

区域供需不断改善是我们看好公司主要理由

投资评级：买入（维持）

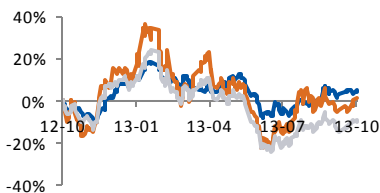
当前价格：	12.81 元
目标价格：	15 元
目标期限：	6 个月

市场数据

总股本(百万股)	935.30
A股股本(百万股)	607.30
B/H(1:1)	328.00/0.00
A股流通比例(%)	59.47
12个月最高/最低(元)	18.46/9.41
第一大股东	HOLCHIN B.V.
第一大股东持股比	39.88%
上证综指/沪深300	2183.1/2418.4

注：2013年10月23日数据

近十二个月股价表现



%	1 个月	3 个月	12 个月
相对收益	3	9	-3
绝对收益	2	17	2

注：相对收益与沪深300相比

分析师：许雯

证书编号：S0500511050001

Tel: 021-68634518-8221

Email: xw3315@xcsc.com

地址：

上海市浦东新区陆家嘴环路958号
华能联合大厦5层湘财证券研究所

<http://www.xcsc.com>

投资要点：

- **公司水泥业务盈利能力四季度环比有望继续提升。**公司前三季度水泥及熟料销量约3528万吨，同比增长近18%，第三季度销量1312万吨。成本优势第三季度继续体现，单季度吨成本同比下降约4%。第三季度受雨水天气影响，单季均价同比下降3个百分点，前三季度均价同比增加近2个百分点。四季度是公司水泥的传统旺季，我们认为公司水泥和熟料均价有望继续上行，盈利能力环比继续提升。主要基于以下几点：一、预计今年煤炭价格仍将维持低位，原材料的成本端利好继续存在；二、公司设备运转率继续提升，有利于成本的进一步下降；三、需求回升对价格上行形成一定支撑，国庆前后的价格持续上调已开始反映；四、周边水泥上调价格（长江上游重庆和下游长三角价格上调），对湖北地区的低价冲击大幅度减弱。我们预计公司全年水泥及熟料销量约4820万吨，吨毛利近70元。
- **区域供需不断改善是我们持续看好公司的主要原因。**湖北市场一直是公司的最主要市场，供给上，湖北省近几年基本没有批复新线，12年新增新型干法熟料201.5万吨，预计13、14年基本无新增产能。12年底湖北省淘汰落后水泥产能393万吨后，全省大约还有500万吨左右的立窑水泥落后产能，13年计划淘汰134万吨，我们按照15年底前全部淘汰来保守计算（极可能提前完成淘汰），14、15年将分别淘汰大约183万吨左右。可以看到，湖北省净新增供给在不断减少。需求上，我们预计13年全年湖北省水泥产量约11174万吨，同比增长约8.96%。未来两年，我们预计湖北省全年需求量大约在1亿吨左右。在不考虑周边水泥流入冲击的情况下，供需大体平衡，随着落后产能全部淘汰之后，湖北省的水泥供应将呈现略微偏紧的局面。
- **未来产能扩张以并购为主，海外项目逐步贡献利润。**我们预计13年底公司拥有熟料产能约4444万吨，水泥产能约6898万吨。未来在产能扩张方面，公司将寻找合适项目并购，目前公司手头上有包括京兰在内的较多合作目标对象，预计未来5年将有3-4个并购。此外，公司海外项目塔吉克斯坦项目于8月底正式投产，投产以来销售供不应求，已销售水泥5.2万吨，预计到10月份能销售到8-9万吨，售价约150美金，保守预计塔吉克斯坦项目的Ebitda-margin约40%。未来不排除新的海外项目，柬埔寨项目或有望相对控股。
- **环保业务有望成为公司长期业绩增长新亮点。**公司目前已投环保项目共8个，在建项目8个，2014年计划处置能力（包括生活垃圾、漂浮物、污泥等）接近50万吨，2015年达到100万吨。2013-2016年公司计划在环保业务上投资60-70亿元。公司未来环保业务的盈利点主要来自两方面，一方面是政府给予的垃圾处置费，另一方面是RDF带来的煤炭成本下降。发达国家垃圾处置费约为人均GDP的0.5%，我国目前的垃圾处置费较低，随着国家对环保的重视，未来处置费的提升空间很大。
- **估值和投资建议。**我们预计公司2013-2015年EPS分别为1元、1.22元

