

## 湖北能源 (000883)

### 短期看水火电改善，长期看天然气拓展

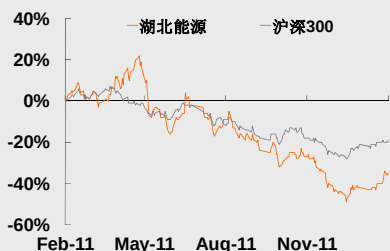
#### 推荐 (首次)

现价: 5.58 元

##### 主要数据

|               |                           |
|---------------|---------------------------|
| 行业            | 电力等公用事业                   |
| 公司网址          | www.triring.cn            |
| 大股东/持股        | 湖北省人民政府国有资产监督管理委员会/4.46%  |
| 实际控制人/持股      | 湖北省人民政府国有资产监督管理委员会/42.96% |
| 总股本(百万股)      | 2,068                     |
| 流通 A 股(百万股)   | 415                       |
| 流通 B/H 股(百万股) | 0                         |
| 总市值 (亿元)      | 115.38                    |
| 流通 A 股市值(亿元)  | 23.14                     |
| 每股净资产(元)      | 4.05                      |
| 资产负债率(%)      | 69.6                      |

##### 行情走势图



##### 相关研究报告

##### 证券分析师

王凡 投资咨询资格编号  
S1060511010010  
22624183  
wangfan007@pingan.com.cn

曾凡 投资咨询资格编号  
S1060511010018  
22625952  
zengfan323@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，  
如经由未经许可的渠道获得研究报告，  
请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的  
声明内容。

#### 投资要点

##### ■ 定位于湖北省综合能源提供商

公司定位于湖北省的综合能源提供商，主要经营水电、火电、风电、煤炭以及天然气管输业务，此外还有核电储备项目。从 2010 年的收入结构来看，火电和水电业务分别占 47%和 43%左右，其次为风电业务和天然气业务，分别占 5%和 4%；但从主营利润来看，2010 年水电是公司绝对的利润支柱，火电亏损，天然气和风电业务的利润贡献几乎可以忽略不计。

##### ■ 水电是稳定的利润存量，主要受来水波动影响

公司拥有水电装机容量 362 千瓦左右，权益水电装机容量 350 万千瓦左右。其中以清江水电站规模最大，对公司的盈利贡献最大。清江由于流域面积相对较小，来水情况较长江等大流域而言更容易出现较大幅度的波动。

##### ■ 火电盈利迎来确定性改善

短期内火电业务主要看电价上涨和煤价下跌带来的内生性增长，中期可以期待路口电站投产为公司业绩带来大幅增长。电价上涨和煤价下跌将促使公司现有火电盈利迎来确定性改善，水电出力增加有可能导致火电厂利用小时出现下滑，可能会小幅降低改善力度。

##### ■ 短期天然气业务利润贡献微弱

公司天然气项目未来盈利状况主要取决于价格和气量。价格方面，管输费价格由政府以“成本加成”的方式决定，可以保障合理利润率的实现。气量方面，同时取决于供给和需求。初步预计 2012-2013 年公司天然气销量可分别达到 4.5 亿和 10 亿立方米以上，短期来看对公司收入的贡献将非常显著。但由于这种收入增长来源于管线的集中投产，而管线的产能利用率到达理想状态仍需要一定的时间，因此对利润的贡献将较微弱。

##### ■ 首次给予“推荐”评级

保守假设下公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.29、0.36 和 0.43 元/股，目前股价分别对应 PE 为 19.1、15.4 和 13 倍。但若考虑增发摊薄业绩后，则 2012-2013 年 PE 分别为 19 倍和 15 倍。公司目前估值基本合理，考虑到天然气业务潜在的巨大增长空间，我们首次给予“推荐”评级。

|           | 2009A   | 2010A  | 2011E | 2012E | 2013E |
|-----------|---------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 8,894   | 11,327 | 8,699 | 8,892 | 9,219 |
| YoY(%)    | 120.3   | 27.4   | -23.2 | 2.2   | 3.7   |
| 净利润(百万元)  | 694     | 1,037  | 604   | 749   | 884   |
| YoY(%)    | 2,128.6 | 49.4   | -41.7 | 23.9  | 18.1  |
| 毛利率(%)    | 24.6    | 20.9   | 21.2  | 24.4  | 24.6  |
| 净利率(%)    | 7.8     | 9.2    | 6.9   | 8.4   | 9.6   |
| ROE(%)    | 75.8    | 12.1   | 6.9   | 7.9   | 8.5   |
| EPS(摊薄/元) | 0.34    | 0.50   | 0.29  | 0.36  | 0.43  |
| P/E(倍)    | 16.6    | 11.1   | 19.1  | 15.4  | 13.0  |
| P/B(倍)    | 12.6    | 1.3    | 1.3   | 1.2   | 1.1   |

