

# 业绩有望快速增长

## 天富热电分析报告

### 报告关键点:

- 公司电力供应能力紧张, 2012年代建电站投产, 供电能力将大幅提升, 盈利将增长明显;
- 公司募投项目电站预计将于2013年3季度投产, 公司业绩再度大幅提升;
- 给予“增持-A”投资评级

### 报告摘要:

- 供售电业务为主营业务:** 主要依托于石河子电网(公司特许经营的公共电网和自备电厂电网组成)进行区域内发供电与供热, 是石河子地区的主要能源供应商。公司2011年剥离了房地产业务, 从此毛利贡献90%以上将来自于电与热业务。
- 售电业务供不应求:** 随着石河子地区用电大户逐渐投产, 当地电量需求逐步增大, 公司目前装机仅56.2万千瓦, 且存在11.505万千瓦水电, 每年发电量不能满足供区需求, 需从国网和新疆网购电, 随着我国经济结构转型, 未来东部向西部的产业转移仍将持续, 当地电量需求有望保持快速增长, 供电压力很大。
- 2012年售电利润将大幅提升:** 公司代建石河子化工新材料产业园区能源配套工程2×33万千瓦热电厂, 一台机组于2011年底投产, 另一台预计也将于2012年上半年投产, 公司目前售电价约0.34元/千瓦时(不含税), 预计代建机组2012年和2013年将分别提供38.5亿和42.9亿千瓦时电量, 按照收购成本不超过0.25元/千瓦时(含税)计算, 2012年购买外购电量将贡献毛利不低于3亿元, 2012年售电利润将大幅提升。随着公司业务的逐渐增大, 不排除未来将此项目收购的可能性。
- 2013年业绩将大幅增长:** 预计此次2×30万千瓦建设项目将于2013年3季度投产, 公司2013年业绩将大幅增长。预计2013年公司通过代建电站和新建机组所获得的发售电毛利将不低于6亿元, 2013年业绩将再度大幅增长。
- 给予“增持-A”投资评级:** 我们预计公司2012年-2014年EPS分别为0.44元、0.61元和1.03元, 对应PE分别为: 18倍、13倍和8倍, 给予公司“增持-A”投资评级, 6个月目标价11元。
- 风险提示:** 电网被收回风险; 煤炭价格大幅上涨; 非公开增发不能按期执行; 电量需求大幅下降; 利用小时下降等

### 财务和估值数据摘要

(百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1,880.0	2,398.5	3,392.9	3,664.1	4,642.0
Growth(%)	14.0%	27.6%	41.5%	8.0%	26.7%
净利润	145.4	399.1	402.9	555.1	931.4
Growth(%)	76.8%	174.4%	1.0%	37.8%	67.8%
毛利率(%)	32.4%	31.2%	27.1%	33.5%	39.5%
净利润率(%)	7.7%	16.6%	11.9%	15.2%	20.1%
每股收益(元)	0.22	0.61	0.44	0.61	1.03
每股净资产(元)	3.16	3.60	5.07	5.50	6.22
市盈率	35.8	13.1	17.9	13.0	7.7
市净率	2.5	2.2	1.6	1.4	1.3
净资产收益率(%)	7.6%	16.9%	8.8%	11.2%	16.6%
ROIC(%)	7.8%	16.1%	9.5%	8.6%	12.7%
EV/EBITDA	11.6	7.9	15.2	11.4	7.2
股息收益率	1.0%	2.4%	1.7%	2.3%	3.9%

评级:

增持-A

上次评级:

目标价格:

11.00 元

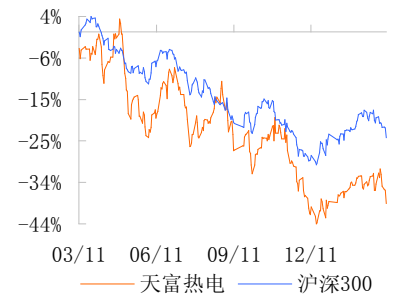
期限: 6个月 上次预测:

现价(2012年03月28日): 7.95元

报告日期: 2012-03-29

总市值(百万元)	5,212.79
流通市值(百万元)	5,212.79
总股本(百万股)	655.70
流通股本(百万股)	655.70
12个月最低/最高	7.08/13.85 元
十大流通股东(%)	49.67%
股东户数	68,827

### 12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	0.46	(2.75)	(14.89)
绝对收益	(5.59)	4.33	(38.93)

张龙  
021-68766113  
执业证书编号

首席行业分析师  
zhanglong@essence.com.cn  
S1450511020030

### 报告联系人

邵琳琳

021-68763673  
shaoll@essence.com.cn

### 前期研究成果

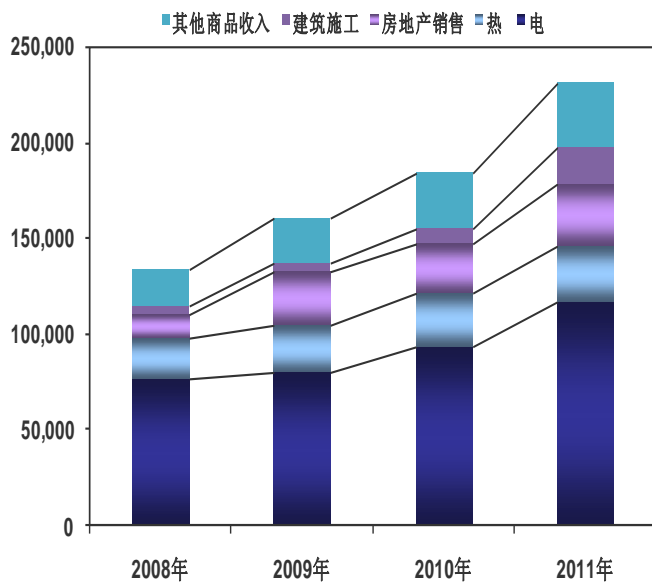
## 1. 公司概况

### 1.1. 业务简介

**依托于石河子地区电网：**公司主要依托于石河子地区电网（独立于新疆电网的局域电网）进行区域内的发供电与供热，是石河子地区的主要能源供应商。除此之外，公司还从事商业贸易、房地产贸易、建筑施工、运输和碳化硅晶片生产制造等业务，但公司2011年向大股东进行了所持有的天富房产股权的转让，从2012年起公司不再拥有房地产贸易业务。

