

2010年3月26日

华能国际

估值具有吸引力



刘志成, CFA*

(852) 2905 2130

lawrence.lau@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300209030301

从装机容量看, 华能国际是亚洲最大的独立发电企业。现在公司在投资和资产管理方面更以利润为主导, 因此企业治理有所改善。公司对煤炭价格控制较好, 其单位燃料成本和煤炭消耗率下降幅度都超过了我们的预期, 煤炭消耗率降低更是在所有独立发电企业中首屈一指, 这是报告期内业绩的亮点。2009年4季度煤炭价格仅环比上涨8.3%, 而秦皇岛现货煤炭价格上涨17.6%。资本性开支也低于我们的预期。公司在A、H股市场分别以7.13元人民币和4.97港币进行非公开发行后, 负债率在香港五大上市独立发电企业中最低。我们认为在煤炭价格保持稳定的情况下, 未来三年净资产收益率将稳定在9-10%。我们看好华能国际的H股, 因为在可比同业中其市净率和市盈率最低, 股息率最高。根据中新电力盈利调整后, 我们将H股净资产值从5.70港币下调至5.40港币, 将A股目标价格从8.00元下调至7.50元人民币。维持原有评级。

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(%)	(10)	(4)	(7)	(10)
相对新华富时	1	(3)	(0)	(39)
A50指数(%)				

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)	13,655
流通股(%)	25
流通股市值(人民币 百万)	24,531
3个月日均交易额(人民币 百万)	51
净负债比率(%)	227
主要股东(%)	
中国华能集团公司	50.9

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*姚圣为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司

支撑评级的要点

- 随着2010年末装机容量从2009年末的49吉瓦扩大到60吉瓦, 我们预计2010-11年发电量将分别增长22%和17%;
- 我们预计单位燃料成本仅上升7.3%, 因为80%已经签署了合同, 价格仅上涨8%, 且煤炭消耗量有所改善;
- 2010年资本性开支降低及配售有助于控制负债率。

评级面临的主要风险

- 随着供应紧缩, 预计煤炭价格上涨会超出预期。

估值

- 我们将A股和H股目标价格分别调整为7.50人民币和5.40港币, 分别相当于1.9倍和1.2倍2010年预期市净率。

图表 1. 投资摘要 (A股)

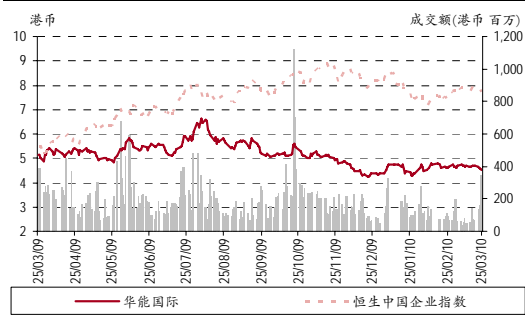
年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币 百万)	67,825	77,160	95,667	109,122	117,812
变动(%)	34	14	24	14	8
净利润(人民币 百万)	(3,701)	5,058	4,549	5,655	5,396
全面摊薄每股收益(人民币)	(0.307)	0.420	0.333	0.414	0.395
变动(%)	(161.7)	(236.7)	(20.6)	24.3	(4.6)
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.417	0.451	0.395
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.352	0.410	0.386
调整幅度(%)	-	-	(5.3)	1.7	2.5
全面摊薄市盈率(倍)	N/M	17.1	21.5	17.3	18.1
每股现金流量(人民币)	0.43	1.42	1.19	1.65	1.37
价格/每股现金流量(倍)	16.6	5.1	6.0	4.3	5.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	26.4	11.3	12.3	11.6	11.7
每股股息(人民币)	0.100	0.210	0.167	0.210	0.200
股息率(%)	1.4	2.9	2.3	2.9	2.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博BOCR <GO>, firstcall.com, Multex.com 以及中银国际研究网站(www.bociresearch.com.)上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10%; 卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数在上下10%区间内波动

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(%)	3	(2)	3	(12)
相对恒生中国企业指数(%)	10	(7)	9	(62)

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)	13,655
流通股(%)	100
流通股市值(港币百万)	61,721
3个月日均交易额(港币百万)	108
净负债比率(%)	236

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币百万)	67,564	76,863	95,299	08,702	17,359
变动(%)	36	14	24	14	8
净利润(人民币百万)	(3,938)	4,930	4,474	5,612	5,343
全面摊薄每股收益(人民币)	(0.327)	0.409	0.328	0.411	0.391
变动(%)	(163.9)	(225.2)	(19.9)	25.4	(4.8)
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.345	0.418	0.474
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.359	0.403	0.379
调整幅度(%)	-	-	(8.7)	2.0	3.4
全面摊薄市盈率(倍)	n.m.	9.7	12.1	9.7	10.2
每股现金流量(人民币)	0.42	1.42	1.19	1.65	1.37
价格/每股现金流量(倍)	9.6	2.8	3.3	2.4	2.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	22.4	9.5	10.7	10.2	10.3
每股股息(人民币)	0.100	0.210	0.167	0.210	0.200
股息率(%)	2.5	5.3	4.2	5.3	5.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