## 正文目录

|     |                            |    |
|-----|----------------------------|----|
| 一、  | 定位湖北综合能源提供商 .....          | 4  |
| 二、  | 水电：稳定的利润存量，主要受来水波动影响 ..... | 5  |
| 三、  | 火电：有望扭亏为盈，仍有扩张潜力 .....     | 6  |
| 3.1 | 短期看内生性增长，中期看路口电站建设 .....   | 6  |
| 3.2 | 盈利迎来确定性改善 .....            | 7  |
| 四、  | 天然气：管线利用率是关键 .....         | 7  |
| 五、  | 风电盈利能力强，核电核准仍需等待 .....     | 8  |
| 六、  | 增发支持燃气投资，短期或摊薄业绩 .....     | 9  |
| 七、  | 盈利预测与投资建议 .....            | 9  |
| 7.1 | 盈利假设 .....                 | 9  |
| 7.2 | 盈利预测简表 .....               | 10 |
| 7.3 | 敏感性分析 .....                | 10 |
| 7.4 | 首次给予“推荐”评级 .....           | 11 |

## 图表目录

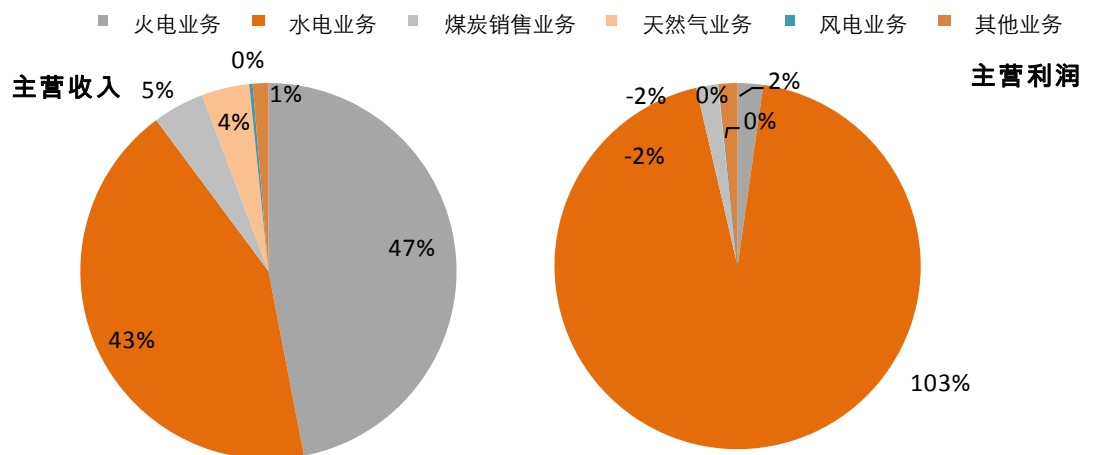
|       |                                      |    |
|-------|--------------------------------------|----|
| 图表 1  | 水电仍是公司利润的主要支柱（2010 年） .....          | 4  |
| 图表 2  | 湖北省国资委为公司控股股东和实际控制人 .....            | 4  |
| 图表 3  | 公司下属水电站基本情况 .....                    | 5  |
| 图表 4  | 2007-2011 年湖北省水电利用小时变动趋势 .....       | 6  |
| 图表 5  | 公司控股火电装机 180 万千瓦，规划 870 万千瓦 .....    | 6  |
| 图表 6  | 湖北省十二五天然气管网规划图 .....                 | 8  |
| 图表 7  | 公司下属风电项目一览 .....                     | 8  |
| 图表 8  | 公司非公开增发募投项目一览 万元 .....               | 9  |
| 图表 9  | 公司 2011 年-2013 年分业务的收入成本预测 百万元 ..... | 10 |
| 图表 10 | 2012 年 EPS 对来水和单燃成本的敏感性分析 .....      | 10 |

## 一、 定位湖北综合能源提供商

湖北能源于 2010 年底借壳三环股份成功上市。公司定位于湖北省的综合能源提供商，主要经营水电、火电、风电、煤炭以及天然气管输业务，此外还有核电储备项目。从 2010 年的收入结构来看，火电和水电业务分别占 47%和 43%左右，其次为风电业务和天然气业务，分别占 5%和 4%；但从主营利润来看，2010 年水电是公司绝对的利润支柱，火电亏损，天然气和风电业务的利润贡献几乎可以忽略不计。

