

2013年04月18日

华电国际 (600027.SH)

高弹性 低估值

■ **利用小时较高:** 截止 2012 年年底, 公司火电资产在山东、宁夏和安徽三地装机占比 67%, 根据我们对电力行业经营形势的分析, 此三地 2013 年利用小时有望持平或上升, 除此之外, 供热机组占比较多也使得公司利用小时更有保证。在当前电量增速明显下滑的背景下, 多数火电公司利用小时将明显下降, 预计公司利用小时同比持平, 具有较强竞争优势。

■ **受益于煤价下降:** 公司作为大型火电企业, 与煤炭企业保持紧密合作关系, 已经与部分主要煤炭供应商签订了电煤合同, 公司是对于煤炭价格敏感性最强的火电上市企业之一, 在当前煤炭均价同比下降的背景下, 受益明显。

■ **装机容量增速高:** 公司目前在建和储备项目较多, 且存在资产注入预期, 装机容量增长速度在大型全国性发电企业中居于前列。

■ **投资建议:** 假设 2013 年-2015 年利用小时同比持平, 2013 年煤炭均价同比下降 7%, 2014 年-2015 年持平, 暂不考虑资产注入, 预计公司 2013 年-2015 年 EPS 分别为 0.43 元、0.46 元和 0.48 元, 对应 PE 为 9.6 倍、9.1 倍和 8.7 倍, 首次给予“增持-A”投资评级, 6 个月目标价 5.16 元。

■ **风险提示:** 煤炭价格下降幅度低于预期; 利用小时大幅下降; 在建机组投产延后等;

摘要(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	54,490.8	59,490.0	62,667.1	63,765.8	63,846.0
净利润	144.7	1,917.0	4,172.8	4,392.5	4,632.5
每股收益(元)	0.01	0.19	0.43	0.46	0.48
每股净资产(元)	2.18	2.62	3.05	3.46	3.80
盈利和估值	2011	2012	2013E	2014E	2015E
市盈率(倍)	388.1	21.7	9.6	9.1	8.7
市净率(倍)	1.9	1.6	1.4	1.2	1.1
净利润率	0.1%	2.4%	5.1%	5.3%	5.5%
净资产收益率	0.6%	6.9%	13.1%	12.3%	11.7%
股息收益率	0.0%	1.2%	0.0%	1.0%	3.3%
ROIC	4.0%	5.3%	7.1%	6.2%	5.9%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

公司分析

证券研究报告

火电

投资评级

增持-A

首次评级

6 个月目标价

5.16 元

股价 (2013-04-17)

4.16 元

交易数据

总市值 (百万元)	30,737.42
流通市值 (百万元)	22,268.03
总股本 (百万股)	7,371.08
流通股本 (百万股)	5,340.06
12 个月价格区间	3.03/4.67 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-0.98	12.87	40.28
绝对收益	-4.14	8.31	35.83

张龙

分析师

SAC 执业证书编号: S1450511020030
zhanglong@essence.com.cn
021-68766113

报告联系人

邵琳琳

021-68763673
shaoll@essence.com.cn

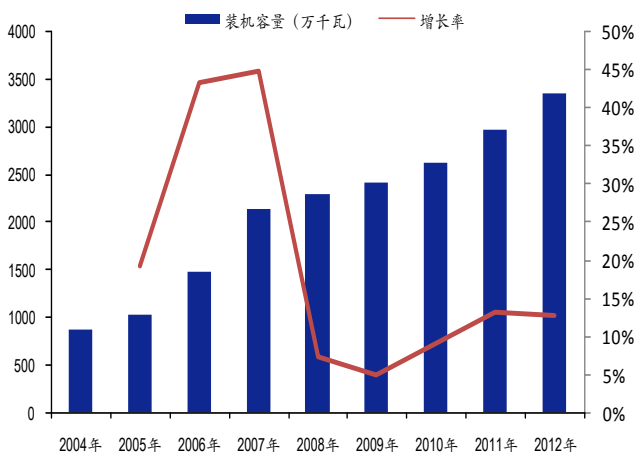
相关报告

1. 公司简介

1.1. 大型发电企业

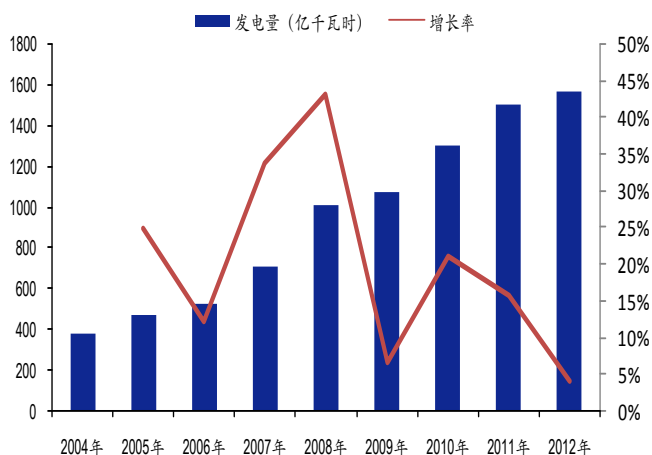
大型发电企业：公司 1999 年在香港上市，2005 年在上交所上市，在 A 股上市之初，管理装机容量 858 万千瓦，电厂主要集中于山东地区，山东地区电厂占公司总规模的 90% 以上。上市之后通过新建、收购等方式逐步扩大装机规模，截止 2012 年底，公司控股装机容量 3358 万千瓦，其中燃煤及燃气发电控股装机 3068 万千瓦，水电、风电、太阳能及生物质能可再生能源发电控股装机 289 万千瓦，火电装机规模在 A 股中仅次于华能国际。

