

华电国际 (600027)

电力/公用事业

发布时间: 2013-01-31

报告类型 / 公司调研报告

推荐

上次评级: 首次覆盖

华电国际深度调研报告

——煤价高弹性品种, 成本仍有向下空间, 给予“推荐”评级

报告摘要:

2012 年四季度业绩大幅提升。公司装机以火电为主, 水电盈利较为稳定, 风电占比较小, 业绩弹性主要取决于火电机组的盈利情况。2012 年以来, 随着煤价的持续回落, 公司业绩逐渐恢复, 但是从前第三季度的盈利来看, 仍低于预期; 四季度随着宏观经济的逐步复苏, 公司发电量有所恢复, 同时动力煤价格持续回落, 业绩将大幅提升。**未来电煤成本仍有向下空间。**公司 2012 年入炉标煤单价同比降低 5.5% 左右, 我们认为, 2013 年仍有下降空间。首先 2012 年煤价前高后低, 今年全年平均煤价有望较去年继续降低; 其次, 坑口煤价的补跌、长协煤取代重点合同煤、新投产电厂下水煤用量增加等因素也将有助于公司燃料成本继续降低。

2013 年火电机组利用率将小幅提高。2012 年公司火电机组利用率有所下降, 其中山东省机组利用率同比基本持平, 其他地区机组降幅较大。今年看, 用电需求的恢复性增长将推动公司火电机组利用率小幅提高, 加上新投产机组贡献电量, 预计全年发电量将温和增长。**资金成本反应滞后, 将在 2013 年体现。**近年来, 公司资产负债率维持在 80% 以上的高位, 在电力行业中也处在偏高的位置, 财务负担较重。去年央行两次降息和资金面转向宽松对公司借贷成本的影响将逐步显现, 公司财务费用率有望明显回落。

盈利预测与投资评级。公司业绩对煤价和利用小时数敏感性比为 2.2-2.4:1, 属于煤价高弹性品种, 同时对资金成本亦具有较高的敏感性, 未来在燃料成本继续降低、财务费用率回落和机组利用率小幅提高等因素的共同推动下, 公司盈利向上的空间较大。我们预计公司 2012-2014 年实现归属母公司净利润分别为 13.18 亿、26.63 亿和 30.28 亿, 当前股价对应的市盈率分别为 21.5 倍、10.6 倍和 9.4 倍。我们看好公司未来两年业绩的充分释放, 给予公司 2013 年 13 倍市盈率, 目标价 4.7 元, 给予“推荐”评级。

风险因素: 动力煤价格大幅反弹; 需求不足致发电量低于预期。

股票数据

2013/1/29

收盘价 (元)	3.84
12 个月股价区间 (元)	2.96 ~ 4.66
总市值 (百万元)	28,305
总股本 (百万股)	7,371
A 股 (百万股)	5,940
B 股/H 股 (百万股)	0/1,431
日均成交量 (百万股)	22

历史收益率曲线



相关报告

证券分析师: 王师

执业证书编号: S0550511030001
021-20361109 wangs@nesc.cn

研究助理: 马斌博

021-20361120 mabb@nesc.cn

财务摘要 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	45449	54491	58763	65587	71211
(+/-)%	23.97%	19.89%	7.84%	11.61%	8.58%
归属母公司净利润	208	79	1318	2663	3028
(+/-)%	-82.12%	-61.90%	1563.72%	102.13%	13.70%
每股收益 (元)	0.03	0.01	0.18	0.36	0.41
市盈率	136.18	357.42	21.48	10.63	9.35
市净率	1.78	1.76	1.49	1.34	1.20
净资产收益率 (%)	1.30%	0.49%	6.93%	12.60%	12.85%
股息收益率 (%)	0.00%	0.00%	0.89%	1.83%	2.08%
总股本 (百万股)	6771	6771	7371	7371	7371

目 录

1. 火电为主的综合发电企业，煤价高弹性品种，给予“推荐”评级.....	3
2. 驱动公司业绩的关键因素分析	3
2.1. 公司概况.....	3
2.2. 2012 年可比电厂发电量下降 4%，2013 年利用率将小幅提高	4
2.3. 电煤成本仍有向下空间.....	5
2.4. 新增大机组贡献 2013 年电量.....	6
2.5. 资金成本反应滞后，将在 2013 年体现.....	7
3. 盈利预测与敏感性分析.....	7
3.1. 盈利预测核心假设.....	7
3.2. 盈利预测与分析.....	8
3.3. 敏感性分析.....	9
4. 估值及比较	10

