

# 广州控股 (600098.SH) 火电行业

评级: 买入 维持评级

公司研究简报

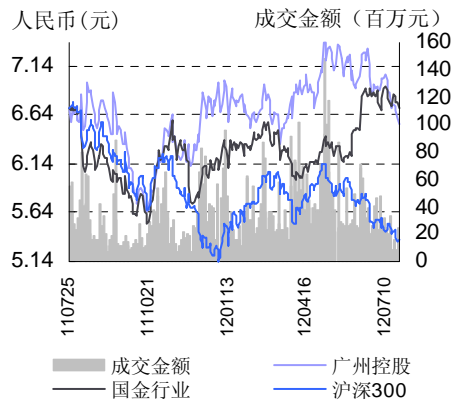
市价(人民币): 6.55元

## 低估, 等待价值重估

长期竞争力评级: 高于行业均值

### 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	2,059.20
总市值(百万元)	179.62
年内股价最高最低(元)	7.38/5.65
沪深 300 指数	2375.99
上证指数	2146.59



### 相关报告

1. 《注入广州燃气, 迎来发展向上的拐点》, 2012.5.4

### 电力、煤气及水等公用事业

**赵乾明** 分析师 SAC 执业编号: S1130511030017  
(8621)61038263  
zhaqmq@gjzq.com.cn

**邬煜** 联系人  
(8621)61038200  
wuyu@gjzq.com.cn

### 公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.362	0.186	0.406	0.682	0.906
每股净资产(元)	4.47	4.44	5.13	5.61	6.31
每股经营性现金流(元)	0.37	0.26	0.72	1.01	1.26
市盈率(倍)	23.06	37.06	16.13	9.61	7.23
行业优化市盈率(倍)	15.60	13.47	13.47	13.47	13.47
净利润增长率(%)	5.05%	-48.55%	190.01%	67.89%	32.92%
净资产收益率(%)	8.11%	4.20%	7.92%	12.16%	14.35%
总股本(百万股)	2,059.20	2,059.20	2,742.22	2,742.22	2,742.22

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

- **目前股价低估:** 按 7 月 24 日收盘价 6.55 元计算, 公司市值 179.62 亿元; 这一市值严重低估了公司现有的电力业务和燃气分销业务。
  - ◆ **电力业务被低估:** 二季度煤价超预期加速下跌, 同时广东地区电量下降有限, 公司电力业务在今年下半年和明年的盈利能力大幅回升, 但股价并没有反应这一有利变化。
  - ◆ **燃气业务被低估:** 近 3 年公司股价波动中枢 6-7 元/股, 对应市值 123.6-144.1 亿元 (未摊薄前股本计算), 这可看作公司非燃气业务的市值; 截至 7 月 24 日, 深圳燃气市值 162.20 亿元, 公司市值仅比深圳燃气高 17.42 亿元, **对比深圳燃气, 广州深圳经济体量与人口规模类似, 当前和远期供气量目标都处于同一水平, 而目前市值下相当于广州燃气市值为 35-56 亿元, 明显低估。**
- **低估原因分析:** 1、多元化业务影响了估值, 市场更为侧重选择业绩弹性最大的投资标的; 2、在整个经济和整体市场走势不明朗的环境下, 投资机构的投资周期短期化, 更为关注个股的短期催化剂; 3、由于燃气分销行业对于 A 股市场是个新兴行业 (缺乏足够的代表性标的, 不象 H 股标的众多), 二级市场投资者对新增气源可以推动燃气分销商享受阶段性高增长的逻辑存有疑虑, 更愿意等待真实的供气量和利润数据来证实。
- **1 年内推动价值重估回归驱动力强:** 未来 12 个月内, 我们判断公司将迎来事件性和业绩这 2 方面的因素, 打消 A 股市场投资者对公司估值和价值的疑虑, 推动股价向价值重估方向回归。

### 盈利预测、估值和投资建议

- 根据煤价变化情况, 我们修改了 2013-2014 年煤价的假设, 预测公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.406 元、0.682 元和 0.906 元; 其中燃气业务 EPS 分别为 0.11 元、0.23 元和 0.41 元。
- 采用分部估值法, 给予目标价 10.50~11.88 元, 建议买入。

