿元建设 60 万吨磷铵项目。该项目预计将在 2012 年中期投产。届时将拥有磷化工完整的两条产业链，整体抗风险能力大大加强。
- 电子级磷酸是精细化方向之一。2008 年 7 月，公司与华星控股有限公司合资组建湖北兴福电子材料有限公司，2009 年 6 月拟出资 1.56 亿元投向 1 万吨电子级磷酸和 2 万吨食品级磷酸项目。目前公司电子级磷酸产品已经送到下游电子厂商试用，一旦进入其采购名单，项目达到预期目标，公司将会逐步放大产能。
- 兴发集团在磷化工行业发展的另外一个方向是以黄磷为源头，发展草甘膦—有机硅循环产业链，2007 年 12 月，公司合资组建湖北兴瑞化工有限公司，兴瑞化工投资 4.2 亿元投向 15 万吨离子膜烧碱项目，2009 年 2 月又投资 6 亿元 6 万吨有机硅单体项目。随着烧碱项目的逐步投产，2010 年 1 月公司新建 5000 吨漂精粉项目和增资其孙公司金信化工从事甘氨酸项目，以配套烧碱和液氯产能释放，打通宜昌楚磷化工园循环产业链。
- 磷矿石资源是发展磷化工的资源保障，公司近几年对上游资源的控制能力逐渐加强，通过不断的收购和探矿，目前公司拥有资源储量 1.54 亿吨，开采能力 245 万吨。未来磷矿资源储量及开采能力仍将不断增加。
- 预测公司 2011 年、2012 年、2013 年每股收益分别为 0.62 元、0.86 元和 1.51 元，对应市盈率水平分别为 35.3、25.4、14.4 倍。公司未来事项较多，这些事项如果取得较好的进展将会成为公司股价短期的刺激因素。
- 公司目前正处于大量资本投入期，项目收益将在 2012 年之后集中释放，因此 2013 年业绩增速较快。
- 综合考虑上述因素，我们认为公司目前估值基本合理，随后新建产能的逐步释放，估值将具有较强吸引力，给予长期“推荐”评级。

### 公司基本资料

|              |            |
|--------------|------------|
| 总股本(万)       | 36548.00   |
| 流通 A 股(万)    | 36000      |
| 52 周内股价区间(元) | 12.1-28.05 |
| 总市值(亿)       | 77.12      |
| 总资产(亿)       | 67.31      |
| 每股净资产(元)     | 4.77       |

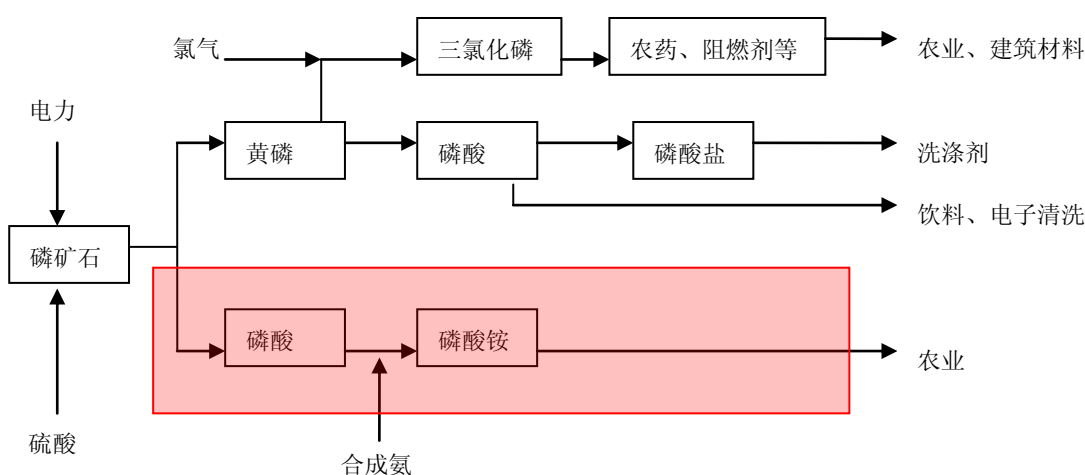
### 主要经营指标预测

|           | 2010A  | 2011E | 2012E | 2013E |
|-----------|--------|-------|-------|-------|
| 主营业务收入(亿) | 46.78  | 53.05 | 63.71 | 79.06 |
| +/-%      | 53.66  | 13    | 20    | 24    |
| 净利润(百万)   | 183.29 | 225   | 314   | 553   |
| +/-%      | 33.72  | 23    | 39    | 76    |
| EPS(元)    | 0.51   | 0.62  | 0.86  | 1.51  |
| P/E       | 42.07  | 35.32 | 25.35 | 14.39 |

