



买入

32% ↑

目标价格: 人民币 8.30

000601.CH

价格: 人民币 6.28

目标价格基础: 25倍 15年市盈率

板块评级: 未有评级

韶能股份

以清洁能源为基础，打造跨区域公用事业平台

公司以清洁能源供应为核心发展方向，水电盈利情况稳定，生物质发电项目盈利情况超预期，同时积极介入天然气业务。以非公开发行为契机引入民间资本，合作方有望为公司新业务开展提供有力支持，为公司注入新活力。给予公司 8.30 元的目标价格，首次评级为买入。

支撑评级的要点

- 电力业务整体盈利稳中有升。水电方面，公司基本完成了周边地区的布局，未来将以中型水电为发展方向，继续选择合适的项目。综合利用电站 2014 年机组并网，发电量已经提升到较高水平。增发募投生物质发电项目机组已投入商运，盈利情况超预期，2015 年目标发电 5 亿千瓦时。公司正在酝酿建设新的生物质电站。
- 宏大公司经营稳定，2014 年上半年实现营业收入 1.75 亿元、净利润 666.11 万元，2015 年争取完成宏大公司新三板上市。
- 纸业公司实现减亏，本色生活用纸推广情况良好。2015 年公司将进行本色纸产业链延伸转型升级项目建设等工作，形成 3 万吨生产能力，提升产品利润空间。随着本色生活用纸销售市场的拓展，企业的经营效益将得到改善。
- 积极布局燃气业务，是未来重要发展方向。2014 年 3 月公司先后增资金元燃气、广东安然，并在云南设立合资公司，开展天然气门站，加油、加气、一体化站以及工业用气业务。

评级面临的主要风险

- 来水量、降雨量不足，导致水电发电量大幅波动。
- 受项目用地等因素制约，天然气业务开展进度不达预期。

估值

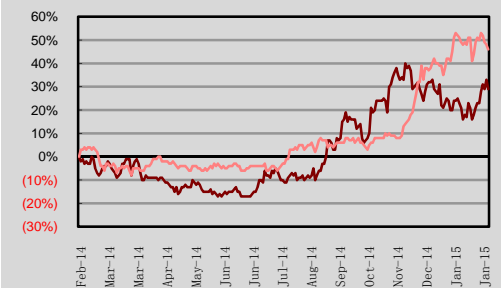
- 预计公司 2014-2016 年每股收益分别为 0.25、0.33 和 0.46 元，对应当前股价市盈率分别为 25、19、14 倍。公司传统业务经营情况平稳，燃气业务布局积极，天然气门站和加油、加气、充电一体化站盈利能力强，行业依然处于较快增长期，估值有提升空间。首次覆盖给予公司买入评级，目标价 8.30 元，对应 2015 年 25 倍市盈率。

投资摘要

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币 百万)	2,149	2,340	3,019	3,543	4,294
变动 (%)	2	9	29	17	21
净利润(人民币 百万)	137	207	268	354	501
全面摊薄每股收益(人民币)	0.148	0.192	0.248	0.328	0.464
变动 (%)	59.4	29.4	29.5	32.2	41.4
全面摊薄市盈率(倍)	42.5	32.8	25.4	19.2	13.6
价格/每股现金流量(倍)	9.0	8.2	11.3	8.8	6.7
每股现金流量(人民币)	0.70	0.76	0.55	0.71	0.94
企业价值/息税折旧前利润(倍)	14.0	12.1	10.9	9.6	10.6
每股股息(人民币)	0.018	0.023	0.033	0.044	0.063
股息率(%)	0.3	0.4	0.5	0.7	1.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	4.1	7.3	8.4	28.6
相对深证成指	7.4	3.3	(29.4)	(18.6)

发行股数(百万)	1,081
流通股(%)	92
流通股市值(人民币 百万)	6,252
3个月日均交易额(人民币 百万)	167
净负债比率(%) (2015E)	81
主要股东(%)	
韶关市工业资产经营有限公司	14

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2015 年 2 月 2 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