盈利比我们预期高出 3.9%

2009年, 公司实现净利润 49 亿人民币, 相比 2008 年的亏损 40 亿人民币明显好转。业绩比我们预期高出 3.9%, 比市场预期低 1.8%。

发电量同比增长 10.2%, 火电厂利用小时数达到 5,220 小时, 比全国平均时间高出 381 小时[比华润电力(0836.HK/港币 17.5, 持有)少 10%]。除了发电量增长, 煤炭价格下滑和电价结转效应是业绩的主要增长动力。燃料成本占总成本的 62.5%, 相比 2008 年的 69% 有所下降。

2009 年中新电力为公司贡献利润 5.86 亿人民币, 相比 2008 年亏损 2,000 万人民币有明显提高, 主要是因为中新电力总售电量 45% 的零售电力市场上网电价提高。

图表 2. 年度业绩摘要-国际会计准则下

(百万人民币)	09 年上 半年	09 年下 半年	2008	2009	环比变 动%	同比变 动%
营收	33,531	43,180	67,729	76,711	28.8	13.3
燃料	(20,036)	(24,825)	(49,810)	(44,861)	23.9	(9.9)
其他经营费用	(5,690)	(8,413)	(11,436)	(14,103)	47.9	23.3
息税折旧前利润	7,805	9,942	6,483	17,747	27.4	173.8
折旧	(4,101)	(4,471)	(7,719)	(8,572)	9.0	11.1
息税前利润	3,704	5,471	(1,236)	9,175	47.7	(842.1)
净财务费用	(2,209)	(2,040)	(3,624)	(4,249)	(7.7)	17.2
应占联营公司业绩	386	370	73	756	(4.1)	935.6
其他收入	(33)	55	(4)	22		
税前利润	1,848	3,856	(4,791)	5,704	108.6	219.0
税金	(55)	(540)	239	(594)		
少数股东权益	76	(257)	614	(181)		
可分配利润	1,870	3,059	(3,938)	4,929	63.6	225.2
每股收益(人民币)	0.16	0.25	(0.33)	0.41	56.3	224.2
主要比率(%)						
息税折旧前利润率	23.3	23.0	9.6	23.1		
息税前利润率	11.0	12.7	(1.8)	12.0		
净利率	5.6	7.1	(5.8)	6.4		

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

由于 2009 年下半年电力需求大幅回升, 收入环比实现强劲增长。新加坡电厂发电量增长 0.5%。2009 年 4 季度, 燃料成本上升, 主要是因为煤炭价格上涨导致 4 季度利润率下滑。这符合我们的预期。部分电厂甚至在 2010 年前两个月出现亏损, 因为在连续上涨之后, 发电量增长终于停滞, 且结转煤炭价格依然很高。

该股目前股价低于 10 倍盈利, 是独立发电企业中最低的。

图表 3. 年度业绩摘要-中国会计准则下

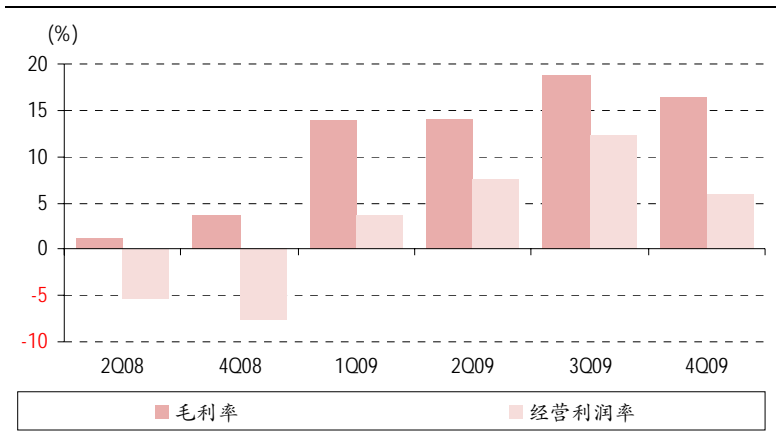
(百万人民币)	09年 1-9月	4季度	2008	2009	环比变 动%	同比变 动%
营收	56,678	23,065	72,198	79,742	9.4	10.4
经营成本	(47,704)	(19,257)	(70,612)	(66,961)	12.8	(5.2)
税金及其附加	(131)	(35)	(122)	(166)		
毛利润	8,842	3,773	1,464	12,615	(4.8)	761.7
毛利率(%)	15.6	16.4	2.0	15.8	(2.4)	13.8
销售、一般和管理费用	(1,514)	(849)	(1,925)	(2,363)	51.9	22.8
净财务费用	(3,379)	(1,056)	(3,838)	(4,435)	(0.9)	15.5
投资收入和联营公司	604	(488)	35	116	(303.3)	231.4
经营利润/(亏损)	4,553	1,379	(4,264)	5,933	(46.5)	239.1
经营利润率(%)	8.0	6.0	(5.9)	7.4	(6.3)	13.3
营业外收入	170	109	328	279	41.7	(14.9)
营业外费用	(42)	(121)	(131)	(163)	290.3	24.0
税前利润/(亏损)	4,681	1,368	(4,067)	6,049	(47.9)	248.7
税金	(440)	(217)	186	(657)	(37.9)	
少数股东权益	(111)	(200)	318	(311)	81.7	
净利润/(亏损)	4,130	950	(3,563)	5,081	(56.1)	242.6
每股收益(人民币)	0.34	0.08	(0.30)	0.42	(55.6)	240.0

