

静待天然气项目投产

湖北能源调研报告

报告关键点:

- 多发电业务共发展
- 非公开增发进军天然气项目
- 暂定“中性—A”投资评级

报告摘要:

- **大型发电集团:** 2009年三环股份宣布将进行重大资产重组, 置出其全部负债并置入湖北能源公司全部股份, 自此湖北能源成功借壳上市。公司控股股东为湖北省国资委, 电源结构方面集水电、火电、风电、核电为一身, 为湖北省区域内除中国三峡集团外最大的发电集团。
- **多发电业务共发展:** 公司目前运行的可控权益装机容量达474万千瓦, 在建可控权益装机容量9.5万千瓦。公司主要以水电发电为主, 水电运行权益装机占比达74%, 公司水电多集中于清江流域, 资产优秀, 但今年上半年受来水枯四成的影响, 水电贡献利润下降明显; 公司火电项目目前盈利较差, 已经连续两年亏损, 随着煤价的持续走高, 预计今年下半年亏损将进一步加剧。伴随着齐岳山风电的逐步投产, 公司风电贡献利润开始上升, 预计2011年将实现齐岳山一期项目的全部投产, 风电项目年净利润有望超过2000万元。
- **非公开增发进军天然气项目:** 公司公告将以不低于7.33元/股的发行价非公开发行44350万股股票, 募集资金用于投资齐岳山风电项目和天然气项目。公司2009年开始涉足天然气行业, 2010年开始销售天然气, 目前全资持有湖北省天然气, 其控股公司鄂东天然气承担黄大线(黄冈—大冶天然气输气管道)项目的建设管理和生产运营。公司天然气项目目前定位于做中输, 项目主要集中于西气东输和川气东输。根据公司规划, 未来将分别进行孝昌—潜江、荆州—公安—石首、武汉—赤壁和黄陂—麻城天然气输气管道项目的建设和运营, 项目盈利能力强, 预计未来年内部收益率将达8%以上。
- **暂定“中性—A”投资评级:** 由于预计公司天然气项目和核电项目投产尚早, 短期内仍为原有业务贡献力量, 预计公司2011-2013年的EPS分别为0.22元、0.30元和0.41元, 暂给予“中性—A”投资评级, 看好公司天然气项目, 未来投产后, 盈利能力有望上升。
- **风险提示:** 煤价大幅上涨; 来水不好; 非公开增发延后

评级:

中性-A

上次评级:

目标价格:

7.00 元

期限: 6个月 上次预测:

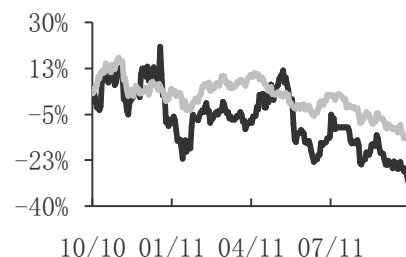
现价(2011年10月10日): 6.39元

报告日期:

2011-10-10

总市值(百万元)	13,213.24
流通市值(百万元)	1,812.90
总股本(百万股)	2,067.80
流通股本(百万股)	283.71
12个月最低/最高	6.35/11.88 元
十大流通股东(%)	35.97%
股东户数	40,158

12个月股价表现



— 湖北能源 — 沪深300

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(2.45)	(7.89)	(15.26)
绝对收益	(9.50)	(25.65)	(31.26)