和 1.38 元，维持“买入”评级。

□ **重点关注事项。**

股价催化剂：下游需求超预期；房地产调控放松。

风险提示：需求低于预期；房地产调控更加严格。

财务预测	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	12520.53	14202.64	16013.58	17754.19
收入同比(%)	-0.93%	13.43%	12.75%	10.87%
归属母公司净利润	555.66	936.13	1138.48	1292.24
净利润同比(%)	-48.32%	68.47%	21.62%	13.51%
毛利率(%)	24.40%	28.24%	28.59%	28.68%
ROE(%)	6.51%	10.41%	11.28%	11.32%
每股收益(元)	0.59	1.00	1.22	1.38
P/E	21.91	12.50	10.28	9.05
P/B	1.57	1.38	1.23	1.10
EV/EBITDA	15.94	5.55	4.58	4.20

正文目录

1 公司水泥业务盈利能力四季度环比有望继续提升.....	1
2 区域供需不断改善是我们持续看好公司的主要原因.....	1
3 海外项目投产,未来以并购为主,产能继续扩张.....	5
4 环保业务有望成为公司长期业绩增长新亮点.....	6
5 盈利预测及估值.....	9
6 重点关注事项.....	9
6.1 股价催化剂.....	9
6.2 风险提示.....	9
附录(单位:百万元).....	10

图表目录

图 1、公司营业收入地区分布情况.....	2
图 2、湖北省水泥产量及同比增速.....	3
图 3、湖北省固定资产投资及同比增速.....	4
图 4、公司近几年产能变化情况.....	6
图 5、华新水泥窑协同处理市政垃圾技术.....	7
图 6、华新秭归公司三峡库区漂浮物处置中可替代燃煤的工艺.....	8
表 1、2012-2014 年湖北省水泥边际供需好转.....	3
表 2、2012-2014 年湖北省水泥供需总量情况.....	3
表 3、近年颁布的部分规划、通知.....	8
表 4、华新水泥收入结构预测.....	9

1 公司水泥业务盈利能力四季度环比有望继续提升

公司前三季度业绩实现了较好的增长,1-9月实现营业收入105.9亿元,同比增长20.13%;实现归属于上市公司股东净利润5.58亿元,同比增长130.79%;第三季度单季度营业收入39.65亿元,同比增长19%;实现归属于上市公司股东净利润2.03亿元,同比增长39%。业绩增长主要还是由于成本下降、销量增长。

公司前三季度水泥及熟料销量约为3528万吨,同比增长近18%,第三季度销量1312万吨。成本上的优势第三季度继续体现,第三季度单季度吨成本同比下降约4%。成本控制上,一方面,公司煤炭采购价格大幅下降,另一方面,公司通过内部精细化管理,生产过程中的消耗以及维修费用得以下降。

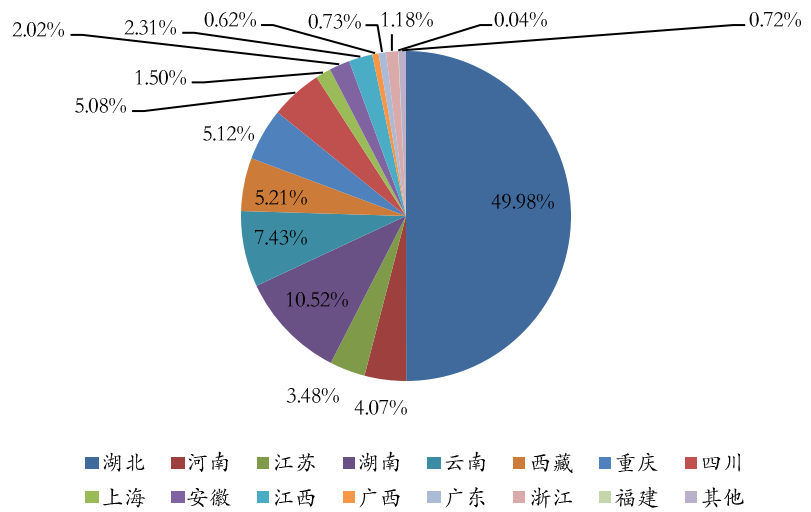
价格方面,第三季度由于受雨水天气影响,7、8月价格有所下滑,8月中下旬公司所处区域价格基本处于触底回升阶段,9月底价格开始反弹。第三季度单季均价约250元/吨,同比下降3%;前三季度均价同比增加近2个百分点。十月以来,需求明显回升,目前公司均价累计上涨10多元,大约为274元/吨左右,日发货量约16万吨,库存也处于中位偏下水平。

