

2010年4月22日

大唐国际

多样化努力将带来回报

持有(▲卖出)
A

601991.SS - 人民币 7.89

目标价格: 人民币 8.50 (▲7.50)

买入(▲持有)
H

0991.HK - 港币 3.39

目标价格: 港币 3.90 (▲3.40)

胡文洲, CFA*

(8621) 6860 4866 分机 8520

eric.hu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010035

我们估计大唐国际的综合能源价值主题将再次引起市场的兴趣, 并为其较竞争对手华能国际(相近但仅从事发电业务)溢价 50% 的市净率提供支撑。公司计划到 2015 年将非发电业务的收入和利润占比分别提升至 30% 和 50%, 煤炭自给率也将由去年的 20% 提升至 40%。我们对多伦煤化工项目(今年开始)和克什克腾旗及阜新煤制天然气项目(2012-13 年开始)的估值分别为 48 亿人民币和 63 亿人民币, 预计内部收益率在 11-12%。较高的负债率仍是主要风险。鉴于煤价上涨及较为保守的煤化工项目和煤制天然气项目产量假设, 因此我们将 2010-12 年每股收益预测分别下调 17%、36% 和 39%。但我们将 A 股目标价上调至 8.50 元, H 股目标价上调至 3.90 港币, 并将 A 股和 H 股评级分别上调至持有和买入。

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(%)	(13)	(4)	(10)	2
相对新华富时 A50 指数(%)	2	1	(3)	(10)

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 (%)	23
流通股市值 (人民币 百万)	21,155
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	39
净负债比率 (%)	452
主要股东 (%)	
大唐集团	8
北京能源投资 (集团) 有限公司	7

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

* 姚圣为本报告重大贡献者

中银国际证券有限责任公司

支撑评级的要点

- 09 年净利润同比增长 115% 至 16 亿人民币, 但仍比预期低 8% ;
- 预计 2010 年电价将上调 3% , 从而拉动收入增长 26% ;
- 2010 年煤炭用量的 56% 已锁定价格, 价格上涨了 9%。

评级面临的主要风险

- 资产负债率可能保持在 80% 以上的较高水平, 引发股权融资的担忧, 同时利润率缩窄也可能导致盈利不及预期。

估值

- 综合考虑发电业务(39%)、煤炭业务(29%)和煤化工及煤制天然气业务(32%)的价值, 我们上调了目标价;
- 我们的 A 股和 H 股目标价分别对应 50 倍和 21 倍 2011 年预期市盈率;
- 我们的 A 股和 H 股目标价分别对应 3.5 倍和 1.5 倍 2011 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)	36,900	47,943	60,337	68,032	79,452
变动 (%)	13	30	26	13	17
净利润 (人民币 百万)	754	1,513	1,915	2,003	2,577
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.064	0.128	0.163	0.170	0.219
变动 (%)	(79.5)	100.0	26.6	4.6	28.6
市场预测每股收益 (人民币)	-	0.150	0.219	0.285	0.240
原先预测摊薄每股收益 (人民币)	-	-	0.188	0.267	0.360
调整幅度 (%)	-	-	(13.7)	(36.3)	(39.3)
核心每股收益 (人民币)	0.064	0.128	0.163	0.170	0.219
变动 (%)	(79.5)	100.0	26.6	4.6	28.6
全面摊薄市盈率 (倍)	122.9	61.4	48.5	46.4	36.1
核心市盈率 (倍)	122.9	61.4	48.5	46.4	36.1
每股现金流量 (人民币)	0.61	0.83	1.06	1.58	1.88
价格/每股现金流量 (倍)	12.9	9.5	7.4	5.0	4.2
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	21.5	15.6	14.4	13.5	11.9
每股股息 (人民币)	0.110	0.073	0.081	0.084	0.108
股息率 (%)	1.4	0.9	1.0	1.1	1.4

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)



股价表现 (H 股)

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	1	(7)	(3)	(13)
相对恒生中国内地综合指数 (%)	4	(8)	(4)	(47)

