

公用事业/电力/火电
(410101)

报告原因: 上市公司调研

上海电力 (600021)

中性

长期发展前景乐观, 短期需等待盈利释放

维持评级

2007年02月14日

市场数据: 2007年02月14日

收盘价(元)	6.10
一年内最高/最低(元)	6.23/3.92
上证指数/深圳成指	2832/8104
市净率	1.5
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	1898

注:“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据: 2006年09月30日

每股净资产(元)	4
资产负债率%	53.30
总股本/流通A股(百万)	1564/317
流通B股/H股(百万)	-/-

相关研究

- 《上电转债(110021)上市定价分析》
2006/12/18
- 《上海电力(600021)可转换债券投资价值分析》 2006/11/22
- 《上海电力供热价格上调公告点评》
2004/10/18

分析师

余海
yuhai@sw108.com
杨明
yangming@sw108.com

联系人

徐琳
(8621)63295888x451
xulin@sw108.com

地址: 上海市南京东路99号
电话: (8621) 63295888
上海申银万国证券研究所有限公司
http://www.sw108.com

公司研究/深度研究
盈利预测: 单位: 百万元、元、%、倍

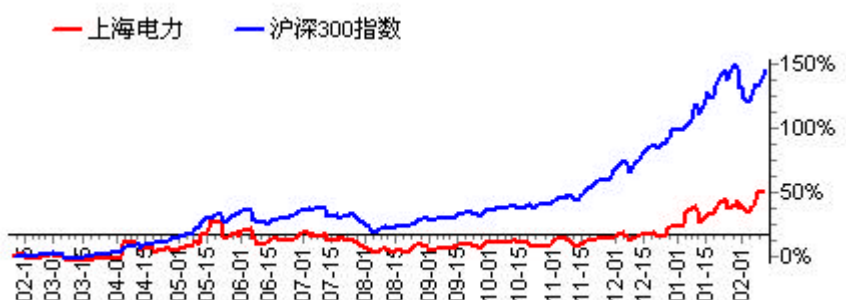
	主营收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	主营业利润率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2005	7480	21	398	0	0.25	13	6.4	22	9.73
2006Q3	6616	16	305	18	0.20	14	4.9		
2006E	9182	23	405	2	0.26	14	6	23	8.42
2007E	10490	14	485	20	0.31	13	7	19	8.31
2008E	12030	15	561	16	0.36	12	8	16	7.76

注:“市盈率”是指目前股价除以各年业绩(未考虑转债转股影响)

投资要点:

- 上海电力是上海地区最大的发电企业, 权益装机容量达437万千瓦。从目前公司产能的分布状况来看, 除上电贾汪和华电望亭以外, 公司已投入运行的全资及控股、参股电厂都位于电力需求稳定增长的上海地区。根据当前的在建和拟建规划, 到2010年末, 公司权益装机规模相比05年末将翻番。
- 所有的在建和拟建项目中, 淮沪煤电项目、江苏阚山项目、外高桥三期、大漕泾项目的投资额和装机容量都占到主导地位, 所建机组都是能耗低、技术先进的超超临界机组, 在2008—2010年投产后, 是公司未来业绩持续增长的主要来源。
- 公司在建、拟建项目进度的加快, 以及节能降耗政策执行力度的加大, 将突显公司大型节能机组的竞争优势, 这将成为股价表现的催化剂。
- 公司增长前景乐观, 但需等待新增产能的释放所带来的业绩增长。综合而言, 公司目前估值水平比较合理, 暂给予“中性”评级。
- 投资风险主要来自电力行业竞争日趋激烈、西电东送的增加, 以及转债转股对公司业绩的稀释。

一年内股价与大盘对比走势:



投资案件

投资评级与估值

我们运用 FCFE 得到的合理估值区间为 5.5——7.4 元，相当于 06 年约 24 倍 PE，07 年约 20 倍 PE，略高于行业平均水平。

由于公司盈利能力要在 2008——2010 年及以后才能体现出来，暂给予“中性”评级。

关键假设点

“十一五”期间上海及周边地区经济总量保持平均 12% 的增长。

2007——2010 年，华东地区发电机组利用小时数逐渐见底并回升，企业的收入增长速度低于装机容量增速。煤炭价格将进入高位盘整阶段，波动幅度明显下降，对火电企业的成本压力有所缓解。

有别于大众的认识

市场担心：华东地区利用小时数下降幅度会大幅度增加；公司全资电厂设备陈旧导致公司盈利能力薄弱。

我们认为，在国家推行节能降耗政策的大背景下，能耗高的中小型机组将逐步被市场淘汰。同时随着国家对新机组审批的严格控制，全国各地区利用小时数 2007 年——2010 年逐渐见底并回升。

公司目前正加强对全资电厂中设备陈旧、能耗高的机组进行改造，以在未来市场竞争中获得更大优势。

股价表现的催化剂

在建、拟建项目进度的加快，节能降耗政策执行力度的加大。

核心假设风险

风险来自两点：由于外来电逐年增加，公司在上海电力市场所占的份额有继续下降的可能；公司转债转股对业绩的稀释。

目 录

1 公司是中电投集团在 A 股市场的旗舰	5
1.1 控股股东介绍	5
1.2 公司已变更为外商投资股份有限公司	5
1.3 上海电力是中电投集团在 A 股市场的旗舰	5
2. 主营业务收入稳定增长	7
2.1 06 年末总装机容量为 437 万千瓦	7
2.2 在建和拟开工项目总装机容量达到 710 万千瓦	7
2.3 上海及华东其他地区电力需求稳定增长	9
2.4 上海地区利用小时数下降将降低收入增速	10
3 公司盈利高增长时期尚未到来	11
3.1 公司主营业务成本压力显著	11
3.1.1 公司煤炭运输成本有一定压力	11
3.1.2 2007 年公司煤炭均价将小幅上涨	12
3.2 全资电厂的更新改造要到 2010 年后才能见效	13
3.3 资本回报率水平 07 年开始缓慢提高	13
3.4 资本性支出将增加财务费用支出	14
4 . 盈利预测	14
5. 估值及投资建议	15
5.1 现金流折现结果显示合理价值区间在 5.5——7.4 元	16
5.2 相对估值处于合理水平	16
6. 主要投资风险	17
6.1 在上海电力市场份额继续下降的风险	17
6.2 转股将在一定程度上摊薄业绩	17
7 . 附表	18

