

# 远兴能源(000683)

研究员: 吴剑平 执业证书编号: S0570208080173

☎ 025-83290922 ✉ wujianping@mail.htsc.com.cn

ⓧ http://t.zhangle.com/4075

## 甲醇弱势难改, 煤炭逐渐推升业绩增长

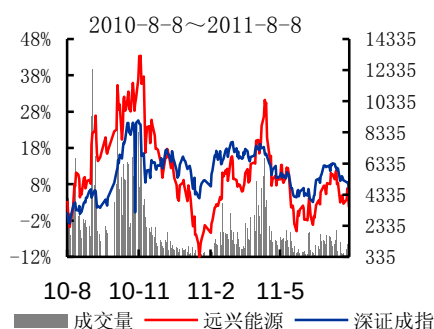
### 投资评级: 观望(首次评级)

化学制品 II

当前价格(元): 8.60

目标价格(元): 9

### 股价走势图



### 相关研究

### 投资要点:

◆ 远兴能源(000683)主营产品包括甲醇和煤炭, 其中甲醇产能 135 万吨, 煤炭产能 300 万吨。甲醇占公司总营业收入的 70%, 但仅贡献 30%左右的利润。从甲醇生产装置运行情况来看, 2010 年产销量在 100 万吨左右, 今年上半年开工率在 8 成以上, 高于行业平均 6 成的开工率, 属于较高水平。公司煤炭产能 300 万吨, 2010 年产销量为 240 万吨粉煤, 预计今年能够满产, 未来产销量超出设计产能的可能性较大。

◆ 公司自 2006 年第一套 18 万吨甲醇装置投产以来, 甲醇业务在公司营业收入中的占比逐年增长, 2010 年占 70%以上的比重。从甲醇的盈利能力来看, 2008 年金融危机之后, 甲醇产品盈利能力下滑严重, 近两年保持在 10%左右的毛利率水平, 相比 2006 和 2007 年大幅下滑。

◆ 甲醇行业存在的主要问题有三: 一是产能严重过剩, 2006 年基于醇醚燃料的美好前景及大规模的投资冲动, 煤化工项目遍地开花。二是国外低成本甲醇的冲击, 中东地区甲醇成本仅 1000 元人民币, 加上运费抵达中国港口不过 1500 元/吨, 而国内煤头甲醇成本都在 2000 元以上。三是下游需求难以大规模启动。传统需求领域如甲醛、醋酸、乙二醇等需求较为稳定, 但被寄予厚望的醇醚燃料由于种种原因却难以大规模启动, 需求疲软是甲醇行业低迷最主要的因素。

◆ 未来天然气长期上涨是大概率事件。从天然气价格调整的频率看, 去年下半年调整后一年内继续上调的可能性不大, 因此, 甲醇成本年内上升的可能性不大。

◆ 盈利预测结果表明, 公司 2011、2012、2013 年每股收益分别为 0.21、0.28、0.42 元, 对应市盈率分别为 43 倍、31 倍和 21 倍。公司未来业绩的增长动力主要来自煤炭业务的推动, 考虑到煤炭行业和化工行业平均市盈率水平, 2011 年公司估值偏高, 但未来两年估值水平基本合理, 给予“观望”评级。

### 公司基本资料

|              |           |
|--------------|-----------|
| 总股本(万)       | 76781.40  |
| 流通 A 股(万)    | 76781.40  |
| 52 周内股价区间(元) | 7.4-12.78 |
| 总市值(亿)       | 66.03     |
| 总资产(亿)       | 57.25     |
| 每股净资产(元)     | 2.89      |

