

## 华电福新能源 (816 HK)

### 燃料价格高昂为盈利带来压力

- ❖ **2017上半年发电量符合预期。**华电福新2017上半年总发电量为20,114吉瓦时，同比下降3.8%。从各分部来看，水电、火电、风电、其他能源的发电量分别为5,291吉瓦时、5,847吉瓦时、7,130吉瓦时、1,847吉瓦时，同比变化分别为-33.4%、21.5%、11.3%、6.5%。由于福建省水电情况恢复正常，我们认为水电业务业绩下降实为合理，同时也为火电业务腾出空间。风电业务的占比继续扩大，2017上半年占公司总发电量的35.4%。华电福新2017上半年发电量达到我们对全年预期的48.5%，符合我们对其经营情况的预测。
- ❖ **高昂的燃煤成本对火电业务带来负面影响。**由于煤价影响电价无法向下游传导，我们预计高昂的煤炭价格会为华电福新的火电业务带来前所未有的压力。据发改委数据统计，福建省电煤价格指数已从2016年1-6月平均364.5上升至2017年1-6月平均的560.6。根据指数，我们推断2017年上半年燃煤价格将同比增长55.4%，预料全年将同比增长34.2%。同时，从7月1日起，国务院禁止省级港口进口煤炭（其中包括华电福新主要转运口岸可门港），我们认为禁令加重公司燃煤成本压力。公司计划通过其他持牌港口维持煤炭进口，但每吨煤炭的汽运短倒运输成本会增加人民币20-30元，部分抵消了每吨节省的50-80人民币价格优势。我们预计全年燃料价格将上升28%，2017年火电行业亏损1.47亿人民币。
- ❖ **风电场仍是增长动力。**考虑到煤炭价格居高不下，我们相信华电福新将进一步推迟扩张火电装机，因此风电装机容量扩张将成为公司短期内主要的增长动力。我们预计风电装机2016-2019年均复合增长率将达7.6%，每年新增装机600兆瓦。由于我们相信华电福新会需要一定的时间来增加位于中国中部和东南地区的风电项目储备，因此我们预计风电装机增速较往年略有下降。
- ❖ **降低评级至持有。**我们修正了有关燃煤燃料成本的预测，且更新了装机扩张规模及时间规划，因此我们对2017/2018/2019年度的盈利预测相应下调14.4%/15.2%/18.2%，至17.12/20.91/23.24亿人民币。我们在各分部DCF估值模型中纳入了来自燃料成本及装机的影响，计算得出最新目标价每股1.76港元，对应2017/2018年前瞻市盈率7.5/6.1倍。根据我们的目标价，我们将华电福新降为持有评级。

#### 财务资料

(截至12月31日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额(百万人民币)	15,347	15,917	16,585	18,079	19,628
净利润(百万人民币)	1,821	1,908	1,712	2,091	2,353
EPS(人民币)	0.22	0.00	0.00	0.00	0.00
EPS变动(%)	-7.5	-99	-10.3	22.1	12.5
市盈率(x)	7.03	670.6	747.5	612.0	543.99
市帐率(x)	0.78	0.71	0.66	0.61	0.56
股息率(%)	2.6	3.4	3.0	3.7	4.1
权益收益率(%)	11.1	10.6	8.9	9.9	10.3
净财务杠杆率(%)	317.1	318.7	322.2	313.4	310.9

数据来源：公司及招银国际

### 持有(下调)

目标价	HK\$1.76
(此前目标价)	HK\$2.14
潜在升幅	2.92%
当前股价	HK\$1.71

#### 萧小川

电话：(852) 3900 0849

邮件：[robinxiao@cmbi.com.hk](mailto:robinxiao@cmbi.com.hk)

#### 风电行业

市值(百万港元)	14,378
3个月平均流通(百万)	23.00
52周内高/低(港元)	2.30/1.61
总股本(百万)	8,408

数据来源：彭博

#### 股东结构

华能集团	62.8%
摩根大通	2.2%
流通股	35.0%

数据来源：彭博

#### 股价表现

	绝对回报	相对回报
1月	-4.5%	-11.9%
3月	-5.0%	-15.5%
6月	-6.0%	-20.9%

数据来源：彭博

#### 股价表现



数据来源：彭博

审计师：KPMG

公司网站：[www.hdfx.com.cn](http://www.hdfx.com.cn)