图 1：装机容量及其增长



数据来源：公司历年年报 安信证券研究中心

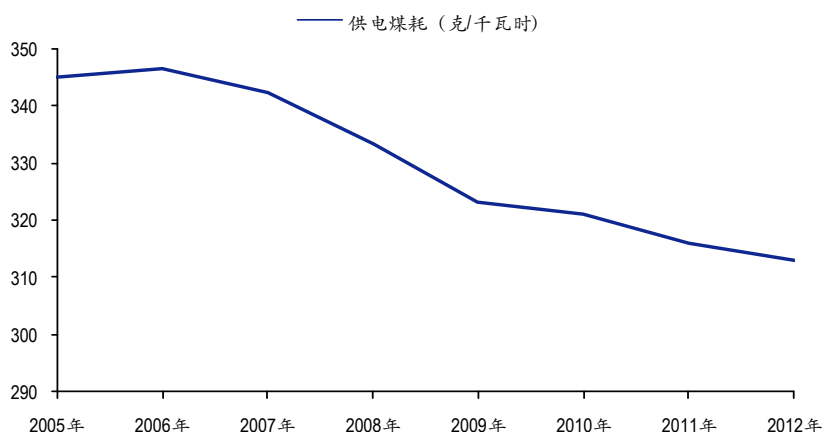
图 2：发电量及其增长



数据来源：公司历年年报 安信证券研究中心

发电效率逐步提高：公司大机组容量占比逐渐增多，截止 2012 年底，30 万千瓦及以上机组占比 90% 以上，60 万千瓦级机组占比约 30%，100 万千瓦级机组占比约 21%，单机机组容量增长伴随而来的是发电效率的提高和供电煤耗的逐步下降。

图 3：供电煤耗



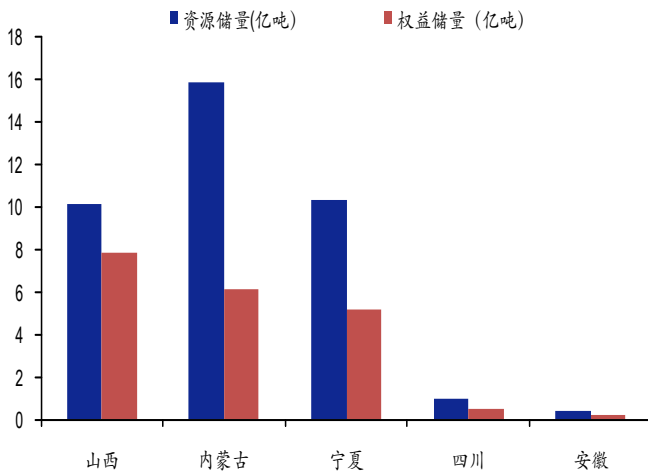
数据来源：公司公告 安信证券研究中心

1.2. 煤炭业务

煤炭项目储备较多：除去发电业务外，公司积极延伸产业链，从 2009 年起通过收购等方式加大煤炭业务发展，截止 2012 年年底完成控参股煤矿 16 家，拥有煤炭资源储量约 21 亿吨，预计拥有煤矿产能 1300 万吨/年。

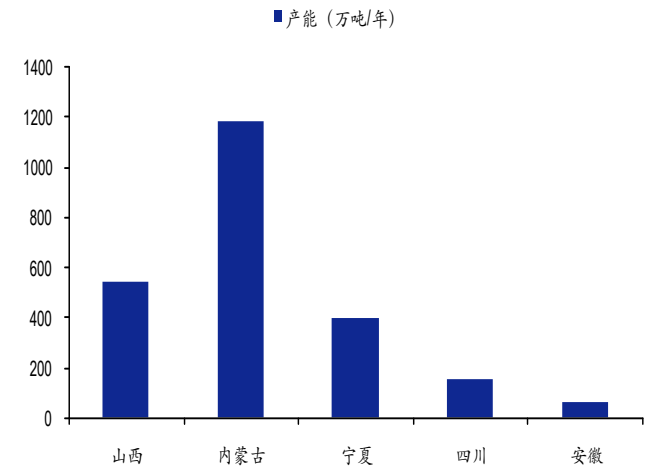
煤炭投产低于预期：公司煤炭资源主要位于内蒙古、山西和宁夏等地，但由于山西省政府对中小型煤矿安全质量方面监管较严，公司山西省煤炭项目迟迟不能投产，2012 年公司仅完成商品煤销售 136 万吨，低于年初计划（计划 2012 年完成煤炭产量 800 万吨）。