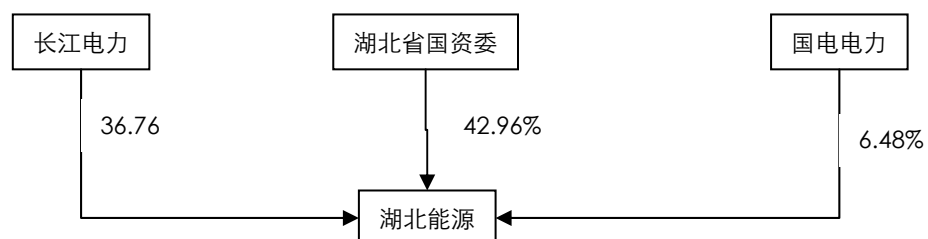
从电力供应商向综合能源供应商迈进，是谋求增长的需要。作为公司主要的水电资产，2008 年清江水电梯级电站全部投产，意味着公司在水电方面的高速成长告一段落。2010 年鄂州火电厂二期（葛店公司）全部投产。2009 年公司成立了湖北天然气发展有限公司，正式进入湖北省天然气市场。2010 年底公司收购了湖北省煤炭投资开发公司，开始介入煤炭贸易，并逐渐寻找资源的收购机会。2010 年受收购时间影响，导致并表煤炭贸易收入占比较小，2011 年煤炭收入比重将显著提升，但由于贸易毛利率较低，利润贡献比较微弱。天然气业务是公司未来发展的重点，收入比重将逐年提升。

图表1 水电仍是公司利润的主要支柱（2010年）



资料来源：公司公告；平安证券研究所

图表2 湖北省国资委为公司控股股东和实际控制人



资料来源：公司公告；平安证券研究所

## 二、 水电：稳定的利润存量，主要受来水波动影响

公司拥有水电装机容量 362 千瓦左右，权益水电装机容量 350 万千瓦左右。旗下水电站主要包括清江水电下属的隔河岩、高坝洲和水布垭，以及洞坪、芭蕉河、锁金山和白水峪电站等。其中以清江水电站规模最大，对公司的盈利贡献最大。2010 年清江公司的净利润为 5.5 亿元左右，若剔除虑非经常性的投资收益，几乎是公司净利的全部来源。

清江水电的业绩主要受来水波动的影响。清江由于流域面积相对较小，来水情况较长江等大流域而言更容易出现较大幅度的波动。2007 年至 2011 年，清江水电平均发电量约为 69 亿度左右，较其多年平均来水假设下的设计电量相比，减少了 11% 左右。2008 年由于来水丰裕，清江水电发电量高达 90 亿度左右，较设计电量高出 15% 左右。

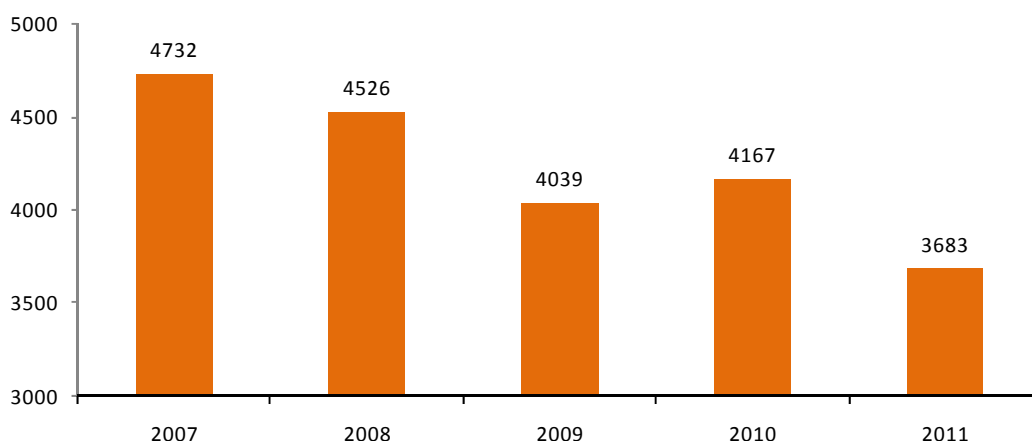
从历史水文资料来看，清江流域来水多寡存在着一个三年到三年半的小周期。长期来看，并未有明显证据表明流域来水有变枯的趋势。因此我们认为近年来的较枯来水不构成对公司价值的负面影响。

