

方正证券研究所证券研究报告

韶能股份(000601)

公司研究

公用事业行业

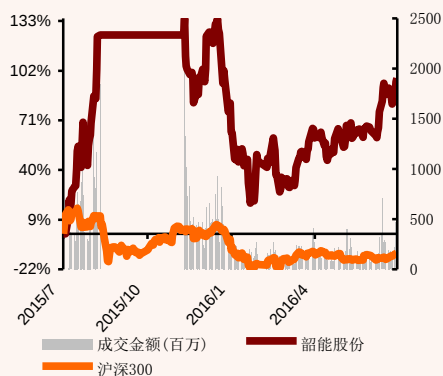
公司深度报告

2016.07.18/强烈推荐(调升)

环保与公用事业首席分 郭丽丽
执业证书编号: S1220513070001
TEL: 010-68584809
E-mail: guolili@foundersc.com

联系人: 李思萌, 靳晓雪
TEL: 010-68584814
E-mail: lisimeng@foundersc.com

历史表现:



数据来源: wind 方正证券研究所

相关研究

请务必阅读最后特别声明与免责条款

雨水大年水电业务增幅巨大，全年业绩高增长确定性强

公司主营业务为电力的生产与销售，总装机容量 97.221 万千瓦，其中水电装机为 67.221 万千瓦。2016 受益于超级厄尔尼诺现象，公司水电站所在流域水量好于历史水平，水电发电量大幅提升，预计上半年完成发电量 15 亿千瓦时，同比增长约 50%。下半年来水情况依旧乐观，预计全年水电发电量 36 亿千瓦时，同比增长 45%，实现净利润 6 亿元。水电属于高负债行业，去年连续降息使公司财务成本下降明显，上半年净利润增速预计高达 157.60%-179.07%，全年业绩高增长确定性强。

宝能系变为实际控制人，大力发展新能源汽车零件业务

前海人寿及其一致行动人钜盛华以 10.33 元/股的价格非公开发行 3.1 亿股公司股份募集资金 32 亿元已于 5 月过会，非公开发行后宝能系将持有公司 34% 的股份变为实际控制人，公司将实现由国企向民企的转变。公司定位于清洁能源综合服务商，在继续发展清洁能源发电以外，努力开拓新能源汽车板块，涉及变速器总成、减速器、动力总成以及充电桩。目前宏大齿轮已向比亚迪、广汽等电动车厂商供应零部件，未来业务量预计将继续保持高速增长。

投资建议

水电行业每年三季度为主汛期，今年雨水丰厚，全年水电高速增长确定性强。公司未来将重点发展新能源汽车产业，利用宏大齿轮的经验和大股东的地产与平台资源，大力发展电动车总成以及充电桩业务。公司变为民企后机制更加灵活，将通过内生以及外延两种渠道将公司做大做强。此外，本次增发价格为 10.33 元，目前股价 10.40 元，具有很强的安全边际。我们预计 2016-2017 年，公司净利润分别为 7.3 亿、7.7 亿，EPS 为 0.52 元、0.71 元，对应 PE 为 21、15 倍，给予“强烈推荐”评级。

风险提示

行业政策风险；全年来水量不及预期；项目开展不及预期

盈利预测:

单位/百万	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	3007.22	3469.00	3931.00	4792.00
(+/-) (%)	-0.08	15.36	13.32	21.90
净利润	281.17	727.18	768.70	890.92
(+/-) (%)	7.43	158.62	5.71	15.90
EPS (元)	0.26	0.52	0.71	0.82
P/E	42.31	20.94	15.39	13.28

数据来源: wind 方正证券研究所

目录

1	清洁能源发电为主业，业绩持续稳定增长	4
1.1	清洁能源发电奠定基础，新能源汽车配件打开增长空间	4
1.2	业绩持续稳定增长，16 年业绩增速加快	5
2	受益于雨水大年与降息，2016 年业绩有望创新高	6
2.1	超级厄尔尼诺带来丰饶雨水，水电企业发电量大幅增长	6
2.2	连续降息，财务成本大幅下降	7
2.3	持续发展生物质发电项目，为清洁能源发电添砖加瓦	8
3	成立售电公司参与电改，具有电源与电网优势	8
4	定增过会，宝能系变为实际控制人，变身民企未来操作空间更加灵活	9
4.1	募投项目着重发展新能源汽车配件	9
4.2	姚振华变为实际控制人，变身民企未来操作空间更加灵活	11
5	投资建议	11
6	风险提示	11

图表目录

图表 1:	韶能股份业务架构	4
图表 2:	公司营业收入及增速	5
图表 3:	公司归母净利润及增速	5
图表 4:	公司电力业务营业收入及增速	5
图表 5:	公司水电业务营业收入及增速	5
图表 6:	公司营业收入结构情况	6
图表 7:	公司销售毛利率与净利率情况	6
图表 8:	公司期间费用率变化	6
图表 9:	公司销售毛利率与净利率情况	6
图表 10:	公司下属水电站情况汇总	7
图表 11:	五年期贷款利率走势图	8
图表 12:	公司财务费用变化及增速	8
图表 13:	广东省 2016 年 3 次直接交易数据	8
图表 14:	此次非公开发行后公司股权结构示意图	9
图表 15:	非公开发行募集资金投向	10
图表 16:	“充电+加油+加气”一体站项目规划	10