 张龙
 021-68766113
 执业证书编号

 首席行业分析师
 zhanglong@essence.com.cn
 S1450511020030

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	4,657.0	11,326.6	7,435.5	7,929.5	8,144.6
Growth(%)	15.3%	143.2%	-34.4%	6.6%	2.7%
净利润	49.4	1,037.3	452.9	760.3	1,024.3
Growth(%)	58.4%	2001.9%	-56.3%	67.9%	34.7%
毛利率(%)	11.4%	20.9%	17.9%	19.5%	21.6%
净利润率(%)	1.1%	9.2%	6.1%	9.6%	12.6%
每股收益(元)	0.02	0.50	0.22	0.30	0.41
每股净资产(元)	0.59	4.49	4.67	5.41	5.78
市盈率	270.3	12.9	29.4	21.3	15.8
市净率	10.9	1.4	1.4	1.2	1.1
净资产收益率(%)	5.8%	10.7%	3.8%	5.0%	6.5%
ROIC(%)	6.7%	106.0%	4.2%	5.2%	6.0%
EV/EBITDA	11.9	9.2	11.9	10.4	9.2
股息收益率	0.1%	0.5%	0.2%	0.3%	0.4%

报告联系人

邵琳琳

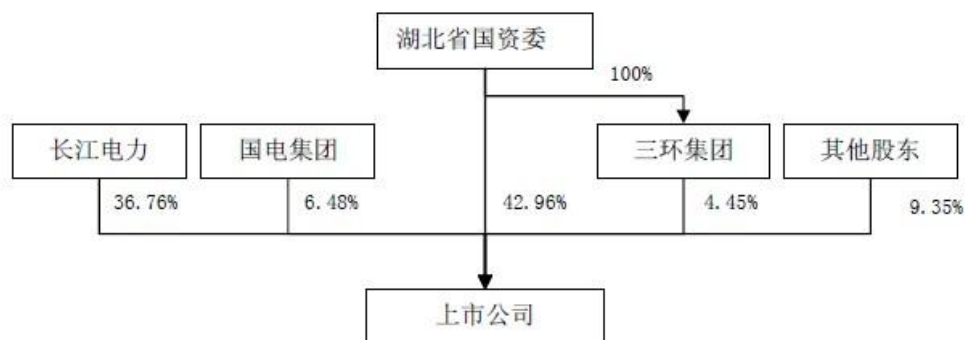
 021-68763673
 shaoll@essence.com.cn

前期研究成果

1. 公司简介

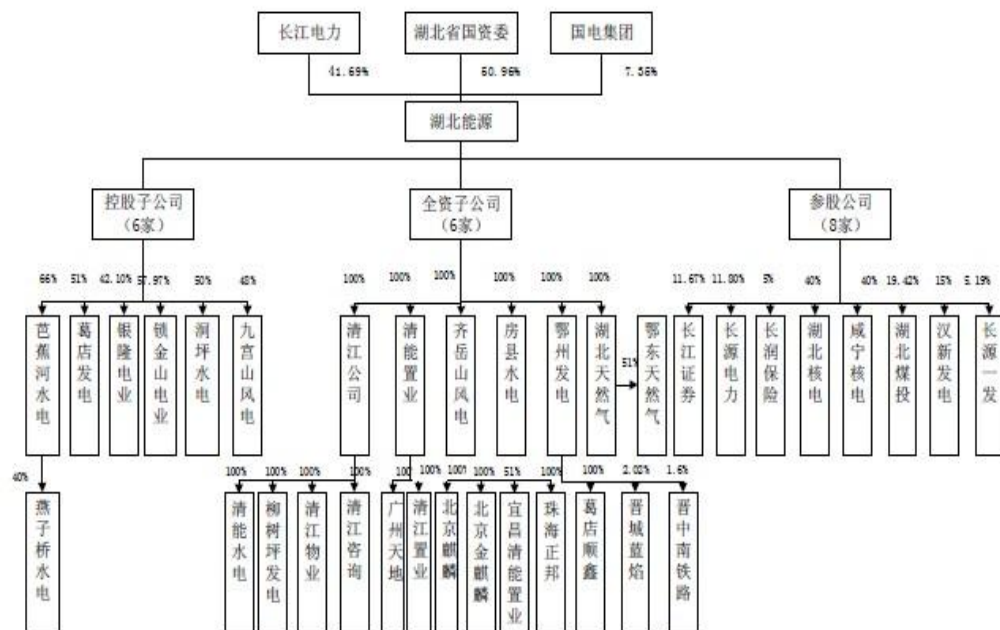
2009 年三环股份宣布将进行重大资产重组, 置出其全部负债并置入湖北能源公司全部股份, 自此湖北能源成功借壳上市。公司控股股东为湖北省国资委, 电源结构方面集水电、火电、风电、核电为一身, 目前拥有全资子公司 5 家, 控股子公司 6 家, 参股子公司 8 家, 为湖北省区域内除中国三峡集团外最大的发电集团。

