



电气水业务区域龙头的扩张之路

增持 首次

目标价格：6.80

投资要点：

- 立足广安，面向四川，走向西部。
- 业务经营稳健，区域垄断优势明显，寻求外延式扩张
- 泗耳河水电站、中缅石油管道和收购新疆富远将成为催化剂

报告摘要：

- **立足广安，面向四川，走向西部。**公司主营水力发电、供电、天然气供应、自来水生产及供应以及仪表校验、安装、调试等业务；三大事业部分别负责电力生产和销售、城市燃气和城市水务的专业化经营管理。作为中西部能源供应和公用事业服务集团，业务分布在广安、武胜、邻水、岳池、西充、云南德宏、云南昭通等地。
- **公司经营稳健，区域垄断优势明显，新的疆域不断开拓。**电力方面，在建水电站的收购和变电站的改扩建，使得电力市场范围不断扩大，尤其是拟收购的新疆富远，其哈德布特水电站预计2013年全部机组投产发电。天然气方面，中缅输气管道通气2013年有望通气，控股子公司德宏州爱众燃气有限公司受益明显，为进入我国的第一站，德宏州“两市三县”实现天然气全覆盖。
- **风险提示：**随着供区内自来水用户、用电负荷及天然气用户大幅增长，水网、电网和燃气管道设备损耗居高难下，可靠性有待进一步提高。另由于业务范围广，安全生产力量分散，安全生产压力大。
- **投资建议：**预计公司2013/2014/2015年EPS分别为0.17/0.25/0.32元，对应PE分别为34/22/17.7倍。外延扩张仍是公司长期的发展战略，泗耳河电站、中缅石油管道的建成使用和收购新疆富远将成为股价的催化剂，暂时给与“增持”评级。

中小市值研究组

首席分析师：

王凤华(S1180511010001)

电话：010-88013568

Email: wangfenghua@hysec.com

李坤阳(S1180511030001)

电话：010-88013558

Email: Likunyang@hysec.com

研究助理：

史余森

电话：010-88013570

Email: shiyusen@hysec.com

岳苗

电话：010-88013564

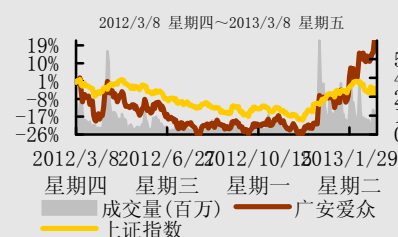
Email: yuemiao@hysec.com

邓锐

电话：010-88085986

Email: dengrui@hysec.com

市场表现



相关研究

《中小市值周报 20130317：享受改革红利，中国经济升级》

2013/3/17

《中小市值周报 20130308：积极关注两会，把握政策热点》

2013/3/8

《中小市值周报 20130303：两会大幕拉开，乐观看待后市》

2013/3/4

数据摘要	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	931.2	1102.5	1244.0	1720.0	2102.0
YoY	23.0%	18.4%	12.8%	38.3%	22.2%
毛利率	34.0%	33.8%	35.6%	36.2%	36.8%
净利润	53.3	63.7	118.9	180.7	228.4
YoY	-14.7%	19.4%	86.6%	52.0%	26.4%
EPS(元/股)	0.10	0.11	0.17	0.25	0.32
P/E(x)	56.0	50.3	33.9	22.3	17.7
P/B(x)	3.6	3.4	2.5	2.2	2.0

目录

一、广安爱众及其三大事业部.....	4
(一) 电力事业部	7
(二) 燃气事业部	8
(三) 水务事业部	9
二、公共事业的行业特性：在城镇化大潮中水涨船高.....	10
三、公司通过定向增发实现外延式扩张.....	11
(一) 2010 年定增投向泗耳河水电站和德宏州天然气供气工程.....	11
(二) 2013 年定增用于收购新疆富远在建水电站和变电站改扩建.....	11
四、泗耳河水电站总装机容量 8.1 万千瓦.....	12
五、云南德宏州项目受益中缅石油管道.....	12
(一) 云南德宏州爱众燃气公司简介	12
(二) 中缅油气管道工程简介	13
(三) 中缅天然气管道计划因缅甸动荡而被推迟	14
六、收购新疆富远能源	15
七、可比公司财务分析	16
八、业绩预测及投资建议	17

插图

图 1: 公司股权及子公司架构.....	4
图 2: 四川省广安市的位置及行政区划简图.....	5
图 3: 公司收入分拆（百万元）及构成比例（%）分析.....	6
图 4: 公司营业收入、净利润的变动趋势.....	6
图 5: 公司分产品毛利占比及毛利率变化趋势.....	6
图 6: 公司盈利能力指标及期间费用率.....	7
图 7: 德宏州在中国版图上的位置以及中缅石油管道线路图.....	14

表格

表 1: 电力事业部下属公司汇总.....	8
表 2: 燃气事业部下属公司汇总.....	9
表 3: 水务事业部下属公司汇总.....	10
表 4: 2010 年德宏州第六次全国人口普查-常住人口县市分布.....	14
表 5: 新疆富远股东持股比例.....	15
表 6: 可比公司财务指标对比.....	16
表 7: 公司主营业务预测及关键假设.....	17
表 8: 公司未来三年盈利预测及核心假设.....	18

一、广安爱众及其三大事业部

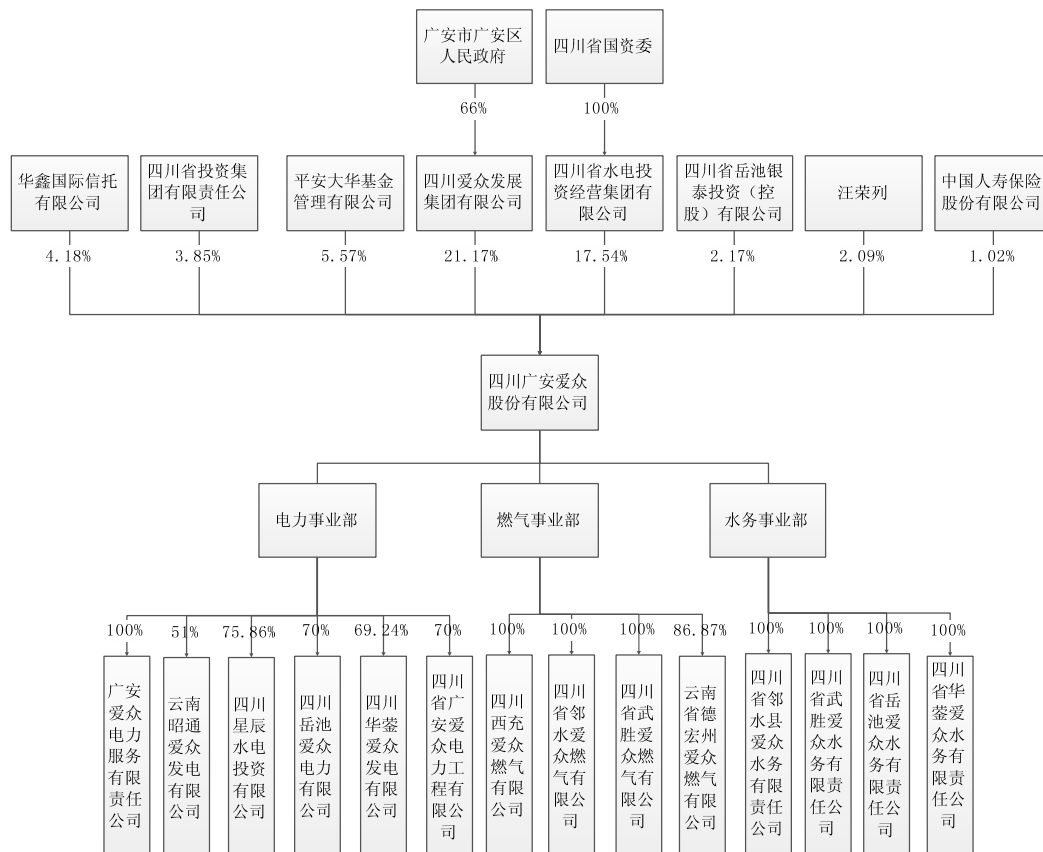
四川广安爱众股份有限公司前身系四川渠江电力有限公司，于 2002 年 10 月由四川省人民政府改制设立。公司主营水力发电、供电、天然气供应、自来水生产及供应以及水电气仪表校验、安装、调试。成立有水、电、气三大事业部，分别负责电力生产及销售、城市燃气和城市水务的专业化经营管理，在包括广安、武胜、邻水、岳池、西充、云南德宏、云南昭通等地投资控股 14 家子公司，1 家合资公司。拥有水电装机容量 26 万余 KW，自来水厂 7 座，天然气配气站 17 座，年发电能力 10 亿余 KWH，年供电能力 15 亿 KWH，年供水能力 6000 万立方米，年供气能力 2.555 亿立方米。

