

2011 年 11 月 29 日

赖荣生

Leon_lai@e-capital.com.cn

目标价(元) 24.90RMB

公司基本资讯

产业别	锅炉制造
A 股价(11/11/28)	18.04
上证综合指数(11/11/28)	2383.03
股价 12 个月高/低	27.41/15.64
总发行股数(百万)	256
A 股数(百万)	256
A 市值(亿元)	46.18
主要股东	无锡国联环保能源集团有限公司 (44.56%)
每股净值(元)	4.67
股价/帐面净值	3.86
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-0.50 -2.91 -26.34

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2011-04-01	20.24	买入

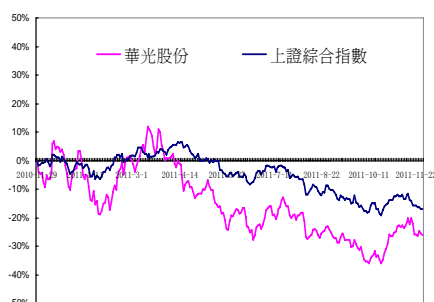
产品组合

循环流化床锅炉	58.00%
电力、热力	15.80%
特种锅炉	10.00%
锅炉辅机	8.00%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	8.44%
保险公司	5.57%
券商集合理财	0.42%
一般法人	44.55%

股价相对大盘走势



华光股份(600475.SH)

Buy 买入

前瞻性布局，崛起前夜

结论与建议：

公司为国家 520 家重点企业之一，是我国循环流化床锅炉和燃气轮机余热锅炉(HRSG)、垃圾焚烧锅炉等特种锅炉的专业制造公司。目前以循环流化床锅炉为着眼点、特种锅炉为引擎，并介入脱硝催化剂生产，深耕环保蓝海，奠定长期持续发展基础。

预计公司 2011-2013 年实现营业收入 37.50、45.65、55.76 亿元，分别同比增长 18.8%、21.7%、22.1%；实现净利润 1.62、2.12、2.81 亿元，分别同比增长 14.2%、30.7%、32.6%；EPS0.63、0.83、1.10 元，当前股价对应 2011、2012、2013 年动态 PE28X、22X、16X，在行业景气度高企背景下，公司竞争优势明显，未来业绩增长进入加速时期，给予“买入”评级，目标价 24.90 元(对应 2012 年 PE30X)。

- **前瞻性布局，产品结构优良：**锅炉行业竞争加剧，但公司契合国家环保产业政策，以深耕环保蓝海为战略，以循环流化床为基础，引进先进技术，前瞻性布局垃圾焚烧、燃气余热锅炉、IGCC 气化炉为代表的特种锅炉市场。“十二五”期间，垃圾焚烧发电及天然气发电市场迅速扩容，公司前瞻性布局将充分受益行业兴起。
- **“热电联产+污泥处理”带来循环流化床锅炉稳健增长空间：**循环流化床锅炉具有燃烧效率高、环境污染少及排放物少等优异特点，广泛运用于热电联产、污泥焚烧市场。“十二五”期间，热电联成、污泥焚烧分别带来年均 50、12 亿元的市场空间。公司在 100~300MW 循环流化床锅炉领域竞争优势明显，市场占有率 30.0%左右，且目前向更大机组类型锅炉进军，我们认为，公司凭借自身竞争优势，未来将有稳健成长空间。
- **“垃圾焚烧+天然气发电”双引擎拉动特种锅炉高增长：**“十二五”末垃圾焚烧比例将达到 30.0%，带来市场空间 60 亿元，作为国内唯一掌握“循环硫化床+炉排炉”双重技术的企业，竞争优势明显，预计未来公司将获得年均 3.6~4.2 亿元的市场规模，成为特种锅炉双引擎之一；“十二五”期间新增 3200 万千瓦天然气装机，带来 75 亿元的汽轮机余热锅炉市场，公司燃气余热锅炉有望成为拉动特种锅炉另一引擎；而以 IGCC 为代表的气化炉也有望取得突破。
- **结构优化，费用率稳中有降，净利润增速加快：**受成本价格因素及产品结构因素，今年公司综合毛利率持续下降。随着主要原材料价格下行及未来产品结构优化，未来毛利率改善是大概率事件；公司内部控制机制优良，期间费用率持续下降，未来净利润增速将加快。
- **作为国联环保集团唯一上市平台，资产注入预期强烈：**公司控制人国联环保能源集团公司拥有华光电站等众多优质环保资产，公司作为母公司唯一上市平台，从优化上市公司盈利能力、促成环保战略着眼，未来资产注入预期强烈。
- **进军脱硝催化剂生产制造，市场空间广阔：**公司出资 750 万元(占股权 35%)成立无锡环保科技有限公司，进军脱硝催化剂市场。催化剂作为脱硝后端主要耗材，市场需求广阔。公司一期规划产能 1 万 m³，随着产能投放，2012 年开始逐步贡献业绩。
- **盈利预测：**预计公司 2011-2013 年实现净利润 1.62、2.12、2.81 亿元，分别同比增长 14.2%、30.7%、32.6%；EPS0.63、0.83、1.10 元，当前股价对应未来三年动态 PE28X、22X、16X，公司竞争优势明显，未来业绩进入加速时期，给予“买入”评级，目标价 24.90 元。