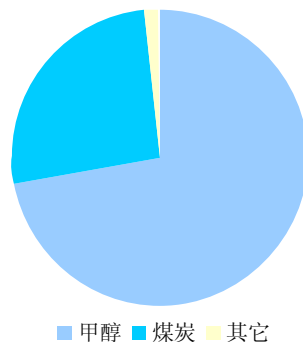
### 主要经营指标预测

|           | 2010A  | 2011E | 2012E | 2013E |
|-----------|--------|-------|-------|-------|
| 主营业务收入(亿) | 23.33  | 28.23 | 31.50 | 35.50 |
| +/-%      | 34.12  | 21    | 12    | 13    |
| 净利润(百万)   | 111.08 | 158   | 217   | 319   |
| +/-%      | -79.26 | 43    | 37    | 47    |
| EPS(元)    | 0.14   | 0.21  | 0.28  | 0.42  |
| P/E       | 59.44  | 42.58 | 31.05 | 21.12 |

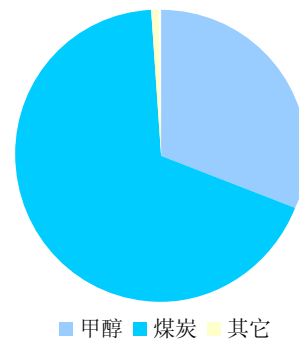
## 一、甲醇装置负荷率高于行业平均水平，煤炭贡献 70% 的利润。

远兴能源（000683）主营产品包括甲醇和煤炭，其中甲醇产能 135 万吨，煤炭产能 300 万吨。从下面的图表中可以看出，虽然甲醇占公司总营业收入的 70%，但仅贡献 30% 左右的毛利润，煤炭自去年成为公司主营业务以来，对业绩的贡献较大，2010 年毛利润的 70% 来自煤炭业务。

图表 1 公司 2010 年主营收入构成



图表 2 公司 2010 年毛利润构成

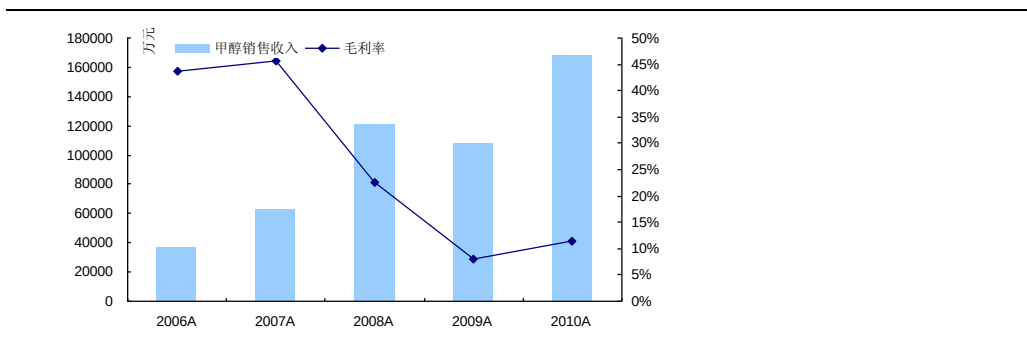


数据来源：WIND

经过几年的资产腾挪，公司由天然碱为主营转变成以甲醇和煤炭为主营产品的公司。甲醇资产主要有内蒙古博源联合化工公司 100 万吨天然气法产能、内蒙古苏里格天然气化工公司 35 万吨产能。从甲醇生产装置运行情况来看，2010 年产销量在 100 万吨左右，今年上半年开工率在 8 成以上，高于行业平均 6 成的开工率，属于较高水平。公司能保持较高的开工率得益于原料具有一定的成本优势，目前来看，公司生产成本在 2100 元/吨左右，即使是加上 400~500 元至华东地区的运费，与华东地区煤头企业相比，也具有 100~200 元的成本优势。因此，影响公司开工率的主要因素不是销售市场，而是天然气的供应。公司天然气供应方主要为中石油长庆油田，有长期供应合同，供应基本上问题不大。