四季度是公司水泥的传统旺季,我们认为公司水泥和熟料均价有望继续上行,盈利能力环比继续提升。主要基于以下几点:一、预计今年煤炭价格仍将维持低位,原材料的成本端利好继续存在;二、公司设备运转率继续提升,有利于成本的进一步下降;三、需求回升对价格上行形成一定支撑,国庆前后的价格持续上调已开始反映;四、周边水泥上调价格(长江上游重庆和下游长三角价格上调),对湖北地区的低价冲击大幅度减弱。我们预计公司全年水泥及熟料销量约4820万吨,吨毛利近70元。

2 区域供需不断改善是我们持续看好公司的主要原因

公司的主要销售区域近几年得到拓展,涉及湖北、湖南、云南、西藏、重庆、四川、河南、江苏等十五个以上省市,其中湖北市场一直是公司的最主要市场。公司在湖北市场的销售收入占总收入比近几年均在50%左右,目前公司在湖北省共有21条熟料生产线和9个粉磨站,熟料产能2415万吨,水泥产能3575万吨,占湖北省水泥总产能的38%以上,是湖北地区规模最大的水泥制造企业。

图 1、公司营业收入地区分布情况



资料来源：公司资料，湘财证券研究所

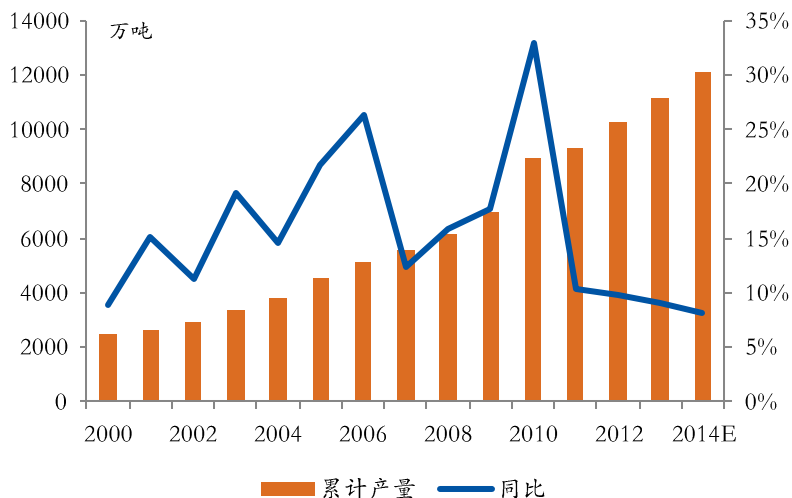
从供需结构来看，12-14 年湖北地区供需关系不断改善是我们一直看好公司的最主要原因。

供给上，湖北省近几年执行 930 文件相对较为严格，基本没有批复新线，12 年新增新型干法熟料 201.5 万吨，预计 13、14 年基本无新增产能。12 年底湖北省淘汰落后水泥产能 393 万吨后，全省大约还有 500 万吨左右的立窑水泥落后产能，13 年计划淘汰 134 万吨，我们按照 15 年底前全部淘汰来保守计算（极可能提前完成淘汰），14、15 年将分别淘汰大约 183 万吨左右。可以看到，湖北省净新增供给在不断减少。今年以来，政府一直在强调化解、整治过剩产能，近日国务院出台了《国务院关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，意见将改革重点锁定包括水泥行业在内的五大严重产能过剩产业，并规划未来五年化解产能过剩的路线图。《意见》还指出，在提前一年完成“十二五”淘汰落后产能目标的基础上，通过提高财政奖励标准、落实等量或减量置换方案等措施，鼓励地方提高淘汰落后产能标准，2015 年底前进行再淘汰。我们认为，在目前的宏观环境、水泥行业自身的生存环境以及新一届政府释放的决心之下，未来水泥行业新线审批将禁止，落后淘汰将加快，行业目前严重过剩的产能将会得以有效改观。未来几年，我们认为在供给端将形成持续利好。