图表目录

图 1: 公司各类型发电机组装机占比	4
图 2: 公司可比电厂单季度发电量情况（亿千瓦时）	4
图 3: 山东省可比电厂单季发电量（亿千瓦时）	5
图 4: 其他地区可比电厂单季发电量（亿千瓦时）	5
图 5: 环渤海动力煤价格指数（元/吨）	5
图 6: 重点电厂煤炭库存及可用天数	5
图 7: 2012 年以来港口及坑口煤价走势比较.....	6
图 8: 电力上市公司财务费用率比较	7
图 9: 电力上市公司资产负债率比较	7
图 10: 公司历年毛利率及预测	9
图 11: 公司历年净资产收益率（摊薄）及预测.....	9
表 1: 公司 2012-2013 年新投产机组情况	7
表 2: 2012-2014 年公司盈利预测核心假设	8
表 3: 公司分业务盈利预测	8
表 4: 公司 2013 年每股收益对煤价和利用小时变动敏感性分析.....	9
表 5: 公司 2014 年每股收益对煤价和利用小时变动敏感性分析.....	10
表 6: 公司 2013-2014 年每股收益对资金成本变动敏感性分析	10
表 7: 截止 2013 年 1 月 29 日，可比火电公司估值表.....	10

1. 火电为主的综合发电企业，煤价高弹性品种，给予“推荐”评级

华电国际是国内五大发电集团之一的中国华电集团旗下上市公司，是中国华电发展和整合常规能源的核心企业。公司发电机组以火电为主，水电盈利较为稳定，风电占比较小，业绩弹性主要取决于火电机组的盈利情况。2012 年以来，随着煤炭价格的持续回落，公司业绩逐渐恢复，但是从前三季度的盈利来看，仍低于预期，主要原因是三季度火电发电量的下降和煤价短暂的企稳反弹。去年四季度，随着宏观经济的逐步复苏，公司发电量有所恢复，同时动力煤价格持续回落，入炉标煤成本也降到全年最低，我们预计在煤价跌、电量恢复等因素的共同推动下，公司**四季度业绩有望大幅提升**。

展望 2013 年，我们认为公司业绩仍有很大的向上空间。**成本方面**，首先，2012 年煤价前高后低，今年全年平均煤价有望较去年继续降低；其次，坑口煤价的补跌、长协煤取代重点合同煤、新投产电厂下水煤用量增加等因素也将有助于公司燃料成本继续降低。**电量方面**，用电需求的恢复性增长将推动公司火电机组利用率小幅提高，加上新投产机组贡献电量，预计全年发电量将温和增长。**资金成本方面**，12 年央行两次降息和资金面转向宽松对公司借贷成本的影响逐步显现，公司财务费用率有望明显回落。

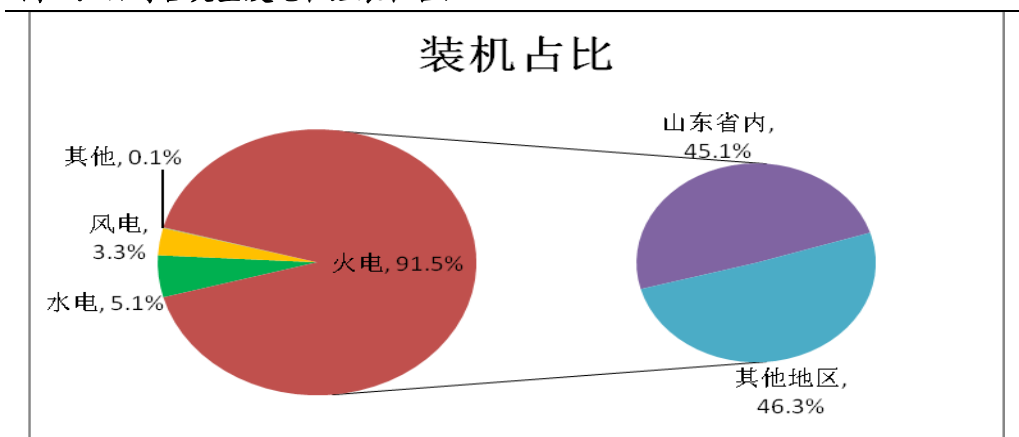
根据我们的敏感性测算，公司业绩对煤价和利用小时数敏感性比为 2.2-2.4:1，属于**煤价高弹性品种**，同时对**资金成本亦具有较高的敏感性**，未来在燃料成本继续降低、财务费用率回落和机组利用率小幅提高等因素的共同推动下，公司盈利向上的空间较大。我们预计公司 2012-2014 年实现归属母公司净利润分别为 13.18 亿、26.63 亿和 30.28 亿，每股收益分别为 0.18 元、0.36 元和 0.41 元，当前股价对应的市盈率分别为 21.65 倍、10.71 倍和 9.42 倍。我们看好公司未来两年业绩的充分释放，给予公司 2013 年 13 倍市盈率，目标价 4.7 元，给予“**推荐**”评级。

2. 驱动公司业绩的关键因素分析

2.1. 公司概况

截止 2012 年底，公司已投入运行的控股发电企业（发电厂）达到 38 家，控股发电装机容量达到 3343.8 万千瓦，其中火电 3058.4 万千瓦。公司机组主要分布在山东、宁夏、四川、河南、河北、浙江等省，其中山东省内装机达到总控股装机容量的一半左右。

图 1：公司各类型发电机组装机占比



数据来源：公司公告，东北证券

火电方面，公司装机结构合理，目前已投运百万千瓦级超超临界机组 6 台，60 万千瓦级超临界机组 14 台，超临界和超超临界机组装机占火电装机比 48.9%。公司水电主要分布在四川省境内岷江流域大渡河、杂谷脑河上，来水受冰川融水影响较大，盈利稳定。公司风电储备项目较多，装机近年来增长较快，但整体占比仍较小。