## 内容目录

价值低估：引发股价下跌因素已消失，目前市值严重低估 .....	3
近期引发股价下跌的 2 个因素已消失 .....	3
目前公司电力业务和燃气业务都被低估 .....	3
从盈利预测和历史市值角度看公司被低估程度 .....	3
价值重估：1 年内 2 方面因素推动公司价值回归 .....	4
目前，公司是燃气分销“量价齐升”逻辑下最好的投资标的 .....	4
对低估原因的分析 .....	4
对公司股价价值回归驱动力的分析 .....	5
投资建议 .....	5
附注：盈利预测假设 .....	5
附录：三张报表预测摘要 .....	8

## 图表目录

图表 1：广州控股近三年价格中枢为 6-7 元/股 .....	3
图表 2：广州控股近三年市值中枢为 125-145 亿元 .....	3
图表 3：利用小时预测 .....	5
图表 4：电价假设 .....	5
图表 5：煤价预测 .....	6
图表 6：煤炭销售业务盈利预测 .....	6
图表 7：东周窑预测 .....	6
图表 8：广州燃气盈利预测 .....	7

## 价值低估：引发股价下跌因素已消失，目前市值严重低估

### 近期引发股价下跌的 2 个因素已消失

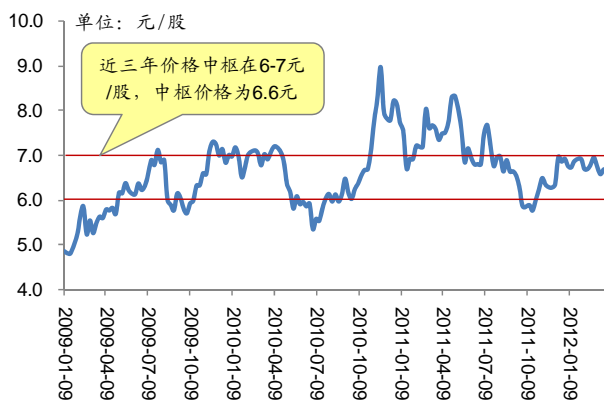
- 近期广州控股股价下跌，我们分析认为有 2 个原因：
  - ◆ 中证指数有限公司决定于 7 月 2 日 调整沪深 300、中证 100、中证香港 100 等指数样本股，其中沪深 300 指数更换 18 只股票，**广州控股被调出沪深 300 指数样本股，引发指数基金被动调整带来的抛盘。**
  - ◆ 7 月 4 日，公司公告非公开发行结束，有长江电力、华宝投资、龙净环保、易方达基金、广发基金、太平洋保险、南方基金、鹏华基金和广东粤财投资控股这些机构认购；其中**原持股机构具有在二级市场抛出原有持股、用认购增发股票代替的套利动机。**
- 截至 7 月 24 日，广州控股收盘价 6.55 元，仅比增发价 6.42 元高 2%，套利空间消失；且距离沪深 300 指数调整已过去近 20 个交易日，指数基金被动调仓按交易时间算应该已经结束。引发公司股价 7 月下跌的 2 个因素已经消失。

### 目前公司电力业务和燃气业务都被低估

- 按 7 月 24 日收盘价 6.55 元计算，公司市值 179.62 亿元；这一市值严重低估了公司现有的电力业务和燃气分销业务。
  - ◆ 电力业务被低估：与 5 月 4 日我们撰写广州控股研究报告时相比，煤价超预期加速下跌，同时广东地区电量下降有限，**公司电力业务在今年下半年和明年的盈利能力大幅回升，但股价并没有反应这一有利变化。**
  - ◆ 燃气业务被低估：2009-2011 年广州控股股价波动中枢在 6-7 元/股，对应市值 123.6-144.1 亿元（未摊薄前股本计算），这可看作公司非燃气业务的衡量市值；截至 7 月 24 日，深圳燃气市值 162.20 亿元，广州控股市值仅比深圳燃气高 17.42 亿元，**对比深圳燃气，广州和深圳经济体量与人口规模类似，当前和远期供气量目标来比较都处于同一水平，而目前市值相当于广州燃气市值为 35-56 亿元，明显低估。**

2012 年 1-6 月，广东省利用小时 2431，同比下降 68、2.7%，低于全国 4% 的降幅。

图表1：广州控股近三年价格中枢为 6-7 元/股



图表2：广州控股近三年市值中枢为 125-145 亿元



来源：同花顺，国金证券研究所

### 从盈利预测和历史市值角度看公司被低估程度

- 根据煤价变化情况，我们修改了 2013-2014 年煤价的假设，预测公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.406 元、0.682 元和 0.906 元；其中电力业务 EPS 分别为 0.29 元、0.39 元和 0.42 元，燃气业务 EPS 分别为 0.11 元、0.23 元和 0.41 元。