图表3 公司下属水电站基本情况

| 电站名称    | 投产时间   | 装机容量  | 持股比例 | 权益装机容量 |
|---------|--------|-------|------|--------|
| 隔河岩水电站  | 1994 年 | 121.2 | 100% | 121.2  |
| 高坝洲水电站  | 2000 年 | 27    | 100% | 27.0   |
| 水布垭水电站  | 2008 年 | 184   | 100% | 184.0  |
| 洞坪水电站   | 2005 年 | 11    | 50%  | 5.5    |
| 芭蕉河水电站  | 2005 年 | 5.1   | 66%  | 3.4    |
| 锁金山水电站  | 1997 年 | 4.5   | 58%  | 2.6    |
| 白水峪电站   | 1998 年 | 5     | 42%  | 2.1    |
| 晒谷坪保安电站 | 1995 年 | 1.1   | 100% | 1.1    |
| 高坝洲保安电站 | 2000 年 | 0.6   | 100% | 0.6    |
| 西寺坪保安电站 | 1995 年 | 0.33  | 100% | 0.3    |
| 水布垭保安电站 | 2008 年 | 2     | 100% | 2.0    |
| 合计      |        | 361.8 |      | 349.8  |

资料来源：公司公告；平安证券研究所

图表4 2007-2011年湖北省水电利用小时变动趋势



资料来源：平安证券研究所

### 三、 火电：有望扭亏为盈，仍有扩张潜力

#### 3.1 短期看内生性增长，中期看路口电站建设

公司目前拥有鄂州电厂一期和二期（葛店发电公司）两个电厂，控股装机容量为 180 万千瓦，权益装机容量为 120 万千瓦左右。公司 2012 年分别与荆州市政府及襄阳市政府签订了合作框架协议，初步规划在荆州和襄阳建设路口电站：① 在“北煤南运”大通道沿线的公安县规划总装机 4\*100 万千瓦的路口电站，分两期开发，首期开发 2\*100 万千瓦；② 在松滋合作开发 2\*35 万千瓦的热电联产项目；③ 与襄阳市政府合作开发“北煤南运”大通道路口电站，规划总装机 4\*100 万千瓦，分两期开发，首期开发 2\*100 万千瓦。

短期内火电业务主要看电价上涨和煤价下跌带来的内生性增长，中期可以期待路口电站投产为公司业绩带来大幅增长。北煤南运大通道是蒙西至华中的铁路煤运通道，起于内蒙古浩勒报吉，经山西运城、河南三门峡、湖北襄阳和湖南岳阳后至江西吉安，全长 1860 公里。目前该通道仍处于审批阶段，预计最早于 2012 年上半年启动，2017 年投入使用。

图表5 公司控股火电装机180万千瓦，规划870万千瓦

| 电站名称 | 机组概况                    | 投产时间   | 装机容量-万千瓦 | 持股比例 |
|------|-------------------------|--------|----------|------|
| 鄂州发电 | 鄂州电厂 1 号、2 号机组          | 1999 年 | 60       | 100% |
| 葛店发电 | 鄂州电厂 3、4 号机组            | 2010 年 | 120      | 51%  |
| 荆州电厂 | 规划 4*100 万千瓦，首期 2*100 万 |        | 400      |      |
| 松滋电厂 | 规划 2*35 万千瓦热电联产         |        | 70       |      |
| 襄阳电厂 | 规划 4*100 万千瓦，首期 2*100 万 |        | 400      |      |

资料来源：公司公告；平安证券研究所

### 3.2 盈利迎来确定性改善

电价上涨和煤价下跌将促使公司现有火电盈利迎来确定性改善，水电出力增加有可能导致火电厂利用小时出现下滑，可能会小幅降低改善力度。

公司燃煤之前多来自于山西、河南和淮南区域，后来由于山西煤炭外运受限，公司开始从陕西等地采购煤炭。2010 年鄂州电厂和葛店电厂分别亏损 1.5 亿和 1.7 亿，严重拖累了公司业绩。大幅亏损的主要原因是燃煤成本上涨过多，初步估计 2010 年公司单燃成本上涨了 15%以上，直接导致火电毛利率为负。2011 年公司在燃煤管理上加强控制，初步预计 2011 年单燃成本的涨幅在 10%左右，低于市场平均涨幅。

2011 年发改委三次上调火电上网电价，鄂州电厂和葛店电厂累计上调电价 5.3 分钱。初步以 2011 年估算电量计算，上调电价将令 2012 年火电收入同比增加 2 个亿左右。