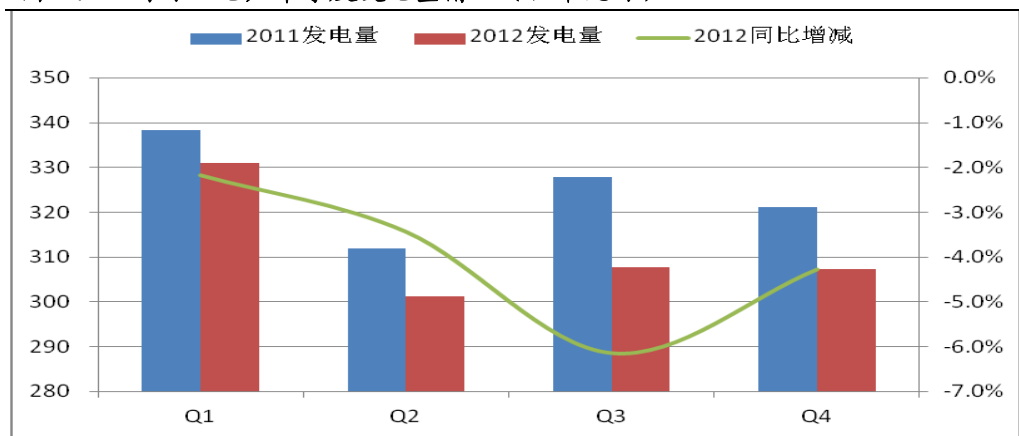
此外，公司还积极打造“以电带煤、以煤促电”的产业格局，目前控参股煤矿 16 家，预计年产能 1200 余万吨。

2.2. 2012 年可比电厂发电量下降 4%，2013 年利用率将小幅提高

2012 年公司火电机组利用率有所下降，我们以可比火电厂（2011 年前投产，11、12 年全年运转的电厂）口径计算，12 年火电发电量同比下降 4% 左右；分季度看，随着需求的恢复以及水电的季节回落，四季度发电量同比降幅明显收窄。

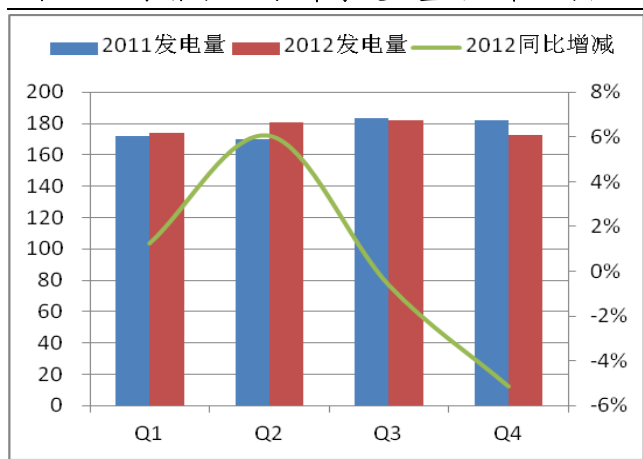
分地区看，由于山东省内水电较少，火电机组受水电冲击较小，公司省内火电机组仍保持较高利用率，发电量同比基本持平；省外机组去年二、三季度受水电冲击较大，发电量同比大幅降低，但四季度已经有所恢复。

图 2：公司可比电厂单季度发电量情况（亿千瓦时）



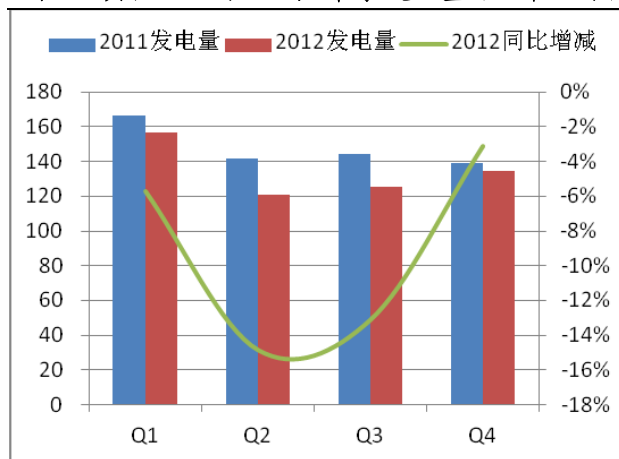
数据来源：公司公告，东北证券

图 3: 山东省可比电厂单季发电量 (亿千瓦时)



数据来源：公司公告，东北证券

图 4: 其他地区可比电厂单季发电量 (亿千瓦时)