## 一、兴发集团 2012 年将新增磷肥业务，打造磷化工完整产业链

按照磷化工产品的规模和用途，磷化工产业链一般可分为两条，一是磷矿石—磷酸—磷酸铵，主要产品为磷酸铵，包括磷酸一铵（MAP）、和磷酸二铵（DAP）等高浓度磷肥，作为农作物生长所必须的营业成份之一。另外一条是磷矿石—黄磷—磷酸—磷酸盐或其他精细磷化工产品，如图所示。磷矿石需求的 80%用来生产磷肥，而剩余的 20%用来生产精细磷化工产品。在两种磷化工产业链中，磷酸作为一种中间体或最终产品，其中的区别在于磷肥产业链的磷酸一般为湿法磷酸，主要是用硫酸溶解磷矿石制得，相比黄磷制酸的热法磷酸，其杂质含量多，不适合生产精细磷化工产品。目前国内已经出现了湿法磷酸提纯技术，提纯后的磷酸能够满足下游磷化工产品需求，但在实际运行实践中仍需继续探索。

图表 1 磷化工产业链示意图



数据来源：华泰证券研究所

兴发集团以精细磷化工产业链起家，最初仅拥有 2 万吨黄磷、4 万吨五钠的生产能力，经过十年的发展，目前公司已经拥有黄磷生产能力 8.5 万吨、五钠产能 20 万吨、六偏磷酸钠产能 6 万吨，在精细磷化工行业处于龙头地位。目前以五钠为主的磷酸盐产品处于供求平衡状态，未来的市场空间有限，再扩大产能并不适合行业未来的发展方向。

公司在磷矿石资源储量和开采能力上，更是取得了较大的进展，公司拥有磷矿石开采能力 200 万吨/年以上，而下游每年的需求不超过 100 万吨，每年有 100 多万吨的磷矿石外售。

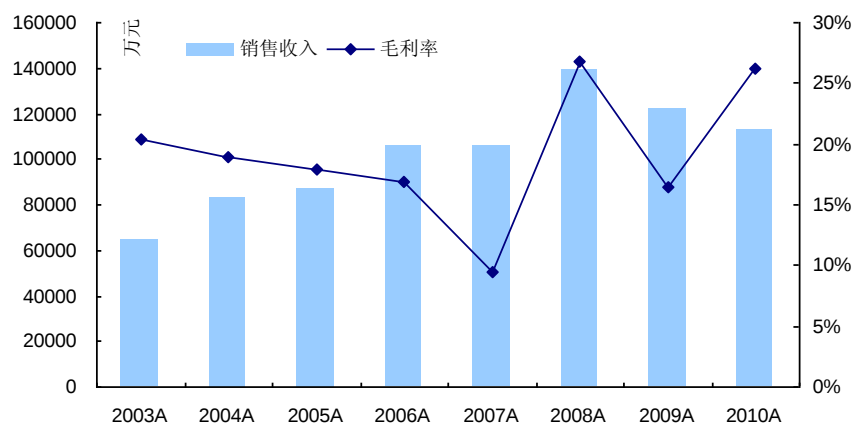
丰富的磷矿石储量及规模较大的开采能力是公司决心发展磷肥产业链的资源保障，公司 2008 年 12 月组建宜都兴发公司，拟投资 15 亿元建设 60 万吨磷铵项目。该项目预计将在 2012 年中期投产。

60 万吨磷铵项目投产后，公司将拥有磷化工完整的两条产业链，整体抗风险能力大大加强。另一方面，下游产能的增加将反馈至上游磷矿石的开采能力，使得公司不再简单的磷矿石外售，而是生产出更多附加值的产品，延长了产业链，更多的环节利润将留在公司内部。