## 四、 天然气：管线利用率是关键

公司于 2009 年成立湖北省天然气发展有限公司，正式进军天然气市场。公司主要致力于天然气中输业务，与湖北省政府合作，共同建设完善湖北省内天然气管网。

目前湖北省内共有四条高压管线，分别为忠武、淮武、川气东送和西气东输二线。全省管道天然气覆盖面占全省市县总数的 58%，天然气管道总长 11000 公里，年度供气总量为 18 亿立方米。液化石油气年用量约为 48 万吨，约为天然气用量的 37%左右。人工煤气年供气量为 1.2 亿立方米，占比较小。政府规划到十二五末，全省要新增燃气管道 3000 公里，除神农架林区外，其他市、州全部用上管道天然气，85%以上的县市通上天然气。天然气年供气总量达到 70 亿立方米，年均增长 30%以上。城镇燃气普及率达到 90%。

目前湖北省内的天然气市场格局基本可以概括为：上游长输高压管线由中石油和中石化运营；下游终端城镇燃气运营主体呈现多元化，包括国有企业、民营企业和中外合资公司等；中游管输业务相对空白。公司目前主要致力于中游管输业务，将高压管线和下游企业联系起来，进一步配合湖北省政府规范湖北省天然气市场和价格体系。

公司目前在建项目有 7 条中输管线和 15 个天然气接收站和储气站，包括孝昌-潜江、荆州-石首、武汉-赤壁、黄陂-麻城等。上述 4 条中输管线有望于 2012 年投产，2015 年供气规模总计可以达到 47 亿立方米。此外，公司也在谋求下游终端消费市场的进入，公司已经设立了石首市天然气公司，在石首市从事终端气站的建设以及民用工业用天然气的销售。

总体来看，公司天然气项目未来盈利状况主要取决于价格和气量。价格方面，管输费价格由政府以“成本加成”的方式决定，可以保障合理利润率的实现。气量方面，同时取决于供给和需求。供给取决于湖北省政府和中石油中石化等资源拥有者的谈判，2013 年西气东输三线的投产将进一步增大供给量。而需求方面则要受多方面因素的影响，包括下游终端管网建设能否及时配套，终端市场的液化气等替代速度的快慢等。

初步预计 2012-2013 年公司天然气销量可分别达到 4.5 亿和 10 亿立方米以上，短期来看对公司收入的贡献将非常显著。但由于这种收入增长来源于管线的集中投产，而管线的产能利用率到达理想状态仍需要一定的时间，因此对利润的贡献将较微弱。



图表6 湖北省十二五天然气管网规划图



资料来源：公司网站

## 五、 风电盈利能力强，核电核准仍需等待

公司目前已投产风电装机 6.29 万千瓦，分别为九宫山风电 1.36 万千瓦和齐岳山风电一期 4.93 万千瓦。九宫山风电由于投产时间早，设备投资额较高，目前上网电价已经上调至 0.8 元/千瓦时，设计电量为 0.25 亿千瓦时。齐岳山一期投产后，发电量明显高于设计电量，仅 2011 年上半年的发电量就达到 7000 万度左右，且是在尚未完全投产的情况下。我们预计完全投产后年发电量可达到 1 亿度以上。目前齐岳山一期执行 0.61 元/千瓦时的电价，此外还可获得政府每度电 0.2 元的补贴，盈利能力较强。2011 年上半年齐岳山风电盈利 435 万元左右。

公司与中广核合资建设的咸宁核电厂采用第三代核电技术 AP1000，规划建设 4 台百万千瓦级压水堆核电机组，分两期建设。目前现场准备阶段基本结束。受福岛核电站事故影响，国内核电项目的审批一度停滞，预计内陆地区核电站年内获得审批的概率不大。

图表7 公司下属风电项目一览

| 风电项目    | 投产时间    | 装机-万千瓦 | 持股比例 | 发电量-亿千瓦时 |
|---------|---------|--------|------|----------|
| 九宫山风电   | 2007 年  | 1.36   | 48%  | 0.25     |
| 齐岳山风电一期 | 2011 年  | 4.93   | 100% | 0.8697   |
| 齐岳山风电二期 | 2012 年底 | 4.95   | 100% | 0.8828   |

资料来源：公司公告



## 六、 增发支持燃气投资，短期或摊薄业绩

公司 2011 年公告了非公开增发预案，已获股东大会通过。此次增发拟发行 6.62 亿股，发行价不低于 4.81 元/股，募集资金净额不超过 31.1 亿元，计划投资于公司的两个风电项目和 4 个天然气管线建设项目。长江电力作为第二大股东，可能会参与此次增发。

尽管募投项目的投产时间将在 2012 年底前后，但是由于天然气管道业务短期内难以达到理想的产能利用率，对盈利的贡献恐在 2013 年之后才会较为明显。因此增发短期内将对业绩构成一定程度的摊薄。