图 4：公司煤炭资源储量



数据来源：公司公告 安信证券研究中心 注：含参股煤矿

图 5：公司煤炭储备产能



数据来源：公司公告 安信证券研究中心 注：含参股煤矿

2. 盈利能力持续提升

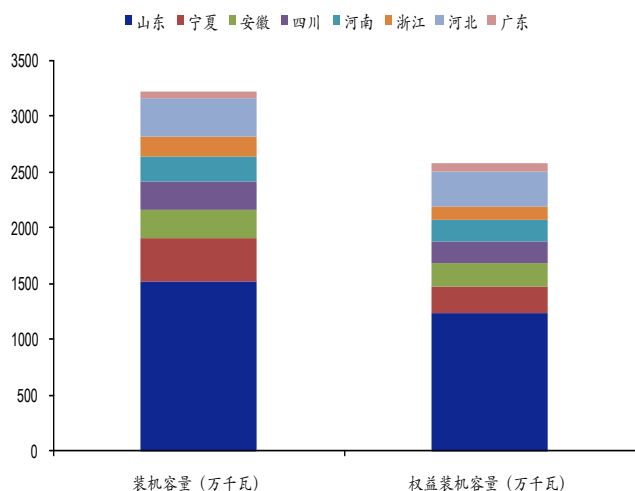
在电力行业中，公司具有比较明显的竞争优势，盈利能力有望持续提升，主要体现在：

- 利用小时较高：**截止 2012 年年底，公司火电资产在山东、宁夏和安徽三地装机占比 67%，在过去沿海地区电量增速较高的背景下，公司由于地理位置原因，利用小时在同类型大火电公司中偏低，盈利受到影响。根据我们对电力行业经营形势的分析，我们认为未来电量增速将下降一个平台，利用小时变动区域性差别较大，沿海地区利用小时将快速下降，山东、宁夏和安徽三地由于电量增速较高，且新投产机组相对较少，利用小时有望持平或上升，考虑到公司在其他区域的电厂，整体利用小时 2013 年有望持平；除此之外，截止 2012 年年底，公司供热机组占比约 15%，由于需要保证供暖，供热机组较常规发电机组利用小时也将更有保证；
- 煤炭均价下降：**公司作为大型火电企业，每年用煤逾 7000 万吨，与大型煤炭企业保持紧密合作关系，在煤炭供应和价格谈判等方面更有优势。目前公司已经与部分主要煤炭供应商签订了电煤合同，公司是对于煤炭价格敏感性最强的火电上市企业之一，在当前煤炭均价同比下降的背景下，受益明显；
- 装机规模增长：**公司目前在建及储备项目较多，并且存在资产注入预期，预计 2013 年-2105 年装机容量复合增速在 10%左右，在大型全国性发电企业中居于前列。

2.1. 利用小时较高

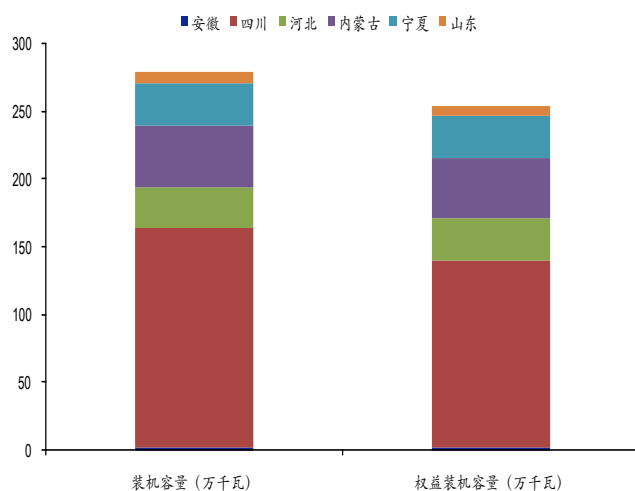
电厂分布相对集中：从电厂分布来看，公司火电资产主要分布于山东、宁夏、安徽、四川、河南、浙江、河北和广东等地，其中山东、宁夏、安徽三地火电装机容量占比 67%；清洁能源方面，水电资产主要分布于四川地区，风电资产分布于内蒙古、宁夏、河北和山东等地。

图 6：2012 年公司分地区火电装机容量



数据来源：公司年报 安信证券研究中心

图 7：2012 年公司分地区新能源发电装机容量



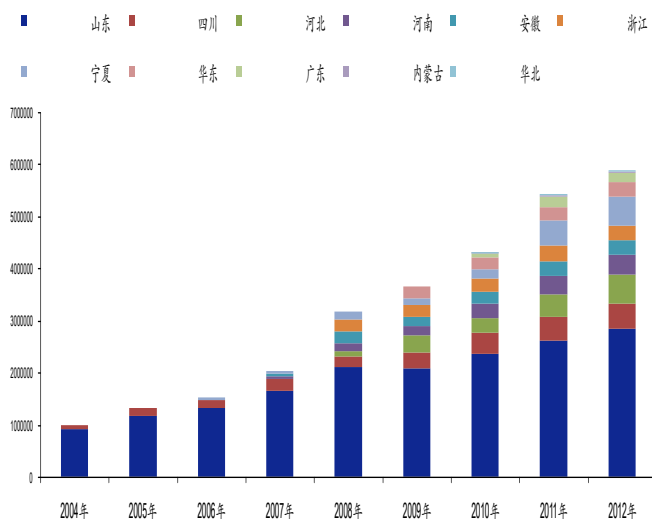
数据来源：公司年报 安信证券研究中心

区域性明显：从营业收入占比情况来看，2012 年公司在山东、宁夏、安徽三地的营业收入占比达 63%，若剔除清洁能源的影响，此三地营收占比更大，虽然公司为全国性的电力公司，但区域性十分明显。

从火电利用小时来看，在过去沿海地区电量增速较高的背景下，公司由于地理位置原因，利用小时在同类型大火电公司中偏低，盈利受到影响。由于经济结构转型，2012 年沿海地区用电量增速下降较快，中西部地区用电量增速下降幅度相对缓和，大型发电企业中，华能国际和国电电力由于在沿海或江浙地区电站较多，火电利用小时下降幅度相对较大，华电国际火电利用小时虽也有所下降，但幅度明显低于同行业。