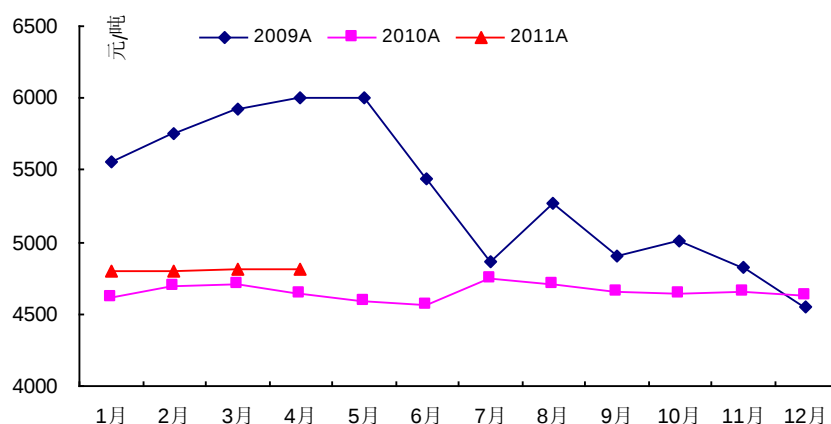
## 二、传统磷酸盐产品市场稳定，未来发展方向为精细化和磷产品多元化

1999 年上市之初，公司拥有 5 万吨磷酸盐（包括五钠和六偏磷酸钠）的产能，经过几年的技改和产能扩张，最近几年磷酸盐产能维持在 26 万吨左右的规模。目前磷酸盐主要应用于洗涤剂等行业，下游需求稳定，增长速度较慢。公司磷酸盐规模自 2006 年以来增长幅度不大，除了 2008 年由于价格异常变化导致销售收入增长较大，其余年份基本上维持在 11~12 亿元水平。根据对磷酸盐行业的判断，需求相对稳定，供应充足，产品价格自 2009 年以来变化不大，行业利润率保持在合理水平，供需保持相对平衡状态，扩产的动力和理由不足。

图表 2 兴发集团磷酸盐产品 2003~2006 年销售收入及毛利率变化情况



图表 3 三聚磷酸钠市场价格近几年的走势



数据来源：公司年报、WIND、化工在线

精细磷化工行业未来的发展趋势在于精细化，生产具有高附加值的产品，目前来看，电子级磷酸是精细化方向之一。根据纯度的不同，磷酸可分为工业级、食品级和电子级，附加值最高的是电子级磷酸，目前我国磷酸主要品种集中在工业级和食品级上，这些级别的磷酸产能大、竞争激烈，而技术含量较高的电子级磷酸只有日本、台湾等地区能够生产，国内在这一领域是空白。

2008 年 7 月，公司与华星控股有限公司合资组建湖北兴福电子材料有限公司，2009 年 6 月拟出资 1.56 亿元投向 1 万吨电子级磷酸和 2 万吨食品级磷酸项目。目前公司电子级磷酸产品已经送到下游电子厂商试用，一旦进入其采购名单，项目达到预期目标，公司将会逐步放大产能。

万吨级电子磷酸是公司磷化工精细化的方向，是突破磷化工技术壁垒的尝试，对行业而言具有重大意义，我们将持续跟踪其进展。

公司在磷化工行业发展的另外一个方向是以黄磷为源头，发展草甘膦—有机硅循环产业链，2007 年 12 月，公司合资组建湖北兴瑞化工有限公司，兴瑞化工投资 4.2 亿元投向 15 万吨离子膜烧碱项目，2009 年 2 月又投资 6 亿元 6 万吨有机硅单体项目。随着烧碱项目的逐步投产，2010 年 1 月公司新建 5000 吨漂精粉项目和增资其孙公司金信化工从事甘氨酸项目，以配套烧碱和液氯产能释放，打通宜昌楚磷化工园循环产业链。