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)	12,310
流通股 (%)	100
流通股市值 (港币 百万)	41,731
3 个月日均交易额 (港币 百万)	77
净负债比率 (%)	449

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)	36,900	47,943	60,337	68,032	79,452
变动 (%)	13	30	26	13	17
净利润 (人民币 百万)	748	1,612	1,907	1,981	2,547
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.064	0.137	0.155	0.161	0.207
变动 (%)	(79.3)	114.9	13.2	3.9	28.6
市场预测每股收益 (人民币)	-	0.137	0.167	0.228	0.256
先前预测每股收益 (人民币)	-	-	0.187	0.250	0.339
调整幅度 (%)	-	-	(17.2)	(35.5)	(39.0)
全面摊薄市盈率 (倍)	46.8	21.8	19.2	18.5	14.4
核心市盈率 (倍)	46.8	21.8	19.2	18.5	14.4
每股现金流量 (人民币)	0.79	0.83	1.02	1.51	1.80
价格/每股现金流量 (倍)	3.8	3.6	2.9	2.0	1.7
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	15.2	11.6	11.2	10.7	9.6
每股股息 (人民币)	0.110	0.073	0.077	0.080	0.103
股息率 (%)	3.7	2.5	2.6	2.7	3.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

电价和煤价上涨导致净利润同比增长 115%

大唐国际 09 年国际会计准则下净利润大幅增长至 16.12 亿人民币, 中国会计准则下净利润较上年翻一番以上至 14.79 亿人民币。收入和净利润分别比我们的预测低 5% 和 8.4%, 这主要是由于燃料成本高于预期。

盈利的增长主要来自发电量同比增长 12%、单位燃料成本下降 6.5% 以及上网电价上升 4.2% (08 年的两次上调电价和 09 年 11 月的上调电价亦有帮助)。

由于发电量持续上升、税金环比减少 21% 以及非全资持有电厂的业绩提升, 下半年净利润也环比上升 23%。

我们预计, 2010 年, 随着装机容量进一步扩大 18%, 发电量将增长 20%, 公司收入增速可达到 26% (一定程度上得益于 09 年 11 月上调电价及我们预计 2010 年中旬火电电价将上调 3%)。

图表 2. 09 年全年业绩摘要 (国际会计准则下)

(人民币, 百万)	09 年上 半年	09 年下 半年	2008	2009	环比变 动 %	同比变 动 %
营业收入	20,684	27,259	36,900	47,943	31.8	29.9
燃料成本	(9,349)	(12,798)	(22,507)	(22,147)	36.9	(1.6)
其他经营费用	(4,774)	(6,770)	(5,295)	(11,544)	41.8	118.0
息税折旧前利润	6,561	7,691	9,098	14,252	17.2	56.6
折旧	(3,550)	(3,957)	(6,206)	(7,507)	11.5	21.0
经营利润	3,011	3,734	2,892	6,745	24.0	133.2
净利息费用	(1,987)	(2,091)	(3,612)	(4,078)	5.2	12.9
应占联营公司利润	177	232	371	409	31.1	10.4
处置收益	145	10	949	155		
税前利润	1,346	1,885	600	3,231	40.0	438.6
税金	(225)	(414)	(72)	(639)		
少数股东权益	(399)	(581)	221	(980)		
股东应占利润	722	890	749	1,612	23.3	115.2
每股收益 (人民币)	0.06	0.08	0.06	0.14	28.4	133.3
每股派息			0.11	0.07		
主要比率 (%)						
息税折旧前利润率	31.7	28.2	24.7	29.7	(3.5)	5.1
经营利润率	14.6	13.7	7.8	14.1	(0.9)	6.2
净利率	3.5	3.3	2.0	3.4	(0.2)	1.3

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 3. 09 年全年业绩摘要(中国会计准则下)