..... 接续下页

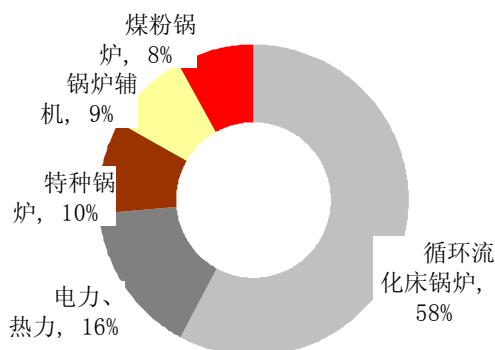
年度截止 12 月 31 日		2009	2010	2011F	2012F	2013F
纯利(Netprofit)	RMB 百万元	118.26	141.93	162.14	211.94	281.08
同比增减	%	15.31%	20.02%	14.24%	30.71%	32.62%
每股盈余(EPS)	RMB 元	0.462	0.554	0.633	0.828	1.098
同比增减	%	15.31%	20.02%	14.24%	30.71%	32.62%
A 股市盈率(P/E)	X	39.05	32.54	28.48	21.79	16.43
股利(DPS)	RMB 元	0.100	0.100	0.100	0.200	0.200
股息率(Yield)	%	0.55%	0.55%	0.55%	1.11%	1.11%

公司概况

公司为国家 520 家重点企业之一,是我国电站锅炉、燃气轮机余热锅炉(HRSG)、垃圾焚烧锅炉及其他特种锅炉的专业制造公司。其中电站锅炉主要以 100MW~300MW 循环流化床锅炉为主。受火电机组增速放缓,电站锅炉行业竞争趋于激烈,但循环流化床锅炉具有环保优势,不受“上大压小”影响,同时积极引进吸收先进技术,前瞻性布局垃圾焚烧、燃气利用余热锅炉等特种锅炉市场,双引擎战略为拉动公司业绩持续快速成长奠定基础。

公司大股东国联环保能源集团是一家专业从事环保工程设计的企业,旗下拥有华光电站、国联绿油环保科技等众多盈利优质的环保资产,是环保集团类重要成员。

图表一： 2011H1 公司营收结构



资料来源：公司公告，群益证券

图表二： 公司股权关系图



资料来源：公司公告，群益证券

营运分析

循环流化床锅炉，未来呈现稳定增长格局

循环流化床锅炉技术是近十几年来迅速发展的一项高效低污染清洁燃烧技术。国际上这项技术在电站锅炉、工业锅炉和废弃物处理利用等领域已得到广泛的商业应用,并向几十万千瓦级规模的大型循环流化床锅炉发展。“十二五”期间,在环保政策引领下,循环流化床锅炉增长点主要来自于两方面:一,热电联产锅炉;二,污泥焚烧锅炉。

热电联产: 热电联产是国内外公认的节能减排的重要手段,是我国政府大力倡导的十大重点节能工程之一。由于热电联产既克服了小锅炉供热效率低,能耗高、污染大的缺陷,又避免了凝汽发电中巨大的冷端损失,因此其在我国北方供热及电厂自备电中被广泛采用。