公司自 2006 年第一套 18 万吨甲醇装置投产以来，甲醇业务在公司营业收入中的占比逐年增长，2010 年占 70% 以上的比重。从甲醇的盈利能力来看，2008 年金融危机之后，甲醇产品盈利能力下滑严重，近两年保持在 10% 左右的毛利率水平，相比 2006 和 2007 年大幅下滑。主要原因是产能过剩和需求增速较慢，我们会在下面的行业分析中进行详细阐述。

图表 3 远兴能源甲醇产品近年来营业收入和毛利率变化情况



数据来源：WIND

公司煤炭产能 300 万吨，主要由控股子公司内蒙古博源煤化工公司经营，该公司拥有湾图沟煤矿设计产能 300 万吨，2010 年产销量为 240 万吨粉煤，预计今年能够满产，未来产销量超出设计产能的可能性较大。湾图沟煤矿 2010 年初取得采矿许可证，2009 年贡献 2 个亿的收入，主要以工程煤和原煤为主。2010 年正式投产后，主要煤种为粉煤，销售收入增长到 6.1 亿元左右。实际产能 500 万吨超过设计产能，因此，未来的煤炭产销量将有较大的增长空间。

## 二、甲醇行业形势较为严峻，目前面临三大困局

甲醇行业在 2006 年之后开始了大跃进式的发展，2010 年末产能规模达 4000 万吨，行业整体开工率不足 50%，尽管如此，仍有大量的煤制甲醇项目在建，未来形势更加严峻。

目前来看，甲醇行业存在的主要问题有三：一是产能严重过剩，2006 年基于醇醚燃料的美好前景及大规模的投资冲动，煤化工项目遍地开花，2008 年后原油价格大幅下跌，以原油为假想成本的煤化工陷入整体亏损地步。二是国外低成本甲醇的冲击，中东地区甲醇成本仅 1000 元人民币，加上运费抵达中国港口不过 1500 元/吨，而国内煤头甲醇成本都在 2000 元以上。三是下游需求难以大规模启动。传统需求领域如甲醛、醋酸、乙二醇等需求较为稳定，但寄予厚望的醇醚燃料由于种种原因却难以大规模启动，需求疲软是甲醇行业低迷最主要的因素。

### 2.1 甲醇行业目前产能 4000 万吨，在建 2000 万吨，产能过剩严重

甲醇产能过剩问题将在未来几年内长期存在。今年 3 月份国家发改委再次对煤化工的无序发展做出规范，其中加强项目审批管理中“年产 50 万吨及以下煤经甲醇制烯烃项目，年产 100 万吨及以下煤制甲醇项目，年产 100 万吨及以下煤制二甲醚项目，年产 100 万吨及以下煤制油项目，年产 20 亿立方米及以下煤制天然气项目，年产 20 万吨及以下煤制乙二醇项目。”均需要报国家发改委批准。根据该通知精神，我们预计未来产能继续扩大的步伐有可能放缓，但在此之前已经在建的项目却不受限制，据统计，目前在建的甲醇项目还有 2000 万吨，这些

项目全部建成后，国内甲醇产能将达到 6000 万吨，比目前产能增长 50%。

图表 4 甲醇行业主要企业产能及产量统计表

|              | 产能 万吨 | 实际日产量 吨 |
|--------------|-------|---------|
| 上海焦化公司       | 80    | 1000    |
| 兖矿国宏化工公司     | 50    | 1500    |
| 兖矿鲁南化肥厂      | 20    | 50      |
| 山东联盟化工集团公司   | 50    | 900     |
| 滕州凤凰化肥公司     | 50    | 900     |
| 山东晋煤明水大化集团   | 50    | 1000    |
| 中海油海南建滔公司    | 120   | 4100    |
| 河南龙宇煤化工公司    | 50    | 1000    |
| 河南煤业集团中原大化公司 | 50    | 1000    |
| 博源运销公司       | 135   | 3000    |
| 久泰能源内蒙公司     | 100   | 2600    |
| 新能能源公司       | 100   | 2000    |
| 神华宁煤集团公司     | 100   | 2800    |
| 陕西榆林天然气化工公司  | 51    | 1350    |
| 陕西神木化工公司     | 60    | 1900    |
| 青海中浩天然气化工公司  | 60    | 1800    |
| 甘肃华亭中煦煤化工公司  | 60    | 1700    |
| 云南云维         | 50    | 1100    |