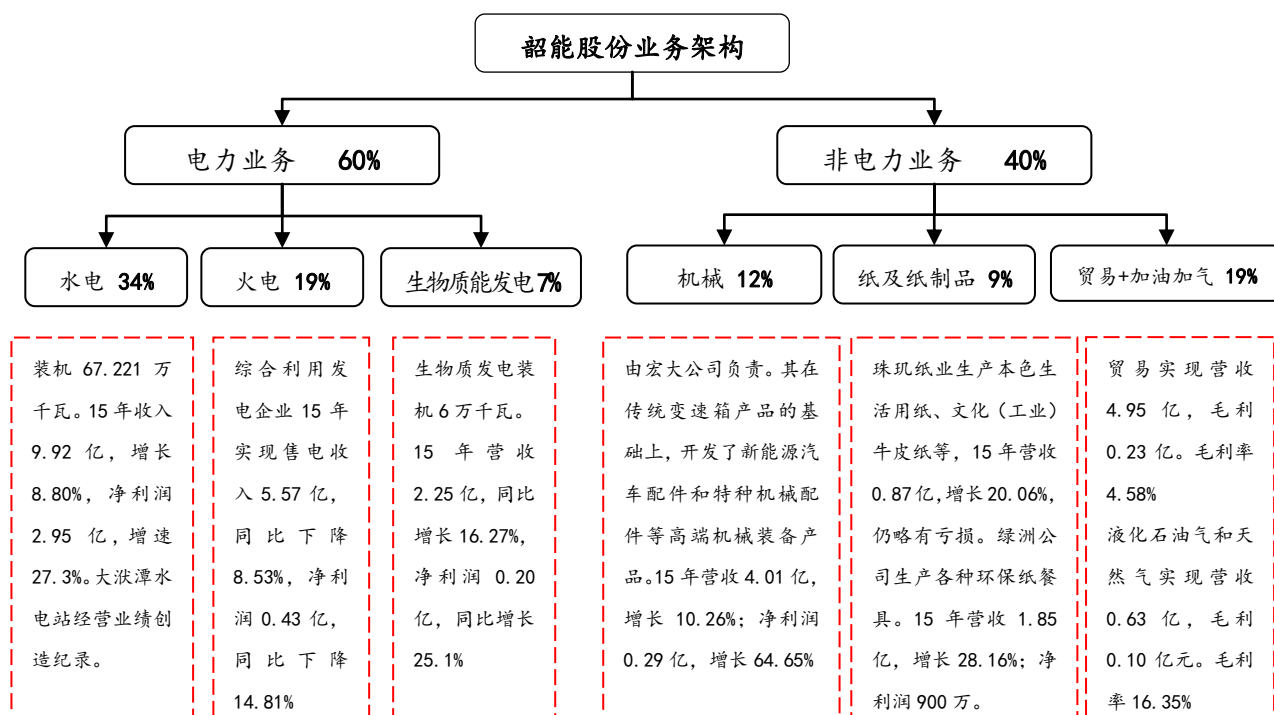
1 清洁能源发电为主业，业绩持续稳定增长

1.1 清洁能源发电奠定基础，新能源汽车配件打开增长空间

公司是广东韶关地区以可再生能源和清洁能源的投资开发与经营为主营业务优势企业集团之一。以电力（包括水电、火电和生物质发电）为主业，兼有天然气、纸业、机械等综合产业。

公司地处粤北地区，具有丰富水力资源。二十多年来，在不断巩固和发展水电、火电产业的基础上，公司重点发展生物质能发电和加油加气充电一体化站业务；同时，积极拓展非电力业务，包括新能源汽车和工业机器人核心零部件等高端装备制造业务。目前公司对周边湖南、广东地区水资源已经进行了较为充分的开发利用，而韶关市生物质能资源丰富，为公司提供了较好的生物质能发电项目建设基础。

图表1：韶能股份业务架构



资料来源：公司公告，方正证券研究所

电力是公司的主要业务，15 年电力业务共实现营收 17.74 亿，同比增长 3.49%，毛利率 43.35%，同比增加 3 个百分点。其中水力发电业务收入 9.92 亿，同比增长 8.80%，贡献 34% 的收入，对应净利润 2.95 亿，增长 27.3%，毛利率为 64.44%。2015 年公司水电站所在流域的水情较好，是助推 15 年业绩增长的主要原因。生物质发电实现营收 2.25 亿，同比增长 16.27%，净利润 0.2 亿，增长 25.10%；火电业务 15 年实现售电收入 5.57 亿，同比下降 8.53%，净利润 0.43 亿，同比下降 14.81%。