图 1 公司股权结构



数据来源：公司公告 安信证券研究中心

图 2 公司全资及参控股子公司



数据来源：公司公告 安信证券研究中心 注：清能置业股份已于2010年9月转让

公司公告将以不低于 7.33 元/股的发行价非公开发行 44350 万股股票，募集资金用于投资齐岳山风电项目和天然气项目，届时公司股权结构将发生进一步转变。

表 1 公司募投项目

单位: 万元

项目名称	项目总投资	拟使用募集资金
湖北利川齐岳山风电场一期工程项目	56142	32653
湖北利川齐岳山风电场二期工程项目	43919	43711
孝昌-潜江天然气输气管道工程项目	59282	58135

荆州-公安-石首输气管道工程项目	50425	49476
武汉-赤壁天然气输气管道工程项目	21743	19633
黄陂-麻城天然气输气管道工程项目	21292	19775
补充营运资金	95735	95735
合计	348538	319119

数据来源：公司公告 安信证券研究中心

2. 大型发电集团，水、火、风共发展

公司为湖北省区域内除中国三峡集团外最大的发电集团，目前运行的可控权益装机容量达 474 万千瓦，在建可控权益装机容量 9.5 万千瓦。公司主要以水电发电为主，水电运行权益装机占比达 74%，且盈利能力出色。公司火电项目目前盈利较差，已经连续两年亏损，随着煤价的持续走高，预计今年下半年亏损将进一步加剧。伴随着齐岳山风电的逐步投产，公司风电贡献利润开始上升，预计 2011 年将实现齐岳山一期项目的全部投产，风电项目年净利润有望超过 2000 万元。

表 2 公司控股发电项目

单位：万千瓦

项目公司	运营电厂	电厂类型	装机容量	控股比例	权益装机	状态
清江公司	隔河岩水电站	水电	121.2	100%	121.2	运行
	高坝州水电站	水电	27	100%	27	运行
	水布垭水电站	水电	184	100%	184	运行
清能水电	晒谷坪保安电站	水电	1.1	间接持有 100%	2.03	运行
	高坝州保安电站	水电	0.6			运行
	西寺坪保安电站	水电	0.33			运行
柳树坪发电	水布垭保安电站	水电	2.0	间接持有 100%	2.0	运行
鄂州发电	1 号、2 号机组	火电	2 × 30	100%	60	运行
齐岳山风电	29 台并网	风电	29 × 0.085	100%	2.465	运行
芭蕉河公司	芭蕉河水电站	水电	5.1	66%	3.366	运行
锁金山电业	锁金山水电站	水电	4.5	57.97%	2.61	运行
葛店发电	3 号、4 号机组	火电	2 × 60	51%	61.2	运行
洞坪水电	洞坪水电站	水电	11	50%	5.5	运行
九宫山风电	一期	风电	16 × 0.085	48%	0.6528	运行
银隆电业	白水峪电站	水电	5.0	42.1%	2.105	运行
合计					474	运行
房县水电	两台机组	水电	2 × 3.5	100%	7.0	在建（2011 年内投产）
齐岳山风电	29 台在建	风电	29 × 0.085	100%	2.465	在建
合计					9.465	在建

