

## 金山股份 (600396)

## 是规模增长，更是盈利能力提升

## 买入/上调评级

股价 : RMB11.18

## 分析师

王爽

SAC 执业证书编号: S1000207110112

+755-82493570 wangshuang@lhzq.com

## 联系人

周衍长

+755-82364464 zhouyc@lhzq.com

- 规模增长，长期短期两相宜。**从短期来看，公司 10-11 年权益装机容量年复合增长率高达 84.8%。从中长期来看，公司优质项目储备丰富，可保证公司近 3-4 年装机规模高增长。从长期来看，公司将受益于辽宁省“热源改造工程，推进城市集中供热”政策以及城市化进程带来供热面积增长；另外，华电集团内部有丰厚资源，公司无论是在“上大压小”容量内部转换或是规模外延增长都值得遐想。
- 新机组投产，降低期间费用率。**以往，过高的期间费用吞噬利润。07-09 年公司平均毛利率为 25.3%，平均期间费用率却达到 18.3%。新机组投将体现规模效益，降低管理费用率。而低利率时期大规模扩张，更是缓减公司 05 年以来高企的财务费用率。
- 热电：差异化经营，非一般的盈利能力。**“以热定电”使热电机组拥有较高的利用小时数（09 年较辽宁省和全国分别高出 500 和 1046 小时），加之较高的上网电价政策使辽宁省热电上市公司历来都享受高毛利率水平。而公司新投产热电机组凭借大容量、新机组、大供热负荷等优势，获得优于其它可比热电的盈利能力是大概率事件。
- 南票煤电：经营状况优于预期。**我们认为南票煤电经营情况要优于市场预期。首先，安全费用提取标准或有转机，一旦安全费用能够全部冲回，将每年增加公司净利润约 2000 万元。其次，新机组投产将体现规模效应，消化人员负担。再次，新增燃煤需求导致采矿成本增加幅度低于预期。
- 白音华金山：未来主要利润来源。**白音华金山坑口电厂燃煤成本较为低廉（不含税标煤单价约为 240 元/吨），享受“蒙电送辽宁”的高电价政策（上网电价为 0.3447 元/千瓦时），并或有可能享受西部大开发所得税优惠。我们认为该项目具备良好的盈利前景，投产后将成为公司最重要的利润来源。
- 给予“买入”评级。**预计公司 10-12 年 EPS 分别为 0.20、0.61、0.72 元，目前股价对应的 PE 分别为 55.6、18.4、15.5 倍。考虑到公司未来持续高增长能力以及经营管理能力改善带来的巨大价值提升空间，我们认为，以 2011 年业绩为基数，给予 25 倍 PE 较为合理，合理价值应为 15 元左右。

## 相关研究

公司研究-金山股份 (600396) 090910: 差异化经营，即将进入收获季节（增持）

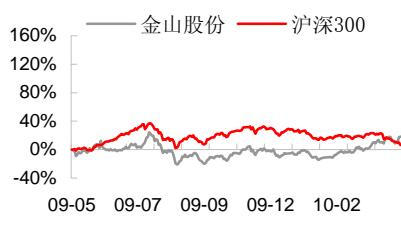
公司研究-金山股份 (600396) 091026: 煤价下降，毛利率提升（增持）

公司研究-金山股份 (600396) 100326: 已经步入收获季节（增持）

## 基础数据

总股本 (百万股)	341
流通 A 股 (百万股)	283
流通 B 股 (百万股)	0.00
可转债 (百万元)	N/A
流通 A 股市值 (百万元)	3085

## 最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源：华泰联合证券

经营预测与估值	2009A	20101Q	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1905.9	381.1	1467.2	2390.0	2971.2
(+/-%)	5.3	-19.4	-23.0	62.9	24.3
归属母公司净利润(百万元)	40.7	21.5	68.4	206.8	246.4
(+/-%)	258.0	-25.7	68.3	202.1	19.2
EPS(元)	0.12	0.06	0.20	0.61	0.72
P/E(倍)	91.3	172.4	55.6	18.4	15.5

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

## 不仅仅是规模增长，更是盈利能力提升

随着华电集团入主，公司突破资金瓶颈，实现规模长期高速增长有望成为现实。从短期来看，装机规模将呈现爆发式增长，2010-2011年两年权益装机容量年复合增长率高达84.8%。从中期来看，公司优质项目储备丰富，可保证公司近3-4年装机规模高增长。从长期来看，公司将受益于辽宁省“热源改造工程，推进城市集中供热”政策以及城市化进程带来供热面积增长；另外，华电集团内部有丰厚资源，公司无论是在“上大压小”容量内部转换或是规模外延增长都值得遐想。

