2011 年 8 月 29 日

A 持有

601991.SS –人民币 5.01

目标价格: 人民币 5.30 (⬇6.50)

H 买入 (⬆持有)

0991.HK –港币 2.07

目标价格: 港币 2.54 (⬇2.85)

姚圣,CFA

(852) 2905 2105

peter.yao@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300210090002

我们的观点有何不同?

- 我们的 2011-13 年每股收益预测分别与市场预期相差-1.4%、1.7%和 18.5%;
- 公司的非火电业务将从 2013 起开始带来盈利贡献，但不排除出现意外的可能性。

本报告要点

- 利润率走势;
- 财务数据假设调整。

主要催化剂/事件

- 煤炭产量提升(来自胜利 2 号矿、蔚州矿业、孔兑沟煤矿和锡盟矿业)
- 最近对孔兑沟煤矿周边铁路的投资。

股价相对指数表现 (A 股)

资料来源：彭博及中银国际研究

股价表现 (A 股)

(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(17.7)	(8.6)	(20.6)	(28.0)
相对新华富时 A50 指数	(11.5)	(6.1)	(16.3)	(23.8)

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据 (A 股)

发行股数 (百万)	11,780
流通股 (%)	22.8
流通股市值 (人民币 百万)	55,561
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	46
净负债比率 (%)	366.6
主要股东(%)	
大唐集团	44

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

大唐发电

因估值而上调评级

大唐发电公告 2011 年上半年净利润同比增长 2.2%至 9.32 亿人民币。国际会计准则下每股收益人民币 7.47 分，中国会计准则下每股收益人民币 6.85 分。得益于电价调整及火电机组利用小时数提高 (仍落后于去年大部分时间)，2 季度毛利率由 1 季度的 15%上升至了 18%。我们看到，内部煤炭销售大幅增加，这将有助于公司控制燃料成本，同时也是煤化工项目的重要进展。我们认为，如果执行情况良好，这一正面趋势将拉动 2012 和 2013 年净利润分别增长 28%和 33%。另一方面，我们对公司的较高水平的债务融资仍感到担忧，这使得上半年利息费用达到息税前利润的 74%。A 股定向增发 67 亿人民币有助于降低负债率。我们将 H 股评级上调至买入。

利润率环比提升，但仍处于低位

- 2 季度毛利率和经营利润率分别上升至 18%和 6%，高于 1 季度，但仍低于 2010 年 2-4 季度时的水平;
- 总利用小时数达 2,557 小时(同比上升 253 小时);
- 尽管煤炭销售收入同比上升幅度不大，但煤炭业务的利润贡献增长了两倍以上，从而抵消了单位燃料成本上涨 27 元/兆瓦时的负面影响。

煤化工项目进展: 无意外消息

- 多伦煤化工项目方面，甲醇制丙烯(MTP)等关键技术攻关已取得重大突破，将于 2011 年年底开始生产终端产品;
- 克旗和阜新煤制天然气项目分别计划于 2012 年和 2013 年投产。

担忧和评级未变

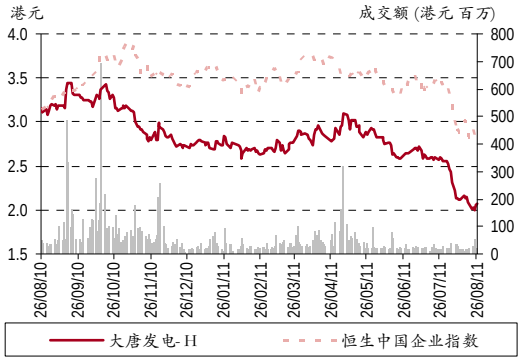
- 财务费用占到上半年息税前利润的 74%(2010 年上半年: 66%，2010 年全年: 58%);
- 尽管上半年进行了 67 亿人民币的 A 股定向增发，但公司的净负债率仍高达近 300%;
- 我们将 H 股评级上调至***买入***，但将目标价格下调至 2.54 港币。当前股价仅相当于 9 倍 11 年市盈率，而 2011-13 年每股收益的年均复合增长率为 27%。A 股看上去仍然较为昂贵，我们对 A 股维持***持有***评级。

图表 1.投资摘要 (A 股)