- 这一盈利水平对应的估值水平为 16x12PE、9x13PE 和 7x14PE；按一季报 4.495 元的每股净资产为基数，不考虑分红计算的 2012-2013 年 PB 分别为 1.34x12PB 和 1.17x13PB。

### 价值重估：1 年内 2 方面因素推动公司价值回归

对天然气分销行业投资逻辑的阐述敬请参阅我们的报告《国金油气产业链专题分析之五-量价齐升的投资机会》

目前，公司是燃气分销“量价齐升”逻辑下最好的投资标的

- 我们重申对于天然气分销行业的投资逻辑：**中国燃气分销商正面临一个为期三年左右，“量价齐升”带来的投资机会。**

#### ◆ 量升：

- 1) 天然气凭借其相对于汽柴油、LPG 等的价差优势以及环保优势（PM2.5 成为东部地区普及天然气的新动力），在国内具有强大的潜在消费需求。
- 2) 之前由于国内大部分天然气以及长输管网未投产，导致华北、华东、华南等区域没有足够的、低成本的管道气供应（含中亚、缅甸气等），这些地区的天然气消费需求被抑制。
- 3) 11-13 年，随着陕京三线、西气东输二线、中缅油气管线等投产，能稳定大量供应的中亚气、中东 LNG 等能够进入消费区域，这些区域天然气分销商销量将持续极大增长。

#### ◆ 价升：

- 1) 目前中国东部区域呈天然气供不应求的状态，在地方政府优先保障民用的限制下，现在存量供应中有不小比例卖给居民用户。
- 2) 居民用户用气量增长有限，相反在优先保障居民用气供应的政策下，工商业等非居民用气的消费被抑制程度最高，新增天然气供应大多数将用于非居民用气领域。
- 3) 不管在中国哪个城市，非居民用气价格都大幅高于居民用气价格；因此，随着新增气源大部分卖给非居民用户，天然气分销商售气的综合价差将会扩大。
- 4) 地方政府出于环保压力（PM2.5），开始了 LNG 公交车、CNG 出租车和天然气发电渗透率提高的进程，这给天然气分销商扩大价差增加了机会。

- 沿着未来 2-3 年有明显量价齐升趋势的角度出发，我们认为公司最为符合该趋势：**西二线带来增量气源，广州燃气集团工业气占比远低于全国平均水平；并且当前股价和市值完全没有反应燃气业务的价值。**

### 对低估原因的分析

- 在我们的前期推荐中，上述“量价齐升”逻辑为市场所认可；那为什么在煤价加速下跌、电力股上涨时公司电力业务被市场忽视？为什么燃气业务量价齐升逻辑得到市场认可仍不反应到股价？

- 我们分析认为原因如下：

- ◆ 多元化业务影响了估值，在煤价下跌时、或者燃气分销量上涨时，市场更为侧重选择业绩弹性最大的投资标的。
- ◆ 在整个经济和整体市场走势不明朗的环境下，投资机构的投资周期短期化，更为关注个股的短期催化剂，而公司作为公用事业股，从盈利模式和行业属性上看，缺乏催化因素。
- ◆ 燃气分销行业对于 A 股市场是个新兴行业（缺乏足够的代表性标的，不象 H 股标的众多），二级市场投资者由于对该领域盈利特性的不了解，使得他们在看到燃气分销的公用事业属性后，对新增气源可以推动燃气分销商享受阶段性高增长的逻辑存有疑虑，更愿意等待真实的供气量和利润数据来证实。

### 对公司股价价值回归驱动力的分析

- 我们判断：未来 12 个月内，公司将迎来 2 方面的因素，打消上述 A 股市场投资者对公司估值和价值的疑虑，推动股价向价值重估方向回归。
  - ◆ 事件性刺激：西气东输二线气源价格高于大鹏气的事实、公司垄断广州需要找到足够气源气化广州的任务等，都将推动管理层多方出击，从气源和价格角度去为广州提供清洁能源做贡献。
  - ◆ 业绩的证明：煤价下跌对发电业务盈利的影响将在今年下半年开始显现，同时由于今年西二线新增气源供应，公司今年开拓新天然气用户的努力，会在今年底有一个累积的成果显现，届时这 2 个因素都会反应在今年的年报业绩和市场对明年公司一致预期盈利预测的提高上。