数据来源：百川资讯

## 2.2 中东低成本甲醇对国内市场冲击严重

进口低成本甲醇对国内甲醇市场的冲击较为严重，沙特阿拉伯、伊朗、俄罗斯等国现有甲醇产能超过 900 万吨，由于他们自身甲醇消费量有限，主要销往中国等外部市场。这些国家天然气丰富，且价格低廉，甲醇吨耗天然气约 1000 立方米，其制造成本折算人民币仅为 1200 元/吨。而我国主要以煤制甲醇为主，按吨甲醇消耗 1.5 吨煤计，加上制造费用，甲醇的制造成本要在 2400 元/吨以上。同时，中东等甲醇成本优势还体现在单套装置产能普遍较大。他们一般选择鲁奇、托普索这样的著名公司设计甲醇装置，单套产能达到 150 万吨规模，装置大型化极有利于降低能耗、节约生产费用。而我国单套装置规模在 50 万吨/年以上的只有 12 套，产能 652 万吨，占总产能的 35%；而小于 20 万吨/年装置产能 902 万吨，占总产能的 48%。

2010 年 6 月 24 日，商务部决定起对原产于沙特阿拉伯、马来西亚、印度尼西亚和新西兰的进口甲醇进行反倾销立案调查。此消息对甲醇价格的推涨作用仅仅维持了公告发布后的几天而已，甲醇市场价格并未有好转，市场信心的提振终归还是在于下游需求的增长。反倾销调查时间较长，在一两年的时间内难以对国内甲醇市场形成实质性保护。另外初沙特外，伊朗和俄罗斯等对中国出口加大

的国家并没有在反倾销调查之内，反倾销的保护效果也会大打折扣。

图表 5 近几年我国甲醇进口量

|        | 2007A | 2008A | 2009A | 2010A |
|--------|-------|-------|-------|-------|
| 进口量 万吨 | 84    | 143   | 529   | 580   |

数据来源：百川资讯

## 2.3 醇醚市场迟迟不能大规模启动，成为制约甲醇行业的最重要因素。

更重要的是需求不振，传统需求领域包括甲醛、醋酸和乙二醇等，从上半年这些下游行业开工率来看，上半年甲醛整体开工率 62%，醋酸开工率 57%，二甲醚开工率 47%，难以对甲醇形成强劲需求。

市场寄予厚望的醇醚燃料也并不乐观，2010 年 5 月，国家正式出台《车用燃料甲醇国家标准》，并计划于 11 月 1 日起正式实施，7 月 2 日，《标准网》公布 M85 甲醇汽油国家标准，该标准将从 12 月 1 日起实施。因 M85 甲醇汽油受众面较小，有严格的使用范围和要求，仅适合于特定改动过车型的使用，因此大规模推广需要国家在内燃机改造、加油系统和甲醇汽油价格等方面进行长期扶持。

唯一稍显乐观的是甲醇制烯烃，山西焦化日前公告将开工新建 60 万吨甲醇制烯烃装置，其中甲醇的来源一方面来自其焦炉气制甲醇，其余部分将向市场采购，新增部分甲醇需求，华东沿海地区多地计划新建甲醇制烯烃装置，但其甲醇原料均以国外进口为主，也难以形成对国内甲醇市场的强劲需求。