年结日：12 月 31 日	12-09	12-10	12-11E	12-12E	12-13E
销售收入 (人民币 百万)	47,943	60,672	75,483	84,681	95,985
变动 (%)	*29.9*	*26.6*	*24.4*	*12.2*	*13.3*
净利润 (人民币 百万)	1,507	2,462	2,400	3,073	4,064
每股收益(人民币)	0.128	0.209	0.204	0.261	0.345
市盈率(倍)	39.12	23.97	24.59	19.21	14.52
每股收益增长率(%)	74.9	63.2	(2.5)	28.0	32.3
先前预测每股收益(人民币)	0.128	0.209	0.212	0.273	0.373
经常性每股现金流量(人民币)	0.82	1.64	1.08	1.71	2.00
价格/每股现金流量 (倍)	6.13	3.06	4.62	2.93	2.50
企业价值/息税折旧前利润(倍)	13.43	12.31	12.03	11.04	9.94
每股股息 (人民币)	0.073	0.073	0.068	0.087	0.115
股息率 (%)	1.46	1.46	1.35	1.73	2.29
净资产收益率(%)	5.79	8.71	6.91	7.70	9.56

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

股价相对指数表现 (H 股)



资料来源：彭博及中银国际研究

股价表现 (H 股)

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	(24.2)	(20.4)	(27.6)	(34.3)
相对恒生中国企业指数 (%)	(5.3)	(2.1)	(8.4)	(24.3)

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据 (H 股)

发行股数 (百万)	12,893
流通股 (%)	100.0
流通股市值 (港币 百万)	67,997
3 个月日均交易额 (港币 百万)	23
净负债比率 (%)	364.9

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

投资摘要 (H 股)

年结日：12 月 31 日	12-09	12-10	12-11E	12-12E	12-13E
销售收入 (人民币 百万)	47,943	60,672	75,483	84,681	95,985
变动 (%)	*29.9*	*26.6*	*24.4*	*12.2*	*13.3*
净利润 (人民币 百万)	1,537	2,570	2,377	3,046	4,038
每股收益(人民币)	0.131	0.213	0.189	0.233	0.303
市盈率(倍)	12.98	7.95	8.99	7.29	5.59
每股收益增长率(%)	*104*	*63*	*(12)*	*23*	*30*
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.192	0.239	0.329
经常性每股现金流量(人民币)	0.82	1.52	1.01	1.52	1.76
价格/每股现金流量 (倍)	2.08	1.12	1.68	1.12	0.96
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.73	10.49	10.19	9.54	8.70
每股股息 (人民币)	0.073	0.070	0.062	0.077	0.102
股息率 (%)	4.31	4.13	3.65	4.53	6.00
净资产收益率(%)	5.87	9.02	6.80	7.59	9.45

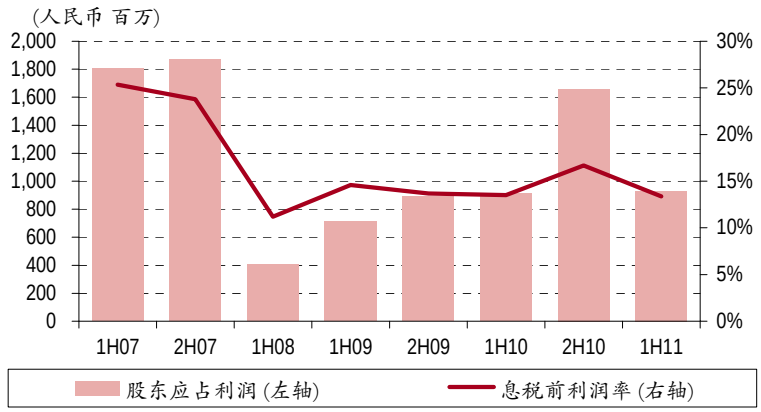
资料来源：公司数据及中银国际研究预测

图表 1. 中期业绩摘要 (国际会计准则下)