兴瑞公司烧碱和有机硅项目在未来的三年内将逐渐达产，成为公司业绩增长的动力之一。

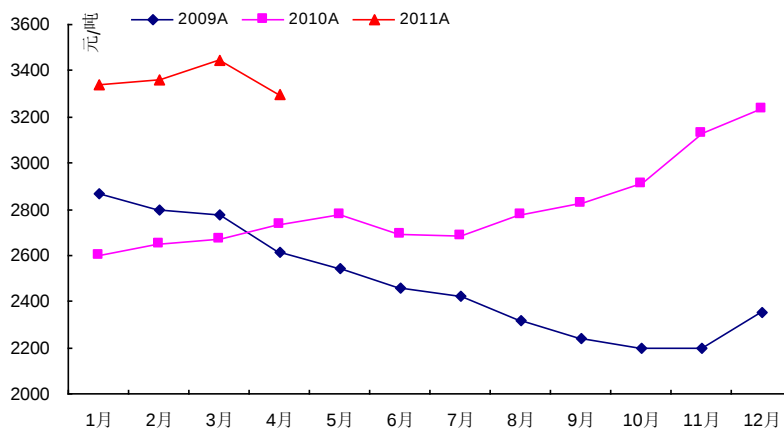
### 三、磷肥行业政策限制新增产能，国内外磷资源价差使国内磷行业具有较强竞争力

由于公司拥有较多的磷矿石储量及较大的产能，向磷肥行业延伸是顺理成章的事情，磷肥行业占磷

矿石需求的 80%左右。公司目前外售磷矿石 100 万吨左右，60 万吨磷铵建成之后，磷矿石的外销量将逐渐减少，开采量将逐渐增加。从项目进展情况来看，2010 年仅投入 1 亿元左右，该项目总投资 15 亿元，建设期两年，预计投产时间为 2012 年中期。2011 年将是该项目大量投入期。

磷铵生产的主要原料为磷矿石、硫酸、合成氨，根据工信部 3 月 25 日发布的《磷铵生产准入条件（征求意见稿）》，其中，在工艺条件上必须要有磷、硫资源的配套，在生产企业布局上，三年内将不再新建和改扩建磷铵项目。这对磷铵行业产能过剩局面有较强的制约作用。

图表 4 磷酸二铵华东地区市场走势



数据来源：化工在线

磷酸二铵（DAP）价格自 2009 年底触底之后，2010 年全年呈逐步上涨走势，今年以来均维持在高位运行。DAP 价格的上涨带来行业利润率水平的逐步提高。

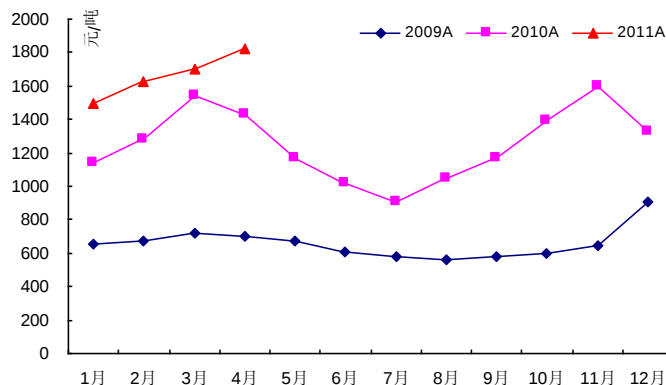
图表 5 磷肥上市公司 DAP 毛利率变化情况

|      | 2007A | 2008A | 2009A | 2010A |
|------|-------|-------|-------|-------|
| 湖北宜化 | 20.6% | 11.5% | 8.2%  | 31.0% |
| 六国化工 | 10.9% | 6.0%  | 5.5%  | 9.2%  |

数据来源：WIND

DAP 的主要成本构成中，磷矿石价格基本稳定，对兴发集团而言，磷矿石自供，原料价格波动幅度更小。影响 DAP 成本的最主要因素是硫磺价格，硫磺价格在 2008 年经历了大气大落走势，最高跌幅达 80%以上。2009 年硫磺价格低位运行，2010 年均价同比上涨 90%，2011 年至今均价比 2010 年上涨 30%，硫磺价格的连续上涨一方面会推动 DAP 价格的上涨，另一方面会削弱 DAP 产品的盈利能力。我们预计未来硫磺价格有可能继续上涨，而国内 DAP 价格上涨幅度有限，因此未来其盈利能力将有所减弱。