需求上，湖北是水泥消费大省，2012 年湖北省水泥产量 1.03 亿吨，同比增长 9.7%；2013 年湖北省水泥产量依旧保持了较快增长，1-8 月湖北省水泥产量 6905.6 万吨，同比增长 7.2%，我们预计 13 年全年湖北省水泥产量约 11174 万吨，同比增长约 8.96%。未来两年，我们预计湖北省全年需求量大约在 1 亿吨左右，假设严格执行不审批不新建（即新增产能为 0），且落后产能按期淘汰，在不考虑周边水泥流入冲击的情况下，供需大体平衡，

随着落后产能全部淘汰之后，湖北省的水泥供应将呈现略微偏紧的局面。

图 2、湖北省水泥产量及同比增速



资料来源：同花顺，湘财证券研究所

表 1、2012-2014 年湖北省水泥边际供需好转

单位：万吨	2010	2011	2012	2013E	2014E
水泥产量	8982.9	9342.9	10255.5	11174.11	12086
新增需求	1999.13	360	912.6	918.61	911.89
当年年底新干熟料产能	5865.2	5942.7	6144.2	6144.2	6144.2
新增新型干法熟料产能	957.9	77.5	201.5	0	0
新增新型干法水泥产能	1245.27	100.75	261.95	0	0
当年淘汰落后水泥产能	277	299.8	393	134	183
净新增供给	968.27	-199.05	-131.05	-134	-183
△需求-△供给	1030.86	559.05	1043.65	1052.61	1094.89

资料来源：公司资料，湘财证券研究所

表 2、2012-2014 年湖北省水泥供需总量情况

	2010	2011	2012	2013E	2014E
水泥产量	8982.9	9342.9	10255.5	11174.11	12086
已投产新型干法水泥产能	8093.98	8200.93	8479.00	8479.00	8479.00
落后产能	1076.8	799.8	500	366	183
在建产能	100.75	261.95	0	0	0
水泥供给情况	9271.53	9262.68	8979.00	8845.00	8662.00

资料来源：公司资料，湘财证券研究所

从 13 年湖北省的投资情况来看，以政府为主导的投资存在一定的量，其中包括 1+8 城市圈、2 个副中心城市的建设，城市轨道交通建设，快速路

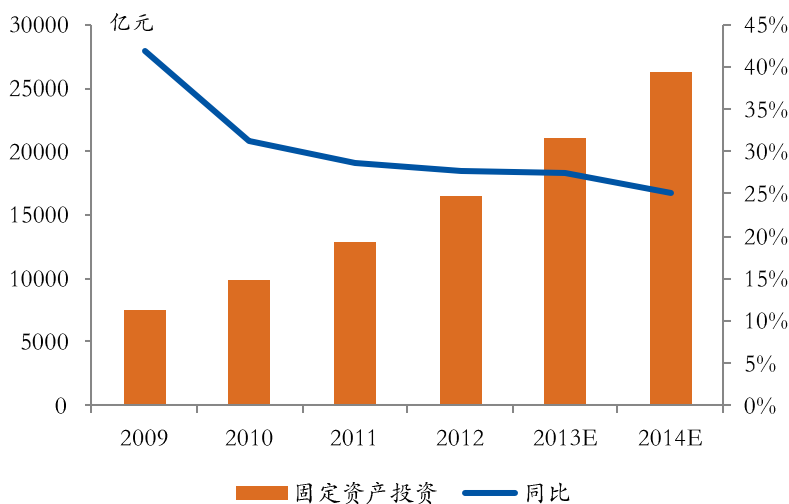
改造, 宜巴等高速, 以及武汉至咸宁、武汉至黄石等在内的城际铁路建设。1-8 月湖北省完成固定资产投资 12716.72 亿元, 同比增长 27.5%。

基础设施投资出现了大幅增长, 1-8 月完成投资 3020.7 亿元, 同比增长 32.8%, 比去年同期加快了 19.7 个百分点, 增幅在三大支柱中排名第一。近五年内, 湖北武汉每年都有新地铁开通, 9 月份 7 号线一期初步设计评审会启动, 有望年内开工, 湖北省已进入地铁时代。公路建设上, 1-8 月湖北省普通公路累计完成投资 211.2 亿元, 同比增长 99.8%。“十二五”期间, 湖北省将增加 8 条高速公路、58 条普通公路和 26 个水路项目。9 月湖北省交通厅对省公路水路“十二五”规划中期重点项目库进行了更新调整, 调整后的重点工程项目 562 个, 总投资 5697 亿元, 其中“十二五”期预计完成投资 3233 亿元, 较原有项目库投资总额增加 7.9%。