(人民币，百万)	2010 年上半年	2010 年下半年	2010	2011 年上半年	环比变动%	同比变动 %
营业收入	28,946	31,726	60,672	33,322	5.0	15.1
燃料成本	(14,027)	(20,810)	(34,837)	(20,078)	(3.5)	43.1
其他经营费用	(7,433)	(1,816)	(9,249)	(4,627)	154.7	(37.8)
息税折旧前利润	7,486	9,100	16,586	8,617	(5.3)	15.1
折旧	(3,572)	(3,810)	(7,382)	(4,157)	9.1	16.4
息税前利润	3,913	5,291	9,204	4,460	(15.7)	14.0
净利息费用	(2,539)	(2,796)	(5,335)	(3,258)	16.5	28.3
应占联营公司利润	360	472	832	402	(14.9)	11.8
处置收益	8	(8)	0	19	(326.5)	126.5
税前利润	1,742	2,959	4,700	1,623	(45.1)	(6.8)
税金	(313)	(559)	(872)	(307)	(45.1)	(1.9)
少数股东权益	(517)	(742)	(1,259)	(384)	(48.3)	(25.7)
股东应占利润	912	1,658	2,570	932	(43.8)	2.2
每股收益(人民币)	0.08	0	0.21	0.07	(43.8)	(1.3)
息税折旧前利润率(%)	25.9	28.7	27.3	25.9		
息税前利润率(%)	13.5	16.7	15.2	13.4		
净利率(%)	3.2	5.2	4.2	2.8		

资料来源：公司数据、中银国际研究

图表 2. 利润和利润率走势 (国际会计准则下)



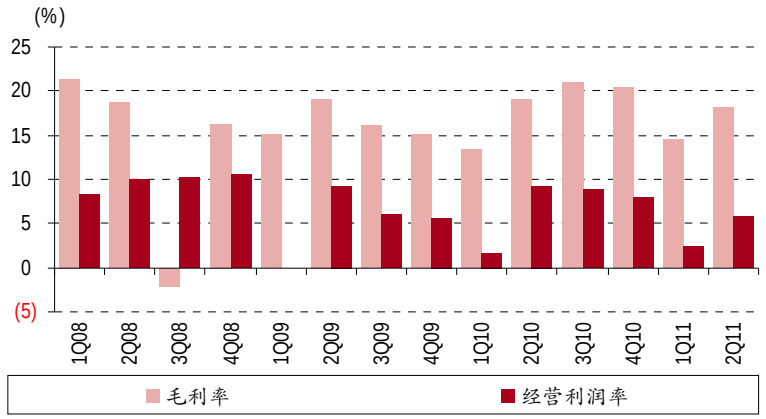
资料来源：公司数据、中银国际研究

图表 3. 中期业绩摘要(中国会计准则下)

(人民币，百万)	2010	2011 年 1 季度	2011 年 2 季度	2011 年 上半年	环比 变动%
营业收入	60,672	15,642	17,680	33,322	13.0
营业成本	(49,428)	(13,352)	(14,454)	(27,806)	8.3
毛利润	11,244	2,290	3,225	5,515	40.8
毛利率(%)	18.5	14.6	18.2	16.6	
销售、一般和管理费用	(2,434)	(516)	(692)	(1,208)	34.0
财务费用	(5,335)	(1,532)	(1,726)	(3,258)	12.7
投资收益及联营公司利润贡献	728	123	238	361	93.0
经营利润/(亏损)	4,204	366	1,046	1,411	185.8
经营利润率 (%)	6.9	2.3	5.9	4.2	
营业外收入	466	42	96	138	
营业外支出	(46)	(2)	(17)	(19)	
税前利润(亏损)	4,624	406	1,125	1,531	177.3
税金	(884)	(135)	(145)	(280)	
少数股东权益	(1,266)	(184)	(213)	(397)	
净利润/(亏损)	2,474	87	767	854	779.5
净利率 (%)	4.1	0.6	4.3	2.6	
每股收益(人民币)	0.203	0.007	0.061	0.069	764.8

资料来源：公司数据、中银国际研究

图表 4. 季度利润率走势(中国会计准则下)