资料来源：公司数据、中银国际研究

图表 4. 发电量趋势

(十亿千瓦时)	2008	2009	同比变动%
1 季度	46.1	41.8	(9.3)
上半年	91.4	86.1	(5.8)
3 季度	48.9	58.6	19.8
1-3 季度	140.4	144.7	3.1
财年	184.6	203.5	10.2

资料来源：公司数据、中银国际研究

图表 5. 毛利率和经营利润率趋势——中国会计准则


资料来源：公司数据、中银国际研究

2010-11 年发电量预计分别增长 22%和 17%

截至 2009 年末，华能国际的装机容量扩大 29%至 49.4 吉瓦，发电量仅增长 10%。部分去年投入使用的大型机组将在 2010 年实现满负荷运转。管理层维持 2010 年末装机容量提升至 60 吉瓦的目标不变。我们预计年内，公司将投产 4 吉瓦新装机容量(2009 年投产 5.8 吉瓦)，并收购山东电力、鲁能电厂和其他标的，分别获得 4 吉瓦和 1-2 吉瓦的装机容量，实现装机容量达 60 吉瓦的目标。

华能国际预计 2010 年发电量和利用时间分别为 2,300 亿千瓦时和 5,100 小时。我们的预测分别为 2,480 亿千瓦时(同比增长 22%)和 5,227 小时，主要是考虑到山东电力和鲁能交易的贡献(3.3 吉瓦火电装机容量位于云南，近期干旱可能导致发电量大幅提高)及干旱地区火力发电大大加强。

煤炭成本控制优于预期

剔除新装机容量的贡献，期内经营费用减少了 52.7 亿人民币，主要是因为燃料费用减少 78.7 亿人民币。

2009 年，单位燃料成本降低 13.5%至 215.73 人民币/兆瓦时，比我们预期低 2.3%。2009 年 4 季度，华能国际成本控制好于预期，主要是因为合同完成率提高(大部分 2009 年合同已经签署)及进口煤炭占比提高。同时，煤炭消耗率降低 1.8%至 320 克/千瓦时(优于我们的预期)，有助于控制煤炭成本。

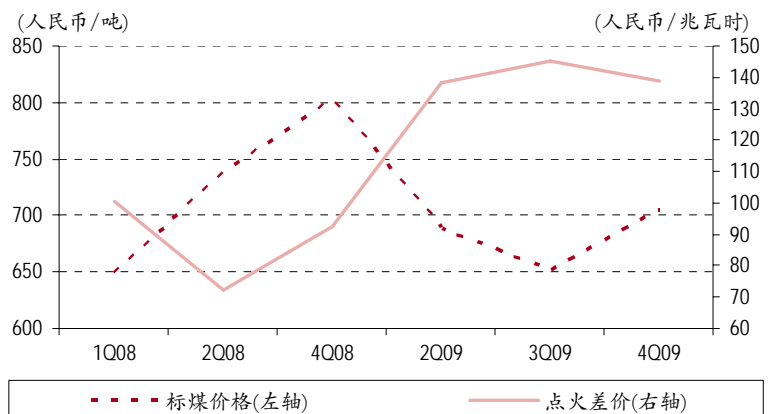
深入的季度数据分析显示，4 季度华能国际的标煤成本仅上升 8.3%，而秦皇岛现货煤价格上涨 17.6%。

