

2012年12月28日

天富热电 (600509.SH)

迎来快速成长期

■ **电力业务迎来快速成长:** 公司为石河子地区的发供电一体化企业, 未来几年将步入电力业务的快速成长期, 主要原因在于: (1) 随着高耗能行业向西部的转移, 公司下游电量需求旺盛, 电量目前处于供不应求状态; (2) 代建电站 2×33 万千瓦机组、4×13.5 万千瓦机组、募投项目 2×33 万千瓦机组和处于规划阶段的 2×66 万千瓦机组项目的陆续投产将使得公司低成本电量供应能力快速提升。

■ **燃气业务处于积极布局:** 公司拥有石河子地区天然气特许经营权, 目前积极布局 CNG 加气站和 LNG 加气站, 未来两年天然气业务盈利将翻番式增长, 但考虑到其基数较低, 短期内对公司业绩贡献不大。

■ **投资建议:** 假定公司增发项目于 2013 年完成, 预计公司 2012 年-2014 年 EPS 分别为 0.42 元、0.53 元和 0.83 元, 对应 PE 为 18.7 倍、14.9 倍和 9.5 倍, 维持“增持-A”投资评级, 6 个月目标价 9 元。

■ **风险提示:** 电量需求低于预期; 销售均价大幅下降; 在建工程延后; 增发进度低于预期等;

摘要(百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1,880.0	2,398.5	2,718.6	3,602.8	4,614.0
净利润	145.4	399.1	277.3	480.6	752.2
每股收益(元)	0.22	0.61	0.42	0.53	0.83
每股净资产(元)	3.16	3.60	3.91	5.30	5.90
盈利和估值	2010	2011	2012E	2013E	2014E
市盈率(倍)	35.6	13.0	18.7	14.9	9.5
市净率(倍)	2.5	2.2	2.0	1.5	1.3
净利润率	7.7%	16.6%	10.2%	13.3%	16.3%
净资产收益率	7.6%	16.9%	11.0%	10.3%	14.5%
股息收益率	1.0%	2.4%	1.6%	2.0%	3.2%
ROIC	7.8%	16.1%	8.7%	9.0%	12.2%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

公司分析

证券研究报告

火电

投资评级 **增持-A**

维持评级

6 个月目标价 **9.00 元**

股价 (2012-12-28) **7.91 元**

交易数据

总市值 (百万元)	5,180.00
流通市值 (百万元)	5,180.00
总股本 (百万股)	655.70
流通股本 (百万股)	655.70
12 个月价格区间	6.40/9.29 元
十大股东 (%)	50.85%

股价表现



资料来源: Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-5.30	11.86	-4.90
绝对收益	8.37	20.43	1.15

张龙

首席分析师

SAC 执业证书编号: S1450511020030

zhanglong@essence.com.cn

021-68766113

报告联系人

邵琳琳

021-68763673

shaoll@essence.com.cn

相关报告

天富热电: 业绩环比大幅提升: 天富热电三季度业绩点评 2012-10-22

天富热电: 业绩基本符合预期 看好长期发展: 天富热电半年度业绩点评 2012-08-31

天富热电: 业绩符合预期 看好公司发展: 天富热电一季度报点评 2012-05-02

1. 电力业务盈利能力快速提升

公司 2011 年进行了房地产项目剥离，自此主要利润来自于发售电业务。2011 年发售电业务贡献利润仅为 8000-9000 万元，原因一方面在于下游高耗能行业需求从 2011 年下半年开始增长，上半年需求略有不足，另一方面在于受制于低成本电量供应能力，自有发电能力不足时，超出部分需从国网购买，但国网价格与公司销售价格倒挂，公司不具有积极性来实现供电量高增长。截至 2012 年 9 月份，公司实现净利润约 2 亿元，基本都来自于发售电业务，盈利能力快速上升的主要原因在于下游电量需求强劲和公司低成本电量供应能力的提升。