数据来源：公司公告 安信证券研究中心

表 3 公司各业务贡献利润状况

单位：万元

	营业收入			毛利			毛利率		
	2010H	2010 年	2011H	2010H	2010 年	2011H	2010H	2010 年	2011H
水电	108,237	247,950	89,421	69,254	150,043	52,240	63.98%	60.51%	58.42%
火电	114,449	271,815	183,347	-1,343	-3,578	-2,530	-1.17%	-1.32%	-1.38%
风电	769	1,642	2,020	14	7	706	1.85%	0.41%	34.97%
天然气业务	7,696	23,755	15,887	-82	192	213	-1.06%	0.81%	1.34%
煤炭销售	-	25,734	56,993	-	-3,020	2,696	-11.74%	4.73%	

数据来源：公司公告 安信证券研究中心

◆ 水电—盈利主力军

公司目前运行的水电可控权益装机容量高达 350 万千瓦，约占全部运行发电项目装机容量的 74%，除此之外，房县水电 2 × 3.5 万千瓦预计也将与今年年内投产。公司水电项目多集中于清江流域，清江公司拥有隔河岩、高坝洲、水布垭三座大型水电站，装

机容量高达 332.2 万千瓦，清江公司全资子公司清能水电拥有晒谷坪、高坝洲、西寺坪保安电站，全资子公司柳树坪发电拥有水布垭保安电站，清江公司总装机容量达 336.23 万千瓦。

公司水电资产盈利能力出色，除三峡电站外，湖北省内总装机容量超过 20 万千瓦的水电厂（不包括三峡）共有 6 座，公司占有其中 3 座，并且清江公司人员具有丰富的经验，运营维护成本低，并时刻注重激励措施，综合使得清江水电盈利能力出色，毛利率高达 55% 以上，清江公司每年贡献的净利润约占公司净利润的一半左右，但也导致公司业绩受清江公司利润波动影响较大。2011 年上半年由于湖北省遭受六十年来最严重的三季连旱，来水偏枯四成，公司所属水电企业累计发电 27 亿千瓦时，同比下降 19.39%，其中清江公司累计发电 24.88 亿千瓦时，同比下降 17.83%，虽然上半年水布垭 4 号机组进行了小幅提价，但不抵发电量的大幅下降，清江公司净利润大幅下降 1.03 亿元，同比下降 43.6%。随着下半年来水量的逐渐好转，预计全年清江公司净利润有望超过 3 亿元。

由于湖北省地区水电开发已经较为成熟，在建和未来可以建设的大型水电项目已经较少，不排除未来公司会并购湖北省内别的水电项目，但预计大型水电项目的可能性不大。

图 3 清江公司贡献利润状况

单位：万元



数据来源：公司公告 安信证券研究中心

◆ 火电—不堪煤炭压力

公司目前全资运营鄂州电厂 2×30 万千瓦机组，以 51% 的比例控股葛店电厂 2×60 万千瓦机组，其中葛店电厂 2010 年初投入商业运营。公司煤炭价格控制能力稍显不足，一方面湖北省自身缺煤，公司不具有资源优势，其次公司目前签订的合同煤价格与市场煤价差别不大，占比还呈现下降趋势，综合导致公司火电项目不堪煤炭压力。

2011 年上半年鄂州发电不含税标煤单价已高达 1007.38 元/吨，同比上升 19.8%；葛店发电不含税标煤单价 1043.09 元/吨，同比上升 12.8%，两项增加燃料成本高达 2 亿元。尽管今年上半年火电企业进行了提价，对于 2010 年的电价补贴进行了追溯，并且公司上半年发电量提升明显，火电收入同比上升 60%，但是由于成本上升明显，公司鄂州发电和葛店发电上半年分别实现亏损 2733.68 万元和 8058.13 万元，火电毛利率已连续两年为负值，已处于多发电多亏损的窘境，两电厂预计全年亏损将超过 2.5 亿元。

除此之外，公司还以 11.8% 的比例参股长源电力，其为大型火电发电企业，火电装机 405 万千瓦，占总装机的 93.2%。根据长源电力 2011 年半年报，上半年公司不堪煤价