2012 年公司共完成发电量 7.83 亿 KWH，同比增长 13.29%；完成售电量 13.39 亿 KWH，同比增长 14.74 %；完成售水量 3211 万吨，同比增长 13.95%；完成售气量 10149 万立方米，同比增长 18.77%。公司 2012 年度实现营业收入 110,245.80 万元,同比增长 16.55%。

公司股权结构较为分散。持股比例排名前五的股东依次是：四川爱众发展集团有限公司（21.17%）、四川省水电投资经营集团有限公司（17.54%）、平安大华基金管理有限公司（5.57%）、华鑫国际信托有限公司（4.18%）及四川省投资集团有限责任公司（3.85%）。

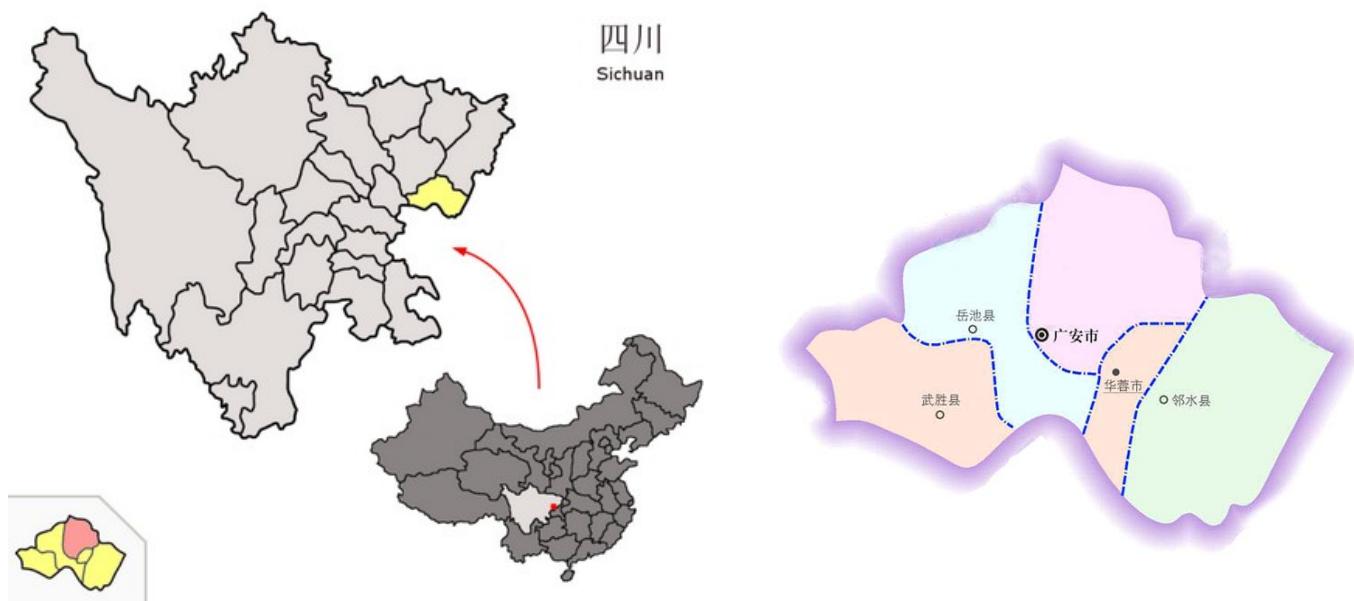
三大事业部中，电力事业部下属有 6 家子公司，其中一家位于云南鲁甸县，其余四家均位于四川境内；燃气事业部下属 4 家子公司，1 家合营企业，其中一家子公司位于云南德宏，其余均在四川境内；水务事业部下属 4 家全资子公司，均位于四川省。

图 1：公司股权及子公司架构



资料来源：宏源证券，公司公告

图 2：四川省广安市的位置及行政区划简图



资料来源：宏源证券，互联网

从主营业务构成看，电力的收入持续占主导地位，一半以上的营业收入在近 7 年中均来自电力部门（包括发电和供电）。电力供应来源有自发电、外购电。由于自发电成本远远低于外购电的成本，因此自发自供业务成为公司的主要盈利来源。自发自供电量的多少决定了公司的盈利状况。而公司发电机组的利用小时数受到水电站所在流域降雨量和降雨时间分布的影响，即对自然条件比较依赖。随着公司水电站数量逐步扩张，地理位置也较为分散，因此受个别地区天气影响的风险正在减小。

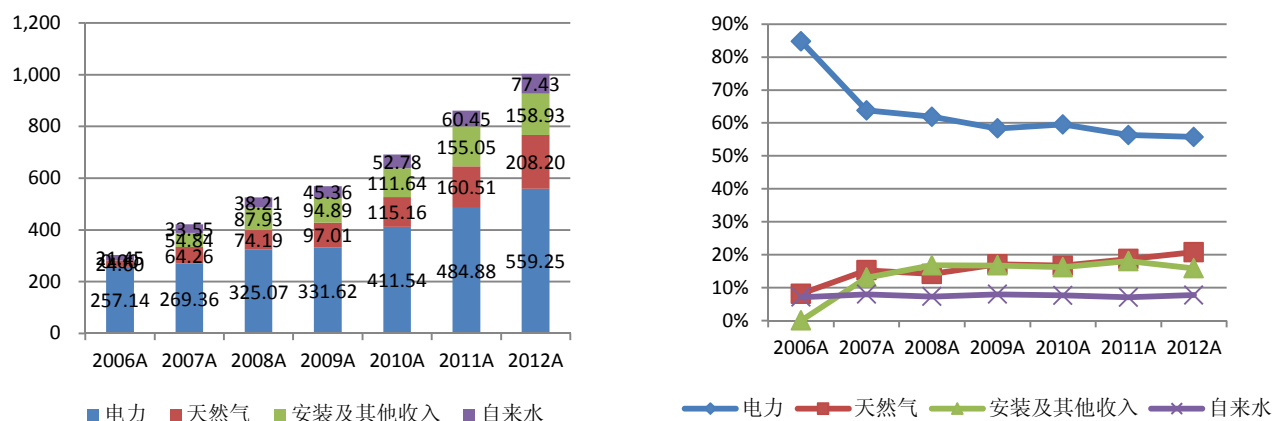
紧随其后的是燃气业务和安装及其他收入，收入占比维持在 18% 左右。自来水业务保持在 7% 左右的低位上，没有明显的增幅。

公司的分季度营业收入缓慢增加，历史同比均为正的增长。净利润呈现明显的季节性特征，两次低位分别出现在 2011 年第一季度和 2012 年第一季度，依次为 -7 万和 -238 万，此外的分季度净利润均为正值，2012 年第三季度达最高，为 3111 万元。

从毛利构成看，电力事业部占比虽然一直在下降，但仍在一半以上。安装及其他收入占比 20% 左右，燃气部门占比略低，为 15% 左右，水务部门占比最低，停留在 5% 的水平。比较各业务的毛利率，安装及其他收入、自来水业务的这一比率波动较为明显，但最终分别停留在 42% 和 30% 左右的水平，其他两种业务的毛利率及合计毛利率位于二者之间。