图表 6. 季度经营数据分析及 2010 年预测

	08 年 1 季度	2 季度	3 季度	4 季度	2008	09 年 1 季度	2 季度	3 季度	4 季度	2009	2010E
发电量(十亿 千瓦时)	46.1	45.3	49.0	44.2	184.6	41.8	44.3	58.6	58.8	203.5	248.1
同比变动%	18.6	8.6	11.6	(10.1)	6.3	(9.3)	(2.3)	19.6	33.1	10.2	21.9
主要合同比率%	59.4	47.0	48.0	14.0	55.4	55.0	55.2	56.3	56.0	56.8	80.0
标煤价格(人民币/吨)	649.3	738.0	927.5	802.0	804.6	676.6	688.5	651.6	705.7	673.9	727.9
单位燃料成本(人民币/兆瓦时)	212.8	241.0	302.6	258.4	253.7	219.9	221.7	210.6	219.8	215.7	229.3
上网电价(减增值税)	313.3	313.3	334.1	351.0	331.1	351.1	359.9	355.5	359.8	356.6	365.5
点火差价(人民币/兆瓦时)	100.5	72.3	31.5	92.6	77.4	131.2	138.2	145.0	138.6	140.9	136.2

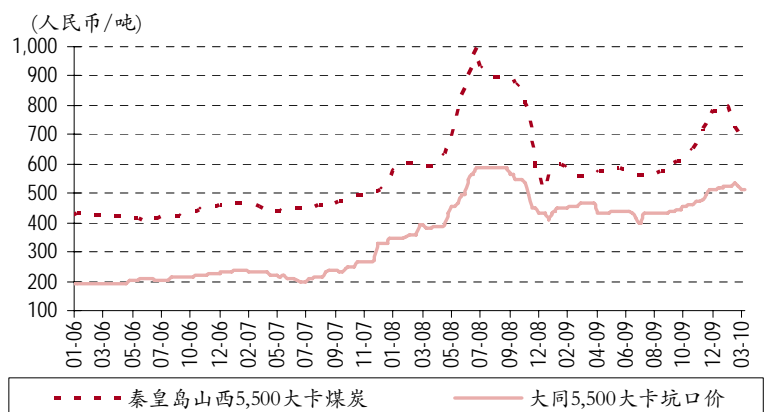
资料来源：公司数据、中银国际研究预测

图表 7. 华能国际的煤炭价格和点火差价趋势



资料来源: 公司数据、中银国际研究

图表 8. 秦皇岛 5,500 大卡海运煤结算价趋势



资料来源: 公司数据、中银国际研究

我们预计 2010 年在标煤税前价格上涨 8% 至 728 人民币/吨(或秦皇岛 5,500 大卡煤炭价格为 670 人民币/吨, 而 3 月 15 日为 675 人民币/吨)的基础上, 单位燃料成本将上升 7.3%。华能国际稳定的煤炭成本来自于主要合同锁定量较高(公司煤炭总需求量为 1.04 亿吨, 其中合同锁定 7,800 万吨), 期内合同煤炭成本上涨了 8% 至 42 人民币/吨。同时, 华能国际集团计划在 2010 年将产量从去年的 4,300 万吨提高至 6,000 万吨。2009 年, 由于运输瓶颈, 华能国际仅有一半的煤炭通过集团内部企业提供。由于更多的煤炭量由母公司煤矿供应, 因此华能国际的电厂燃料所面临的价格不确定性较小。

资本结构和股份发行

A、H股非公开发行还在等待相关部门的审批。A股市场募集的资金将用于发展甘肃和河北的风电项目(占比46%)，且旗下大型火电厂的地理区位都很好。H股收益将主要用于增资新加坡业务。

图表 9. 非公开发行的股权结构

	华能集团(A股)	华能香港(H股)	A股公众股东	H股公众股东	总计
当前股份数量(百万)	6,122	20	2,878	3,035	12,055
占总股本比例%	50.8	0.2	23.9	25.2	100.0
所持新A/H股	400	400	800	-	1,600
价格/最低限价(人民币/港币)	7.13	4.97			
发行后股份数量(百万)	6,522	420	3,678	3,035	13,655
占扩大后股本比例%	47.8	3.1	26.9	22.2	100.0

资料来源: 公司数据

我们之前预期公司 2010 和 2011 年的资本支出预算分别为 320 亿人民币和 250 亿人民币。而新的指导区间为 210 亿人民币和 290 亿人民币，减少了很多，我们认为，这是由于新项目的审批进度放缓使得 2010 年负担减轻。09 年实际资本支出也低于我们的预期。这表明公司在配置资源上更为谨慎，在项目审批时更为严格，这有利于公司的发展。