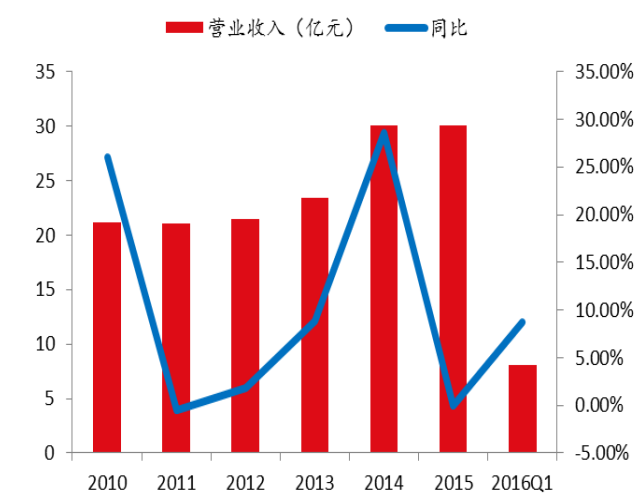
非电力业务方面，宏大齿轮在传统变速箱产品的基础上，开发了新能源汽车配件和特种机械配件等高端机械装备产品。去年加强与比亚迪、广汽等知名汽车生产厂商的合作，积极开展新能源电动汽车核

心零部件等新产品的生产对接业务，计划为比亚迪等企业生产电动叉车后桥总成，并瞄准新能源和机器人自动化市场，加快延伸转型升级传统机械业务。15 年宏大营收 4.01 亿，增长 10.26%；净利润 0.29 亿，同比增长 64.65%。纸制品业务中，珠玑纸业 15 年营收 0.87 亿，增长 20.06%。绿洲公司生产各种环保纸餐具。15 年营收 1.85 亿，增长 28.16%；净利润 900 万元，成功实现扭亏转盈。

1.2 业绩持续稳定增长，16 年业绩增速加快

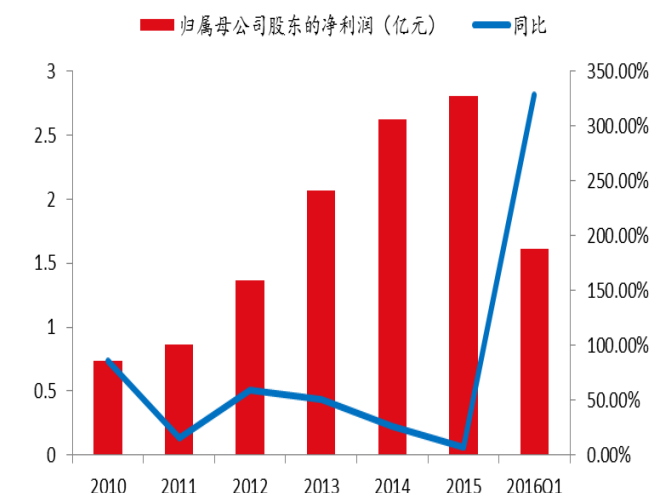
2015 年公司实现营业收入 30.07 亿元，同比微降 0.08%，实现归属于上市公司股东的净利润 2.81 亿，同比增长 7.43%。

图表2： 公司营业收入及增速



资料来源：WIND, 方正证券研究所

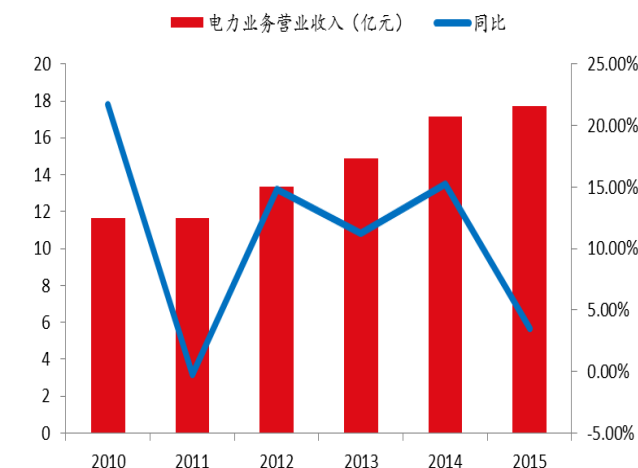
图表3： 公司归母净利润及增速



资料来源：WIND, 方正证券研究所

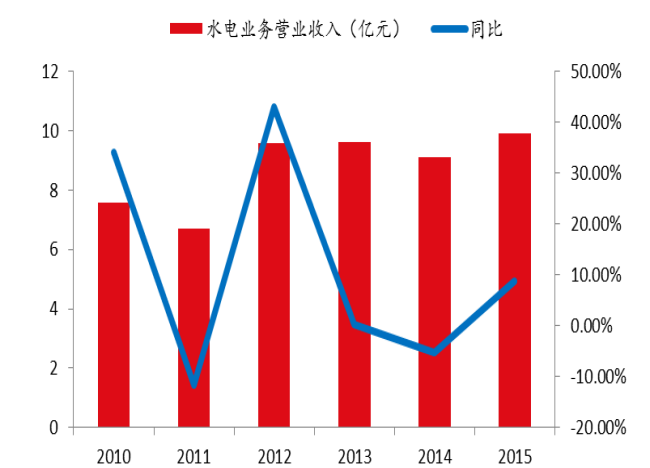
2015 年公司完成发电量 43.31 亿千瓦时，同比增加 0.96%，上网电量 41.25 亿千瓦时，同比增加 1.25%，电力业务实现营收 17.74 亿，同比增长 3.49%；机械类业务宏大齿轮实现营收 4.01 亿元，同比增长 10.26%。环保纸餐具业务珠玑纸业与绿洲纸业实现营收合计 2.63 亿，同比增长 25.23%。加油加气站业务实现营收 6300 万，净利润约 1000 万元。