数据来源：公司公告，东北证券

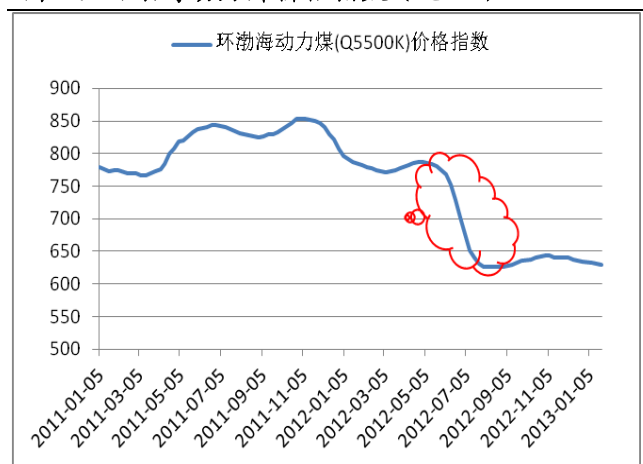
我们认为，2013 年随着经济的复苏，电力需求恢复性增长将推动公司火电机组利用率同比小幅提高，但幅度有限，主要理由公司山东省内机组占比较大，12 年受水电冲击较小，利用率基数较高。

2.3. 电煤成本仍有向下空间

公司电厂全年原煤需求量大约在 7000 万吨-8000 万吨，由于沿海电厂较少，港口下水煤占比较小，以铁路直达煤为主。2012 年公司全年入炉标煤单价同比下降 5.5% 左右，我们认为 2013 年公司单位发电成本仍有向下空间，理由是：

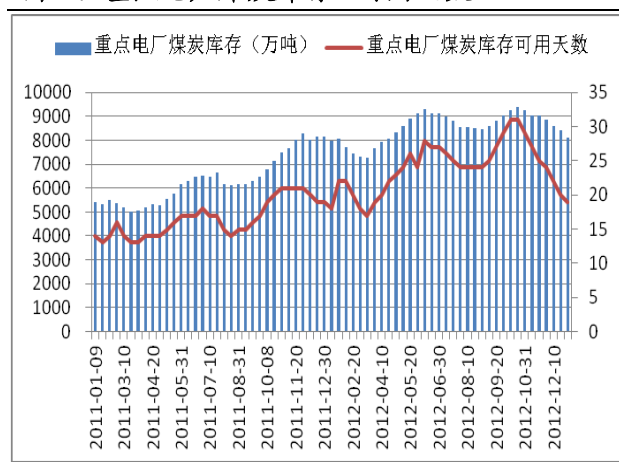
2012 年上半年电煤成本基数较高。2012 年上半年，动力煤价格仍处在高位，考虑到电厂库存，公司实际单位发电成本真正下降发生在三季度以后，因此全年标煤单价下降幅度小于国内动力煤价格降幅。今年在国内动力煤供应相对宽松，需求难有大幅反弹的情况下，公司单位发电成本有望继续降低。

图 5: 环渤海动力煤价格指数 (元/吨)



数据来源：Wind，东北证券

图 6: 重点电厂煤炭库存及可用天数

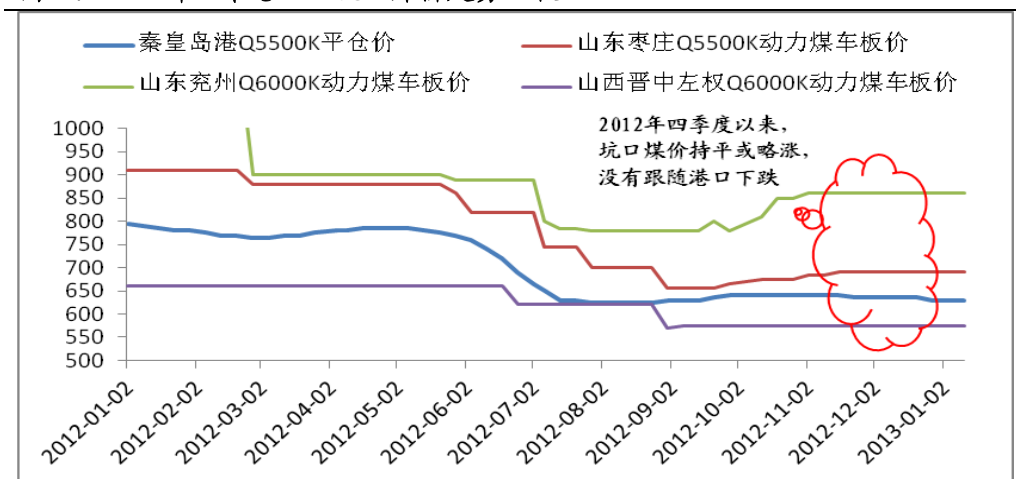


数据来源：Wind，东北证券

受益坑口煤价补跌。从公司电厂分布情况看，多分布在山东、宁夏等省份的坑口地

区附近，港口下水煤和进口煤占比较小。坑口地区对需求不敏感，煤价反应相对滞后，2012 年实际降幅小于港口下水煤，未来坑口地区煤价补跌的概率较大，公司有望受益坑口煤价的补跌。