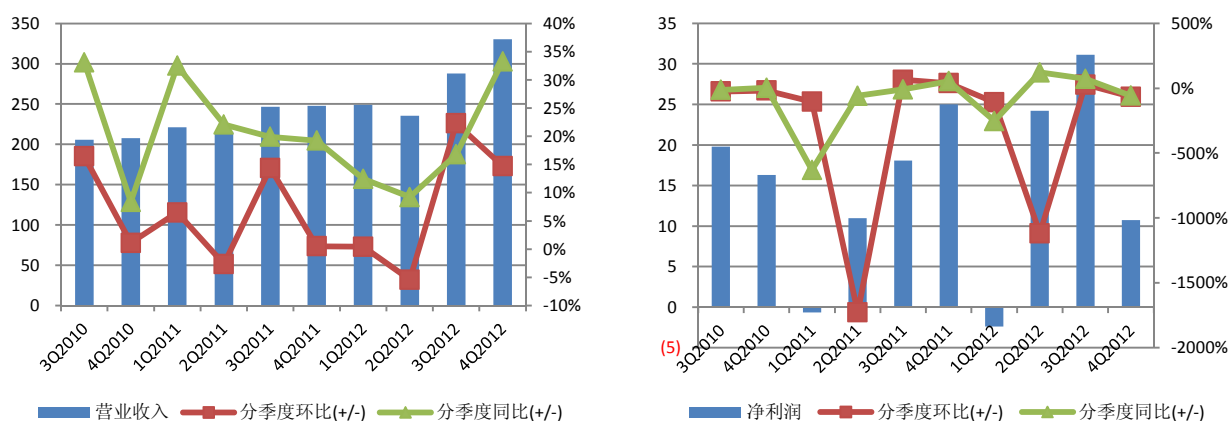
2007-2011 年间，毛利率的平均水平为 36%，2009 年较好接近 40%。期间费用率呈现下降趋势，三项费用控制良好。

图 3: 公司收入分拆 (百万元) 及构成比例 (%) 分析



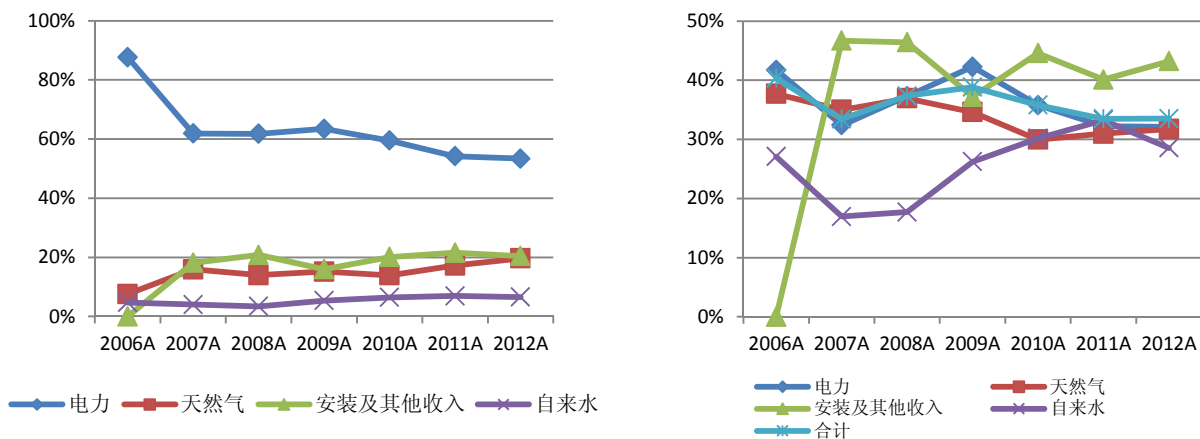
资料来源: 宏源证券, 公司公告

图 4: 公司营业收入、净利润的变动趋势



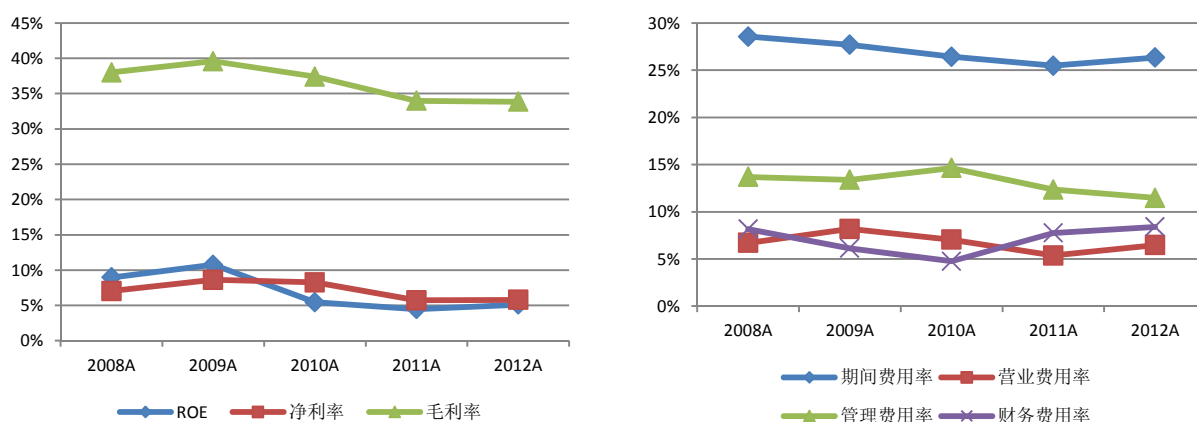
资料来源: 宏源证券, 公司公告

图 5: 公司分产品毛利占比及毛利率变化趋势



资料来源: 宏源证券, 公司公告

图 6：公司盈利能力指标及期间费用率



资料来源：宏源证券，公司公告

(一) 电力事业部

电力事业部是目前广安地区最大的地方电力生产经营企业，主要从事水力发电、变电和供电业务。公司拥有完整的发电、供电和配电网络，是独具特色的“厂网合一”的地方电力企业，且供电实行营业许可制度，在电力管理部门核定的供电营业区内，公司是唯一的供电营业机构。

公司现有 6 家电力子公司：四川省爱众电力工程有限公司、四川岳池爱众电力有限公司、四川华蓥爱众发电有限公司、云南昭通爱众发电有限公司(原名为云南红石岩水电开发有限公司)、四川星辰水电投资有限公司、广安爱众电力服务有限责任公司。发电装机容量 22.8 万 KW； 2 个 110KV 变电站，5 个 35KV 变电站，1 个开关站，35KV 总主变容量(台/KVA)9.435 万 KVA，110KV 总主变容量 16.15 万 KVA，35KV 线路总长 226.512KM，110KV 线路总长 74.59KM； 16 个供电所，区乡总用电户 293284 户。

水电业务是国家“十二五”电力发展规划明确提出要优先发展的产业，符合国家正在实施的可持续发展战略。《电力工业“十二五”规划研究报告》(以下简称“规划”)提出，我国“十二五”期间电力发展的基本方针是：以科技创新为动力，以转变电力发展方式为主线，坚持节约优先，优先开发水电，优化发展煤电，大力发展核电，积极推进新能源发电，适度发展天然气集中发电，因地制宜发展分布式发电，加快推进坚强智能电网建设，带动装备工业发展，促进绿色和谐发展。

表 1：电力事业部下属公司汇总

公司名称	注册地	主营业务	业务范围	规模/产能状况
四川岳池爱众电力有限公司	四川省岳池县	发电 供电	电力生产、供应；35 千伏及以下输变电工程和 3000 千瓦及以下的电站工程勘测设计、安装、调试；销售电器设备、电器仪表、五金、交电、其他食品、副食品、日用杂品、百货、建筑材料；加工水泥制品、铁附件、电器设备；仪器仪表维修、校对	拥有水电站 7 座，装机 16 台，总容量为 4.41 万 KW，其中岳池电网最大电站富流滩电厂 3×1.3 万 KW，所发电量全部上国网运行，接受省电力公司的调度，其它小水电站 0.51 万 KW，无调节能力
四川省广安爱众电力工程有限公司	四川省广安市	电力工程安装、施工	电力生产（限分公司经营）；电力工程施工与发电机组设备安装，架线、管道工程建筑；水处理系统的安装施工；燃气、热力供应设施的施工；工程勘察设计，工程管理服务；销售高低压电器材料、建筑材料（不含危险化学品）、五金、交电、钢材、管材	年产值逾 12000 万元
四川华蓥爱众发电有限公司	四川省华蓥市	电力供应及生产	电力供应，机电设备修校	所属月亮坡电站年发电约 2500 小时，年发电量 1000 万千瓦时，年销售收入 350 余万元
四川星辰水电投资有限公司	四川省平武县	水力发电	水电项目投资、开发	拥有岷耳河一级、二级、三级电站开发建设权，总装机为 8.1 万千瓦，目前已建成的二级电站装机 3.6 万千瓦，已与 2012 年 12 月投入运行。2012 年 6 月开工建设的一级装机 2 万千瓦，预计 2013 年底首台机组发电。三级装机 2.5 万千瓦，预计 2013 年 12 月 31 日首台机组发电。
云南红石岩水电开发有限公司	云南省鲁甸县	水力发电	水力开发、水力发电	电站蓄水水库总库容为 69.3 万立方米，装机规模 8 万 KW，多年平均发电量 3.8 亿 kwh，年利用小时 4749 小时。
广安爱众电力服务有限责任公司	四川省广安市	技术咨询服务	电力行业维护的相关技术咨询服务	2012 年 7 月成立

