



金元证券股份有限公司
GOLDSTATE SECURITIES CO., LTD.

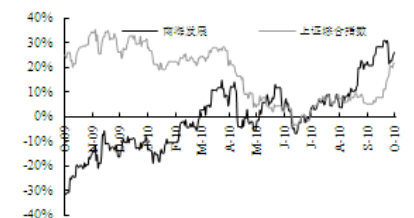
公用事业 - 水务环保
Utilities - Water and
Environmental

2011 年 10 月 20 日

市场数据	2010 年 10 月 20
当前价格 (元)	16.65
52 周价格区间 (元)	9.09-17.66
总市值 (百万)	4513.29
流通市值 (百万)	3236.94
总股本 (万股)	27107
流通股 (万股)	19441
日均成交额 (百万)	104
近一月换手 (%)	57.42
第一大股东	佛山市南海供水集团有限公司
公司网址	http://www.nhd.net.cn

财务数据	FYE	行业均值
毛利率	40.5	
净利率	93.8	
净资产收益率	36.6	
总资产收益率	0.02	
资产负债率	48.6	
股息率	0.0	
市盈率	43.6	
市净率	4.5	

一年期收益率比较



表现	1m	3m	12m
南海发展	4.0	20.7	82.5
上证综合指数	15.6	17.2	-2.6

相关报告

秦燕 S0370510120005
+86 755 21517964
qinyan@jyzq.cn

联系人: 秦燕
+86 755 21517964
qinyan@jyzq.cn

合规申明

公司持有该股票是否超过该公司
已发行股份的 1%?

☐ 是 ☒ 否

南海发展 (600323)

—稳健增长, 攻守兼备

评级: 买入

赢利预测	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入 (万元)	59,530.9	69,874.6	79,703.1	82,094.2
主营收入增长率%	28.0%	17.4%	14.1%	3.0%
净利润 (万元)	55,815.3	17,074.0	21,157.1	22,471.2
净利润增长率%	438.9%	-69.4%	23.9%	6.2%
每股收益 (元)	1.72	0.63	0.78	0.83
每股净资产 (元)	4.34	5.52	6.29	7.10
PE	5.6	15.2	12.3	11.5
PB	2.21	1.73	1.52	1.35
PEG	0.01	-0.24	0.51	1.86

资料来源: 金元证券研究所

- **公司主营业务:** 公司主营城镇供水、污水处理、固废处理及市政基础设施建设运营。
- **自来水业务稳定收入来源, 但不是未来的发展重心:** 公司主要采取趸售水的模式, 使得公司自来水业务毛利率高于同行; 由于南海区的自来水市场 80% 以上被公司所垄断, 未来发展空间极小。
- **污水处理产能大幅增加, 后期还有一定发展空间:** 公司 2005 年进入污水处理领域, 目前拥有平洲、丹灶横江、罗村、狮山、九江、西樵、里水等多个污水处理厂, 合计日处理能力为 55.8 万立方米/天, 未来公司将凭借在南海区域的龙头优势, 以及与当地政府良好的长期合作默契, 尽力去争取更大的市场份额。
- **垃圾发电成长性较好, 是未来的发展重心:** 佛山地区垃圾处理需求促进公司发展; 各项优惠政策有利公司发展; 公司发电量 2011 年后大幅增长, 至 2013 年底, 南海绿电公司一期技改升级完成后, 公司垃圾处理产能将达到 3000 吨/日, 基本满足南海区需求。
- **定增及收购:** 公司公告对控股股东的母公司定向增发方案, 募集资金约 6 亿元, 用于收购间接控股的子公司佛山市南海绿电再生能源有限公司 30% 的股权和佛山南海桂城水厂整体迁移项目; 公司还公告了计划耗资 2.7 亿元收购南海燃气 25% 股权。
- **估值及盈利预测:** 预计 2011 年、2012、2013 年分别为 0.63 元、0.78 元及 0.83 元 (均未考虑增发摊薄), 对应动态 PE 为 15 倍、12 倍及 11 倍, 在行业中估值较低, 具有一定安全壁垒, 首次给予公司“买入”评级。
- **风险提示及其他:** 要注意的风险主要是公司在建工程不能如期完工导致业绩低于预期的风险。