图表8 公司非公开增发募投项目一览 万元

| 序号 | 项目名称             | 项目总投资   | 拟使用募集资金 |
|----|------------------|---------|---------|
| 1  | 湖北利川齐岳山风电场一期工程项目 | 56,142  | 31,622  |
| 2  | 湖北利川齐岳山风电场二期工程项目 | 43,919  | 42,312  |
| 3  | 孝昌-潜江天然气输气管道工程项目 | 59,282  | 57,067  |
| 4  | 荆州-公安-石首输气管道工程项目 | 50,425  | 48,965  |
| 5  | 武汉-赤壁天然气输气管道工程项目 | 21,743  | 19,231  |
| 6  | 黄陂-麻城天然气输气管道工程项目 | 21,292  | 19,393  |
| 7  | 补充营运资金           | 92,890  | 92,890  |
|    | 合计               | 345,693 | 311,480 |

资料来源：公司公告

## 七、 盈利预测与投资建议

### 7.1 盈利假设

- ①保守假定 2012-2013 年来水为多年平均来水的 90%；
- ②假设火电单燃成本 2011-2013 年基本保持不变；
- ③2012 年火电利用小时较 2011 年下滑 5%，2013 年较 2012 年上升 2%；
- ④齐岳山风电一期 2012-2013 年发电量为 1 亿千瓦时；
- ⑤齐岳山风电二期 2012 年底全面投产，2013 年发电量为 1 亿千瓦时；
- ⑥2012-2013 年煤炭贸易业务维持目前规模不变，毛利率保持稳定；
- ⑦由于管输费价格尚未厘定且天然气业务短期利润贡献微弱，暂不考虑天然气业务扩张带来的影响；
- ⑧日元汇率基本稳定；

## 7.2 盈利预测简表

上述假设条件下，预计公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.29、0.36 和 0.43 元/股。2011 年业绩较 2010 年有所下滑，主要是受 2010 年非经常性投资收益导致高基数和 2011 年来水下降导致水电收益下降影响。2012 年的业绩增长主要原因包括来水较 2011 年增加导致水电收益增加，以及火电受电价上涨和煤价稳定影响扭亏为盈。

考虑增发后，短期业绩将有所摊薄，公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.29、0.29 和 0.36 元/股。

图表9 公司2011年-2013年分业务的收入成本预测 百万元

| 业务分类      | 2010A           | 2011E          | 2012E          | 2013E          |
|-----------|-----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>收入</b> | <b>11,326.6</b> | <b>8,698.7</b> | <b>8,892.0</b> | <b>9,219.0</b> |
| 火电        | 2,718.2         | 3,495.3        | 3,516.0        | 3,774.7        |
| 水电        | 2,479.5         | 2,402.9        | 2,575.0        | 2,575.2        |
| 煤炭销售      | 257.3           | 2,400.0        | 2,400.0        | 2,400.0        |
| 天然气       | 237.6           | 237.6          | 237.6          | 237.6          |
| 其他        | 77.7            | 77.7           | 78.0           | 77.7           |
| 风电        | 16.4            | 85.2           | 85.0           | 153.9          |
| <b>成本</b> | <b>8,964.3</b>  | <b>6,858.6</b> | <b>6,720.0</b> | <b>6,955.3</b> |
| 火电        | 2,753.9         | 3,254.2        | 3,116.0        | 3,309.5        |
| 水电        | 979.1           | 979.1          | 979.0          | 979.1          |
| 煤炭销售      | 287.5           | 2,280.0        | 2,280.0        | 2,280.0        |
| 天然气       | 235.6           | 235.6          | 235.6          | 235.6          |
| 其他        | 52.1            | 52.1           | 52.0           | 52.1           |
| 风电        | 16.4            | 57.7           | 58.0           | 99.0           |

注：2010年分项业务收入中未考虑三环股份原有业务部分。

资料来源：平安证券研究所

## 7.3 敏感性分析

影响公司利润最主要的两项业务是水电和火电，而后者业绩的最大变量分别为来水和单燃成本。我们就 2012 年 EPS 分别对来水情况和单燃成本做了敏感性分析，结果如下。

图表10 2012年EPS对来水和单燃成本的敏感性分析

| 单燃 \ 来水 |      |      |      |      |      |
|---------|------|------|------|------|------|
|         | -20% | -10% | 0%   | 10%  | 20%  |
| -10%    | 0.36 | 0.46 | 0.56 | 0.66 | 0.76 |
| -5%     | 0.31 | 0.41 | 0.51 | 0.61 | 0.71 |
| 0%      | 0.26 | 0.36 | 0.46 | 0.56 | 0.66 |
| 5%      | 0.21 | 0.31 | 0.41 | 0.51 | 0.61 |
| 10%     | 0.16 | 0.26 | 0.36 | 0.46 | 0.56 |