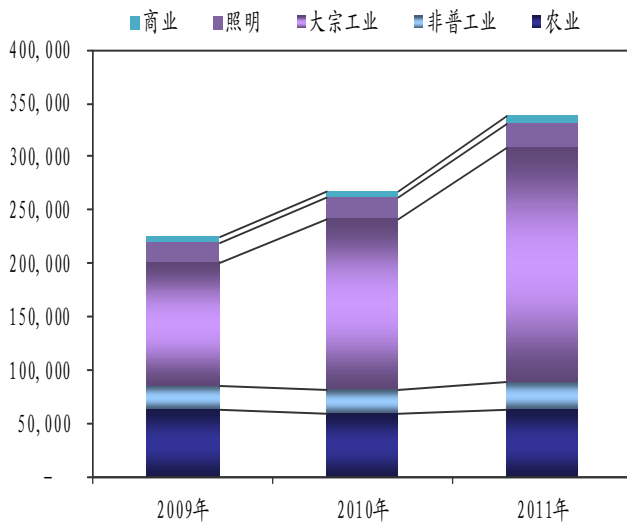
1.1. 下游电量需求旺盛

下游电量需求旺盛：公司为石河子地区发供电一体化企业，初始装机 56.2 万千瓦，其中有 11.5 万千瓦为水电。随着高耗能行业逐步向新疆地区转移，下游电量需求旺盛，公司原有机组发电能力不能满足下游需求。从 2011 年起，公司供电量开始超过发电量，2011 年发电量 35.6 亿千瓦时，外购电约 4 亿千瓦时，供电量 35.5 亿千瓦时，售电量 34.5 亿千瓦时，剔除掉水电利用小时较低的影响，公司火电利用小时已达 6900 小时，自发电已经达到供应上限。

电量增长主要来自于大宗工业：从电量销售细项来看，公司电量主要供应给大宗工业，2010 年-2011 年公司销售电量增长贡献中，大宗工业占到 103%和 82%，大宗工业用电量占公司总电量的比重从 2009 年的 52%上升至 2011 年的 65%，向大宗工业销售所获电量收入占电量销售总收入的比重从 2009 年的 43%上升至 2011 年的 57%。从销售方向来看，公司未来几年的电量增长也将延续此趋势，主要以大宗工业的增长为主。

图 1：公司电量销售

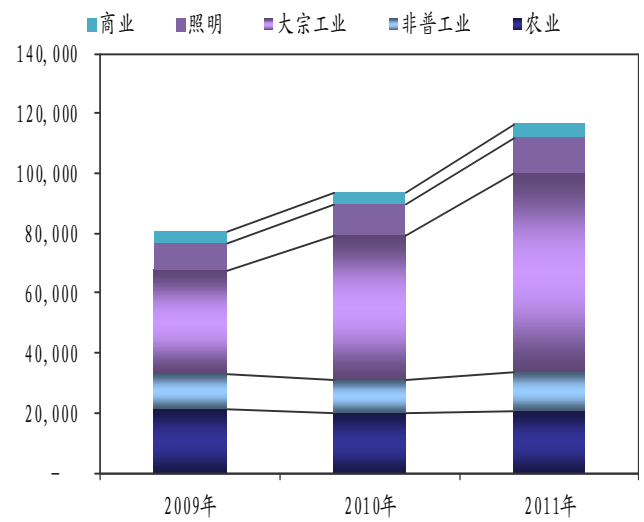
单位：万千瓦时



数据来源：公司公告 安信证券研究中心

图 2：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

随着石河子地区高耗能企业的逐步落户，未来几年下游电量需求将持续旺盛。根据近期天富电网报装大用户情况统计表，考虑到石河子地区目前的主要装机水平和在建工程项目，未来几年公司利用小时仍将持续高位。