公司简介

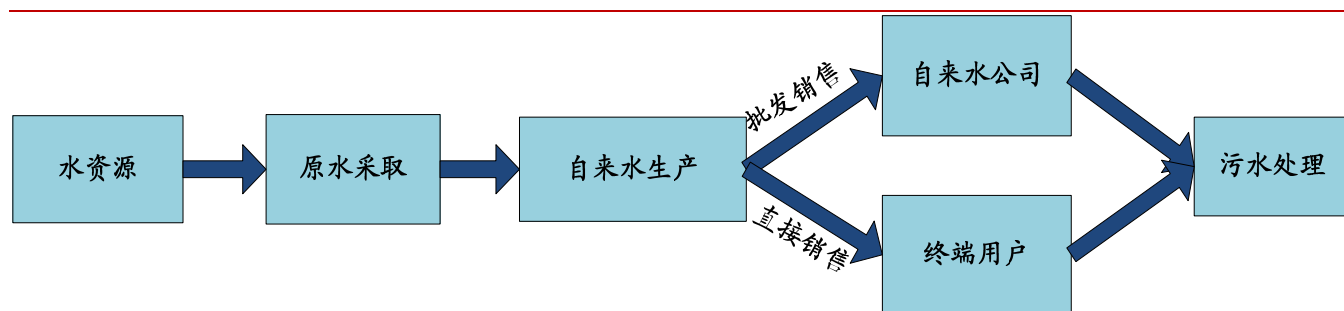
南海发展股份有限公司是佛山市南海第一家 A 股上市公司，也是南海地区唯一一家具有政府平台的上市公司，以从事城镇供水、污水处理、固废处理及市政基础设施建设运营为主业。

由于公司背靠南海发展集团（即南海区公有资产管理委员会），南海发展股份有限公司在广东环保领域具有一定优势，各方面的发展都得到了政府的大力扶持。

公司业务分析

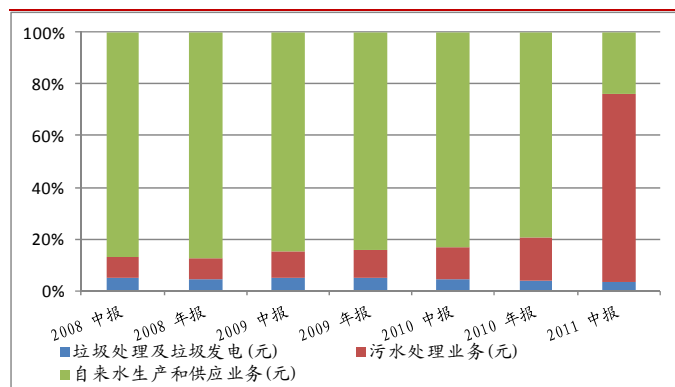
公司主营业务为 3 项：自来水生产与销售、污水处理、垃圾发电，公司水务业务产业链尤其完整，从原水采取到污水处理整个流程均有涉猎，是基本垄断了南海地区的水务市场。由于南海区的自来水市场 80% 以上被公司所垄断，未来发展空间极小，同时由于该项业务毛利率逐年下降，因此公司 05 年开始发展污水处理业务，06 年开始涉足垃圾发电业务，未来预计公司发展重心将向新兴业务倾斜。

图表 1：公司完整的水务产业链示意图



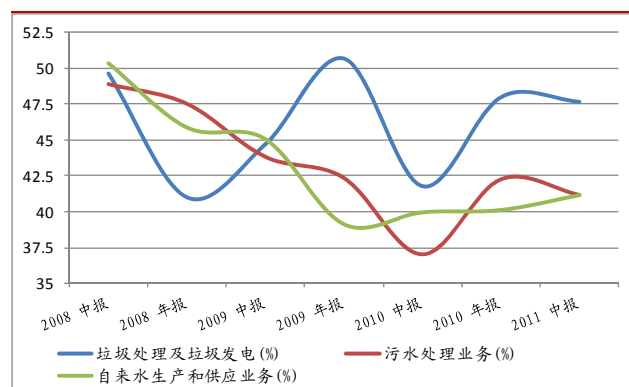
资料来源：金元证券研究所

图2：公司近年业务收入占比



资料来源：公司报表 金元证券研究所

图3：公司近年各项业务毛利率变化图



1. 自来水业务稳定收入来源，但不是未来的发展重心

1999 年公司重组后，自来水供应就成为了公司的主要营业收入来源。不同于首创股份等制水销售给政府的水务公司，公司供水业务较为独特，从制水、输配水至终端售水均有。公司拥有桂城水厂、九江水司（60%权益），第二水厂等下属供水企业，现有合计供水能力 126 万吨/天。在公司供水结构中，85%是趸售水（即公司制水后输送给地区自来水公司，并向自来水公司收取水费），仅有 15%是直供水给居民。

公司主要采取趸售水的模式，使得公司自来水业务毛利率高于同行，因为趸售水供水到乡镇自来水公司是利用大口径管道输送，管网漏损率较低，公司水损率多年来维持在 5-7% 的水平，而直接配送到户采用的是小口径管道，在压力变化的情况下容易破漏，公司小管配送的水损率达到 17-18%，因此公司综合水损远低于行业平均 15-20% 的水损水平；另一方面该种模式人工需求较少，大大降低了人力成本；同时公司还引进国外先进的水处理设备和自动控制设备，并将母公司桂城水厂和第二水厂管网联网，可以通过实时联网调度来进行输配水，更好的调度的供水需求，有效维护了管网的压力平衡，更高的提升了公司的产能利用率。