图 8：公司营业收入分地区情况

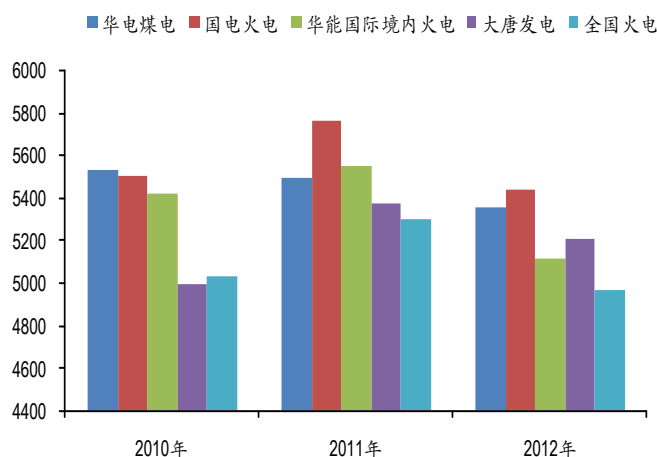
单位：万元



数据来源：公司公告 安信证券研究中心

图 9：利用小时对比图

单位：小时



数据来源：公司公告 安信证券研究中心

根据我们对电力行业经营形势的分析，我们认为未来电量增速将下降一个平台，利用小时变动区域性差别较大，沿海地区利用小时快速下降的趋势近期仍将持续，山东、宁夏和安徽三地电量增速仍较高，预计 2013 年增速均在 10% 及以上，且新投产机组相对较少，

利用小时有望持平或上升。除此之外，在火电机组中，公司有约 15%为热电联产机组，由于在冬季供热机组有保证供暖的要求，所以与常规发电机组相比利用小时也更有保证，考虑到公司在其他区域的电厂，预计整体火电利用小时 2013 年同比基本持平。

表 1: 公司电站情况

电厂	装机容量 (万千瓦)	装机容量 (万千瓦)	持股比例	权益装机 (万千瓦)	机组
运行					
	邹县发电厂	2×60+4×33.5	254	100%	254 火电
	十里泉发电厂	1×33+1×30+1×14	77	100%	77
	莱城发电厂	4×30	120	100%	120
	华电邹县发电厂	2×100	200	69%	138
	华电莱州发电厂	2×100	200	86.63%	173
山东	华电潍坊发电	2×67+2×33	200	45%	90
	华电青岛发电	2×30	60	55%	33
	华电青岛热电	2×30	60	55%	33
	华电淄博热电	1×30+2×14.5+2×7.15	73.3	100%	73
	华电章丘发电	2×30+2×14.5	89	87.50%	78
	华电滕州新源热电	2×31.5+2×15	93	93.26%	87
	山东百年电力公司	4×22+2×2.8	93.6	84.31%	79
宁夏	华电宁夏灵武发电	2×106+2×60	332	65%	216
	宁夏中宁发电	2×33	66	50%	33
四川	四川广安发电	2×60+4×30	240	80%	192
	华电新乡发电	2×66	132	90%	119
河南	华电漯河发电	2×33	66	75%	50
	华电渠东发电	1×30	30	90%	27
安徽	安徽华电宿州发电	2×63	126	97%	122
	安徽华电芜湖发电	2×66	132	65%	86
浙江	杭州华电半山发电	3×39+1×35+1×13.5+1×13	178.5	64%	114
河北	河北华电石家庄热电	2×30+2×20+3×2.5	107.5	82%	88
	河北华电石家庄鹿华热电	2×33	66	90%	59
	河北华瑞能源集团		168.38	100%	168
广东	韶关市坪石发电厂	2×30+1×12.5	72.5	100%	73
安徽	华电宿州生物质	2×1.25	2.5	78%	1.95 生物质
四川	四川华电泸定水电	4×23	92	100%	92 水电
	四川华电杂谷脑水电	3×6.5+3×5.6+3×4.6+3×3	59.1	64%	37.824
	理县星河甘堡电力	4×0.85	3.4	100%	3.4
	理县星河电力	3×1.1	3.3	100%	3.3
	四川凉山水洛河电力	1×3.8	3.8	57%	2.166
河北	河北华电混合蓄能水电	1×1.6+2×1.5+1×1.1	5.7	100%	5.7
内蒙古	华电内蒙古开鲁风电	262×0.15+2×0.3	39.9	100%	39.9 风电
	华电科左中旗风电	33×0.15	4.95	100%	4.95
宁夏	华电国际宁夏新能源	200×0.15	30	100%	30
河北	河北华电沽源风电	134×0.15	20.1	100%	20.1
	河北华电康保风电	33×0.15	4.95	100%	4.95
山东	华电莱州风电	27×0.15	4.05	55%	2.2275
	华电莱州风电	24×0.2	4.8	100%	4.8
宁夏	华电宁夏宁东尚德太阳能发电	10×0.1	1	60%	0.6
内蒙古	华电内蒙古开鲁风电	262×0.15+2×0.3	39.9	100%	39.9
合计			3358		2926
已核准及在建					
安徽	安徽六安公司	1×60	60		火电
四川	重庆奉节项目	2×60	120		
山东	十里泉发电厂扩建项目	1×60	60		
	渠东公司	1×30	30		
	淄博公司扩建	1×30	30		