然而，公司未来的价值，不仅仅是规模的增长而已。我们认为，随着公司新机组投产，其经营管理能力以及盈利能力得到了质的提升。从以下5个方面得到体现：

- 1、新机组投产，体现规模效应，有效消化历史负担，从而降低管理费用率；
- 2、低利率时期大规模扩张，缓减05年以来高企的财务费用率；
- 3、由于热电机组拥有利用小时数高、上网电价高、政策扶持等独到优势，因此，辽宁省热电上市公司历来都享受高毛利率水平。而公司热电机组凭借大容量、新机组、大供热负荷等优势，盈利能力应高于其它可比热电企业。
- 4、通过调研，我们认为南票煤电经营情况要优于市场预期。首先，南票煤电安全费用提取标准或有转机。一旦安全费用能够冲回，将显著改善南票煤电业绩。其次，新机组投产将体现规模效应，消化历史负担，降低管理费用率。再次，采矿成本增加幅度低于预期。
- 5、白音华金山坑口电厂燃煤成本较为低廉(目前不含税标煤单价为220~250元/吨)，享受“蒙电送辽宁”的电价政策(上网电价为0.3317元/千瓦时，脱硫电价为0.013元/千瓦时，远高于蒙东标杆电价为0.2849元/千瓦时)，并或有可能享受西部大开发所得税优惠政策。我们认为该项目具备良好的盈利前景，投产后将成为公司最重要的利润来源。

根据我们预测，公司2010-2012年EPS分别为0.20、0.61、0.72元，目前股价对应的PE分别为55.6、18.4、15.5倍。考虑到公司未来持续高增长能力以及经营管理能力改善带来的巨大价值提升空间，我们认为，以2011年业绩为基数，给予25倍PE较为合理，对应合理价值应为15元左右，给予“买入”评级。

## 规模增长，长期短期两相宜

公司致力于差异化经营，发展非常规火力发电，如热电联产、煤矸石发电，坑口电厂以及风电等项目，属国家政策大力扶持范畴。随着华电集团入主，消除了制约公司发展的资金瓶颈，公司将面临一个新的发展时期。

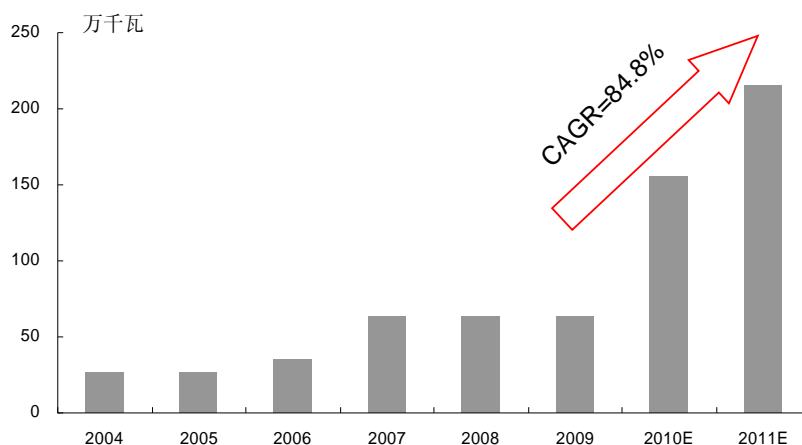
### 2010-2011年爆发式增长

两年内，公司在建机组将集中投产。目前公司权益装机容量为60.6万千瓦，至2011年公司权益装机容量将达到212.9万千瓦，两年权益装机容量年复合增长率高达84.8%。

**表 1、在役及在建机组情况**

电厂	装机容量(万千瓦)	权益比例	权益装机(万千瓦)	投产日期
<b>在役机组</b>				
阜新金山	60	51%	30.6	2006/2007
南票煤电一期	20	50%	10.0	2004
桓仁金山	2.4	80%	1.9	2004
康平风电	2.465	51%	1.3	2003/2006
彰武风电	2.465	51%	1.3	2003/2006
沈海热电	60	26%	15.6	2002/2007
合计	147.33		60.7	
<b>在建机组</b>				
南票煤电二期	30	50%	15.0	2010.03/06
苏家屯金山热电	40	100%	40.0	2010.08/10
白音华金山发电	120	31%	37.2	2010.06/09
丹东金山热电	60	100%	60.0	2011.06/07
合计	250		152.2	

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所。

**图 1、权益装机容量增长情况**


资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所。

### 优质项目储备丰富

公司储备项目丰富，全资的丹东金山二期扩建项目、苏家屯金山二期扩建项目以及参股的白音华金山二期等项目可保证公司近3-4年装机规模高增长。

**表2、在建及规划项目情况**

电厂	装机构成	装机容量	权益比例	项目进展	万千瓦
白音华金山二期	2*66	132	26%	完成可研审查	
丹东金山二期	2*30	60	100%	前期准备	
苏家屯金山二期	2*30	60	100%	前期准备	