图表 4：各主要上市公司自来水生产销售业务毛利率 %

	2008H	2008E	2009H	2009E	2010H	2010E	2011H
南海发展	50.34	45.86	45.05	39.11	39.94	40.1	41.14
首创股份	21.58	19.92	3.8	6.75	21.22	22.06	25.67
武汉控股	30.14	19.88	25.52	23.3	23.43	14.41	22.51
洪城水业	33.49	32.19	34.94	30.53	33.7	35.98	39.31
桑德环境	-3.63	12.23	44.06	37.12	35.6	35.74	29.13
创业环保	33.89	26.71	2.04	24.43	27	33.22	34.18

数据来源：公司报表 金元证券研究所

2010 年 1 月 1 日始佛山地区水价上调，其中南海区居民水价由 1.23 上调至 1.55 元，趸售水由 1.237 元上调至 1.372 元，目前公司目前正在改造居民水表，计划明年实行阶梯水价。

公司全资拥有的桂城水厂即将搬迁，规模不变，新厂预计投资 12-13 亿元，预计 2013 年底建成。在新厂未建成期间，旧厂暂时不停止运转，待新厂建成后才停产拆迁。旧厂土地属于公司自有，目前该地块位于南海较中心地带，地价约 1000 万元/亩，合计 180 亩。待新厂建成后，旧厂土地将由政府出面拍卖，按照目前地价核算，公司预计应得收入约 18 亿元，而桂城水厂，假设旧厂用地拍卖后所得款不足以支付新厂建设投资，南海区政府补贴投资额的 80%，此举保证了公司新厂建设的大部分资金假如旧厂地块拍卖所得超过新厂建设投资额，则多出部分公司与南海区政府可按照一定比例分成。

2. 污水处理产能大幅增加，后期还有一定发展空间

公司 2005 年进入污水处理领域，目前拥有平洲、丹灶横江、罗村、狮山、九江、西樵、里水等多个污水处理厂，合计日处理能力为 55.8 万立方米/天。

图表 5：公司现有污水处理产能

	处理能力 (万立方米/日)	权益	经营年限
平洲污水处理厂一期	5.0	100.00%	25
平洲污水处理厂二期	5.0	100.00%	25
平洲污水处理厂三期	6.0	100.00%	25
罗村污水处理厂	2.0	85.71%	25
丹灶横江污水处理厂	3.3	100.00%	20
西樵污水处理厂	2.0	100.00%	25
里山镇污水处理厂	8.50	100.00%	25
狮山镇污水处理厂	14.00	90.00%	25
九江污水处理厂	5.00	80.00%	25
大沥污水处理厂	5.00	100.00%	25

资料来源：公司资料 金元证券研究所

公司的污水经营模式与供水经营模式不同，不配备管网等设施，政府将污水输送至公司所属污水处理厂进行处理，结算也是与政府直接结算，为此当地政府与公司专门签订了保底协议，保证了公司稳定的收入来源。协议约定公司新建产能投产的前两年内，政府保证 70% 设计产能的污水输送量，不足则按照 70% 计费，超出则以实际处理量计费；至投产之日起第三年后，政府保证 100% 设计产能的污水输送量，不足则按照 100% 计费，超出则以实际处理量计费。坪洲污水处理厂三期 2010 年投产，根据保底协议，目前只按照 70% 的产能核算。

南海内河涌污染源主要是生活污水、工业废水和农业污水，其中的生活污水排污量占总量的七成以上。至 2010 年底，南海区污水处理率达到 77%，根据南海区十二五发展规划，十二五期间南海区污水处理率将达到 85%，而公司目前占据了南海大部分的污水处理市场，未来公司将凭借在南海区域的龙头优势，以及与当地政府良好的长期合作默契，尽力去争取更大的市场份额。

3. 垃圾发电成长性较好，是未来的发展重心

◆ 佛山地区垃圾处理需求促进公司发展

至 2009 年，佛山地区年产垃圾 226 万吨，平均每天 6192 吨，与垃圾快速成长相应的是，生活垃圾的无害化处理率也逐年提高，从 2003 年不足 45% 提升到 80%；2010 年无害化处理量为 4260 吨/天，而根据珠江三角洲地区改革发展规划纲要（2008～2020）对佛山的要求。2011 年佛山城镇生活垃圾无害化处理率需提高到 82%。