大幅上涨，电力生产出现亏损，发电毛利率降为-0.05%，上半年实现净利润-35500万元，根据长源电力披露的三季度业绩预告，由于煤价依然高位运行，预计其前三季度将亏损约-40500万元~-45500万元，公司从长源电力处所获得投资收益将亏损近5000万元。

表 4 公司火电业务贡献利润状况

	发电量（亿千瓦时）			净利润（万元）		贡献利润（万元）	
	2010H	2010	2011H	2010	2011H	2010	2011H
鄂州	12.55		17.75	-14964	-2734	-14964	-2734
葛店	22.23	79.11	32.32	-17278	-8058	-8812	-4110
合计	34.78	79.11	50.07	-32242	-10792	-23776	-6844
长源电力				-29531	-35500	-3679	-3900

数据来源：公司公告 安信证券研究中心

◆ 风电—齐岳山献利润

公司目前以 48% 的比例控股九宫山风电一期（16×0.085 万千瓦），全资子公司齐岳山风电一期也已投产 29×0.085 万千瓦，尚在建 29×0.085 万千瓦。公司目前风电持有比例较低，贡献利润较少。根据之前运行状况来看，九宫山风电盈利能力不佳，2008 年和 2009 年分别实现亏损 86 万元和 320 万元，2010 年中途虽然经历电价上调，从 0.61 元/度上调至 0.8 元/度，但也仅小额盈利 84 万元。由于 2011 年已开始全部实行新电价，预计盈利有所提升，但幅度不大，不排除未来九宫山风电再次提价的可能性。

齐岳山风电项目盈利出色，上半年投产后公司风电毛利率大幅上升，未来齐岳山风电将成为公司风电业务盈利增长点。齐岳山风电场是湖北省最大的风电场，公司初步规划齐岳山风电场总装机容量为 15 万千瓦，分三期进行。一期先行开工建设 4.93 万千瓦，装设 58 台 0.085 万千瓦的机组，总投资为 5.6 亿元，建成后年均上网电量约为 8697 万千瓦。今年上半年齐岳山风电 29 台机组并网，实现净利润 435.63 万元，若一期项目全部投产后，年贡献净利润有望超过 2000 万元。

◆ 天然气—后起之秀

公司 2009 年开始涉足天然气行业，2010 年开始销售天然气，目前全资持有湖北省天然气，其控股公司鄂东天然气承担黄大线（黄冈—大冶天然气输气管道）项目的建设管理和生产运营，与中石化签订川气东送供销合同，对湖北省内川气东送接收门站进行建设。公司天然气项目目前定位于做中输，管输价由物价局核定，单个项目单独核算，项目主要集中于西气东输和川气东输。

公司拟进行非公开增发，将进行孝昌-潜江、荆州-公安-石首、武汉-赤壁、黄陂-麻城等四项天然气输气管道工程项目的建设，总投资达 15.27 亿元，其中 14.7 亿元通过募投资金解决。天然气项目将成为公司未来重要盈利增长点。

孝昌-潜江项目建成后将接收西气东输二线和川气东送干线来气，主供孝感市（含市域 7 县市）、广水市、京山县、钟祥市、沙阳县、天门市、仙桃市和潜江市。

荆州-公安-石首输气管道工程项目包括荆州-公安-石首输气管道、公安-松滋输气支线和龙桥-江陵输气支线，将接收川气东送干线荆州接收站来气，主供石首市、公安县市场、兼顾松滋县、江陵县及管线所经地区沿线较大的乡镇。

武汉-赤壁天然气输气管道是武汉-赤壁-通城支线的一期工程，将从川气东送干线和忠武线获得气源，向嘉鱼县和赤壁市的管道进行天然气供应，同时继续向崇阳县和通城县输送天然气。