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所。

### 规模长期增长依旧可期

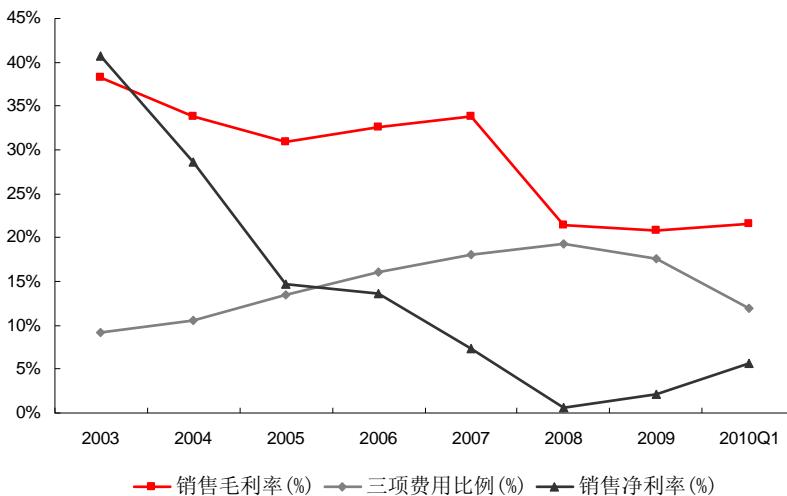
公司具有独特的地理优势，为辽宁省少数具有实力建设运行大型热电联产项目的公司，有望在辽宁省“热源改造工程，推进城市集中供热”长期行动中分得一杯羹。另外，公司背靠实力雄厚的华电集团，华电集团内部有丰厚资源，公司无论是在“上大压小”容量内部转换或是规模外延增长都值得遐想。

为提高供热效率，减少环境保护压力的背景下，辽宁省进行一系列“拆小并大、集中供热”。根据辽宁省政府工作报告，自2010年开始，辽宁省开始热源改造工程，全力推进城市集中供热，逐步拆除10吨以下的小锅炉，以提高供热效率，减少环境保护压力。目前辽宁有7000多台供暖锅炉，其中3900台是10吨以下燃煤小锅炉。简单按照50%的小锅炉需要拆除来计算，需要替代共1.8万吨的锅炉容量。按照一座20万千瓦发电机组配备一台670吨的锅炉计算，那么辽宁省需要共新建装机容量500万千瓦以上热电联产机组。另外，随着热源改造工程的深入，拆除更大容量低效率的锅炉是个必然的趋势。例如大连市已经着手拆除所有40吨以下锅炉，沈阳市拆除所有20吨以下锅炉，营口市2010年完成所有容量在75吨以下分散燃煤锅炉的拆除和取代工作等等。因此，公司在“拆小并大、集中供热”政策中，具有广阔的发展前景。

### 新机组投产，提升盈利能力

#### 以往，过高期间费用吞噬利润

公司以往都有较高的毛利率表现，即使在08年极端高煤价情况下，公司毛利率都可以达到21.5%；然而，公司过高的期间费用，侵蚀了绝大部分毛利润。2007-2009年平均毛利率为25.3%，平均期间费用率达到18.3%，平均销售净利率只有3.4%。

**图 2、盈利能力情况**


资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所。

#### 规模优势体现，降低管理费用率

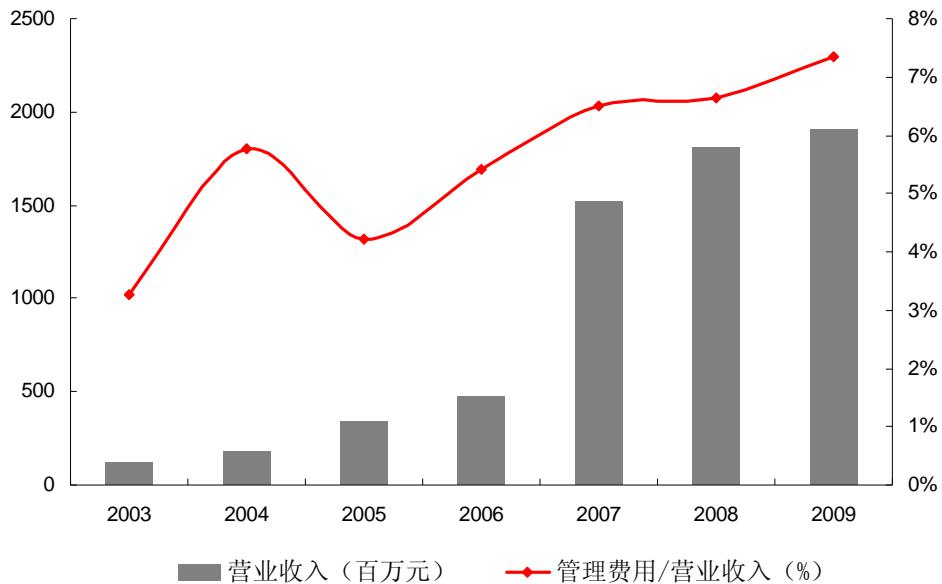
在特殊的历史背景下，在公司发展过程中，承担一部分社会责任，导致管理费用率一直居高不下。随着新机组投产，规模优势体现，管理费用率降低。如苏家屯扩建项目员工由关停的金山热电分公司转入；南票二期项目员工只需增加少数技术类员工即可；而丹东金山热电新建项目因较少历史负担以及自动化程度较高，60 万千瓦机组人员配备只需 300 人。