图表4： 公司电力业务营业收入及增速



资料来源：WIND, 方正证券研究所

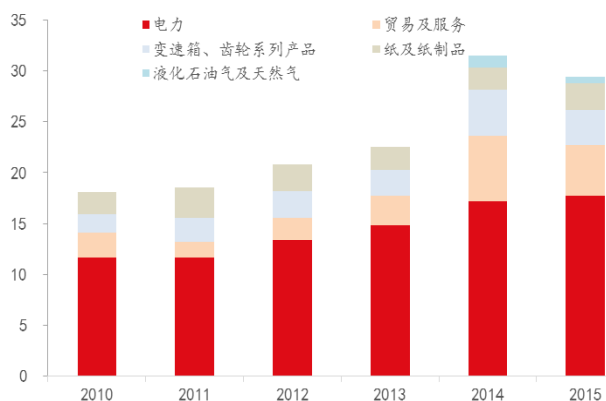
图表5： 公司水电业务营业收入及增速



资料来源：WIND, 方正证券研究所

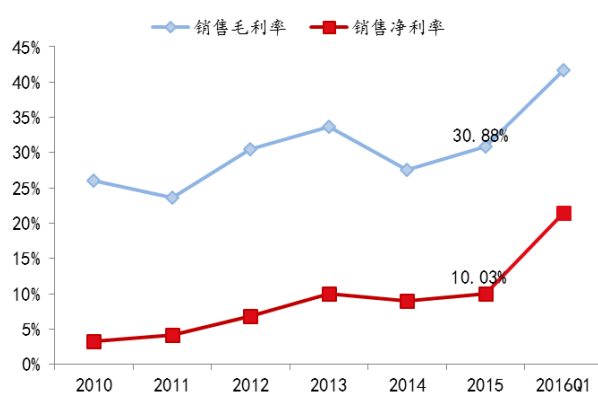
2015 年公司毛利率为 30.88%，较 14 年同比增加 3.34 个百分点，电力业务毛利率 43.35%。其中水电主业因所属地区的水情较好，毛利率升至 64.44%，同比增加 1.81 个百分点。15 年公司净利率为 10.03%，同比增加 1.03 个百分点。

图表6： 公司营业收入结构情况



资料来源：WIND, 方正证券研究所

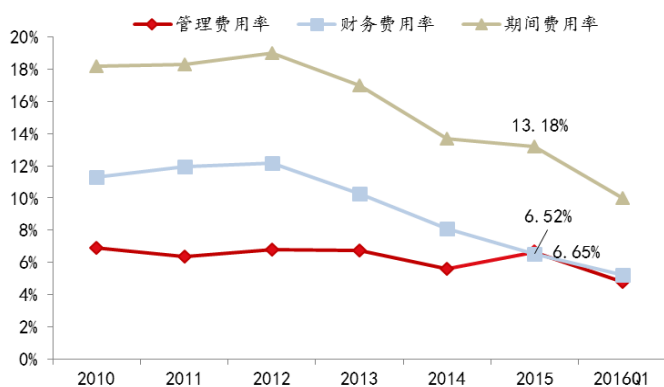
图表7： 公司销售毛利率与净利率情况



资料来源：WIND, 方正证券研究所

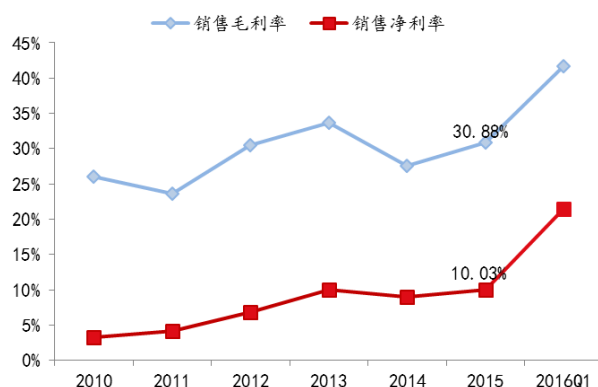
公司 2016 一季度实现营业收入 8.04 亿元，同比增长 8.71%，归母净利润 1.61 亿元，较去年同期的 3753 万元同比增长 328.68%。一季度的业绩增长主要由于水电发电量上涨收入增加、火力发电量减少导致营业成本降低和降息导致的财务费用下降。

图表8： 公司期间费用率变化



资料来源：WIND, 方正证券研究所

图表9： 公司销售毛利率与净利率情况



资料来源：WIND, 方正证券研究所

2 受益于雨水大年与降息，2016 年业绩有望创新高

2.1 超级厄尔尼诺带来丰饶雨水，水电企业发电量大幅增长

今年我国南方地区受超级厄尔尼诺现象的影响，前五个月长江流域和珠江流域降水量普遍增长 4 成-8 成。虽然本次超级厄尔尼诺现象已经结束，但由于其对气候影响的效果具有滞后性，预计今年 6-9 月，我国南方降水还会继续偏多。