图表目录

图 1：公司的股权结构	6
图 2：公司权益装机“十一五”期间将翻番	8
图 3：全国各地区单位 GDP 能耗（单位：吨标准煤/万元）	9
图 4：上海年用电量及同比增速预测（单位：亿千瓦时）	9
图 5：上海和全国新投产发电机组平均增速比较	10
图 6：全国各地区利用小时数 2006 年同比增速	10
图 7：公司主营业务收入及增长预测（单位：百万元）	11
图 8：中国沿海散货运价指数	12
图 9：波罗的海干散货运价指数	12
图 10：秦皇岛煤炭平仓价（单位：元 / 吨）	12
图 11：秦皇岛煤炭库存（单位：万吨）	12
图 12：公司资本回报率水平	13
图 13：公司经营性应付款和应收款增长比较	14
图 14：公司售电量在上海市总用电量中比例	17
表 1：中电投集团旗下在 A 股上市的电力公司	6
表 2：06 年末公司主要发电资产装机规模	7
表 3：公司在建及拟开工项目相关信息	7
表 4：公司全资电厂改造计划	13
表 5：公司盈利预测（单位：百万元）	15
表 6：资金成本假设	15
表 7：DDM 估值法敏感性测试（单位：元/股）	16
表 8：行业内同类上市公司比较	16
附表 1：WACC 测算	18
附表 2：公司合并现金流量表（单位：百万元）	18
附表 3：公司合并资产负债表（单位：百万元）	19

1 公司是中电投集团在 A 股市场的旗舰

1.1 控股股东介绍

控股股东是五大集团之一

公司控股股东中国电力投资集团公司是国家电力体制改革中所组建的五大全国性发电集团之一，是国务院国有资产监督管理委员会直接管理的国有独资公司。中国电力投资集团公司成立于 2003 年 3 月 31 日，注册资本 120 亿元。

截至 2005 年底，集团公司资产总额 1383.42 亿元，可控装机容量为 32386.7 MW，权益装机容量为 24294.3 MW；其中火电机组 23031.1 MW，占集团公司可控装机容量的 71.11%；水电机组 8004.8 MW，占集团公司可控装机容量的 24.72%；核电机组 1350.8 MW，占集团公司可控装机容量的 4.17%。

集团公司资产分布在全国 23 个省、市、自治区，拥有上海电力股份有限公司、山西漳泽电力股份有限公司、重庆九龙电力股份有限公司和吉林电力股份有限公司 4 家 A 股上市公司；拥有在香港注册的中国电力国际有限公司，并通过中国电力国际有限公司拥有在香港上市的中国电力国际发展有限公司，以及致力于为香港提供电力的中港电力发展有限公司。

1.2 公司已变更为外商投资股份有限公司

2004 年 9 月中国电力投资集团公司与中国电力国际发展有限公司签署了《关于上海电力股份有限公司 25%股份的期权契约》。根据该契约：中国电力投资集团公司赋予了中国电力国际发展有限公司购买其持有的本公司 25%股份的期权，自 2004 年 10 月 29 日之日起生效，为期三年。

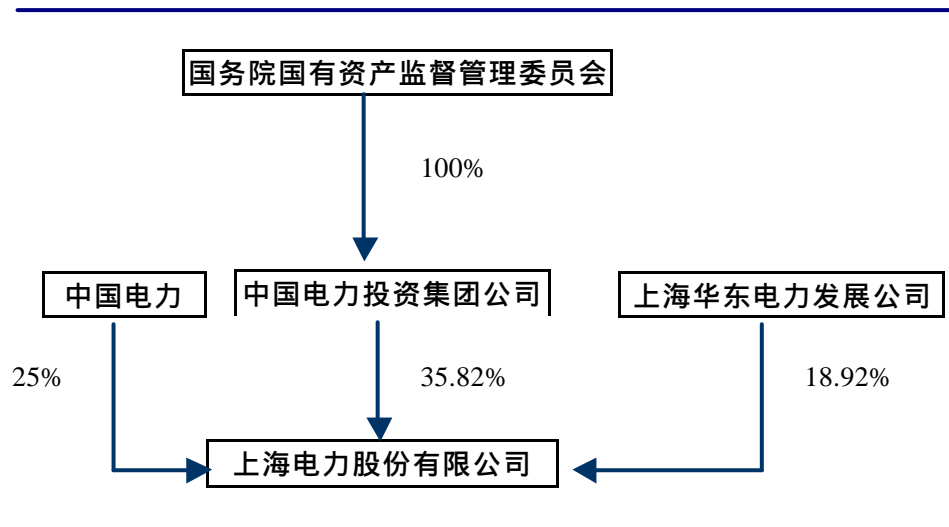
中电投集团已于 2006 年 11 月 2 日与中国电力签署了《关于上海电力股份有限公司 25%股权的权益购买协议》。根据上述协议，中电投集团拟将其持有的本公司 25%的股份，共计 390,876,250 股，以协议转让的方式转让给中国电力，目前已经获得国务院国有资产监督管理委员会和商务部的批准。