据中电联统计,到 2010 年底全国供热机组总容量达 1.5 亿千瓦。预计“十二五”末,我国热电联产装机量将达到 2.5 亿千瓦,“十二五”新增装机 1.0 亿千瓦。目前我国热电联产锅炉以 10~30 万千瓦循环流化床为主流锅炉,按 20 万千瓦 1 亿元售价计算,“十二五”热电联产循环流化床锅炉市场约 500 亿元,年均 50 亿元。

污泥焚烧: 2010 年, 全国城镇污水处理的湿污泥产量为 2000 多万吨, 然而, 仅有 20% 左右的污泥得到了无害化处理和资源化利用, 大量的污泥未得到无害化处理, 而是采用简单的填埋或弃之, 对环境造成了二次污染。

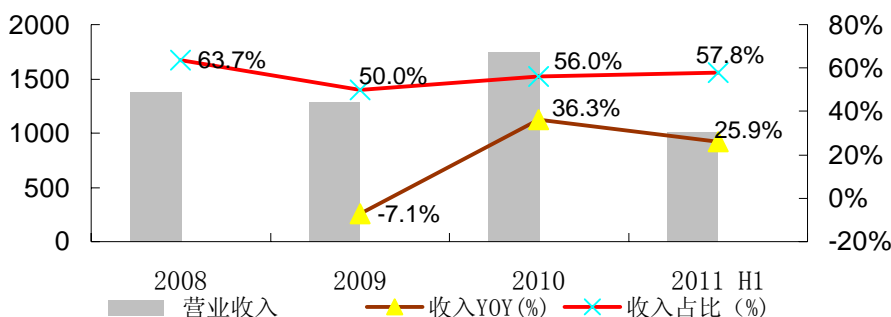
日前由发改委资环司牵头的《全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划(2011-2015)》已最终完成并上报国务院审批, 预计年底前正式出台。根据《规划》, 2015 年全国省会以上和计划单列市、其他城市、县及重点镇的污泥无害化处理率将分别达 70%、60%、50%。从投资额来看, 污泥处理“十二五”投资 360 亿元。

污泥焚烧技术具有“减量化、稳定化和无害化”特征, 成为处理污泥的主流。其中循环硫化床锅炉是污泥焚烧的关键设备, 其占总投资额 30%~35%。由此测算, “十二五”污泥焚烧流化床锅炉市场需求达 108~126 亿元, 年均 21.6~25.2 亿元。

公司竞争优势: 循环流化床锅炉是公司主要收入来源, 2011H1 其收入占公司营收 58%。公司是除三大动力之外唯一具备 300MW 循环硫化床锅炉的厂商, 目前在 100~300MW 市场占有率达 30.0% 左右, 是行业里领军企业, 并且已经具备 350MW 锅炉生产能力, 大型锅炉毛利率更高, 进一步增强公司竞争实力。

2011H1 公司该业务收入 10.10 亿元(YOY+25.9%), 延续了稳健增长态势。公司循环流化床锅炉以热点联产项目、电厂为主要客户, 不受“上大压小”影响, 公司作为行业排头兵, 凭借良好的环保工艺设计及技术竞争能力, 仍有稳健成长空间。

图表三: 循环流化床营收及增速

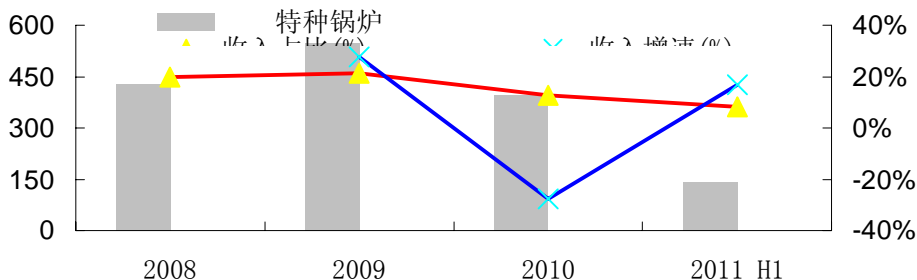


资料来源: 公司公告, 群益证券

特种锅炉将是未来利润主要增长点来源

公司以环保锅炉为发展战略, 前瞻性布局以垃圾焚烧发电锅炉、燃气余热锅炉及 IGCC 气化炉为代表的特种锅炉市场。前期由于垃圾焚烧比例及燃气机组市场处于平淡期, 余热锅炉订单偏少, 公司特种锅炉业务收入并未如预期, 其营收占比在公司营收占比持续下滑, 2011H1 特种锅炉营收占比约 10.0%, 为近年来低点。“十二五”期间, 随着垃圾焚烧比例翻倍、天然气发电装机规模翻番, 特种锅炉市场空间将彻底打开, 公司凭借自身竞争优势, 该项业务将进入高速增长时期。