资料来源：公司数据、中银国际研究

图表 5. 主要财务数据假设调整

(人民币，百万)	2011E	2012E	2013E
收入(新预测)	75,483	84,681	95,985
收入(原预测)	76,010	86,858	98,161
调整幅度 (%)	*(0.7)*	*(2.5)*	*(2.2)*
经营成本 (新预测)	(65,187)	(71,884)	(79,834)
经营成本(原预测)	(65,526)	(73,793)	(81,726)
调整幅度 (%)	*(0.5)*	*(2.6)*	*(2.3)*
经营利润 (新预测)	10,296	12,798	16,151
经营利润(原预测)	10,483	13,064	16,436
调整幅度 (%)	*(1.8)*	*(2.0)*	*(1.7)*
经营利润率(新预测)	13.6	15.1	16.8
经营利润率 (原预测)	13.8	15.0	16.7
调整幅度	*(0.2)*	*0.1*	*0.1*
净利润(新预测)	2,377	3,046	4,038
净利润 (原预测)	2,474	3,188	4,374
调整幅度 (%)	*(3.9)*	*(4.4)*	*(7.7)*

资料来源：中银国际研究

图表 6. 滚动远期市净率

资料来源：中银国际研究

图表 7. 滚动远期市盈率

资料来源：中银国际研究

图表 8. 独立发电集团估值比较

代码	公司名称	总市值 (美元，百万)	股价 11 年 8 月 26 日		评级	目标价格	市盈率 (倍)		市净率 (倍)		股息率 (%)		净负债率 (%)		平均净资产收益率 (%)	
电力公司			中立				2011E	2012E	2011E	2012E	2011E	2012E	2011E	2012E	2011E	2012E
991 HK	大唐发电-H	8,720	港币	2.07	买入	2.54	8.99	7.29	0.56	0.55	3.66	4.54	474	435	6.6	7.6
902 HK	华能国际-H	9,132	港币	3.55	持有	3.51	14.21	11.54	0.76	0.74	3.44	4.47	256	274	5.3	6.5
836 HK	华润电力	7,852	港币	12.92	买入	15.70	11.38	9.96	1.28	1.14	2.86	3.25	126	134	12.2	12.4
1071 HK	华电国际-H	2,784	港币	1.23	未有评级	N/A	n.a.	20.15	0.41	0.40	0.89	2.18	406		0.4	1.9
2380 HK	中电国际	1,101	港币	1.68	买入	2.02	9.67	8.29	0.55	0.52	4.36	4.36	264	261	6.5	7.2
600900 CH	长江电力-A	16,662	人民币	6.45	买入	16.64	12.33	11.46	1.44	1.32	4.31	4.47	129		11.8	12.2
601991 CH	大唐发电-A	8,720	人民币	5.01	持有	5.30	23.63	18.36	1.65	1.62	1.24	1.54	474	435	6.6	7.6
600011 CH	华能国际-A	9,132	人民币	4.57	持有	4.38	21.66	17.24	1.21	1.15	2.19	2.84	281	303	5.6	6.8

资料来源：中银国际研究

损益表—A 股 (人民币 百万)

	12-09	12-10	12-11E	12-12E	12-13E
销售收入	47,943	60,672	75,483	84,681	95,985
销售成本	(27,008)	(34,837)	(43,304)	(46,961)	(48,602)
经营费用	(14,218)	(16,596)	(21,844)	(24,882)	(31,191)
经营息税折旧前利润	14,352	16,734	19,000	22,567	26,936
折旧及摊销	(7,635)	(7,495)	(8,664)	(9,729)	(10,744)
经营息税前利润	6,717	9,239	10,336	12,838	16,192
净利息收入	(4,009)	(5,335)	(6,522)	(7,741)	(8,594)
汇兑收益	-	-	-	-	-
其他经常性收入	-	-	-	-	-
应占联营公司利润	384	679	811	864	952
非经常收入	-	-	-	-	-
税前利润	3,091	4,583	4,624	5,961	8,550
所得税	(605)	(862)	(820)	(1,120)	(2,124)
少数股东权益	(980)	(1,259)	(1,404)	(1,769)	(2,363)
优先股股息	-	-	-	-	-
净利润	1,507	2,462	2,400	3,073	4,064
经常性净利润	1,507	2,462	2,400	3,073	4,064

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

每股价值—A 股(人民币)

	12-09	12-10	12-11E	12-12E	12-13E
每股收益	0.13	0.21	0.20	0.26	0.34
每股股息	0.07	0.07	0.07	0.09	0.11
每股帐面价值	2.2	2.6	3.3	3.5	3.7
每股有形资产	1.9	2.2	2.8	2.9	3.1
每股净负债/(现金)	(11.1)	(12.4)	(14.4)	(16.2)	(17.8)