资料来源：平安证券研究所

## 7.4 首次给予“推荐”评级

保守假设下公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.29、0.36 和 0.43 元/股，目前股价分别对应 PE 为 19.1、15.4 和 13 倍。但若考虑增发摊薄业绩后，则 2012-2013 年 PE 分别为 19 倍和 15 倍。公司目前估值基本合理，考虑到天然气业务潜在的巨大增长空间，我们首次给予“推荐”评级。

| 资产负债表          |       |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元         |       |       |       |       |       |
| 会计年度           | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
| <b>流动资产</b>    | 3084  | 3069  | 1965  | 1967  | 4736  |
| 现金             | 834   | 667   | 100   | 107   | 2813  |
| 应收账款           | 635   | 716   | 550   | 562   | 583   |
| 其他应收款          | 122   | 98    | 75    | 77    | 80    |
| 预付账款           | 109   | 1185  | 907   | 888   | 919   |
| 存货             | 1114  | 152   | 116   | 114   | 118   |
| 其他流动资产         | 271   | 251   | 216   | 219   | 223   |
| <b>非流动资产</b>   | 1691  | 25311 | 23857 | 22146 | 20289 |
| 长期投资           | 163   | 1758  | 1758  | 1758  | 1758  |
| 固定资产           | 828   | 22199 | 20912 | 19396 | 17700 |
| 无形资产           | 421   | 334   | 320   | 305   | 291   |
| 其他非流动资产        | 278   | 1020  | 868   | 687   | 540   |
| <b>资产总计</b>    | 4775  | 28379 | 25822 | 24113 | 25025 |
| <b>流动负债</b>    | 3354  | 8810  | 6150  | 3687  | 3710  |
| 短期借款           | 1079  | 5912  | 3454  | 1000  | 1000  |
| 应付账款           | 876   | 614   | 470   | 461   | 477   |
| 其他流动负债         | 1400  | 2283  | 2226  | 2227  | 2233  |
| <b>非流动负债</b>   | 198   | 10276 | 10276 | 10276 | 10276 |
| 长期借款           | 130   | 7855  | 7855  | 7855  | 7855  |
| 其他非流动负债        | 68    | 2421  | 2421  | 2421  | 2421  |
| <b>负债合计</b>    | 3552  | 19086 | 16426 | 13963 | 13986 |
| 少数股东权益         | 307   | 734   | 654   | 659   | 664   |
| 股本             | 285   | 2068  | 2068  | 2068  | 2068  |
| 资本公积           | 184   | 4746  | 4746  | 4746  | 4746  |
| 留存收益           | 447   | 1747  | 1929  | 2678  | 3562  |
| 归属母公司股东权益      | 916   | 8560  | 8742  | 9491  | 10376 |
| <b>负债和股东权益</b> | 4775  | 28379 | 25822 | 24113 | 25025 |

| 现金流量表          |       |        |       |       |       |
|----------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元         |       |        |       |       |       |
| 会计年度           | 2009A | 2010A  | 2011E | 2012E | 2013E |
| <b>经营活动现金流</b> | 406   | 2326   | 3559  | 3521  | 3559  |
| 净利润            | 727   | 995    | 524   | 754   | 889   |
| 折旧摊销           | 111   | 1060   | 2043  | 2102  | 2147  |
| 财务费用           | 761   | 974    | 872   | 715   | 621   |
| 投资损失           | -238  | -742   | -228  | -56   | -70   |
| 营运资金变动         | 156   | -4     | 352   | -5    | -41   |
| 其他经营现金流        | -1111 | 43     | -5    | 12    | 13    |
| <b>投资活动现金流</b> | -522  | -1623  | -374  | -345  | -232  |
| 资本支出           | 160   | 1816   | 600   | 400   | 300   |
| 长期投资           | -57   | -915   | 0     | 0     | 0     |
| 其他投资现金流        | -418  | -722   | 226   | 55    | 68    |
| <b>筹资活动现金流</b> | 180   | -1900  | -3752 | -3169 | -621  |
| 短期借款           | 134   | 4833   | -2458 | -2454 | 0     |
| 长期借款           | 45    | 7725   | 0     | 0     | 0     |
| 普通股增加          | 0     | 1782   | 0     | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | -12   | 4562   | 0     | 0     | 0     |
| 其他筹资现金流        | 13    | -20803 | -1294 | -715  | -621  |
| <b>现金净增加额</b>  | 64    | -1198  | -567  | 7     | 2707  |