❖ **核电投资：喜忧参半。**福建省物价局于7月25日发布下调核电电价。福清核电2号/3号机组电价分别下调5.7%/13.6%，从每兆瓦时430人民币分别下降至405.5/371.7元人民币。我们预计电价下调将导致2017年华电福新核电投资的盈利下降3.3%，同时由于我们预计福清核电4号机组会采用与3号机组相同定价，我们估计2018年这一负面影响将扩大至8.2%。根据福建省物价文件，电价调整自上述机组商运之日开始执行，意味电价调整可能自机组商运起回溯，这将可能会导致因电价回溯所带来的潜在的一次性损失。基于我们对业务的理解，我们预计利润回溯的可能性较小。此外，国家发改委及国家能源局的联合公告显示核电机组的最低基础载荷为5,400小时，若利用小时超过此基荷，公司必须参与电力市场销售，这意味着实际收到电价可能会更低。

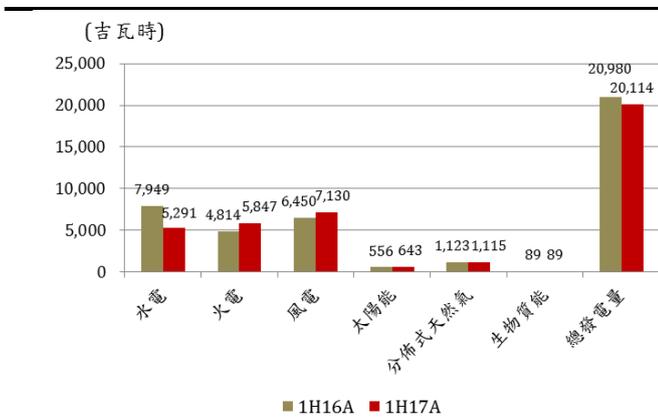
除了坏消息，近期也有好消息。福清核电4号机组于7月29日并网试运行，这会给核电业务带来憧憬。参考福清核电1-3号机组过往历史调试时间，我们预计4号机组将于9月30日以前正式投入商业运营，2017年利用小时数预计为2,208小时。考虑到福清核电4号机组带来的贡献及福建省核电电价的影响，我们重新修订了我们对华电福新核电投资应占利润的预测。鉴于我们认为电价下调对业务有决定性影响，因此我们对2017/2018/2019年核电投资应占利润的预测分别下调11.1%/22.6%/22.3%，至7.34/8.47/9.05亿人民币。

图 1：华电福新 2017 上半年发电量摘要

(吉瓦時)	1H16A	FY16A	1H16/ FY16	1H17A	FY17E	1H17/ FY17E
水電	7,949	14,090	56.4%	5,291	10,040	52.7%
火電	4,814	11,718	41.1%	5,847	14,040	41.6%
風電	6,450	12,159	53.0%	7,130	13,816	51.6%
太陽能	556	1,059	52.5%	643	1,165	55.2%
分佈式天然氣	1,123	2,107	53.3%	1,115	2,232	50.0%
生物質能	89	165	53.8%	89	164	53.9%
<b>總發電量</b>	<b>20,980</b>	<b>41,298</b>	<b>50.8%</b>	<b>20,114</b>	<b>41,457</b>	<b>48.5%</b>