资料来源：公司公告

（二）燃气事业部

燃气事业部主要担负着广安市、区和部分乡镇居民生活和经营性用气的供应、管理，拥有燃气经营资质证书和特许经营权。公司燃气经营气源可靠、输配网络完整、安全管理水平较好，在建设主管部门核定的燃气经营区域内，公司是唯一的燃气经营机构。

2012 年公司共完成售气量 10149 万立方米，同比增长 18.11%。公司下属燃气企业有 5 家，分别是四川西充爱众燃气有限公司、云南省德宏州爱众燃气有限公司、四川省邻水爱众燃气有限公司、四川省武胜爱众燃气有限公司、四川广安爱众压缩天然气有限责任公司。目前，爱众股份燃气事业部已形成集输配、储存、燃气工程设计、安装、燃气表检测

和燃气用具维修等一条龙的经营体系，拥有固定资产 8800 余万元，发展天然气用户 10 万余户。

表 2：燃气事业部下属公司汇总

公司名称	注册地	主营业务	业务介绍	规模/产能状况
云南省德宏州爱众燃气公司	云南省德宏州芒市	天然气安装、供应	化石油气、人工煤气、天然气(含 CNG 和 LNG)、车用 CNG 天然气、瓦斯气的输入、储存及供应；燃气管道设计、安装和维护，燃气器具销售、安装；气体流量计零售、校验、安装、调试和维护	截止 2011 年 5 月底，新建液化天然气储配站 2 座，新建城区管网 40 余公里，公司已初步完成城市管道天然气工程建设工作，芒市和瑞丽市发展天然气用户 1 万余户
四川省邻水爱众燃气有限公司	四川省邻水县	天然气安装、供应	输入、储存、供应天然气、人工煤气、瓦斯气、液化气；设计燃气管道，燃气器具的安装维修和管理；零售：建筑建材、日用百货、日用杂品	拥有日配气能力 9 万立方米和 6 万立方米的配气站各一座，次高压管道 9 公里，用户庭院管道 112 公里，燃气用户 6.5 万户
四川省武胜爱众燃气有限公司	四川省武胜县	天然气安装、供应	民用、商业及工业用天然气供应，燃气设施、燃气器具、压力容器、日用百货、五金交电、化工建材销售；气体流量计计量检定及维修	现有长 71.4 公里，直径 159mm 武胜-遂宁天然气长输管线一条，日输气能力 11 万立方米；建有配气站一座，配气能力为 $11 \times 104M^3$ /天；现有天然气用户 30900 余户，年售气量约 1300 万立方米
四川西充爱众燃气有限公司	四川省西充县	天然气安装、供应	天然气、CNG 供应、燃气具零售	公司现有 400 立方米储气罐两个，储配气站两座，年供气能力 3600 万立方米
四川广安爱众压缩天然气有限责任公司	四川省广安区	天然气安装、供应	CNG 压缩天然气、汽车压缩天然气加工与销售，润滑油、CNG 车配件销售	

资料来源：公司公告

（三）水务事业部

水务事业部目前担负着广安城区的居民生活、工业、办公、消防、绿化、环卫等用水的供给保障管理，拥有城市供水资质证书，在建设主管部门核定的供水经营区域内，公司是唯一的供水经营机构。

公司现有 4 家下属供水企业：四川省岳池爱众水务有限责任公司、四川省邻水县爱众水务有限责任公司、四川省武胜爱众水务有限责任公司和四川省华蓥爱众水务有限公司。拥有 DN100 以上城区供水管道 130 多公里，DN100 以下城区供水管道 300 多公里，城区用水普及率达 100%，用水人数近 9 万余户 30 余万人；水厂设计日供水能力达 8.75 万吨，实际日供水量达 5 万余吨，年供水量达 1600 万吨，水质符合国家饮用水标准。

表 3：水务事业部下属公司汇总

公司名称	注册地	主营业务	业务范围	规模/产能状况
四川省邻水县爱众水务有限责任公司	四川省邻水县	自来水供应、安装	生产、供应自来水；安装、维修供水	二级泵站共四台机组，总机容量 400 千瓦；供水主管网达 70 余公里，日供水能力 4 万吨，年售水 600 万吨，年总收入 2500 万元
四川省武胜爱众水务有限责任公司	四川省武胜县	自来水供应、安装	生产、销售自来水；安装、经营给排水管道、热水器、卫生洁具；批发、零售民用建材、五金交电产品、化工（不含危险品）、日用杂品（烟花爆竹除外）	设计日供水规模 3 万吨，年收入 2000 万元
四川省岳池爱众水务有限责任公司	四川省岳池县	自来水供应、安装	生产供应自来水、纯净水；安装、维修、销售给排水管、饮水机、热水器；批发、零售建筑材料、五金、交电、化工（不含危险化学品）、副食品、制水消毒剂；制造、自销给排水管件	现有总资产 7075 万元，DN100MM 以上的供水主管网总长 120 多公里，日供水能力为 5 万吨，供水人口 13 万人，供水面积 11.5 平方公里
四川省华蓥爱众水务	四川省华蓥市	自来水生产和供应	自来水生产和供应；供水管道安装、维修；销售：水暖器材	2012 年底完成收购，2013 年初更名。

资料来源：公司公告

二、公共事业的行业特性：在城镇化大潮中水涨船高

2009 年至今，李克强总理多次强调推行城镇化。城镇化包括四个方面：人口的城镇化；空间的城镇化、土地的城镇化；经济的城镇化、产业的城镇化；生活质量的城镇化。其中核心是人口的城镇化。2012 年底，我国开始进入新型城镇化阶段，即以“城乡统筹一体、产城互动、节约集约、生态宜居、和谐发展”为主要特征。

当前和今后相当长一段时间，我国城镇化处于快速发展阶段，推进城镇化是关系现代化建设全局的重大战略，对于拉动内需，提高人民生活水平等方面具有极为重要的意义。新型城镇化可以提升消费需求，助推消费升级：促进商业零售渠道下沉、业态升级；刺激家电行业消费，助推旅游消费的增长；增加服装消费总量；使得医药行业伴随城市化进程快速发展；带来人均收入的增加，进一步推动食品饮料的消费升级；提升居民生活品质，催生轻工制造行业的产品消费需求。

城镇化水平的推进，使得诸如电、天然气、水等与人民生活息息相关的资源需求增加。近十年来，中国城镇化进程明显加快，并在 2011 年首次超过 50%。2012 年中国城镇化率约为 52.6%，2013 年政府预期目标为 53.37%，预计到 2020 年有望达到 60%，这将为扩大消费和投资需求提供强大、持久的动力。按照人口基数约 14 亿，2013 年预计 1078 万人将实现“农转非”，必将使得电、天然气、水这些几近城镇必需品的资源需求量大幅提高。

以 2011 年为例，家用电脑、空调器、电冰箱和彩色电视机城镇与农村平均每百户拥有台数差距分别大约为：64 台、99 台、36 台、20 台。天然气方面，2011 年，城市燃气

普及率已经达到 92.41%，而其中相当大的为天然气，城市化进程的推进必将致使天然气需求量的猛增。自来水方面，2011 年，中国城市人均日生活用水量为 170.94 升，按照此标准 1078 万人从农村转向城镇的人口，可以预计，城镇化将使得未来每年全国新增约 6726 亿升自来水的需求量。

此外，由于对电力、天然气、自来水的需求增加将引致管道等设备的安装需求，也会成为城镇化带来的利润增长点之一。

三、公司通过定向增发实现外延式扩张

（一）2010 年定增投向泗耳河水电站和德宏州天然气供气工程

2010 年 3 月 31 日，广安爱众与四川省水电投资经营集团有限公司签署《关于对四川星辰水电投资有限公司增资扩股协议》，约定本公司以 33,000 万元现金对星辰水电公司增资，增资完成后本公司持有星辰水电 75.86% 股权；在泗耳河一、二、三级电站建成投产后 1 年内，水电集团有权按照市场公允价转让所持有的星辰水电公司 24.14% 股权，广安爱众承诺不放弃股东的优先受让权，否则承担 3,000 万元的违约责任；广安爱众对星辰水电公司增资完成后，双方按各自持股比例为星辰水电公司的金融机构贷款承担担保责任。