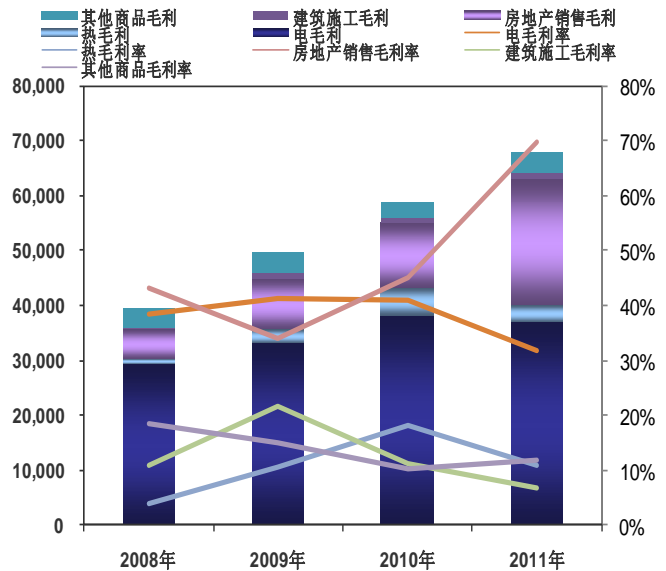
**电及供热业务为利润贡献主力军：**分产品来看，公司毛利主要来自于电及供热业务，两项业务为公司贡献毛利占比达60%以上，公司房地产业务贡献毛利逐年增多，但考虑到使公司更加专注于主业发展，公司决定退出房地产行业，从此公司毛利贡献将90%以上均来自于电及供热业务。

图1 公司分产品营业收入 单位：万元



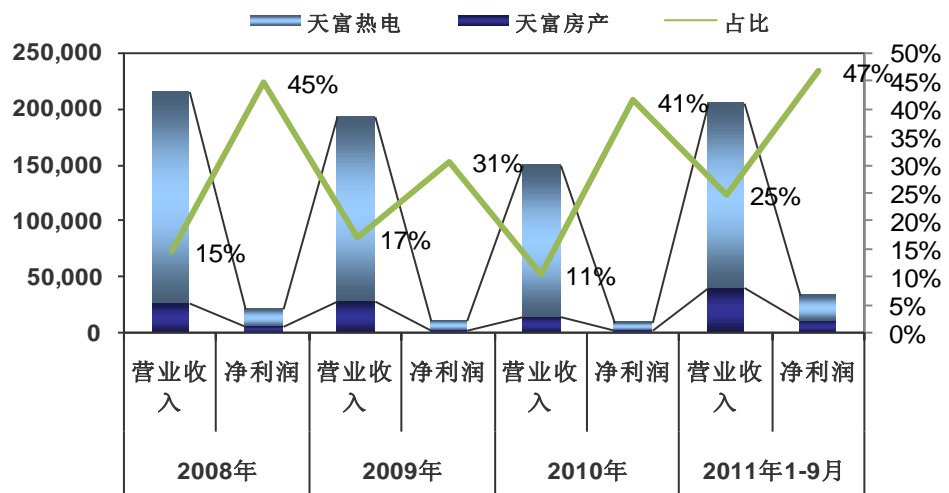
数据来源：公司公告；安信证券研究中心

图2 公司分产品营业毛利 单位：万元



数据来源：公司公告；安信证券研究中心

图3 天富房产占公司营业收入及净利润的情况 单位：万元



数据来源：公司公告；安信证券研究中心

**退出房地产业务对公司的影响:** 公司出于更关注电热主业及规避房地产调控风险的考虑, 2011 年以 4.02 亿元向大股东转让了所持有的天富房产股权 (自己持有的 98.28% 及控股 96.43% 的子公司天富电力物资持有的 1.72%), 从此退出了房地产业务。石河子天富房地产成立于 2000 年, 经过十余年发展, 目前盈利能力出色, 2011 年 1-9 月其净利润相当于公司净利润的 47%, 退出此业务暂时对公司影响较大, 但公司可将资金及精力用于电热主业的发展, 有利于精简公司结构, 发挥公司的电热业务优势。

**非公开增发:** 公司目前拟以不低于 7.78 元/股的发行底价非公开发行不超过 25000 万股票, 其中, 天富集团拟以现金认购不低于本次发行股票总数的 10% (含 10%)。所募集到的资金净额拟全部投入到公司 2×30 万千瓦热电联产扩建项目, 预计此项目将于 2013 年 3 季度投产, 公司装机规模将进一步提升, 发供电业务占比将进一步扩大。