1.3 上海电力是中电投集团在 A 股市场的旗舰

上海电力是中电投集团在 A 股市场的旗舰

此次股权转让后，中电投集团直接和间接持有本公司股份不变，仍为公司第一大股东和实际控制人。公司的二股东上海华东电力发展公司所持有的 18.92%股权，属于目前正在处置的电力资产“920”项目。

图 1：公司的股权结构



资料来源：公司定期报告，申银万国证券研究所

由于华东地区是我国经济最为活跃地区，其电力需求也是最为旺盛地区之一。上海电力主要服务的是以上海为主及华东其他地区，公司的已有装机规模、在建和拟建的装机规模在中电投集团旗下 A 股的上市公司中都处于前列。我们认为上海电力是中电投集团在 A 股市场的旗舰。

表 1：中电投集团旗下在 A 股上市的电力公司

	上市公司	主要服务地区
中电投集团	上海电力	以上海为主及华东其他地区
	吉电股份	以吉林省为主及东北其他地区
	漳泽电力	以山西省为主
	九龙电力	以西南地区为主

资料来源：申银万国证券研究所

2. 主营业务收入稳定增长

2.1 06 年末总装机容量为 437 万千瓦

表 2：06 年末公司主要发电资产装机规模

	股权比例	06 年末装机容量 (万千瓦)	权益装机容量 (万千瓦)
闵行发电厂	100%	81.5	81.5
吴泾热电厂	100%	35	35
杨树浦发电厂	100%	36.02	36.02
南市发电厂	100%	14.5	14.5
上海外高桥发电有限责任公司	51%	120	61.2
上海漕泾热电有限责任公司	36%	60	21.6
江苏上电贾旺电厂	51%	54	27.54
上海吴泾发电有限责任公司	50%	60	30
上海外高桥第二发电有限责任公司	20%	180	36
上海吴泾第二发电有限责任公司	49%	120	58.8
江苏华电望亭天然气发电有限公司	45%	78	35.1

数据来源：公司定期报告，申银万国证券研究所

截至 2006 年末，公司已投产权益装机容量约 437 万千瓦，均为火力发电机组。其中，燃煤装机容量 380.46 万千瓦，占 86.99%。燃气装机容量 56.92 万千瓦，占 13.01%，其中的外高桥二期运营国内最先进的 90 万千瓦超超临界机组。

2.2 在建和拟开工项目总装机容量达到 710 万千瓦

表 3：公司在建及拟开工项目相关信息

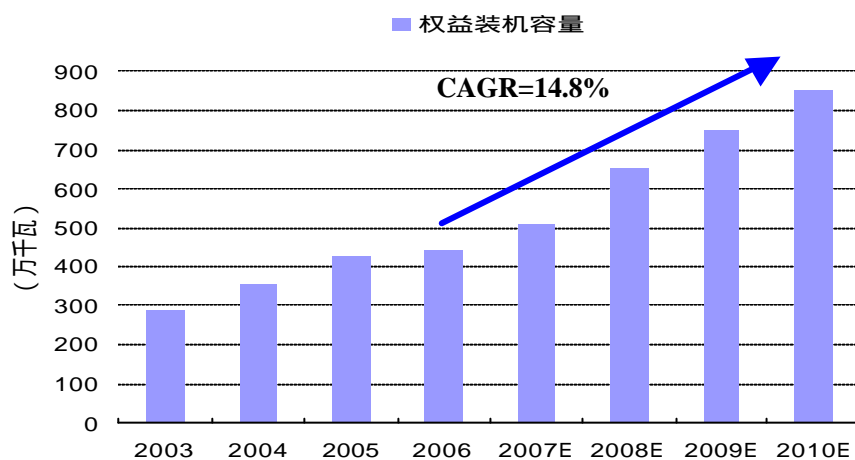
	规模	机组性质	股权	预计投产时间 (年)	权益装机容量 (万千瓦)
在建和拟开工项目					
外高桥三期	2*100	火电	30%	2008-2009	60
淮沪煤电首期	2*60	坑口火电	50%	2007-2008	60
阡山电厂	2*60	火电	55%	2007	66
浙江浙能镇海燃气发电	2*35	燃气	37.5%	2007	26.25
大漕泾电厂	2*100	火电	100%	2009-2010	200
合计	710				412.25

数据来源：上市公司，申银万国证券研究所

公司目前在建和拟开工的项目总装机容量达到 710 万千瓦，权益装机容量 412.25 万千瓦，到 2010 年全部投产，届时权益装机规模相比“十五”末期增长一倍。而在建及拟开工项目中，主要是坑口电厂和国内水平最先进、能耗水平最低的超超临界机组，进一步优化了资产结构。在未来节能降耗大背景下，将更具竞争力。