表 1：近期天富电网报装大用户情况统计表

所属区域	客户名称	产品及产能	报装容量或负荷	预计年用电量(亿千)	预计投产时间	预计达产时间	备注

				瓦时)				
化工新材料产业园区	宁波合盛硅业	20万吨工业硅、40万吨有机硅、5万吨石墨电极	220MW	17.16	2010年底	2012年	总负荷 450MW, 合盛硅用户自备电厂 230MW	
	河南豫丰	5万吨碳化硅	90MW	7.02	2010年底	2013年	2011年-2013年分别新增符合 18MW、36MW 和 36MW	
	天山铝业	160万吨铝产业	320MW	26.67	2011年9月	2015年	总负荷 2740MW, 天山铝业自备电厂 2420MW	
	有机硅项目	40万吨有机硅	340MW	26.52	2011年	2013年	2011-2013年分别新增 100MW、120MW 和 120MW	
开发区	多晶硅、单晶硅项目	年产 30 万吨多晶硅、单晶硅	340MW	26.52	2011年	2013年	2011-2013年分别新增 100MW、120MW 和 120MW	
	新疆天盛实业	40 万吨棉纱、气流纺 12096 头	136.4MVA	7.09	2010年4月	2015年	2010年上半年已投 16.4MVA, 计划 2010年底另投 27.2MVA, 其余在 2011-2015年逐年投产	
北泉镇区	华芳纺织	棉纱	13.2MVA	0.69	2011年	2012年		
	天盛印染项目	高档色织、毛巾	53MVA	2.76	2010年	2012年	计划一期 2010年投产, 占 1/3, 二期 2012年投产	
	西部宏远电子	高压电极箔	58MVA	4.06	2011年	2015年	规划 70 条生产线, 2009年投产 4 条, 2010年起每年 8 条	
	华兴玻璃	30万吨窑炉	10.8MVA	0.76	2010年	2015年	2011-2015年每年 2.16MVA	
	北斗驼铃纺织	10 万吨棉纺项目、500 台无梭轮织机	19.5MVA	1.01	2011年	2014年	2011年 4.5MVA, 2012-2015年每年 5MW	
	华孚纺织	6万吨色棉	12.2MVA	0.63	2011年	2014年	2011年 3.2MVA, 2012-2015年每年 3MW	
北泉镇区	如意集团	毛布、西装、衬衣	32.9MVA	1.71	2011年	2013年		
	天恒纺织	棉纱	33.02MVA	1.72	2010年底	2012年		
玛河工业园区	新疆天宏基硅业有限公司	8台碳化硅冶炼炉	130MVA	10.14	2010年底	2015年底	总规模 8 台炉, 一期 1 台 16.5MVA, 预计 2010年底投运, 计划 2011年 8 月投产 2 台 20MVA, 2012年投产 5 台	
其他区域	沙湾万特矿业石灰	20万吨石灰、3.75万吨电石	37.5MVA	2.34	2010年底	2012年	计划 2010年底投运 20 万吨石灰生产线, 容量 3MVA, 2011年再上 3.7 万吨电石生产线, 容量 37.5MVA	
	晶鑫硅业	25万吨工业硅、1万吨多晶硅	700MW	56.00	2011年11月	2015年10月	总规模 42 台工业硅冶炼炉	

数据来源: 公司公告 安信证券研究中心

表 2: 农八师石河子电网目前主要装机情况

	装机 (万千瓦)	状态
天富热电	56.2	运营
国资代建	2×33	运营
天业自备电站	127	运营
国资公司	4×13.5	2台预计 2012年年底投产, 2台 2013年6月份投产
天富热电	2×33	在建, 预计 2013年年底投产 1 台, 2014年年中投产 1 台
天山铝业自备电站	2×30	在建
硅业自备电站	2×30	在建

数据来源: 公司公告 安信证券研究中心

1.2. 低成本电量供应能力快速提升

代建机组投产增加低成本供应能力: 公司 2011 年供电量未能大幅度增长一方面原因在于 2011 年上半年电力需求略有不足, 另一方面在于受制于低成本电量供应能力。随着为国资公司代建的 2×33 万千瓦机组于 2011 年年底和 2012 年 6 月份投产, 公司可以以较低成本收购电量然后对供区供应, 2012 年售电量同比大幅增长。

公司电量主要有以下四个来源: (1) **自发电:** 比较稳定, 56.2 万千瓦装机, 每年贡献 33 亿千瓦时左右; (2) **国家电网:** 电量不确定, 根据发电量进行补充, 2012 年预计 7 亿度;

(3) **代建的国资公司**：全部收购，是今年电量增量的主要来源；(4) **自备电站的余量**：新疆天业等自备电站，每年大概在 1-2 亿度左右，互相供应；由于拥有自备电站企业的用电量增长，自备电站发电量已经不再满足其自身需求，从 2012 年开始公司不再向自备电站购买。

低成本电量供应能力逐步提升：即使代建电站 2×33 万千瓦机组投产，也不能满足下游高耗能行业用电紧迫现状，公司及国资公司积极进行电站建设，公司未来将逐步迎来低成本电量供应能力的增长：(1) 代建机组 2×33 万千瓦于去年年底和今年 6 月份投产，由于新投产机组会有消缺且其中一台半年运行，2012 年贡献电量约 20 多亿千瓦时，2013 年全年运行电量将同比增长；(2) 代建机组 4×13.5 万千瓦机组预计今年年底投产 2 台，明年 6 月份投产 2 台；(3) 公司募集资金投资的项目 2×33 万千瓦机组 2013 年年底和 2014 年年中投产；(4) 上海电气代建的 2×66 万千瓦机组预计 2016 年年底投产；