图表 6 硫磺市场价格走势



数据来源：化工在线

根据目前的磷肥出口关税政策，按照淡旺季来执行不同的关税，旺季包括每年的 2~6 月，9 月 1 日至 10 月 15 日，旺季执行 110% 的关税。淡季在 DAP 价格不高于 4000 元/吨的基准价之下执行 10% 的出口关税。根据目前国内外 DAP 价格差异，国外价格相比国内高 20% 左右，算上淡季 10% 的出口关税之后，出口价格仍具有相当的吸引力。

图表 7 国内外磷化工产品价格对比（5 月 13 日）

|                          | 磷矿石   | 磷酸   | DAP   |
|--------------------------|-------|------|-------|
| 鑫泰磷矿 28%，元/吨             | 470   |      |       |
| 摩洛哥-印度 CFR(70-73BPL)美元/吨 | 192.5 |      |       |
| 澄星集团食品（元/吨）              |       | 5000 |       |
| CFR 印度合同价（美元/吨）          |       | 980  |       |
| 西南工厂 64%褐色（元/吨）          |       |      | 3300  |
| 美国海湾（美元/吨）               |       |      | 612.5 |

数据来源：百川资讯

#### 四、兴发集团磷资源储量较大，未来仍有磷矿资源注入

磷矿石资源是发展磷化工的资源保障，公司近几年对上游资源的控制能力逐渐加强，通过不断的收购和探矿，目前公司拥有资源储量 1.54 亿吨，开采能力 245 万吨。

保康楚烽公司是公司通过非公开增发募集资金收购集团的资产，2010 年 6 月由于发生了冒顶事故，至年底才或许复工，影响到产能的发挥。预计未来随着 60 万吨磷铵项目的投产，对磷矿石需求增加，楚烽公司磷矿石开采将逐步达产。

目前兴盛矿业公司正在进行探矿活动，探矿活动具有较大的不确定性，我们将会跟踪其进展。

2010 年 10 月，宜昌兴发集团公司对湖北宜昌磷化工集团公司进行重组，磷化工公司拥有的核心资产包括两个磷矿，可利用资源储量为 6026 万吨，集团承诺对磷化工集团资产重组完成后将注入到上市公司，届时公司拥有的磷矿资源储量将超过 2 亿吨，为后续的磷化工产业链的发展提供良好的资源保障。

图表 8 兴发集团主要采矿企业

|            | 储量 万吨 | 开采量 万吨/年 | 产能利用率% |
|------------|-------|----------|--------|
| 保康楚烽化工公司   | 7300  | 100      | 60%    |
| 神农架武山公司    | 600   | 20       | 100%   |
| 兴山县树空坪矿业公司 | 1000  | 65       | 100%   |
| 兴山县兴盛矿业公司  | 6500  | 60       | 100%   |
| 合计         | 15400 | 245      |        |

图表 9 兴发集团主要磷矿资源分布图



资料来源：公司报告、调研

## 五、兴发集团未来事项较多，不确定性大

从公司上市以来十年的发展进程来看，目前处于大幅投入期，兴瑞化工投资逾 10 亿元的 15 万吨烧碱和 6 万吨有机硅项目基本完成，未来将关注于其投产的进度已经产生的效益情况。60 万吨磷铵项目投资 15 亿元，将在未来两年全部投入，是公司最主要的关注点。磷化集团的资产重组由于审批手续具有较大的不确定性，时间上不好确定其进度，但集团公司已经承诺整合完成后将注入到上市公司。

图表 10 兴发集团未来事项

|              | 关注点       | 成功概率 | 预计产生效益时间 |
|--------------|-----------|------|----------|
| 兴福公司电子级磷酸    | 电子级磷酸使用情况 | 60%  | 2012 年   |
| 磷化集团资产注入     | 资产重组的进度   | 90%  | 不确定      |
| 60 万吨磷铵项目    | 项目建设进展    | 100% | 2013 年   |
| 兴瑞化工烧碱、有机硅项目 | 有机硅项目投产时间 | 100% | 2011 年   |
| 兴盛公司探矿进展     | 探矿进展      | 80%  | 不确定      |