公用事业: 电力

于振家

(8610)66229336

zhenjia.yu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514110001

*李怡棉为本报告重要贡献者

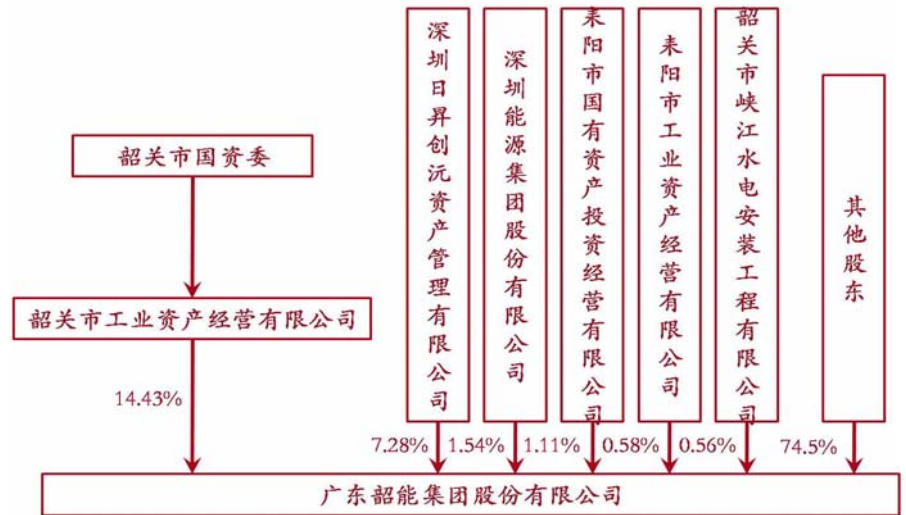
目录

公司概况	3
电力：水电装机为主，生物质项目盈利超预期.....	5
机械：经营平稳，拟登陆新三板	8
纸业：产品升级，亏损收窄	10
燃气：积极布局，未来发展重心	11
盈利预测与估值	13
研究报告中所提及的有关上市公司.....	15

公司概况

公司全称为广东韶能集团股份有限公司，是以可再生能源和清洁能源的投资开发与经营为主营业务的上市企业。

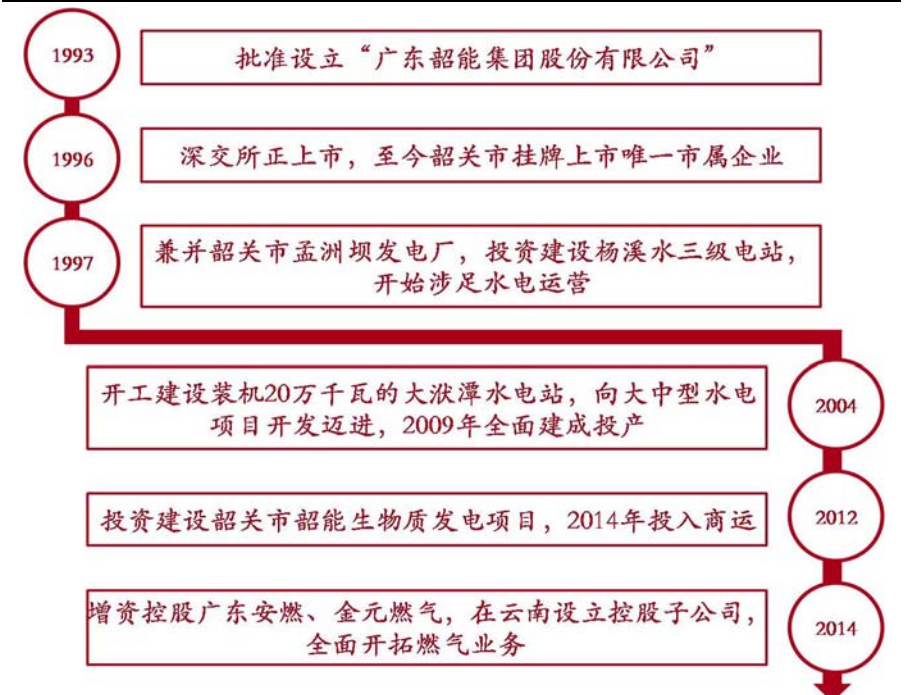
图表 1. 公司股权结构



资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

公司的发展战略一直致力于清洁能源和可再生能源的投资开发。在继续做强做大做优水电业务的同时, 抓住契机适度发展生物质能发电, 重点发展天然气的开发利用等能源项目, 争取用3至5年的时间, 实现公司经营规模快速扩张, 经营业绩稳步较快增长的目标。

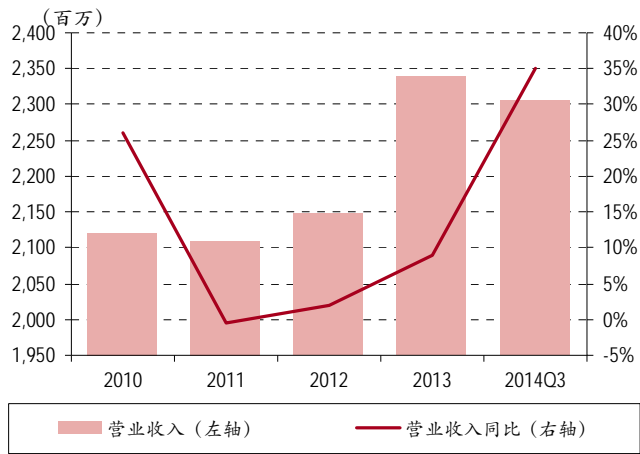
图表 2. 公司经过多年时间发展成为清洁能源运营平台



资料来源: 公司网站, 中银国际研究

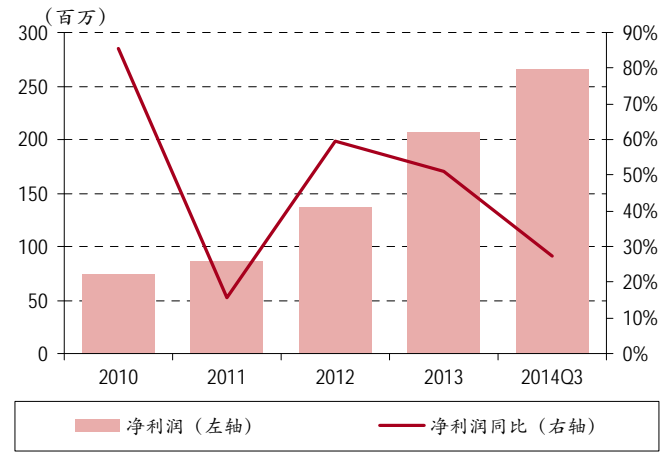
经过 20 多年的发展壮大，公司资产规模不断增加，盈利能力不断增强。2014 年前三季度，公司实现营业收入 25.05 亿元，实现净利润 2.66 亿元，同比分别增长 35%和 27.5%。