图表 10. 资本支出

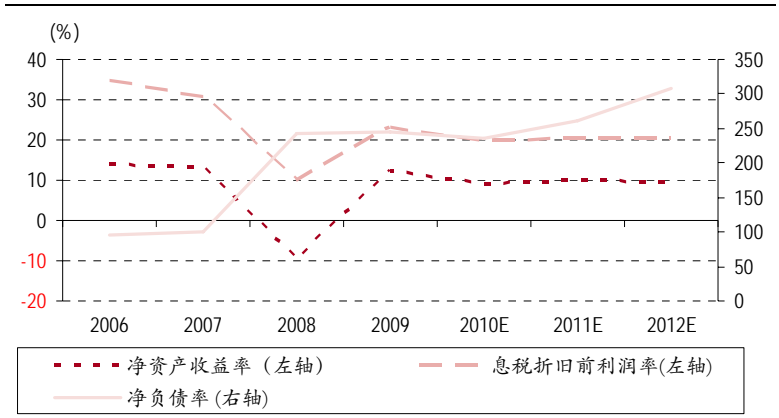
(人民币, 十亿)	2009	2010E	2011E
火电厂项目	15.19	14.47	17.715
水电站项目		0.5	0.1
风电项目	1.09	1.203	4.5
港口项目		0.5	1.67
改革及其他	6.33	4.669	4.719
总计	22.62	21.342	28.704

资料来源: 公司数据

这些资本支出将来自每年 150-200 亿人民币的经营现金流 (09 年: 150 亿)，以及增加借款、国内债券和中长期票据。去年，总权益负债率由 3.35 倍上升至 3.5 倍。我们预计，配售 105 亿人民币后这一比率将下降至 2.8 倍。但由于资本支出预算增加，2011-12 年的净负债率将攀升。我们预计，09 年的综合有效利率为 3.78%，低于上年的 4.8%，这主要是由于净财务费用的下降（如果剔除新发电机组的影响）。由于 09 年较为宽松的货币环境，假设 2010 年贷款利率上升 54 个基点，那么我们预计 2010 年综合有效利率将为 3.94%(仅上升 16 个基点)。华能国际的净负债率是香港上市的五大独立发电企业中最低的。

由于负债率的上升、稳定的利润率以及较高的基数，我们预计 2010-2012 年公司的净资产收益率将下降至 9.3-10%左右的水平，低于去年的 12.5%。

图表 11. 净资产收益率分析



资料来源：中银国际研究

新能源发展情况

华能集团将发展新能源（风能、核能和天然气等）视为重要的战略目标。集团拥有约 2,690 兆瓦的风电权益装机容量，位列中国第三（截至 09 年底）。通过整体上市和其他融资渠道，华能集团计划积极收购风电资源，并在 2010 年底建成 5,000 兆瓦装机容量。事实上，华能国际国内非公开发行募集资金的 46% 都将用于甘肃和河北的风电项目。我们认为母公司、华能国际及未来的风电上市公司将共同合作进行项目开发。目前阶段，我们尚不清楚集团内部的独家协议会对华能国际有何影响。

估值具吸引力，公司治理改善

我们看到，53 岁的董事长曹培玺不久前加入公司后，公司的治理状况有了很大改善。总裁刘先生的年龄只有 45 岁。新的高层管理团队更加注重各业务（包括煤炭和新能源等）的总体盈利能力，并在审批每个项目时更加谨慎。

目前股价对应 9.7 倍 09 年市盈率和 12 倍 2010 年市盈率，是香港上市的独立发电企业中最便宜的。其 H 股 2010 年市净率只有 1 倍，也是大型国内独立发电企业中最底的。公司一向将股息支付率保持在 50% 左右的水平。目前其 H 股税后股息收益率为 4.8%，是中国公用事业板块中最高的。

图表 12. 主要假设摘要

	2008	2009	2010E	2011E
国内售电量 (十亿 千瓦时)	175	193	235	274
同比变动(%)	6.3	10.2	21.9	16.8
权益装机容量(兆瓦, 不包括大士电厂)	36,467	45,912	55,149	60,121
同比变动(%)	9.3	25.9	20.1	9.0
可比电厂利用小时数	5,246	5,220	5,227	5,594
上网电价 (人民币/兆瓦, 不含税)	332.8	356.6	365.5	361.2
同比变动(%)	7.6	7.2	2.5	(1.2)
标煤成本(人民币/吨)	755.4	673.9	727.9	727.9
单位燃料成本 (人民币/兆瓦时)	249.4	215.7	229.3	228.5
同比变动(%)	44.2	(13.5)	6.3	(0.3)
净贷款(人民币 百万)	103,482	123,696	148,941	174,089
净负债率(%)	243.2	244.2	236.0	261.5
每股收益相对如下因素变动(%):				
标煤成本变动 1%			9.9	10.5
利用率变动 1%			5.2	5.2
上网电价变动 1%			15.2	15.2
利率变动 50 个基点			16.2	17.0