图表三: 特种锅炉营收及增速



资料来源: 公司公告, 群益证券

垃圾焚烧锅炉将是公司特种锅炉双引擎之一

垃圾焚烧发电“十二五”发展空间广阔

垃圾堆存现象严重，环境污染治理刻不容缓：目前，我国城市生活垃圾年产量约 1.8 亿吨(且以每年 10.0%速度增长，快于发达国家平均 6.0%的增速)。而垃圾存量规模约 70.0 亿吨，其中采用填埋方式占据 90.0%，随着填埋场地趋紧，且填埋方式容易造成二次污染，未来焚烧比例提高是必然要求。

垃圾焚烧炉年均需求约 12.0 亿元：2010 年垃圾焚烧比例约为 15.0%，垃圾焚烧日处理产能约 6.6 万吨。我们城市生活垃圾年均增速 10.0%计算，预计 2015 年城市垃圾产量将达到 2.6 亿吨。按垃圾焚烧全国平均比例达到 30%计算，未来五年需要新增垃圾焚烧日处理能力 14.8 万吨，按单台垃圾焚烧炉 500t/d 计算，需要垃圾焚烧炉大约 296 台，目前按目前售价 2000 万元/套计算，“十二五”垃圾焚烧炉市场容量约 60 亿元，年均需求约 12 亿元。

公司竞争优势：垃圾焚烧炉主要有炉排炉技术、流化床技术及其他焚烧技术(小型立式炉、小型链条炉及热解炉等)三种。在市场领域，炉排炉与流化床工艺未分轩轻，而小型焚烧炉因为其烟气处理工艺相对简单，难以达到严格的环保标准，从长期来看，市场份额将逐步减少直至彻底退出。

公司于 2009 年从日立造船公司引进炉排炉技术，是**国内唯一掌握“循环流化床+炉排炉”双重技术的垃圾焚烧炉制造商**，无论未来走何种路线，公司都将分享垃圾焚烧市场的兴起；市场占有率方面，公司垃圾焚烧锅炉市占率约 30.0%。

目前，公司垃圾焚烧炉业务收入占比较小(占 5.0%左右)，但我们认为凭借公司自身技术及竞争优势，未来将有望分享行业 30.0%~35.0%的市场份额，年均需求达 3.6~4.2 亿元，成为拉动公司特种锅炉的一大引擎。

表：“十二五”垃圾焚烧炉设备市场容量计算

	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
垃圾产生量：亿吨	1.6	1.8	1.9	2.1	2.3	2.6
焚烧比例	15%	18%	20%	25%	28%	30%
焚烧产能：万吨/日	6.67					21.47
新增产能：万吨/日				14.81		
垃圾焚烧炉所需台数				296		
500t/d 售价：亿元				0.20		
垃圾焚烧炉市场：亿元				59.2		

资料来源：群益证券

天然气发电装机翻番，带动燃气轮机余热锅炉大幅增长

燃气轮机余热锅炉将成为特种锅炉另一大引擎

天然气发电建设的必然性：目前，中国能源消费结构中天然气占比为 4%，而世界能源消费结构中，天然气消费则占到能源消耗总量的 24.1%。国家能源局明确提出强化天然气、液化天然气进口管道建设，鼓励以气代油，适地、适量建设天然气、液化天然气调峰电站。

“十二五”将是天然气电站新的建设高峰期：“十一五”期间，随着西气东输一线工程的贯通，天然气供气量达到 130 亿立方米，沿途建设了近 10 座蒸汽-联合循环电站。随着“十二五”西气东输二线贯通及未来 LNG 新进气源增加，我国十二五末，天然气供气量将达到近 2500 亿立方米。按十二五末天然气装机量 6000 万千瓦，利用小时数 3500 小时，发电耗气 0.20 立方米/kwh 计算，十二五末天然气发电量耗气约 420 亿立方米，占总供气的 17%左右，气源不足的问题完全解决，“十二五”将迎来新一轮天然气电站建设的高峰期。