图 3：公司机组及代建机组投产时间

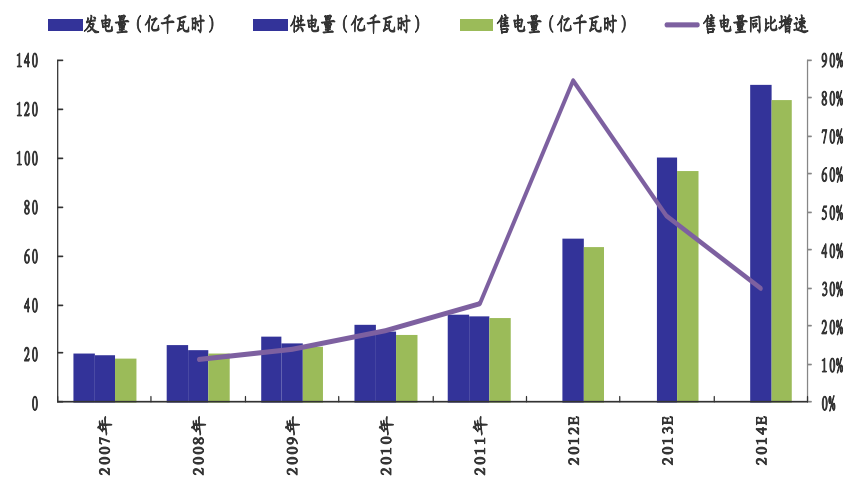


数据来源：公司公告 安信证券研究中心

1.3. 公司供电业务盈利能力将快速提升

电量快速增长：由于下游电量需求持续旺盛，目前处于供不应求状态，公司销售电量将主要取决于公司的供应能力。随着公司低成本电量供应能力的提升，预计公司 2012 年实现供电量约 67 亿千瓦时，2013 年约 90-100 亿千瓦时，到 2014 年约 130 亿千瓦时，未来几年供售电量将快速成长。

图 4：天富热电售电量增长情况

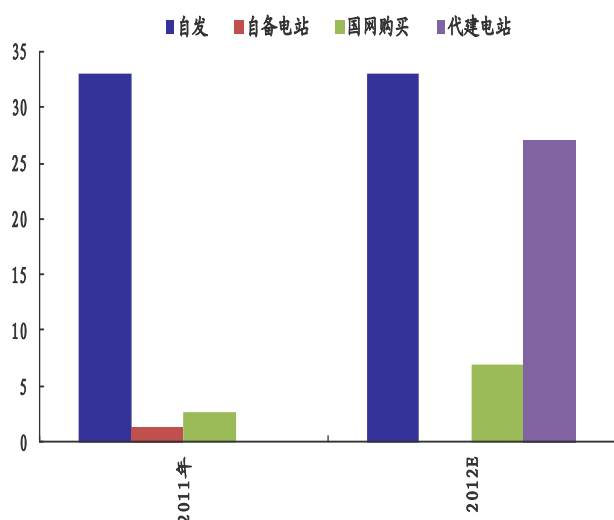


数据来源：公司公告 安信证券研究中心

代建电站投产降低公司单位售电成本：公司电量主要来自于四个方面：56.2 万千瓦的自发电、从国网外购、从自备电站购买（2012 年起不再购买）和从代建电站处购买（2012 年开始购买，是电量增长主要来源），由于成本的不同，公司单位售电成本变化明显。2011 年公司单位售电成本同比增加 0.03 元/千瓦时，主要原因是 2011 年有约 4 亿千瓦时外购电，其中从国网购买约 2.7 亿千瓦时，提升公司单位售电成本。随着代建电站的逐步投产和购买量的提升，公司单位售电成本逐步下降，2012 年上半年单位售电成本为 0.21 元/千瓦时，较 2011 年全年下降 0.02 元/千瓦时。

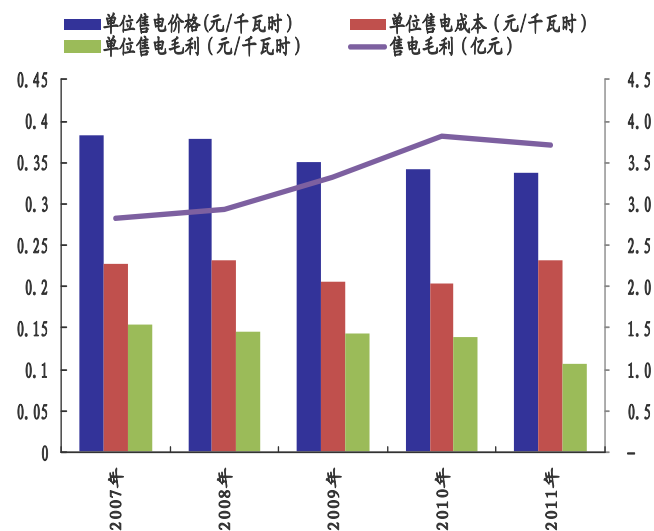
图 5：公司电量来源

单位：亿千瓦时



数据来源：公司公告 安信证券研究中心

图 6：公司售电盈利能力



数据来源：公司公告 安信证券研究中心

表 3：公司电量销售及购买电价

单位：元/千瓦时

	成本价	销售电价均价 (2011 年)	销售电价均价 (2012H)
自发电	0.17-0.18	0.34	0.31
从国网采购	0.35		
代建电站	0.17		
从自备电厂购买	0.32-0.36		