图表 3. 预计公司 2014 年收入超过 30 亿



资料来源：万得资讯，中银国际研究

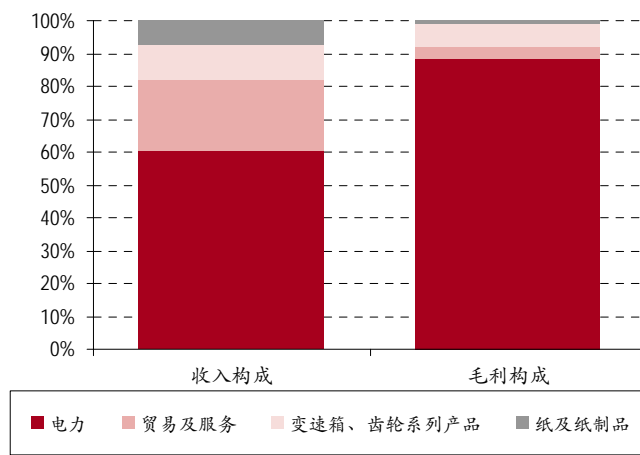
图表 4. 2014 年前三季度公司净利润同比增长 27.5%



资料来源：万得资讯，中银国际研究

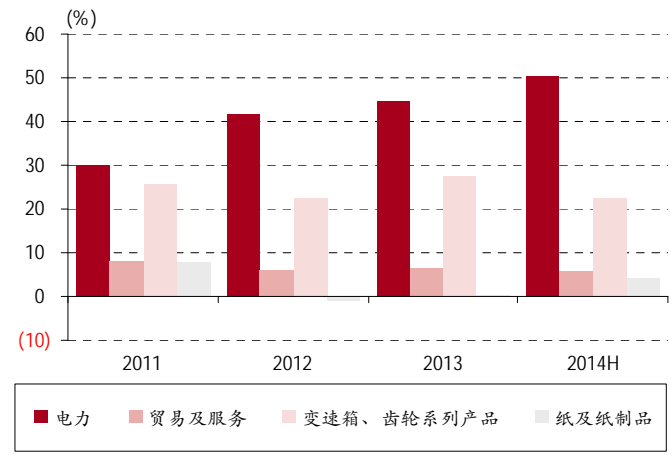
目前公司收入主要来自电力、机械、纸及纸制品板块。其中，电力是公司主要的利润来源。

图表 5. 公司收入和毛利构成 (2014 年上半年)



资料来源：万得资讯，中银国际研究

图表 6. 公司分业务毛利率



资料来源：万得资讯，中银国际研究

电力：水电装机为主，生物质项目盈利超预期

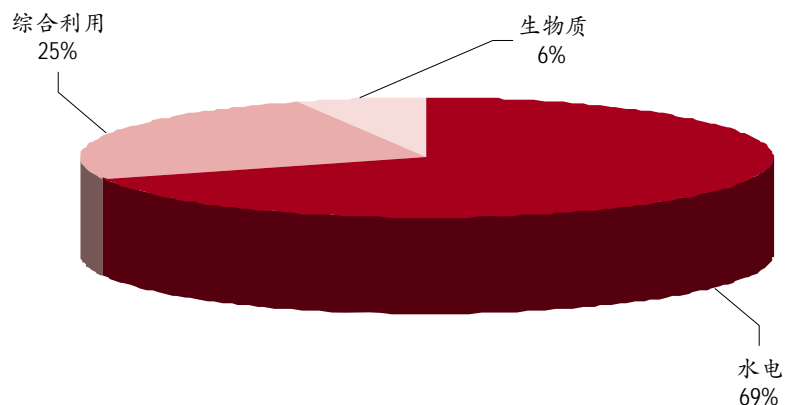
目前，公司拥有电力总装机约 100 万千瓦，其中水电装机约 70 万千瓦，生物质发电和综合利用发电装机 30 万千瓦。