今年湖北省继续开展“重大项目建设年”活动, 1-8 月, 省重点建设项目完成投资 1996.8 亿元, 占年度计划的 75.8%, 项目开工率 92%, 比去年同期提高 11 个百分点。

房地产投资前 8 个月也保持了 28.1%的较好增速, 完成投资 1994.35 亿元, 增速较去年同期增加 3.1 个百分点。此外, 湖北省还争取到中央 5.39 亿元的投资用于棚户区改造及配套基础设施建设。湖北省旧城改造项目较多, 且约占到混凝土搅拌站需求的 70%左右, 因此, 棚户区改造项目启动之后将有效拉动水泥的下游需求。

图 3、湖北省固定资产投资及同比增速



资料来源: 同花顺, 湘财证券研究所

目前公司重点工程项目的签单包括襄樊至十堰、十堰至房县、十堰至陕西白河等高速公路, 武汉城市轨道交通项目等。从公司下游需求结构来看, 今年湖北省农村市场表现较好, 公司湖北市场今年需求增长主要来自县乡镇

村等传统农村市场，占比达 60%左右，重点工程占比约 20%左右，城市房地产占比约 20%左右。从 12 年下半年以来，农村民用市场的销售一直不错，民用对公司品牌的青睐度也较高，四季度及 14 年民用市场需求有望继续保持较好形势。四季度属于湖北市场的需求旺季，我们认为四季度及 14 年重点工程进一步启动后，重点工程占比将有一定提升。

单单从湖北市场的供需看，湖北市场供需格局相对较好，但是由于湖北的地理位置，往往会受到长江沿江其他市场的水泥流入冲击，尤其是鄂东地区受冲击最大。最主要的冲击来自华东和重庆，流入企业主要是海螺和新希望。预计两家公司全年对湖北市场的冲击量不超过 400 万吨，相较湖北市场全年需求量 1 亿吨左右而言，在量上的冲击不大，主要是低价进入，对价格冲击较大。但是，从我们跟踪的华东和重庆地区来看，9 月中旬以来长江上游重庆和下游长三角地区水泥价格稳中有升，预计四季度有望继续上行，且传统上湖北地区 9-12 月是需求较好时期，我们预计四季度各企业出于自身盈利考虑，不大会大力竞争、搅乱价格体系，整体市场竞争环境相对较好。

3 海外项目投产，未来以并购为主，产能继续扩张

05 年以来公司产能快速扩张，12 年底公司熟料产能约 3961 万吨，水泥产能约 6358 万吨。以往公司主要以自建为主，进入 13 年公司加快并购步伐，于 1 月并购湖北华祥水泥有限公司和湖北华祥水泥鄂州有限公司 70% 股权，新增熟料产能 235 万吨和水泥产能 200 万吨，并购完成后，公司在鄂东地区水泥产能达 1600-1800 万吨，市场占有率进一步提升；并于 7 月收购星宙集团持有的实德金鹰水泥有限公司，间接持有恩平实德金鹰建材有限公司 64.87% 的股权，恩平实德金鹰有在建 4000T/D 生产线一条。自建生产线方面，公司湖南桑植的一条 2500T/D 在建生产线 2014 年或能投产。

此外，公司海外项目塔吉克斯坦 3000T/D 生产线于 2012 年开建，于 2013 年 8 月 29 日正式进行投产仪式，熟料产能 93 万吨，水泥产能 120 万吨，公司持股比例 38.25%。塔吉克斯坦项目是公司境外投资的第一个项目，对今后走出去有重要意义。塔吉克斯坦以往部分水泥从巴基斯坦进口，盈利能力远高于国内，甚至高于公司的西藏市场，公司投产以来销售供不应求，已销售水泥 5.2 万吨，预计到 10 月份能销售到 8-9 万吨，售价约 150 美金，保守预计塔吉克斯坦项目的 Ebitda-margin 约 40%。

