

主营业务明显改善，未来增长关注房地产业务

谨慎推荐 (首次)

穗恒运 A (000531) 深度报告

风险评级：一般风险

2013 年 4 月 26 日

投资要点:

发电供热业务为主，多元化业务协同发展。公司为广州市属国有控股上市企业，主营电力、热力的生产和销售业务，同时开展房地产业务和投资金融公司业务等，经营发展趋于多元化。

- ◆ **多重优势使主营火电业务有保障。**火力发电业务是利润贡献的主要来源。公司下属两个电厂均位于广州经济开发区内，受益于明显的区域优势，电厂火电机组享受远高于全国水平的机组利用率和上网电价，并且省去电煤的二次运输成本，有效地控制了成本。另外，2012年下半年煤价成本的大幅下降使得公司2012年业绩得到大幅改善，而这将延续至2013年。
- ◆ **供热增长平稳，仍有发展空间。**公司旗下两家供热公司负责广州开发区东区的集中供热业务，两个热电联产的电厂则为西区的企业供热。东西两区供热半径均为15公里。公司拟立西区和东区供热管道，将西区两厂生产的蒸汽传输到东区，使东区供热半径扩展至20公里左右，仍有增长的空间。
- ◆ **房地产业务开始进入收获期。**公司科城山庄锦泽园房地产项目一期预计2013年底之前竣工，不过竣工到交房时间大约在1-2个月左右，因此预计预收款部分能在2013年确认收入，2014年是确认收入集中期。而第二期尚未开工，预计2013年开工，2014年竣工，2016年确认收入完毕。房地产业务将成为未来业绩新的增长点。
- ◆ **给予“谨慎推荐”评级。**我们预计公司2013-2015每股收益分别为1.12元、1.53元和1.17元，对应的估值分别为9.5倍、7.0倍和9.1倍，公司目标价为13.9元。主营业务的显著改善和非电业务的增长使得公司具有一定的估值优势，给予“谨慎推荐”评级。

公司主要财务指标预测表

指标	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	3,143.96	3,768.89	4,760.31	4,066.47
同比%	-5.72	19.88	26.31	-14.58
归属母公司净利润(百万元)	293.49	385.18	523.03	402.41
同比%	315.78	31.24	35.79	-23.06
毛利率%	23.22	25.46	25.55	24.18
ROE%	12.79	14.60	16.79	11.65
每股收益(元)	0.86	1.12	1.53	1.17
每股净资产(元)	7.20	8.35	10.03	11.33
市盈率(倍)	12.45	9.49	6.99	9.08
市净率(倍)	1.48	1.28	1.06	0.94

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

俞春燕

SAC 执业证书编号：  
S0340511010001

研究助理：饶志

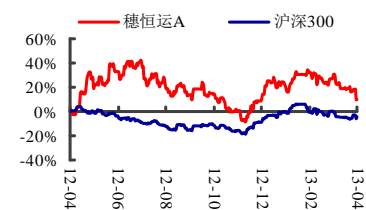
电话：0769-22119416

邮箱：raozhi@dgzq.com.cn

主要数据 2013 年 4 月 25 日

收盘价(元)	10.67
总市值(亿元)	37.75
总股本(百万股)	342.54
流通股本(百万股)	338.21
ROE (TTM)	12.26%
12 月最高价(元)	14.33
12 月最低价(元)	8.85

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

相关报告

## 目录

1. 公司简介 .....	4
1.1 发电供热业务为主，多元化业务发展 .....	4
1.2 火电厂股权收购完成 .....	4
2. 多重优势使火力发电业务有保障 .....	5
2.1 电厂所处位置具有核心区域优势 .....	5
2.2 机组利用率显著下降，但仍远高于全国水平 .....	7
2.3 电煤价格下降明显改善业绩 .....	8
2.4 电煤运输成本得到有效控制 .....	8
3. 供热增长平稳，仍有发展空间 .....	9
4. 立足主业，探索多元化经营 .....	10
4.1 房地产业务步入收获期 .....	10
4.2 金融业务波动性较大 .....	11
5. 投资建议和结论 .....	13
5.1 盈利预测 .....	13
5.2 给予“谨慎推荐”评级 .....	13
5.3 风险提示 .....	13

## 插图目录

图 1: 公司 2012 年营业收入结构 .....	4
图 2: 公司股权结构 .....	4
图 3: 广州和全国用电量增长对比 .....	6
图 4: 广州开发区经济技术指标（单位：亿元） .....	6
图 5: 近几年公司上网电量增长情况 .....	6
图 6: 火电设备平均利用小时对比 .....	7
图 7: 公司电厂地理位置 .....	9
图 8: 电力业务毛利率增长情况 .....	9
图 9: 公司供热区域位置 .....	9
图 10: 蒸汽收入及增长 .....	10
图 11: 供热公司售气量及增长 .....	10
图 12: 广州证券营收及同比增长 .....	12
图 13: 广州证券手续费及佣金收入构成 .....	12
图 14: 广州证券净利润及同比增长 .....	12
图 15: 公司投资收益 .....	12