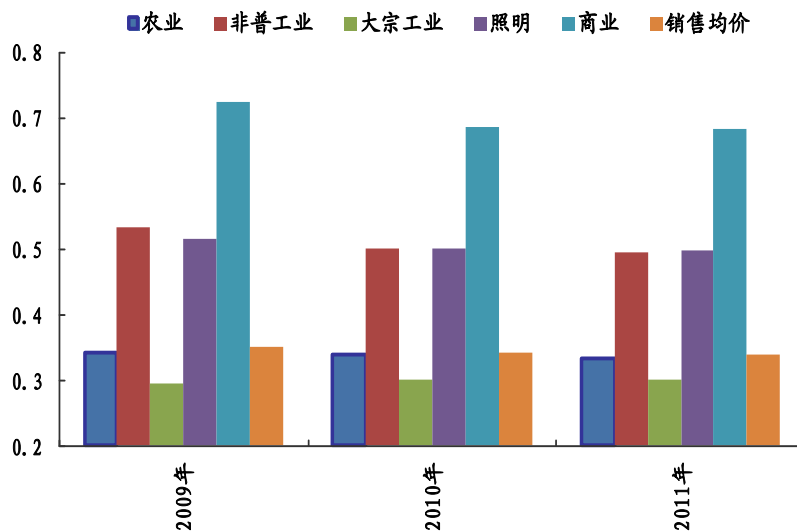
数据来源：公司公告 安信证券研究中心

公司销售电价呈现下降趋势：需要指出的是，从销售电价来看，由于石河子地区招商引资，对大宗工业用户电价存在一定优惠，大宗工业销售电价较低，随着其占比的逐步提升，公司销售均价呈现下降趋势。预计公司未来电量增长将主要来自于大宗工业，销售电价存在进一步下降的可能，但考虑到大宗工业用户电量需求较大，“走量”将显著提升公司业绩，销售均价一定程度的下降对公司业绩影响相对较小。

售电业务盈利能力将快速提升：公司作为电网企业，销售电量增长后，销售费用、管理费用和财务费用增长并不明显，毛利润的提升将极大程度上反映在净利润增长上，公司售电业务盈利将快速提升。

图 7: 公司电量销售均价

单位: 元/千瓦时



数据来源: 公司公告 安信证券研究中心

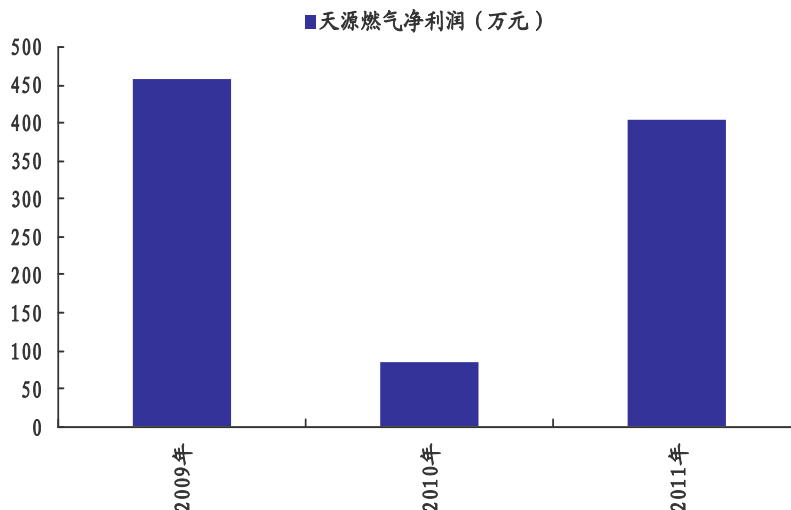
从中长期来看, 公司已被列入整合兵团电源、电网资产的平台, 将逐步整合相邻地区电网, 目前正积极筹划将农七师与农八师电网相连。随着电网相连, 公司供区将进一步扩大, 电量增长空间将获得提升。

除此之外, 公司为国资公司代建的 2×33 万千瓦机组, 公司垫资 7 亿元, 随着该机组拿到核准, 未来存在资产注入的可能性。由于公司为代建机组垫资, 每年计提资产减值损失, 同时收取资金占用费, 若收购完成后, 两者抵消后可为公司每年增加利润约 5000 万元。