**表 3、公司各电厂员工数量情况**

电厂	装机容量 (万千瓦)	员工人数	备注
阜新金山煤矸石	60	370	
南票煤电一期	20	7000	其中发电部分员工约 350 人
南票煤电二期	30	-	原南票煤电一期部分员工
桓仁金山	2.4	300	
金山热电分公司	2.4	600	2010 年关停
苏家屯金山热电	40	-	原金山热电分公司员工
丹东金山热电	60	300	

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所。

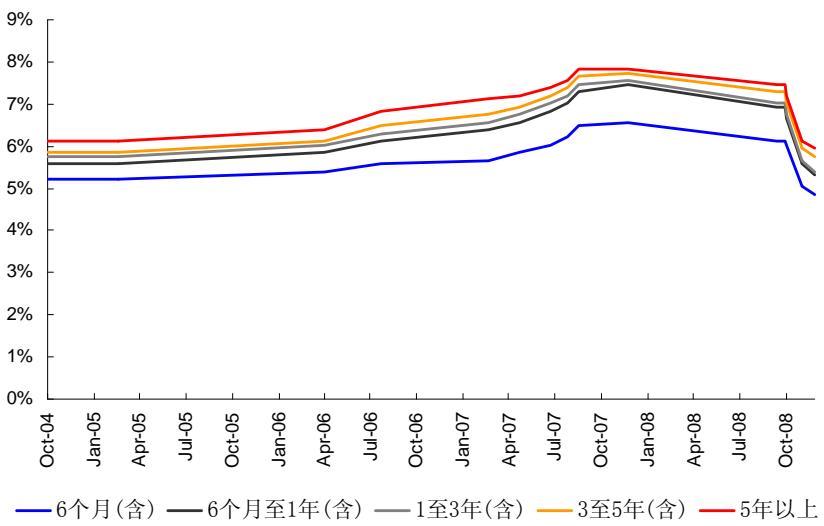
金山热电分公司曾经为沈阳市冶金国有资产经营有限公司下属的沈阳钢铁总厂的自备电厂，装机容量为 2.4 万千瓦而员工却达到 600 人左右。南票矿务局年生产煤炭能力 200 万吨左右，2006 年南票矿务局下属还有电厂、洗运处等企业，以及学校、医院等单位，各类体制的职工近 3 万人，退休职工 1 万多人。通过政策性破产后，目前员工仍约有 7000 多人。

**图 3、公司历年管理费用占营业收入比例情况**


资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所。

#### 低利率时期投产，降低财务费用率

凭借与当地银行的良好关系，公司贷款利率一直保持较低的水平，基本上较基准利率低 10% 左右。然而，近四年，高企的资产负债率使公司财务费用率一直维持在 10% 以上。金融危机以来，基准利率不断下调，将对公司降低财务费用率形成利好。随着新项目在低利率背景下集中投产，我们测算 2010-2011 年公司财务费用率有望降低到 9% 以下。

**图 4、利率情况**


资料来源：wind，华泰联合证券研究所。

随着 2009 年初进入低利率时期，公司通过贷款置换，2009 年财务费用率同比降低 2.4 个百分点，2010 年一季度更是达到了 9.5% 的水平。

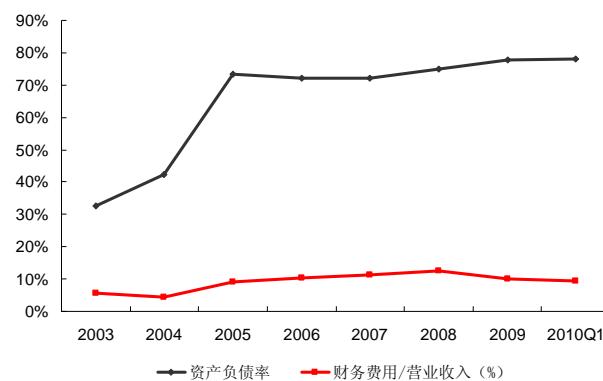
**表 4、2009 年末公司长期借款情况**

贷款单位	借款起始日	借款终止日	利率 (%)	年末余额 (百万元)	年初余额 (百万元)
国家开发银行辽宁省分行	2005-11-11	2023-11-10	5.832	880.0	940.0
阜新商业银行清河门支行	2005-11-30	2018-11-29	7.047	375.0	450.0
建设银行沈阳南湖开发区支行	2005-09-13	2018-06-30	6.480	300.8	338.4
中国工商银行丹东支行	2009-04-22	2012-04-26	5.400	200.0	-
国家开发银行辽宁省分行	2009-12-09	2024-12-08	5.346	200.0	-
国家开发银行辽宁省分行	2002-05-20	2017-03-19	7.787	-	352.5
国家开发银行辽宁省分行	2008-12-10	2023-10-22	7.470	-	400.0
合计				1955.8	2480.9