资料来源：调研、华泰证券研究所

## 六、盈利预测及估值分析

兴发集团主营收入和主营成本预测假设：

- 1、磷肥项目 2012 年中期投产，对磷矿石需求量增加，因此公司外售磷矿石量将逐步减少。
- 2、假设电子级磷酸试用情况较好，2012 年起逐渐发挥效益。
- 3、烧碱和有机硅项目投产情况符合预期。

图表 11 兴发集团销售收入和销售成本预测

|     |          | 2010A  | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|-----|----------|--------|--------|--------|--------|
| 磷矿石 | 销量       | 100    | 120    | 100    | 80     |
|     | 销售均价     | 357    | 360    | 360    | 360    |
|     | 成本价      | 94     | 100    | 100    | 100    |
|     | 销售收入     | 35715  | 43200  | 36000  | 28800  |
|     | 销售成本     | 9428   | 12000  | 10000  | 8000   |
| 磷酸盐 | 销售收入     | 112800 | 118440 | 124362 | 130580 |
|     | 销售成本     | 112800 | 118440 | 124362 | 130580 |
| 磷酸  | 销售收入     | 9713   | 9713   | 15713  | 21713  |
|     | 销售成本     | 7929   | 7929   | 10929  | 13929  |
| 贸易  | 销售收入     | 263038 | 276190 | 289999 | 304499 |
|     | 销售成本     | 256306 | 269285 | 282749 | 296887 |
| 磷肥  | 普钙销量     |        | 10     | 20     | 25     |
|     | 普钙销售均价   |        | 800    | 800    | 800    |
|     | 普钙成本价    |        | 700    | 700    | 700    |
|     | DAP 销量   |        |        | 10     | 40     |
|     | DAP 销售均价 |        |        | 3500   | 3500   |
|     | DAP 成本价  |        |        | 2300   | 2300   |
|     | 销售收入     |        | 8000   | 51000  | 160000 |
|     | 销售成本     |        | 7000   | 37000  | 109500 |
| 烧碱  | 销量       |        | 8      | 10     | 12     |
|     | 销售均价     |        | 2500   | 2500   | 2500   |
|     | 成本价      |        | 2000   | 2000   | 2000   |

|       |               |               |               |               |
|-------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 有机硅   | 销售收入          | 20000         | 25000         | 30000         |
|       | 销售成本          | 16000         | 20000         | 24000         |
|       | 销量            | 2             | 4             | 5             |
|       | 销售均价          | 20000         | 20000         | 20000         |
|       | 成本价           | 16000         | 16000         | 16000         |
|       | 销售收入          | 40000         | 80000         | 100000        |
|       | 销售成本          | 32000         | 64000         | 80000         |
| 销售总收入 | <b>467804</b> | <b>530543</b> | <b>637074</b> | <b>790592</b> |
| 销售总成本 | <b>396524</b> | <b>620052</b> | <b>700516</b> | <b>808154</b> |

图表 12 兴发集团盈利预测简表

| 利润表      |      | 单位:百万元 |       |       |  |
|----------|------|--------|-------|-------|--|
| 会计年度     | 2010 | 2011E  | 2012E | 2013E |  |
| 营业收入     | 4678 | 5305   | 6371  | 7906  |  |
| 营业成本     | 3965 | 4458   | 5307  | 6431  |  |
| 营业税金及附加  | 61   | 67     | 85    | 103   |  |
| 营业费用     | 125  | 157    | 183   | 229   |  |
| 管理费用     | 106  | 130    | 152   | 191   |  |
| 财务费用     | 140  | 214    | 251   | 261   |  |
| 资产减值损失   | 10   | 0      | 0     | 0     |  |
| 公允价值变动收益 | 0    | 0      | 0     | 0     |  |
| 投资净收益    | 17   | 29     | 24    | 25    |  |
| 营业利润     | 287  | 308    | 417   | 717   |  |
| 营业外收入    | 22   | 21     | 22    | 22    |  |
| 营业外支出    | 70   | 49     | 50    | 53    |  |
| 利润总额     | 239  | 280    | 389   | 685   |  |
| 所得税      | 51   | 50     | 71    | 128   |  |
| 净利润      | 187  | 230    | 318   | 557   |  |
| 少数股东损益   | 4    | 5      | 4     | 4     |  |
| 归属母公司净利润 | 183  | 225    | 314   | 553   |  |
| EBITDA   | 602  | 707    | 888   | 1219  |  |
| EPS (元)  | 0.50 | 0.62   | 0.86  | 1.51  |  |