2. 燃气业务——积极布局

公司燃气业务主要由控股子公司天源燃气经营, 天源燃气成立于 2001 年, 主要从事石河子地区的天然气供应和销售, 公司目前持有其 80% 的股权。

图 8: 天源燃气公司盈利情况



数据来源: 公司公告 安信证券研究中心

公司燃气业务分为居民用天然气业务、商业用天然气业务、工业用天然气业务、CNG 业务和 LNG 业务，拥有石河子地区天然气特许经营权。目前石河子市区几乎所有小区都已经达到管道天然气供应，用户约 11.7 万户，每户每年用气约 150 方，一年消耗 1700 万方左右，年度差别不大，气量增长空间有限。由于居民用天然气销售价格较低，公司居民用天然气盈利能力不佳，燃气业务未来增长主要在于 CNG 和 LNG 业务。

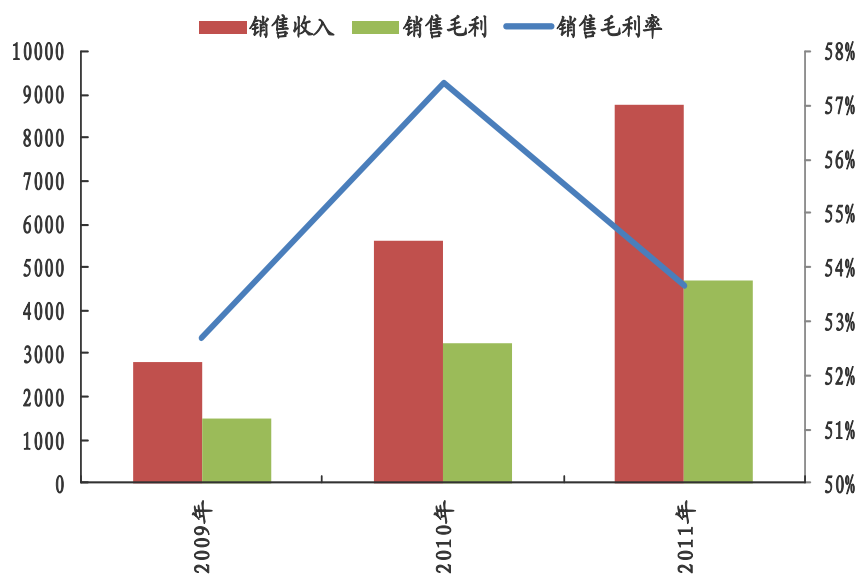
公司目前有 4 个 CNG 加气站，规划明年在市区再建设 10 个 CNG 加气站，远景再建设 20 个 CNG 加气站。公司 CNG 销售毛利率大概在 30%-35%左右，是天源燃气盈利的主要来源。公司 2012 年 CNG 销量将超过 3000 万方，销量的大幅上升提升公司盈利，预计 2012 年公司燃气业务净利润在 1200 万元左右，同比增长近 200%。

从同类型公司来看，新疆浩源车用天然气营业毛利率高达 55%左右，公司与其相比较低的原因在于销售价格偏低，公司 CNG 销售价格较周边地区明显偏低，中长期来看还存在调价的可能性。

目前石河子地区汽车改装比例不到 30%，乌鲁木齐改装比例在 70%左右，阿克苏市在 40%左右，石河子地区明显较低，随着汽车改装比例上升、新增车辆和公司 CNG 加气站数量的增多，未来两年燃气业务净利润将翻倍式增长。

图 9：新疆浩源车用天然气盈利情况

单位：万元



数据来源：新疆浩源公司公告 安信证券研究中心

LNG 方面，公司目前有 1 个 LNG 加气站，规划在 2016 年前建设 38 个 LNG 加气站。LNG 加气站和 CNG 加气站不同，目前适用于 LNG 的车辆少，新疆地区保有量较低，公司目前加大 LNG 加气站规划为战略性布点，真正贡献业绩要到 2014-2015 年。