截止 2015 年末，公司拥有电力装机容量 97.221 万千瓦，包括清

洁可再生能源 73.221 万千瓦。其中水电装机为 67.221 万千瓦、综合利用发电装机容量 24 万千瓦、生物质能发电装机 6 万千瓦。水电装机地区分布上,位于广东的在运行装机容量为 36.771 万千瓦,主要分布在浈江、北江;位于湖南的在运行装机容量 60.45 万千瓦,主要分布在耒水、东江。

图表10: 公司下属水电站情况汇总

电厂	持股比例	总装机(万千瓦)	权益装机(万千瓦)	地区
资兴市波水水电站	100%	0.7	0.7	
冷水滩太洲水电站	100%	2.5	2.5	
大沅潭水电站	100%	20	20	
郴州翠江水电站	82%	2.79	2.29	湖南
上堡水电站	76.83%	1.41	1.08	
遥田水电站	76.83%	5	3.84	
耒中水电站	76.83%	4.05	3.11	
杨溪横溪水电站	100%	5	5	
曲江濠湮水电厂	100%	5.2	5.2	
孟洲坝发电厂	100%	4.8	4.8	
韶关湾头水电站	100%	3.6	3.6	
钓鱼台水电厂	100%	2.5	2.5	
银溪水电	100%	2.4	2.4	
南雄雄洲水电	100%	1.688	1.688	广东
长安水电站	100%	1.32	1.32	
富湾水电	100%	1.2	1.2	
长潭水电站	100%	0.5	0.5	
大小转水电站	100%	0.4	0.4	
韶关溢州水电站	90%	2	1.8	
新丰金盘水电站	80%	0.163	0.13	
合计	-	67.221	64.062	-

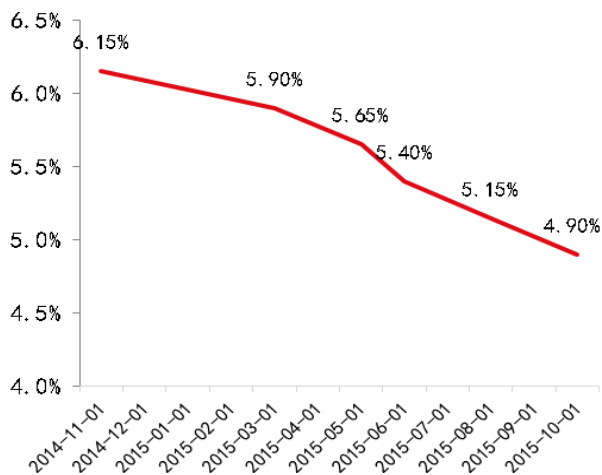
资料来源: 公司官网, 方正证券研究所

目前广东省水电标杆电价为 0.438 元, 公司在湖南主要水电站大沅潭水电站上网电价为 0.38 元。2016 年一季度珠江流域来水明显好于历史平均值, 公司水电发电量有较大幅提升, 水电营收同比增长迅速。二、三季度是全年发电量最高峰, 期间来水情况预计依然很乐观, 全年发电量增长确定性高。

2.2 连续降息, 财务成本大幅下降

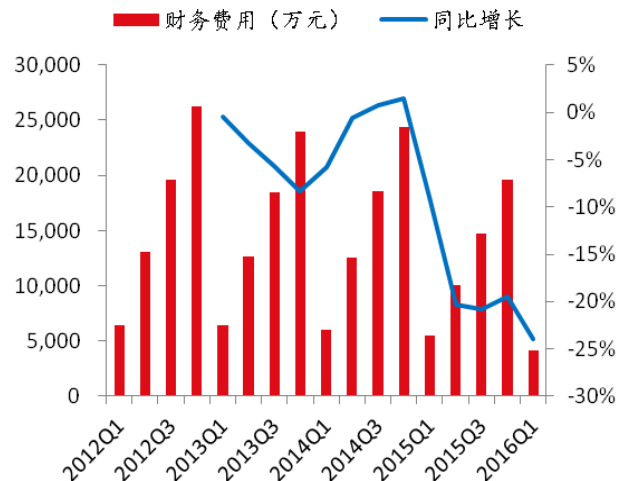
2014 年 11 月起至 2015 年 10 月, 央行 5 次降息, 五年期贷款利率由 6.15%降低为 4.9%, 下降 1.25 个百分点, 下降幅度约为 17%。公司一季度财务费用为 4178 万元, 同比下降 24.01%, 降幅为 1319.82 万元。我们预计全年财务费用的减少将进一步增厚公司的业绩。

图表11: 五年期贷款利率走势图



资料来源: WIND, 方正证券研究所

图表12: 公司财务费用变化及增速



资料来源: WIND, 方正证券研究所

2.3 持续发展生物质发电项目, 为清洁能源发电添砖加瓦

生物质发电作为国家政策支持的新能源, 是公司重点开拓发展的业务之一。目前公司生物质发电装机 6 万千瓦, 2015 年在两个月停产的情况下实现营收 2.25 亿元, 净利润 2000 万元, 达产情况下净利润可达 4000-5000 万元。

公司第二个 6 万千瓦装机的生物质发电项目新丰项目已经于今年 3 月开工建设, 预计年底可以投产运行, 17 年可以贡献利润。公司第三个生物质发电项目清远项目也已进入筹备阶段, 预计年底动工, 未来生物质发电量有望逐年增长。