图表 7. 公司电力业务子公司和装机情况

序号	子公司	电厂	类型	装机容量 万千瓦
1	耒阳电力实业有限公司	耒阳发电厂	综合利用	12
		遥田水电站	水电	5
		耒中水电站	水电	4.05
		上堡水电站	水电	1.41
2	辰溪大沅潭水电有限公司		水电	20
3	张家界市桑梓综合利用发电厂有限责任公司		综合利用	12
4	北江流域电厂（韶关市曲江濠湮水电有限公司）	濠湮水电厂	水电	5.2
		孟洲坝发电厂	水电	4.8
5	杨溪水流域水电站	乳源杨溪横溪水电厂	水电	5
		乳源杨溪钓鱼台水电厂	水电	2.5
		乳源杨溪银溪水电厂	水电	2.4
6	韶关生物质能分公司		生物质	6
7	韶关市湾头水电站有限公司		水电	3.6
8	郴州市苏仙区翠江水力发电厂有限公司		水电	2.79
9	乐昌富湾（长安）水电厂	富湾水电厂	水电	1.2
		长安水电厂	水电	1.32
10	永州市冷水滩顺和水电开发有限公司		水电	2.5
11	韶关市溢洲水电站有限公司		水电	2
12	南雄雄洲水电分公司		水电	1.688
13	资兴市波水水电有限公司		水电	0.7
14	翁源长潭水电厂		水电	0.5
15	新丰大小转水电厂		水电	0.4
16	新丰金盘水电站有限公司		水电	0.163
合计				97.221

资料来源：公司网站，中银国际研究

图表 8. 公司电力装机构成



资料来源：中银国际研究

水电：盈利稳定，未来以中型水电为发展方向

1997年，公司成功兼并韶关市孟洲坝发电厂，实现了水电运营装机零的突破，在主营水电产业经营方向迈出第一步。同年，公司利用股票上市募集资金2.04亿元投资建设杨溪水三级电站，实现了自建水电站装机零的突破。2001年，公司重组经营湖南省耒阳市遥田水电站（装机5万千瓦），重组并承建湖南省耒阳市耒中水电站（装机4.05万千瓦），实现了公司水电站业务跨地区的扩张。目前公司拥有水电装机67万千瓦。

水电站的建设受制于各地的自然条件。目前公司在周边地区已拥有19个水电站，水资源已经得到了较为充分的开发利用。未来公司依然会将水电作为核心业务，在湖南、广东布局基本完成的情况下，公司将积极寻找其他地区的投资机会，并以中型水电为主要方向。

生物质发电：项目顺利并网，盈利情况超预期

生物质发电主要是利用农、林废弃物为原料，采取直接燃烧或气化的发电方式，具有电能质量好、可靠性高、污染少等优点。近年来相关部委发布了一系列优惠政策支持生物质行业发展。

图表 9. 近年来生物质行业的主要优惠政策

年份	文件	主要内容
2007	《电网企业全额收购可再生能源电量监管办法》	电网企业全额收购农林废弃物直接燃烧发电项目产生的电量
2008	《关于公布资源综合利用企业所得税优惠目录(2008年版)的通知》	利用农作物秸秆及壳皮发电收入享受资源综合利用企业所得税优惠政策
2008	《关于资源综合利用及其他产品增值税政策的通知》	农作物秸秆、树皮废渣发电实行增值税即征即退的政策
2010	《关于完善农林生物质发电价格政策的通知》	对农林生物质发电项目实行标杆上网电价政策，未采用招标确定投资人的新建农林生物质发电项目，统一执行标杆上网电价每千瓦时0.75元（含税）

资料来源：中银国际研究

韶关地区丰富的生物质资源优势和公司多年的火电站运营经验，为公司发展生物质发电项目奠定了基础。经过认真调研和充分论证，公司决定进入生物质发电领域。投资生物质发电，也是公司发电业务格局调整、培育新的利润增长点的需要。

2013年3月，公司完成股票非公开发行，以3.65元/股的价格发行15,500万股，募集资金5.47亿元投入韶关市韶能生物质发电项目，项目总投资5.5054亿元。该项目是广东省第一个以农林废弃物作为燃料的生物质发电项目，装机2×3万千瓦（两台机组），年供电量3.186亿千瓦时，年燃用农林剩余物等生物质燃料36万吨，年替代不可再生的一次能源16万吨标煤。根据公司测算，项目投资财务内部收益率10.80%，项目投资回收期9.50年，总投资收益率9.22%。

图表 10. 公司 2013 年非公开发行配售情况

序号	发行对象名称	配售股数 (万股)
1	深圳日昇创沅资产管理有限公司	6,500
2	广东韶钢松山股份有限公司	3,500
3	郭朝进	2,500
4	翁辉武	1,500
5	华商基金管理有限公司	500
6	广东温氏投资有限公司	500
7	耒阳市国有资产投资经营有限公司	500
合计		15,500

资料来源：公司公告，中银国际研究

公司生物质发电项目厂址 50 公里半径范围内生物质燃料处于买方市场，供应充足。公司已经与多家林场、木材加工厂及一批经纪人等签订了生物质燃料供购合作意向书，年供应量超过 50 万吨，燃料的持续、稳定供应得到了充分保障。为进一步保证燃料供应的稳定性，公司还在与其他林场、木材加工厂及经纪人协商燃料供应事宜。生物质能发电厂的建成，既可拉动地方经济的发展，又可直接增加农民收入，还可促进节能减排。它是工业反哺农业的一个重要举措，是惠农的一个新途径，可促进农民增收，带动农村经济发展，节能减排，清洁乡村。目前公司两台机组每天的需求量约为 1,400-1,500 吨。

2014 年 4 月和 7 月，项目的 1 号、2 号机组分别投入商运。机组实际运行负荷达到 3.1-3.15 万千瓦，处于超负荷运转状态。2014 年下半年，预计两台机组实现净利润超过 2,000 万，盈利情况好于可行性报告的预期。2015 年，两台机组的实际发电量有望达到 5 亿千瓦时。