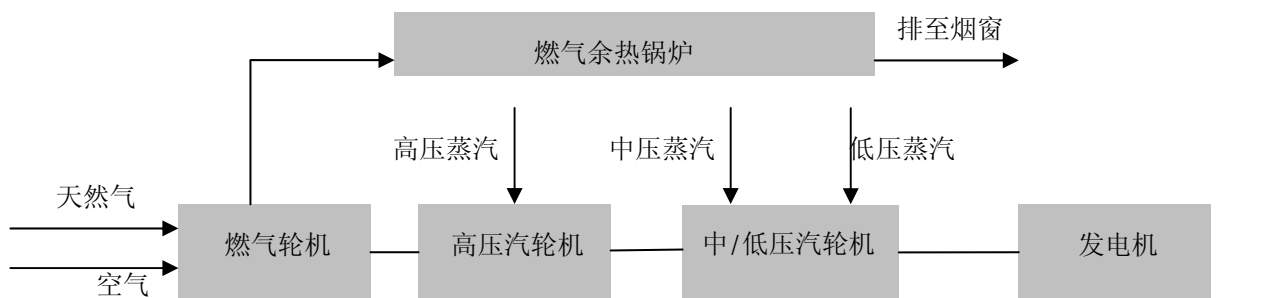
天然气-蒸汽联合循环机组优势明显：天然气-蒸汽联合循环机组较一般燃气机组具有明显优势：一，天然气联合循环机组热发电效率高，达 60.0%以上，而一般

燃气轮机组热效率为 40.0%左右，符合节能趋势；二：燃气电站排放氮氧化物仅为燃煤电厂 20.0%左右，而且其几乎没有 CO₂ 和灰渣的排放，对环境污染小。

燃气轮机组未来三年集中招标，年均市场需求约 25 亿元：根据电力“十二五”规划，2015 年末，我国天然气发电装机规模将达到 6000 万千瓦，新增天然气装机 3200 万千瓦。在天然气机组中，普遍以 20~35 万千瓦燃气余热锅炉为主，根据历史经验，我们预计 35 万千瓦 60.0%、30 万千瓦 40.0%，根据其现有售价计算，“十二五”燃气轮机组余热锅炉市场容量约 75 亿元。由于天然气电站需要建设 2~3 年，从 2010 年开始，我们预计 2012~2014 年将是招标的集中期，年均招标量约 25 亿元。

公司竞争优势：在燃气余热锅炉市场领域，国内主要有杭锅股份等竞争对手，公司燃气余热锅炉已有成功运用于福建莆田燃气电厂配套余热锅炉岛项目，并得到可靠性检验。公司 2009 年成功引进比利时 CMI 卧式余热锅炉技术，较国内竞争对手处在领先地位。目前公司建有 2 条天然气轮机组锅炉生产线，目前市场占有率约 15.0%~20.0%，我们预计随着市场扩容及公司项目逐步推广，公司份额有望得到提高，将获得 20.0%~25.0%的市场份额。

图表四： 燃气轮机组



资料来源：公司公告 群益证券

表：十二五新增天然气余热锅炉市场容量计算

项目	数据
十二五新增天然气装机规模：万千瓦	3200
35 万千瓦 9F 型燃气轮机余热锅炉占比	60%
30 万千瓦 9E 型燃气轮机余热锅炉占比	40%
35 万千瓦 9F 型燃气轮机余热锅炉价格：亿元	0.9
30 万千瓦 9E 型燃气轮机余热锅炉价格：亿元	0.6
35 万千瓦 9F 型市场容量：亿元	49.37
30 万千瓦 9E 型市场容量：亿元	25.60
合计市场容量	74.97