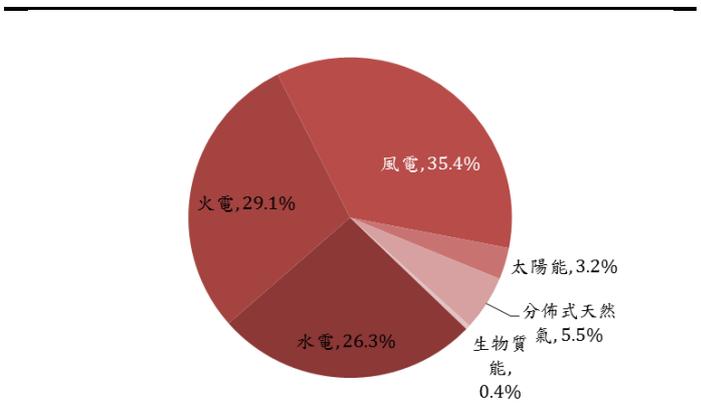
数据来源：公司及招银国际预测

图 2：2017 上半年及 2016 上半年发电量对比



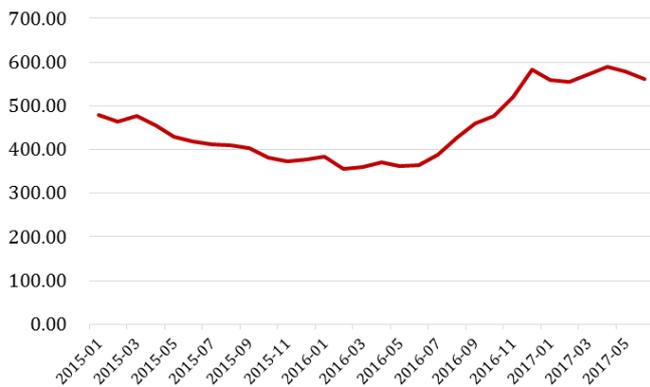
数据来源：公司及招银国际

图 3：风电占总发电量的 35.4%



数据来源：公司及招银国际

图 4: 福建省电煤价格指数



数据来源: 发改委及招银国际

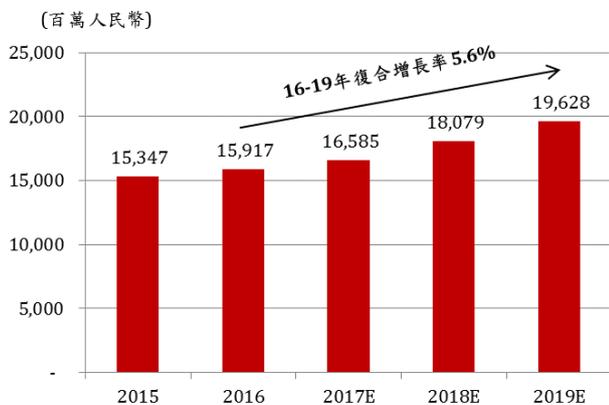
图 5: 福清核电机组调试时间统计

福清	并网日期	商业运营日期	间隔时间
1#	2014/8/22	2014/11/22	92
2#	2015/8/7	2015/10/16	70
3#	2016/9/7	2016/11/4	58
4#	2017/7/29	2017/9/30	63