(人民币, 百万)	09 年 3 季度	09 年 4 季度	2008	2009	季度环比变动%	同比变动%
营业收入	15,020	12,239	36,900	47,943	(18.5)	29.9
经营成本	(12,702)	(9,612)	(32,524)	(39,425)	(24.3)	21.2
毛利润	2,318	2,627	4,376	8,518	13.3	94.7
销售及管理费用	(416)	(1,034)	(1,601)	(2,076)	148.6	29.7
财务费用	(1,045)	(1,044)	(3,611)	(4,077)	(0.1)	12.9
投资收益及联营公司	58	135	1,149	447	132.8	(61.1)
经营利润/(亏损)	915	684	313	2,812	(25.2)	798.4
营业外收入	25	241	185	333	864.0	80.0
营业外费用	(22)	(20)	(12)	(47)	(9.1)	291.7
税前利润(亏损)	918	905	486	3,098	(1.4)	537.4
税金	(226)	(187)	(53)	(631)	(17.3)	
少数股东权益	(318)	(266)	205	(988)	(16.4)	
净利润(亏损)	374	452	638	1,479	20.9	131.8
每股收益(人民币)	0.032	0.003	0.054	0.126	(90.5)	131.3
主要比率(%)						
毛利率(%)	15.4	15.2	11.9	17.8		
经营利润率(%)	6.1	5.6	0.8	5.9		

资料来源：公司数据、中银国际研究

长期煤价风险减小

09 年标煤价格下跌 9.1%。煤炭现货价格上涨及去年的主要煤炭合同结算较晚导致去年 4 季度利润大大低于我们的预期，4 季度点火价差由前三季度的 142 元/兆瓦时下降至 134 元/兆瓦时。然而，这也与行业总体趋势相符，对大多数火电厂来说，3 季度都是利润率最高的时期。

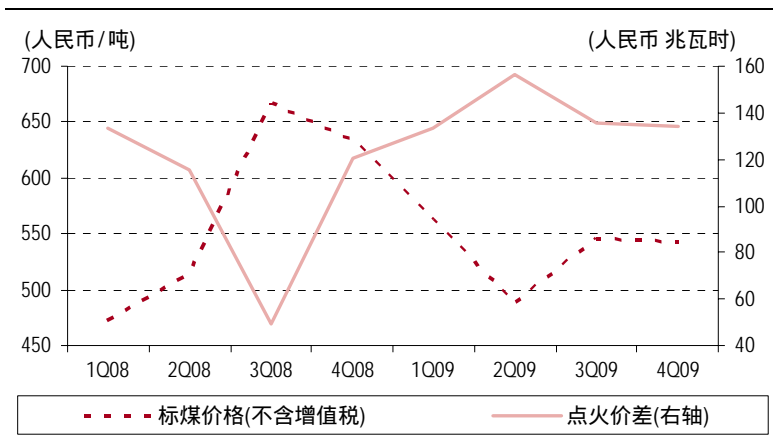
2010 年，公司已签订了 4,500 万吨购煤合同，相当于煤炭总需求量 8,000 万吨的 56%，合同均价上涨了 9%。公司预计，尽管铁路和海上运输的瓶颈有所突破，但今年煤炭需求将有所上升，而产量将出现收缩，这对电力企业的燃料成本管理非常不利。

从长期来看，大唐国际在自给煤炭方面表现的最为积极。去年的自给率为 20%，公司计划到 2015 年将自给率提高至 40%。公司持股 50%的禹州煤矿和持股 28%的塔山煤矿去年的总产量为 2,350 万吨，公司预计 2010 年这两个煤矿的总产量将达到 2,700 万吨。今年 4 月，公司收购了一座露天煤矿（宝利煤矿），该矿年产能 300 万吨，此外，山西省将有总产能 1,000 万吨以上的小煤矿将经历兼并重组。这些优质动力煤可以为公司的周边电厂提供燃料。公司全资持有的胜利东二号矿生产的部分煤炭也将减少水分并提高热值，从而达到供发电业务使用的标准。我们估计，不需要进行海外收购，公司就可以完成将煤炭自给率提升至 40%的目标，从而大大降低煤炭现货价格带来的风险。管理层强调，购煤合同仍将占总煤炭来源的 50%以上，从而确保稳定的供应并享受长期合同带来的价格优势，但自给率的提高将提升公司的议价能力。