3 成立售电公司参与电改, 具有电源与电网优势

2015 年, 国务院颁发《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》(“9 号文”) 以及多个电改配套文件, 拉开新一轮电改的大幕。新电改重点强调推进电力交易体制改革, 完善市场化交易机制。公司于 15 年 12 月, 公司与广东汇誉投资拟共同出资设立售电公司, 进军售电领域。

广东省是新电改市场化改革中走在最前面的省份之一。在 2016 年 3 月开展的竞价交易首次引入了第三方售电公司。3-5 月三次直接交易共成交量 39 亿千瓦时, 其中通过售电公司交易的电量为 28.4 亿千瓦时。由于目前市场还处于初期阶段, 需求侧报价策略尚不成熟, 导致售电和购电端价差较大, 售电公司通过返还机制可以得到约 0.1 元/千瓦时的利润, 不过如此丰厚的利润必然无法持续。

图表13: 广东省 2016 年 3 次直接交易数据

时间	成交量 (万千瓦时)	售电公司成交量 (万千瓦时)	发电企业平均申报价差 (厘/千瓦时)	需求侧平均申报价差 (厘/千瓦时)	最终结算平均价差 (厘/千瓦时)
2016/3	105000	68096	-429.02	-24.39	-125.55
2016/4	145000	99589	-436.94	-51.59	-147.93
2016/5	140000	116090	-494.12	-13.01	-133.28

资料来源: 方正证券研究所整理

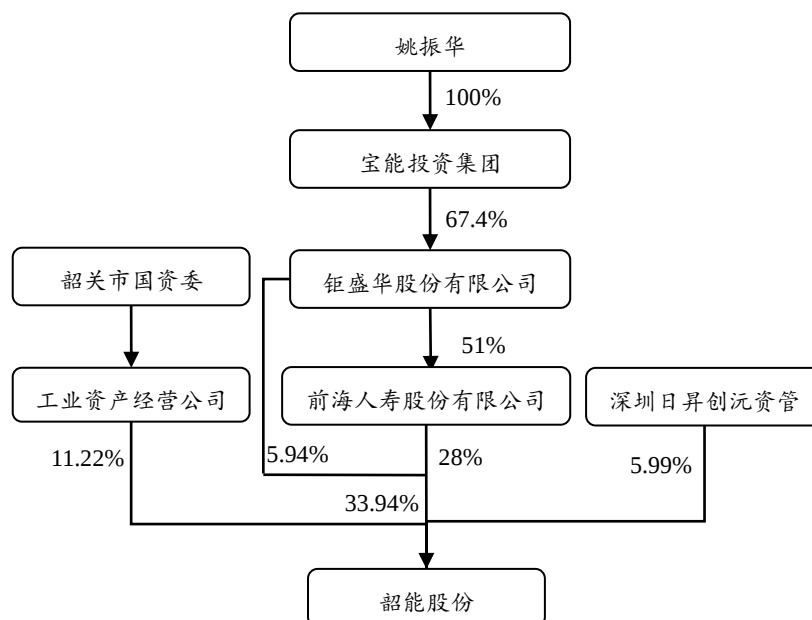
我们认为，掌握发电资源、电网资源或者用户资源的售电公司在未来的市场交易中将占有先机。没有电源资源售电公司单纯依靠市场竞争无法保证购电成本，存在购销价格倒挂的风险。没有电网或者客户资源的售电公司很难获取大用户的信息以及客户的信任。从另一方面来看，拥有售电公司的发电企业则可以通过售电公司利润弥补电价下降的损失。有余电的发电企业可以通过电力直接交易打开销路，薄利多销增厚业绩。

未来的售电公司除了低买高卖做电力贸易以外，更重要的将是为用户做增值服务，增强客户的粘性。增值服务可以包括为客户提供节能方案、设备维护、能源综合利用等方面。公司子公司耒阳电力实业拥有自营电网，在电力输配方面具备丰富的经验，拥有当地的客户信息。公司具备电源与电网双重优势，售电侧开拓前景可期。

4 定增过会，宝能系变为实际控制人，变身民企未来操作空间更加灵活

公司拟向前海人寿及其一致行动人钜盛华以 10.33 元/股的价格非公开发行 3.1 亿股公司股份，共募集 32 亿元。此次非公开发行已于 5 月份收到证监会批准，预计将于 9 月前拿到批文。本次非公开发行后，前海人寿及其一致行动人钜盛华将持有公司约 34% 的股份，姚振华将成为公司的实际控制人。公司完成了从国有企业向民营企业的转变。

图表14： 此次非公开发行后公司股权结构示意图



资料来源：公司公告，方正证券研究所

4.1 募投项目着重发展新能源汽车配件

本次非公开发行拟募集资金 32 亿元，除去发行费用后，将投向 6 个项目。新丰生物质发电项目投资总额 5.84 亿元，设计装机规模 6 万千瓦，预计将于年内建成投产。预计将为公司每年带来 4147 万元

利润,内部收益率 10.06%。机器人 RV 减速器项目投资总额 2.57 亿元,建设期 30 个月,预计投产后每年贡献 4281 万元,内部收益率 16.67%。