公司于 2010 年 9 月非公开发行人民币普通股（A 股）5860 万股，募集资金净额为 379,672,000 元，增发价格 6.72 元/股。本次募集资金分别用于向四川星辰水电投资有限公司、云南德宏州爱众燃气有限公司增资 33,000 万元和 5,000 万元，用于泗耳河一级、三级电站建设和云南德宏州芒市、瑞丽市城市天然气管道（一期）建设。

云南德宏州芒市、瑞丽市城市管道天然气供气工程（一期）项目建设期 2 年，建成后形成芒市 LNG 气化接收站一座、瑞丽 CNG 供气站一座、芒市中压输气管道 21.8 公里、瑞丽市中压输气管道 19.4 公里等完整的城市燃气管道供应系统。根据芒市和瑞丽市城市发展规划：到 2020 年瑞丽市城市规划人口将达 18 万人，芒市城市规划人口达 22 万人，预测芒市和瑞丽市发展用户 10.2 万户，供气规模达 1,124 万立方米/年。

（二）2013 年定增用于收购新疆富远在建水电站和变电站改扩建

2013 年 1 月 23 日，公司非公开发行人民币普通股（A 股）12,500 万股，募集资金净额为 517,739,821.80 元，股票增发价 4.32 元/股。此次非公开发行募集资金将全部用于**在建水电站的收购和变电站的改扩建**。本次发行完成、未来几年投资项目建成后，公司拥有的电力装机容量将从 27.3 万千瓦增加到 48.3 万千瓦，年发电量大大增加，公司电力业务仍将是公司利润的重要来源。

广安区凉滩至恒升 110kV 输变电工程，建设期 1 年，该项目总投资为 3,283 万元，该项目主要由恒升 110kV 变电站、凉滩~恒升 110kV 线路、配套工程部分构成。

新疆富远公司主要资产为哈德布特水电站和双红山水电站，哈德布特水电站设计装机容量为 20 万 KW，双红山电站设计装机容量为 1 万 KW。截至目前，双红山水电站已投产发电；哈德布特水电站目前尚处于建设期，预计 2013 年 4 月 30 日前全部机组投产发电。达产后双红山水电站和哈德布特水电站设计年发电量分别为 0.33 亿和 6.04 亿千瓦时。

四、泗耳河水电站总装机容量 8.1 万千瓦

星辰水电拥有泗耳河一级、二级、三级电站开发建设权，总装机为 8.1 万千瓦。泗耳河一级电站静态总投资为 16,449.33 万元，全部用募集资金投入；三级电站静态总投资为 22,317.63 万元，其中募集资金投入 16,550.67 万元，其余资金由公司自筹解决。项目建成后，一级电站装机容量为 2 万千瓦，三级电站装机容量为 2.5 万千瓦，年发电量分别为 8,069 万千瓦时、11,268 万千瓦时。

随着泗耳河二级电站 2#、1#机组先后并网投入运行，公司在役水电站装机容量由 19.2 万 KW 增长到 22.8 万 KW，在建水电站装机容量 4.5 万 KW。根据公司 2012 年 7 月 9 日公告，泗耳河二级电站 2#机组（1.8 万 KW）已顺利通过 72 小时试运行试验，并于 2012 年 7 月 5 日并入国家电网正式投入商业运行。根据 2012 年 12 月 4 日公司公告，泗耳河二级电站（总装机容量 2*1.8 万 KW）1#机组（1.8 万 KW）已顺利通过 72 小时试运行试验，并于 2012 年 12 月 3 日正式投入商业运行。至此，星辰水电二级水电站已全部投入商业运行。

2012 年 6 月开工建设的泗耳河一级水电站，装 2 台 10MW 机组，总装机容量 20MW，年平均发电量 8069 万千瓦时。工程主要建筑物有非溢流坝段、泄洪（冲砂）闸、发电引水系统（隧洞长约 8 公里）、发电厂房及升压开关站、泡子沟引水建筑物等。预计 2013 年底，首台机组发电。

泗耳河三级水电站设计水头 185 米，设计发电流量 16 立方米/秒，电站装机容量 2 台 1.25 万 KW，多年平均发电量 11268 万千瓦时，工程主要建筑有首部枢纽、发电输水建筑、发电厂房及升压站组成。预计 2013 年 12 月 31 日，首台机组发电。

五、云南德宏州项目受益中缅石油管道

（一）云南德宏州爱众燃气公司简介

2008 年 3 月 28 日，四川广安爱众股份有限公司与德宏州傣族景颇族自治州人民政府签订了《德宏州城市管道天然气特许经营出让协议书》，取得了整个德宏州二市三县，包括芒市、瑞丽市（含姐告、畹町）、陇川县、盈江县、梁河县的城市管道燃气和车用 CNG 天然气 30 年的独家特许经营权。

2008 年 4 月 7 日，爱众股份发起成立了控股子公司——云南省德宏州爱众燃气有限公司——注册资金 3000 万元，主要经营包括德宏州内以管道输送形式向用户供应燃气，并提供相关管道天然气设施的安装、维护、运行、抢修抢险业务，以及车用清洁能源等燃气相关业务。

2012 年 7 月，控股股东通过非公开发行方式募集资金 3.8 亿元人民币，其中 5000 万用于德宏州城市管道燃气工程项目，公司注册资金由 3000 万元增资到 8000 万元。

2008 年 9 月，芒市和瑞丽城市天然气管道工程（一期）工程项目在德宏州发展和改革委员会立项，2009 年 4 月 30 日初步设计获批。芒市城市天然气工程 2009 年 5 月 18 日开工建设，2010 年 1 月 16 日点火通气。瑞丽市城市管道天然气工程 2009 年 10 月开工建设，2010 年 8 月点火通气。截止 2011 年 5 月底，经过近三年的努力，新建液化天然气储配站 2 座，新建城区管网 40 余公里，公司已初步完成城市管道天然气工程建设工作，芒

市和瑞丽市发展天然气用户 10000 余户，实现公司的既定目标。

近期气源为 LNG。在中缅输气管道通气前，只建设瑞丽市和芒市城市天然气管道工程，气源采用重庆、贵州等地生产的液化天然气作为过渡。公司已分别与重庆民生燃气有限公司、新奥集团签订了 LNG 供气协议，LNG 供应量为 40t/天（约 5.4 万立方米/天）。

具体输配气流程如下：液化天然气气源利用槽车拉运至芒市的液化天然气接收站汽化后，一路经压缩机增压后输至运往瑞丽的压缩天然气槽车中，拉运至瑞丽供气子站，后经过滤分离、调压、计量供中心城区用户用气；一路经过滤分离、调压、计量后输往城区中压管网，再经箱式调压器调压后送至芒市城区用户。

远期气源由中缅输气管道提供。中缅输气管道点火通气后，将建设与中缅输气管道对接的长输管道。届时，将全面启动德宏州二市三县的天然气工程建设，气源更加稳定，价格较为便宜，同时汽车也将用上清洁、高效的天然气燃料。具体输配气流程如下：中石油中缅管道送来的天然气，由芒市分输站经高压输气管道（1.6 兆帕~4.0 兆帕）输送至风平储配门站经调压后，进入中压管网（0.4 兆帕），最后经中低压调压器调压至 3000 压强后输送给用户。

待中缅管道供气后，新建芒市广母压缩天然气加气母站 1 座，一路供该母站汽车加气，一路经压缩天然气槽车运往梁河县、盈江县、陇川县子站，分别供梁河县、盈江县、陇川县城区用户和汽车供气。

公司下一步工作重点：一是加强经营管理工作，加大发展新老城区用户力度，提高售气量；二是根据中缅输气管道通气的实现情况，充分利用好募集资金，做好中缅输气管道通气前的准备工作，2012 年建设与中缅输气管道连接的高压输气管道和 CNG 站，2013 年与中缅输气管道同步实现通气，以实现新的利润增长点；三是组号盈江县、陇川县、梁河县城市燃气工程的规划、建设等前期准备工作。

（二）中缅油气管道工程简介

中缅输气管道起于缅甸西海岸，经过曼德勒、木姐进入中国云南瑞丽，再经保山、大理、楚雄、昆明、曲靖进入贵州，最终到达广西南宁。2009 年 10 月正式开工建设。输气干线设计压力 10 兆帕，输气口径 1,016mm，年输气能力 120 亿立方米，中缅管道天然气资源来源于中国石油天然气集团已获得采购权的缅甸 A1 和 A3 气田。缅甸 A1 和 A3 天然气油田蕴藏着丰富的天然气，已经探明的储量高达 7 万 7 千多亿立方米。