山西	朔州热电分公司	2×30	60	
河北	天津南疆一期项目	2×30	60	
	天津南疆二期项目	1×90	90	
	天津武清分布式能源项目	2×20	40	
浙江	杭州下沙天然气热电联产项目	2×10	20	
	杭州半山公司二期项目	2×35	70	
	杭州江东天然气热电联产项目	2×40	80	
	浙江龙游天然气热电联产项目	2×20	40	
山东	青岛公司三期项目	1×30	30	
四川	水洛河项目	61	61	水电
河北	沽源风电项目三期	4.95	4.95	风电
宁夏	宁夏新能源宁东风电五期、六期	9.9	9.9	
	宁夏新能源海原武塬风电一二期	9.9	9.9	
	宁夏新能源大南沟项目	4.95	4.95	
	宁夏新能源杆杆梁项目	4.95	4.95	
	宁夏新能源宋家窑项目	4.95	4.95	
	宁夏新能源脱烈堡乡木	4.95	4.95	
	宁夏新能源夏家窑项目	4.95	4.95	
	宁夏新能源大咀项目	4.95	4.95	
	宁夏吴忠太阳山太阳能发电	1	1	
山东	莱州风力公司金城风电二期	4.8	4.8	
合计			911	
主要前期				
广东	汕头华电发电一期	2×60	120	火电
	广东深圳坪山分布式能源	3×5	15	
	广东顺德清远天然气分布式能源	15	15	
	广东顺德西部产业园分布式能源	15	15	
安徽	六安公司	1×66	66	
河北	河北石热九期天然气热电联产	2×40	80	
四川	水洛河	84	84	水电
山东	莱州风电虎头崖风电二期	4.8	4.8	风电
	莱州郭家店风电	4.98	4.98	
	淄博公司昆仑一期风电	4.8	4.8	
河北	沽源风电塞北一、二期	14.95	14.95	
	沽源风电西胡同一期	4.95	4.95	
	康保风电二期	4.95	4.95	
	康保风电十棚一期	4.95	4.95	
宁夏	宁夏海原二期	39.6	39.6	
内蒙古	内蒙古赤峰高家梁一期	4.95	4.95	
江苏	尚德太阳能公司二期太阳能发电	2	2	太阳能
合计			486	

数据来源：公司公告 安信证券研究中心

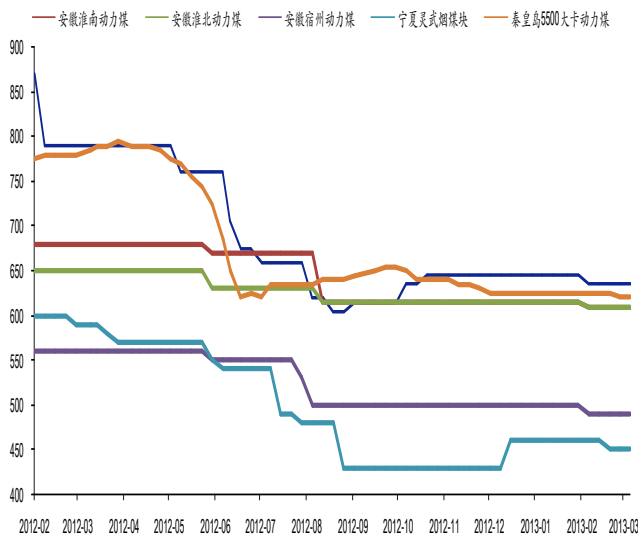
2.2. 煤炭均价下降

公司作为大型火电企业，每年用煤逾 7000 万吨，与大型煤炭企业保持紧密合作关系，在煤炭供应保证和煤炭价格谈判等方面更有优势。随着电煤并轨的进行，公司已经与部分煤炭供应商签订了订货合同，合同价格接近签订时的市场煤炭价格。

从电厂的主要分布来看，山东本身地理位置上靠海，安徽省煤炭运往沿海地区销售较多，两地煤炭受进口煤冲击较大，均随着沿海煤炭价格波动，宁夏煤炭市场相对封闭，煤炭价格受当地供需影响较大。从三地当前煤炭价格来看，经历 2012 年的快速下降后，目前均处于相对平稳状态。根据我们对于煤炭市场的判断，除非经济出现强复苏，2013 年煤炭价格保持平稳的概率最大，预计公司煤炭均价将保持在去年 4 季度的水平。公司是对于煤炭价格敏感性最强的火电上市企业之一，在当前煤炭均价同比下降的背景下，受益明显。

图 10: 各地动力煤价格

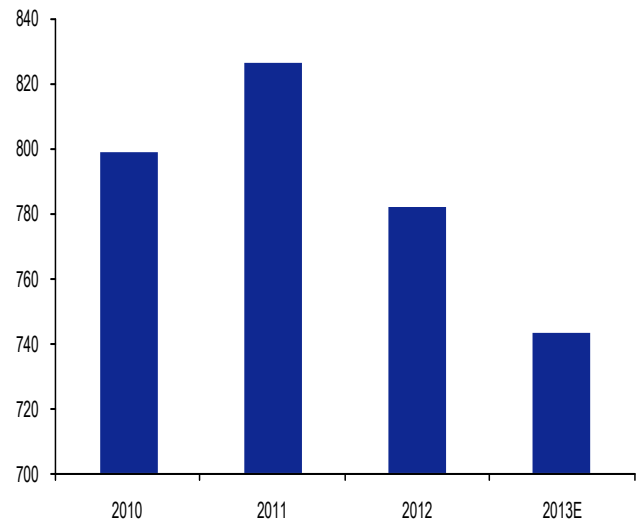
单位: 元/吨



数据来源: 中国煤炭资源网 安信证券研究中心

图 11: 公司入炉标煤单价

单位: 元/吨



数据来源: 公司公告 安信证券研究中心

表 2: 火电公司 2013 年 EPS 关于煤炭价格变动

	90%	91%	92%	93%	94%	95%	96%	97%	98%	99%	100%
华电国际	0.53	0.5	0.47	0.43	0.4	0.37	0.34	0.31	0.28	0.25	0.22
华能国际	0.78	0.75	0.71	0.68	0.65	0.62	0.59	0.56	0.53	0.50	0.47
国电电力	0.36	0.35	0.34	0.33	0.32	0.31	0.30	0.29	0.28	0.27	0.26