图表15: 非公开发行募集资金投向

序号	项目名称	投资总额 (万元)	拟投入募集资金 金额(万元)	预计每年贡献利润(万 元)
1	韶能集团新丰生物质发电项目	58380.00	58380.00	4147.00
2	新能源汽车动力总成及传动系统项目	82280.25	82280.25	13666.00
3	工业机器人精密 RV 减速器项目	25963.72	25963.72	4281.00
4	电动汽车智能充电系统建设项目	51174.21	51174.21	6081.00
5	研发中心建设项目	14236.18	14236.18	-
6	补充流动资金及偿还银行贷款	87965.64	87965.64	-
-	合计	320000.00	320000.00	28175.00

资料来源:公司公告,方正证券研究所

新能源汽车动力总成及传动系统项目投资总额 8.23 亿元,建设期 30 个月,达产后预计每年贡献利润 1.37 亿元,内部收益率 15.38%。宏大齿轮逐渐将发展重心转移到新能源汽车部件,此次募投项目包括新能源汽车动力总成项目、多挡位 AMT 变速器项目、纯电式两挡变速器项目。公司目前已向广汽、比亚迪等多家企业提供新能源汽车配件,预计 2016 年新能源汽车配件营收将达到 1 亿元。

电动车智能充电系统建设项目投资总额 5.1 亿元,建设期为 3 年,达产后每年将贡献 6081 万元业绩,内部收益率 16.96%。此次募投项目全部达产后,预计将为公司新增利润 2.82 亿元。电动车智能充电系统项目将依托大股东的项目资源优势,公司将购置的充电桩择优在相应城市的公共建筑和住宅小区内建设安装 11,353 个充电桩。公司大股东在全国 13 个城市共拥有公共建筑资产 6849 个,住宅资产 4504 个,将为充电桩布局带来场地优势。另外,依托公司及子公司的加油加气站,公司计划在潮惠高速公路服务区及广州等 5 个“充电+加油+加气”一体站内建设安装 100 个充电桩。

图表16: “充电+加油+加气”一体站项目规划

项目名称	所在区域	总面积(平 方米)	预留充电桩用地 (平方米)	选址优势
潮惠高速大溪服务区南一体站项目(充电桩部分)	潮惠高速(揭西段)大溪服务区南侧	8,813	750	高速公路服务区具有区域垄断性
潮惠高速大溪服务区北一体站项目(充电桩部分)	潮惠高速(揭西段)大溪服务区北侧	8,478	750	高速公路服务区具有区域垄断性
花港大道岐山一体站项目(充电桩部分)	广州市花都区花港大道岐山村路段	10,000	3,000	周边有大型楼盘,附近是花都港工业园区
矮岗油气电一体站项目(充电桩部分)	广州市白云区迎宾大道东矮岗村路段	10,000	3,000	离白云国际机场 2.8 公里,周边控规为会展物流用地

神山一体站项目(充电桩部分)	广州市白云区广清高速神山收费站出入口, 周边控规为物流园	10,000	3,000
	300 米处		

资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

4.2 姚振华变为实际控制人, 变身民企未来操作空间更加灵活

此次非公开发行后, 前海人寿与钜盛华合计持股 33.94%, 公司实际控制人变为姚振华, 公司将实现由国企向民企的转变, 机制将更加灵活。宝能系旗下拥有众多地产资源以及资金平台, 将对公司未来发展产生协同效应。公司定位于清洁能源综合服务商, 未来将通过内生增长以及外延并购两种形式继续快速扩张。

5 投资建议

公司发布了 16 年上半年业绩预告, 净利润预计达到 3.6-3.9 亿元, 增幅达 2.1-2.4 亿元, 同比高速增长 157.60%-179.07%。

由于今年我国受超强厄尔尼诺现象影响, 珠江流域来水大幅好于历史水平。公司上半年水电发电量估计达到 15 亿千瓦时, 较去年同期增长 50%, 实现营收 6 亿元, 净利润约 2.7 亿元。2016 年全年预计水电发电量达到 36 亿千瓦时, 实现营收 14 亿元, 净利润约 6 亿元。

火电综合利用业务中, 耒阳分公司由于拥有区域电网, 发电量可以保持平稳。张家界桑梓综合利用发电厂则可能由于用电宏观形势导致发电量下滑。预计全年火电综合利用实现营收 4.4 亿, 净利润 3400 万元。现有生物质发电项目运行良好, 预计全年贡献利润 4000 万元。

宏大齿轮通过自主研发和与研究机构合作, 将减少低端齿轮生产, 着重拓展新能源汽车变速箱配件业务。预计全年营收 4.5 亿, 净利润 4000 万元。

公司此次募投建设的新能源汽车动力总成以及充电桩项目由于建设周期较长, 预计将在两年后逐步为公司贡献利润。加油加气站也将通过自身发展以及外延并购的形式, 逐步打开更多市场, 为公司带来更好业绩。

水电行业每年三季度为主汛期, 今年雨水丰厚, 全年水电高增长确定性强。公司未来将重点发展新能源汽车产业, 利用宏大齿轮的经验和大股东的地产与平台资源, 大力发展电动车总成以及充电桩业务。公司变为民企后机制更加灵活, 将通过内生以及外延两种渠道将公司做大做强。此外, 本次增发价格为 10.33 元, 目前股价 10.65 元, 具有很强的安全边际。我们预计 2016-2017 年, 公司净利润分别为 7.3 亿、7.7 亿, EPS 为 0.52 元、0.71 元, 对应 PE 为 21、15 倍, 给予“强烈推荐”评级。