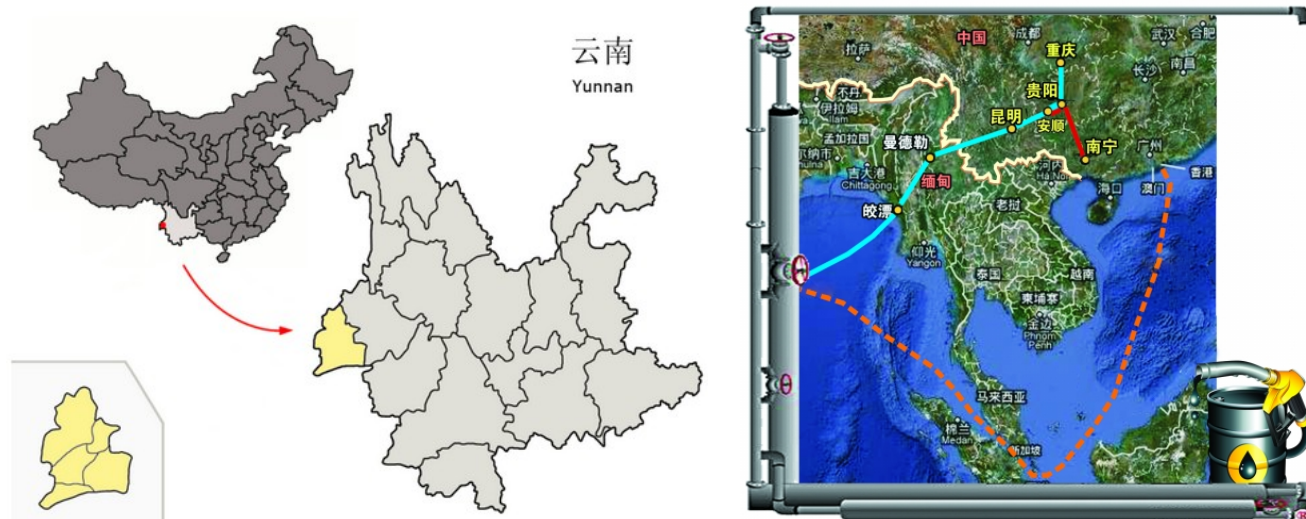
中缅原油管道将成为中国继中东航线、非洲航线和东南亚航线之外的**第四条通道**，且不许经过马六甲海峡，对中国经济、军事、安全等意义非凡。

中缅天然气管道在缅甸境内段长 793 公里，并在缅甸西海岸皎漂配套建设原油码头。两条管道均起于缅甸皎漂市，**从云南瑞丽进入我国境内后**，原油管道经贵州达到重庆，干线长 1631 公里，天然气管道经贵州到达广西，干线长 1727 公里。

中缅油气管道工程中国境内段，是中缅两国政府规划建设的中缅两国政府规划建设的从缅甸西海岸至中国西南的原油天然气管道工程的重要组成部分。原油管道设计能力为 2200 万吨/年，天然气管道年输气能力为 120 亿立方米/年。中缅油气管道境内段途径 3 个省 1 个省直辖市 23 个地级市 73 个县市，穿越或跨越大中型河流 56 处，山体隧道 76 处。沿线地形地貌、地质条件复杂，地质灾难频发，是目前我国管道建设史上难度最大的工程之一。在中缅油气管道境内段工程开工的同时，**云南配套炼油项目**在昆明奠基。这是与中缅原油管道配套建设的下

游项目，整个项目计划于 2013 年建成。

图 7：德宏州在中国版图上的位置以及中缅汽油管道线路图



资料来源：宏源证券，中国石油新闻中心

（三）中缅天然气管道计划因缅甸动荡而被推迟

通气前，气源主要采用重庆、贵州等地生产的液化天然气，天然用户主要针对芒市和瑞丽市城区用户，截止 2011 年 5 月底已经天然气用户 10000 余户。通气后，将全面启动德宏州二市三县的天然气工程建设，气源更加稳定，气费价格较为便宜，同时汽车也将用上清洁、高效的天然气燃料。

对中缅天然气管道通气后天然气用户数量进行简单估计，2010 年人口，瑞丽市和芒市总人口约 57 万人，天然气用户已 10000 余户；而新的市场梁河县、盈江县和陇川县的总人口约 64 万人，按比例粗略估计，三县的天然气用户也应有 10000 左右的水平。此外，由于通气后，汽车也将用上天然气燃料，这对两市三县来说为一个大的未开发市场，会新增相当多的天然气用户。由此看来，天然气用户将在中缅天然气管道通气后有一个迅猛增长的过程。至少 20000 天然气用户。

中缅天然气管道原计划于 2013 年 5 月份通气，后因缅甸地区社会动荡而被推迟。

表 4：2010 年德宏州第六次全国人口普查-常住人口县市分布

县 市	人口数（人）
瑞丽市	180627
芒市	389891
梁河县	154175
盈江县	305167
陇川县	181580

资料来源：德宏州统计局

六、收购新疆富远能源

2011年9月2日广安爱众与新疆富远股东签署了《股权转让协议书》，本次股权转让标的为合计持有新疆富远90%股权的股东各自持有的股份。

新疆富远成立于2007年6月20日，注册资本10000万元。新疆富远公司主要资产为哈德布特水电站和双红山水电站。哈德布特水电站，设计装机容量为20万KW，双红山水电站设计装机容量为1万KW。哈德布特水电站工程位于额尔齐斯河上游干流河段，地处新疆维吾尔自治区富蕴县境内，为引水式水电站。双红山水电站位于额尔齐斯河干流流域，是额尔齐斯河流域梯级开发水电站的第七级，为河床式水电站。截至目前，双红山水电站已投产发电；哈德布特水电站目前尚处于建设期，预计2013年4月30日前全部机组投产发电。达产后，双红山水电站和哈德布特水电站设计年发电量分别为0.33亿和6.04亿KWH。

表5：新疆富远股东持股比例

投资者名称	收购前持股比例（%）	转让股份比例（%）
广东连新水电开发有限公司	30.00	30.00
清远市连上电力发展有限公司	30.00	20.00
清远市金森源能源发展有限公司	20.00	20.00
清远市世纪能源发展有限公司	20.00	20.00
合计	100.00	90.00

资料来源：公司公告

新疆地区上网电价是采取一站一价式，哈德布特电站、双红山电站建成后，上网电价将由国家发改委进行审批，这会影响未来收益额预测的可靠性。按照股权转让合同工，股权转让方协调相应主管部门，目标两座水电站的上网销售均价达到0.324元/千瓦时以上。

本次收购的单位电能投资成本约为2.68/度，在国内水电站单位电能投资成本允许的合理范围内。公司收购新疆富远90%股权符合公司发展战略和主营业务布局，资产质量优良。此次收购后公司拥有的电力总装机容量将增加，发电能力大大提高，公司的业务规模和核心竞争力进一步增强。同时也为公司构筑新的发展平台，带来新的利润增长点，提高公司的盈利能力。

七、可比公司财务分析

我们选取了在电力、燃气、水务领域各具代表性的上市公司，并与广安爱众做财务指标的横向对比。对比发现，虽然公用事业本身均具有稳定性的特点，但公司由于同时经营区域内的水电气三类业务，表现更为稳健。虽然公司总体规模不大，但资产负债率一直稳定在 63% 附近，营业收入和净利润规模增速、毛利率、ROE 等波动不大。