成功的生物质能项目经营模式为公司生物质能产业的发展积累了宝贵经验、起到了重要示范作用。公司正在推进新的生物质能发电项目。

综合利用电厂：项目并网，发电小时数提升

2014 年，公司耒阳综合利用发电厂机组顺利并入国网，实现双炉双机运行，产能将全面发挥。同时，由于煤炭价格依然处于低位，公司综合利用发电企业经营效益全面提升，年发电接近 6,000 小时。

电力业务收益仍有提升空间

水电项目前期资金投入大，导致公司资产负债率偏高，投产初期利息负担较重。

随着运行时间的拉长，利用经营活动产生的现金流量归还贷款数额的不断增加，项目的贷款数额会不断下降，利息负担将会减轻，项目的投资效益将会逐步提升，公司的盈利能力也会不断提高。

公司韶关片部分水电站受惠于广东省小水电电价政策的落实，从 2013 年 4 月 1 日起，现行上网电价未达到 0.4382 元/千瓦时（不含税）的水电企业，一律提高到 0.4382 元/千瓦时（不含税）；韶关市辖区孟洲坝等 6 家水电站上网电价上调了 0.0189 元/千瓦时（不含税）。电改预期下，未来水电上网价格仍有提升空间。

机械：经营平稳，拟登陆新三板

公司从事机械业务的企业为宏大齿轮有限公司，是广东省最大的专业齿轮生产企业。公司前身为韶关齿轮厂，于1966年建厂，前期主要生产农机齿轮。1984年加入东风汽车集团，开始为东风汽车公司配套生产中型汽车变速器总成。1998年改制为韶关宏大齿轮有限公司，目前韶能集团控股90.12%。

公司拥有从国内外生产设备1,200多台（套），主要生产、销售汽车变速器、后桥传动齿轮、中重型卡车和客车变速器总成、各种机械传动齿轮等。自2002年开始，先后为美国伊顿（EATON）、约翰迪尔（JOHN DEERE）、卡特彼勒（CATERPILLAR）等公司提供零部件配套，国内主要客户包括东风汽车、江淮汽车等。

图表 11. 公司变速器、离合器零部件产品



资料来源：公司网站

图表 12. 公司变速器、减速器总成产品

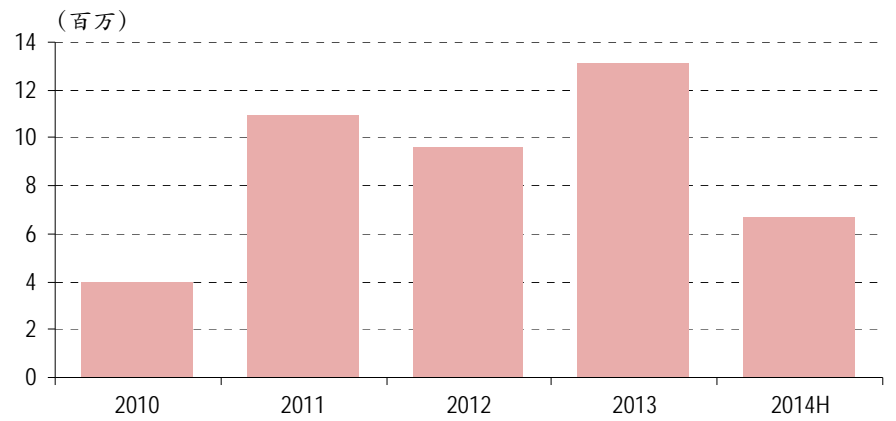


资料来源：公司网站

最近几年，在集团的支持下，宏大公司积极开拓市场，取得了明显的进步。2014年上半年，宏大公司实现营业收入1.75亿元，同比增长7.41%；净利润666.11万元，同比下降0.14%。

2014年，宏大公司的增资工作完成，初步计划2015年实现宏大公司新三板上市。

图表 13. 宏大公司净利润保持增长趋势



资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

纸业：产品升级，亏损收窄

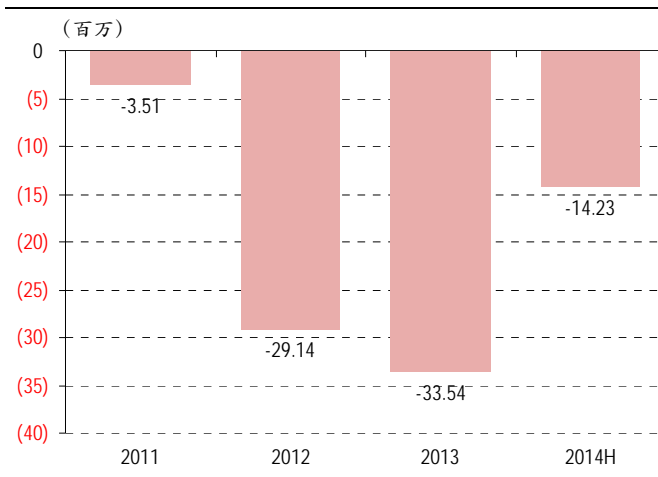
公司从事纸制品生产的企业有两家，分别是珠玑纸业和绿洲公司。

珠玑纸业有限公司始建于1992年，拥有年产漂白及本色硫酸盐竹浆6.5万吨，年产高级文化用纸及高档工业牛皮纸、工业特种纸3.5万吨的生产能力，依托当地丰富的竹木资源和水电资源优势，积极推进“林纸一体化”建设，创建林、纸生态循环经济发展格局。