### 投资建议

- 采用分部估值法，给予目标价 10.50~11.88 元，建议买入。
  - ◆ 经过我们拆分测算，考虑定增股本摊薄后，公司现有业务 12-14 年 EPS 为 0.30、0.45 和 0.49 元，燃气业务 12-14 年 EPS 为 0.11、0.23 和 0.41 元。
  - ◆ 现有业务为传统地方公用事业商（以火电为主），参照行业内典型火电公司的 PE 估值水平，给予 15x12PE 和 10x13PE，估值结果 4.5 元。
  - ◆ 燃气集团 12-15 年将保持年均复合 35%以上的高增速，因此我们给予燃气业务 25x13PE 和 18x14PE，估值结果 5.75-7.38 元。
  - ◆ 考虑可比公司深圳燃气市值约为 162 亿，按照公司增发后 27 亿股本测算，价格约为 6 元。

### 附注：盈利预测假设

- 公司电力业务盈利预测假设如下：

图表3：利用小时预测

Utilization (小时)	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Zhujiangdianli 珠江电力	0	0	0	0	6223	6327	0	6567	6435	5000	6500
Dongfangdian 东方电力	0	0	0	0	6697	5773	0	5518	5408	5408	5408
Zhujiangranqi 珠江燃气	0	0	0	5721	2560	3195	3263	3403	3335	3335	3335
ShajiaoB 沙角B	7061	7014	6389	6374	6224	5579	6129	6127	6005	6005	6005
Honghaiwan 红海湾	0	0	0	0	5128	5424	5965	5918	5799	5799	5799
Guizhouyueqi 贵州粤黔	0	0	0	0	4641	5245	4831	5599	5487	5487	5487
Foshanhenyi 佛山恒益	0	0	0	0	6108	6058	0	4327	5000	5000	5000
Zhongdianlixir 中电荔新									3000	5500	5500
Guizhouduyun 贵州都匀									2500	5000	5000

来源：国金证券研究所

图表4：电价假设

Tariff (元/千瓦时)	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Zhujiangdianli 珠江电力	0.3265	0.3978	0.4113	0.4334	0.4547	0.4837	0.4782	0.4801	0.5012	0.5012	0.5012
Dongfangdian 东方电力	0.3602	0.4372	0.4507	0.4578	0.4941	0.5231	0.5176	0.5195	0.5406	0.5406	0.5406
Zhujiangranqi 珠江燃气				0.5710	0.5710	0.5710	0.5710	0.5394	0.5330	0.5330	0.5330
ShajiaoB 沙角B	0.3185	0.3884	0.4019	0.4240	0.4453	0.4743	0.4688	0.4707	0.4918	0.4918	0.4918
Honghaiwan 红海湾					0.4745	0.5035	0.4980	0.5000	0.5131	0.5131	0.5131
Guizhouyueqi 贵州粤黔				0.3209	0.3209	0.3209	0.3209	0.3458	0.3825	0.3825	0.3825
Foshanhenyi 佛山恒益					0.5690	0.5980	0.5907	0.5925	0.5925	0.5925	0.5925
Zhongdianlixir 中电荔新								0.5060	0.5060	0.5060	0.5060
Guizhouduyun 贵州都匀									0.3825	0.3825	0.3825

来源：国金证券研究所

图表5: 煤价预测

Coal Price (含税) (元/吨)	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Zhujiangdianli 珠江电力					1000.00	800.00	850.00	990.66	960.94	932.11	932.11
Dongfangdian 东方电力					950.00	850.00	850.00	990.66	960.94	932.11	932.11
Zhujiangranqi 珠江燃气											
ShajiaoB 沙角B					950.00	850.00	950.00	980.00	950.60	922.08	922.08
Honghaiwan 红海湾					830.00	850.00	850.00	1100.00	1067.00	1034.99	1034.99
Guizhouyueqie 贵州粤黔					700.00	600.00	580.00	680.00	659.60	639.81	639.81
Foshanhenyi 佛山恒益					850.00	850.00	850.00	950.00	921.50	893.86	893.86
Zhongdianlixir 中电荔新									920.00	892.40	892.40
Guizhouduyun 贵州都匀									600.00	582.00	582.00

来源: 国金证券研究所

■ 公司煤炭业务盈利预测:

图表6: 煤炭销售业务盈利预测

项目	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>煤炭销售业务</b>									
权益 (%)	65.00%	65.00%	65.00%	65.00%	65.00%	65.00%	65.00%	65.00%	65.00%
煤炭销售量 (万吨)	375.48	560.11	591.21	625.34	718.88	784.48	823.70	848.42	873.87
YOY (%)	-2.07%	52.12%	5.55%	5.77%	14.96%	9.13%	5.00%	3.00%	3.00%
吨煤炭销售单价 (元/吨)	471.97	519.55	679.32	508.07	622.94	691.29	620.00	620.00	620.00
煤炭销售收入 (百万元)	1772.16	2910.05	4016.21	3177.18	4478.19	5423.05	5106.96	5260.17	5417.98
吨煤炭销售成本 (元/吨)	437.08	468.35	629.68	480.65	569.57	652.08	590.00	590.00	590.00
煤炭销售成本 (百万元)	1641.14	2623.25	3722.74	3005.68	4094.49	5115.44	4859.85	5005.65	5155.82
吨煤炭销售净利润 (元/吨)	19.07	25.12	29.71	17.21	27.57	17.00	12.00	12.00	12.00
煤炭销售净利润 (百万元)	71.59	140.70	175.64	107.64	198.22	133.34	98.84	101.81	104.86
归属母公司净利润 (百万元)	46.53	91.46	114.17	69.96	128.84	86.67	64.25	66.18	68.16
贡献EPS (摊薄后)	0.02	0.04	0.05	0.03	0.06	0.04	0.02	0.02	0.03
<b>经营收入 (百万元)</b>	<b>1772.16</b>	<b>2910.05</b>	<b>4016.21</b>	<b>3177.18</b>	<b>4478.19</b>	<b>5423.05</b>	<b>5106.96</b>	<b>5260.17</b>	<b>5417.98</b>
<b>经营成本 (百万元)</b>	<b>1641.14</b>	<b>2623.25</b>	<b>3722.74</b>	<b>3005.68</b>	<b>4094.49</b>	<b>5115.44</b>	<b>4859.85</b>	<b>5005.65</b>	<b>5155.82</b>
<b>毛利率 (%)</b>	<b>7.39%</b>	<b>9.86%</b>	<b>7.31%</b>	<b>5.40%</b>	<b>8.57%</b>	<b>5.67%</b>	<b>4.84%</b>	<b>4.84%</b>	<b>4.84%</b>

来源: 国金证券研究所

图表7: 东周密预测

项目	2012	2013	2014
<b>东周密煤炭项目</b>			
权益 (%)	30.00%	30.00%	30.00%
产能 (万吨/年)	1000.00	1000.00	1000.00
煤炭产量 (万吨/年)	600.00	930.00	1000.00
煤炭销售量 (万吨)	600.00	930.00	1000.00
吨煤炭销售单价 (元/吨)	620.00	620.00	620.00
煤炭销售收入 (百万元)	3720.00	5766.00	6200.00
吨煤炭销售净利润 (元/吨)	50.00	50.00	50.00
煤炭销售净利润 (百万元)	300.00	465.00	500.00
归属于母公司净利润 (百万元)	90.00	139.50	150.00
贡献EPS (摊薄后)	0.03	0.05	0.06
<b>经营收入 (百万元)</b>	<b>1116.00</b>	<b>1729.80</b>	<b>1860.00</b>
<b>经营成本 (百万元)</b>	<b>781.20</b>	<b>1210.86</b>	<b>1302.00</b>
<b>毛利率 (%)</b>	<b>30.00%</b>	<b>30.00%</b>	<b>30.00%</b>

来源: 国金证券研究所

■ 公司燃气业务盈利预测假设如下:

图表8: 广州燃气盈利预测

项目	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	
<b>Revenue</b>				<b>1,756.03</b>	<b>2,549.79</b>	<b>4,656.72</b>	<b>7,923.42</b>
供气量							
<b>天然气 (亿立方米)</b>	<b>5.60</b>	<b>6.09</b>	<b>8.21</b>	<b>14.04</b>	<b>23.30</b>		
居民用户		1.40	1.70	1.90	2.10		
公福用户		0.50	0.54	0.55	0.57		
商业用户		1.20	1.46	2.00	2.60		
工业用户		0.20	1.00	3.50	6.00		
分销用户		1.48	2.20	3.50	4.50		
直供用户		1.31	1.31	1.31	1.31		
分布式能源用户				1.28	6.23		
西村项目				0.54	4.29		
从化项目				0.74	0.99		
广药白云基地					0.34		
白云机场					0.61		
花都空港经济区							
广州南站							
花都汽车城							
含税单价							
<b>天然气 (元/立方米)</b>							
居民用户		3.45	3.45	3.45	3.45		
公福用户		3.70	3.70	3.70	3.70		
商业用户		4.85	4.85	4.85	4.85		
工业用户		4.85	4.85	4.50	4.50		
分销用户		2.35	2.35	2.35	2.35		
直供用户		2.21	2.21	2.21	2.21		
分布式能源用户		3.70	3.70	3.70	3.70		
含税收入 (百万元)	1984.31	2881.26	5262.10	8953.47			
税后收入 (百万元)	<b>1756.03</b>	<b>2549.79</b>	<b>4656.72</b>	<b>7923.42</b>			
<b>Cost</b>				<b>1,371.25</b>	<b>1,942.30</b>	<b>3,569.65</b>	<b>6,123.33</b>
购气成本 (百万元)	<b>1,019.25</b>	<b>1,505.20</b>	<b>3,102.07</b>	<b>5,637.37</b>			
<b>天然气</b>							
气损率(%)		3.00%	3.00%	3.00%	3.00%		
供气量 (亿立方米)		6.09	8.21	14.04	23.30		
购气量 (亿立方米)		6.28	8.46	14.47	24.02		
其中: 中石油供气量			2.88	7.90	13.44		
大鹏购气量		5.58	5.58	5.58	5.58		
珠海LNG购气量				1.00	5.00		
现货气购气量		0.70					
中石油单位购气成本 (元/立方米)		3.0000	3.0000	3.0000	3.0000		
其中: 购气单价		2.7400	2.7400	2.7400	2.7400		
管输费		0.2600	0.2600	0.2600	0.2600		
大鹏气单位成本 (元/立方米)		1.5000	1.5000	1.5000	1.5000		
珠海LNG单位成本 (元/立方米)				3.0000	3.0000		
现货气单位成本 (元/立方米)		4.5000	4.5000	4.5000	4.5000		
不含税天然气购气成本 (百万元)	<b>1,019.25</b>	<b>1,505.20</b>	<b>3,102.07</b>	<b>5,637.37</b>			
天然气购气款	1,151.75	1,625.99	3,300.06	6,020.66			
天然气中游管输费	0.00	74.89	205.28	349.57			
Depreciation (百万元)	200.00	277.50	300.00	310.00			
Staff Cost (百万元)	152.00	159.60	167.58	175.96			
New Added Fixed Assets			1,550.00	450.00	200.00		
Fix Assets	4,000.00	5,550.00	6,000.00	6,200.00			
Depreciation Rate(%)	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%			
<b>Gross profit margin</b>				<b>21.91%</b>	<b>23.83%</b>	<b>23.34%</b>	<b>22.72%</b>