从气源来看，公司天然气气源充足，西气东输三条线共为公司提供 170 万方/日的气量，现有气源完全可以满足公司未来几年的气量需求。

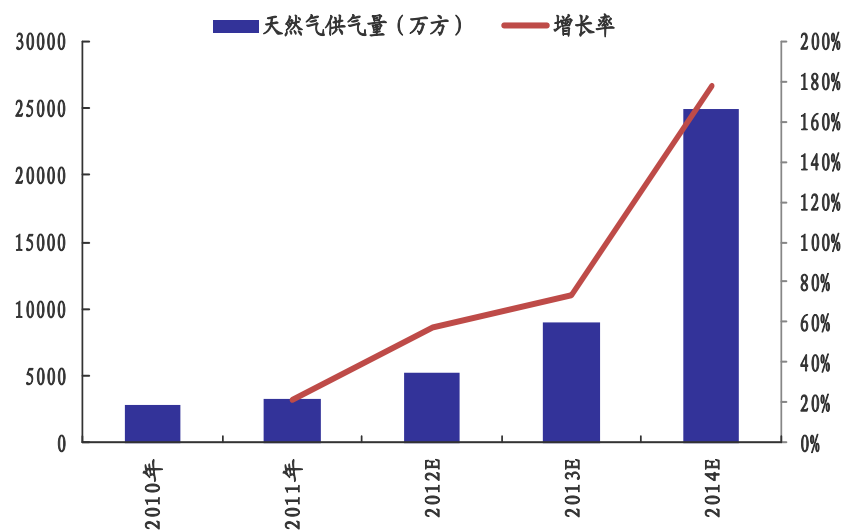
表 4: 公司天然气气源

气源	供气量 (万方/日)
西气东输一气	10
西气东输二气	50
西气东输三气	110
合计	170

数据来源: 公司公告 安信证券研究中心

根据公司燃气产业发展目标, 预计到 2015 年, 随着布局的天然气加气站投产, 日供气能力为 112 万立方米, 年销售天然气 41132 万立方米, 可实现销售收入 8.2 亿元, 年利润 1.2 亿元。尽管公司燃气业务未来几年将进入快速发展期, 但由于其基数较低, 主要是战略布局, 短期内对公司业绩影响仍相对有限。

图 10: 公司天然气销售量及预计



数据来源: 公司公告 安信证券研究中心

3. 盈利预测及评级

假定公司增发项目于 2013 年完成, 预计公司 2012 年-2014 年 EPS 分别为 0.42 元、0.53 元和 0.83 元, 对应 PE 为 18.7 倍、14.9 倍和 9.5 倍, 维持“增持-A”投资评级, 6 个月目标价 9 元。

4. 风险提示

- (1) 电量需求低于预期;
- (2) 销售均价大幅下降;
- (3) 在建工程延后;
- (4) 增发进度低于预期等;