资料来源: 中银国际研究

图表 13. 同业估值比较

股票代码	名称	总市值		股价	评级	市盈率		市净率		股息率		净负债率		净资产收益率	
		(美元百万)				(倍)	(倍)	(%)	(%)	(%)	(%)				
				2010年3月25日		2009	2010	2009	2010	2009	2010	2009	2010	2009	2010
中国独立发电企业															
0991.HK	大唐国际	12,187	港币	3.55	持有	20.8	16.4	1.1	1.1	2.6	2.2	296.0	326.0	6.1	7.1
0902.HK	华能国际	11,231	港币	4.52	买入	9.7	12.0	1.1	1.0	5.3	4.3	244.0	236.0	12.5	9.3
0836.HK	华润电力	10,566	港币	17.5	持有	15.2	14.0	2.2	1.9	2.1	2.3	112.0	127.0	16.2	14.8
1071.HK	华电国际	4,260	港币	2.19	持有	10.1	13.9	0.7	0.8	2.6	0.8	328.0	394.0	8.5	5.8
2380.HK	中电国际	1,204	港币	1.83	持有	10.4	16.9	0.7	0.6	1.9	2.8	293.0	326.0	5.6	3.6
600900.SS	长江电力	20,173	人民币	12.52	买入	26.2	18.3	2.5		3.1		37.4		10.3	12.9
601991.SS	大唐国际	12,188	人民币	8.1	卖出	9.0	42.6	3.0	2.8	1.0	1.0	298.0	328.0	5.9	6.8
600011.SS	华能国际	11,231	人民币	7.17	持有	17.1	21.7	2.1	1.8	1.7	1.4	243.0	227.0	13.3	9.5
600795.SS	国电电力	5,913	人民币	7.41	买入	24.1	19.0	2.5		1.2		211.4		11.0	11.5
600642.SS	申能股份	4,360	人民币	10.3	未有评级	17.4	15.9	2.0		2.5		25.6		10.7	10.5
600027.SS	华电国际	4,260	人民币	4.93	持有	25.9	35.3	1.9	2.0	0.7	0.4	329.0	396.0	8.7	5.9

资料来源: 中银国际研究

损益表—A股(人民币百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	67,825	77,160	95,667	109,122	117,812
销售成本	(64,177)	(62,200)	(79,572)	(90,879)	(99,217)
经营费用	3,252	2,878	3,059	4,089	5,375
息税折旧前利润	(820)	9,265	10,004	11,955	11,905
折旧及摊销	(7,719)	(8,572)	(9,151)	(10,377)	(12,066)
经营利润(息税前利润)	6,899	17,837	19,154	22,332	23,971
净利息收入(费用)	(3,540)	(4,293)	(5,320)	(6,067)	(6,501)
其他收益/(损失)	(73)	804	447	657	807
税前利润	(4,433)	5,777	5,131	6,545	6,211
所得税	220	(482)	(424)	(687)	(626)
少数股东权益	512	(237)	(158)	(202)	(189)
净利润	(3,701)	5,058	4,549	5,655	5,396
核心净利润	(3,701)	5,058	4,549	5,655	5,396
每股收益(人民币)	(0.307)	0.420	0.333	0.414	0.395
核心每股收益(人民币)	(0.307)	0.420	0.333	0.414	0.395
每股股息(人民币)	0.100	0.210	0.167	0.210	0.200
收入增长(%)	34	14	24	14	8
息税前利润增长(%)	(110)	(1,231)	8	20	0
息税折旧前利润增长(%)	(54)	159	7	17	7
每股收益增长(%)	(162)	(237)	(21)	24	(5)
核心每股收益增长(%)	(162)	(237)	(21)	24	(5)

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

资产负债表—A股(人民币百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	5,766	5,452	6,346	6,586	5,366
应收帐款	7,795	10,043	12,452	13,044	12,909
库存	5,170	4,084	4,886	4,891	5,306
其他流动资产	1,287	4,611	5,717	5,435	5,868
流动资产总计	20,018	24,190	29,401	29,957	29,450
固定资产	119,738	146,221	179,033	207,926	226,654
无形资产	0	0	0	0	0
其他长期资产	25,744	28,679	29,093	29,782	30,517
长期资产总计	145,482	174,900	208,126	237,708	257,171
总资产	165,500	199,090	237,527	267,664	286,621
应付帐款	18,065	22,968	25,509	27,307	29,408
短期债务	30,624	33,426	41,419	44,791	49,754
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债总计	48,688	56,394	66,928	72,097	79,162
长期借款	75,749	91,872	106,705	128,903	143,462
其他长期负债	1,516	1,516	1,516	1,516	1,516
股本	12,055	12,055	13,655	13,655	13,655
储备	22,323	29,564	40,806	43,463	40,764
股东权益	34,378	41,619	54,461	57,118	54,419
少数股东权益	5,169	7,688	7,916	8,029	8,062
总负债及权益	165,500	199,090	237,527	267,664	286,621
每股帐面价值(人民币)	2.85	3.45	3.99	4.18	3.99
每股有形资产(人民币)	2.85	3.45	3.99	4.18	3.99
每股净负债/(现金)(人民币)	8.35	9.94	10.38	12.24	13.76