## 表格目录

表 1: 2012 年公司旗下电厂投运情况 .....	5
表 2: 公司上网电价（含税）（单位：元/千瓦时） .....	8

---

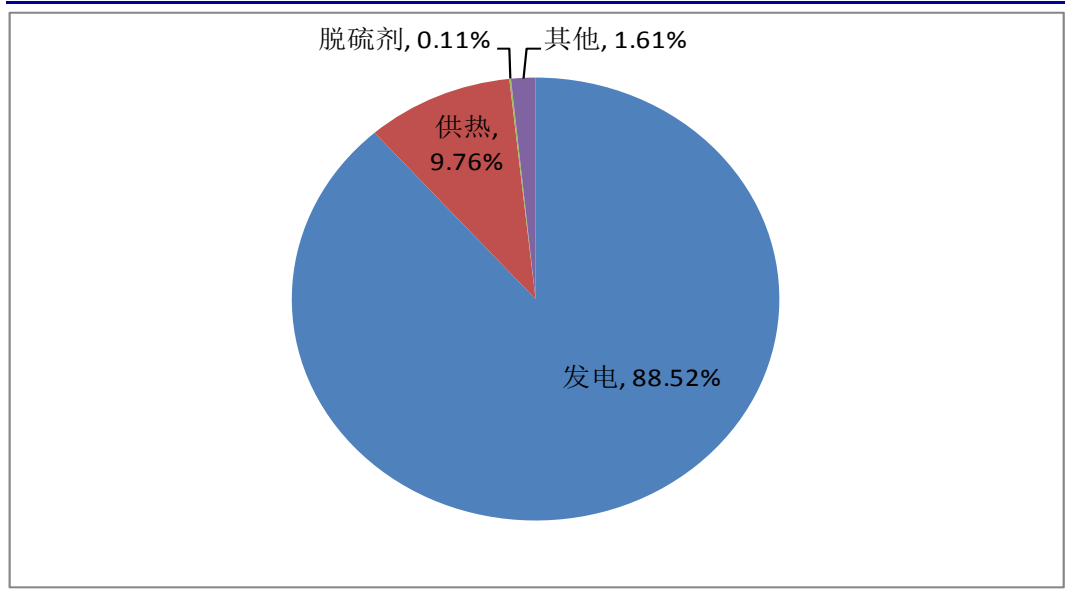
表 3: 公司 2013 年 EPS 对机组利用率及电煤价格敏感性预测表.....	8
表 4: 锦泽公司竞拍土地资料 .....	11
表 5: 价值估算表 .....	13

## 1. 公司简介

### 1.1 发电供热业务为主，多元化业务发展

公司全称广州恒运企业集团股份有限公司，简称穗恒运 A，是广州市属国有控股上市企业，位于珠三角中心-广州经济开发区西区，公司前身是一小型火力发电厂，目前发展成为拥有多家发电企业和参控股企业的大型能源企业，主营电力、热力的生产和销售业务，其中发电业务为公司利润的主要来源，同时开展房地产业务和投资金融公司业务等，经营发展趋于多元化。

图 1: 公司 2012 年营业收入结构



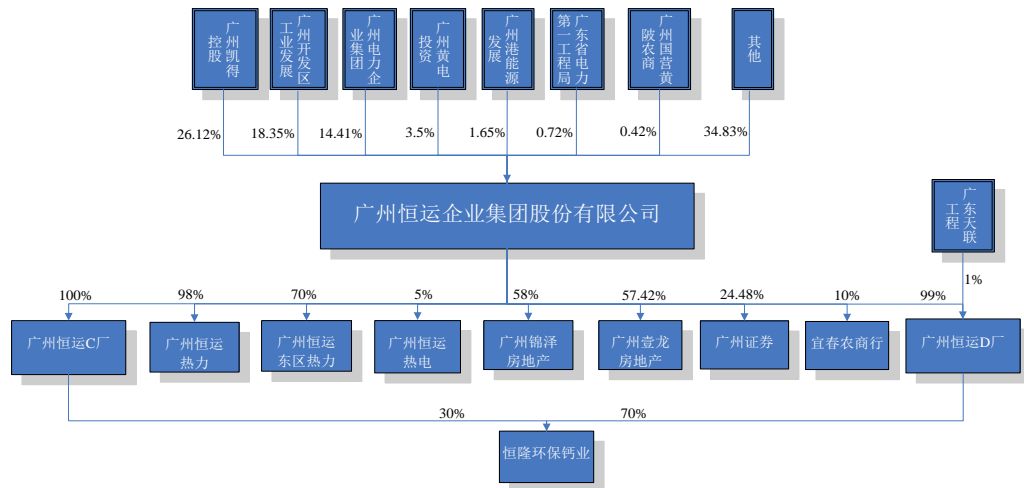
资料来源：东莞证券研究所，公司公告

### 1.2 火电厂股权收购完成

公司控股股东为国有独资的广州凯得控股有限公司，持股比例 26.12%。另一大股东广州开发区工业发展集团有限公司，持股比例 14.14%。两家公司均隶属于广州开发区管理委员会，因此实际控制人为广州开发区管理委员会，共计持股比例达到 40.95%。广州电力企业集团有限公司以 18.35% 的持股占比列为第二大股东。

公司旗下资产主要有恒运热电 C 厂和恒运热电 D 厂，经过一系列股权收购，已经 100% 控制恒运 C 厂，并控股恒运 D 厂 99%。公司还控股和参股多家企业，其中控股两家热力公司和两家房地产公司，参股广州证券和宜春农商行两家金融公司，间接持股恒隆环保钙业公司。

图 2: 公司股权结构



资料来源：东莞证券研究所整理，公司公告

## 2. 多重优势使火力发电业务有保障

公司主营业务为火力发电，是利润贡献的主要来源。自 2009 年，为了响应国家“上大压小”和节能环保政策，2009 年公司相继关停了 2 台 5 万千瓦和一台恒运 B 厂的 5 万千瓦的小型机组，目前公司只拥有恒运 C 厂和 D 厂的各两台火电机组，通过一系列电厂股权收购，火电控股装机规模已达到 102 万千瓦，权益装机容量 100.2 万千瓦，与其他火电企业相比，无论是总装机还是单个机组装机，规模仍比较小。