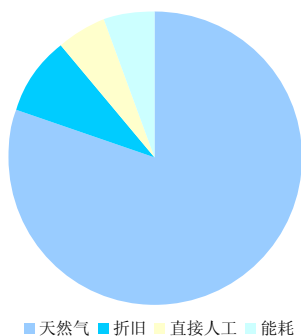
## 三、远兴能源甲醇和煤炭业务分析

### 3.1 天然气价格呈长期上涨趋势，甲醇产品盈利能力将会有有所下降

远兴能源是国内以天然气为原料生产甲醇的代表厂家之一，其主要原料为天然气，天然气占其生产成本的 80% 左右。去年下半年，天然气出厂价格均价上涨 0.23 元/立方，目前公司用气价格均价在 1.1 元/立方（不含税价）左右。



图表 6 远兴能源甲醇产品成本构成



从国内天然气价格对比来看，从 2000 年至今天然气上涨呈常态，与国际市场相比，我国天然气价格偏低，这也是中俄进口天然气价格谈判屡屡陷入僵局的主要原因。一方面，由于历史原因，天然气消费价格偏低。另外，我国对天然气的需求呈加速上涨态势，比原油需求增长快五个百分点以上。因此，未来天然气长期上涨是大概率事件。从天然气价格调整的频率看，去年下半年调整后一年内继续上调的可能性不大，因此，我们预计年内天然气价格上涨的可能性不大。

图表 7 远兴能源 2012 年 EPS 对天然气价格上涨的敏感性分析

| 天然气价格 元/立方米 | 1.1  | 1.2  | 1.3  | 1.4  | 1.5  |
|-------------|------|------|------|------|------|
| 2012 年 EPS  | 0.37 | 0.33 | 0.28 | 0.25 | 0.19 |

生产 1 吨甲醇消耗 1.1 千标准立方天然气，图表 7 列出了 2012 年天然气价格每上涨 0.1 元/立方的情况下对公司 2012 年业绩的敏感性分析。从中我们可以看出，在其它条件不变的情况下，天然气价格上涨对公司业绩影响较大。

### 3.2 湾图沟煤矿对公司未来两年业绩贡献将逐渐增大，纳林河煤矿 2013 年投产，对公司近两年业绩贡献不大。

公司目前控股的唯一煤炭资产为博源煤化工公司旗下的湾图沟煤矿，2009 年 8 月，公司以现金方式收购了博源集团子公司博源煤化工公司 67% 的股权，从而实际控制了湾图沟煤矿。2010 年 3 月，博源煤化工公司取得国土资源部颁发的采矿许可证，批准开采规模为 300 万吨。

2010 年湾图沟煤矿煤炭产销量为 240 万吨，贡献了 70% 左右的利润，煤炭业务一举成为公司最重要的业绩来源。据了解，公司未来煤炭产能继续扩大的可能性较大。当地对煤炭的产业政策是鼓励发展煤炭加工，生产高附加值产品，而不是单独出售煤炭。博源煤化工公司未来也将会继续向下游发展，未来有可能新建以煤炭为原料的甲醇生产装置，摆脱单一的天然气原料限制。另外可以争取更多的煤炭产销量。综合考虑，我们认为未来两年湾图沟煤矿每年增长 100 万吨的煤炭产销量问题不大。

公司目前拥有的全部煤炭资产包括湾图沟煤矿 67% 权益和纳林河煤矿 34% 的权益，权益产能 473 万吨。2013 年纳林河煤矿投产后，公司权益产能将达到 675 万吨，增长 40%。从煤种来看，公司煤种主要为粉煤，发热量在 4000 大卡左右，在动力煤中并不属优质煤，销售市场一般为当地电厂，少量通过铁路运输到华北和华东地区。

图表 8 远兴能源煤炭资产情况

| 煤矿名称  | 权益  | 可采储量 亿吨 | 设计产能 万吨  | 投产时间   |
|-------|-----|---------|----------|--------|
| 湾图沟煤矿 | 67% | 2.54    | 300      | 2010 年 |
| 纳林河煤矿 | 34% | 7.62    | 800~1000 | 2013 年 |