来源: 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>主营业务收入</b>	<b>7,567</b>	<b>8,859</b>	<b>10,818</b>	<b>15,497</b>	<b>20,043</b>	<b>24,435</b>	货币资金	2,205	1,917	2,854	1,000	2,040	4,539
增长率	17.1%	22.1%	43.3%	29.3%	21.9%		应收款项	679	975	1,173	1,683	2,177	2,654
<b>主营业务成本</b>	<b>-6,164</b>	<b>-7,386</b>	<b>-9,664</b>	<b>-12,859</b>	<b>-16,300</b>	<b>-19,718</b>	存货	328	608	672	775	982	1,189
%销售收入	81.5%	83.4%	89.3%	83.0%	81.3%	80.7%	其他流动资产	71	125	217	388	491	594
<b>毛利</b>	<b>1,403</b>	<b>1,473</b>	<b>1,154</b>	<b>2,638</b>	<b>3,742</b>	<b>4,716</b>	流动资产	3,283	3,625	4,916	3,846	5,690	8,976
%销售收入	18.5%	16.6%	10.7%	17.0%	18.7%	19.3%	%总资产	21.3%	20.9%	23.9%	15.9%	21.9%	31.1%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-20</b>	<b>-23</b>	<b>-55</b>	<b>-77</b>	<b>-100</b>	<b>-122</b>	长期投资	4,684	4,568	5,123	5,124	5,123	5,123
%销售收入	0.3%	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	7,166	8,760	10,174	15,023	14,871	14,492
<b>营业费用</b>	<b>-14</b>	<b>-17</b>	<b>-24</b>	<b>-31</b>	<b>-40</b>	<b>-49</b>	%总资产	46.5%	50.6%	49.4%	62.0%	57.3%	50.2%
%销售收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	无形资产	215	266	254	253	259	265
<b>管理费用</b>	<b>-239</b>	<b>-196</b>	<b>-237</b>	<b>-341</b>	<b>-501</b>	<b>-611</b>	非流动资产	12,143	13,684	15,673	20,401	20,255	19,882
%销售收入	3.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.5%	2.5%	%总资产	78.7%	79.1%	76.1%	84.1%	78.1%	68.9%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>1,130</b>	<b>1,238</b>	<b>838</b>	<b>2,189</b>	<b>3,101</b>	<b>3,935</b>	<b>资产总计</b>	<b>15,426</b>	<b>17,310</b>	<b>20,588</b>	<b>24,248</b>	<b>25,945</b>	<b>28,857</b>
%销售收入	14.9%	14.0%	7.7%	14.1%	15.5%	16.1%	短期借款	1,172	1,314	2,745	521	0	0
<b>财务费用</b>	<b>-133</b>	<b>-108</b>	<b>-178</b>	<b>-557</b>	<b>-326</b>	<b>-243</b>	应付款项	720	712	774	1,020	1,296	1,568
%销售收入	1.8%	1.2%	1.6%	3.6%	1.6%	1.0%	其他流动负债	266	129	174	659	690	720
<b>资产减值损失</b>	<b>-1</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	流动负债	2,158	2,155	3,693	2,201	1,986	2,289
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	长期贷款	2,389	3,177	4,791	4,791	4,791	4,792
<b>投资收益</b>	<b>267</b>	<b>176</b>	<b>80</b>	<b>353</b>	<b>502</b>	<b>511</b>	其他长期负债	211	200	181	0	0	0
%税前利润	21.4%	12.9%	9.9%	17.3%	15.3%	12.2%	<b>负债</b>	<b>4,758</b>	<b>5,532</b>	<b>8,666</b>	<b>6,992</b>	<b>6,777</b>	<b>7,081</b>
<b>营业利润</b>	<b>1,263</b>	<b>1,307</b>	<b>740</b>	<b>1,985</b>	<b>3,276</b>	<b>4,204</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>8,862</b>	<b>9,206</b>	<b>9,144</b>	<b>14,057</b>	<b>15,378</b>	<b>17,315</b>
营业利润率	16.7%	14.7%	6.8%	12.8%	16.3%	17.2%	少数股东权益	1,806	2,571	2,779	3,199	3,790	4,462
<b>营业外收支</b>	<b>-14</b>	<b>58</b>	<b>63</b>	<b>60</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>15,426</b>	<b>17,310</b>	<b>20,588</b>	<b>24,248</b>	<b>25,945</b>	<b>28,857</b>
<b>税前利润</b>	<b>1,249</b>	<b>1,364</b>	<b>803</b>	<b>2,045</b>	<b>3,281</b>	<b>4,209</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	16.5%	15.4%	7.4%	13.2%	16.4%	17.2%		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>所得税</b>	<b>-229</b>	<b>-295</b>	<b>-196</b>	<b>-511</b>	<b>-820</b>	<b>-1,052</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	18.3%	21.7%	24.5%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	0.345	0.362	0.186	0.406	0.682	0.906
<b>净利润</b>	<b>1,020</b>	<b>1,069</b>	<b>606</b>	<b>1,534</b>	<b>2,461</b>	<b>3,156</b>	每股净资产	4.304	4.471	4.440	5.126	5.608	6.314
<b>少数股东损益</b>	<b>310</b>	<b>322</b>	<b>222</b>	<b>420</b>	<b>592</b>	<b>671</b>	每股经营现金净流	0.831	0.372	0.265	0.722	1.009	1.257