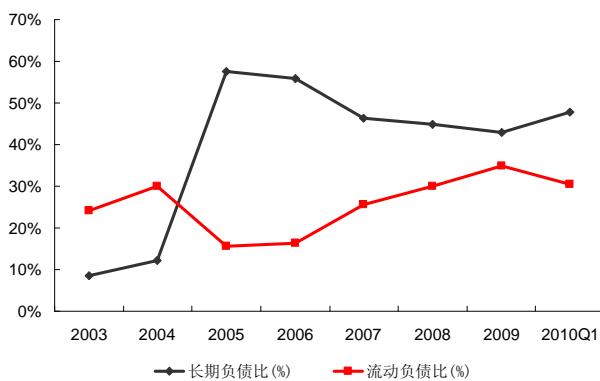
资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所。

公司自 2005 年南票煤电并入报表后，资产负债率长期维持 70% 以上，相应地，财务费用率维持在高位，尤其是在 2007-2008 年高利率时期，公司平均财务费用率达到 12%。

**图 5、公司历年资产负债率及财务费用率情况**



**图 6、公司历年负债结构**



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所。

### 燃煤成本控制能力突出

公司燃煤来源于自有煤矿、当地煤以及霍林河褐煤，公司凭借特殊煤种需求以及与当地矿务局的长期良好关系，对燃煤成本控制和平抑煤价波动方面具有独到优势。

公司南票煤电采用自有煤矿，其煤价变动主要来自采矿成本及安全费用的提高，对市场煤价格波动不敏感。阜新金山燃煤主要来自阜新矿务局所产煤矸石，因煤矸石特有属性，其煤价波动较小，煤价基本上保持在较低水平。公司作为当地用煤大户，与辽宁当地煤矿集团保持良好关系，通过签订长期采购协议，往往以较低价格采购当地煤。

霍林河褐煤受发热量影响以及运输半径限制，其价格波动较市场煤低，其平均售价较低。目前霍林河褐煤折合标煤市场价约为 350 元/每吨，为秦皇岛煤价一半以下。随着霍林河至辽宁的铁路运输瓶颈消除，无限量、廉价供应的褐煤将使公司进一步受益。

**表 5、公司电厂煤炭来源情况**

电厂名称	所处区域	煤炭来源
阜新金山煤矸石	阜新	阜新矿务局（煤矸石）、霍林河
南票一、二期	朝阳	南票矿务局（自有煤矿）、当地煤
桓仁金山热电	本溪	当地煤
苏家屯热电	沈阳	沈阳矿务局、铁法矿务局、霍林河
白音华金山坑口电厂	白音华	白音华露天煤矿
丹东热电	丹东	未定

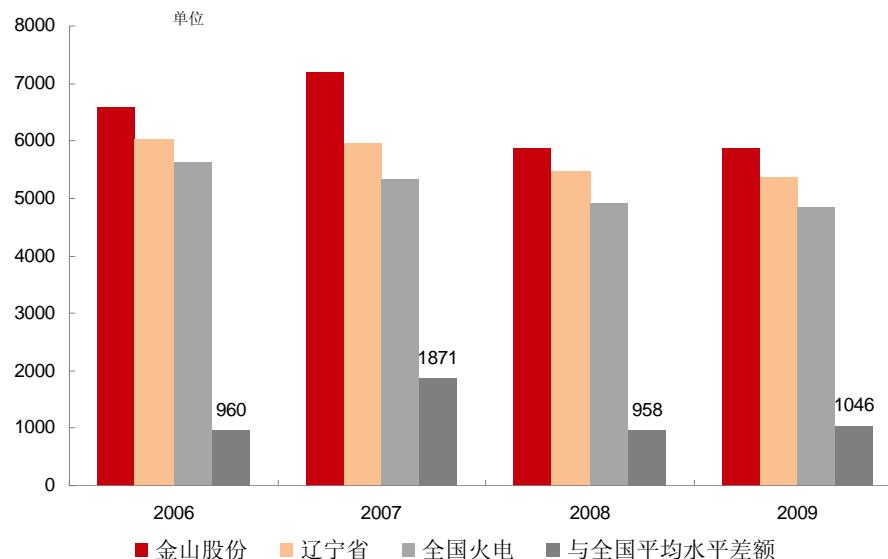
资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所。

## 新机组，新机遇

**热电：差异化经营，非一般的盈利能力**

### “以热定电”，凸显机组优势

按照《节能发电调度办法（试行）》规定，热电联产机组在供热期执行“以热定电”，非供热期视同纯凝机组安排。公司新投产机组的平均单位机组容量集中供热面积较大，大部分热电联产机组冬季供暖能力都可达到满发运行。辽宁省每年供暖期为 4 个半月至 5 个月时间，即在该段时间内，公司热电机组将满负荷发电。另外，热电机组对降低供电煤耗作用明显，导致在非采暖期间，热电机组与纯凝机组的排序中仍占有较大优势。因此，公司热电机组全年利用小时数远远高于辽宁省或全国火电平均利用小时数。2009 年公司机组平均利用小时数较辽宁省和全国分别高出 500 和 1046 小时。