数据来源: 公司及招银国际

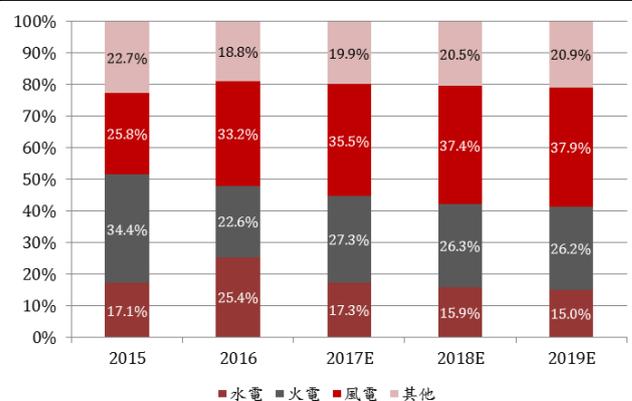
\* 福清核电 4 号机组商业运营时间为招银国际预测

图 6: 营业收入 2016-19 年复合增长率达 5.6%



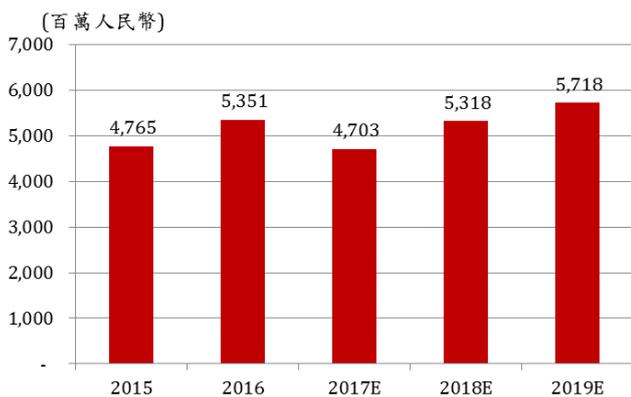
数据来源: 公司及招银国际预测

图 7: 华电福新收入组合



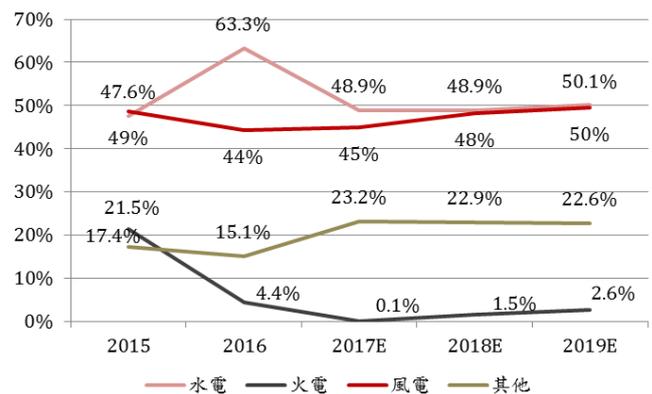
数据来源: 公司及招银国际预测

图 8: 华电福新营业利润



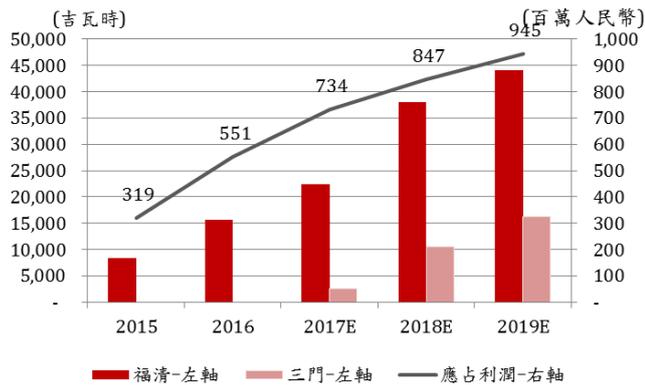
数据来源: 公司及招银国际预测

图 9: 各分部营业利润率



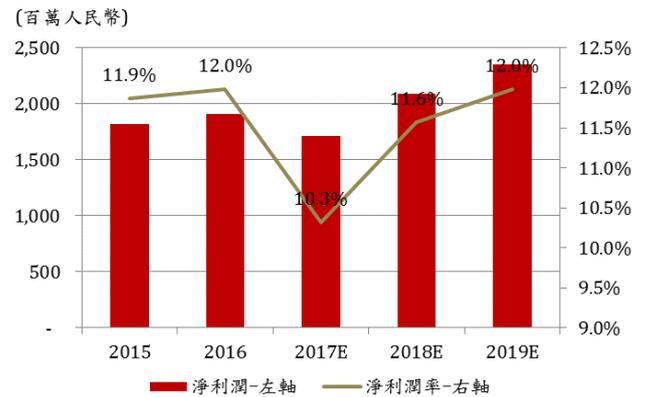
数据来源: 公司及招银国际预测

图 10: 核电投资应占利润



数据来源：公司及招银国际预测

图 11: 净利润及净利润率



数据来源：公司及招银国际预测

图 12: 盈利预测修订

	此前预测			更新预测			變化 (%)		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019
收入 (百萬元人民幣)	16,496	18,238	20,614	16,585	18,079	19,628	0.5%	-0.9%	-4.8%
核電應占利潤 (百萬元人民幣)	826	1,095	1,165	734	847	945	-11.1%	-22.6%	-18.9%
淨利潤 (百萬元人民幣)	2,000	2,467	2,841	1,712	2,091	2,353	-14.4%	-15.2%	-17.2%
每股收益 (人民幣)	0.24	0.29	0.34	0.20	0.25	0.28	-14.4%	-15.2%	-17.2%

数据来源：招银国际预测

图 13: 各分部 DCF 估值

分部每股價值 (港元)		資本資產定價假設	
水電	1.14	匯率 (港幣/人民幣)	0.87
火電	0.90	無風險收益率	1.5%
風電	6.98	調整后beta	1.5
其他業務	0.60	市場風險溢價	14.6%
企業價值	9.62	股本成本	23.4%
減：淨債務	(8.17)	債務成本	4.7%
永久性中期票據	(0.24)	稅率	25.0%
加：核電投資	0.54		
<b>每股價值 (港元)</b>	<b>1.76</b>		
每股收益 - 2017 (港元)	0.23		
每股收益 - 2018 (港元)	0.29		
對應2017年前瞻市盈率	7.50		
對應2018年前瞻市盈率	6.14		