表 1：2012 年公司旗下电厂投运情况

机组名称	股权比例	总装机 (万千瓦)	权益装机 (万千瓦)	2012 年上网电量 (亿千瓦时)
恒运 C 厂#6 机组	100%	21	21	24.17*
恒运 C 厂#7 机组	100%	21	21	
恒运 D 厂#8 机组	99%	30	29.1	36*
恒运 D 厂#9 机组	99%	30	29.1	
合计		102	100.2	60.17

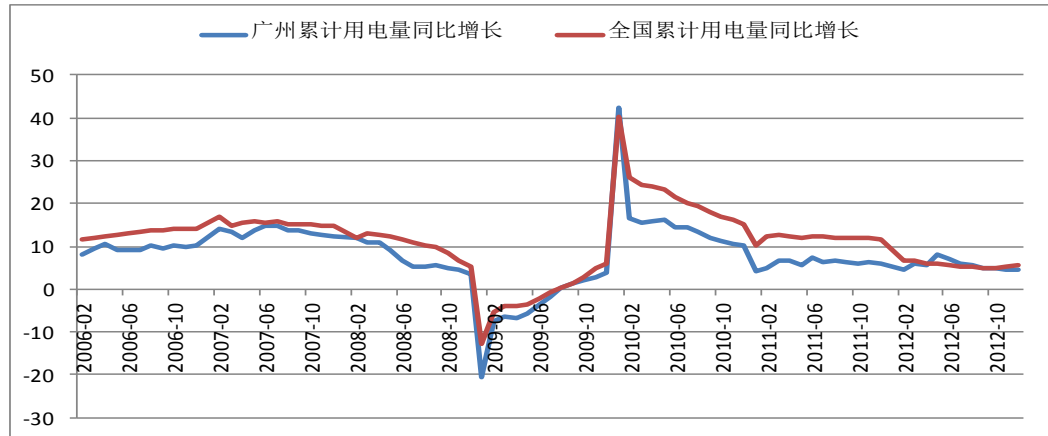
资料来源：东莞证券研究所，公司公告(注：带\*数据为估计值)

### 2.1 电厂所处位置具有核心区域优势

截止 2012 年，广东省累计 GDP 达到 5.7 万亿元，GDP 指数同比增长 8.9%。其中，广州市国内生产总值累计 1.35 万亿元，GDP 增速达 10.5%。而 2012 年全国 GDP 增速仅有 7.8%，可见广东省，尤其是广州市经济发展仍领先于全国，这就为广州市的用电需求稳定增长提供保障。由于广东省用电规模较大，用电需求虽然旺盛，但增速逐渐放缓。2012 年广州累计用电量 694.13 亿千瓦时，同比增长 4.61%；全国社会用电量累计同比增长 5.5%，广州用电量低于全国平均水平。加上 2011 年受到宏观经济面下行，用电需求增长进一步放缓。

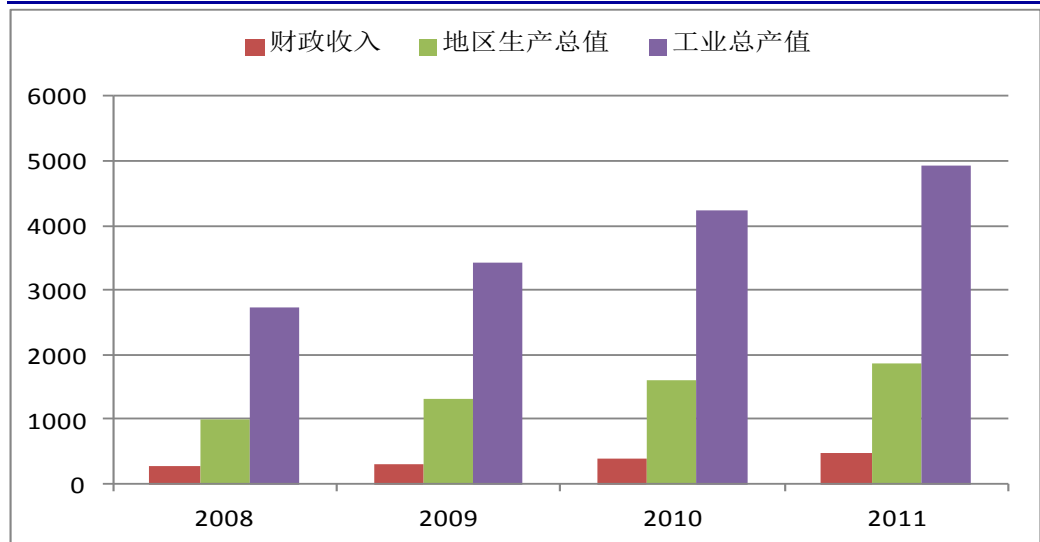
公司下属两个电厂恒运 C 厂和恒运 D 厂均位于广州经济开发区内，作为全国首批经济开发区，2011 年广州开发区生产总值达 1870 亿元，同比增长 15.6%；工业总产值达 4938 亿元，同比增长 16.8%。体现广州开发区经济增长较快，因此也是广州用电负荷中心。公司作为开发区内最大的发电企业和广州市主要的供电企业，旗下发电厂较强的核心区域优势，使得公司发电量能维持稳定的增长。不过，2011 年云南、贵州等西部来水情况较好，水力发电量增多，当地需求无法吸纳，多余的电量西电东输至广东，挤压了广东火电机组的发电空间，与用电需求增长放缓因素一并限制了公司上网电量增长。