**图 7、金山股份、辽宁省、全国平均火电利用小时情况比较**


资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所。

**表 6、公司热电机组供热规模**

电厂名称	装机容量（万千瓦）	锅炉配备（吨/小时）	规划供热面积（万平方米）
金山热电分公司	2.4	4×75	300
阜新金山	60	4×440	300 (供工业蒸汽 120 吨/小时)
南票煤电	20	4×410	工业供热 40 万平方米
桓仁热电	2.4	2×75	120
苏家屯热电	40	2×670	900 (供工业蒸汽 147 吨/小时)
丹东热电	60	2×1025	1350
沈海热电	60	3×670	1200

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所。

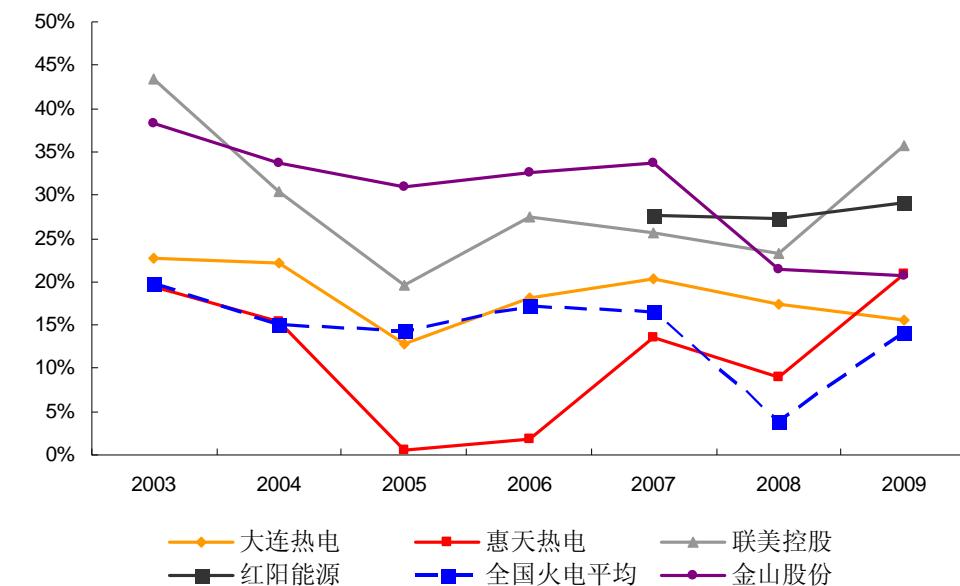
### 热电联产：盈利能力突出

由于热电联产和集中供热具有梯级利用能源、提高空气质量等优势，受到政府鼓励发展。由于热电联产机组有着较高上网电价、较高的利用小时数，热电企业具备较强盈利能力，而作为东北地区电力和热力负荷中心的辽宁地区的热电企业盈利能力尤其突出。通过比较辽宁省 5 家热电上市公司盈利情况发现，7 年以来，热电公司销售毛利率基本上高于全国火电平均水平（2005-2007 年惠天热电毛利率低于火电平均水平）。

而公司作为辽宁地区热电龙头企业，其盈利能力强于其它可比热电企业（2009 年因南票煤电增加安全费用导致总体盈利能力有所下降）。因此，我们相信，公司即将投

产的苏家屯热电和丹东金山热电凭借大容量、新机组、大供热负荷等优势，获得优于其它可比热电的盈利能力。

**图 8、辽宁各热电企业销售毛利率情况**



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所。

### 南票煤电：经营状况优于预期

2009 年南票煤电采用固定资产加速折旧，从而新增加折旧费用 1500 万元；2009 年南票煤电安全费用从原来 10 元/吨提高到 35 元/吨，按照 180 万吨产量计算，增加安全费用 3600 万元；两者合计影响营业利润 5100 万元左右，从直接导致 2009 年南票煤电净利润亏损 3149 万元。投资者出于对未来安全费用持续提取以及产能扩张带来采矿成本提升的担忧，对南票煤电二期投产后盈利能力保持谨慎态度。然而通过调研，我们认为南票煤电经营情况要优于市场预期，其主要表现有以下 3 个方面：

- 1、安全费用提取标准及处理或有转机。2009 年辽宁省提高过有煤炭企业吨煤安全费用比例，由原来 10 元/吨提高到目前 35 元/吨，高于国家规定的 5-15 元/吨标准。由于安全费用从量提取，而南票煤电公司主要生产价格便宜的煤矸石和劣质煤，其盈利能力影响较辽宁其它煤业集团更为负面。据了解，目前辽宁省煤炭工业管理局对安全费用的提取标准和处理利用方面存在一定分歧，同时沈阳、铁法、阜新等辽宁省大型煤业集团都在争取相关利于煤矿企业事项。一旦安全费用能够冲回，将显著增厚南票煤电业绩。
- 2、新机组投产将降低管理费用率。如前文所述，目前南票煤电人员冗杂，员工人数达到 7000 人左右，管理费用率更是达到 12% 左右。随着南票二期投产，原有南票煤电的部分员工将分流至二期项目，只需增加少部分的技术人员，从而实现规模效益。我们认为二期投产后，其管理费用率有望降低到 8% 以下。