数据来源：公司公告

#### 四、参股公司近两年难以贡献业绩

公司目前拥有三家参股公司，其中内蒙古蒙大新能源化工基地公司（内蒙古蒙大化工公司）股权比例为中煤能源 65%，上海证大 10%。主要从事煤制甲醇和二甲醚产品。远期产能规划为 180 万吨甲醇、120 万吨二甲醚。目前在建的项目为甲醇一期 60 万吨甲醇。

图表 9 远兴能源参股公司概况

| 参股公司             | 注册资本    | 参股比例 | 主营    |
|------------------|---------|------|-------|
| 内蒙古蒙大新能源化工基地开发公司 | 10 亿元   | 25%  | 甲醇二甲醚 |
| 乌审旗蒙大矿业公司        | 8.54 亿元 | 34%  | 煤炭    |
| 内蒙古远兴化工公司        | 2.5 亿元  | 49%  | DMF   |

数据来源：公司年报

乌审旗蒙大矿业公司拥有纳林河煤矿采矿权，设计产能 800~1000 万吨产能，预计 2013 年投产，对公司短期业绩贡献不大。

内蒙古远兴化工公司主营 DMF 生产，从目前运行情况看，与当初预期有一定的差距。对公司业绩贡献也不会太大。

#### 五、盈利预测及投资建议

盈利预测关键假设条件：1、天然气价格 2012 年上调 0.2 元/立方，甲醇生产成本上升 150 元/吨。2、2012 年和 2013 年煤炭产销量每年增长 100 万吨，煤炭价格小幅上涨。

图表 10 远兴能源销售收入和销售成本预测表

|    |      | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|----|------|--------|--------|--------|
| 甲醇 | 销量   | 95     | 95     | 100    |
|    | 销售均价 | 2150   | 2200   | 2200   |
|    | 成本价  | 1800   | 1950   | 1950   |
|    | 销售收入 | 204250 | 209000 | 220000 |
|    | 销售成本 | 171000 | 185250 | 195000 |
| 煤炭 | 销量   | 300    | 400    | 500    |
|    | 销售均价 | 260    | 265    | 270    |
|    | 成本价  | 80     | 80     | 80     |

|        |      |        |        |        |
|--------|------|--------|--------|--------|
|        | 销售收入 | 78000  | 106000 | 135000 |
|        | 销售成本 | 24000  | 32000  | 40000  |
| 销售收入合计 |      | 282250 | 315000 | 355000 |
| 销售成本合计 |      | 195000 | 217250 | 235000 |

图表 11 盈利预测简表

单位：百万元

| 利润表      | 单位：百万元 |       |       |       |
|----------|--------|-------|-------|-------|
| 会计年度     | 2010   | 2011E | 2012E | 2013E |
| 营业收入     | 2333   | 2823  | 3150  | 3550  |
| 营业成本     | 1710   | 1950  | 2173  | 2350  |
| 营业税金及附加  | 85     | 102   | 114   | 129   |
| 营业费用     | 90     | 118   | 111   | 110   |
| 管理费用     | 173    | 224   | 220   | 214   |
| 财务费用     | 78     | 94    | 92    | 91    |
| 资产减值损失   | -6     | 0     | 0     | 0     |
| 公允价值变动收益 | 0      | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益    | 16     | 0     | 10    | 10    |
| 营业利润     | 219    | 333   | 450   | 667   |
| 营业外收入    | 6      | 12    | 10    | 11    |
| 营业外支出    | 1      | 9     | 6     | 7     |
| 利润总额     | 225    | 336   | 454   | 671   |
| 所得税      | 43     | 72    | 93    | 139   |
| 净利润      | 182    | 265   | 361   | 531   |
| 少数股东损益   | 71     | 106   | 143   | 212   |
| 归属母公司净利润 | 111    | 158   | 217   | 319   |
| EBITDA   | 501    | 636   | 754   | 973   |
| EPS（元）   | 0.14   | 0.21  | 0.28  | 0.42  |