图 3: 广州和全国用电量增长对比



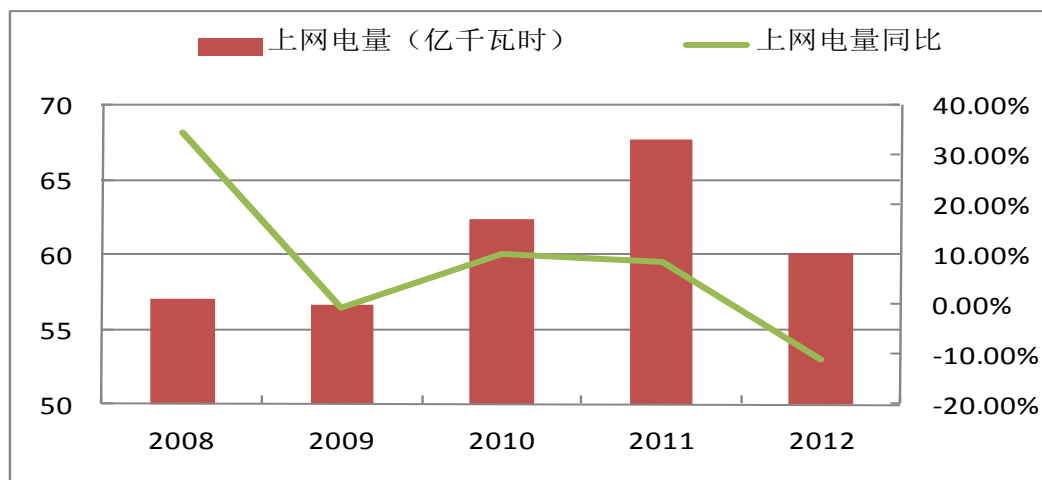
资料来源: 东莞证券研究所, Wind

图 4: 广州开发区经济技术指标 (单位: 亿元)



资料来源: 东莞证券研究所, 公开资料

图 5: 近几年公司上网电量增长情况



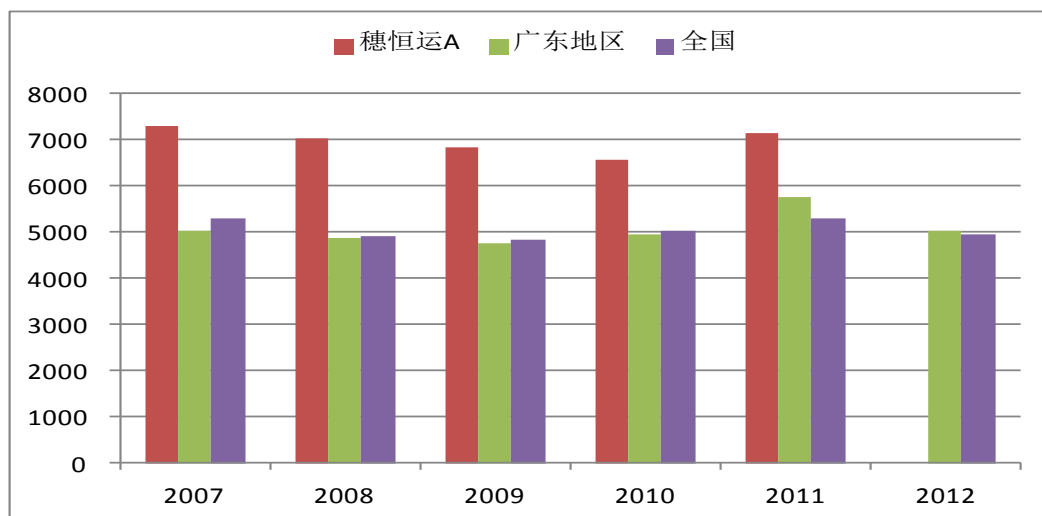
资料来源：东莞证券研究所，Wind

## 2.2 机组利用率显著下降，但仍远高于全国水平

受益于明显的区域优势，公司电厂火电机组享受远高于全国水平的机组利用率和上网电价。2011 年公司机组利用率高达超过 7000 多小时；2012 年，虽然受西电东输至广东和广东新增投产机组较多，公司机组利用率有所下降，但仍维持在 6300 多小时以上，而 2012 年同期广东火电机组利用仅有 5047 小时，全国机组利用率回落至 5000 小时以下，可见公司机组利用率远高于省内和全国水平。

无独有偶，由于处在经济发达的广东地区，在具有高机组利用率的同时，公司也享受高于全国水平的上网电价。2012 年恒运 C 厂和 D 厂机组均完成脱硝工程改造并分别通过广州市环保局和国家环保部的项目竣工环境保护验收，因此在原有脱硫电价基础上再上调 0.8 分/千瓦时的脱硝电价。2011 年底电价上调翘尾和脱硝电价的实施直接增加了发电收入，弥补部分因上网电量减少带来的收入损失。

图 6: 火电设备平均利用小时对比



资料来源：东莞证券研究所整理，Wind



**表 2：公司上网电价（含税）（单位：元/千瓦时）**

机组名称	2010	2011	2012
恒运 C 厂#6 机组	0.4962	0.521	0.529
恒运 C 厂#7 机组	0.5503	0.5751	0.5831
恒运 D 厂#8 机组	0.4962	0.521	0.529
恒运 D 厂#9 机组	0.4962	0.521	0.529

资料来源：东莞证券研究所，公司公告

### 2.3 电煤价格下降明显改善业绩

由于公司发电机组属热电联产，作为电厂发电和供热的主要成本，目前燃煤成本占电厂营业成本均在 70% 多，较之前 80% 有一定的下降，但燃煤始终是最主要的可变成本。而且广东沿海地区煤炭资源匮乏，但需求量较大。因此公司燃煤由母公司统一向中煤能源、神华能源和内蒙伊泰大型煤企采购。随着煤炭需求的减弱，电企议价能力的提高，煤电联动改革被提上议程，2013 年后已无计划煤和市场煤之分。然而公司对燃煤的市场价格敏感度很高，2012 年下半年煤价大幅下降对公司业绩影响依然较大，大致测算 2012 年标煤价格同比下降 10% 左右。受益于此，公司 2012 年业绩得到大幅改善，净利润增长超过 300%，而这将延续至 2013 年。