3、采矿成本增加幅度有限。目前南票煤炭产量约为 180 万吨，随着南票二期投产，届时煤炭需求约为 240 万吨。由于当地存在较多小煤矿，因此公司无需投入大量资金以开采无经济性的煤矿，从周边小煤矿采购即可满足发电需求。

根据我们测算，随着南票煤电二期投产后，2010 年南票煤电公司亏损额度有望大幅减少，2011 年贡献投资收益约 1220 万元。

#### 盈利预测假设：

- 1、南票二期增值税按 8.5% 计算；
- 2、2010-2011 年安全费用提取标准为 35 元/吨；
- 3、所得稅率为 25% 缴纳；
- 4、南票二期两台机组分别于 2010 年 3 月和 6 月底投产；

**表 7、南票煤电盈利预测** 单位：百万元

财务项目	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	528.9	890.1	999.8
主营业务成本	388.9	709.4	785.0
营业税金及附加	10.0	10.0	10.0
销售费用	1.0	1.5	1.5
管理费用	79.4	83.0	85.0
财务费用	48.0	80.8	85.7
利润总额	-39.4	5.4	32.5
所得税	-7.9	1.4	8.1
净利润	-31.5	4.0	24.4
归属金山股份净利润	-15.7	2.0	12.2

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所。

#### 白音华金山：未来主要利润来源

白音华金山坑口电厂（公司控股 31%）规划装机容量  $4 \times 60$  万千瓦，其中一期项目为  $2 \times 60$  万千瓦，配备白音华海州露天煤矿（阜新矿业控股 80%，公司参股 20%）。该项目属坑口电厂，燃煤成本较为低廉（目前不含税标煤单价为 220~250 元/吨），享受“蒙电送辽宁”的电价政策（上网电价为 0.3317 元/千瓦时，脱硫电价为 0.013 元/千瓦时），而蒙东标杆电价为 0.2849 元/千瓦时，或有可能享受西部大开发所得税优惠政策。我们认为该项目具备良好的盈利前景，投产后将成为公司最重要的利润来源。

#### 盈利预测假设：

##### 海州露天煤矿

- 1、不含税煤价：120 元/吨左右（发热量为 3800 大卡，采矿成本约为 75 元/吨）；

- 2、产量:** 2010 年为 500 万吨，之后每年略有增加；  
**3、资本投资额度:** 总投资金额为 16.8 亿元；其中，自有资金 5.9 亿元。

#### 白音华金山坑口电厂

- 1、燃煤价格:** 即为海州煤矿坑口含税煤价，为 140 元/吨左右；  
**2、投产日期:** 两台机组分别于 2010 年 6 月底和 9 月底投产；  
**3、发电量及耗煤量:** 供电利用小时为 4400 小时，年供电量为 53 亿千瓦时，发电耗原煤量约 400 万吨；  
**4、上网电价:** 暂按辽宁地区火电标杆电价加脱硫电价 0.3447 元/千瓦时计算；  
**5、所得税:** 暂按 25% 计算；  
**6、资本投资额度:** 总投资金额为 54 亿元；其中，自有资金为 10.8 亿元。

在上述假设之下，我们预测 2010-2012 年白音华坑口电厂以及海州煤矿贡献金山股份投资收益折算成 EPS 分别为 0.07、0.30、0.30 元

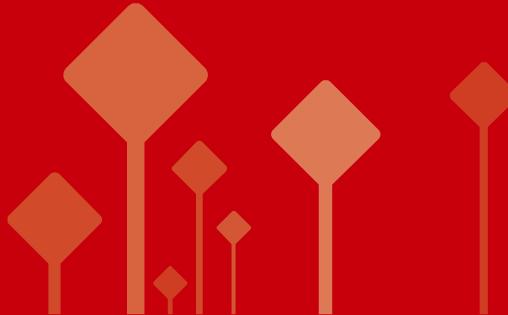
财务项目	百万元			
	2010E		2011E	
	海州煤矿	坑口电厂	海州煤矿	坑口电厂
营业总收入	480.0	585.5	600.0	1561.4
营业成本	318.3	347.5	397.9	860.0
营业税金及附加	16.8	7.0	21.0	15.6
销售费用	12.5	0	15.6	0
管理费用	28.8	52.7	30.0	62.5
财务费用	65.4	118.8	62.1	259.2
利润总额	38.2	59.5	73.4	364.1
所得税	9.6	14.9	18.4	91.0
净利润	28.7	44.6	55.1	273.1
归属金山股份净利润	5.7	13.8	18.4	84.7
贡献每股收益(元)	0.017	0.040	0.032	0.249
合计	0.057		0.281	