图 7：2012 年以来港口及坑口煤价走势比较



数据来源：Wind，东北证券

受益电煤市场化改革。 国务院关于深化电煤市场化改革的指导意见指出自 2013 年起实施电煤价格并轨，取消重点合同煤，以煤、电企业自主衔接签订的长协煤代替。公司 2012 年合同煤占比达 70%，但是价格较低的重点合同煤占比极低，实际执行的合同煤价格是以 2011 年底的价格为基础谈判，去年三、四季度已经远高于市场煤价，价格倒挂明显。尽管目前公司 2013 年长协煤谈判价格尚未最终敲定，但一定不会高于市场煤价。因此，长协煤取代合同煤不会对公司成本形成冲击，反而将有利于燃料成本的降低。

受益下水煤、进口煤用量的增加。 公司 2012 年四季度新投产的莱州发电厂两台百万千瓦机组地处渤海湾沿海，仅此两台机组年原煤需求量就达 500 万吨以上，且使用港口下水煤或海外进口煤的成本优势明显。价格相对较低的下水煤和进口煤用量的增加将进一步摊低公司电煤采购单价。

2.4. 新增大机组贡献 2013 年电量

公司 2012 年新增装机达 350 万千瓦，其中新增火电 265 万千瓦，莱州发电公司两台百万千瓦机组于四季度相继投产。莱州电厂两台百万千瓦机组地处山东半岛负荷中心以及环渤海煤炭集散中心，预计稳定运营后具备较强的盈利能力，对公司发电量和净利润都将有较大贡献。

在火电投资呈下降态势的大环境下，公司目前在建和储备火电机组较少，预计 2013 年新投产机组将有所减少，全年火电投产 160 万千瓦左右，水电和风电 60 万千瓦左右。

表 1: 公司 2012-2013 年新投产机组情况

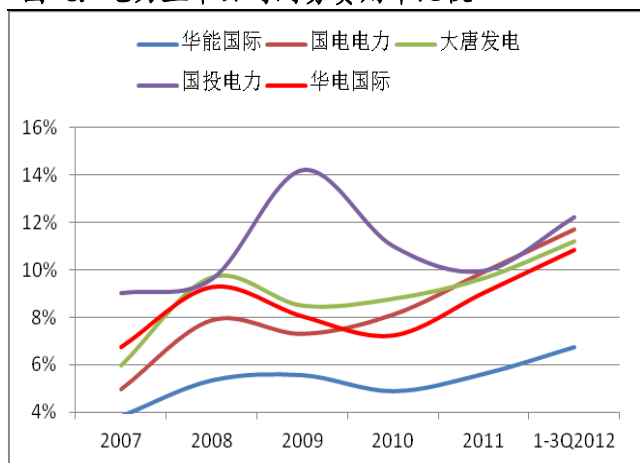
		2012A	2013E	
	投产项目	投产装机 (万千瓦)	投产项目	投产装机 (万千瓦)
火电	莱州发电 2×100 万;	265	淄博公司 2×30 万热电联产;	160
	渠东发电 30 万热电联产;		渠东发电 30 万热电联产;	
	半山公司 35 万		半山公司 2×35 万	
风电	康保风电 4.95 万;	34.5	沽源风电二期、三期; 宁东风电五期、六期; 六盘山风电项目等	40
	莱州风力 4.8 万;			
	月亮山风电 2×4.;			
	蔚州风电 2×4.95 万;			
	宁东 4 期 4.95 万			
水电	泸定水电 2×23 万;	49.8	水洛河公司水电项目	20
	水洛河公司 3.8 万;			
合计	N/A	349.3	N/A	220

数据来源: 公司公告, 东北证券

2.5. 资金成本反应滞后, 将在 2013 年体现

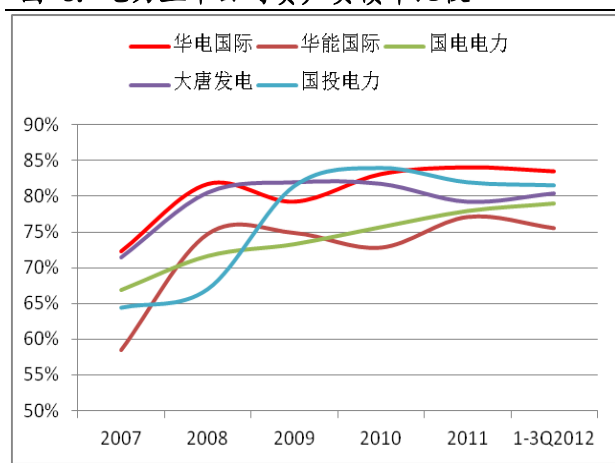
近年来, 公司资产负债率维持在 80% 以上的高位, 在电力行业中也处在偏高的位置, 财务负担较重。2012 年央行两次降息, 但公司实际资金成本并没有显著降低, 12 年前三季度平均资金成本在 6.2% 左右, 主要原因是去年上半年市场资金面还比较紧张。下半年公司采取了不少措施来降低资金成本, 包括用资金成本较低的贷款置换存量贷款、增加债券融资的比例等, 因此我们判断, 公司 2013 年资金成本将有所降低。根据我们的测算, 资金成本每降低 25 个基点, 将增加公司税后利润 2 个亿左右, 相当于公司 2012 年盈利的 15% 左右。