## 1.2. 股权结构

新疆天富电力 (集团) 有限责任公司持有公司 46.96% 的股权, 为控股股东, 公司实际控制人为新疆生产建设兵团农八师国有资产监督管理委员会。

图 4 公司股权结构图

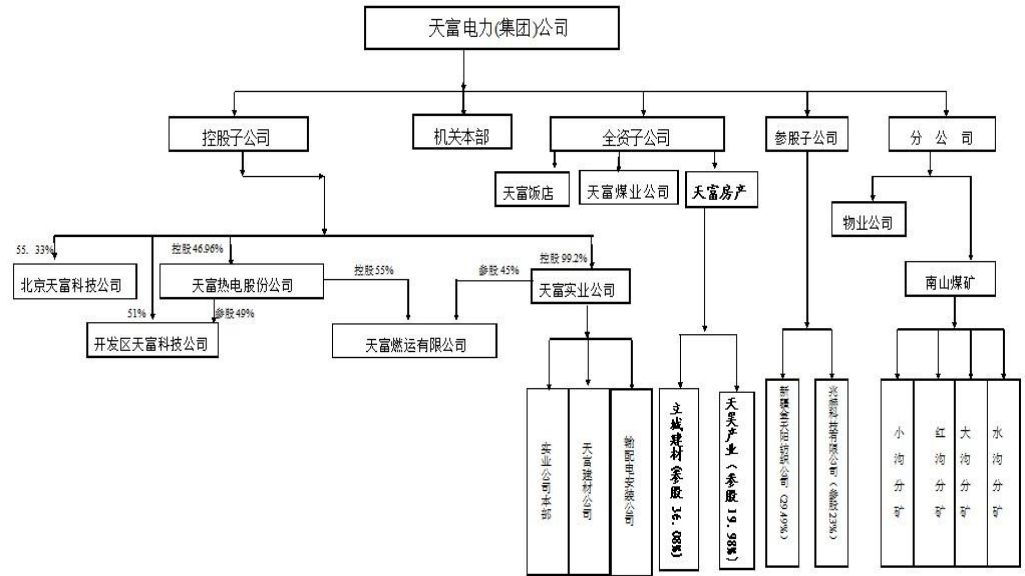


数据来源: 公司公告; 安信证券研究中心

**天富集团简况:** 天富集团前身是石河子电力工业公司, 原主营石河子地区电力和热力产品的生产和供应, 兼营电力设计、电力安装与电力物资供应, 石河子电力工作公司以其部分发供电、供热资产发起设立了天富热电, 后将控制的东热电厂也出售给天富热电, 目前天富集团已经不再持有发供电热资产。

目前天富集团有南山煤矿与天富热电之间存在一定的关联交易, 但考虑到煤矿安全风险大且盈利能力一般, 预计短期内资产注入可能性不大。

图 5 天富电力(集团)公司主要资产



数据来源: 公司公告; 安信证券研究中心

## 2. 供售电业务—未来主要看点

### 2.1. 公司供区现状——现有机组远不能满足下游需求

**公司供区现状:** 公司发供电业务依托于独立于新疆电网的局域电网——石河子地区电网, 由公共电网(公司特许经营)和自备电厂电网(天业集团所属及经营)组成, 天业电网属于企业生产自用电网, 不具有对外电力供应的资质, 公共电网与新疆主电网相连, 是石河子市的主要供电实体。

**装机容量过小:** 公司主要业务贡献来自于供售电业务, 自发电后向供区售电。但由于公司目前装机仅 56.2 万千瓦, 且存在 11.505 万千瓦为水电装机, 每年发电量不能满足供区需求, 需从国网和新疆网外购电, 但外购电平均价格高于公司售电价格, 公司迫切需要新增机组来增强盈利能力。

表 1 公司电力资产

电站	装机(万千瓦)	权益	权益装机(万千瓦)	性质	状态
<b>红山嘴水电站</b>					
一级	2×0.9+2×1.6	100%	5	水电	运行
二级	4×0.32	100%	1.28	水电	运行
三级	3×0.875	100%	2.625	水电	运行
四级	1×0.4+3×0.3	100%	1.3	水电	运行
五级	1×0.4+3×0.3	100%	1.3	水电	运行
<b>水电合计</b>	<b>11.505</b>		<b>11.505</b>		
<b>西热电厂</b>					
西热电一厂	2×0.6+3×1.2	100%	4.8	火电	运行(扩建机组上后关停)
西热电二厂	2×5	100%	10	火电	运行
<b>东热电厂</b>	2×1.2+1×2.5	100%	4.9	火电	运行(扩建机组上后关停)
<b>南热电厂</b>	2×12.5	75%	18.75	火电	运行
<b>火电合计</b>	<b>44.7</b>		<b>38.45</b>		
<b>合计</b>	<b>56.205</b>		<b>49.955</b>		
<b>扩建项目</b>	2×30	100%	60	火电	在建

数据来源: 公司公告; 安信证券研究中心

表 2 石河子地区自备电厂

电站	装机 (万千瓦)	装机总容量 (万千瓦)	状态
南山水泥自备电厂	2 × 0.3+0.15	0.75	
24 小区热电厂	0.075	0.075	公司扩建项目上后关停
26 小区热电厂	0.075	0.075	公司扩建项目上后关停
八一毛纺厂	2 × 0.3	0.6	公司扩建项目上后关停
糖山自备电厂	0.3+0.6+1.5	2.4	
天业自备热电厂一二三期	2 × 2.5+2 × 2.5+2 × 5	20	
天业自备热电厂四期	4 × 13.5	54	
天业自备热电厂合计		74	

数据来源：公司公告；安信证券研究中心

**电力供应压力大：**随着石河子地区一系列用电大户如晶鑫硅业、合盛硅业、宏远电极箔、天山铝业等生产线陆续投产，当地电量需求逐步增大。尤其是 2010 年以来，石河子地区招商引资工作发展较快，为降低生成成本，我国东部向西部的产业转移明显加快，高载能企业落户较多，公司向大宗工业售电量明显增大。