在建和拟建项目中，淮沪煤电、澜山电厂、外高桥三期及大漕泾电厂项目的投资额和装机容量都占到主导地位，是公司未来业绩持续增长的主要来源。

图 2：公司权益装机“十一五”期间将翻番



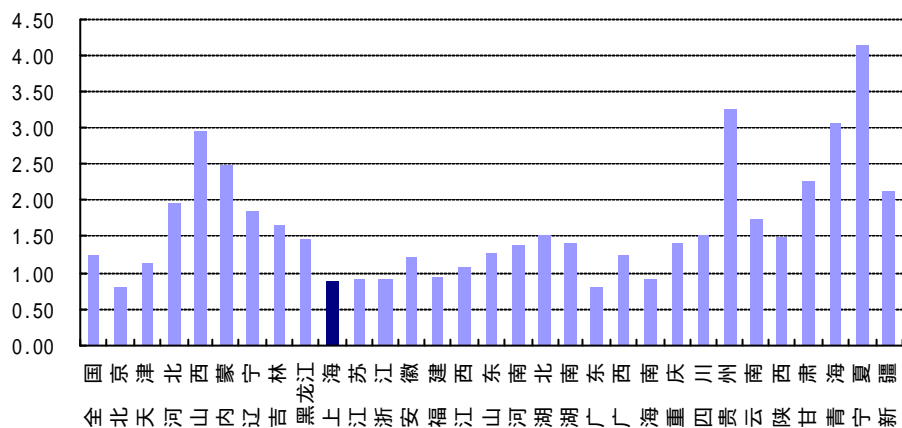
资料来源：上市公司，申银万国证券研究所

2.3 上海及华东其他地区电力需求稳定增长

华东地区电力需求增长稳定

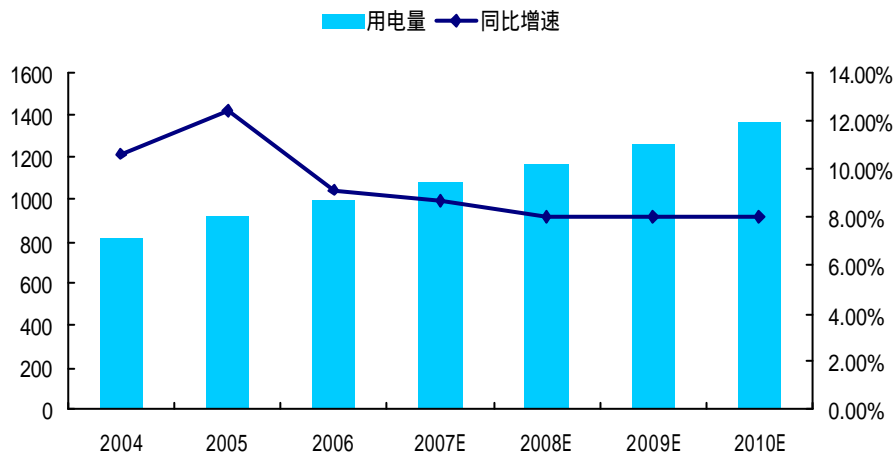
华东地区经济强劲增长是该地区电力行业增长的重要推动力，预计未来几年华东地区电力发展潜力巨大，并且华东地区产业结构较为健康，不存在对特定产业，尤其是高耗能产业的过度依赖，因此，华东地区的电力需求较为稳定，周期性不强。

图 3：全国各地区单位 GDP 能耗（单位：吨标准煤/万元）



资料来源：电力新闻网，申银万国证券研究所

图 4：上海年用电量及同比增速预测（单位：亿千瓦时）

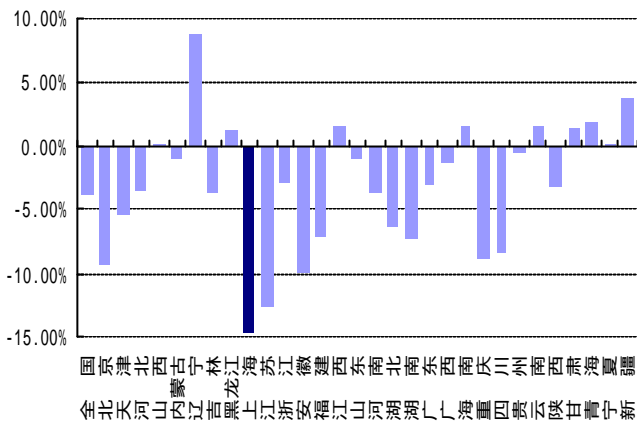
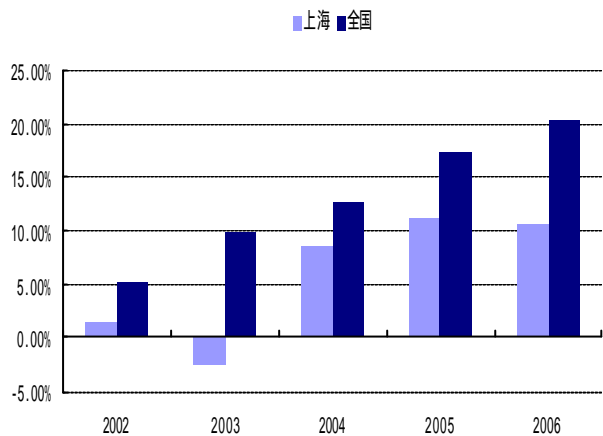