数据来源：华泰证券研究所

根据我们的假设条件，预测公司 2011 年、2012 年、2013 年每股收益分别为 0.62 元，0.86 元和 1.51 元，对应市盈率水平分别为 35.3、25.4、14.4 倍。

根据我们对 56 家典型化工股样本估值跟踪，最近三年化工品平均估值水平为 32.2 倍，2011 年以来的最近四个月估值水平为 37.1 倍。以此标准来衡量兴发集团估值水平处于化工行业平均水平。

公司未来事项较多，事项如果取得较好的进展将会成为公司股价短期的刺激因素，我们在盈利预测假设中已经包含了这些因素。

公司目前正处于大量资本投入期，项目收益将在 2012 年之后集中释放，因此 2013 年业绩增速较快。

综合考虑上述因素，我们认为公司目前估值基本合理，随后新建产能的逐步释放，估值将具有较强吸引力，给予长期“推荐”评级。

附：盈利预测详表

| 资产负债表          |             |              |              |              | 利润表             |             |              |              |              |
|----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位: 百万元        |             |              |              |              | 单位: 百万元         |             |              |              |              |
| 会计年度           | 2010        | 2011E        | 2012E        | 2013E        | 会计年度            | 2010        | 2011E        | 2012E        | 2013E        |
| <b>流动资产</b>    | 1229        | 1096         | 1422         | 2057         | <b>营业收入</b>     | 4678        | 5305         | 6371         | 7906         |
| 现金             | 183         | 255          | 483          | 1031         | 营业成本            | 3965        | 4458         | 5307         | 6431         |
| 应收账款           | 275         | 230          | 237          | 241          | 营业税金及附加         | 61          | 67           | 85           | 103          |
| 其他应收款          | 7           | 13           | 14           | 17           | 营业费用            | 125         | 157          | 183          | 229          |
| 预付账款           | 143         | 103          | 137          | 171          | 管理费用            | 106         | 130          | 152          | 191          |
| 存货             | 459         | 384          | 404          | 406          | 财务费用            | 140         | 214          | 251          | 261          |
| 其他流动资产         | 162         | 110          | 149          | 191          | 资产减值损失          | 10          | 0            | 0            | 0            |
| <b>非流动资产</b>   | 4963        | 5957         | 6421         | 6457         | 公允价值变动收益        | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 长期投资           | 194         | 194          | 194          | 194          | 投资净收益           | 17          | 29           | 24           | 25           |
| 固定资产           | 3327        | 4041         | 4484         | 4585         | <b>营业利润</b>     | 287         | 308          | 417          | 717          |
| 无形资产           | 537         | 797          | 1056         | 1313         | 营业外收入           | 22          | 21           | 22           | 22           |
| 其他非流动资         | 904         | 924          | 687          | 364          | 营业外支出           | 70          | 49           | 50           | 53           |
| <b>资产总计</b>    | 6192        | 7053         | 7843         | 8514         | <b>利润总额</b>     | 239         | 280          | 389          | 685          |
| <b>流动负债</b>    | 1133        | 978          | 1052         | 1170         | 所得税             | 51          | 50           | 71           | 128          |
| 短期借款           | 200         | 250          | 300          | 400          | <b>净利润</b>      | 187         | 230          | 318          | 557          |
| 应付账款           | 352         | 290          | 305          | 308          | 少数股东损益          | 4           | 5            | 4            | 4            |
| 其他流动负债         | 581         | 437          | 447          | 462          | <b>归属母公司净利润</b> | 183         | 225          | 314          | 553          |
| <b>非流动负债</b>   | 3089        | 3875         | 4297         | 4320         | EBITDA          | 602         | 707          | 888          | 1219         |
| 长期借款           | 2896        | 3796         | 4196         | 4196         | EPS (元)         | 0.50        | 0.62         | 0.86         | 1.51         |
| 其他非流动负         | 193         | 79           | 101          | 124          | <b>主要财务比率</b>   |             |              |              |              |
| <b>负债合计</b>    | 4222        | 4853         | 5349         | 5491         | <b>会计年度</b>     | <b>2010</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> | <b>2013E</b> |
| 少数股东权益         | 277         | 282          | 286          | 290          | <b>成长能力</b>     |             |              |              |              |