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

现金流量表—A股(人民币百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	(4,433)	5,777	5,131	6,545	6,211
折旧与摊销	7,719	8,572	9,151	10,377	12,066
净利息费用	3,540	4,293	5,320	6,067	6,501
运营资本变动	189	417	(1,775)	1,481	1,389
税金	195	(482)	(424)	(687)	(626)
其他经营现金流	(1,995)	(1,497)	(1,103)	(1,260)	(6,869)
经营活动产生的现金流	5,215	17,079	16,299	22,523	18,671
购买固定资产净值	(32,956)	(33,561)	(41,963)	(39,269)	(30,794)
投资减少/增加	(14,960)	(907)	(1,947)	164	245
其他投资现金流	(433)	3,000	0	0	0
投资活动产生的现金流	(48,349)	(31,468)	(43,910)	(39,105)	(30,549)
净增权益	0	0	10,266	0	0
净增债务	48,978	19,900	26,139	25,388	20,280
支付股息	(4,064)	(1,516)	(2,694)	(2,623)	(3,170)
其他融资现金流	(3,296)	(4,088)	(5,205)	(5,942)	(6,452)
融资活动产生的现金流	41,618	14,296	28,505	16,822	10,658
现金变动	(1,516)	(93)	894	240	(1,220)
期初现金	7,312	5,545	5,452	6,346	6,586
公司自由现金流	(43,050)	(14,329)	(27,546)	(16,506)	(11,878)
权益自由现金流	1,863	1,311	(6,678)	2,863	1,950

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

主要比率—A股

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	10.2	23.1	20.0	20.5	20.3
息税前利润率	(1.2)	12.0	10.5	11.0	10.1
税前利润率	(6.5)	7.5	5.4	6.0	5.3
净利率	(5.5)	6.6	4.8	5.2	4.6
流动性(倍)					
流动比率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
利息覆盖率	(0.2)	2.1	1.9	1.9	1.8
净权益负债率(%)	254.4	243.1	227.3	256.5	300.7
速动比率	0.3	0.4	0.4	0.3	0.3
估值(倍)					
市盈率	N/M	17.1	21.5	17.3	18.1
核心业务市盈率	N/M	17.1	21.5	17.3	18.1
目标价对应核心业务市盈率	N/M	17.9	22.5	18.1	19.0
市净率	2.5	2.1	1.8	1.7	1.8
价格/现金流	16.6	5.1	6.0	4.3	5.2
企业价值/息税折旧前利润	26.4	11.3	12.3	11.6	11.7
周转率					
存货周转天数	21.3	27.2	20.6	19.6	18.8
应收帐款周转天数	42.2	42.2	42.9	42.6	40.2
应付帐款周转天数	88.0	97.1	92.5	88.3	87.9
回报率(%)					
股息支付率	n.a.	50.1	50.2	50.6	50.5
净资产收益率	(9.2)	13.3	9.5	10.1	9.7
资产收益率	(0.6)	4.7	4.2	4.2	3.9
已运用资本收益率	(0.6)	5.8	5.2	5.4	4.8

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)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	67,564	76,863	95,299	108,702	117,359
销售成本	(49,916)	(45,013)	(61,329)	(70,173)	(76,123)
经营费用	(11,020)	(13,886)	(15,026)	(16,297)	(17,277)
息税折旧前利润	(1,255)	9,173	9,548	11,578	11,581
折旧及摊销	(7,883)	(8,791)	(9,396)	(10,654)	(12,378)
经营利润(息税前利润)	6,628	17,964	18,944	22,232	23,959
净利息收入(费用)	(3,624)	(4,249)	(5,254)	(5,991)	(6,501)
其他收益/(损失)	87	780	847	1,056	1,206
税前利润	(4,792)	5,704	5,140	6,643	6,285
所得税	240	(594)	(522)	(847)	(771)
少数股东权益	614	(180)	(144)	(184)	(172)
净利润	(3,938)	4,930	4,474	5,612	5,343
核心净利润	(3,938)	4,930	4,474	5,612	5,343
每股收益(人民币)	(0.327)	0.409	0.328	0.411	0.391
核心每股收益(人民币)	(0.327)	0.409	0.328	0.411	0.391
每股股息(人民币)	0.100	0.210	0.167	0.210	0.200
收入增长(%)	36	14	24	14	8
息税前利润增长(%)	(116)	(831)	4	21	0
息税折旧前利润增长(%)	(57)	171	5	17	8
每股收益增长(%)	(164)	(225)	(20)	25	(5)
核心每股收益增长(%)	(164)	(225)	(20)	25	(5)