资料来源：电力新闻网，申银万国证券研究所

2.4 上海地区利用小时数下降将降低收入增速

图 5：上海和全国新投产发电机组平均增速比较

图 6：全国各地区利用小时数 2006 年同比增速



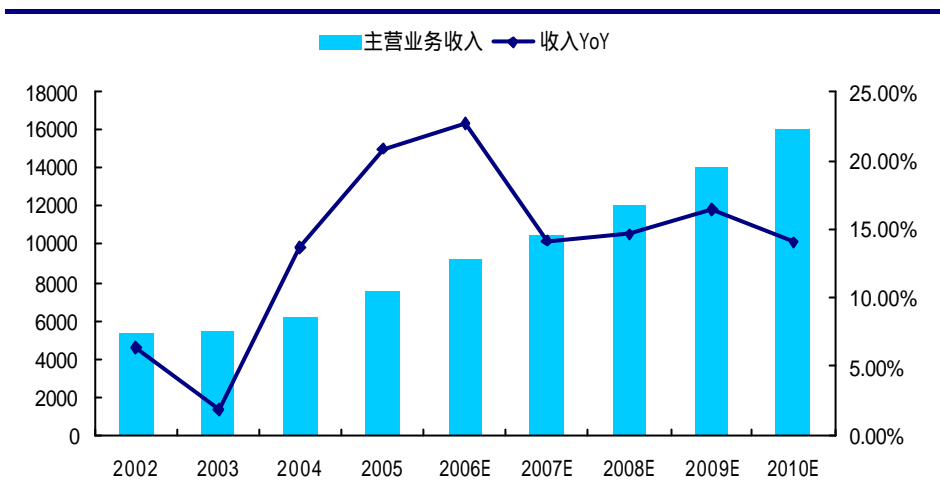
资料来源：国家统计局，申银万国证券研究所

资料来源：电力新闻网，申银万国证券研究所

上海地区近几年新投产发电机组增速一直小于全国平均水平，但利用小时数下降幅度却一直高于全国平均水平。我们认为这主要是由于外来电的比例在不断增加所导致。

根据国家关于三峡水电站电能消纳方案，三峡从 2003 年开始向上海送电，年均增加送电量 18 亿千瓦时，到 2009 年三峡电站机组全部投运后，向上海送电的规模达到 127 亿千瓦时。此外，秦山核电二、三期工程已投入运行，二滩电站、葛洲坝电站等也将向华东电网及上海电网供电。因此，上海市的外地来电在未来 3-5 年内仍将保持上升趋势。

图 7：公司主营业务收入及增长预测（单位：百万元）



资料来源：公司公告，申银万国证券研究所

3 公司盈利高增长时期尚未到来

3.1 公司主营业务成本压力显著

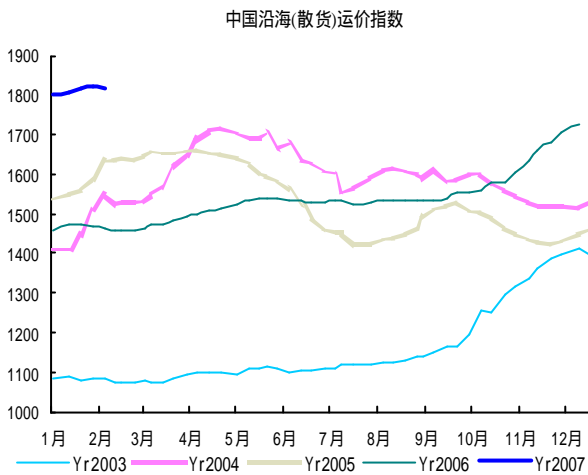
3.1.1 公司煤炭运输成本有一定压力

公司煤炭运输以水运为主，面临运价上升的压力

公司发电机组以燃煤机组为主，主要生产原料是煤炭，下属主要电厂使用大混煤、神木煤、和大同优混煤，主要来自山西、内蒙、山东、河南及淮南等地煤矿，运输方式主要是水运。

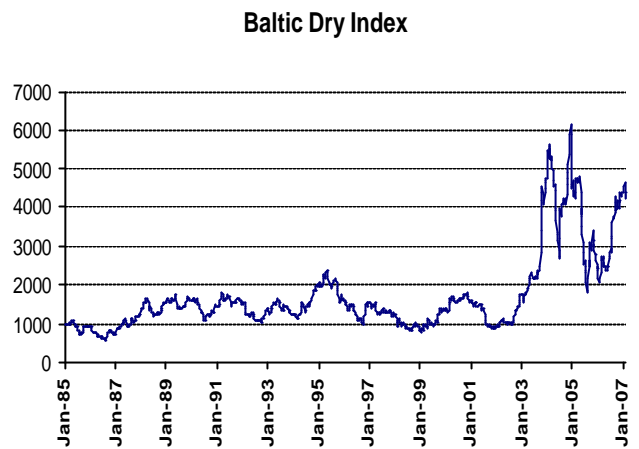
不管是表示国内干散货的运价指数，还是表征国外干散货的运价指数，近两年来都处在不断上升的趋势中。这对以水运为主的公司来说，无形中加大了公司的煤炭运输成本。