对于 2013 年，我们进行了电煤价格变化和机组利用率变化对公司 EPS 的影响预测。在其他条件不变情况下，电煤价格每下降 1%，EPS 将增加 0.042 元；机组利用率每下降 1%，EPS 将减少 0.061 元，可见相对煤价变化，公司业绩对机组利用率变化敏感度更高，在 2013 年电煤价格维持低位情况下，若机组利用率低于预期，或将吞噬因煤价下降带来的业绩增长。

**表 3：公司 2013 年 EPS 对机组利用率及电煤价格敏感性预测表**

EPS	机组利用率变化幅度							
	-3%	-2%	-1%	0%	1%	2%	3%	
综合煤价变动幅度	-5%	0.889	0.949	1.009	1.070	1.130	1.190	1.251
	-3%	0.803	0.864	0.924	0.984	1.045	1.105	1.165
	-1%	0.718	0.778	0.839	0.899	0.959	1.020	1.080
	0%	0.675	0.736	0.796	0.856	0.917	0.977	1.037
	1%	0.633	0.693	0.753	0.814	0.874	0.934	0.995
	3%	0.547	0.608	0.668	0.728	0.789	0.849	0.909
	5%	0.462	0.522	0.583	0.643	0.703	0.764	0.824

资料来源：东莞证券研究所

### 2.4 电煤运输成本得到有效控制



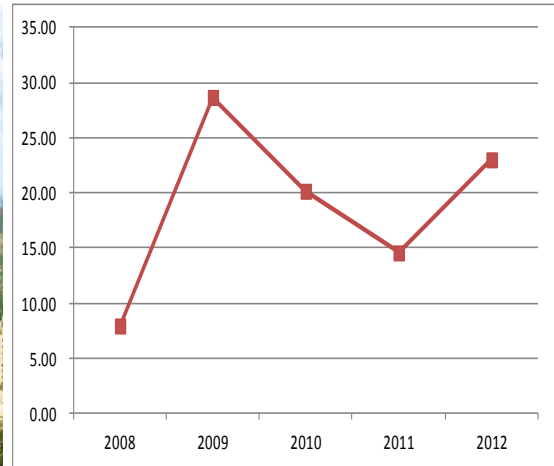
除了燃煤成本，运输成本是另一大成本。运输成本包括铁路运费、海运费及港口卸装费等，因此，公司电厂的到厂煤价包燃煤坑口价格+运输成本。不过，公司地理位置再次发挥优势。两个电厂所处的广州开发区位置靠近华南地区最大的西基煤码头，采购的煤到岸后，直接通过公司自有的传输带运送到公司的电厂煤仓库，省去二次运输成本，这将为运输成本节省不小的费用，极大有利于成本的控制，加上近年海运费不断降低，初步估算这些使得整个运输成本大约仅占主营业成本不到 10%，运输成本控制良好有效提高了公司电力业务的毛利率。

图 7: 公司电厂地理位置



资料来源：东莞证券研究所，公司网站

图 8: 电力业务毛利率增长情况



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

### 3. 供热增长平稳，仍有发展空间

供热业务方面，公司控股的恒运热力和东区热力两家公司负责开展广州开发区东区的集中供热业务，拥有三台 35t/h 和一台 75t/h 循环流化床锅炉提供蒸汽；旗下两个热电联产的电厂恒运 C 厂和恒运 D 厂则为西区的企业供热。东西两区供热半径均为 15 公里，公司也是开发区唯一的供热单位。

从地理位置上看，即使技术提升使得供热半径扩大，但由于 C 区受地理限制，已经趋于饱和，供热半径没有扩大空间。而东区地理版图更大，公司有意建立西区和东区供热管道，将西区两厂生产的蒸汽传输到东区，这样东区无需再新建新的锅炉或机组，就能使得供热半径有所扩大，大概能使供热半径扩展至 20 公里左右，仍有增长的空间。

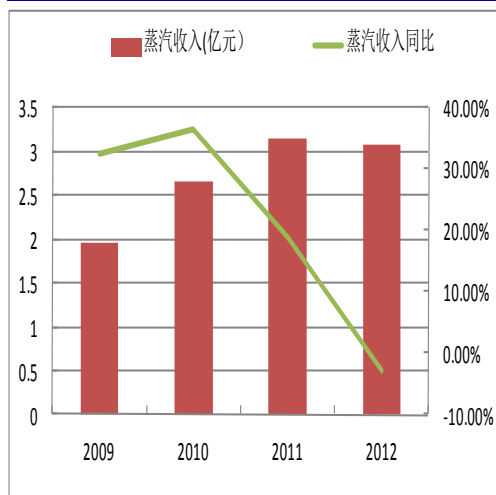
2012 年公司销售蒸汽 152.85 万吨，同比下降 2.8%，由于蒸汽价格随着煤价以季度或半年联动，利润率一般能得到保证。而且客户主要是开发区内宝洁、安利、绿箭等跨国企业，抗风险能力强，所以整个供热业务比较稳定，不大会出现大幅波动。不过供热业务收入占比还不到 10%，对整个营业收入影响较弱。