黄陂-麻城（红安）天然气输气管道将接收西气东输二线来气，向武汉市、红安县、麻城市供气。

公司天然气项目预计投产后，税后内部收益率可达到 8%，盈利能力较为稳定，可提供低风险的稳定现金流。由于建设期较短，多为 12-18 个月，待核准开工后投产较快，预计最快 2013 年即可开始贡献利润，届时公司利润总额和利润结构将发生很大改变。

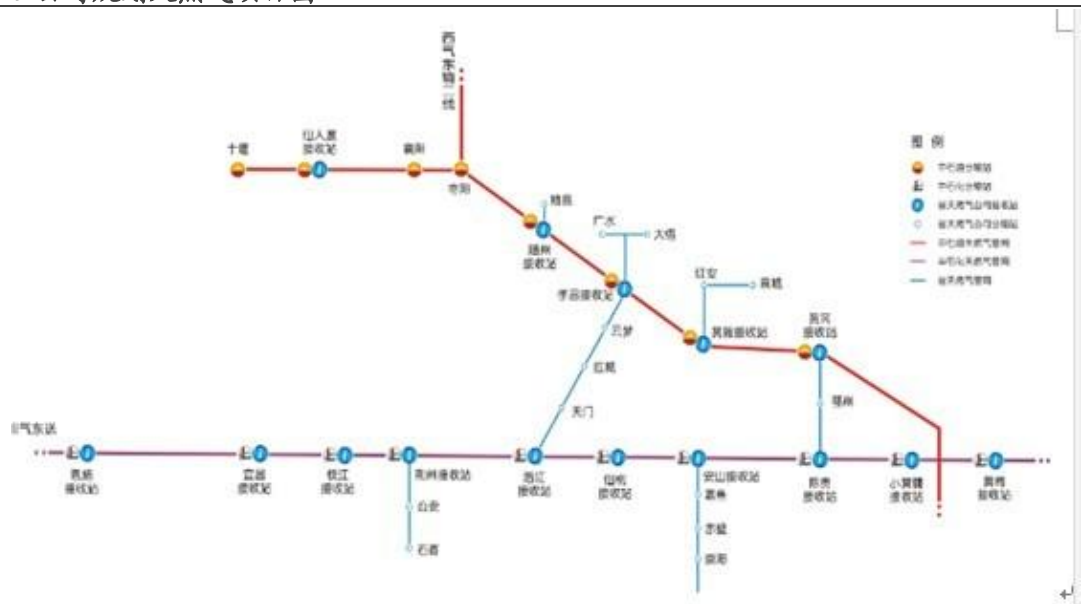
表 5 公司规划天然气项目

单位：亿立方米/年

	供气量（年均）		目标市场需求量		内部收益率（税后）
	2015 年	2020 年	2015 年	2020 年	
孝昌-潜江天然气输气管道工程项目	2.8	4	9.14	11.52	8.07%
荆州-公安-石首输气管道工程项目	5（代湖南 3）	5（代湖南 3）	1.2	1.53	8.07%
武汉-赤壁天然气输气管道工程项目	1.24	1.69	1.62	2.32	8.02%
黄陂-麻城天然气输气管道工程项目	8.57	14.75	43.37	52.67	8.07%

数据来源：公司公告 安信证券研究中心

图 4 公司规划天然气项目图



数据来源：公司网站 安信证券研究中心

图 5 湖北省天然气管网现状图



数据来源：公司网站 安信证券研究中心

图 6 湖北省天然气“十二五”利用规划



数据来源：公司网站 安信证券研究中心

◆ 核电—静待审核

公司目前以 40% 的比例参股咸宁核电和湖北核电，其中咸宁核电规划 400 万千瓦，一期将开建 2×100 万千瓦，湖北核电旗下目前也拥有 200 万千瓦的松滋核电站项目待启动，咸宁核电和湖北核电盈利前景较好，但尚需等待核准和开工，短期内无法贡献收益，为公司长期看点。