数据来源: 公司公告 安信证券研究中心

2.3. 规模扩张

2.3.1. 资产注入预期

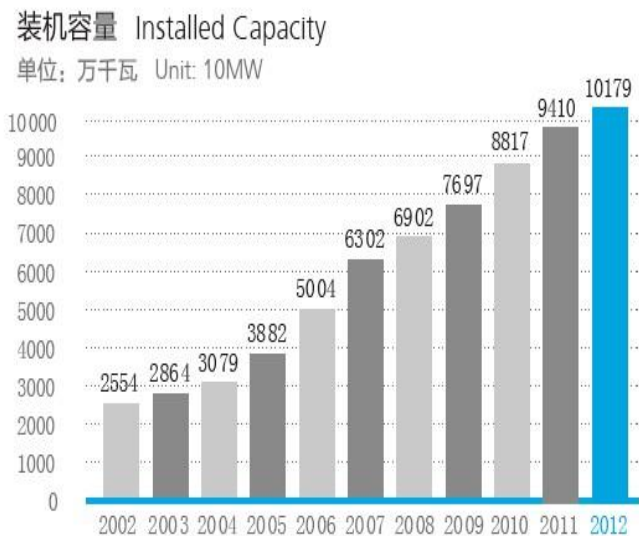
公司控股股东为华电集团，其持有公司 44.19% 的股权，华电集团为 2002 年国家电力体制改革时组建的五家全国性国有独资发电企业集团之一，经过十年发展，装机容量快速增长。截止 2012 年底，华电集团拥有装机容量 10179 万千瓦，其中火电 8068 万千瓦，水电 1673 万千瓦，风电等其他能源 438 万千瓦。

华电集团旗下上市公司有：华电国际（600027.SH、1071.HK）、黔源电力（002039.SZ）、金山股份（600396.SH）、华电能源（600726.SH）和国电南自（600268.SH）。华电集团除拥有多家上市公司外，控股规划装机容量 2115 万千瓦的云南金沙江中游水电开发有限公司和装机容量 800 多万千瓦的贵州乌江水电开发有限责任公司。

公司是华电集团整合常规能源发电资产的平台，华电集团为避免与公司同业竞争，曾做出如下承诺：

- (1) 华电集团确定华电国际为华电集团整合常规能源发电资产的最终整合平台和发展常规能源发电业务的核心企业；
- (2) 对于华电集团拥有的非上市常规能源发电资产（不含福建省内的常规能源发电资产），华电集团承诺用 5 年左右时间，将该等资产在符合上市条件时注入华电国际，并给予华电国际常规能源发电项目（不含福建省内的常规能源资产或项目）开发、收购的优先选择权；

图 12：华电集团装机容量增长图



数据来源：华电集团网站 安信证券研究中心

图 13：华电集团电源点分布图

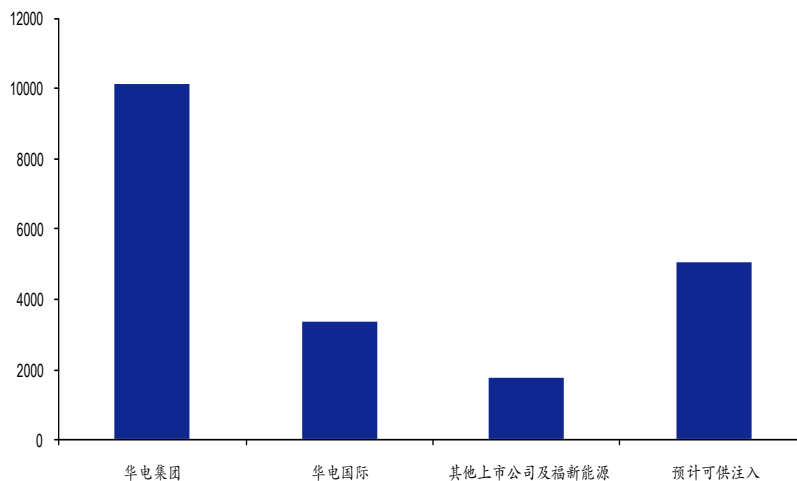


数据来源：华电集团网站 安信证券研究中心

随着煤炭均价的下降，火电企业盈利能力这两年得到快速提升，即使考虑到部分盈利能力不佳的企业，和上市公司中的资产及华电福新能源的项目，可供注入的资产也极为可观。我们暂不清楚公司会在何时启动资产注入及具体的方案，但根据集团所做承诺，注入完成后，公司盈利有望再度提升。