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

资产负债表—A 股(人民币 百万)

	12-09	12-10	12-11E	12-12E	12-13E
现金及现金等价物	1,506	3,443	5,413	5,583	6,850
应收帐款	6,635	8,159	10,446	11,719	13,284
库存	1,841	4,012	3,359	3,644	3,746
其他流动资产	6,683	4,279	10,522	11,804	13,380
流动资产总计	16,665	19,892	29,741	32,750	37,260
固定资产净额	157,571	179,355	205,290	226,746	247,202
总投资	5,409	7,242	9,560	10,910	12,327
无形资产	3,294	4,244	5,369	6,492	7,615
其他资产	1,000	1,964	(1,051)	(1,306)	(1,554)
长期资产总计	167,274	192,805	219,168	242,843	265,590
总资产	183,939	212,697	248,909	275,593	302,850
应付帐款	14,040	18,930	22,105	24,799	28,109
短期债务	26,936	34,185	40,774	48,541	57,669
其他流动负债	418	1,168	1,285	1,413	1,555
流动负债总计	41,394	54,283	64,164	74,753	87,333
长期负债总计	105,445	115,534	134,272	148,031	159,393
其他负债	1,165	1,177	1,188	1,200	1,212
股东权益	25,914	30,632	38,802	41,027	44,011
少数股东权益	6,650	7,583	7,472	8,003	8,712
总负债及权益	183,939	212,697	248,909	275,593	302,850

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

增长率—A 股

	12-09	12-10	12-11E	12-12E	12-13E
收入增长(%)	29.9	26.6	24.4	12.2	13.3
经营息税折旧前利润增长(%)	55.8	16.6	13.5	18.8	19.4
经营息税前利润增长(%)	132.2	37.6	11.9	24.2	26.1
税前利润增长(%)	335.2	48.3	0.9	28.9	43.4
净利润增长(%)	76.1	63.4	(2.5)	28.0	32.3

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

现金流量表—A 股 (人民币 百万)

	12-09	12-10	12-11E	12-12E	12-13E
税前利润	3,091	4,583	4,624	5,961	8,550
折旧	7,502	6,757	8,501	9,547	10,543
商誉及其他摊销	133	738	163	182	201
净利息费用	4,009	5,335	6,522	7,741	8,594
运营资本变动	(4,001)	4,350	(4,587)	(18)	209
税金	(615)	(872)	(830)	(1,130)	(2,134)
其他经营现金流	(106)	(1,041)	(1,023)	(1,559)	(1,707)
经营活动产生的现金流	9,630	19,315	12,779	20,154	23,616
资本性支出	(29,649)	(29,664)	(35,549)	(32,118)	(32,114)
出售带来的现金流	200	200	200	200	201
收购附属公司	(1,344)	(2,568)	13	(874)	(913)
其他	-	-	-	-	-
投资活动产生的现金流	(30,792)	(32,033)	(35,336)	(32,792)	(32,826)
回购股份	-	-	-	-	-
发行债务	23,389	17,338	25,326	21,526	20,491
配股融资	-	3,248	6,671	-	-
收取利息	33	38	34	54	56
支付股息	(1,296)	(862)	(862)	(797)	(1,022)
支出利息	(4,111)	(5,373)	(6,556)	(7,795)	(8,650)
其他融资现金流	(528)	128	(467)	(420)	(378)
融资活动产生的现金流	17,487	14,518	24,147	12,568	10,497
产生的现金流总额	(3,675)	1,800	1,590	(70)	1,287
公司自由现金流	(21,129)	(12,679)	(22,523)	(12,584)	(9,154)
权益自由现金流	(1,851)	(714)	(3,753)	1,147	2,686

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

主要比率—A 股(%)