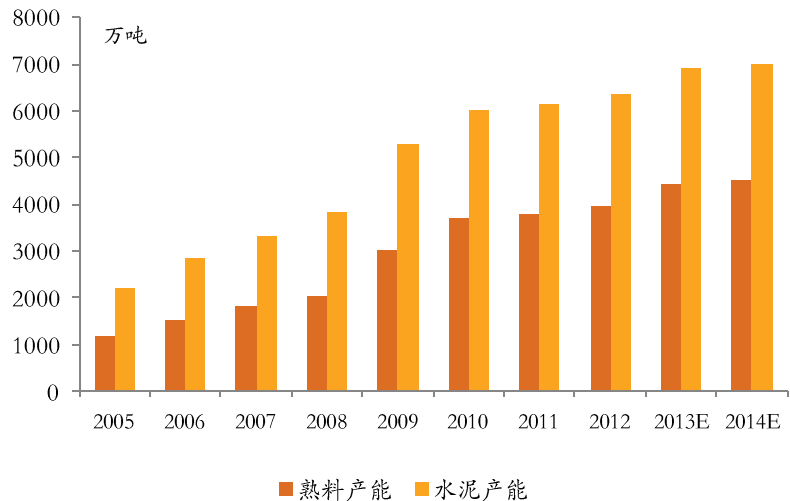
我们预计 13 年底公司拥有熟料产能约 4444 万吨，水泥产能约 6898 万吨。2005 年至 2013 年公司的熟料产能复合增长率达 18%，水泥产能复合增长率达 15%，实现了产能的快速扩张。

未来在产能扩张方面，公司将寻找合适项目并购，目前公司手头上有包

括京兰在内的较多合作目标对象，预计未来 5 年将有 3-4 个并购。公司并购主要考虑以下两个方面：一是市场整合是否有利，二是与环保业务能否协同。

目前湖北省水泥制造企业三千余家，局部地区存在投资过度和集中度较分散的现象，湖北市场需要进一步的整合，以形成湖北市场几大企业相互制衡协同的关系。公司作为全国性的大型水泥企业和湖北省的龙头企业，在并购中具有相当优势。

图 4、公司近几年产能变化情况



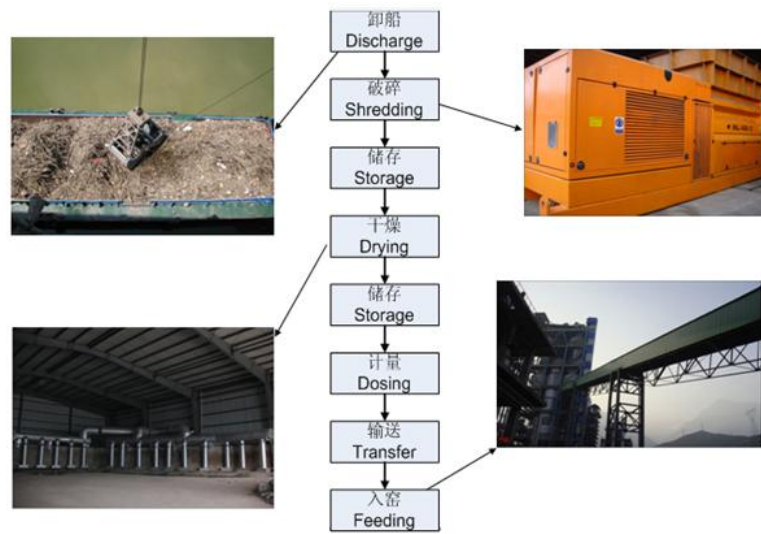
资料来源：公司资料，湘财证券研究所

4 环保业务有望成为公司长期业绩增长新亮点

从中短期来看，我们认为公司最主要销售区域湖北省以及周边华东、重庆地区的供需结构不断改善，水泥业务盈利有望不断提升；从长期来看，近年来公司一直致力发展的另一业务即环保业务有望成为未来新的利润增长点。

公司的环保业务主要涉及城市生活垃圾、市政污泥、污染土、水域漂浮物处理、工业废弃物、危险废弃物等方面，目前已经获得了八项以上发明专利和 28 项以上实用新型专利。公司环保业务战略是沿着珠三角、长三角以及特大型城市周围布局。目前珠三角地区，公司收购的广东恩平美德即是以环保为切入点并购的生产线；长三角地区目前还没有建立基地，未来会考虑并购以及强强联合等方式，扩大水泥产能的同时推动环保业务。公司目前已投环保项目共 8 个，在建项目 8 个（包括广东珠海，重庆奉节，湖北南漳、房县、应城、鄂州，湖南株洲，河南信阳等），2014 年计划处置能力（包括生活垃圾、漂浮物、污泥等）接近 50 万吨，2015 年达到 100 万吨。2013-2016 年公司计划在环保业务上投资 60-70 亿元。