资料来源：群益证券

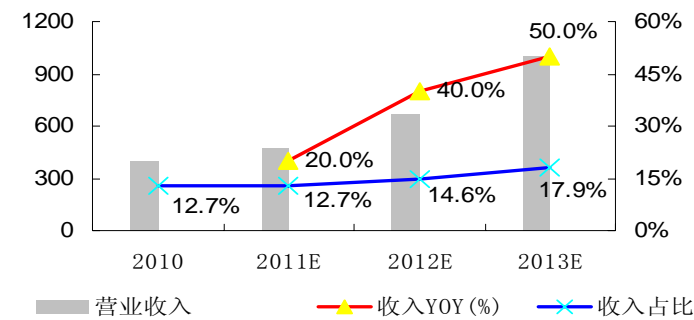
特种锅炉业务进入高增长，在营收占比逐年提升，成为拉动未来利润增长的新力量

此外，公司 2009 年从壳牌引进 IGCC 联合循环机组制造技术，国内由东方锅炉、海陆重工与本公司共同享有技术专利。目前国内 IGCC 市场国产化率不到 5.0%，预计未来在国产化率提高的过程中，公司将有望取得突破。

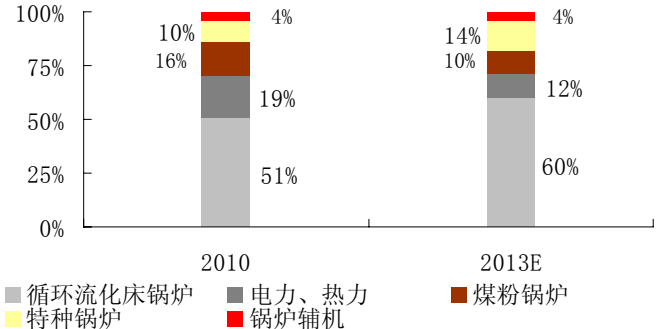
综上所述，十二五以“垃圾发电+天然气发电”双引擎兴起带来的特种锅炉市场的兴起，公司该业务在整体业务中比例逐年提升，成为拉动公司业绩的新力量。

图表五： 特种锅炉营收及增速预测

单位：百万元/%



图表六： 营业利润对比



资料来源：公司公告，群益证券

资料来源：公司公告，群益证券

今年来毛利率持续受压，但随着结构优化，高毛利率产品占比上升，未来将呈现稳中有升态势；公司内部控制优良，费用率持续下降；未来净利润增长速度加快

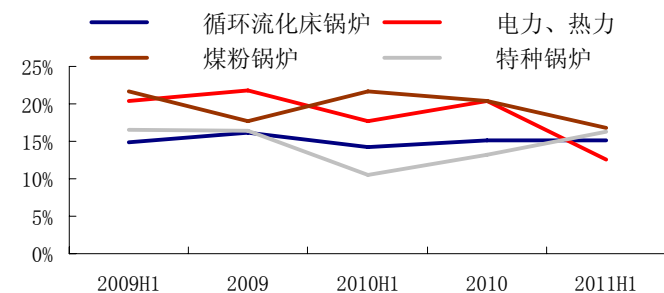
公司前三季度综合毛利率 13.9%，同比下降 2.2 个百分点。其中三季度单季度毛利率 12.2%，创近年来新低。但我们认为公司未来毛利率改善是大概率事件。

前三季度毛利率走低主要原因：一，占公司营收 15.8% 的热力、电力项目受煤价大幅上涨因素影响，其毛利率同比下降 6 个百分点；二，占公司营收比重 8.0% 的煤粉锅炉毛利率下降近 3 个百分点，但煤粉锅炉占公司比重在 10.0% 以下，该业务对公司影响将越来越小；受订单交货周期较长，原材料备货时间较长因素影响，公司主要产品循环流化床、特种锅炉产品也受到一定成本压力。

目前，占据公司原材料成本 70% 左右的钢材处震荡下行趋势，成本压力趋于缓解。未来，公司将形成循环流化床、特种锅炉、热电联产项目三大市场系列。循环流化床毛利率稳定，随着未来进入制造 300MW 以上大型机组，产品结构优化有利于稳定毛利率，特种锅炉领域受需求旺盛及公司技术优势，毛利率也保持稳中有升状态，随着明年上网电价上调，公司热电业务毛利率也将改善。