	12-09	12-10	12-11E	12-12E	12-13E
盈利能力 (%)					
息税折旧前利润率	29.9	27.6	25.2	26.6	28.1
息税前利润率	14.0	15.2	13.7	15.2	16.9
税前利润率	6.4	7.6	6.1	7.0	8.9
净利率	3.1	4.1	3.2	3.6	4.2
流动性 (倍)					
流动比率	0.4	0.4	0.5	0.4	0.4
利息覆盖率	1.7	1.7	1.6	1.6	1.9
净权益负债率(%)	401.9	382.8	366.6	389.5	398.7
速动比率	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4
估值 (倍)					
市盈率	38.4	23.5	24.1	18.8	14.2
核心业务市盈率	38.4	23.5	24.1	18.8	14.2
市净率	2.2	1.9	1.5	1.4	1.3
价格/现金流	6.0	3.0	4.5	2.9	2.4
企业价值/息税折旧前利润	13.3	12.2	12.0	11.0	9.9
周转率					
存货周转天数	24.9	42.0	28.3	28.4	28.1
应收账款周转天数	50.5	49.1	50.5	50.7	50.5
应付账款周转天数	189.7	198.3	186.3	193.3	211.1
回报率 (%)					
股息支付率	57.2	35.0	33.2	33.2	33.3
净资产收益率	5.8	8.7	6.9	7.7	9.6
资产收益率	0.9	1.2	1.0	1.2	1.4
已运用资产收益率	4.4	5.3	5.1	5.5	6.3

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

损益表—H股(人民币 百万)

	12-09	12-10	12-11E	12-12E	12-13E
销售收入	47,943	60,672	75,483	84,681	95,985
销售成本	(27,008)	(34,837)	(43,304)	(46,961)	(48,602)
经营费用	(14,290)	(16,631)	(21,884)	(24,923)	(31,232)
经营息税折旧前利润	14,147	15,961	18,797	22,344	26,694
折旧及摊销	(7,502)	(6,757)	(8,501)	(9,547)	(10,543)
经营息税前利润	6,645	9,204	10,296	12,798	16,151
净利息收入	(4,077)	(5,335)	(6,522)	(7,741)	(8,594)
汇兑收益	0	0	0	0	0
其他经常性收入	155	112	0	0	0
应占联营公司利润	409	719	837	888	977
非经常收入	0	0	0	0	0
税前利润	3,131	4,700	4,611	5,945	8,534
所得税	(615)	(872)	(830)	(1,130)	(2,134)
少数股东权益	(980)	(1,259)	(1,404)	(1,769)	(2,363)
优先股股息	0	0	0	0	0
净利润	1,537	2,570	2,377	3,046	4,038
经常性净利润	1,537	2,570	2,377	3,046	4,038

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

每股价值—H股(人民币)

	12-09	12-10	12-11E	12-12E	12-13E
每股收益	0.13	0.21	0.18	0.23	0.30
每股股息	0.07	0.07	0.06	0.08	0.10
每股帐面价值	2.2	2.5	3.0	3.1	3.3
每股有形资产	1.9	2.2	2.6	2.6	2.8
每股净负债/(现金)	(11.1)	(11.9)	(13.2)	(14.3)	(15.8)

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

资产负债表—H股(人民币 百万)

	12-09	12-10	12-11E	12-12E	12-13E
现金及现金等价物	1,506	3,443	5,413	5,583	6,850
应收帐款	6,635	8,159	10,446	11,719	13,284
库存	1,841	4,012	3,359	3,644	3,746
其他流动资产	6,683	4,279	10,522	11,804	13,380
流动资产总计	16,665	19,892	29,741	32,750	37,260
固定资产净额	157,440	179,234	203,118	224,322	244,530
总投资	5,409	7,242	9,560	10,910	12,327
无形资产	3,294	4,244	5,369	6,492	7,615
其他资产	1,340	2,304	1,340	1,340	1,341
长期资产总计	167,483	193,024	219,387	243,063	265,814
总资产	184,148	212,915	249,128	275,813	303,074
应付帐款	14,040	18,930	22,105	24,799	28,109
短期债务	26,936	34,185	40,774	48,541	57,669
其他流动负债	418	1,168	1,285	1,413	1,555
流动负债总计	41,394	54,283	64,164	74,753	87,333
长期负债总计	105,445	115,534	134,272	148,031	159,393
其他负债	1,165	1,177	1,188	1,200	1,212
股东权益	26,123	30,850	39,021	41,248	44,235
少数股东权益	6,650	7,583	7,472	8,003	8,712
总负债及权益	184,148	212,915	249,128	275,813	303,074