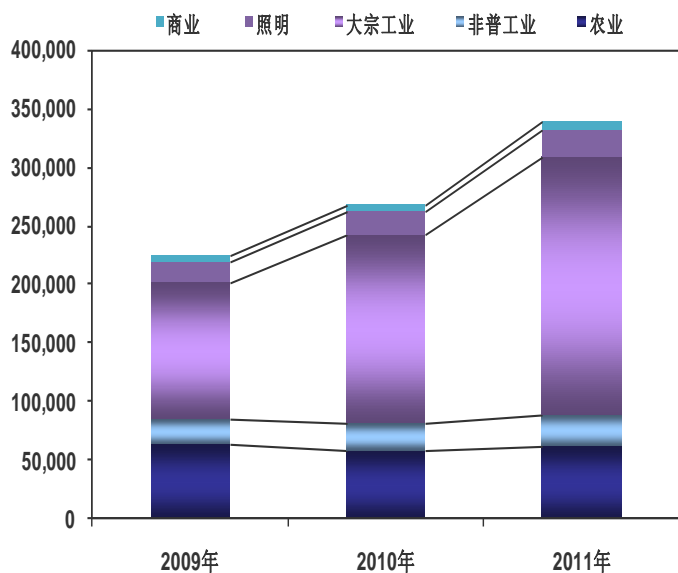
2011 年售电收入中有 60% 以上均来自于大宗工业，公司现有机组完全不能满足用电需求，2011 年外购电量逾 4 亿千瓦时，占公司售电量比例达 11.8%，即便公司 2011 年进行了大量外购电的采购，仍远远不能满足当地的电量需求，公司供区出现了工业企业配合限产限电情况。考虑到我国经济结构的转型，未来东部向西部的产业转移仍将持续，当地电量需求有望保持快速增长，公司供电压力很大。

图 6 公司电量销售

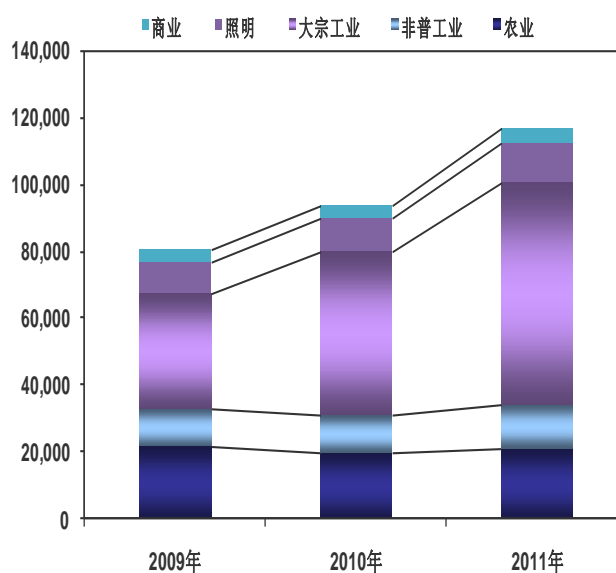
单位：万千瓦时

图 7 公司电量销售收入

单位：万元



数据来源：公司公告；安信证券研究中心



数据来源：公司公告；安信证券研究中心

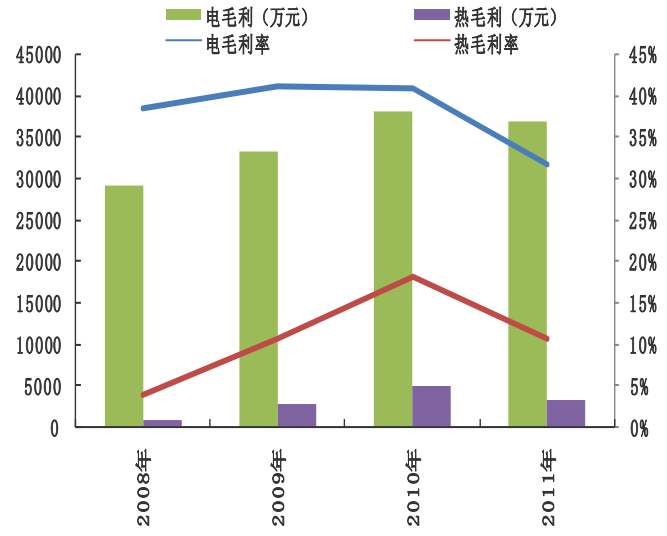
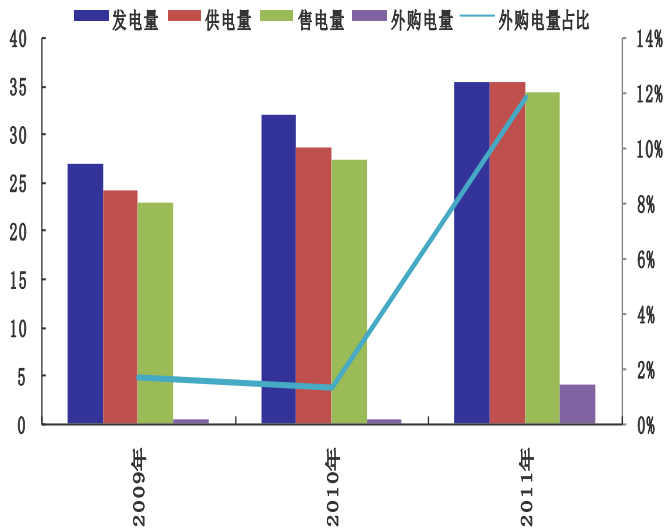
**发电毛利及毛利率下降：**2011 年公司供电及供暖业务的毛利及毛利率均出现了下降，需要指出的是，虽然公司发电毛利率下降的原因也有部分来自于自发电供电成本的上升（燃料及人工费用上升等），但从发电毛利的下降我们可以看出主要原因来自于外购电比例的大幅提升。随着东部高耗能行业逐渐向西部的转移，石河子地区未来的电量需求有望进一步上升，而公司 2011 年的平均利用小时已经达到 6900 小时（没有区分水电与火电，考虑水电利用小时较低后，公司火电机组平均利用小时已经超过 7000 小时），公司迫切需要新增机组来提供低成本电量。需要指出的是，公司未来的电量需求增长将主要来自于大宗工业，其目前销售电价相对较低，但由于石河子当地招商