2005 年前，除狮中垃圾填埋场、南海绿电垃圾焚烧发电厂一期和顺德区杏坛处理中心填埋、焚烧处理生活垃圾外，佛山每天约有 3000 多吨散布各处，“垃圾围城”危机迫在眉睫。为化解危机，2005 年底，高明苗村填埋场投入运行，预计可处理禅城区、高明区未来约 30 年的生活垃圾量。而三水白泥坑填埋场，南海环保发电厂二厂、一厂改扩建，顺德杏坛（焚烧）处理中心，以其设计能力和全市生活垃圾产生量进行推测，同样只能满足未来二三十年的发展需要，佛山未来垃圾处理市场仍有较大发展空间。

图表 6：2010 年佛山市各类废物情况信息表

分类	产生总量	处置利用总量（或无害化处置量）	主要的处置去向
一般工业固体废物	337.03（万吨）	337.03（万吨）	综合利用、制砖等
工业危险废物	19975.95（吨）	19975.95（吨）	主要是转移到惠州、广州和深圳等地的有资质单位处理处置，小部分由市内资质单位处理处置
医疗危险废物	4817.08（吨）	4817.08（吨）	由佛山市威立雅医疗废物处置中心收集处置
城市生活垃圾（中心城区）	77.27（万吨）	66.61（万吨）	由高明苗村白石坳生活垃圾卫生填埋场进行卫生填埋；由佛山市顺德区顺能垃圾发电有限公司、佛山市南海绿电再生能源有限公司进行焚烧

资料来源：金元证券研究所

南海区属于佛山市一个较大的区，每日产生生活垃圾约 2800 吨，如果全部采用填埋的方式处理，需要近 8000 m³ 左右的填埋空间，如果通过焚烧的方式处理，填埋残渣只需要不到 1500 m² 左右面积，为此，南海区政府与 2002 年建成南海环保电厂，处理规模为 400 吨/日，焚烧系统为两台日处理能力 200 吨、采用脉冲式炉排技术焚烧炉组成，配有一套 12MW 汽轮发电机组。2006 年南海发展公司出资 70% 和佛山市南海联达投资公司合资成立了南海绿电再生能源公司，于同年 8 月通过南海绿电再生能源公司收购了南海环保电厂，并通过技改解决了焚烧过程中产生的污染问题，承担了南海区的垃圾处理工作。

根据 2004 年《佛山市生活垃圾清运处理设施专项规划》中明确规划的“2006-2010 年，南海桂城、平洲、盐步、黄歧、狮山、小塘、里水、松岗的全部生活垃圾和大沥的部分生活垃圾运往狮山垃圾焚烧环保发电厂焚烧”，南海绿电垃圾焚烧发电厂现有产能只有 400 吨/日，处理能力严重不足，因此，南海区政府及绿电公司决定兴建绿电二期工程，二期设计产能为日处理生活垃圾能力 1500 万吨，焚烧系统由 3 台单台处理能力为 500 吨/日的机械式炉排炉组成，配有两套 15 万 MW 汽轮发电机组。

二期项目已于 2011 年中期建成，目前处于试运行阶段。一、二期

项目合计处理能力达到 1900 吨/日，年发电量达到 2 亿度。公司目前启动三期工程（即一期改扩建工程），主要是将一期现有 2 台 200 吨合计 400 吨产能淘汰，产能提升至 1500 吨，届时公司一、二厂总产能将达到 3000 吨，基本满足南海区垃圾处理需求。

◆ 各项优惠政策有利公司发展

- 政府付费处理：公司与市政管理部门签订处理合约，以项目设计规模作为保底供应量，垃圾收集、运输以及焚烧残渣的运输、后期填埋处理均由市政管理局负责，市政局向公司支付 95 元/吨的垃圾处理费。据悉，市政局支付的 95/吨的处理费基本能够保证设备的日常运行费用，设备的折旧和摊销靠发电收入支付。
- 根据国家有关优惠政策，申请成为资源综合利用电厂后，垃圾处理补贴费收入不计征营业税，增值税即征即返。
- 根据国家发改委颁布的《可再生能源发电价格及费用分摊管理暂行办法》的规定，2006 年后新核准建设的垃圾发电厂，上网电价按照 0.689 元/度核算。按照该项规定，公司二厂的 1500 吨/日处理量，理论年发电量 1.35 亿度，上网电价均为 0.689 元/度。