分部	加權平均資本成本	資產負債率	加權平均資本成本	終值增速
水電	16.4%	35%	16.4%	2%
火電	8.5%	75%	8.5%	2%
風電	8.5%	75%	8.5%	4%
其他業務	8.5%	75%	8.5%	4%
核電	23.4%	0%	23.4%	2%

数据来源：招银国际预测

图 14: 各分部 DCF 估值

水電 (百萬人民幣)	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
EBIT	1,404	1,647	1,647	1,726	1,744	1,761	1,779	1,797	1,815	1,833	1,851	1,870	1,888
折舊	503	529	529	555	560	566	572	577	583	589	595	601	607
稅率	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
資本性支出	(800)	(800)	(400)	(400)	(400)	(400)	(400)	(400)	(400)	(400)	(400)	(400)	(400)
流動資本增長	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
自由現金流	757	965	1,365	1,450	1,468	1,487	1,506	1,525	1,544	1,564	1,583	1,603	1,623
<b>終值</b>													<b>11,462</b>
<b>終值 EV/EBITDA</b>													<b>4.59</b>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
貼現因子	0.86	0.74	0.63	0.54	0.47	0.40	0.34	0.30	0.25	0.22	0.19	0.16	0.14
貼現自由現金流	650	711	864	789	686	597	519	451	392	341	297	258	1,808
總貼現自由現金流	8,363												
<b>每股價值</b>	<b>0.99</b>												
<b>每股價值 - 港元</b>	<b>1.14</b>												

火電 (百萬人民幣)	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
EBIT	70	134	160	817	878	878	878	878	878	878	878	878	878
折舊	662	687	885	1,221	1,315	1,315	1,315	1,315	1,315	1,315	1,315	1,315	1,315
稅率	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
資本性支出	(1,600)	(1,600)	(5,000)	(830)	(830)	(830)	(830)	(830)	(830)	(830)	(830)	(830)	(830)
流動資本增長	(300)	(300)	(300)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
自由現金流	-1,185	-1,113	-4,294	1,003	1,143	1,143	1,143	1,143	1,143	1,143	1,143	1,143	1,143
<b>終值</b>													<b>17,955</b>
<b>終值 EV/EBITDA</b>													<b>8.19</b>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
貼現因子	0.92	0.85	0.78	0.72	0.67	0.61	0.57	0.52	0.48	0.44	0.41	0.38	0.35
貼現自由現金流	(1,092)	(945)	(3,363)	724	760	701	646	595	549	506	466	430	6,618
總貼現自由現金流	6,595												
<b>每股價值</b>	<b>0.78</b>												
<b>每股價值 - 港元</b>	<b>0.90</b>												

風電 (百萬人民幣)	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
EBIT	3,258	3,684	4,225	4,867	5,267	5,651	6,066	6,513	6,995	7,515	8,076	8,682	9,336
折舊	2,814	3,021	3,227	3,624	3,949	4,265	4,606	4,975	5,373	5,803	6,267	6,768	7,310
稅率	10%	12%	13%	15%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%
每瓦資本性支出	7.3	7.3	7.3	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0
資本性支出	(3,800)	(3,800)	(3,800)	(6,219)	(5,972)	(6,450)	(6,966)	(7,523)	(8,125)	(8,775)	(9,477)	(10,235)	(11,053)
流動資本增長	(130)	(102)	(120)	(91)	(109)	(105)	(113)	(122)	(131)	(142)	(153)	(165)	(178)
自由現金流	1,801	2,356	2,979	1,474	2,308	2,453	2,605	2,774	2,961	3,165	3,385	3,622	3,878
<b>終值</b>													<b>89,753</b>
<b>終值 EV/EBITDA</b>													<b>5.39</b>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
貼現因子	1.08	1.18	1.28	1.39	1.50	1.63	1.77	1.92	2.08	2.26	2.45	2.66	2.89
貼現自由現金流	1,660	2,002	2,333	1,064	1,536	1,504	1,472	1,445	1,422	1,401	1,381	1,362	32,446
總貼現自由現金流	51,026												
<b>每股價值</b>	<b>6.07</b>												
<b>每股價值 - 港元</b>	<b>6.98</b>												