图 8：中国沿海散货运价指数



资料来源：CEIC，申银万国证券研究所

图 9：波罗的海干散货运价指数

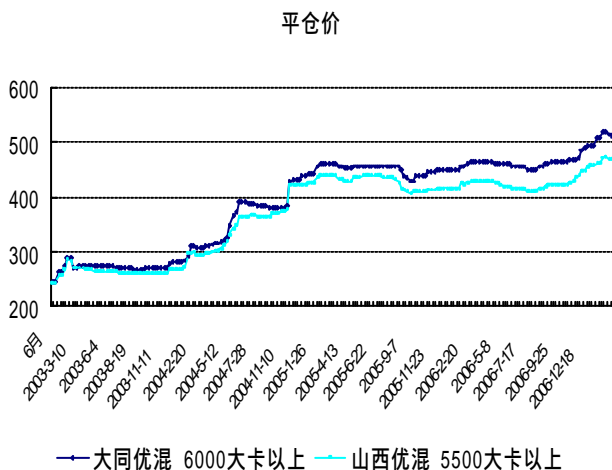


资料来源：Bloomberg，申银万国证券研究所

3.1.2 2007 年公司煤炭均价将小幅上涨

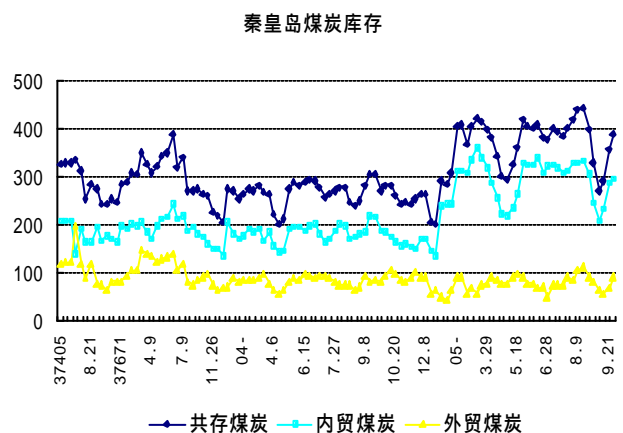
06 年四季度以来，市场煤炭价格出现明显上涨，平仓价格同比上涨幅度超过 10%。我们认为除了季节性因素对煤炭价格的突然上涨有一定的支撑作用外，供求关系仍然决定着煤炭价格走势。从同比来看，电力企业库存并未创出新高，而煤炭价格却刷新记录。

图 10：秦皇岛煤炭平仓价（单位：元 / 吨）



资料来源：煤炭信息网，申银万国证券研究所

图 11：秦皇岛煤炭库存（单位：万吨）



资料来源：煤炭信息网，申银万国证券研究所

从07年来看，电力企业合同煤价格上涨幅度约8%。从市场煤的角度来看，受到发电量继续增长、运力瓶颈制约和煤炭企业成本上升的综合影响，虽然会出现季节性波动，但全年均价同比上升幅度应该在5-8%左右，对火电企业仍然形成压力。

3.2 全资电厂的更新改造要到2010年后才能见效

公司四家全资电厂建设年代比较久远，发电机组容量相对来讲比较小，由于这些老机组的能耗高，导致公司盈利能力受燃料价格影响比较大。在国家进行节能降耗政策的背景下，公司准备对其进行改造，但新电厂的盈利要到2010年后才能显现出来。

表4：公司全资电厂改造计划

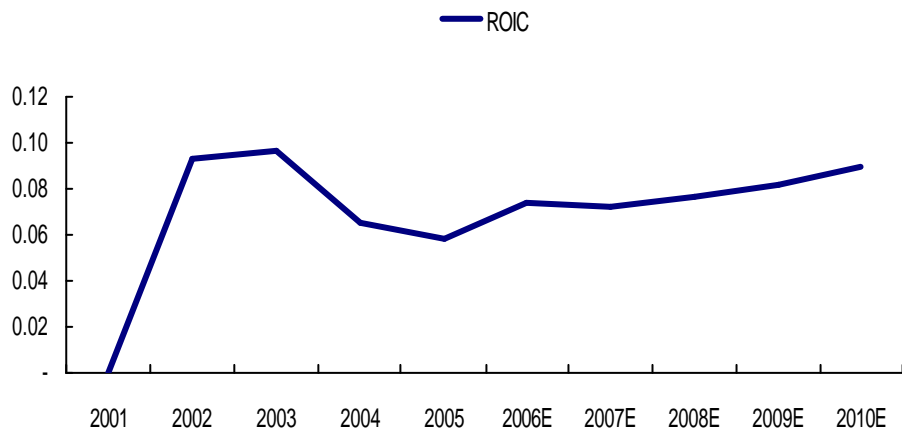
电厂名称	改造计划
闵行发电厂 杨树浦发电厂	按照“拆二建一、先建后拆”原则进行异地改造预计该计划在“十一五”末到“十二五”处完成
吴泾热电厂	用2台30万千瓦供热机组取代目前小机组，目前已经得到发改委的核准，预计2010年前完成
南市发电厂	因2010年上海举行世博会，该电厂将于07年拆迁

资料来源：公司公告，申银万国证券研究所

3.3 资本回报率水平07年开始缓慢提高

根据3%的无风险利率、6.84%的股票市场溢价、0.9的Beta系数、5%的债务成本、60%的资产负债率、25%的长期税率水平计算，公司的中长期WACC应该为6.08%左右。公司07-10年的ROIC水平可能将上升到WACC以上，为8%左右，可以给权益投资者带来超额收益。

图12：公司资本回报率水平



资料来源：公司公告，申银万国证券研究所

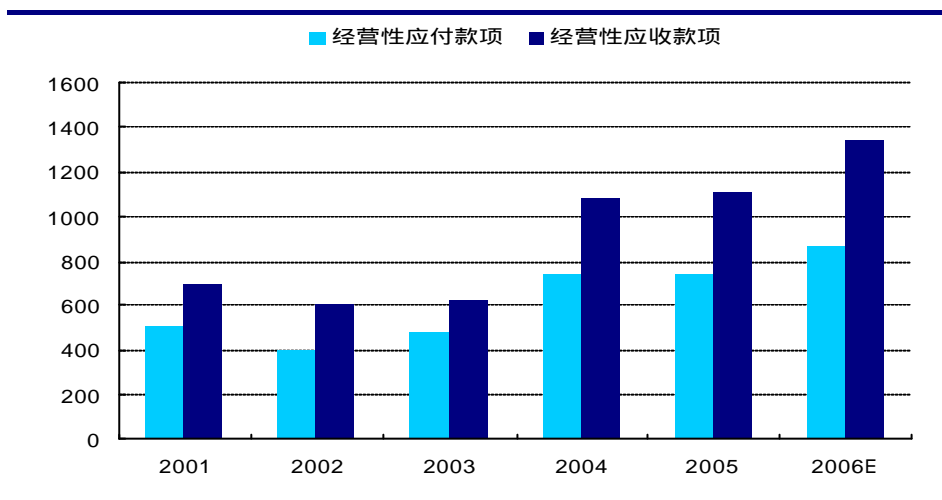
公司的 ROIC 07 年开始缓慢提高

资本性支出将加大财务费用

3.4 资本性支出将增加财务费用支出

公司从上市以来的经营性应付账款一直小于经营性应收账款。公司的应收账款主要是由于发电收入的滞后，每年的金额比较稳定。而应付账款主要是由对设备、原料供应商的尾款所造成的，由于新建机组基数增加，导致应付账款增长迅速。因此，设备、原料供应商的资金成为了公司资本性支出的一个重要来源。从这个角度来说，反映了公司在产业链中不是特别强势。这将增加公司财务费用的支出。