◆ 公司发电量 2011 年后大幅增长

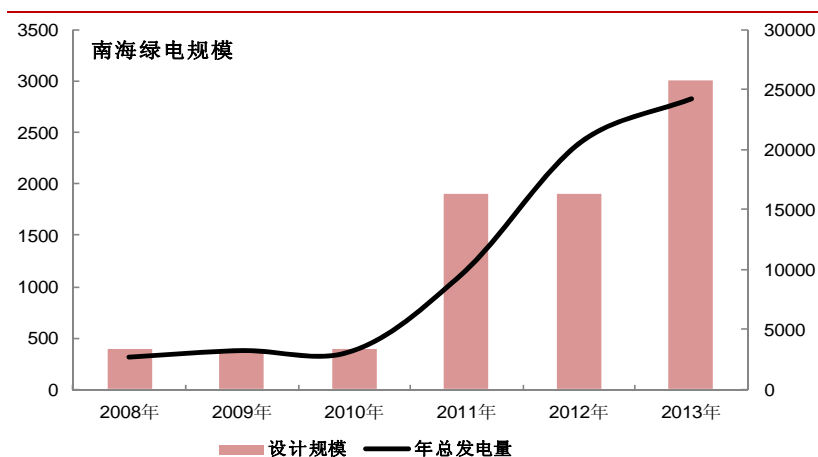
公司拥有南海绿电环保发电厂 70% 产权，目前正在增发收购剩余 30% 产权。南海绿电共分 2 期，一期项目处理能力是 400 吨/日，采用美国设备，设备对于垃圾要求较高，与国内生活垃圾实情不太吻合，导致实际处理能力不足 400 吨/日，每日大约 360 - 380 吨；一期毛利率较低，目前只能达到 35-40%；垃圾发电量最多可达 300 度，其中公司自用 35%，剩余部分上南方电网销售；由于是 2006 年前的项目，不享受优惠电价，单价为 0.58 元/度。

公司二期处理能力是 1500 吨/日，采用德国设计技术，日本专业设备，增加了垃圾干化效果，设备运转良好，吨垃圾发电量将大于一期设备；同时二期项目毛利率也较一期高，能达到 45%；由于单位产能提高，公司自用电量减少，据介绍，二期公司自用电只需要 20%，剩余 80% 全部并网销售，二期享受优惠电价 0.689 元/度。

公司规划的三期工程实际是一期的升级改良工程，由于 1 期设备运行状况不太理想，且运行年限将近 20 年，计划改扩建，将原有 400 吨产能扩建至 1500 吨，建成后将原有 400 吨设备拆除，该项目已经开始建设，预计将于 2013 年底建成。

2013 年全部投产后，绿电公司总处理能力将达到 3000 吨/日，年发电量不小于 2.45 亿度，基本满足南海地区垃圾无害化处理要求。

图表 7: 南海绿电公司垃圾处理规模及年发电量 单位: 吨/日 万度



资料来源: 公司资料 金元证券研究所预测

4. 垃圾转运压缩业务配套垃圾发电

据粗略统计, 整个佛山市垃圾的收集率为 70%, 有 30% 流落野外; 市垃圾收集点不达标的有 277 座, 约占总数的 30%; 环卫车辆不达标的有 87 辆, 约占比 12%, 这种无序的局面给垃圾发电业务的发展产生障碍, 一边垃圾满地, 而另一边垃圾焚烧厂却供货不足。

为保证南海绿电垃圾焚烧电厂持续有效的运营, 公司 2010 年为配套垃圾发电业务开辟了新业务——垃圾中转压缩站业务, 计划在南海地区 8 个镇建设 10 个垃圾压缩站, 分两期建设, 第一期涉及 7 个镇 8 个转运站已建成, 规模 2800 吨; 二期 800 吨, 计划在 2013 年配合绿电公司扩建项目投产。目前南海绿电公司二期项目焚烧所需垃圾均为公司自有垃圾压缩站提供, 公司自行运输至垃圾发电厂, 现每日收集转运约 1600 吨垃圾, 政府目前给予每吨垃圾压缩转运收费 75 元, 并承诺保证该项目合理的净利润率水平。

公司近期收购计划

◆ 定向增发收购计划

公司日前公告将对公司控股股东供水集团的母公司广东南海控股投资有限公司定向增发 5780 万股, 计划募集资金约 6 亿元, 增发价格不低于 10.38 元/股, 募集资金拟用于收购间接控股的子公司佛山市南海绿电再生能源有限公司 30% 的股权和佛山南海桂城水厂整体迁移项目, 本次向特定对象发行股票的锁定期为 36 个月。