图 9: 公司供热区域位置



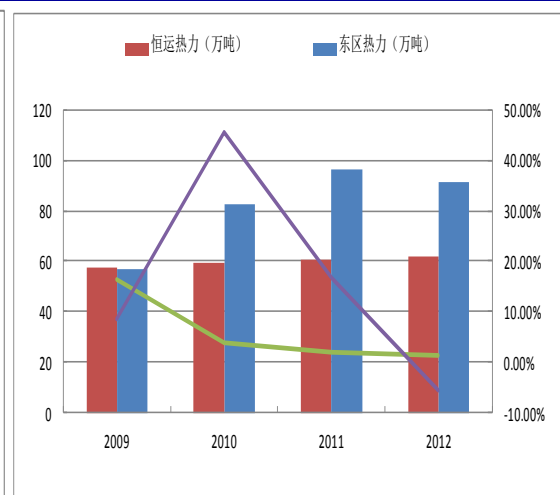
资料来源：东莞证券研究所，公开资料

图 10: 蒸汽收入及增长



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

图 11: 供热公司售气量及增长



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

## 4. 立足主业，探索多元化经营

2008 年公司积极推进“立足主业，择业发展”战略，开始进入房地产和金融领域。2008 年与广州永隆建设投资公司（简称“永龙公司”）合资成立广州锦泽房地产开发有限公司（以下简称“锦泽公司”）拓展房地产业务，公司控股 58%。2009 年公司收购广州证券 20.02% 股份，开始探索多元化经营。

### 4.1 房地产业务步入收获期

公司于 2008 年与永龙公司通过竞标方式购得广州开发区 KXC-P6-2 地块国有土地使用权，两家公司合资设立锦泽公司负责该地块房地产项目开发投资建设工作，成交价估算约 3956 多元/平米。该地块净用地面积 13.39 万平米，位于广州萝岗中西区北部。该房产开发项目正式开工时间为 2010 年 6 月，按照计划 2013 年竣工交付使用。

整个房地产项目位置为科城山庄锦泽园，规划共 27 栋，18 和 22 层建筑物，总建筑面积约 34 万平米，总计算容积率建筑面积 23.74 万平米，容积率不高于 1.77。项目开发分两期，第一期 25 栋 18 层住宅楼共计 1800 套左右，户型 34-266 平米不等，以 80 平米、100 平米及 150 平米的户型居多，2011 年开始预售。2011 年末锦泽公司开发的房产项目-科城山庄锦泽园一期五栋楼 304 套住房正式对外发售；公司计划 2013 年底之前竣工、交房，不过竣工到交房时间大约在 1-2 个月左右，因此预计只能一部分预收款能在 2013 年确认收入，2014 年是确认收入集中期。第二期为 2 栋 22 层住宅，尚未开工，预计 2013 年开工，2014 年竣工，至 2016 年确认收入完毕。

销售方面，科城山庄项目位于广州萝岗区，当地均价目前上涨至约 15000 元/平米以上，截至 2012 年，锦泽房地产公司共推出 1614 套，认购套数 1538 套，签约 1439 套，签约价格均价预计在 14000 多元/平米，预收款达 15.77 亿元，2013 年一季度预收款再增加 4 亿元左右。因此，房地产业务在 2013 年正式步入收获期。成本方面，按照公司的预售款及售楼数据估算，公司累计成本包括地价成本+开发成本，估算不超过 7000 元/平米。整个房地产项目投资额预计 24.79 亿元，全部完工后，按可开发面积和签约均价估算，预计账面收入将达 33.2 亿元左右。

除了房地产开发项目，公司有意进军商业地产。2012 年 7 月，锦泽公司与永龙公司组成竞买联合体，通过竞标方式购买广州开发区 KXC-I4-3-1 地块国有土地使用权。KXC-I4-3-1 地块位于广州科学城的中心商务区，在开创大道、科学大道和映日路形成的三角区域内，紧邻建设中的地铁 6 号线科学城东站，距规划中的地铁 4 号线——暹岗站仅 1 公里，有望成为未来的交通枢纽中心。是广州开发区“两城一岛”（广州科学城、中新广州知识城和广州国际生物岛）建设的重点项目。项目总用地面积（可建设净用地面积）为 8131 平米，计算容积率建筑面积为 18701.3 平米，用地性质为商业金融业用地（C2），以大型企业及机构总部办公功能为主，结合部分展示、培训等服务配套功能。竞标土地起始价为 7013 万元。目前已经成立项目公司——广州壹龙房地产开发有限公司（注册资本为 10000 万元。其中锦泽公司和永龙公司分别持股 99%和 1%）开发该地块。这一竞拍表明锦泽公司继续做大做强房地产的意愿，将为公司增添新的业绩。

表 4：锦泽公司竞拍土地资料

地块编号	位置	用途	净用地面积 (m <sup>2</sup> )	总建筑面积 (m <sup>2</sup> )	容积率	起始价 (亿元)	备注
KXC-P6-2	科学城	居住用	13.4	≤34 万	≤1.77	5.3	预售中，预计 2013 年交付
KXC-I4-3-1	科学城	商用	8131	-	≤2.3	0.7013	竞拍完

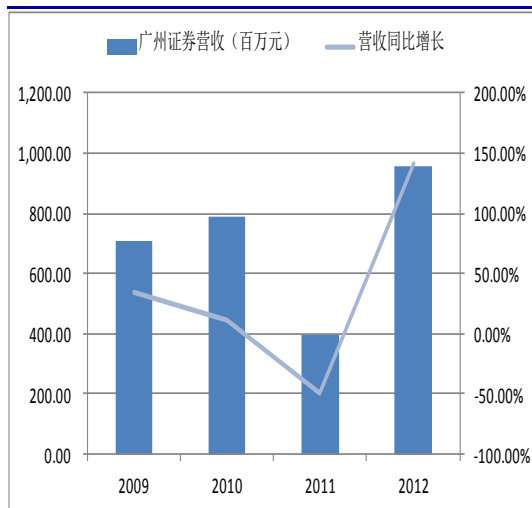
资料来源：东莞证券研究所，公司公告

## 4.2 金融业务波动性较大

金融业务之一——广州证券，投资广州证券受益占投资收益绝大部分。公司于 2009 年 5 月获证监会批复，以 2.045 亿元收购广州证券 20.02% 的股权，成为广州证券第二大股东。同年 9 月，公司参与广州证券增资扩股获批，增资 2.42 亿元，增资扩股价格 1.62 元/股，增资后公司持有广州证券股权比例上升至 21.82%。2012 年 3 月公司以股价 1.84 元/股再次参与广州证券增资扩股，增资后公司持股比例将上升至 24.48%。