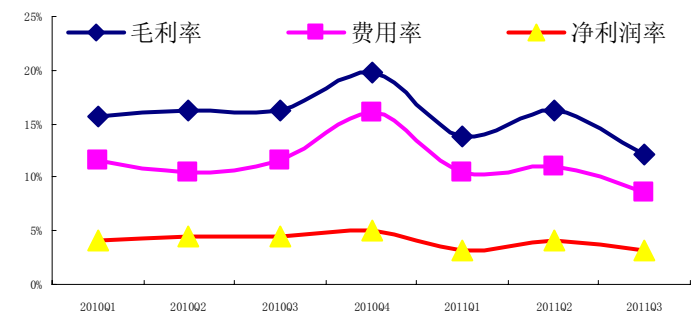
公司费用率控制良好，今年以来期间费用率持续下降。由于公司期间费用较大，与净利润之比通常处在 2~3 的水平，费用率每下降一个百分点，将有利于增厚净利润约 15.6%。毛利率的改善、费用率控制能力将使公司业绩进入加速增长时期。

图表七： 公司分产品毛利率



资料来源：公司公告，群益证券

图表八： 公司综合毛利率



资料来源：公司公告，群益证券

公司作为集团唯一上市平台，集团内拥有众多优质环保资产，未来注入预期强烈

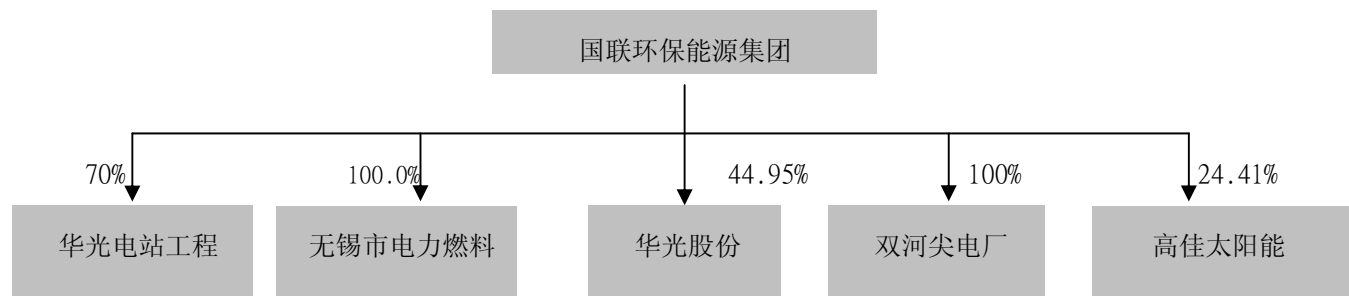
公司母公司国联环保能源集团旗下拥有众多优质环保资产，如华光电站工程、高架太阳能电站、无锡电力燃料等。这些资产与公司环保锅炉业务有众多互补性。

华光电站主要从事电站建设工程总承包和设备成套、水处理工程、节能工程、锅炉新技术改造等系统工程的总包和设备制造，同时与西安大唐电力设计院共享资源、共用平台，是国内唯一同时拥有电力设计院、锅炉制造厂、汽(电)机制造厂、电力建设工程公司。

从公开资料显示，华光电站工程(公司持有 30%)盈利能力强，2010 年实现净利

润 3000 万元，预计 2011 年将翻倍，带给上市公司收益超 2000 万元。我们认为，公司以环保为战略，且作为集团公司唯一上市平台，未来资产注入预期强烈。

图表十一：国联环保集团旗下企业



资料来源：公司公告 群益证券

布局脱硝市场，环保战略进行到底

公司与宜兴王子环保科技有限公司、江苏新动力风险投资有限公司、无锡索源电子科技有限公司共同出资设立无锡华光环保科技股份有限公司，其中华光股份出资 700 万元，占注册资本金额的 35%，为公司最大股东。公司一期产能 10000m³，于 2011 年年底投产，按 3 万/m³ 售价，按第一年达产 50.0%、第二年达产 100.0% 计算，2012 年、2013 年分别将有 1.5 亿、3.0 亿元的收入，逐步贡献业绩。

盈利预测

综上所述，我们认为，公司把握国家产业政策，前瞻性布局环保市场，产品结构的持续优化，将充分受益于产业政策的推动，未来业绩将进入加速增长时期。

预计公司 2011-2013 年实现营业收入 37.50、45.65、55.76 亿元，分别同比增长 18.8%、21.7%、22.1%；实现净利润 1.62、2.12、2.81 亿元，分别同比增长 14.2%、30.7%、32.6%；EPS0.63、0.83、1.10 元，当前股价对应 2011、2012、2013 年动态 PE28X、22X、16X，在行业景气度高企背景下，公司竞争优势明显，未来业绩进入进入加速时期，给予“买入”评级，目标价 24.90 元(对应 2012 年 PE30X)。