图 13：公司经营性应付款和应收款增长比较



资料来源：公司公告，申银万国证券研究所

4. 盈利预测

假设一：假设06-08年的主营业务税金及附加比率为1%，营业费用率为0.1%，管理费用率由5.6%下降到5%，所得税率为25%。

假设二：在计算的总股本基数中，先不考虑转债转股的影响。

假设三：不考虑三次煤电联动对公司业绩的影响。

表 5：公司盈利预测（单位：百万元）

百万元	2004	2005	2006E	2007E	2008E
主营业务收入	6190	7480	9182	10490	12030
主营业务成本	5205	6415	7772	9008	10444
主营业务税金及附加	54	62	87	100	114
主营业务利润	931	1003	1323	1382	1472
其它业务利润	6	27	20	20	20
营业费用	7	6	9	10	12
管理费用	342	433	514	577	601
息税折旧摊销前利润	1542	1495	1960	2115	2371
息税前利润	581	563	800	795	858
财务费用	94	53	268	234	293
营业利润	493	537	552	581	586
投资收益	213	187	182	261	335
补贴及营业外收支	-10	-13	-9	-9	-9
利润总额	696	711	725	832	912
所得税	95	134	136	143	144
少数股东损益	204	179	183	204	207
净利润	397	398	405	485	561
每股收益	0.25	0.25	0.26	0.31	0.36

数据来源：申银万国证券研究所

5. 估值及投资建议

表 6：资金成本假设

加权资本成本	
无风险利率	3.00%
股票市场溢价	6.84%
Beta:	0.96
股权成本(Ke)	9.57%
名义债务成本(Kd)	5.00%
负债/权益比率:	150%
有效税率	25.00%
WACC	6.08%

数据来源：Bloomberg，申银万国证券研究所

5.1 现金流折现结果显示合理价值区间在 5.5—7.4 元

2008-2010 年，公司仍有新建和扩建项目陆续投产，收入仍有望保持 15% 左右的增长。在 2010 年以后永续增长率为 2% 的情况下，现金流折现法计算所得的合理价值区间为 5.5—7.4 元左右。

表 7：FCFF 估值法敏感性测试（单位：元/股）

敏感性分析		永续增长率								
每股价值		0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
WACC	4.5%	9.3	9.9	10.6	11.6	12.9	14.9	18.3	25.1	45.5
	5.0%	7.8	8.2	8.6	9.2	10.0	11.0	12.7	15.4	20.8
	5.5%	6.6	6.8	7.1	7.4	7.9	8.5	9.3	10.5	12.6
	6.0%	5.6	5.7	5.9	6.1	6.3	6.6	7.0	7.6	8.5
	6.5%	4.7	4.8	4.9	5.0	5.1	5.2	5.4	5.7	6.0
	7.0%	4.0	4.0	4.1	4.1	4.1	4.2	4.2	4.3	4.4
	7.5%	3.4	3.4	3.4	3.4	3.3	3.3	3.3	3.2	3.2

数据来源：申银万国证券研究所

5.2 相对估值处于合理水平

表 8：行业内同类上市公司比较

简称	报告日股价(元)	2005 EPS	2006 EPS	2007 EPS	市盈率(2005)	市盈率(2006)	市盈率(2007)
广州控股	8.35	0.3	0.33	0.61	27.83	25.30	13.69
深能源 A	11.57	0.6	0.62	0.75	19.28	18.66	15.43
华能国际	7.64	0.4	0.45	0.53	19.10	16.98	14.42
国电电力	10.85	0.41	0.45	0.5	26.46	24.11	21.70
国投电力	12.28	0.67	0.47	0.7	18.33	26.13	17.54
申能股份	9.33	0.5	0.6	0.52	18.66	15.55	17.94
华电国际	4.01	0.17	0.19	0.21	23.59	21.11	19.10
大唐发电	11.15	0.46	0.49	0.6	24.24	22.76	18.58
上海电力	6.1	0.25	0.26	0.31	24.40	23.46	19.68
粤电力 A	8.2	0.27	0.3	0.42	30.37	27.33	19.52
内蒙华电	4	0.03	0.12	0.18	133.33	33.33	22.22
平均	8.88	0.36	0.39	0.48	34.95	24.38	19.35

数据来源：申银万国证券研究所

公司估值略高于行业平均水平

与行业内上市公司相比，以 06 年 EPS 计算的 P/E 水平与行业平均接近，如果假设 07 年公司所有的转债转股的情况下，P/E 水平可能小幅上升，略高于行业平均，即使不考虑 07 年转股的影响，公司 07 年 P/E 水平也是略高于行业平均水平。