6 风险提示

行业政策风险; 全年来水量不及预期; 项目开展不及预期

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					利润表				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	1200.90	5647.38	6969.20	8519.31	营业总收入	3007.22	3469.00	3931.00	4792.00
现金	253.32	4634.29	5789.68	7074.95	营业成本	2078.48	2134.00	2653.31	3316.98
应收账款	318.37	325.57	368.32	452.39	营业税金及附加	25.05	27.58	31.21	38.38
其它应收款	28.09	46.22	47.94	58.78	营业费用	89.48	69.38	58.97	71.88
预付账款	140.84	128.77	163.97	206.67	管理费用	200.06	166.51	188.69	230.02
存货	314.54	358.69	435.25	546.16	财务费用	196.17	126.36	-5.07	-39.73
其他	145.74	153.83	164.04	180.35	资产减值损失	14.74	0.00	0.00	0.00
非流动资产	7306.75	6853.65	6389.59	5931.16	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	7.26	7.26	7.26	7.26	投资净收益	1.05	1.88	1.90	1.75
固定资产	7049.21	6581.27	6104.83	5637.43	营业利润	404.30	947.05	1005.80	1176.23
无形资产	175.87	190.71	203.09	212.06	营业外收入	30.35	0.00	0.00	0.00
其他	74.41	74.41	74.41	74.41	营业外支出	14.52	0.00	0.00	0.00
资产总计	8507.65	12501.03	13358.80	14450.47	利润总额	420.13	964.40	1023.88	1193.70
流动负债	1483.49	1607.49	1696.56	1897.32	所得税	118.58	237.22	255.18	302.78
短期借款	634.04	634.04	634.04	634.04	净利润	301.54	727.18	768.70	890.92
应付账款	165.50	192.46	231.41	291.23	少数股东损益	20.37	0.00	0.00	0.00
其他	683.95	780.98	831.10	972.04	归属母公司净利润	281.17	727.18	768.70	890.92
非流动负债	2826.28	2826.28	2826.28	2826.28	EBITDA	969.69	1408.68	1335.05	1468.30
长期借款	1998.88	1998.88	1998.88	1998.88	EPS (元)	0.26	0.52	0.71	0.82
其他	827.40	827.40	827.40	827.40					
负债合计	4309.78	4433.78	4522.84	4723.60	主要财务比率	2015	2016E	2017E	2018E
少数股东权益	249.12	249.12	249.12	249.12	成长能力				
股本	1080.55	1390.33	1390.33	1390.33	营业收入	0.00	0.15	0.13	0.22
资本公积	1585.32	4417.74	4417.74	4417.74	营业利润	0.30	1.34	0.06	0.17
留存收益	1282.80	2009.98	2778.68	3669.59	归属母公司净利润	0.07	1.59	0.06	0.16
归属母公司股东权益	3948.75	7818.13	8586.83	9477.74	获利能力				
负债和股东权益	8507.65	12501.03	13358.80	14450.47	毛利率	0.31	0.38	0.33	0.31
					净利率	0.09	0.21	0.20	0.19
现金流量表	2015	2016E	2017E	2018E	ROE	0.07	0.09	0.09	0.09
经营活动现金流	834.03	1237.56	1141.53	1275.14	ROIC	0.06	0.12	0.11	0.14
净利润	301.54	727.18	768.70	890.92	偿债能力				
折旧摊销	355.54	337.16	336.23	333.56	资产负债率	0.51	0.35	0.34	0.33
财务费用	201.34	133.96	133.96	133.96	净负债比率	0.89	0.45	0.41	0.37
投资损失	-1.05	-1.88	-1.90	-1.75	流动比率	0.81	3.51	4.11	4.49
营运资金变动	-43.83	58.49	-77.37	-64.07	速动比率	0.60	3.29	3.85	4.20
其他	20.49	-17.35	-18.08	-17.46	营运能力				
投资活动现金流	-205.27	135.18	147.81	144.09	总资产周转率	0.35	0.33	0.30	0.34
资本支出	-232.26	133.30	145.91	142.34	应收账款周转率	10.24	2.00	0.00	0.00
长期投资	-21.71	0.00	0.00	0.00	应付账款周转率	17.07	5.65	0.00	0.00
其他	48.71	1.88	1.90	1.75	每股指标(元)				
筹资活动现金流	-639.50	3008.24	-133.96	-133.96	每股收益	0.26	0.52	0.71	0.82
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金	0.77	0.89	1.06	1.18
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产	3.65	5.62	7.95	8.77
普通股增加	10.00	3142.20	0.00	0.00	估值比率				
资本公积增加	0.00	-18.68	-17.70	-14.65	P/E	42.31	20.94	15.39	13.28
其他	-649.50	-115.27	-116.26	-119.31	P/B	3.01	1.95	1.38	1.25
现金净增加额	-10.73	4380.97	1155.39	1285.27	EV/EBITDA	15.64	10.02	9.71	7.95

数据来源：wind 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

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、发表或引用。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“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com