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>710</b>	<b>746</b>	<b>384</b>	<b>1,114</b>	<b>1,870</b>	<b>2,485</b>	每股股利	0.180	0.200	0.000	0.200	0.200	0.200
净利率	9.4%	8.4%	3.5%	7.2%	9.3%	10.2%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	8.02%	8.11%	4.20%	7.92%	12.16%	14.35%
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	总资产收益率	4.61%	4.31%	1.87%	4.59%	7.21%	8.61%
<b>净利润</b>	<b>1,020</b>	<b>1,069</b>	<b>606</b>	<b>1,534</b>	<b>2,461</b>	<b>3,156</b>	投入资本收益率	6.43%	5.92%	3.24%	7.27%	9.71%	11.11%
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>增长率</b>						
<b>非现金支出</b>	<b>432</b>	<b>426</b>	<b>506</b>	<b>756</b>	<b>955</b>	<b>983</b>	主营业务收入增长率	-7.78%	17.08%	22.10%	43.26%	29.33%	21.91%
<b>非经营收益</b>	<b>-103</b>	<b>-51</b>	<b>118</b>	<b>173</b>	<b>-151</b>	<b>-210</b>	EBIT增长率	18.94%	9.50%	-32.31%	161.19%	41.69%	26.88%
<b>营运资金变动</b>	<b>383</b>	<b>-665</b>	<b>-671</b>	<b>-482</b>	<b>-498</b>	<b>-483</b>	净利润增长率	96.43%	5.05%	-48.55%	190.01%	67.89%	32.92%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>1,732</b>	<b>779</b>	<b>559</b>	<b>1,981</b>	<b>2,768</b>	<b>3,447</b>	总资产增长率	9.96%	12.21%	18.94%	17.77%	7.00%	11.22%
<b>资本开支</b>	<b>-866</b>	<b>-658</b>	<b>-1,685</b>	<b>-5,496</b>	<b>-804</b>	<b>-605</b>	<b>资产管理能力</b>						
<b>投资</b>	<b>-706</b>	<b>-208</b>	<b>-481</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	应收账款周转天数	33.3	27.1	29.1	30.0	30.0	30.0
<b>其他</b>	<b>442</b>	<b>292</b>	<b>146</b>	<b>353</b>	<b>502</b>	<b>511</b>	存货周转天数	15.1	23.1	24.2	22.0	22.0	22.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-1,130</b>	<b>-574</b>	<b>-2,020</b>	<b>-5,144</b>	<b>-302</b>	<b>-94</b>	应付账款周转天数	25.6	27.5	21.9	23.0	23.0	23.0
<b>股权募资</b>	<b>20</b>	<b>7</b>	<b>188</b>	<b>4,348</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	固定资产周转天数	281.6	243.0	274.5	296.4	221.0	171.1
<b>债权募资</b>	<b>167</b>	<b>289</b>	<b>3,013</b>	<b>-2,320</b>	<b>-521</b>	<b>1</b>	<b>偿债能力</b>						
<b>其他</b>	<b>-551</b>	<b>-777</b>	<b>-789</b>	<b>-719</b>	<b>-904</b>	<b>-855</b>	净负债/股东权益	12.71%	21.85%	39.27%	24.99%	14.35%	1.16%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-364</b>	<b>-480</b>	<b>2,412</b>	<b>1,309</b>	<b>-1,426</b>	<b>-854</b>	EBIT利息保障倍数	8.5	11.5	4.7	3.9	9.5	16.2
<b>现金净流量</b>	<b>239</b>	<b>-275</b>	<b>951</b>	<b>-1,854</b>	<b>1,040</b>	<b>2,500</b>	资产负债率	30.85%	31.96%	42.09%	28.83%	26.12%	24.54%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	1	1	1
增持	0	0	0	3	3
中性	0	0	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0	0	2.00	2.00	2.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2012-05-04	增持	7.07	10.50 ~ 12.42

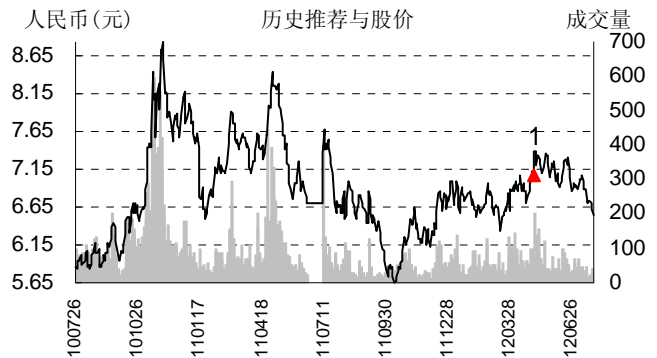
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%；
- 中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以下。

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有, 未经事先书面授权, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“国金证券股份有限公司”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 对由于该等问题产生的一切责任, 国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突, 而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品, 使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下, 国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法, 故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致, 且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用; 非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资, 遭受任何损失, 国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B