财务报表预测和估值数据汇总(2012年12月27日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E	(百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1,880.0	2,398.5	2,718.6	3,602.8	4,614.0	成长性					
减:营业成本	1,270.9	1,650.7	1,929.4	2,569.7	3,086.8	营业收入增长率	14.0%	27.6%	13.3%	32.5%	28.1%
营业税费	37.4	65.6	16.3	21.6	27.7	营业利润增长率	88.0%	203.8%	-42.5%	81.1%	60.4%
销售费用	32.3	28.7	32.6	43.2	55.4	净利润增长率	76.8%	174.4%	-30.5%	73.3%	56.5%
管理费用	173.6	241.4	211.4	222.0	233.1	EBITDA 增长率	17.1%	65.8%	-36.1%	43.5%	56.8%
财务费用	119.2	135.0	148.2	117.4	247.3	EBIT 增长率	37.2%	126.6%	-31.9%	47.8%	69.2%
资产减值损失	70.8	68.7	70.0	70.0	70.0	NOPLAT 增长率	39.9%	92.6%	-26.5%	47.7%	65.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-6.0%	35.1%	43.0%	22.9%	13.2%
投资和汇兑收益	-0.8	323.0	-5.1	-5.6	-6.2	净资产增长率	5.0%	13.9%	8.4%	87.3%	11.5%
营业利润	174.9	531.4	305.5	553.2	887.6	利润率					
加:营业外净收支	23.9	15.8	25.7	25.6	25.6	毛利率	32.4%	31.2%	29.0%	28.7%	33.1%
利润总额	198.8	547.2	331.2	578.9	913.1	营业利润率	9.3%	22.2%	11.2%	15.4%	19.2%
减:所得税	40.4	147.7	49.7	86.8	137.0	净利润率	7.7%	16.6%	10.2%	13.3%	16.3%
净利润	145.4	399.1	277.3	480.6	752.2	EBITDA/营业收入	30.2%	39.2%	22.1%	23.9%	29.3%
						EBIT/营业收入	15.6%	27.8%	16.7%	18.6%	24.6%
资产负债表						运营效率					
	2010	2011	2012E	2013E	2014E	固定资产周转天数	655	485	481	464	418
货币资金	813.9	1,033.1	217.5	745.8	369.1	流动营业资本周转天数	-123	6	149	173	173
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	489	481	383	317	303
应收账款	445.3	1,222.2	1,385.3	1,835.9	2,351.1	应收账款周转天数	30	34	40	37	38
应收票据	133.8	64.6	73.2	97.0	124.3	存货周转天数	210	123	52	49	48
预付帐款	581.0	508.5	508.5	508.5	508.5	总资产周转天数	1,365	1,142	1,030	915	830
存货	1,255.8	351.1	419.4	558.5	670.9	投资资本周转天数	657	587	723	716	657
其他流动资产	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	7.6%	16.9%	11.0%	10.3%	14.5%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	2.1%	5.3%	3.5%	4.8%	7.0%
长期股权投资	215.1	211.9	211.9	211.9	211.9	ROIC	7.8%	16.1%	8.7%	9.0%	12.2%
投资性房地产	17.8	2.6	2.6	2.6	2.6	费用率					
固定资产	3,351.8	3,106.6	4,153.1	5,131.0	5,583.7	销售费用率	1.7%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
在建工程	522.9	638.7	744.7	801.8	858.9	管理费用率	9.2%	10.1%	7.8%	6.2%	5.1%
无形资产	50.1	52.6	52.6	52.6	52.6	财务费用率	6.3%	5.6%	5.5%	3.3%	5.4%
其他非流动资产	332.5	297.2	297.2	297.2	297.2	三费/营业收入	17.3%	16.9%	14.4%	10.6%	11.6%
资产总额	7,721.1	7,490.2	8,067.0	10,244.0	11,031.9	偿债能力					
短期债务	50.0	830.0	1,605.5	1,200.0	1,237.8	资产负债率	73.1%	68.5%	68.3%	53.2%	51.5%
应付帐款	976.1	637.2	744.7	991.9	1,191.4	负债权益比	272.2%	217.0%	215.0%	113.6%	106.3%
应付票据	359.2	302.6	-	-	-	流动比率	1.04	1.30	0.90	1.37	1.35
其他流动负债	1,723.0	470.8	470.8	470.8	470.8	速动比率	0.63	1.15	0.75	1.16	1.13
长期借款	1,759.1	1,897.7	1,822.7	1,922.7	1,922.7	利息保障倍数	2.47	4.94	3.06	5.71	4.59
其他非流动负债	770.7	784.9	784.9	784.9	784.9	分红指标					
负债总额	5,646.5	5,127.5	5,505.9	5,447.6	5,684.9	DPS(元)	0.08	0.19	0.13	0.16	0.25
少数股东权益	120.1	115.6	119.8	131.2	155.1	分红比率	36.1%	30.8%	30.0%	30.0%	30.0%
股本	655.7	655.7	655.7	905.7	905.7	股息收益率	1.0%	2.4%	1.6%	2.0%	3.2%
留存收益	1,298.8	1,591.5	1,785.6	3,759.5	4,286.1						
股东权益	2,074.6	2,362.8	2,561.1	4,796.4	5,346.9						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2010	2011	2012E	2013E	2014E	EPS(元)	0.22	0.61	0.42	0.53	0.83
净利润	158.4	399.5	281.5	492.0	776.2	BVPS(元)	3.16	3.60	3.91	5.30	5.90
加:折旧和摊销	277.8	279.1	146.9	191.2	216.5	PE(X)	35.6	13.0	18.7	14.9	9.5
资产减值准备	70.8	68.7	70.0	70.0	70.0	PB(X)	2.5	2.2	2.0	1.5	1.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	16.3	14.7	-5.4	-5.5	-28.0
财务费用	128.1	124.6	140.7	148.2	117.4	P/S	2.8	2.2	1.9	2.0	1.6
投资损失	0.8	-323.0	5.1	5.6	6.2	EV/EBITDA	11.6	7.9	15.3	12.1	8.1
少数股东损益	12.9	0.4	4.2	11.4	24.0	CAGR(%)	45.9%	24.8%	-180.6%	-100.0%	-100.0%
营运资金的变动	241.4	-910.1	-427.3	-366.4	-455.3	PEG	0.8	0.5	-0.1	-0.1	-0.1
经营活动产生现金流量	842.9	-312.2	228.7	521.3	884.9	ROIC/WACC	0.9	1.8	1.0	1.0	1.3
投资活动产生现金流量	-529.0	-356.0	-1,217.1	-1,228.4	-729.0	REP	2.3	0.9	1.5	1.3	0.9
融资活动产生现金流量	-178.9	918.7	469.2	1,320.4	-435.1						

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 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;

■ 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。

■ 销售联系人

上海联系人	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	张勤	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	黄方禅	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	潘冬亮	010-59113590	pandl@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	律烨	0755-82558076	lvye@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：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

上海市

地址：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

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034