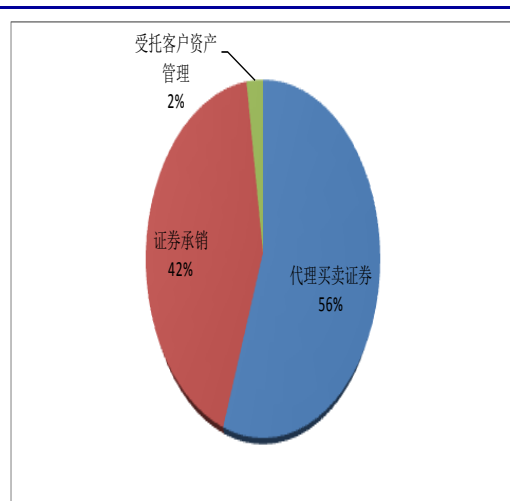
广州证券由越秀集团三大支柱产业之一的广州越秀金融投资集团有限公司控股，经过几轮增资扩股之后，目前注册资本金达 19.78 亿元，全国范围内营业网点 21 个，大部分在广东。作为金融机构，广州证券的业绩波动较大，2012 年营业收入出现 142% 的增长，主要由投资收益和传统的手续费及佣金贡献。在传统业务中，证券承销业务连续高增长超过 100% 以上，占手续费及佣金收入比例由 2009 年的 1.3% 上升至 2012 年的 40%，使得 2012 年业绩立马扭亏为盈，并出现大幅上升，公司的投资收益也随之快速增长。然而值得注意的是，2012 年整个证券行业发展低迷，各个券商业绩均出现下滑，而且处于政策变动期。进入 2013 年，广州证券业绩能否持续高成长值得考虑。

图 12: 广州证券营收及同比增长



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

图 13: 广州证券手续费及佣金收入构成



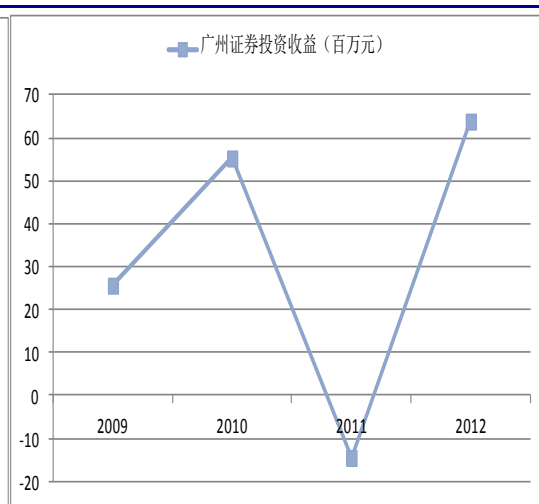
资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

图 14: 广州证券净利润及同比增长



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

图 15: 公司投资收益



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯



金融业务之二一宜春农商行。2011 年公司参与袁州区农村信用合作联社（以下简称“袁州联社”）增资扩股，以 1.6 元/股价格出资 8800 万，持有 10% 股份，成为袁州联社第一大股东。增资扩股后，袁州联社改制成宜春农商行，2012 年开始为公司贡献受益。

## 5. 投资建议和结论

### 5.1 盈利预测

对公司的盈利预测，主要对以下几方面假设：

1) 2013 年发电量以公司规划的上网电量为依据，之后参照历年用电增速和全国 GDP 增速；

2) 房地产项目一期 2013 年底竣工，部分交付使用，30% 确认收入，2014 年 65%，剩余 5% 在 2015 年确认完毕，二期则在 2015 年竣工交付、2016 年确认收入完毕；

3) 投资收益按照近几年平均增长率计算。

基于以上假设，我们预计公司 2013-2015 每股收益分别为 1.12 元、1.53 元和 1.17 元，对应的估值分别为 9.5 倍、7.0 倍和 9.1 倍。

### 5.2 给予“谨慎推荐”评级

由于公司非电业务收入不稳定，尤其是房地产业务不仅变化较大，短期对净利润的影响也很大。纯粹的某个估值法我们认为偏差会很大，我们用适合各种业务的估值法结合，将公司电力业务和非电业务分别进行估值。假设条件如下：

1) 以 10 倍的火电行业 PE 为参考，2013 年预测的净利润为依据，对电力业务价值进行估算；

2) 参股的广州证券业务采用 PB 估值法，参照的 PB 设为 2 倍；

3) 房地产业务价值采用 RNAV 估值法估算。

表 5：价值估算表

指标	电力业务	房地产业务	参股广州证券
估值方法	PE	RNAV	PB
参考标准	10 倍		2 倍
股权比例	100%	58%	24.48%
业务价值（亿元）	21.7	12.3	76.6
归属公司价值	21.7	7.1	18.8
合计（亿元）		47.6	