图 8: 电力上市公司财务费用率比较



数据来源: Wind, 东北证券

图 9: 电力上市公司资产负债率比较



数据来源: Wind, 东北证券

3. 盈利预测与敏感性分析

3.1. 盈利预测核心假设

基于上文分析，我们预计公司 2013-2014 年入炉标煤单价同比分别变动-4%和 2%，机组利用率小幅提升 1%和 2%，资金成本下降 25 个基点和 10 个基点。考虑到电价调整的基础是煤价涨跌幅超过 5%，我们对 2013-2014 年公司加权平均上网电价不做调整，维持 2012 年水平。

表 2: 2012-2014 年公司盈利预测核心假设

	2012E	2013E	2014E
加权平均上网电价同比变动	3.36%	0%	0%
入炉标煤平均单价同比变动	-5.50%	-4.00%	2.00%
机组加权平均利用小时数同比变动	-4.50%	1.00%	2.00%
新增装机（万千瓦）	350	220	150
资金成本	6.15%	5.90%	5.80%

数据来源：东北证券

3.2. 盈利预测与分析

基于以上假设，我们测算了公司 2012-2014 年的盈利情况。预计 2012 年-2014 年，公司将实现主营业务收入分别为 587.6 亿、655.9 亿和 712.1 亿元，综合毛利率分别为 16.0%、19.0%和 18.0%，归属上市公司股东净利润分别为 13.2 亿、26.6 亿和 30.3 亿。

表 3: 公司分业务盈利预测

（人民币：亿元）	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
发电业务：上网电量（亿千瓦时）	1213	1408	1467	1628	1750
营业收入	435.3	511.3	550.5	611.0	656.8
营业成本	399.8	460.6	455.5	486.6	530.8
毛利率	<u>8.2%</u>	<u>9.9%</u>	<u>17.3%</u>	<u>20.4%</u>	<u>19.2%</u>
供热业务：营业收入	16.7	27.0	29.2	33.5	38.6
营业成本	19.8	29.3	32.2	36.3	41.1
毛利率	<u>-18.6%</u>	<u>-8.6%</u>	<u>-10.4%</u>	<u>-8.3%</u>	<u>-6.6%</u>
售煤业务：营业收入	N/A	3.5	4.1	6.5	10.8
营业成本	N/A	3.0	3.6	5.3	8.6
毛利率	N/A	<u>14.2%</u>	<u>12.0%</u>	<u>18.0%</u>	<u>20.0%</u>
营业总收入	454.5	544.9	587.6	655.9	712.1
营业总成本	421.2	494.6	493.6	531.0	584.1
综合毛利率	<u>7.3%</u>	<u>9.2%</u>	<u>16.0%</u>	<u>19.0%</u>	<u>18.0%</u>
投资收益	8.5	12.8	9.6	8.6	10.3
其中：权益法	3.3	5.6	6.3	7.0	8.2
成本法	0.0	0.4	0.5	0.6	0.6
处理长投及其他	5.2	6.8	2.8	1.0	1.5
归属母公司净利润	<u>2.1</u>	<u>0.8</u>	<u>13.2</u>	<u>26.6</u>	<u>30.3</u>
每股收益	<u>0.03</u>	<u>0.01</u>	<u>0.18</u>	<u>0.36</u>	<u>0.41</u>

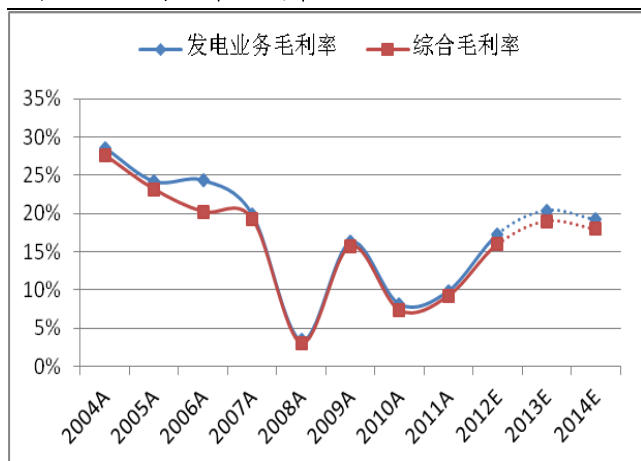
数据来源：公司公告，东北证券

发电主业毛利率显著提升。2013 年，单位发电成本的降低和发电量的温和上涨将共同推动公司发电主业毛利率继续上涨至 20%左右的水平，达到 07 年以来的新高。2014 年随着单位成本的小幅上涨，发电业务毛利率将稍有下降，但仍能保持在 19%左右。

煤矿产能逐步释放。公司控参股煤矿预计产能达到 1289 万吨，但由于审批进度缓慢，2012 年实际产能只有 300 多万吨，预计未来两年，公司控股煤矿产能将逐步释放，收入有望实现稳步增长。