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所。

**盈利预测**

资产负债表				利润表					
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1873	1667	2650	5390	营业收入	1906	1467	2390	2971
现金	489	1163	1760	4379	营业成本	1510	1188	1924	2392
应收账款	149	41	67	83	营业税金及附加	18	10	17	21
其他应收款	17	13	22	27	营业费用	2	0	0	0
预付账款	1136	238	385	478	管理费用	140	73	100	125
存货	61	119	269	239	财务费用	194	137	222	276
其他流动资产	21	93	148	183	资产减值损失	18	0	0	0
非流动资产	4369	4961	6598	6390	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	776	130	180	230	投资净收益	50	59	170	193
固定资产	2938	3337	4072	4486	营业利润	73	117	297	350
无形资产	136	136	136	136	营业外收入	12	9	9	9
其他非流动资产	520	1358	2210	1537	营业外支出	23	2	2	2
资产总计	6242	6628	9248	11780	利润总额	62	124	304	357
流动负债	2175	1667	2239	2890	所得税	13	31	76	89
短期借款	1445	900	1300	1800	净利润	48	93	228	268
应付账款	171	119	192	239	少数股东损益	8	25	21	21
其他流动负债	559	648	747	851	归属母公司净利润	41	68	207	246
非流动负债	2676	3476	5296	6909	EBITDA	461	415	717	864
长期借款	2676	3376	5176	6759	EPS (元)	0.12	0.20	0.61	0.72
其他非流动负债	0	100	120	150					
<b>负债合计</b>	<b>4851</b>	<b>5143</b>	<b>7535</b>	<b>9799</b>					
少数股东权益	351	376	397	419					
股本	341	341	341	341					
资本公积	305	305	305	305					
留存收益	371	463	670	916					
归属母公司股东权益	1040	1109	1315	1562					
<b>负债和股东权益</b>	<b>6242</b>	<b>6628</b>	<b>9248</b>	<b>11780</b>					
<b>现金流量表</b>					主要财务比率				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	380	1308	258	650	<b>成长能力</b>				
净利润	48	93	228	268	营业收入	5.3%	-23.0%	62.9%	24.3%
折旧摊销	194	161	198	238	营业利润	173.8%	59.9%	153.0%	17.8%
财务费用	194	137	222	276	归属于母公司净利润	258.0%	68.3%	202.1%	19.2%
投资损失	-50	-59	-170	-193	<b>盈利能力</b>				
营运资金变动	-42	987	-238	39	毛利率 (%)	20.8%	19.0%	19.5%	19.5%
其他经营现金流	35	-11	18	22	净利率 (%)	2.1%	4.7%	8.7%	8.3%
<b>投资活动现金流</b>	<b>-2019</b>	<b>-686</b>	<b>-1680</b>	<b>143</b>	ROE(%)	3.9%	6.2%	15.7%	15.8%
资本支出	1687	1400	1800	0	ROIC(%)	4.8%	4.1%	6.0%	7.6%
长期投资	-97	-646	50	50	<b>偿债能力</b>				
其他投资现金流	-430	68	170	193	资产负债率 (%)	77.7%	77.6%	81.5%	83.2%
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1734</b>	<b>53</b>	<b>2018</b>	<b>1827</b>	净负债比率 (%)	88.28%	87.03%	89.13%	90.00%
短期借款	507	-545	400	500	流动比率	0.86	1.00	1.18	1.87
长期借款	48	700	1800	1583	速动比率	0.83	0.93	1.06	1.78
普通股增加	0	0	0	0	<b>营运能力</b>				
资本公积增加	0	0	0	0	总资产周转率	0.31	0.23	0.30	0.28
其他筹资现金流	1179	-103	-182	-256	应收账款周转率	19	15	41	37
<b>现金净增加额</b>	<b>95</b>	<b>674</b>	<b>596</b>	<b>2620</b>	应付账款周转率	9.84	8.19	12.36	11.08
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.12	0.20	0.61	0.72
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.11	3.84	0.76	1.91
					每股净资产(最新摊薄)	3.05	3.25	3.86	4.59
					<b>估值比率</b>				
					P/E	90.45	53.74	17.79	14.93
					P/B	3.54	3.32	2.80	2.36
					EV/EBITDA	15	17	10	8

数据来源：华泰联合证券研究所。



#### 华泰联合证券评级标准：

时间段 报告发布之日起 6 个月内  
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

#### 股票评级

买入	股价超越基准 20%以上
增持	股价超越基准 10%-20%
中性	股价相对基准波动在±10% 之间
减持	股价弱于基准 10%-20%
卖出	股价弱于基准 20%以上

#### 行业评级

增持	行业股票指数超越基准
中性	行业股票指数基本与基准持平
减持	行业股票指数明显弱于基准

#### 免责申明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

#### 深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层  
邮政编码：518048  
电 话：86 755 8249 3932  
传 真：86 755 8249 2062  
电子邮件：[lzrd@lhzq.com](mailto:lzrd@lhzq.com)

#### 上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层  
邮政编码：200120  
电 话：86 21 5010 6028  
传 真：86 21 6849 8501  
电子邮件：[lzrd@lhzq.com](mailto:lzrd@lhzq.com)