资料来源：东莞证券研究所

根据各业务归属公司价值的估算结果，得到公司目标价为 13.9 元。主营业绩的显著改善和非电业务的增长使得公司具有一定的估值优势，因此给予“谨慎推荐”评级。

### 5.3 风险提示

机组利用率下降过快，煤价大幅反弹，房产竣工交付延迟，投资收益不及预期。

**附表：财务报表预测与比例分析**

利润表					现金流量表				
科目(百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E	科目(百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
营业总收入	3,143.96	3,768.89	4,760.31	4,066.47	净利润	294.64	432.79	622.66	509.38
营业成本	3,150.09	2,821.05	3,234.50	3,986.03	折旧与摊销	209.35	197.91	208.76	211.67
营业税金及附加	25.72	30.84	38.95	33.27	财务支出	218.64	183.12	146.02	105.58
销售费用	23.14	22.61	28.56	26.24	投资损失	-106.87	-12.56	-41.84	-41.84
管理费用	148.18	188.44	228.50	195.19	净营运资本变动	1,063.34	573.94	266.77	-159.61
财务费用	209.78	183.12	146.02	105.58	<b>经营活动现金流</b>	<b>1,687.35</b>	<b>1,431.53</b>	<b>1,258.69</b>	<b>681.50</b>
资产减值损失	0.17	0.03	0.15	0.00	资本支出	111.55	-139.59	-137.23	-137.23
其他经营收益	74.85	39.79	39.79	39.79	其它投资	-359.81	-116.91	-114.91	-114.91
营业利润	397.76	574.18	814.08	663.03	<b>投资活动现金流</b>	<b>-471.36</b>	<b>22.67</b>	<b>22.32</b>	<b>22.32</b>
利润总额	397.11	577.06	816.95	665.91	股权融资	0.80	0.00	0.00	0.00
减 所得税	102.47	144.26	194.29	156.53	债券融资	-713.79	-1122.56	-19.68	-19.68
净利润	294.64	432.79	622.66	509.38	股利分配及其它	243.82	224.26	192.24	168.34
减 少数股东损益	1.15	47.61	99.63	106.97	<b>筹资活动现金流</b>	<b>-558.01</b>	<b>-1346.87</b>	<b>-211.92</b>	<b>-188.02</b>
归母公司净利润	293.49	385.18	523.03	402.41	货币资金净变动	657.98	107.33	1,069.08	515.80
资产负债表					主要财务比率				
科目(百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E	科目	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	1,209.98	1,292.02	2,361.10	2,876.90	<b>成长能力(YOY)</b>				
应收账款	319.81	407.62	514.84	439.80	营业收入	-5.72%	19.88%	26.31%	-14.58%
预付账款	122.09	68.00	68.00	68.00	营业利润	133.89%	44.35%	41.78%	-18.55%
存货	1,276.66	1,122.77	1,416.26	1,232.11	归母公司净利润	315.78%	31.24%	35.79%	-23.06%
其它	112.4	71.21	61.66	52.1	<b>盈利能力</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>3,078.04</b>	<b>2,946.55</b>	<b>4,416.35</b>	<b>4,672.96</b>	销售毛利率	23.22%	25.46%	25.55%	24.18%
长期股权投资	1,232.11	1,382.99	1,539.69	1,696.39	销售净利率	9.34%	10.22%	10.99%	9.90%
固定资产合计	3,376.26	3,043.14	2,706.85	2,367.40	ROE	12.79%	14.60%	16.79%	11.65%
长期待摊费用	97.44	105.00	105.00	105.00	ROIC	9.62%	17.17%	28.64%	26.91%
其它	112.40	71.21	61.66	52.10	<b>偿债能力</b>				
<b>非流动资产合计</b>	<b>4,818.21</b>	<b>4,602.34</b>	<b>4,413.20</b>	<b>4,220.89</b>	资产负债率	68.75%	63.09%	61.28%	55.90%
<b>资产总计</b>	<b>7,896.25</b>	<b>7,548.89</b>	<b>8,829.55</b>	<b>8,893.85</b>	流动比率	0.68	0.76	0.97	1.14
短期借款	1,552.00	1,552.00	1,552.00	1,552.00	速动比率	0.40	0.47	0.66	0.84
应付账款	157.81	164.45	234.89	194.85	<b>营运能力</b>				
预收款项	1,577.10	1,645.00	197.50	120.00	资产周转率	0.40	0.50	0.54	0.46
其它	1,227.66	506.81	2,551.51	2,250.15	存货周转率	1.89	2.50	2.50	2.50
<b>流动负债合计</b>	<b>4,514.58</b>	<b>3,868.27</b>	<b>4,535.90</b>	<b>4,117.00</b>	应收账款周转率	9.81	9.23	9.23	9.23
长期借款	467.50	467.50	467.50	467.50	<b>每股指标</b>				
其它	446.59	426.86	407.18	387.50	每股收益	0.86	1.12	1.53	1.17
<b>非流动负债合计</b>	<b>914.09</b>	<b>894.36</b>	<b>874.68</b>	<b>855.00</b>	每股经营现金流	4.93	4.18	3.67	1.99
<b>负债合计</b>	<b>5,428.67</b>	<b>4,762.63</b>	<b>5,410.58</b>	<b>4,972.00</b>	每股净资产	7.20	8.35	10.03	11.33
实收资本	342.54	342.54	342.54	342.54	每股股利	0.74	0.12	0.13	0.18
资本公积	1,244.01	1,244.01	1,244.01	1,244.01	<b>估值指标</b>				
留存收益及其它	881.02	1,272.77	1,849.21	2,295.82	PE	12.45	9.49	6.99	9.08
<b>所有者权益合计</b>	<b>2,467.58</b>	<b>2,859.33</b>	<b>3,435.77</b>	<b>3,882.38</b>	PB	1.48	1.28	1.06	0.94
<b>负债和权益总计</b>	<b>7,896.25</b>	<b>7,621.95</b>	<b>8,846.35</b>	<b>8,854.37</b>	EV/EBITDA	8.00	4.55	2.68	2.59

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

**东莞证券投资评级体系：**

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上
风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100% 之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50% 之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20% 以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

**分析师承诺：**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼  
 邮政编码：523000  
 电话：(0769) 22119430  
 传真：(0769) 22119430  
 网址：www.dgzq.com.cn