国内纸浆市场需求不景气，行业整体呈现产能过剩情况。珠玑纸业停止生产竞争力弱的传统产品，实行“去库存化”，重点推广新产品“韶能本色”健康环保本色生活用纸。珠玑纸业本色生活用纸属于环保产品，市场前景广阔、产品质量好。韶关地区竹子资源丰富，在韶关地区投资本色生活用纸项目，原料供应充足。2014年下半年，本色生活用纸产品实现面市。公司将进行本色纸产业链延伸转型升级项目建设等工作，形成3万吨生产能力，提升产品利润空间。随着本色生活用纸销售市场的拓展，企业的经营效益将得到改善。

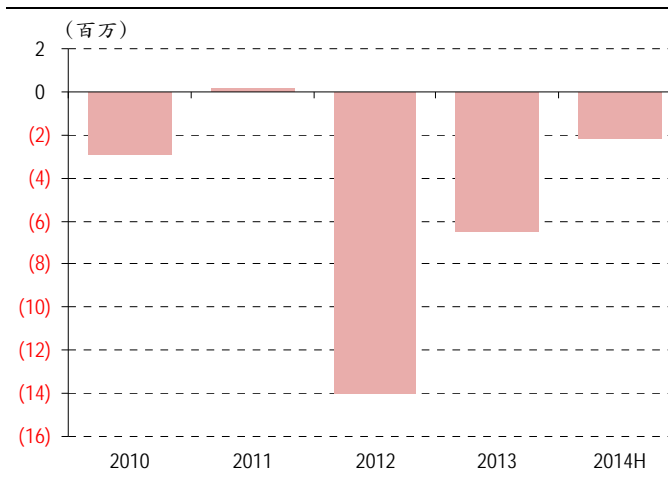
报告期内珠玑纸业实现营业收入32,667,414.74元，虽有亏损，但亏损额同比已有所减少。

图表 14. 珠玑纸业净利润



资料来源：万得资讯，中银国际研究

图表 15. 绿洲公司净利润



资料来源：万得资讯，中银国际研究

绿洲公司生产各种环保纸餐具。2013年绿洲公司按照“外拓市场、内降成本”部署，利用各种资源，调整充实人员，充分调动各级管理人员的积极性，大力拓展国内市场；有效优化调整销售政策，以此提高销售毛利率；优化完善工艺流程，通过技改，提高原材料的适应性，精打细算控制成本，提高产品质量。报告期内绿洲公司实现营业收入132,373,874.54元，同比增长1.93%。2014年，绿洲公司继续加强成本控制、市场拓展等工作。上半年绿洲公司实现营业收入68,391,961.23元，同比增长0.34%；净利润-2,188,491.59元，同比减亏64.34%。

燃气：积极布局，未来发展重心

天然气是新型清洁能源。国内天然气需求已经保持了 10 年的快速增长，但在一次能源消费中所占比仍有较大提升空间。公司看好燃气行业的发展前景，并积极进行业务布局。

增资金元燃气，推进天然气门站建设

2014 年 3 月 17 日，公司出资 469 万元增资金元燃气，持股比例为 19%。

金元燃气是公司、与韶关市政府的合资公司，也是韶关市唯一对接广东省天然气管网的公司。目前韶关市天然气主要依靠外运 LNG。韶关市天然气门站正在建设当中，有望 2015 年完成对接，未来本地用气需求将逐渐由外运 LNG 转变为管道气。

韶关市天然气用量接近 10 亿立方米/年，未来天然气门站将通过收取过网费的方式盈利，有效回避天然气价格波动的影响。同时，公司未来很可能增加对金元公司的持股比例，并实现控股。

增资广东安然，开展加油加气站业务

2014 年 3 月公司以自有现金 5,100 万元对广东安然进行增资，增资后公司占广东安然 51% 股权，同时将广东安然更名为“广东韶能新能源有限公司”。

韶能新能源成立于 2005 年，具有多年天然气经营经验，在广州市有较强实力，以天然气加气站经营为主，目前已经落实的加气站有四个。除了广州市，韶能新能源还将在珠海、惠州、佛山、东莞、江门拓展加气站业务。

根据增资协议，韶能新能源 2015 年底前，要在广州市完成 8-10 个加气站建设。天然气汽车环境和经济效益明显，根据《广州市天然气加气站发展规划》，到 2020 年规划建成 LNG 汽车加气站 126 座。韶能新能源力争 5 年内在广东省建设 30-50 个加油、加气、充电一体化站。

图表 16. 同样负载下汽车使用不同燃料的污染物指标对比表

燃料类型	汽车尾气污染物相对量% (以汽油各项指标排放为基准)					
	一氧化碳	碳氢化合物	氮氧化物	PM (颗粒物)	氧化铅	其它有害物
汽油	100	100	100	100	100	100
柴油	20-40	10-20	45-60	>1,000	无	50
LPG	10-20	20-40	50-70	60	无	3-10
CNG	2-10	10-20	30-40	微量	无	无
LNG	1-4	8-18	25-35	无	无	无