图表 8: 本次募集资金项目具体使用计划

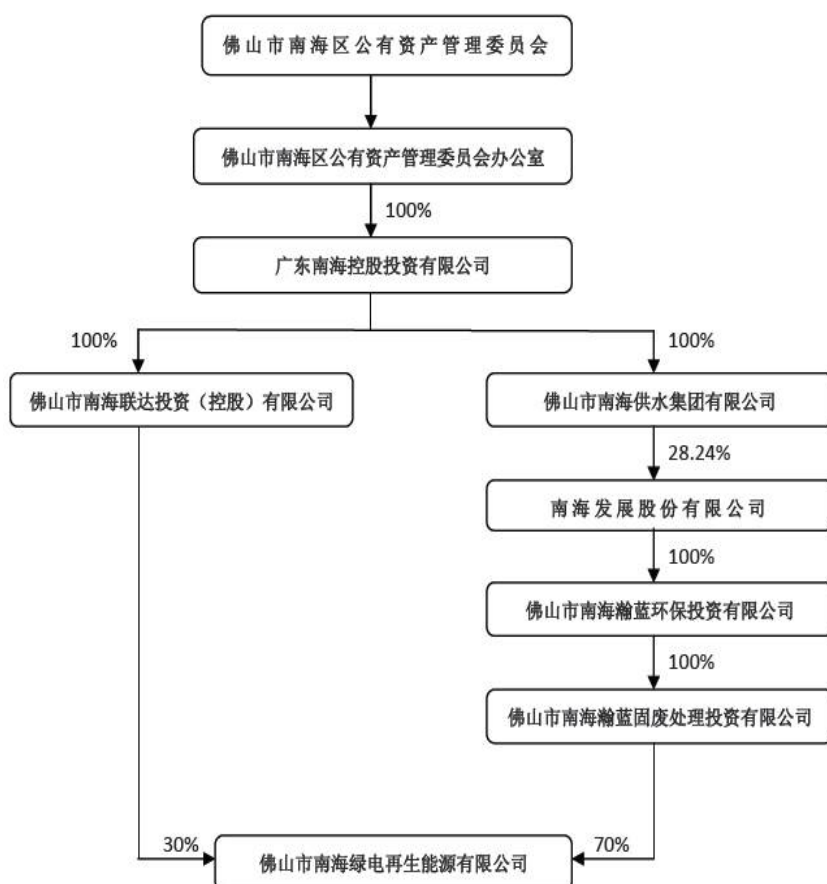
项目	投资总额 (万元)	拟使用募集资金 (万元)
收购绿电公司 30% 股权项目	24,079.63	24,079.63
佛山南海桂城水厂整体迁移项目	131,786.52	34,620.77
合计	155,866.15	58,700.40

资料来源: 公司资料 金元证券研究所预测

南海绿电公司 2011 年中报净资产 4.2776 亿元, 本次收购计划投入 2.4 亿元, 故溢价约 80%; 桂城水厂计划总投资额 13 亿元, 其中 3.5 亿元由本次募集资金提供, 剩余部分将使用银行贷款, 待整体搬迁后拍卖旧厂土地偿还。

公司目前拥有南海绿电公司 70% 股权, 南海绿电具有南海区生活垃圾处理特性经营权, 目前 2 期已投产, 一期改扩建项目 (1500 吨/日) 记淤泥处理项目 (450 吨/日) 已签署 BOT 合同, 项目即将开工建设。南海绿电未来产能合计将达到 3000 吨/日, 将成为公司最大的收入和利润来源, 目前虽然溢价收购, 但是未来贡献的利润将远大于收购成本。

图表 9: 公司与南海绿电关系示意图



资料来源: 公司资料 金元证券研究所预测

◆ 收购南海燃气资产计划

公司日前还公告了根据公司整体战略规划，拟向 GOOD TRADE LIMITED 收购其持有的佛山市南海燃气发展有限公司 25% 股权。根据燃气发展公司以往 3 年经营情况分析，燃气发展公司年销售收入由 2008 年 6.46 亿元上升至 2010 年的 7.74 亿元，年净利润由 4103 万元上升至约 9590 万元。根据预测，未来 3 年，燃气发展公司平均年总收入预计超过 10 亿元，年净利润预计超过 1 亿元，盈利能力较强。

本次收购南海燃气 25% 股权，耗资 2.7 亿元，对应 2010 年约 12 倍 PE，收购价格合理。且燃气的生产和销售行业是城市市政公用事业中的重要领域，具有一定的自然垄断性，现金流稳定，收益稳健，不受经济周期影响。公司通过本次收购行为可以开辟新的领域，增强公司持续盈利能力，未来不排除公司进一步收购南海燃气剩余股权的可能。

财务分析与盈利预测

在不考虑增发摊薄的情况下，预计 2011 年、2012 年公司 EPS 分别为 0.63 元及 0.78 元，而 2010 年公司主营收入对应的 EPS 为 0.44 元，增幅还是比较明显的。