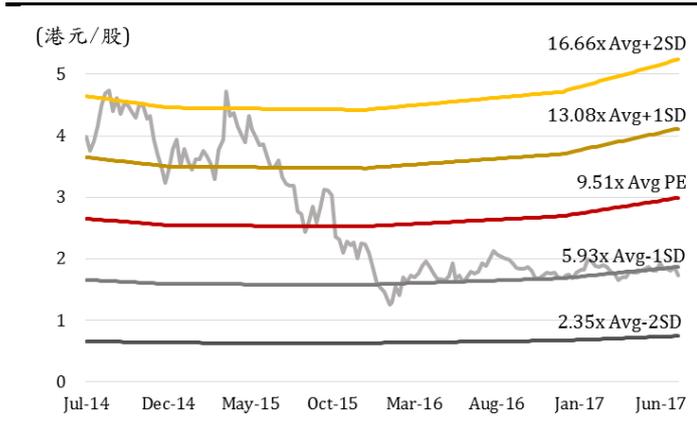
其他業務 (百萬人民幣)	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
EBIT	839	919	996	1,141	1,221	1,307	1,398	1,509	1,629	1,758	1,898	2,048	2,211
折舊	582	654	729	821	894	973	1,060	1,143	1,231	1,327	1,431	1,543	1,663
稅率	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
資本性支出	(1,810)	(1,810)	(1,810)	(1,421)	(1,530)	(1,647)	(1,774)	(1,911)	(2,059)	(2,219)	(2,392)	(2,579)	(2,780)
流動資本增長	(121)	(120)	(120)	(129)	(103)	(111)	(120)	(129)	(140)	(151)	(163)	(176)	(190)
自由現金流	(635)	(495)	(355)	240	299	326	355	385	417	451	489	529	573
<b>終值</b>													<b>10,734</b>
<b>終值 EV/EBITDA</b>													<b>2.77</b>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
貼現因子	0.92	0.85	0.78	0.72	0.67	0.61	0.57	0.52	0.48	0.44	0.41	0.38	0.35
貼現自由現金流	(586)	(421)	(278)	173	199	200	201	200	200	200	199	199	3,918
總貼現自由現金流	4,405												
<b>每股價值</b>	<b>0.52</b>												
<b>每股價值 - 港元</b>	<b>0.60</b>												

核電投資 (百萬人民幣)	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
應占利潤	847	945	1,037	1,255	1,463	1,463	1,463	1,463	1,463	1,463	1,463	1,463	1,463
資本輸入	(600)	(600)	(600)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>終值</b>													<b>6,973</b>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
貼現因子	0.81	0.66	0.53	0.43	0.35	0.28	0.23	0.19	0.15	0.12	0.10	0.08	0.06
貼現自由現金流	200	226	232	541	511	414	336	272	220	179	145	117	548
總貼現自由現金流	3,943												
<b>每股價值</b>	<b>0.47</b>												
<b>每股價值 - 港元</b>	<b>0.54</b>												