风险因素：

原材料价格大幅波动导致毛利率改善不如预期；

特种锅炉市场崛起低于预期。

表：公司营业收入及增速预测

营业收入	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
回圈流化床锅炉(百万元)	1,377.96	1,280.23	1,745.19	2181.49	2617.79	3010.45
电力、热力(百万元)		425.36	479.35	503.32	578.82	665.64
煤粉锅炉(百万元)	358.12		409.96	327.97	262.37	209.90
特种锅炉(百万元)	428.72	546.57	396.18	475.42	665.58	998.37
锅炉辅机(百万元)			83.87	261.67	340.18	391.20
脱硝催化剂(百万元)					150.00	300.00
合计	2,164.80	2,252.16	3,114.55	3,749.86	4,564.73	5,575.57
营业收入 yoy(%)	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
回圈流化床锅炉(%)		-7.1%	36.3%	25.0%	20.0%	15.0%
电力、热力(%)			12.7%	5.0%	15.0%	15.0%
煤粉锅炉(%)		-100.0%		-20.0%	-20.0%	-20.0%
特种锅炉(%)		27.5%	-27.5%	20.0%	40.0%	50.0%
锅炉辅机(%)				212.0%	30.0%	15.0%
脱硝催化剂(%)						200.0%
合计		4.0%	38.3%	20.4%	21.7%	22.1%
毛利率	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
回圈流化床锅炉(%)	16.27	16.12	15.16	15.50	16.00	16.00
电力、热力(%)		21.74	20.38	13.00	16.00	16.00
煤粉锅炉(%)	23.23		20.45	17.00	17.00	15.00
特种锅炉(%)	21.74	16.43	13.23	17.00	19.00	19.00
锅炉辅机(%)			23.54	9.00	10.00	10.00
脱硝催化剂(%)					25.00	25.00
合计	18.51	17.26	16.64	15.03	16.24	16.53

资料来源：群益证券

预期报酬(Expected Return: ER)为准, 说明如下:

强力买入 StrongBuy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一：合并损益表

百万元	2009	2010	2011F	2012F	2013F
营业收入	2,582	3,156	3,750	4,565	5,576
经营成本	2,127	2,618	3,186	3,823	4,652
营业税金及附加	13	9	10	16	20
销售费用	73	83	88	99	111
管理费用	220	282	297	368	444
财务费用	38	29	28	41	51
资产减值损失	17	4	4	5	8
投资收益	15	14	17	21	27
营业利润	110	144	157	278	315
营业外收入	48	52	60	50	56
营业外支出	4	5	5	5	3
利润总额	154	192	212	278	368
所得税	18	24	27	35	47
少数股东损益	17	26	24	31	40
归属于母公司所有者的净利润	118	142	162	212	281

附二：合并资产负债表

百万元	2008	2009	2010	2011F	2012F
货币资金	1,101	1,218	1,329	1,196	1,435
应收帐款	494	445	479	694	763
存货	1,423	1,125	1,341	1,583	1,424
流动资产合计	3,263	3,041	3,582	3,541	3,905
长期投资净额	31	35	61	85	59
固定资产合计	1,070	1,139	1,157	1,180	1,274
在建工程	139	20	10	60	30
无形资产	1,430	1,371	1,388	1,597	1,511
资产总计	4,693	4,413	4,971	5,138	5,416
流动负债合计	3,168	2,873	3,462	3,635	3,744
长期负债合计	432	367	198	158	190
负债合计	3,600	3,239	3,660	3,793	3,934
少数股东权益	149	167	190	185	195
股东权益合计	944	1,006	1,121	1,159	1,287
负债和股东权益总计	4,693	4,413	4,971	5,138	5,416

附三：合并现金流量表

百万元	2008	2009	2010	2011F	2012F
经营活动产生的现金流量净额	-123	293	273	241	274
投资活动产生的现金流量净额	-45	-2	-109	-58	-6
筹资活动产生的现金流量净额	-105	-132	-202	-315	-29
现金及现金等价物净增加额	-273	159	-38	-133	239

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不对此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证; @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。