图表 10：近三年盈利预测

项 目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
一、营业收入	46,522.5	59,530.9	69,874.6	79,703.1	82,094.2
增长率%	9.8%	28.0%	17.4%	14.1%	3.0%
二、营业毛利	18,724.8	24,121.3	28,680.4	34,306.2	34,795.2
增长率%	-4.0%	28.8%	18.9%	19.6%	1.4%
综合毛利率	40.2%	40.5%	41.0%	43.0%	42.4%
三、主业盈利	15,060.4	19,248.5	24,647.5	29,743.3	30,164.4
增长率%	-3.9%	27.8%	28.0%	20.7%	1.4%
主业盈利/收入	32.4%	32.3%	35.3%	37.3%	36.7%
财务费用	3,312.4	3,341.3	4,906.3	5,250.1	4,168.1
付息债务费用率	4.0%	3.2%	4.6%	6.1%	5.5%
资产减值损失	45.1	107.0	29.4	25.6	4.0
公允价值变动	0.0	0.3	-0.3	0.0	0.0
投资收益	7.0	0.0	276.5	259.6	259.6
四、利润总额	12,929.7	74,470.7	20,259.6	25,011.8	26,539.9
减：所得税	2,253.7	18,322.5	2,824.2	3,501.7	3,715.6
实际税率	17.4%	24.6%	13.9%	14.0%	14.0%
五、归属母公司净利	10,357.3	55,815.3	17,074.0	21,157.1	22,471.2
增长率%	8.1%	438.9%	-69.4%	23.9%	6.2%
销售净利率%	22.3%	93.8%	24.4%	26.5%	27.4%
六、总股本(万股)	32,528.2	32,528.2	27,106.8	27,106.8	27,106.8
七、摊薄每股收益	0.32	1.72	0.63	0.78	0.83

资料来源：公司资料 金元证券研究所预测

估值及投资评级

公司今明两年业绩增长比较确定，2013 年由于没有新的产能投产，预计增长不会太明显，水价、污水处理费、垃圾处理费等价格变动涉及较多层面，未来有可能上涨，但是目前无法预期，2014 年绿电 1 期改造完成投产，对业绩有一定贡献。

由于公司的主要客户都是当地市政部门及政府直轄部门，同时公司的合约具有较强的保护性，所以公司的收入有一定的保证，基本不存在业绩大幅下滑的可能性，具有良好的抗周期及防御性。

目前公司股价低于定增价格，对应 2011 年动态 PE 约 16 倍，2012 年动态 PE 约 13 倍，在行业中估值较低，具有一定安全壁垒，首次给予公司“买入”评级。

风险因素分析

以上盈利预测的假设均建立在公司在建工程能够如期完工的情况下，同时假设公司与政府签订现有条款条件基本不变。假如假设前提发生变化，公司盈利预测也将发生变化。

其它

公司历年来在分红派息上都十分慷慨，同比行业内可比上市公司，公司历年来都是分红派息率最高的。

图表 11: 可比上市公司分红派送

单位: 元/股

	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年
桑德环境	0.12	0	0	0.05	0.1
首创股份	0.17	0.16	0.11	0.12	0.13
武汉控股	0.06	0.06	0.045	0.053	0.029
南海发展	0.2	0.48	0.14	0.15	0.4
洪城水业	0.103	0.105	0.08	0.1	0.6
创业环保	0.04	0.04	0.04	0.08	0.11

资料来源: 金元证券研究所

图表 12: 南海发展近年收益与分红比较

单位: 元/股

	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年
EPS	0.41	0.4453	0.35	0.38	2.06
分红	0.2	0.48	0.14	0.15	0.4

资料来源: 金元证券研究所

附件 (公司三大表的预测)