图 6、华新秭归公司三峡库区漂浮物处置中可替代燃煤的工艺



资料来源：中国水泥网，湘财证券研究所

从城市垃圾处理的大环境来看，随着城镇化率的提升以及生活水平的进一步提高，我国城市垃圾产生量将明显增长，垃圾污染也日益严重，按照人均 1 公斤/天的生活垃圾产生量，垃圾处理的空间很大，因此垃圾处理已显得十分迫切，已是不可逆趋势。在国家实行可持续发展战略的大环境下，垃圾无害化处理受到了国家政府的高度重视，近年来政府出台了一系列规划、意见及通知，大力倡导城市垃圾的无害化处理尤其是焚烧处理及资源综合利用，而与运用专用垃圾焚烧炉发电的方法相比，水泥窑协同处理垃圾具有较为显著的优势。《“十二五”规划纲要》中明确提出，将“支持水泥窑协同处置城市生活垃圾、污泥生产线和建筑废弃物综合利用示范线的建设”作为建材工业发展重点之一，目前政策支持力度在不断加大。

表 3、近年颁布的部分规划、通知

发布时间	名称
2010	《关于加强城镇污水处理厂污泥污染防治工作的通知》
2010	《城镇污水处理厂污泥处理处置污染防治最佳可行技术指南（试行）》
2010	《生活垃圾处理技术指南》
2011	《关于进一步加强城市生活垃圾处理工作意见》
2011	《国家环境保护“十二五”规划》
2011	《关于进一步加强污泥处理处置工作组织实施示范项目的通知》
2011	《城镇污水处理厂污泥处理处置技术指南（试行）》
2011	《国务院批转住房城乡建设部等部门关于进一步加强城市生活垃圾处理工作意见的通知》
2011	《国务院关于加强环境保护重点工作的意见》
2011	《“十二五”资源综合利用指导意见》
2011	《大宗固体废物综合利用实施方案》
2012	《“十二五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》
2012	《“十二五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》
2012	《关于完善垃圾焚烧发电价格政策的通知》

2012	《“十二五”危险废物污染防治规划》
2013	《工业固体废物综合利用先进适用技术目录(征求意见稿)》

资料来源：互联网，湘财证券研究所

在垃圾处置费上，发达国家垃圾处置费约为人均 GDP 的 0.5%，我国目前的垃圾处置费较低，随着国家对环保的重视，未来处置费的提升空间很大。公司较早涉入环保领域，已在北京、上海、珠海、武汉、黄石、宜昌、十堰、武穴、赤壁、秭归、襄阳、信阳、株洲、奉节、南漳、辽宁灯塔等地开展业务，拥有显著的资源优势。公司的业务布局是环保与水泥协同发展，成为大型项目关键产品的综合供应商。

5 盈利预测及估值

我们预计公司 2013-2015 年 EPS 分别为 1 元、1.22 元和 1.38 元，维持“买入”评级。

表 4、华新水泥收入结构预测

分产品	2011	2012	2013E	2014E	2015E
水泥及熟料业务					
销量(万吨)	3840	4234.58	4820.35	5302.42	5763.5
均价(元/吨)	303.03	263.47	241.6	247.64	252.6
销售收入(万元)	1163648.2	1115694.45	1164616.23	1313113.47	1455843.2
销售成本(万元)	844755	843536.01	830592.42	931930.85	1038292.52
毛利率	27.40%	24.39%	28.68%	29.03%	28.68%
营业总收入(万元)	1263803.92	1252052.72	1420263.7	1601357.89	1775418.53
YOY	49.22%	-0.93%	13.43%	12.75%	10.87%
营业总成本(万元)	917434.73	946589.45	1019131.81	1143473.44	1266210.4
综合毛利率	27.41%	24.40%	28.24%	28.59%	28.68%

资料来源：湘财证券研究所

6 重点关注事项

6.1 股价催化剂

股价催化剂：下游需求超预期；房地产调控放松。

6.2 风险提示

风险提示：需求低于预期；房地产调控更加严格。

附录(单位:百万元)