盈利预测结果表明，公司 2011、2012、2013 年每股收益分别为 0.21、0.28、0.42 元，对应市盈率分别为 43 倍、31 倍和 21 倍。公司未来业绩的增长动力主要来自煤炭业务的推动，考虑到煤炭行业和化工行业平均市盈率水平，2011 年公司估值偏高，但未来两年估值水平基本合理，给予“观望”评级。



## 附：盈利预测详表

| 资产负债表          |      |       |       |       |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| 单位: 百万元        |      |       |       |       |
| 会计年度           | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
| <b>流动资产</b>    | 1414 | 2335  | 2957  | 3788  |
| 现金             | 408  | 1662  | 2391  | 3411  |
| 应收账款           | 18   | 12    | 13    | 13    |
| 其他应收款          | 519  | 280   | 187   | 93    |
| 预付账款           | 332  | 200   | 200   | 100   |
| 存货             | 89   | 121   | 110   | 114   |
| 其他流动资产         | 49   | 59    | 56    | 57    |
| <b>非流动资产</b>   | 4257 | 4150  | 4069  | 3933  |
| 长期投资           | 708  | 750   | 800   | 800   |
| 固定资产           | 3417 | 3256  | 3113  | 2972  |
| 无形资产           | 68   | 66    | 64    | 62    |
| 其他非流动资产        | 65   | 77    | 92    | 99    |
| <b>资产总计</b>    | 5671 | 6484  | 7025  | 7721  |
| <b>流动负债</b>    | 1829 | 2288  | 2366  | 2431  |
| 短期借款           | 439  | 465   | 468   | 462   |
| 应付账款           | 576  | 738   | 819   | 871   |
| 其他流动负债         | 814  | 1084  | 1079  | 1097  |
| <b>非流动负债</b>   | 837  | 927   | 1028  | 1128  |
| 长期借款           | 804  | 904   | 1004  | 1104  |
| 其他非流动负债        | 33   | 23    | 24    | 24    |
| <b>负债合计</b>    | 2666 | 3214  | 3394  | 3559  |
| 少数股东权益         | 798  | 904   | 1048  | 1260  |
| 股本             | 768  | 768   | 768   | 768   |
| 资本公积           | 189  | 189   | 189   | 189   |
| 留存收益           | 1218 | 1376  | 1593  | 1912  |
| 归属母公司股东权益      | 2208 | 2366  | 2583  | 2902  |
| <b>负债和股东权益</b> | 5671 | 6484  | 7025  | 7721  |

| 现金流量表          |      |       |       |       |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| 单位: 百万元        |      |       |       |       |
| 会计年度           | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
| <b>经营活动现金流</b> | 286  | 1387  | 819   | 1095  |
| 净利润            | 182  | 265   | 361   | 531   |
| 折旧摊销           | 203  | 208   | 212   | 216   |
| 财务费用           | 78   | 94    | 92    | 91    |
| 投资损失           | -16  | 0     | -10   | -10   |
| 营运资金变动         | -194 | 838   | 170   | 274   |
| 其他经营现金流        | 33   | -18   | -6    | -7    |
| <b>投资活动现金流</b> | -535 | -104  | -122  | -72   |
| 资本支出           | 380  | 60    | 80    | 80    |
| 长期投资           | -145 | 42    | 50    | 0     |
| 其他投资现金流        | -299 | -2    | 8     | 8     |
| <b>筹资活动现金流</b> | -177 | -29   | 31    | -3    |
| 短期借款           | -96  | 26    | 3     | -6    |
| 长期借款           | -176 | 100   | 100   | 100   |
| 普通股增加          | 256  | 0     | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | -193 | 0     | 0     | 0     |
| 其他筹资现金流        | 32   | -155  | -72   | -97   |
| <b>现金净增加额</b>  | -426 | 1254  | 728   | 1020  |