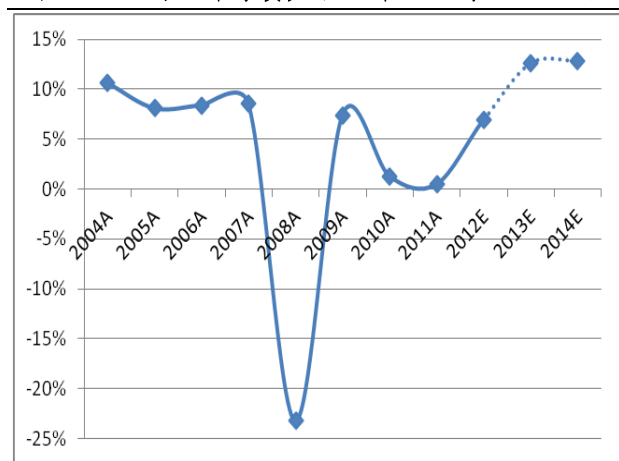
处理宁夏发电股权，2012 年录得 2.8 亿投资收益。公司于 2012 年末出售宁夏发电集团 23.66%的股权，相应录得投资收益 2.8 亿。公司参股公司以煤矿企业和发电企业为主，我们对公司未来参股煤矿的盈利持谨慎乐观态度，对应公司对合营企业和联营企业的投资收益有望小幅稳定增长。

图 10: 公司历年毛利率及预测



数据来源: Wind, 东北证券

图 11: 公司历年净资产收益率(摊薄)及预测



数据来源: Wind, 东北证券

3.3. 敏感性分析

敏感性分析显示，公司业绩对煤价的敏感性高，属煤价高弹性品种。公司作为火电为主的发电企业，煤价和利用小时是影响其毛利率和盈利能力的主要因素。我们以 2013 和 2014 年的预测值为基数，研究了在煤价和利用小时数上下波动 5% 的情况下，公司每股收益的变化，发现公司业绩对煤价和利用小时数敏感性比为 **2.2-2.4: 1**，在煤价跌 5%、利用小时数降 5% 的情况下，公司业绩涨幅为 17.4%。

表 4: 公司 2013 年每股收益对煤价和利用小时变动敏感性分析

利用小时/标煤成本	5%	3%	1%	0%	-1%	-3%	-5%
-5%	-49.85%	-36.39%	-22.93%	-16.20%	-9.48%	3.98%	17.44%
-3%	-44.08%	-30.34%	-16.59%	-9.72%	-2.85%	10.89%	24.63%
-1%	-38.30%	-24.28%	-10.25%	-3.24%	3.77%	17.79%	31.82%
0%	-35.42%	-21.25%	-7.09%	0.00%	7.08%	21.25%	35.41%
1%	-32.53%	-18.22%	-3.92%	3.24%	10.39%	24.70%	39.01%
3%	-26.76%	-12.17%	2.42%	9.72%	17.01%	31.61%	46.20%

5%	-20.99%	-6.11%	8.76%	16.20%	23.64%	38.51%	53.39%
----	---------	--------	-------	--------	--------	--------	--------

数据来源：东北证券

表 5: 公司 2014 年每股收益对煤价和利用小时变动敏感性分析

利用小时/标煤成本	5%	3%	1%	0%	-1%	-3%	-5%
-5%	-49.20%	-35.69%	-22.17%	-15.41%	-8.65%	4.87%	18.39%
-3%	-43.75%	-29.95%	-16.15%	-9.25%	-2.35%	11.45%	25.26%
-1%	-38.31%	-24.22%	-10.13%	-3.09%	3.96%	18.04%	32.13%
0%	-35.58%	-21.35%	-7.12%	-0.01%	7.11%	21.34%	35.57%
1%	-32.86%	-18.48%	-4.11%	3.07%	10.26%	24.63%	39.00%
3%	-27.41%	-12.75%	1.91%	9.23%	16.56%	31.22%	45.87%
5%	-21.96%	-7.02%	7.92%	15.39%	22.86%	37.80%	52.75%

数据来源：东北证券

公司业绩对资金成本亦具有较高的敏感性。我们还测算了公司业绩对资金成本的敏感性。在预测值的基础上，资金成本每变化 25 个基点，对 2013 年 EPS 影响为 5.1%，对 2014 年 EPS 影响为 4.7%。

表 6: 公司 2013-2014 年每股收益对资金成本变动敏感性分析

资金成本	-50bp	-25bp	-15bp	0	+15bp	+30bp	+50bp
2013	10.27%	5.13%	3.08%	0.00%	-3.08%	-5.14%	-10.28%
2014	9.43%	4.71%	2.82%	-0.01%	-2.84%	-4.73%	-9.45%