优惠电价逐步取消，未来销售均价将会有小幅提升。

图 8 公司发供电状态

单位：亿千瓦时

图 9 公司发供电毛利

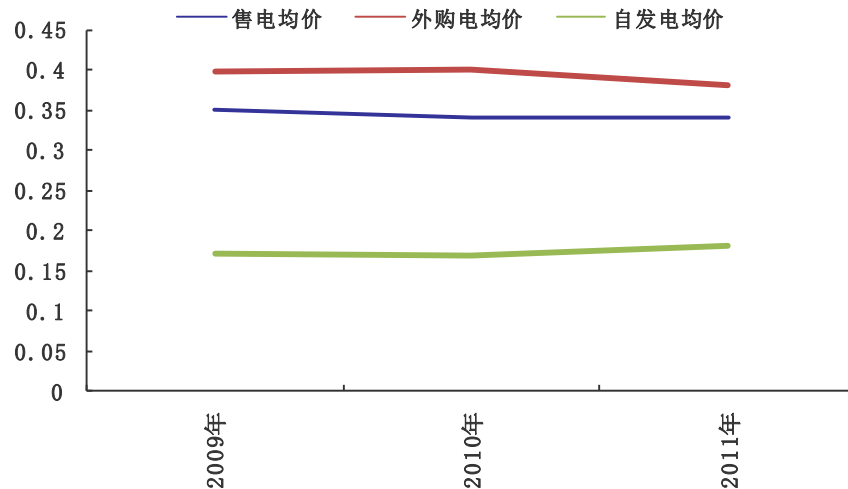


数据来源：公司公告；安信证券研究中心

数据来源：公司公告；安信证券研究中心

图 10 公司电价

单位：元/千瓦时



数据来源：公司公告；安信证券研究中心

## 2.2. 2012 年看点——代建机组将提供大量低成本外购电源

公司 2011 年实现净利润约 4 亿元 (25% 的所得税率)，业绩主要贡献来自于房地产，其中出售房地产股权为公司贡献投资收益约 3.2 亿元 (含税，去掉 25% 的所得税后 2.4 亿元)，并且公司合并了天富房地产 1-11 月的利润表，天富房地产 2011 年期初至处置日的净利润约 1.16 亿元，除此之外，公司代建项目使得其他应收款增加 7 亿元，这部分计提资产减值损失约 4200 万元，减少公司净利润 3150 万元，可看出剔除掉房地产项目影响 (期末合并抵消部分 1-11 月房产收入) 和代建工程影响，公司 2011 年实现净利润约 11000 万元。

代建机组将提供低成本外购电来源：公司 2010 年底与石河子国有资产经营 (集团) 有限公司签订了《委托代建合同》，公司代建石河子化工新材料产业园区能源配套工

程 2×33 万千瓦热电厂，其中一台机组于 2011 年底投产，另一台预计也将于 2012 年上半年投产，代建机组投产后将为公司提供低成本外购电来源。

**2012 年售电利润将大幅提升：**公司目前售电电价约 0.34 元/千瓦时（不含税），预计代建机组 2012 年和 2013 年将分别提供 38.5 亿和 42.9 亿千瓦时电量，按照收购成本不超过 0.25 元/千瓦时（含税）计算，2012 年购买外购电量将贡献毛利不低于 3 亿元，2012 年售电利润将大幅提升。随着公司业务的逐渐增大，不排除未来将此项目收购的可能性。

表 3 公司 2012 年规划及 2011 年完成情况

项目	2012 年规划	2011 年完成	单位
发电量	34.8	35.58	亿千瓦时
供电量	75.97	35.54	亿千瓦时
供热量	1230	1538	万吉焦
供气量	4000	3307	万立方

数据来源：公司公告；安信证券研究中心

### 2.3. 2013 年看点——新建机组投产将使得公司业绩进一步大幅提升

**发电机组扩建：**公司拟建设 2×30 万千瓦热电联产扩建项目，位于天富南热电厂厂址一期工程扩建端外原厂围墙范围内，并留有再扩建余地，天富热电南热电厂一期工程 2×12.5 万千瓦燃煤供热机组，分别于 2007 年和 2008 年投产。本次项目采用上大压小方式建设，总投资 257,384 万元。项目建成后，原西热电一厂、东热电厂以及自备电厂中的 24 小区热电厂、26 小区热电厂和八一毛纺厂将关停。

**煤炭供应有保障：**公司原有发电项目多采用向大股东采购煤炭，2011 年公司西热电厂经过技术改造，掺烧准东煤，已经逐步掌握了以准东电煤为主力煤种的发电技术。公司本次募投项目所采用煤炭即为准东煤，准东地区煤炭储量丰富，开发力度大，并且由于运力问题短期内不会向内陆省份及沿海地区大量输送，价格比较稳定，供应上也比较有保障；