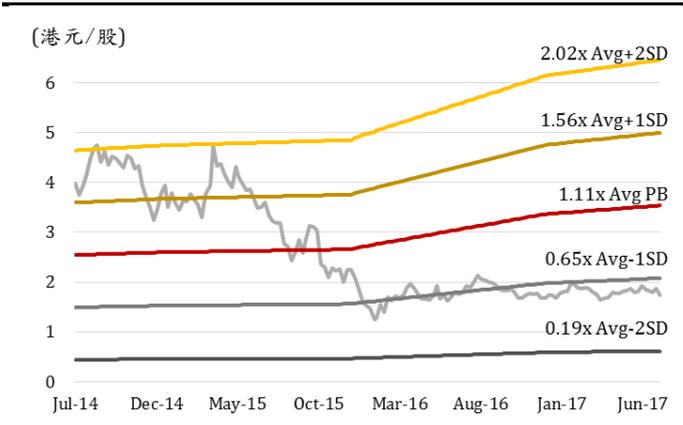
数据来源: 招銀國際預測

图 15: 华电福新前瞻市盈率通道



数据来源：彭博及招银国际

图 16: 华电福新前瞻市净率通道



数据来源：彭博及招银国际

## 财务摘要

### 利润表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
<b>銷售收入</b>	<b>15,393</b>	<b>15,917</b>	<b>16,585</b>	<b>18,079</b>	<b>19,628</b>
水電	2,627	4,037	2,873	2,873	2,941
火電	5,272	3,589	4,524	4,746	5,142
風電	4,012	5,291	5,889	6,759	7,442
其它業務	3,481	3,000	3,299	3,701	4,103
銷售成本	(8,522)	(8,009)	(9,455)	(10,135)	(10,966)
<b>毛利</b>	<b>6,870</b>	<b>7,908</b>	<b>7,130</b>	<b>7,943</b>	<b>8,663</b>
其它淨收入	155	180	145	145	106
行政費用	(456)	(512)	(502)	(547)	(592)
人員成本	(1,194)	(1,329)	(1,444)	(1,546)	(1,728)
其它費用	(589)	(896)	(626)	(678)	(731)
<b>息稅前收益</b>	<b>4,786</b>	<b>5,351</b>	<b>4,703</b>	<b>5,318</b>	<b>5,718</b>
融資成本淨額	(2,589)	(2,825)	(2,964)	(3,164)	(3,353)
合資及聯營企業	428	630	820	939	1,097
特殊項目	-	-	-	-	-
<b>稅前利潤</b>	<b>2,625</b>	<b>3,156</b>	<b>2,559</b>	<b>3,093</b>	<b>3,462</b>
所得稅	(406)	(534)	(435)	(557)	(658)
非控制股東權益	(316)	(600)	(297)	(330)	(336)
永續中期票據持有人	(81)	(115)	(115)	(115)	(115)
<b>淨利潤</b>	<b>1,822</b>	<b>1,908</b>	<b>1,712</b>	<b>2,091</b>	<b>2,353</b>

数据来源:公司及招銀國際預測

### 资产负债表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
<b>非流動資產</b>	<b>90,041</b>	<b>93,048</b>	<b>98,659</b>	<b>103,763</b>	<b>110,804</b>
固定資產	76,255	78,612	82,312	85,735	88,855
預付租金	1,237	1,482	1,605	1,725	1,842
合資及聯營公司投資	6,742	7,506	8,936	10,363	14,042
其它非流動資產	5,806	5,448	5,806	5,940	6,065
<b>流動資產</b>	<b>8,250</b>	<b>9,795</b>	<b>9,467</b>	<b>10,815</b>	<b>10,018</b>
現金及現金等價物	2,453	2,954	3,322	4,254	2,982
應收賬款	3,606	5,052	3,941	4,296	4,664
預付款	1,767	1,501	1,793	1,842	1,886
其它流動資產	424	288	411	424	486
<b>流動負債</b>	<b>27,860</b>	<b>26,036</b>	<b>25,485</b>	<b>26,598</b>	<b>27,627</b>
應付賬款	2,528	1,569	1,990	2,169	2,355
其它應付	12,149	9,913	8,127	8,127	8,127
借貸	12,903	14,239	15,030	15,966	16,803
其它流動負債	280	316	337	336	341
<b>非流動負債</b>	<b>49,281</b>	<b>53,878</b>	<b>58,342</b>	<b>61,886</b>	<b>65,128</b>
借貸	47,572	52,283	56,543	60,063	63,211
融資租賃	454	252	389	344	362
其它非流動負債	1,254	1,343	1,411	1,479	1,555
<b>少數股東權益</b>	<b>2,673</b>	<b>2,895</b>	<b>2,982</b>	<b>3,071</b>	<b>3,163</b>
<b>永續中期票據</b>	<b>1,994</b>	<b>1,994</b>	<b>1,994</b>	<b>1,994</b>	<b>1,994</b>
<b>淨資產總額</b>	<b>16,483</b>	<b>18,040</b>	<b>19,323</b>	<b>21,029</b>	<b>22,911</b>
<b>股東權益</b>	<b>16,483</b>	<b>18,040</b>	<b>19,323</b>	<b>21,029</b>	<b>22,911</b>