图 14：预计可供注入资产

单位：万千瓦



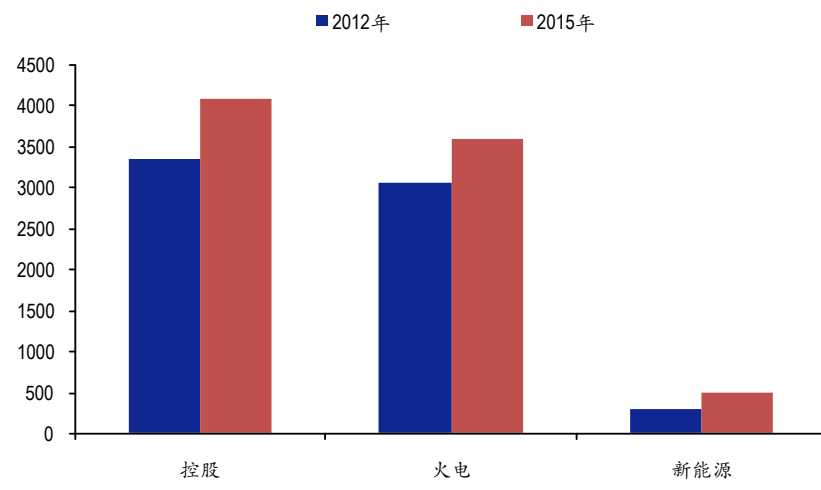
数据来源：集团网站 公司公告 安信证券研究中心

2.3.2. 公司自身发展

公司规划到 2015 年年底，装机容量突破 4100 万千瓦，其中火电突破 3600 万千瓦，可再生能源发电突破 500 万千瓦。截止 2012 年年底，公司拥有运行控股装机容量 3358 万千瓦，已核准及在建机组 911 万千瓦，主要前期项目有 486 万千瓦，可以看出到 2015 年装机容量突破 4100 万千瓦较易。考虑到目前在建及储备的项目和资产注入预期，我们预计复合装机容量增长在 10% 左右，在全国性发电公司中装机容量增速处于前列。

图 15: 华电国际 2015 年规划装机容量

单位: 万千瓦



数据来源: 公司公告 安信证券研究中心

3. 小结

总体来说, 我们看好公司长期发展, 主要有以下几个原因:

- (1) **利用小时:** 公司作为大型火电公司, 由于电站所处位置和热电机组较多, 在当前全国用电量增速明显下降的背景下, 利用小时相对更有保证, 预计火电利用小时 2013 年同比基本持平;
- (2) **煤炭价格:** 目前公司已经与部分煤炭企业签订长协煤协议, 合同价格接近签订时的市场煤炭价格, 公司是对于煤炭价格敏感性最强的火电上市企业之一, 在当前煤炭均价同比下降的背景下, 受益明显;
- (3) **装机容量:** 公司储备有较多电力项目, 除此之外, 公司作为华电集团常规能源发电资产的平台, 存在资产注入预期, 装机容量有望持续增长。

4. 盈利预测及评级

假设:

- (1) 利用小时: 2013 年-2015 年同比持平;
- (2) 煤炭均价: 2013 年同比下降 7%, 2014 年-2015 年同比持平;
- (3) 暂不考虑资产注入;

在以上假设条件下, 预计公司 2013 年-2015 年 EPS 分别为 0.43 元、0.46 元和 0.48 元, 对应 PE 为 9.6 倍、9.1 倍和 8.7 倍, 首次给予“增持-A”投资评级, 6 个月目标价 5.16 元。

5. 风险提示

- (1) 煤炭价格下降幅度低于预期;
- (2) 利用小时大幅下降;
- (3) 在建机组投产延后等;