但考虑到公司购买准东煤虽然出厂价低但是路程较远，为了降低运费及保证煤炭供应，公司与特变电工合资设立了新疆天特物流有限责任公司（公司参股 49%），拟投资建设天山北麓大型煤炭物流仓储基地，实行产销对接，打通从准东地区到石河子的煤炭运输路径，从而既能保障煤炭供应又可有效降低成本。除此之外，随着新疆地区电厂扩建及电力需求的逐步上升，未来对煤炭的需求会进一步加大，公司参股此煤炭物流仓储基地，可以通过运输来获得较为可观的收益。

**项目盈利能力出色：**我们对本次项目的成本进行了分析，达产期若按照 6700 小时进行估计，年平均可发电 40 亿千瓦时，向热网供热 1175 万吉焦，根据可行性分析，电量及热量消化不是问题。预计公司将按照分公司形式进行本项业务的开展，所发电量及热量通过公司的网络进行对外销售，预计电量销售的价格将不低于 0.338 元/千瓦时，售热价格将不低于 18.99 元/千瓦时，我们对该项目投产后的成本进行了模拟，在不考虑募集资金投入可替换财务费用的情况下，可得其单位发电成本将不高于 0.19 元/千瓦时，公司外售电价约 0.34 元/千瓦左右，若考虑到售电线损、电网的折旧、销售、管理和财务费用等的情况，我们可以得到此项目投产后每年将为公司贡献净利润逾 3 亿元。

表 4 募投项目成本分析

项目		单位	备注
装机容量	2×30	万千瓦时	

利用小时	6700	小时	保守估计
发电量	40	亿千瓦时	
上网率	97.57%		
上网电量	39	亿千瓦时	
供热量	1175	万吉焦	
到厂不含税标煤价格	250	元/吨	煤炭来自于准东煤, 供应较有保障
发电煤耗	243	克/千瓦时	
发热煤耗	39.69	千克/吉焦	
发电耗煤	98	万吨	
发热耗煤	47	万吨	
总耗煤量	144	万吨	
燃料成本	36082	万元	
折旧	12869	万元	按照 20 年折旧
单位材料费用	60	元/万千瓦时	
材料费用	2412	万元	
其他单位费用	120	元/万千瓦时	
其他费用	4824	万元	
人工数	234	人数	
人均工资	4	万元	
人工费用	936	万元	
营业成本	57123	万元	
管理费用	2000	万元	
财务费用	14616	万元	假定 80% 进行贷款, 其余贷款利率 7.05%
总成本	73739	万元	
单位售电成本	0.188	元/千瓦时	将供热成本与发电成本一起考虑, 所以偏高
总资产	257384	万元	
总负债	205907	万元	
贷款利率	7.05%		

数据来源: 公司公告; 安信证券研究中心

**小机组关停的影响:** 公司此次项目采用上大压小方式建设, 待投产后将关停原西热电一厂、东热电厂以及自备电厂中的 24 小区热电厂、26 小区热电厂和八一毛纺厂共计 10.45 万千瓦小机组, 其中原西热电一厂和东热电厂所发电量外供, 关停后预计减少公司年发电量 6.8 亿千瓦时 (装机 9.7 万千瓦, 按照 2011 年的 7000 小时计算), 但考虑到新增机组年可贡献发电量近 40 亿千瓦时, 关停小机组对公司业绩影响不大。

**2013 年业绩将大幅增长:** 根据开工情况, 预计此次 2×30 万千瓦建设项目将于 2013 年 3 季度投产, 考虑到公司 2012 年可开始从代建电厂购买低成本电, 2013 年代购电厂可实现两机组全年发电, 再加上公司新建机组 2013 年也将开始贡献利润, 公司 2013 年业绩将大幅增长。预计 2013 年公司通过代建电站和新建机组所获得的发售电毛利将不低于 6 亿元, 除此之外, 公司目前向国网等外购电的成本很高, 约 0.40 元/千瓦小时左右 (不含税), 2011 年 4 亿度的外购电量使得公司损失毛利约 2400 万元, 随着低成本电量供应的提升, 这部分损失也可避免。

#### 2.4. 长期看点——公司电力后续储备项目充足

**公司电力后续项目储备充足:** 公司代建项目规划为 4×33 万千瓦, 目前仅建设 2×33 万千瓦, 除此之外, 公司还有 2×66 万千瓦火电机组、垃圾焚烧发电项目已经开展前期工作, 2011 年 7 月, 公司董事会再次通过开展 4×30 万千瓦级热电联产项目相关前期工作的议案, 电力后续储备项目充足。