| 利润表             |       |        |       |       |       |
|-----------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元          |       |        |       |       |       |
| 会计年度            | 2009A | 2010 A | 2011E | 2012E | 2013E |
| <b>营业收入</b>     | 8894  | 11327  | 8699  | 8892  | 9219  |
| 营业成本            | 6708  | 8964   | 6859  | 6720  | 6955  |
| 营业税金及附加         | 142   | 176    | 139   | 142   | 148   |
| 营业费用            | 191   | 182    | 140   | 143   | 148   |
| 管理费用            | 412   | 474    | 217   | 222   | 230   |
| 财务费用            | 761   | 974    | 872   | 715   | 621   |
| 资产减值损失          | 81    | 9      | 0     | 0     | 0     |
| 公允价值变动收益        | -14   | -5     | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益           | 238   | 742    | 228   | 56    | 70    |
| <b>营业利润</b>     | 824   | 1283   | 699   | 1005  | 1186  |
| 营业外收入           | 67    | 35     | 0     | 0     | 0     |
| 营业外支出           | 14    | 19     | 0     | 0     | 0     |
| <b>利润总额</b>     | 878   | 1300   | 699   | 1005  | 1186  |
| 所得税             | 151   | 305    | 175   | 251   | 296   |
| <b>净利润</b>      | 727   | 995    | 524   | 754   | 889   |
| 少数股东损益          | 32    | -43    | -80   | 5     | 5     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 694   | 1037   | 604   | 749   | 884   |
| EBITDA          | 1696  | 3318   | 3614  | 3821  | 3954  |
| EPS (元)         | 2.43  | 0.50   | 0.29  | 0.36  | 0.43  |

#### 主要财务比率

| 会计年度            | 2009A   | 2010A  | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|-----------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>     |         |        |        |        |        |
| 营业收入            | 120.3%  | 27.4%  | -23.2% | 2.2%   | 3.7%   |
| 营业利润            | 1656.9% | 55.8%  | -45.5% | 43.7%  | 18.0%  |
| 归属于母公司净利润       | 2128.6% | 49.4%  | -41.7% | 23.9%  | 18.1%  |
| <b>获利能力</b>     |         |        |        |        |        |
| 毛利率(%)          | 24.6%   | 20.9%  | 21.2%  | 24.4%  | 24.6%  |
| 净利率(%)          | 7.8%    | 9.2%   | 6.9%   | 8.4%   | 9.6%   |
| ROE(%)          | 75.8%   | 12.1%  | 6.9%   | 7.9%   | 8.5%   |
| ROIC(%)         | 88.0%   | 7.3%   | 5.4%   | 6.4%   | 7.4%   |
| <b>偿债能力</b>     |         |        |        |        |        |
| 资产负债率(%)        | 74.4%   | 67.3%  | 63.6%  | 57.9%  | 55.9%  |
| 净负债比率(%)        | 35.30%  | 75.47% | 72.73% | 67.98% | 67.87% |
| 流动比率            | 0.92    | 0.35   | 0.32   | 0.53   | 1.28   |
| 速动比率            | 0.58    | 0.33   | 0.30   | 0.50   | 1.24   |
| <b>营运能力</b>     |         |        |        |        |        |
| 总资产周转率          | 2.01    | 0.68   | 0.32   | 0.36   | 0.38   |
| 应收账款周转率         | 15      | 16     | 13     | 16     | 16     |
| 应付账款周转率         | 8.36    | 12.03  | 12.65  | 14.44  | 14.84  |
| <b>每股指标 (元)</b> |         |        |        |        |        |
| 每股收益(最新摊薄)      | 0.34    | 0.50   | 0.29   | 0.36   | 0.43   |
| 每股经营现金流(最新摊)    | 0.20    | 1.12   | 1.72   | 1.70   | 1.72   |
| 每股净资产(最新摊薄)     | 0.44    | 4.14   | 4.23   | 4.59   | 5.02   |
| <b>估值比率</b>     |         |        |        |        |        |
| P/E             | 16.62   | 11.12  | 19.09  | 15.41  | 13.05  |
| P/B             | 12.59   | 1.35   | 1.32   | 1.22   | 1.11   |
| EV/EBITDA       | 15      | 8      | 7      | 7      | 7      |

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）  
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）  
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间）  
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）  
推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）  
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间）  
回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

**中国平安 PINGAN**

**平安证券综合研究所**

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257