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	5865.06	6599.38	7513.10	8255.18	营业收入	12520.53	14202.64	16013.58	17754.19
现金	2839.24	3140.08	3583.97	3974.96	营业成本	9465.89	10191.32	11434.73	12662.10
应收账款	804.51	1065.20	1120.95	1154.02	营业税金及附加	174.07	197.46	222.64	246.84
其它应收款	288.07	275.75	319.75	340.00	营业费用	838.08	994.18	1120.95	1242.79
预付账款	99.24	64.95	124.91	95.59	管理费用	723.75	795.35	896.76	994.23
存货	904.17	917.22	1143.47	1392.83	财务费用	576.33	580.47	618.40	636.33
其他	929.83	1136.18	1220.05	1297.78	营业利润	723.03	1358.11	1668.41	1929.41
非流动资产	17426.35	18053.20	18677.44	19154.24	营业外收入	212.59	200.00	230.00	240.00
长期投资	338.77	395.96	538.88	730.22	营业外支出	30.65	30.00	40.00	60.00
固定资产	12943.39	14039.19	14669.96	14975.84	利润总额	904.97	1528.11	1858.41	2109.41
无形资产	1796.52	1975.92	2151.57	2313.70	所得税	224.69	382.03	464.60	527.35
其他	2347.68	1642.13	1317.03	1134.48	净利润	680.28	1146.08	1393.81	1582.06
资产总计	23291.42	24652.57	26190.54	27409.41	少数股东损益	124.62	209.95	255.33	289.81
流动负债	8077.10	9639.57	11053.67	12045.22	归属母公司净利润	555.66	936.13	1138.48	1292.24
短期借款	1054.00	4557.91	4749.30	5796.63	EPS(摊薄)	0.59	1.00	1.22	1.38
应付账款	2549.73	2600.21	3154.53	3319.70	主要财务比率				
其他	4473.37	2481.45	3149.84	2928.89	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
非流动负债	6714.66	5535.62	4430.91	3234.14	成长能力				
长期借款	6357.29	5205.83	4064.38	2882.92	营业收入增长率	-0.93%	13.43%	12.75%	10.87%
其他	357.36	329.78	366.53	351.23	营业利润增长率	-49.46%	87.84%	22.85%	15.64%
负债合计	14791.75	15175.18	15484.58	15279.36	归属于母公司净利润增	-48.32%	68.47%	21.62%	13.51%
少数股东权益	765.09	975.03	1230.36	1520.17	获利能力				
归属母公司股东权	7734.58	8502.36	9475.60	10609.88	毛利率	24.40%	28.24%	28.59%	28.68%
负债和股东权益	23291.42	24652.57	26190.54	27409.41	净利率	5.43%	8.07%	8.70%	8.91%
					ROE	6.51%	10.41%	11.28%	11.32%
					ROIC	5.33%	6.82%	8.27%	8.72%
现金流量表					偿债能力				
					资产负债率	63.51%	61.56%	59.12%	55.74%
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	净负债比率	122.45%	116.75%	94.85%	82.94%
经营活动现金流	0.00	3069.52	4837.10	3977.36	流动比率	0.73	0.68	0.68	0.69
净利润	680.28	1146.08	1393.81	1582.06	速动比率	0.61	0.59	0.58	0.57
折旧摊销	0.00	1946.68	2114.79	2213.68	营运能力				
财务费用	576.33	580.47	618.40	636.33	总资产周转率	0.56	0.59	0.63	0.66
投资损失	1.19	49.55	-0.54	-0.49	应收账款周转率	0.06	0.08	0.07	0.07
营运资金变动	607.05	-679.76	712.87	-446.86	应付账款周转率	3.80	3.96	3.97	3.91
其它	-1864.85	26.49	-2.22	-7.35	每股指标(元)				
投资活动现金流	-2419.65	-2661.41	-2727.71	-2684.39	每股收益(最新摊薄)	0.59	1.00	1.22	1.38
资本支出	1392.83	649.35	432.40	291.77	每股经营现金流(最新摊)	0.00	3.28	5.17	4.25
长期投资	346.89	56.40	142.92	191.34	每股净资产(最新摊薄)	9.09	10.13	11.45	12.97
其他	-679.93	-1955.66	-2152.39	-2201.28	估值比率				
筹资活动现金流	-10.45	-3065.18	-2256.90	-2149.30	P/E	21.91	12.99	10.68	9.41
短期借款	56.05	546.00	-400.00	-200.00	P/B	1.57	1.43	1.28	1.15
长期借款	937.04	-1151.46	-1141.46	-1181.46	EV/EBITDA	15.94	5.67	4.69	4.30
其他	-1003.54	-2459.72	-715.44	-767.84					
现金净增加额	-2430.10	-2657.07	-147.51	-856.33					

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

- 买入：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性：**未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；
- 卖出：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司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。

本报告版权仅为湘财证券有限责任公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、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“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。