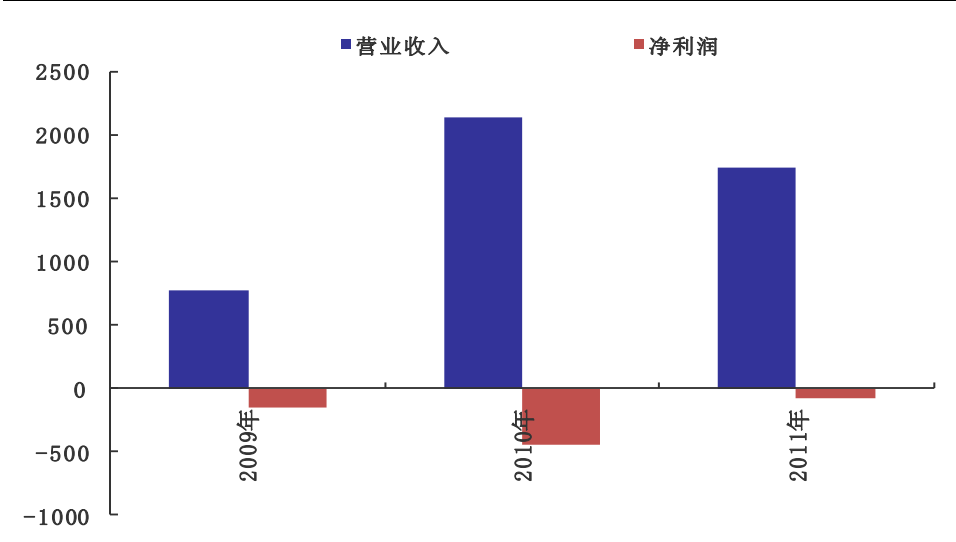


### 3. 碳化硅业务

**碳化硅项目：**北京天科合达蓝光半导体有限公司（公司持股 40.8%）目前在加强碳化硅项目的研发与市场开拓，该项目为公司与中科院物理所合作研发，碳化硅是新材料的重要代表，可广泛应用于航天军工、新能源汽车、智能电网、LED、节能电器等方面。

公司碳化硅项目目前仍处于研发与市场开拓期，受制于技术原因，目前国内碳化硅还难以实现替代进口，在成本控制方面还存在不足，经济性不够，批量生产存在一定难度。从市场角度来看，碳化硅属于高端材料，由于经济性等原因，市场接受度不够，还处于培育期。公司碳化硅项目近 3 年处于亏损状态，预计 2012 年有望达到盈亏平衡，但业绩方面整体占比较少，对公司影响不大。但需要指出的是，一旦公司技术和市场方面获得突破，实现批量生产，将会对公司业绩产生非常大的影响，也会成为公司亮点之一。

图 11 北京天科合达蓝光半导体公司营业情况 单位：万元



数据来源：公司公告；安信证券研究中心

### 4. 盈利预测

总体来说，公司主要业绩看点仍然在于发售电业务，业绩增长主要来自于（1）**代购电厂**：2012 年可从代建电厂购买低成本电；（2）**募投项目投产**：2013 年的募投项目 2 × 30 万千瓦机组的投产。

我们主要基于以下几个假设条件进行盈利预测：

- （1）公司销售电价与 2011 年持平；
- （2）公司从代建电站买电成本为不超过 0.25 元/千瓦时（含税），2012 年从代建电站购买电量 38.5 亿千瓦时，之后每年为 42.9 亿千瓦时；
- （3）公司本次募投项目于 2013 年 3 季度投产，2013 年发电量 10 亿千瓦时，之后每年为 40.2 亿千瓦时，具体成本遵循之前所做假设；本次募投工作于 2012 年内完成；
- （4）公司从 2013 年起不再向国网进行大量购电，自发电及外购电站提供电量可满足下游需求；
- （5）新电站建成后公司西热电一厂和东热电厂相应关停。

我们预计公司 2012 年-2014 年 EPS 分别为 0.44 元、0.61 元和 1.03 元，对应 PE 分别为：18 倍、13 倍和 8 倍，给予公司“增持-A”投资评级，6 个月目标价 11 元。