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

资产负债表—H股(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	5,766	5,452	6,346	6,586	5,366
应收帐款	7,795	10,043	12,452	13,044	12,909
库存	5,170	4,084	4,886	4,891	5,306
其他流动资产	1,287	4,611	5,717	5,435	5,868
流动资产总计	20,018	24,190	29,401	29,957	29,450
固定资产	116,737	140,777	172,948	201,094	218,950
无形资产	14,920	15,509	17,309	17,309	17,309
其他长期资产	29,163	32,920	35,630	36,935	38,399
长期资产总计	145,900	173,697	208,578	238,029	257,348
总资产	165,918	197,887	237,979	267,986	286,798
应付帐款	10,867	14,525	16,201	17,392	18,777
短期债务	40,385	44,081	54,621	59,068	65,613
其他流动负债	1,234	976	793	763	737
流动负债总计	52,486	59,582	71,614	77,224	85,128
长期借款	68,863	85,067	100,666	121,607	135,342
其他长期负债	2,011	2,590	2,590	2,590	2,590
股本	12,055	12,055	13,655	13,655	13,655
储备	24,772	30,069	40,678	44,008	41,146
股东权益	36,827	42,124	54,333	57,663	54,801
少数股东权益	5,731	8,524	8,776	8,902	8,938
总负债及权益	165,918	197,887	237,979	267,986	286,798
每股帐面价值(人民币)	3.05	3.49	3.98	4.22	4.01
每股有形资产(人民币)	1.82	2.21	2.71	2.96	2.75
每股净负债/(现金)(人民币)	8.58	10.26	10.91	12.75	14.32

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

现金流量表—H股 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	(4,792)	5,704	5,140	6,643	6,285
折旧与摊销	7,883	8,791	9,396	10,654	12,378
净利息费用	3,981	4,200	5,205	5,942	6,452
运营资本变动	(1,021)	(1,316)	(2,673)	846	646
税金	(479)	(273)	(673)	(847)	(771)
其他经营现金流	(563)	(27)	(96)	(715)	(6,320)
经营活动产生的现金流	5,009	17,079	16,299	22,523	18,671
购买固定资产净值	(32,956)	(33,561)	(41,963)	(39,269)	(30,794)
投资减少/增加	(14,960)	(907)	(1,947)	164	245
其他投资现金流	0	3,000	0	0	0
投资活动产生的现金流	(47,916)	(31,468)	(43,910)	(39,105)	(30,549)
净增权益	0	0	10,266	0	0
净增债务	48,978	19,900	26,139	25,388	20,280
支付股息	(4,064)	(1,516)	(2,694)	(2,623)	(3,170)
其他融资现金流	(3,774)	(4,088)	(5,205)	(5,942)	(6,452)
融资活动产生的现金流	41,140	14,296	28,505	16,822	10,658
现金变动	(1,767)	(93)	894	240	(1,220)
期初现金	7,312	5,545	5,452	6,346	6,586
公司自由现金流	(42,823)	(14,329)	(27,546)	(16,506)	(11,878)
权益自由现金流	2,090	1,311	(6,678)	2,863	1,950

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

主要比率—H股

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	9.8	23.4	19.9	20.5	20.4
息税前利润率	(1.9)	11.9	10.0	10.7	9.9
税前利润率	(7.1)	7.4	5.4	6.1	5.4
净利率	(5.8)	6.4	4.7	5.2	4.6
流动性(倍)					
流动比率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3
利息覆盖率	(0.3)	2.1	1.8	1.9	1.8
净权益负债率(%)	243.2	244.2	236.0	261.5	306.9
速动比率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
估值(倍)					
市盈率	N/M	9.7	12.1	9.7	10.2
核心业务市盈率	N/M	9.7	12.1	9.7	10.2
目标价对应核心业务市盈率	N/M	11.6	14.5	11.6	12.1
市净率	1.3	1.1	1.0	0.9	1.0
价格/现金流	9.6	2.8	3.3	2.4	2.9
企业价值/息税折旧前利润	22.4	9.5	10.7	10.2	10.3
周转率					
存货周转天数	27.4	37.5	26.7	25.4	24.4
应收帐款周转天数	42.3	42.4	43.1	42.8	40.4
应付帐款周转天数	54.3	60.3	58.8	56.4	56.2
回报率(%)					
股息支付率	n.a.	51.3	51.0	51.0	51.0
净资产收益率	(9.4)	12.5	9.3	10.0	9.5
资产收益率	(0.9)	4.5	3.9	4.0	3.7
已运用资本收益率	(0.9)	5.6	4.8	5.0	4.5

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准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2010 年 3 月 24 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。所有本报告期内使用的商标、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，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，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均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，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论与否修改)之前咨询独立专业顾问。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、会计或税务建议或任何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。

在没有影响上述免责声明的情况下，如果阁下是根据新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定义下的“合格投资人”或“专业投资人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍将(1)因为 FAR 之 Regulation 34 而获豁免按 FAA 第 27 条之强制规定作出任何推荐须有合理基础；(2)因为 FAR 之 Regulation 35 而获豁免按 FAA 第 36 条之强制规定披露其在本报告中提及的任何证券(包括收购或出售)之利益，或其联系人或关联人士之利益。

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 2010 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