3. 盈利预测

由于预计公司天然气项目和核电项目投产尚早，短期内仍为原有业务贡献力量，暂不将天然气和核电贡献利润加入预期。保守预计公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.22 元、0.30 元和 0.41 元，对应的 PE 分别为 29.4 倍、21.3 倍和 15.8 倍，暂给予“中性—A”投资评级，6 个月目标价 7 元。看好公司天然气项目，未来投产后，盈利能力有望上升。

4. 风险提示

- (1) 煤价大幅上涨；
- (2) 来水不好
- (3) 非公开增发延后

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间	2011-10-10		
						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
利润表						成长性					
营业收入	4,657.0	11,326.6	7,435.5	7,929.5	8,144.6	营业收入增长率	15.3%	143.2%	-34.4%	6.6%	2.7%
减: 营业成本	4,126.5	8,964.3	6,103.1	6,383.7	6,385.6	营业利润增长率	51.6%	1704.6%	-62.9%	65.0%	33.6%
营业税费	9.6	175.9	69.3	84.1	90.5	净利润增长率	58.4%	2001.9%	-56.3%	67.9%	34.7%
销售费用	154.1	182.2	17.6	17.6	17.6	EBITDA 增长率	12.7%	1312.0%	-24.0%	11.5%	9.8%
管理费用	234.6	474.5	154.5	154.5	154.5	EBIT 增长率	11.5%	1605.6%	-37.5%	15.5%	13.3%
财务费用	61.2	973.8	935.3	844.3	796.8	NOPLAT 增长率	8.0%	1383.5%	-44.9%	22.1%	17.2%
资产减值损失	17.7	8.9	1.9	1.9	1.9	投资资本增长率	-6.9%	1277.5%	0.2%	0.5%	0.4%
加: 公允价值变动收益	-	-5.2	-17.5	-17.5	-17.5	净资产增长率	3.9%	659.9%	3.9%	40.6%	6.9%
投资和汇兑收益	17.8	741.6	339.6	359.3	369.2						
营业利润	71.1	1,283.4	475.8	785.1	1,049.2	利润率					
加: 营业外净收支	21.0	16.3	-	-	-	毛利率	11.4%	20.9%	17.9%	19.5%	21.6%
利润总额	92.1	1,299.7	475.8	785.1	1,049.2	营业利润率	1.5%	11.3%	6.4%	9.9%	12.9%
减: 所得税	20.6	305.0	106.8	106.8	106.8	净利润率	1.1%	9.2%	6.1%	9.6%	12.6%
净利润	49.4	1,037.3	452.9	760.3	1,024.3	EBITDA/营业收入	5.0%	29.2%	33.8%	35.3%	37.7%
资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	2.8%	19.9%	19.0%	20.5%	22.7%
货币资金	833.9	666.8	371.8	396.5	407.2	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	61	366	1,067	1,001	981
应收账款	756.1	813.8	611.1	651.7	669.4	流动营业资本周转天数	29	15	46	60	70
应收票据	270.6	147.5	101.9	108.6	111.6	流动资产周转天数	217	98	136	120	125
预付帐款	109.4	1,185.0	1,307.1	1,434.8	1,562.5	应收帐款周转天数	44	21	30	24	24
存货	1,114.2	152.3	103.7	108.4	108.5	存货周转天数	87	20	6	5	5
其他流动资产	0.0	103.2	43.0	50.6	53.9	总资产周转天数	343	527	1,345	1,237	1,208
可供出售金融资产	5.6	-	-	-	-	投资资本周转天数	149	436	1,239	1,166	1,141
持有至到期投资	0.2	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	163.4	1,757.7	1,757.7	1,757.7	1,757.7	ROE	5.8%	10.7%	3.8%	5.0%	6.5%
投资性房地产	13.2	9.8	9.8	9.8	9.8	ROA	1.5%	3.5%	1.4%	2.5%	3.4%
固定资产	827.9	22,198.6	21,887.9	22,198.7	22,193.9	ROIC	6.7%	106.0%	4.2%	5.2%	6.0%
在建工程	255.2	873.5	548.4	151.9	17.5	费用率					
无形资产	421.2	334.0	329.3	324.5	319.9	销售费用率	3.3%	1.6%	0.2%	0.2%	0.2%