表 6：可比公司财务指标对比

证券代码	证券名称	ROE(%)				销售毛利率(%)				净利率(%)			
		2009A	2010A	2011A	1-3Q2012	2009A	2010A	2011A	1-3Q2012	2009A	2010A	2011A	1-3Q2012
600979.sh	广安爱众	11.77	8.53	6.65	5.66	39.58	37.40	33.97	35.47	8.63	8.27	5.73	6.86
600900.sh	长江电力	9.29	12.85	11.46	12.29	58.09	61.90	59.31	66.88	41.93	37.59	37.20	43.13
600886.sh	国投电力	7.96	5.48	2.56	5.84	28.10	22.87	17.05	23.51	8.47	6.67	3.10	7.56
600795.sh	国电电力	10.68	11.87	13.99	8.48	18.96	15.06	15.92	19.82	10.92	7.91	8.90	8.25
600011.sh	华能国际	13.15	7.55	2.46	8.06	16.03	11.01	8.70	15.59	6.76	3.53	1.02	4.99
600333.sh	长春燃气	6.04	6.32	5.23	3.88	18.52	14.48	14.50	14.69	4.68	4.80	3.98	3.81
000593.sz	大通燃气	29.71	2.14	16.66	1.00	30.52	32.02	34.03	27.36	21.65	2.13	9.21	1.07
600635.sh	大众公用	8.75	10.11	11.52	6.76	11.19	9.60	8.85	10.18	9.06	10.16	17.85	10.12
600649.sh	城投控股	7.13	7.39	9.00	10.42	30.96	33.12	23.81	15.28	23.37	22.50	24.29	35.95
600168.sh	武汉控股	4.86	7.11	3.75	2.52	3.06	14.66	-6.75	-10.75	22.84	22.82	22.18	23.22
600566.sh	洪城股份	1.52	1.64	1.52	0.87	28.88	28.41	30.56	25.90	3.48	3.58	3.30	2.55
证券代码	证券名称	资产负债率(%)				流动比率				速动比率			
		2009A	2010A	2011A	1-3Q2012	2009A	2010A	2011A	1-3Q2012	2009A	2010A	2011A	1-3Q2012
600979.sh	广安爱众	65.76	62.93	62.85	63.60	0.37	0.93	0.63	0.54	0.34	0.89	0.59	0.50
600900.sh	长江电力	61.78	57.98	56.91	54.48	0.22	0.11	0.13	0.14	0.21	0.11	0.13	0.13
600886.sh	国投电力	81.49	84.01	82.01	81.58	0.36	0.32	0.49	0.49	0.33	0.28	0.45	0.45
600795.sh	国电电力	73.30	75.66	77.91	78.95	0.19	0.18	0.27	0.30	0.16	0.14	0.22	0.24
600011.sh	华能国际	74.89	72.83	77.14	75.56	0.39	0.36	0.37	0.42	0.32	0.29	0.29	0.34
600333.sh	长春燃气	32.68	40.94	45.39	48.28	1.25	1.06	0.71	0.64	0.86	0.78	0.44	0.39
000593.sz	大通燃气	51.96	58.34	48.89	45.57	1.09	0.61	0.72	0.60	1.00	0.52	0.53	0.35
600635.sh	大众公用	58.21	56.34	54.61	57.21	0.31	0.36	0.37	0.68	0.23	0.28	0.28	0.53
600649.sh	城投控股	44.07	50.33	51.04	49.67	2.49	1.81	2.07	1.99	0.67	0.42	0.33	0.33
600168.sh	武汉控股	51.79	46.01	42.85	40.86	1.40	1.70	1.82	1.87	0.72	0.69	0.79	0.81
600566.sh	洪城股份	38.67	39.72	45.23	47.77	1.32	1.05	1.27	1.26	1.01	0.74	0.88	0.80
证券代码	证券名称	营业总收入同比增长率(%)				归属母公司股东净利润同比增长率(%)				营业总收入(亿元)			
		2009A	2010A	2011A	1-3Q2012	2009A	2010A	2011A	1-3Q2012	2009A	2010A	2011A	1-3Q2012
600979.sh	广安爱众	7.94	23.06	23.01	12.99	33.32	15.22	7.20	62.03	6.15	7.57	9.31	7.72
600900.sh	长江电力	17.51	98.64	-5.39	26.49	15.35	78.14	-6.39	36.56	110.15	218.80	207.00	200.35
600886.sh	国投电力	8.48	33.82	24.20	2.43	-19.31	-6.94	-48.60	86.09	119.17	159.48	217.04	178.64
600795.sh	国电电力	18.29	19.98	23.20	10.54	791.68	-3.83	50.15	13.83	194.47	407.72	505.58	407.85
600011.sh	华能国际	10.45	30.81	27.91	0.31	242.61	-30.24	-64.22	197.41	797.42	1,043.08	1,334.21	1,001.17
600333.sh	长春燃气	-11.72	9.60	1.48	0.26	-16.26	11.30	-13.74	173.60	16.28	17.84	18.11	13.58
000593.sz	大通燃气	17.38	-13.93	96.14	-14.91	2,289.47	-91.62	757.59	-87.78	3.30	2.84	5.57	2.98
600635.sh	大众公用	12.67	3.65	2.33	2.35	27.52	42.72	89.07	-31.47	34.16	35.40	36.23	27.81
600649.sh	城投控股	4.47	16.06	20.19	43.73	-40.11	11.54	29.42	48.86	33.59	38.98	46.85	38.63
600168.sh	武汉控股	34.33	54.22	-43.64	-20.31	27.25	53.18	-44.91	-15.09	3.19	4.92	2.77	1.82
600566.sh	洪城股份	4.24	6.81	1.40	-5.28	-8.01	9.78	-6.45	-44.32	2.22	2.37	2.40	1.80
证券代码	证券名称	存货周转率				应收账款周转率				净利润(百万元)			
		2009A	2010A	2011A	1-3Q2012	2009A	2010A	2011A	1-3Q2012	2009A	2010A	2011A	1-3Q2012
600979.sh	广安爱众	18.45	21.30	22.85	15.04	22.61	27.90	30.96	20.55	0.48	0.56	0.60	0.54
600900.sh	长江电力	19.34	28.41	26.15	17.54	7.77	16.61	15.58	7.48	46.17	82.25	77.00	86.40
600886.sh	国投电力	13.54	15.41	16.92	12.96	9.80	8.29	9.89	7.10	5.31	4.94	2.59	6.84
600795.sh	国电电力	13.85	16.10	12.32	8.60	10.55	10.86	9.34	7.10	15.95	24.01	36.47	23.48
600011.sh	华能国际	14.47	20.02	19.16	11.39	9.48	10.45	10.64	7.24	50.81	35.44	12.68	41.95
600333.sh	长春燃气	5.12	5.95	5.43	3.58	11.45	21.60	22.37	11.35	0.75	0.83	0.72	0.55
000593.sz	大通燃气	13.73	9.27	10.51	4.61	118.59	52.21	61.10	37.36	0.71	0.06	0.51	0.03
600635.sh	大众公用	7.26	10.74	10.46	6.88	19.48	16.61	14.75	11.87	2.21	3.15	4.19	2.52
600649.sh	城投控股	0.32	0.26	0.28	0.24	9.68	12.54	21.56	15.86	7.61	8.49	10.99	13.47
600168.sh	武汉控股	0.81	0.96	0.67	0.45	5.95	8.53	4.49	3.21	0.72	1.11	0.61	0.42
600566.sh	洪城股份	1.74	1.75	1.45	0.91	1.45	1.54	1.40	0.92	0.08	0.08	0.08	0.05

资料来源：宏源证券，Wind

八、业绩预测及投资建议

公司在最新发布的 2012 年年报中明确 2013 年的工作计划,这让我们对今年的业绩预测有了更可靠的分析依据。分产品看,2013 年力争实现发电量 9.64 亿千瓦时,售电量 15.62 亿千瓦时,售水量 3776 万吨,售气量 1.10 亿立方米。对于募投项目,公司提出:一是要统筹规划,积极推进云南德宏募投项目建设,确保在中缅油气管线全面贯通投运前形成供给能力并有效的发挥效益。二是要加强绵阳泗耳河二级电站的运营管理,确保多发电,多上网,多产生效益。同时,泗耳河一、三级电站建设按计划有序推进,确保一、三级电站在 2013 年底投产发电。三是要抓好新疆富远项目的接管和整合,确保哈德布特电站在保证质量的前提下快速推进建设进度,力争在 2013 年底首台机组投产发电。四是立即启动广安区凉滩至恒升 110kV 输变电工程项目的建设,确保募集资金按进度合规使用。

基于前面的分析,公司可见的主要增长点来自于发电、供电业务。2011 年底公司拥有水电站装机容量 19.2 万 KW。2012 年内泗耳河二级电站 2#、1#机组先后投产发电,增加 3.6 万 KW。今年年底,泗耳河一级、三级电站投产发电后又分别新增 2 万 KW、2.5 万 KW。另外,收购新疆富远双红山电站、哈德布特电子又将分别新增 1 万 KW、20 万 KW 的装机容量。与此同时,将新增发电量 8.3 亿千瓦时/年。另外,德宏州天然气供气项目将为公司新增 1124 万立方米/年的售气量,只是需要我们对项目完工的时点后延。据此我们对公司主营业务做出如下预测。