数据来源：东北证券

4. 估值及比较

表 7: 截止 2013 年 1 月 29 日，可比火电公司估值表

公司名称	总股本 (亿股)	流通 A 股 (亿股)	总市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE			PB
				2012E	2013E	2014E	2012E	2013E	2014E	
华能国际	140.55	100.00	885.49	0.45	0.59	0.63	14.2	10.8	10.1	1.6
大唐发电	133.10	98.94	549.70	0.22	0.29	0.37	19.2	14.6	11.2	1.4
国电电力	172.30	139.55	475.54	0.22	0.26	0.3	12.7	10.4	9.2	1.5
华电国际	<u>73.71</u>	<u>53.40</u>	<u>285.26</u>	<u>0.18</u>	<u>0.36</u>	<u>0.41</u>	<u>21.5</u>	<u>10.6</u>	<u>9.4</u>	<u>1.5</u>
粤电力 A	43.75	19.89	262.51	0.3	0.44	0.44	19.5	13.4	13.5	1.5
国投电力	35.20	35.20	199.60	0.26	0.41	0.61	21.6	13.6	9.1	1.7
深圳能源	26.43	26.43	159.11	0.46	0.51	0.53	13.1	11.8	11.3	1.1
上海电力	21.40	21.40	99.93	0.39	0.46	0.53	12.0	10.2	8.8	1.5
皖能电力	7.73	7.73	54.88	0.42	0.53	0.63	17.3	13.8	11.7	1.4

数据来源：Wind，东北证券

注：除华电国际外，其他公司估值取 Wind 一致预期

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	2474	4610	5359	6616	净利润	145	2027	4227	4659
交易性金融资产	0	0	0	0	资产减值准备	-13	0	0	0
应收款项	4926	4599	5186	5630	折旧及摊销	5526	6439	7160	7688
存货	2778	2569	2691	2881	公允价值变动损失	0	0	0	0
其他流动资产	766	900	900	900	财务费用	4925	4372	4604	4713
流动资产合计	13002	14651	16305	18404	投资损失	-1282	-960	-862	-1031
可供出售金融资产	40	40	41	41	运营资本变动	-2435	7692	3259	5548
长期投资净额	10942	11224	12073	13049	其他	4	7893	3000	5000
固定资产	89252	103252	111252	119252	经营活动净现金流量	6733	19249	18157	21289
无形资产	13287	13205	13517	14121	投资活动净现金流量	-13182	-14955	-10046	-10788
商誉	790	879	920	950	融资活动净现金流量	7325	-2158	-7362	-9244
非流动资产合计	135377	145297	149577	154195	企业自由现金流	-4788	-2759	6136	6198
资产总计	148379	159948	165882	172600					
短期借款	26719	21719	16719	10719	财务与估值指标				
应付款项	5418	5496	5887	6484		2011A	2012E	2013E	2014E
预收款项	791	694	842	909	每股指标				
一年内到期的非流动负债	10363	9000	9500	9500	每股收益 (元)	0.01	0.18	0.36	0.41
流动负债合计	54004	55092	55030	55493	每股净资产 (元)	2.38	2.58	2.87	3.20
长期借款	61734	63734	64734	65734	每股经营性现金流量 (元)	0.99	2.61	2.46	2.89
其他长期负债	1524	2500	2500	2500	成长性指标				
长期负债合计	70729	77598	79898	82098	营业收入增长率	19.89%	7.84%	11.61%	8.58%
负债合计	124733	132690	134928	137591	净利润增长率	-61.90%	1563.72%	102.13%	13.70%
归属于母公司股东权益合计	16104	19007	21139	23563	盈利能力指标				
少数股东权益	7542	8251	9815	11446	毛利率	9.22%	16.00%	19.04%	17.97%
负债和股东权益总计	148379	159948	165882	172600	净利率	0.15%	2.24%	4.06%	4.25%
					运营效率指标				
利润表 (百万元)					应收账款周转率 (次)	29.43	28.57	28.86	28.86
	2011A	2012E	2013E	2014E	存货周转率 (次)	16.74	19.00	18.50	18.00
营业收入	54491	58763	65587	71211	偿债能力指标				
营业成本	49465	49361	53102	58413	资产负债率	84.06%	82.96%	81.34%	79.72%
营业税金及附加	209	259	274	299	流动比率	0.24	0.27	0.30	0.33
资产减值损失	-13	0	0	0	速动比率	0.17	0.20	0.23	0.26
销售费用	0	0	0	0	费用率指标				
管理费用	1520	1792	1943	2131	销售费用率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
财务费用	4925	5958	5893	5665	管理费用率	2.79%	3.05%	2.96%	2.99%
公允价值变动净收益	0	0	0	0	财务费用率	9.04%	10.14%	8.98%	7.96%
投资净收益	1282	960	862	1031	分红指标				
营业利润	-334	2353	5238	5734	分红比例				
营业外收支净额	510	388	481	488	股息收益率	0.00%	0.89%	1.83%	2.08%
利润总额	177	2741	5719	6222	估值指标				
所得税	32	714	1491	1564	P/E (倍)	357.42	21.48	10.63	9.35
净利润	145	2027	4227	4659	P/B (倍)	1.76	1.49	1.34	1.20
归属于母公司净利润	79	1318	2663	3028	P/S (倍)	0.48	0.48	0.43	0.40
少数股东损益	66	709	1564	1630	净资产收益率	0.49%	6.93%	12.60%	12.85%

资料来源：东北证券

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，我公司及其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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，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，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上。
	谨慎推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5%-15%之间。
	中性	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-5%之间。
	回避	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平。
	落后大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760