其他非流动资产	4.2	136.9	121.5	122.6	123.4	管理费用率	5.0%	4.2%	2.1%	1.9%	1.9%
资产总额	4,775.2	28,379.2	27,193.0	27,316.0	27,335.3	财务费用率	1.3%	8.6%	12.6%	10.6%	9.8%
短期债务	1,079.0	5,911.9	5,478.3	1,688.9	869.5	三费/营业收入	9.7%	14.4%	14.9%	12.8%	11.9%
应付帐款	1,125.1	1,516.1	1,032.2	1,079.6	1,079.9	偿债能力					
应付票据	574.3	107.7	83.6	87.4	87.5	资产负债率	74.4%	67.3%	64.5%	50.3%	46.9%
其他流动负债	491.7	266.2	160.1	46.9	-69.4	负债权益比	290.5%	205.4%	181.6%	101.1%	88.3%
长期借款	130.0	7,855.3	7,855.3	7,855.3	7,855.3	流动比率	0.92	0.35	0.34	0.76	1.08
其他非流动负债	67.8	2,420.6	2,222.7	2,247.8	2,258.8	速动比率	0.58	0.33	0.33	0.73	1.04
负债总额	3,552.2	19,085.6	17,537.4	13,735.8	12,822.1	利息保障倍数	2.16	2.32	1.51	1.93	2.32
少数股东权益	306.6	733.5	672.4	636.0	611.9	分红指标					
股本	285.4	2,067.8	2,067.8	2,511.3	2,511.3	DPS(元)	0.01	0.03	0.01	0.02	0.03
留存收益	631.0	6,492.2	6,915.4	10,433.0	11,390.0	分红比率	28.9%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%
股东权益	1,223.0	9,293.6	9,655.6	13,580.3	14,513.2	股息收益率	0.1%	0.5%	0.2%	0.3%	0.4%
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	71.5	994.7	452.9	760.3	1,024.3	EPS(元)	0.02	0.50	0.22	0.30	0.41
加: 折旧和摊销	111.1	1,060.4	1,098.7	1,168.8	1,226.5	BVPS(元)	0.59	4.49	4.67	5.41	5.78
资产减值准备	17.7	8.9	1.9	1.9	1.9	PE(X)	270.3	12.9	29.4	21.3	15.8
公允价值变动损失	-	5.2	-17.5	-17.5	-17.5	PB(X)	10.9	1.4	1.4	1.2	1.1
财务费用	61.7	66.7	1,003.7	935.3	844.3	P/FCF	35.6	-1.8	-555.5	-5.1	175.6
投资收益	-17.8	-741.6	-339.6	-359.3	-369.2	P/S	2.9	1.2	1.8	2.0	2.0
少数股东损益	22.1	-42.7	-83.9	-82.0	-82.0	EV/EBITDA	11.9	9.2	11.9	10.4	9.2
营运资金的变动	221.2	538.5	-755.8	-201.5	-246.8	CAGR(%)	111.7%	-1.8%	-100.0%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	405.6	2,326.1	1,292.1	2,114.9	2,334.1	PEG	2.4	-7.2	-0.3	-0.2	-0.2
投资活动产生现金流量	-521.7	-1,623.2	-125.3	-724.6	-714.6	ROIC/WACC	1.0	15.4	0.6	0.8	0.9
融资活动产生现金流量	180.4	-1,900.1	-1,398.7	-1,432.8	-1,683.5	REP	1.6	0.1	1.9	1.5	1.2

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

张龙，电力行业首席分析师，毕业于清华大学，工学硕士，2003年开始证券行业研究，2007年4月加盟安信证券研究中心。新财富2007年最佳分析师“电力及公用事业”行业第三名。

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。

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;

销售联系人

凌洁	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
李昕	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

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

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

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034