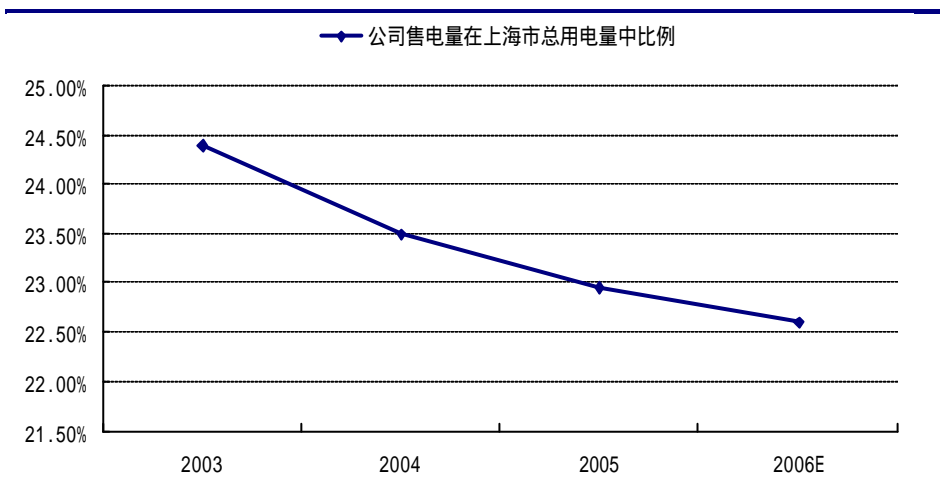
综合而言，公司当前的估值水平比较合理，由于公司盈利能力主要体现在 2008—2010 年及以后，因此暂给予“中性”评级，长期要关注公司项目进展状况而定。

6. 主要投资风险

6.1 在上海电力市场份额继续下降的风险

随着三峡、秦山、二滩、葛洲坝等电站向华东电网及上海电网供电的增多和周边地区电力产能的提高，2003 年—2005 年，本公司售电量在上海市总用电量中的占有率分别为 24.38%、23.9%、22.96%，小幅下降。

图 14：公司售电量在上海市总用电量中比例



资料来源：公司公告，申银万国证券研究所

6.2 转股将在一定程度上摊薄业绩

若一次性转股，对业绩稀释为 12%左右

公司于 2006 年 12 月 31 日发行了面值为 100 元，期限为 5 年的，总规模为 10 亿元的可转换公司债券。其转股起始日期为 2007 年 6 月 1 日，初始转股价格为 4.63 元/股。

转债对基础股价的影响主要来自于转债转股后对股权的稀释和对公司业绩稀释的预期。按 4.63 元的初始转股价格计算，上电转债全部转股后，公司总股本增幅为 13.81%。若一次性转股，对公司当年业绩稀释约 12%左右。

7. 附表

附表 1：WACC 测算

加权资本成本		
无风险利率	3.00%	申银万国证券研究所
股票市场溢价	6.84%	申银万国证券研究所
Beta:	0.96	Bloomberg
股权成本 (Ke)	9.57%	CAPM 公式
名义债务成本 (Kd)	5.00%	根据历史平均水平预测
负债/权益比率:	150%	分析师判断的长期资本结构
有效税率	25.00%	结合当前税率判断的长期值
WACC	6.08%	加权平均

资料来源：Bloomberg，申银万国证券研究所

附表 2：公司合并现金流量表（单位：百万元）

百万元	2004	2005	2006E	2007E	2008E
净利润	397	398	405	485	561
加：					
折旧摊销	961	932	1160	1320	1512
财务费用	118	14	268	234	293
投资损失	(213)	(187)	(182)	(261)	(335)
营运资本变动	(540)	(62)	(190)	(108)	(128)
其它	207	187	7	459	503
经营活动现金流	916	1282	1468	2131	2406
资本开支	1694	1364	2510	2510	2510
其它投资现金流	165	(243)	285	161	235
投资活动现金流	(1497)	(1444)	(2225)	(2349)	(2275)
权益性融资	511	7	0	0	0
负债净变化	437	643	1778	857	626
支付股利、利息	(227)	(858)	(580)	(538)	(657)
其它融资现金流	(2)	(1)	(11)	0	0
融资活动现金流	720	(209)	1187	319	(31)
净现金流	140	(371)	431	100	100
企业自由现金流	2602	2663	4144	4374	4608
权益自由现金流	2921	3293	5654	4997	4941

资料来源：申银万国证券研究所

附表3：公司合并资产负债表（单位：百万元）

百万元	2004	2005	2006E	2007E	2008E
流动资产	2934	2330	3059	3396	3775
现金及等价物	1340	969	1400	1500	1600
应收款项	1080	1107	1337	1527	1751
存货净额	213	225	293	340	394
其他流动资产	301	29	30	30	30
长期投资	1537	2198	2084	2184	2284
固定资产	8791	9253	10601	11788	12784
无形资产及其他资产	366	353	356	358	361
资产总计	13627	14133	16100	17727	19203
流动负债	3425	3020	4176	5472	6600
短期借款	2191	525	1758	2670	3351
应付款项	894	750	864	1001	1160
其它流动负债	340	1746	1554	1802	2089
长期负债	2029	2888	3422	3367	3312
负债合计	5454	5908	7598	8840	9912
少数股东权益	1979	1964	2147	2351	2558
股东权益	6194	6261	6354	6536	6733
股本	1564	1564	1564	1564	1564
资本公积	3820	3823	3823	3823	3823
盈余公积	407	544	686	855	1052
未分配利润	403	330	282	293	294
负债和股东权益合计	13627	14133	16100	17727	19203

资料来源：申银万国证券研究所

投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券的涨跌幅相对同期基准指数的涨跌幅为基准，标准定义如下：

买入(Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持(Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性(Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持(Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业与同期基准指数的涨跌幅比较为基准,标准定义如下：

看好(Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性(Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡(underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用基准指数： 沪深 300 指数

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归上海申银万国证券研究所有限公司所有。未获得上海申银万国证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“上海申银万国证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。