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

增长率—H股

	12-09	12-10	12-11E	12-12E	12-13E
收入增长(%)	29.9	26.6	24.4	12.2	13.3
经营息税折旧前利润增长(%)	56.7	12.8	17.8	18.9	19.5
经营息税前利润增长(%)	129.8	38.5	11.9	24.3	26.2
税前利润增长(%)	421.9	50.1	(1.9)	28.9	43.5
净利润增长(%)	105.4	67.2	(7.5)	28.2	32.5

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

现金流量表—H股(人民币 百万)

	12-09	12-10	12-11E	12-12E	12-13E
税前利润	3,131	4,700	4,611	5,945	8,534
折旧	7,502	6,757	8,501	9,547	10,543
商誉及其他摊销	-	-	-	-	-
净利息费用	4,077	5,335	6,522	7,741	8,594
运营资本变动	(4,001)	4,350	(4,587)	(18)	209
税金	(615)	(872)	(830)	(1,130)	(2,134)
其他经营现金流	(81)	(1,000)	(599)	(1,275)	(1,681)
经营活动产生的现金流	9,605	18,695	13,000	20,215	23,400
资本性支出	(29,649)	(29,664)	(35,549)	(32,118)	(32,114)
出售带来的现金流	200	200	200	200	201
收购附属公司	(1,344)	(2,568)	13	(874)	(913)
其他	-	-	-	-	-
投资活动产生的现金流	(30,792)	(32,033)	(35,336)	(32,792)	(32,826)
回购股份	-	-	-	-	-
发行债务	23,389	17,338	25,326	21,526	20,491
配股融资	-	3,248	6,671	-	-
收取利息	33	38	34	54	56
支付股息	(1,296)	(862)	(862)	(797)	(1,022)
支出利息	(4,111)	(5,373)	(6,556)	(7,795)	(8,650)
其他融资现金流	(528)	128	(467)	(420)	(378)
融资活动产生的现金流	17,487	14,518	24,147	12,568	10,497
产生的现金流总额	(3,700)	1,180	1,811	(9)	1,071
公司自由现金流	(21,154)	(13,300)	(22,301)	(12,523)	(9,370)
权益自由现金流	(1,876)	(1,335)	(3,531)	1,208	2,471

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

主要比率—H股(%)

	12-09	12-10	12-11E	12-12E	12-13E
盈利能力 (%)					
息税折旧前利润率	29.5	26.3	24.9	26.4	27.8
息税前利润率	13.9	15.2	13.6	15.1	16.8
税前利润率	6.5	7.7	6.1	7.0	8.9
净利率	3.2	4.2	3.1	3.6	4.2
流动性 (倍)					
流动比率	0.4	0.4	0.5	0.4	0.4
利息覆盖率	1.6	1.7	1.6	1.6	1.9
净权益负债率(%)	399.3	380.6	364.9	387.8	397.0
速动比率	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4
估值 (倍)					
市盈率	13.0	8.1	9.2	7.4	5.6
核心业务市盈率	13.0	8.1	9.2	7.4	5.6
市净率	0.8	0.7	0.6	0.5	0.5
价格/现金流	2.1	1.1	1.7	1.1	1.0
企业价值/息税折旧前利润	10.7	10.5	10.2	9.5	8.7
周转率					
存货周转天数	24.9	42.0	28.3	28.4	28.1
应收账款周转天数	50.5	49.1	50.5	50.7	50.5
应付账款周转天数	189.7	198.3	186.3	193.3	211.1
回报率 (%)					
股息支付率	56.1	33.5	33.5	33.5	33.5
净资产收益率	5.9	9.0	6.8	7.6	9.4
资产收益率	0.9	1.3	1.0	1.2	1.4
已运用资产收益率	4.4	5.2	5.0	5.5	6.3

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守準则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本報告及其所載的任何信息、材料或內容只提供給閣下作參考之用，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邀请, 亦并未考慮到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取决于投資者的自身情況及目標。投資者須在采取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团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，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团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。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

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。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，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咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表; 在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司 (BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之强制規定作出任何推薦須有合理基礎; (2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之强制規定披露其在本報告中提及的任何証券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 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) 2867 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) 2867 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
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司
英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 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