| 股本             | 365         | 365          | 365          | 365          | 营业收入            | 49.8%       | 13.4%        | 20.1%        | 24.1%        |
| 资本公积           | 609         | 609          | 609          | 609          | 营业利润            | 85.2%       | 7.3%         | 35.3%        | 71.9%        |
| 留存收益           | 702         | 928          | 1218         | 1743         | 归属于母公司净利润       | 27.1%       | 23.0%        | 39.3%        | 76.2%        |
| 归属母公司股东权益      | 1692        | 1918         | 2208         | 2733         | <b>获利能力</b>     |             |              |              |              |
| <b>负债和股东权益</b> | 6192        | 7053         | 7843         | 8514         | 毛利率(%)          | 15.2%       | 16.0%        | 16.7%        | 18.7%        |
| <b>现金流量表</b>   |             |              |              |              | 净利率(%)          | 3.9%        | 4.2%         | 4.9%         | 7.0%         |
| 单位: 百万元        |             |              |              |              | ROE(%)          | 10.8%       | 11.8%        | 14.2%        | 20.2%        |
| <b>会计年度</b>    | <b>2010</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> | <b>2013E</b> | ROIC(%)         | 6.4%        | 7.1%         | 8.3%         | 11.8%        |
| <b>经营活动现金流</b> | 386         | 670          | 683          | 976          | <b>偿债能力</b>     |             |              |              |              |
| 净利润            | 187         | 230          | 318          | 557          | 资产负债率(%)        | 68.2%       | 68.8%        | 68.2%        | 64.5%        |
| 折旧摊销           | 175         | 185          | 220          | 242          | 净负债比率(%)        | 82.20       | 87.56        | 88.38%       | 88.19        |
| 财务费用           | 140         | 214          | 251          | 261          | 流动比率            | 1.08        | 1.12         | 1.35         | 1.76         |
| 投资损失           | -17         | -29          | -24          | -25          | 速动比率            | 0.67        | 0.72         | 0.96         | 1.40         |
| 营运资金变动         | -129        | 169          | -100         | -85          | <b>营运能力</b>     |             |              |              |              |
| 其他经营现金         | 30          | -98          | 19           | 26           | 总资产周转率          | 0.95        | 0.80         | 0.86         | 0.97         |
| <b>投资活动现金流</b> | -873        | -1159        | -659         | -254         | 应收账款周转率         | 19          | 20           | 26           | 31           |
| 资本支出           | 1103        | 910          | 405          | 0            | 应付账款周转率         | 13.03       | 13.88        | 17.82        | 20.97        |
| 长期投资           | 10          | 0            | 0            | 0            | <b>每股指标 (元)</b> |             |              |              |              |
| 其他投资现金         | 240         | -249         | -254         | -254         | 每股收益(最新摊        | 0.50        | 0.62         | 0.86         | 1.51         |
| <b>筹资活动现金流</b> | 533         | 561          | 203          | -174         | 每股经营现金流(最       | 1.06        | 1.83         | 1.87         | 2.67         |
| 短期借款           | -254        | 50           | 50           | 100          | 每股净资产(最新摊       | 4.63        | 5.25         | 6.04         | 7.48         |
| 长期借款           | 1543        | 900          | 400          | 0            | <b>估值比率</b>     |             |              |              |              |
| 普通股增加          | 63          | 0            | 0            | 0            | P/E             | 43.43       | 35.32        | 25.35        | 14.39        |
| 资本公积增加         | 230         | 0            | 0            | 0            | P/B             | 4.70        | 4.15         | 3.61         | 2.91         |
| 其他筹资现金         | -1049       | -389         | -247         | -274         | EV/EBITDA       | 19          | 16           | 13           | 9            |
| <b>现金净增加额</b>  | 45          | 72           | 227          | 549          |                 |             |              |              |              |

## 华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

一报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现20%以上；

推荐：相对强于市场表现5%~20%；

观望：市场表现-5%~+5%之间波动；

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

## 免责条款：

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。