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
流动资产	703.4	492.1	579.9	799.4	一、营业收入	595.3	698.7	797.0	820.9
货币资金	404.1	93.1	155.6	361.3	减: 营业成本	354.1	411.9	454.0	473.0
交易性金融资产	19.0	0.0	0.0	0.0	营业税金及附加	4.5	4.5	5.4	5.4
应收款项	38.0	110.9	116.9	120.4	销售费用	0.0	0.0	0.0	0.0
预付款项	220.8	262.8	280.1	289.6	管理费用	44.2	35.8	40.3	40.9
存货	16.0	18.9	20.9	21.7	财务费用	33.4	49.1	52.5	41.7
其他流动资产	5.5	6.4	6.4	6.4	资产减值损失	1.1	0.3	0.3	0.0
非流动资产	2,488.2	2,900.4	2,838.0	2,746.6	加: 公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
股权投资	9.3	9.3	9.3	9.3	投资收益	0.0	2.8	2.6	2.6
债权与公允价值资产	43.7	18.8	18.8	18.8	其中: 联营企业收益	0.0	1.3	2.6	2.6
固定资产	1,148.9	1,105.3	1,038.5	1,942.8	二、营业利润	158.0	199.9	247.3	262.5
在建工程	527.3	136.2	140.6	-855.1	加: 营业外收入	588.6	3.3	3.4	3.5
油气和生物性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 营业外支出	1.9	0.6	0.5	0.6
无形及递延性资产	757.0	1,628.8	1,628.8	1,628.8	三、利润总额	744.7	202.6	250.1	265.4
其它非流动资产	2.0	2.0	2.0	2.0	减: 所得税费用	183.2	28.2	35.0	37.2
资产总计	3,191.6	3,392.5	3,417.9	3,546.0	四、净利润	561.5	174.4	215.1	228.2
流动负债	637.3	588.8	399.1	299.0	归属母公司净利润	558.2	170.7	211.6	224.7
短期借款	133.6	41.9	-158.1	-258.1	少数股东损益	3.3	3.6	3.5	3.5
应付账款	240.3	345.1	378.2	391.4	五、总股本 (百万股)	325.3	271.1	271.1	271.1
预收帐款	27.3	35.8	38.1	39.4	EPS (元)	1.72	0.63	0.78	0.83
其它流动负债	236.0	166.1	140.9	126.4	主要财务比率				
非流动负债	913.6	1,018.3	1,018.3	1,018.3	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
长期借款	910.8	1,015.3	1,015.3	1,015.3	成长能力				
专项及预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	营业收入	28.0%	17.4%	14.1%	3.0%
其它非流动负债	2.8	3.0	3.0	3.0	营业毛利	28.8%	18.9%	19.6%	1.4%
负债合计	1,551.0	1,607.1	1,417.3	1,317.3	主业盈利	27.8%	28.0%	20.7%	1.4%
少数股东权益	115.3	144.7	148.2	151.8	母公司净利	438.9%	-69.4%	23.9%	6.2%
股本	271.1	271.1	271.1	271.1	获利能力				
资本公积与其它	584.4	584.4	584.4	584.4	毛利率	40.5%	41.0%	43.0%	42.4%
留存收益	670.0	785.2	996.8	1,221.5	主业盈利/收入	32.3%	35.3%	37.3%	36.7%
股东权益合计	1,525.4	1,640.7	1,852.3	2,077.0	ROS	94.3%	25.0%	27.0%	27.8%
负债和股东权益	3,191.6	3,392.5	3,417.9	3,546.0	ROE	36.6%	10.4%	11.4%	10.8%
现金流量表					ROIC	21.8%	6.5%	7.9%	8.1%
单位: 百万元					偿债能力				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	资产负债率	48.6%	47.4%	41.5%	37.1%
经营活动现金流	224.9	36.9	316.9	349.1	利息保障倍数	16.8	3.6	4.1	5.5
净利润	561.5	174.4	215.1	228.2	速动比率	1.07	0.79	1.38	2.58
折旧摊销	98.8	90.9	67.1	95.7	经营现金净额/当期债务	1.68	0.88	-2.00	-1.35
财务费用	38.7	50.8	52.5	41.7	营运能力				
投资损失	0.0	-2.8	-2.6	-2.6	总资产周转率	0.19	0.21	0.23	0.23
营运资金变动	112.3	-275.2	-15.2	-14.0	应收款天数	22.97	57.12	52.79	52.79
其它变动	-586.4	-1.2	0.0	0.0	存货天数	16.23	16.54	16.54	16.54
投资活动现金流	-78.7	-268.6	-1.8	-1.8	每股指标 (元)				
资本支出	-49.4	-327.3	-4.4	-4.4	主业盈利/股本	0.59	0.91	1.10	1.11
长期投资	-23.1	54.8	0.0	0.0	每股经营现金流	0.69	0.14	1.17	1.29
其它变动	-6.2	4.0	2.6	2.6	每股净资产	4.34	5.52	6.29	7.10
筹资活动现金流	135.3	-79.4	-252.5	-141.7	估值比率				
债务融资	214.9	17.7	-200.0	-100.0	P/E	5.58	15.19	12.26	11.54
权益融资	12.0	10.0	0.0	0.0	P/B	2.21	1.73	1.52	1.35
其它变动	-91.7	-107.1	-52.5	-41.7	P/S	5.23	3.71	3.25	3.16
汇率变动影响	0.0	0.0	0.0	0.0	EV/EBITDA	11.17	10.63	9.11	7.59
现金净增加额	281.4	-311.1	62.6	205.6					

资料来源: 金元证券研究所预测

金元证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6 个月内明显弱于大盘。

金元证券股票投资评级标准:

买入: 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 15%以上;

增持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ +5%;

减持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ -15%;。

本报告仅供金元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）签约客户使用。本公司不因任何人接收到本报告而视其为本公司的客户。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的观点仅供特定客户参考，并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测等仅反映本报告发布日依据一定的标准和假设作出的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，对此本公司没有通知义务。

本报告仅向特定客户传送，版权归本公司所有。未经本公司书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络本公司并获得许可，并需注明出处，且不得对报告进行有悖原意的引用和删改。

在法律许可的情况下，本公司及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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。