资料来源：《广州市天然气加气站发展规划》，中银国际研究

图表 17. 各类型燃料公交车单车平均能耗成本对比表

车型	柴油公交车	LPG 公交车	LNG 公交车
燃料价格	7.76 元/升	4.95 元/升	5.355 元/立方米
平均百公里燃耗	38 升	62 升	45 立方米
百公里燃耗成本	294.88 元	306.9 元	240.98 元
年均燃料成本	22.41 万元	23.29 万元	18.29 万元

资料来源：《广州市天然气加气站发展规划》，中银国际研究

设立云南公司，进行省外布局

2014年3月21日，公司出资1,020万元，与云南正峰、深圳恒泰在云南设立清洁能源合资公司，计划通过收购兼并、新建等方式重点发展门站、汽车加气和工业供气等天然气项目。合资公司注册资本2,000万元，公司占比51%。

云南正峰成立于2008年，在云南从事经营多年，积累了广泛社会资源。深圳恒泰是从事股权类投资的专业投资和资产管理公司，管理资产规模14亿元。

公司表示，合资公司是公司西南天然气业务开发的平台，设立合资公司后，公司西南天然气业务将会得到快速推进，对公司未来天然气业务的发展将会产生深远的影响。

图表 18. 公司在天然气领域的业务布局

合资公司	出资比例(%)	合作方	业务布局
广东金元燃气	19	韶关市政府	天然气门站
新能源公司	51	广州安燃、深圳华盛、陈春雷	加油、加气、充电一体化站
清洁能源公司	51	云南正峰、深圳恒泰	重点为工业供气，通过收购兼并、新建等方式重点发展门站、汽车加气

资料来源：中银国际研究

盈利预测与估值

对于公司 2015-16 年经营情况的主要假设如下：

- 1、 假设全年降雨量、来水量相比 2014 年小幅回升，水电上网电价保持不变；
 - 2、 原料供应充足，生物质电站保持高负荷运行；2015 年下半年新的生物质电站开始建设；
 - 3、 宏大公司总体经营情况平稳，2015 年挂牌新三板；
 - 4、 珠玑公司 2015 年完成本色纸产业链延伸转型升级项目建设，利润率提升，2016 年达到盈亏平衡；绿洲公司 2015 年亏损幅度继续收窄；
 - 5、 燃气业务，假设韶能新能源 2015 年落实 8 个加油、加气、充电一体化站，天然气门站年内完成对接；2016 年落实约 15 个加油、加气、充电一体化站；
- 预计公司 2014-2016 年每股收益分别为 0.25、0.33 和 0.46 元，对应当前股价市盈率分别为 25、19、14 倍。

目前公司收入和毛利构成中，水电占比较高。选取水电类公司作为可比公司，按照万得一致预期，公司估值与同类上市公司估值平均水平接近。

图表 19. 可比公司估值（来自万得一致预期）

代码	简称	收盘价(元)		每股收益(元)			市盈率(倍)		
		2015-2-2	2014E	2015E	2016E	2014E	2015E	2016E	
000883.CH	湖北能源	6.43	0.29	0.28	0.34	22.49	22.87	18.73	
002039.CH	黔源电力	13.68	0.96	0.94	1.40	14.21	14.61	9.76	
600236.CH	桂冠电力	5.29	0.22	0.25	0.24	24.52	20.91	22.38	
600674.CH	川投能源	19.88	1.46	1.78	1.84	13.65	11.16	10.82	
600886.CH	国投电力	9.57	0.81	0.94	1.01	11.78	10.14	9.48	
600900.CH	长江电力	9.95	0.67	0.68	0.67	14.82	14.62	14.86	
600979.CH	广安爱众	6.43	0.15	0.20	0.25	43.15	31.91	25.51	
600995.CH	文山电力	7.24	0.31	0.36	0.42	23.29	19.89	17.40	
	平均	-	-	-	-	20.99	18.26	16.12	

资料来源：万得资讯，中银国际研究

公司传统业务经营情况平稳，民营资本的进入利于激发公司潜能；燃气业务布局积极，天然气门站和加油、加气、充电一体化站盈利能力强，行业依然处于增长期；公司估值水平有提升空间。首次覆盖给予公司**买入**评级，目标价 8.30 元，对应 2015 年 25 倍市盈率。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	2,149	2,340	3,019	3,543	4,294
销售成本	(1,494)	(1,553)	(2,058)	(2,420)	(2,904)
经营费用	93	75	(3)	(47)	(435)
息税折旧前利润	748	862	958	1,077	954
折旧及摊销	(318)	(311)	(317)	(329)	(20)
经营利润(息税前利润)	430	550	642	748	934
净利息收入(费用)	(262)	(240)	(250)	(240)	(230)
其他收益/(损失)	35	(1)	6	9	12
税前利润	202	310	398	517	717
所得税	(55)	(75)	(99)	(129)	(179)
少数股东权益	(11)	(27)	(30)	(33)	(36)
净利润	137	207	268	354	501
核心净利润	112	208	264	348	492
每股收益(人民币)	0.148	0.192	0.248	0.328	0.464
核心每股收益(人民币)	0.121	0.193	0.245	0.322	0.456
每股股息(人民币)	0.018	0.023	0.033	0.044	0.063
收入增长(%)	2	9	29	17	21
息税前利润增长(%)	44	28	17	17	25
息税折旧前利润增长(%)	27	15	11	12	(11)
每股收益增长(%)	59	29	29	32	41
核心每股收益增长(%)	34	59	27	32	41