表 7: 公司主营业务预测及关键假设

	2009A	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
发电量(亿千瓦时)	4.92	4.49	6.91	7.83	<u>9.64</u>	<u>17.94</u>	<u>18.00</u>
售电量(亿千瓦时)	7.42	8.19	11.67	13.34	<u>15.62</u>	<u>25.00</u>	<u>28.00</u>
售水量(万吨)	2289	2444	2818	3211	<u>3776</u>	<u>3776</u>	<u>3776</u>
售气量(万立方米)	6073	7542	8545	10149	<u>11000</u>	<u>13000</u>	<u>14924</u>
发电量同比增长	0%	-8.74%	53.90%	13.29%	<u>23.12%</u>	<u>86.10%</u>	<u>0.33%</u>
售电量同比增长	3.78%	10.38%	42.49%	14.34%	<u>17.09%</u>	<u>60.05%</u>	<u>12.00%</u>
售水量同比增长	15.90%	6.76%	15.32%	13.95%	<u>17.60%</u>	<u>0.00%</u>	<u>0.00%</u>
售气量同比增长	24.70%	24.20%	13.29%	18.77%	<u>8.39%</u>	<u>18.18%</u>	<u>14.80%</u>
发电量/售电量	66.31%	54.82%	59.21%	58.70%	<u>61.72%</u>	<u>71.76%</u>	<u>64.29%</u>
售电单价(元/千瓦时)	0.45	0.50	0.42	0.42	<u>0.42</u>	<u>0.42</u>	<u>0.42</u>
售水单价(元/吨)	1.67	1.86	1.87	1.88	<u>1.88</u>	<u>1.88</u>	<u>1.88</u>
售气单价(元/立方米)	1.60	1.53	1.88	2.05	<u>2.05</u>	<u>2.05</u>	<u>2.05</u>
售电收入(百万元)	331.62	411.54	484.88	559.25	<u>656.04</u>	<u>1050.00</u>	<u>1176.00</u>
售水收入(百万元)	38.21	45.36	52.78	60.45	<u>70.99</u>	<u>70.99</u>	<u>70.99</u>
售气收入(百万元)	97.01	115.16	160.51	208.20	<u>225.50</u>	<u>266.50</u>	<u>305.94</u>
安装和其他收入(百万元)	94.89	111.64	155.05	158.93	<u>180.00</u>	<u>180.00</u>	<u>180.00</u>
合计(百万元)	561.73	683.69	853.22	986.82	<u>1132.53</u>	<u>1567.49</u>	<u>1732.93</u>

资料来源:宏源证券

综合看来，我们预计公司 2013/2014/2015 年 EPS 分别为 0.17/0.25/0.32 元，对应 PE 分别为 34/22.3/17.6 倍。外延扩张仍是公司长期的发展战略，泗耳河一级、三级水电站投产发电、中缅石油管道的建成使用和新疆富远的收购将成为公司股价的催化剂。我们暂时给与公司“增持”评级，目标价 6.80 元。

表 8：公司未来三年盈利预测及核心假设

单位:百万元									
利润表	2012A	2013E	2014E	2015E	现金流量表	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	1102	1244	1720	2102	经营活动现金流				
YoY	18%	13%	38%	22%	净利润	64	119	181	228
营业成本	729	801	1098	1329	折旧与摊销	111	115	138	156
营业税金及附加	16	19	26	32	财务费用	96	67	97	125
销售费用	71	75	100	116	非经常性/非经营性损益	-9	-25	-30	-35
管理费用	126	149	189	231	营运资金的减少	-20	-405	13	10
EBITDA	271	315	446	551	长期经营性负债的增加	0	24	0	0
YoY	16%	17%	41%	24%	经营活动现金流净额	242	-105	399	485
EBIT	159	200	308	395	投资活动现金流				
财务费用	93	67	97	125	固定资产购建	-309	-250	-250	-250
非经营性/经常性损益	21	25	30	35	无形资产购建	0	-10	-10	-10
利润总和	88	158	241	305	非经常性或非经营性损益	19	25	30	35
所得税费用	24	40	60	76	非核心资产的减少	-1	-5	0	0
净利润	64	119	181	228	投资活动现金流量净额	-290	-240	-230	-225
YoY	19%	87%	52%	26%	筹资活动现金流				
少数股东损益	(3)	0	0	0	短期借款增加	-88	-180	44	34
归属母公司所有者净利润	66	119	181	228	长期借款增加	367	705	600	511
YoY	11%	79%	52%	26%	股本及资本公积增加	0	540	0	0
资产负债表	2012A	2013E	2014E	2015E	财务费用及红利等	-122	-67	-97	-125
资产					筹资活动现金流量净额	158	999	547	420
货币资金	462	1116	1832	2511	现金及现金等价物净增加额	110	654	716	679
应收款项	109	124	172	210	现金及现金等价物期末余额	462	1116	1832	2511
预付款项	45	48	67	82	主要财务指标	2012A	2013E	2014E	2015E
存货	50	55	77	94	盈利能力				
其他流动资产	0	0	0	0	ROE	5.1%	6.2%	8.7%	9.9%
流动资产合计	666	1343	2148	2897	净利率	5.8%	9.6%	10.5%	10.9%
固定资产	2389	2658	2842	2976	毛利率	33.8%	35.6%	36.2%	36.8%
在建工程	354	227	164	132	营业费用率	6.5%	6.0%	5.8%	5.5%
无形资产	81	83	84	86	管理费用率	11.5%	12.0%	11.0%	11.0%
非核心资产	145	150	150	150	财务费用率	8.4%	5.4%	5.6%	6.0%
非流动资产合计	2969	3118	3240	3343	资本结构				
资产总计	3635	4462	5388	6241	资产负债率	65.7%	57.3%	61.3%	62.9%
负债					权益乘数	2.92	2.34	2.58	2.70
短期借款	289	110	154	188	流动资产/总资产	18.3%	30.1%	39.9%	46.4%
应付款项	153	171	240	293	流动负债/总负债	54.8%	29.3%	27.1%	25.7%
预收款项	84	87	120	147	偿债能力				
其他应付款	189	180	180	180	流动比率	0.51	1.80	2.40	2.87
其他流动负债	594	200	200	200	速动比率	0.47	1.72	2.32	2.78
流动负债合计	1310	748	894	1008	产权比率	1.92	1.34	1.58	1.70
长期借款	803	1508	2108	2619	归属母公司股东权益/负债	0.41	0.64	0.55	0.52
长期经营性负债	96	100	100	100	营运能力				
其他非流动负债	180	200	200	200	存货周转率	18.63	15.32	16.68	15.58
非流动负债合计	1079	1808	2408	2919	应收账款周转率	12.06	10.68	11.61	11.00
负债合计	2388	2556	3302	3927	流动资产周转率	1.90	1.24	0.99	0.83
股本	593	718	718	718	固定资产周转率	0.52	0.49	0.63	0.72
资本公积金	152	567	567	567	总资产周转率	0.32	0.31	0.35	0.36
留存收益	236	355	535	764	每股和估值指标				
归属母公司股东权益	981	1640	1820	2049	EPS(元)	0.11	0.17	0.25	0.32
少数股东权益	265	265	265	265	BPS(元)	1.65	2.28	2.54	2.85
股东权益合计	1246	1905	2085	2314	P/E(x)	50.26	33.94	22.33	17.66
负债和股东权益合计	3634	4461	5387	6240	P/B(x)	3.40	2.46	2.22	1.97

资料来源：宏源证券

作者简介:

王风华: 宏源证券研究所首席分析师, 中小市值上市公司研究组组长, 《新财富》2012 年度最佳中小市值研究机构第四名。中国人民大学硕士研究生, 本科毕业于江西财经大学。15 年从业经历, 曾在多家券商任职, 任行业研究员、行业研究主管、所长助理等职, 2010 年加盟宏源证券研究所。主要研究覆盖: 宏观策略研究、区域经济主题、能源行业、煤炭电力行业、新兴产业、主题投资研究、中小市值上市公司研究等。

机构销售团队

华北区域	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
华东区域	张珺	010-88085978	13801356800	zhangjun3@hysec.com
	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
华南区域	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
	贾浩森	010-88085279	13661001683	jiahaosen@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越	0755-33968162	18682185141	zhaoyue@hysec.com
	孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
QFII	胡玉峰	010-88085843	15810334409	huyufeng@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据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, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。