## 5. 风险提示

- (1) 煤炭价格大幅上涨;
- (2) 非公开增发不能按期执行
- (3) 电量需求大幅下降
- (4) 利用小时下降等

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间			2012-03-29
						财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>利润表</b>						<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	
营业收入	1,880.0	2,398.5	3,392.9	3,664.1	4,642.0	成长性					
减: 营业成本	1,270.9	1,650.7	2,473.8	2,437.9	2,809.1	营业收入增长率	14.0%	27.6%	41.5%	8.0%	26.7%
营业税费	37.4	65.6	71.3	73.3	92.8	营业利润增长率	88.0%	203.8%	-13.4%	39.6%	69.5%
销售费用	32.3	28.7	30.5	33.0	37.1	净利润增长率	76.8%	174.4%	1.0%	37.8%	67.8%
管理费用	173.6	241.4	281.9	343.3	397.6	EBITDA 增长率	17.1%	65.8%	-30.3%	43.7%	56.9%
财务费用	119.2	135.0	29.5	89.1	172.0	EBIT 增长率	37.2%	126.6%	-26.5%	49.4%	72.3%
资产减值损失	70.8	68.7	52.7	52.7	52.7	NOPLAT 增长率	39.9%	92.6%	-20.4%	46.3%	70.5%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-6.0%	35.1%	60.9%	15.7%	6.6%
投资和汇兑收益	-0.8	323.0	7.2	7.9	8.7	净资产增长率	5.0%	13.9%	94.3%	8.5%	13.1%
<b>营业利润</b>	<b>174.9</b>	<b>531.4</b>	<b>460.3</b>	<b>642.8</b>	<b>1,089.2</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	23.9	15.8	14.1	11.1	7.7	毛利率	32.4%	31.2%	27.1%	33.5%	39.5%
<b>利润总额</b>	<b>198.8</b>	<b>547.2</b>	<b>474.5</b>	<b>653.8</b>	<b>1,096.9</b>	营业利润率	9.3%	22.2%	13.6%	17.5%	23.5%
减: 所得税	40.4	147.7	71.2	98.1	164.5	净利润率	7.7%	16.6%	11.9%	15.2%	20.1%
<b>净利润</b>	<b>145.4</b>	<b>399.1</b>	<b>402.9</b>	<b>555.1</b>	<b>931.4</b>	EBITDA/营业收入	30.2%	39.2%	19.3%	25.7%	31.8%
<b>资产负债表</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	EBIT/营业收入	15.6%	27.8%	14.4%	20.0%	27.2%
货币资金	813.9	1,033.1	690.1	464.1	445.3	<b>运营效率</b>					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	655	485	411	502	432
应收帐款	445.3	1,222.2	1,728.9	1,867.1	2,365.4	流动营业资本周转天数	-123	6	136	189	177
应收票据	133.8	64.6	91.4	98.7	125.0	流动资产周转天数	489	481	357	345	292
预付帐款	581.0	508.5	508.5	508.5	508.5	应收帐款周转天数	30	34	36	41	38
存货	1,255.8	351.1	537.7	529.9	610.6	存货周转天数	210	123	48	52	44
其他流动资产	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	总资产周转天数	1,365	1,142	901	976	828
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	657	587	622	766	670
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	215.1	211.9	211.9	211.9	211.9	ROE	7.6%	16.9%	8.8%	11.2%	16.6%
投资性房地产	17.8	2.6	2.6	2.6	2.6	ROA	2.1%	5.3%	4.2%	5.4%	8.5%
固定资产	3,351.8	3,106.6	4,634.1	5,593.0	5,545.7	ROIC	7.8%	16.1%	9.5%	8.6%	12.7%
在建工程	522.9	638.7	744.7	749.4	806.6	<b>费用率</b>					
无形资产	50.1	52.6	52.6	52.6	52.6	销售费用率	1.7%	1.2%	0.9%	0.9%	0.8%
其他非流动资产	332.5	297.2	297.2	297.2	297.2	管理费用率	9.2%	10.1%	8.3%	9.4%	8.6%
<b>资产总额</b>	<b>7,721.1</b>	<b>7,490.2</b>	<b>9,500.7</b>	<b>10,376.1</b>	<b>10,972.3</b>	财务费用率	6.3%	5.6%	0.9%	2.4%	3.7%
短期债务	50.0	830.0	800.0	1,200.0	1,000.0	三费/营业收入	17.3%	16.9%	10.1%	12.7%	13.1%
应付帐款	976.1	637.2	954.9	941.0	1,084.3	<b>偿债能力</b>					
应付票据	359.2	302.6	-	-	-	资产负债率	73.1%	68.5%	51.7%	52.0%	48.7%
其他流动负债	1,723.0	470.8	470.8	470.8	470.8	负债权益比	272.2%	217.0%	107.0%	108.4%	94.8%
长期借款	1,759.1	1,897.7	1,822.7	1,922.7	1,922.7	流动比率	1.04	1.30	1.54	1.29	1.54
其他非流动负债	770.7	784.9	784.9	784.9	784.9	速动比率	0.63	1.15	1.31	1.09	1.31
<b>负债总额</b>	<b>5,646.5</b>	<b>5,127.5</b>	<b>4,910.5</b>	<b>5,396.7</b>	<b>5,340.0</b>	利息保障倍数	2.47	4.94	16.60	8.22	7.33
<b>少数股东权益</b>	<b>120.1</b>	<b>115.6</b>	<b>116.0</b>	<b>116.6</b>	<b>117.6</b>	<b>分红指标</b>					
股本	655.7	655.7	905.7	905.7	905.7	DPS(元)	0.08	0.19	0.13	0.18	0.31
留存收益	1,298.8	1,591.5	3,568.5	3,957.1	4,609.1	分红比率	36.1%	30.8%	30.0%	30.0%	30.0%
<b>股东权益</b>	<b>2,074.6</b>	<b>2,362.8</b>	<b>4,590.2</b>	<b>4,979.4</b>	<b>5,632.4</b>	股息收益率	1.0%	2.4%	1.7%	2.3%	3.9%
<b>现金流量表</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
净利润	158.4	399.5	403.3	555.7	932.4	EPS(元)	0.22	0.61	0.44	0.61	1.03
加: 折旧和摊销	277.8	279.1	165.9	210.2	216.5	BVPS(元)	3.16	3.60	5.07	5.50	6.22
资产减值准备	70.8	68.7	52.7	52.7	52.7	PE(X)	35.8	13.1	17.9	13.0	7.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.5	2.2	1.6	1.4	1.3
财务费用	128.1	124.6	140.7	29.5	89.1	P/FCF	16.4	14.8	-3.0	-88.1	39.7
投资收益	0.8	-323.0	-7.2	-7.9	-8.7	P/S	2.8	2.2	2.1	2.0	1.6
少数股东损益	12.9	0.4	0.4	0.6	1.0	EV/EBITDA	11.6	7.9	15.2	11.4	7.2
营运资金的变动	241.4	-910.1	-697.3	-151.5	-462.0	CAGR(%)	52.0%	32.6%	32.7%	-100.0%	-100.0%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>842.9</b>	<b>-312.2</b>	<b>-52.6</b>	<b>748.9</b>	<b>903.9</b>	PEG	0.7	0.4	0.5	-0.1	-0.1
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-529.0</b>	<b>-356.0</b>	<b>-1,704.8</b>	<b>-1,162.5</b>	<b>-214.1</b>	ROIC/WACC	0.8	1.7	1.0	0.9	1.3
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-178.9</b>	<b>918.7</b>	<b>1,689.6</b>	<b>244.4</b>	<b>-651.4</b>	REP	2.4	1.0	1.4	1.4	0.9

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

## 分析师简介

张龙，电力行业首席分析师，毕业于清华大学，工学硕士，2003年开始证券行业研究，2007年4月加盟安信证券研究中心。新财富2007年最佳分析师“电力及公用事业”行业第三名。

## 分析师声明

张龙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

### 风险评级:

- A— 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## 销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
马正南	北京联系人	潘冬亮	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

## 安信证券研究中心

### 深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层  
邮编: 518026

### 上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层  
邮编: 200123

### 北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层  
邮编: 100034