| 利润表             |      |       |       |       |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| 单位: 百万元         |      |       |       |       |
| 会计年度            | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
| <b>营业收入</b>     | 2333 | 2823  | 3150  | 3550  |
| 营业成本            | 1710 | 1950  | 2173  | 2350  |
| 营业税金及附加         | 85   | 102   | 114   | 129   |
| 营业费用            | 90   | 118   | 111   | 110   |
| 管理费用            | 173  | 224   | 220   | 214   |
| 财务费用            | 78   | 94    | 92    | 91    |
| 资产减值损失          | -6   | 0     | 0     | 0     |
| 公允价值变动收益        | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益           | 16   | 0     | 10    | 10    |
| <b>营业利润</b>     | 219  | 333   | 450   | 667   |
| 营业外收入           | 6    | 12    | 10    | 11    |
| 营业外支出           | 1    | 9     | 6     | 7     |
| <b>利润总额</b>     | 225  | 336   | 454   | 671   |
| 所得税             | 43   | 72    | 93    | 139   |
| <b>净利润</b>      | 182  | 265   | 361   | 531   |
| 少数股东损益          | 71   | 106   | 143   | 212   |
| <b>归属母公司净利润</b> | 111  | 158   | 217   | 319   |
| EBITDA          | 501  | 636   | 754   | 973   |
| EPS (元)         | 0.14 | 0.21  | 0.28  | 0.42  |

## 主要财务比率

| 会计年度           | 2010   | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>    |        |        |        |        |
| 营业收入           | 34.1%  | 21.0%  | 11.6%  | 12.7%  |
| 营业利润           | -81.5% | 51.9%  | 35.0%  | 48.3%  |
| 归属于母公司净利润      | -87.8% | 42.5%  | 37.2%  | 47.0%  |
| <b>获利能力</b>    |        |        |        |        |
| 毛利率(%)         | 26.7%  | 30.9%  | 31.0%  | 33.8%  |
| 净利率(%)         | 4.8%   | 5.6%   | 6.9%   | 9.0%   |
| ROE(%)         | 5.0%   | 6.7%   | 8.4%   | 11.0%  |
| ROIC(%)        | 7.2%   | 14.3%  | 20.9%  | 36.2%  |
| <b>偿债能力</b>    |        |        |        |        |
| 资产负债率(%)       | 47.0%  | 49.6%  | 48.3%  | 46.1%  |
| 净负债比率(%)       | 54.27% | 47.03% | 48.17% | 48.39% |
| 流动比率           | 0.77   | 1.02   | 1.25   | 1.56   |
| 速动比率           | 0.72   | 0.96   | 1.20   | 1.51   |
| <b>营运能力</b>    |        |        |        |        |
| 总资产周转率         | 0.38   | 0.46   | 0.47   | 0.48   |
| 应收账款周转率        | 116    | 125    | 151    | 167    |
| 应付账款周转率        | 2.88   | 2.97   | 2.79   | 2.78   |
| <b>每股指标(元)</b> |        |        |        |        |
| 每股收益(最新摊薄)     | 0.14   | 0.21   | 0.28   | 0.42   |
| 每股经营现金流(最新摊薄)  | 0.37   | 1.81   | 1.07   | 1.43   |
| 每股净资产(最新摊薄)    | 2.88   | 3.08   | 3.36   | 3.78   |
| <b>估值比率</b>    |        |        |        |        |
| P/E            | 60.69  | 42.58  | 31.05  | 21.12  |
| P/B            | 3.05   | 2.85   | 2.61   | 2.32   |
| EV/EBITDA      | 16     | 12     | 10     | 8      |

## 华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 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;

- 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: 市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

卖出: 相对弱于市场表现5%以下。

**免责声明:**

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翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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。本公司保留追究相关责任的权利。

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。