财务报表预测和估值数据汇总(2013年04月16日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E	(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	54,490.8	59,490.0	62,667.1	63,765.8	63,846.0	成长性					
减:营业成本	56,106.3	58,527.5	49,824.5	50,746.5	50,837.1	营业收入增长率	19.9%	9.2%	5.3%	1.8%	0.1%
营业税费	209.4	268.5	311.6	317.0	317.4	营业利润增长率	-45.4%	-719.4%	133.0%	5.8%	6.1%
销售费用	-	-	-	-	-	净利润增长率	-61.9%	1,690.2	126.0%	4.9%	5.2%
管理费用	1,519.7	1,843.1	1,869.7	1,963.4	1,988.5	EBITDA 增长率	36.6%	75.1%	179.9%	3.1%	0.8%
财务费用	4,925.3	6,222.7	6,517.8	6,331.6	6,000.8	EBIT 增长率	-2.7%	-86.8%	-4,301.5	0.8%	-0.2%
资产减值损失	-13.0	224.8	-	-	-	NOPLAT 增长率	159.9%	55.1%	42.6%	0.8%	-0.2%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	17.8%	7.1%	14.6%	6.0%	5.7%
投资和汇兑收益	1,281.8	1,104.1	671.8	688.5	703.4	净资产增长率	9.5%	16.9%	14.9%	12.8%	10.1%
营业利润	-333.7	2,066.7	4,815.4	5,095.7	5,405.5	利润率					
加:营业外净收支	510.5	548.7	557.7	557.7	557.7	毛利率	-3.0%	1.6%	20.5%	20.4%	20.4%
利润总额	176.8	2,615.3	5,373.1	5,653.4	5,963.2	营业利润率	-0.6%	3.5%	7.7%	8.0%	8.5%
减:所得税	32.1	698.3	1,200.3	1,260.9	1,330.6	净利润率	0.1%	2.4%	5.1%	5.3%	5.5%
净利润	144.7	1,917.0	4,172.8	4,392.5	4,632.5	EBITDA/营业收入	6.0%	9.7%	25.7%	26.1%	26.3%
						EBIT/营业收入	-3.8%	-0.5%	18.1%	17.9%	17.9%
资产负债表						运营效率					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E	固定资产周转天数	541	593	654	707	756
货币资金	2,474.3	3,102.6	5,013.4	5,101.3	5,107.7	流动营业资本周转天数	-17	-28	-34	-24	-24
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	75	91	103	107	108
应收账款	5,703.3	8,014.8	8,451.7	8,602.7	8,613.8	应收账款周转天数	29	35	39	40	40
应收票据	315.7	634.4	668.3	680.0	680.9	存货周转天数	15	19	18	17	17
预付帐款	965.3	928.1	977.9	1,028.7	1,079.5	总资产周转天数	913	947	996	1,055	1,105
存货	2,777.5	3,383.1	2,868.9	2,923.4	2,928.8	投资资本周转天数	742	761	802	868	917
其他流动资产	765.9	1,095.8	855.4	855.4	855.4	投资回报率					
可供出售金融资产	39.5	39.0	39.0	39.0	39.0	ROE	0.6%	6.9%	13.1%	12.3%	11.7%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	0.1%	1.2%	2.3%	2.3%	2.3%
长期股权投资	10,726.1	10,305.0	10,525.0	10,625.0	10,725.0	ROIC	4.0%	5.3%	7.1%	6.2%	5.9%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	89,251.9	106,881.3	120,737.2	129,574.9	138,557.9	销售费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
在建工程	13,992.6	11,670.9	13,654.6	13,512.0	13,426.4	管理费用率	2.8%	3.1%	3.0%	3.1%	3.1%
无形资产	13,287.4	13,427.3	13,427.3	13,427.4	13,427.5	财务费用率	9.0%	10.5%	10.4%	9.9%	9.4%
其他非流动资产	8,079.9	5,089.0	5,083.6	5,080.3	5,078.3	三费/营业收入	11.8%	13.6%	13.4%	13.0%	12.5%
资产总额	148,379.2	164,571.1	182,302.2	191,450.0	200,520.0	偿债能力					
短期债务	26,719.1	19,491.8	35,033.8	42,939.3	49,368.9	资产负债率	84.1%	83.2%	82.6%	81.3%	80.3%
应付帐款	10,323.6	11,698.3	8,822.2	8,985.5	9,001.5	负债权益比	527.5%	495.3%	473.7%	434.0%	408.0%
应付票据	1,265.8	449.1	382.3	389.4	390.1	流动比率	0.24	0.30	0.27	0.25	0.23
其他流动负债	15,695.1	24,773.3	24,773.3	24,773.3	24,773.3	速动比率	0.19	0.24	0.23	0.21	0.19
长期借款	61,734.5	64,173.9	65,173.9	62,173.9	61,173.9	利息保障倍数	-0.42	-0.04	1.74	1.80	1.90
其他非流动负债	8,994.9	16,339.8	16,339.8	16,339.8	16,339.8	分红指标					
负债总额	124,733.0	136,926.3	150,525.4	155,601.2	161,047.6	DPS(元)	-	0.05	-	0.04	0.14
少数股东权益	7,541.9	8,343.0	9,311.1	10,340.5	11,434.2	分红比率	0.0%	26.3%	0.0%	9.5%	28.5%
股本	6,771.1	7,371.1	7,371.1	7,371.1	7,371.1	股息收益率	0.0%	1.2%	0.0%	1.0%	3.3%
留存收益	9,329.9	11,890.0	15,094.6	18,137.3	20,667.2						
股东权益	23,646.2	27,644.9	31,776.8	35,848.9	39,472.5						
						现金流量表					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E						
净利润	144.7	1,917.0	4,172.8	4,392.5	4,632.5	业绩和估值指标					
加:折旧和摊销	5,526.2	6,241.6	4,798.2	5,204.5	5,358.0	EPS(元)	0.01	0.19	0.43	0.46	0.48
资产减值准备	-13.0	224.8	-	-	-	BVPS(元)	2.18	2.62	3.05	3.46	3.80
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PE(X)	388.1	21.7	9.6	9.1	8.7
财务费用	3,288.9	4,925.3	6,222.7	6,517.8	6,331.6	PB(X)	1.9	1.6	1.4	1.2	1.1
投资损失	-1,281.8	-1,104.1	-671.8	-687.5	-701.4	P/FCF	-	-6.0	42.1	-43.4	-362.5
少数股东损益	65.5	499.3	968.1	1,029.3	1,093.7	P/S	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
营运资金的变动	536.4	10,611.9	-2,949.3	-97.7	-51.3	EV/EBITDA	40.6	24.6	9.8	9.8	10.1
经营活动产生现金流量	6,732.6	12,282.6	12,835.9	16,172.7	16,332.3	CAGR(%)	211.9%	34.2%	5.4%	-100.0%	-100.0%
投资活动产生现金流量	-13,182.2	-16,408.1	-16,056.5	-13,998.1	-13,994.5	PEG	1.8	0.6	1.8	-0.1	-0.1
融资活动产生现金流量	7,325.5	5,065.3	10,024.2	-1,746.6	-1,580.1	ROIC/WACC	0.7	0.9	1.2	1.1	1.0
						REP	1.6	1.2	0.9	1.0	1.0

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

张龙声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、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“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	张勤	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	黄方祥	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
北京联系人	潘冬亮	010-59113590	pandl@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
深圳联系人	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034