数据来源:公司及招銀國際預測

**現金流量表**

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
<b>淨利潤</b>	<b>1,822</b>	<b>1,908</b>	<b>1,999</b>	<b>2,467</b>	<b>2,841</b>
折舊和攤銷	3,239	4,008	4,364	4,646	4,951
運營資金變動	518	(4,227)	(685)	(237)	(288)
其它	2,955	7,646	(289)	(52)	(35)
<b>經營活動所得現金流</b>	<b>8,535</b>	<b>9,334</b>	<b>5,390</b>	<b>6,824</b>	<b>7,468</b>
資本開支	(13,441)	(6,375)	(8,075)	(8,079)	(8,083)
聯營公司	(2,309)	(763)	(1,430)	(1,427)	(3,679)
其它	(697)	(3,115)	-	-	-
<b>投資活動所得現金淨額</b>	<b>(16,446)</b>	<b>(10,253)</b>	<b>(9,506)</b>	<b>(9,506)</b>	<b>(11,762)</b>
股份發行	1,981	(13)	(288)	(376)	(489)
淨借貸	8,413	5,816	5,207	4,406	4,005
股息	(339)	(339)	(429)	(385)	(471)
其它	(3,404)	(3,679)	(246)	(36)	(30)
<b>融資活動所得現金淨額</b>	<b>6,651</b>	<b>1,786</b>	<b>4,244</b>	<b>3,608</b>	<b>3,016</b>
<b>現金增加淨額</b>	<b>(1,261)</b>	<b>867</b>	<b>128</b>	<b>927</b>	<b>(1,277)</b>
年初現金及現金等價物	3,295	2,031	2,890	3,018	3,945
匯兌	(3)	(8)	-	-	-
<b>年末現金及現金等價物</b>	<b>2,031</b>	<b>2,890</b>	<b>3,018</b>	<b>3,945</b>	<b>2,668</b>
受限制現金	422	64	304	309	314
<b>資產負債表現金</b>	<b>2,453</b>	<b>2,954</b>	<b>3,322</b>	<b>4,254</b>	<b>2,982</b>

数据来源:公司及招銀國際預測

**主要指标**

年結:12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
<b>銷售組合 (%)</b>					
水電	17.1	25.4	17.3	15.9	15.0
火電	34.3	22.6	27.3	26.3	26.2
風電	26.1	33.2	35.5	37.4	37.9
其它業務	22.6	18.8	19.9	20.5	20.9
<b>合計</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>
<b>盈利能力比率</b>					
毛利率	45.6	50.8	43.9	44.7	44.7
稅前利率	17.1	19.8	15.4	17.1	17.6
淨利潤率	11.8	12.0	10.3	11.6	12.0
有效稅率	15.5	16.9	17.0	18.0	19.0
<b>資產負債比率</b>					
流動比率 (x)	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
速動比率 (x)	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3
現金比率 (x)	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1
平均存貨周轉天數	9.4	5.7	8.6	8.1	8.6
平均應收款周轉天數	85.5	115.9	86.7	86.7	86.7
平均應付周轉天數	110.3	73.2	78.0	79.3	79.2
債務 / 股本比率 (%)	2.9	2.9	3.0	2.9	2.9
淨負債 / 股東權益比率 (%)	316.8	318.7	322.2	313.4	310.9
<b>回報率 (%)</b>					
資本回報率	11.1	10.6	8.9	9.9	10.3
資產回報率	1.9	1.9	1.6	1.8	1.9
<b>每股數據(人民幣)</b>					
每股盈利 (人民幣)	0.22	0.23	0.20	0.25	0.28
每股股息 (人民幣)	0.04	0.05	0.05	0.06	0.06
每股賬面價值 (人民幣)	1.96	2.15	2.30	2.50	2.72

数据来源:公司及招銀國際預測

## 免责声明及披露

### 分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

### 招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

### 招银国际证券有限公司

地址：香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话：(852) 3900 0888 传真：(852) 3900 0800

招银国际证券有限公司（“招银证券”）为招银国际金融有限公司之全资附属公司（招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司）

### 重要披露

本报告期内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视作证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5)条之人士及(II)属金融服务令第 49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。