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	202	310	398	517	717
折旧与摊销	318	311	317	329	20
净利息费用	262	240	250	240	230
运营资本变动	(55)	9	32	122	228
税金	(55)	(75)	(99)	(129)	(179)
其他经营现金流	(28)	30	(298)	(310)	(1)
经营活动产生的现金流	644	825	600	769	1,015
购买固定资产净值	(717)	(375)	(300)	(350)	(500)
投资减少/增加	23	2	0	0	0
其他投资现金流	102	(138)	(4)	1	1
投资活动产生的现金流	(592)	(511)	(304)	(349)	(499)
净增权益	0	549	0	0	0
净增债务	(490)	(492)	0	0	0
支付股息	(19)	(19)	(27)	(40)	(53)
其他融资现金流	339	(262)	(250)	(240)	(230)
融资活动产生的现金流	(169)	(224)	(277)	(280)	(283)
现金变动	(117)	90	19	140	233
期初现金	304	187	278	296	436
公司自由现金流	53	310	296	420	516
权益自由现金流	(698)	(422)	46	180	286

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	187	278	296	436	669
应收帐款	321	322	414	483	582
库存	326	302	400	470	564
其他流动资产	111	258	284	302	326
流动资产总计	945	1,160	1,394	1,691	2,142
固定资产	7,398	7,387	7,667	7,997	8,477
无形资产	104	113	113	113	113
其他长期资产	18	8	13	13	13
长期资产总计	7,542	7,530	7,814	8,144	8,624
总资产	8,487	8,690	9,208	9,836	10,766
应付帐款	285	307	406	478	574
短期债务	647	891	891	891	891
其他流动负债	850	566	722	931	1,281
流动负债总计	1,782	1,764	2,019	2,299	2,745
长期借款	3,186	3,053	3,053	3,053	3,053
其他长期负债	150	144	137	137	137
股本	926	1,081	1,081	1,081	1,081
储备	2,199	2,523	2,764	3,078	3,526
股东权益	3,125	3,603	3,844	4,158	4,606
少数股东权益	244	126	156	189	226
总负债及权益	8,487	8,690	9,208	9,836	10,766
每股帐面价值(人民币)	3.38	3.33	3.56	3.85	4.26
每股有形资产(人民币)	3.26	3.23	3.45	3.74	4.16
每股净负债/(现金)(人民币)	3.94	3.39	3.38	3.25	3.03

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	34.8	36.8	31.7	30.4	22.2
息税前利润率(%)	20.0	23.5	21.3	21.1	21.8
税前利润率(%)	9.4	13.2	13.2	14.6	16.7
净利率(%)	6.4	8.8	8.9	10.0	11.7
流动性					
流动比率(倍)	0.5	0.7	0.7	0.7	0.8
利息覆盖率(倍)	1.6	2.3	2.6	3.1	4.1
净权益负债率(%)	108.2	98.3	91.2	80.7	67.8
速动比率(倍)	0.3	0.5	0.5	0.5	0.6
估值					
市盈率(倍)	42.5	32.8	25.4	19.2	13.6
核心业务市盈率(倍)	52.1	32.7	25.7	19.5	13.8
目标价对应核心业务市盈率(倍)	68.7	43.1	33.9	25.8	18.2
市净率(倍)	1.9	1.9	1.8	1.6	1.5
价格/现金流(倍)	9.0	8.2	11.3	8.8	6.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	14.0	12.1	10.9	9.6	10.6
周转率					
存货周转天数	62.8	73.8	62.2	65.6	65.0
应收帐款周转天数	59.6	50.2	44.5	46.2	45.3
应付帐款周转天数	40.9	46.2	43.1	45.5	44.7
回报率					
股息支付率(%)	13.5	13.1	15.0	15.0	15.0
净资产收益率(%)	4.5	6.2	7.2	8.9	11.4
资产收益率(%)	3.8	4.9	5.4	5.9	6.8
已运用资本收益率(%)	6.1	7.4	8.2	9.2	11.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

研究报告中所提及的有关上市公司

韶能股份(000601.CH/人民币 6.28, 买入)

湖北能源(000883.CH/人民币 6.43, 未有评级)

黔源电力(002039.CH/人民币 13.68, 未有评级)

桂冠电力(600236.CH/人民币 5.29, 未有评级)

川投能源(600674.CH/人民币 19.88, 未有评级)

国投电力(600886.CH/人民币 9.57, 未有评级)

长江电力(600900.CH/人民币 9.95, 未有评级)

广安爱众(600979.CH/人民币 6.43, 未有评级)

文山电力(600995.CH/人民币 7.24, 未有评级)

以 2015 年 2 月 2 日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 7 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371