为抵御运输成本的上升，公司购买了总长 3,000 公里的铁路项目权益。2010 年，现有铁路的货运量预计在 1 亿吨左右，另外还有 4 条铁路正在建设中。公司的目标是所有自有煤矿的煤炭都由自有铁路来运输。公司还投资于港口，并计划使其覆盖公司自有煤炭运输量的 30%。去年，自有煤炭的海上运输量为 263 万吨，而今年公司的目标是 300 万吨以上。

主营的发电业务方面，在香港上市的独立发电企业中，大唐国际的火电占比排在倒数第二。公司持续扩大各规模的水电项目，并且每年新建约 300 兆瓦风电机组，同时，公司持股 44% 的福建宁德核电项目也将于 2012 年开始试运营。

图表 4. 煤价走势



资料来源：公司数据、中银国际研究

图表 5. 主要经营数据

	08年1季度	08年2季度	08年3季度	08年4季度	08年全年	09年1季度	09年2季度	09年上半年	09年3季度	09年前三季度	09年4季度	09年全年
发电量(十亿千瓦时)	29.3	33.2	33.88	30.32	126.7	27.8	33.5	61.3	40.5	101.8	40.1	141.9
同比变动%	6.45	15.4	11.8	(4.37)	7.1	(5.1)	0.9	(1.5)	4.8	5.6	32.2	12.0
标煤价格(人民币/吨, 不含增值税)	473.0	514.3	667.1	634.5	591.0	562.0	488.0	525.0	546.0	532.0	542.6	535.0
单位燃料成本(人民币/兆瓦时)	156.5	175.8	248.7	197.0	187.0	183.5	159.7	171.6	180.4	174.5	175.6	174.8
上网电价(不含增值税)	289.9	291.6	297.8	317.2	301.6	317.2	316.3	316.8	315.6	316.4	309.8	314.5
点火价差(人民币兆瓦时)	133.4	115.8	49.1	120.2	114.6	133.7	156.6	145.2	135.2	141.8	134.2	139.7

资料来源：公司数据、中银国际研究

图表 6. 大唐国际与同业公司的燃料结构对比

(%)	华能国际	大唐国际	华电国际	华润电力	中国电力
煤炭及天然气	98.3	88.1	96.2	95.4	67.5
水力	0.0	11.0	1.9	1.2	32.5
风力及生物能源	1.7	0.9	1.9	3.4	0.0

资料来源：公司数据、中银国际研究

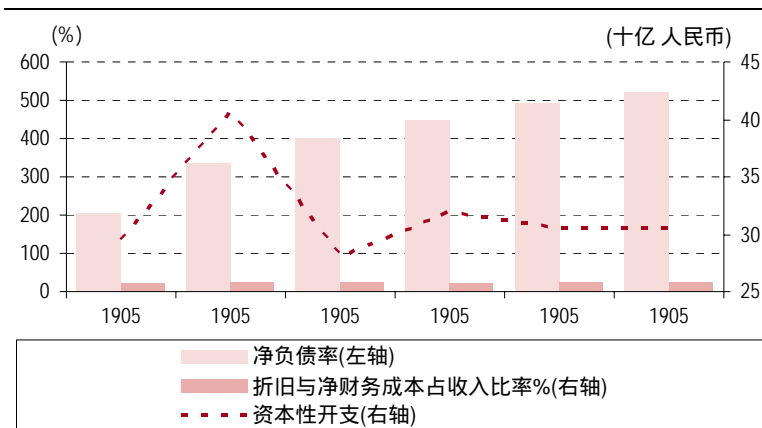
高负债率将持续

截至 2009 年末，大唐发电的净负债率达到 398%，总资产负债率为 82%，是在香港上市的独立发电企业中最底的。我们赞同公司在去年通过以 4.1% 的利率发行 30 亿人民币中期票据、以 5% 的利率发行 30 亿人民币 10 年债券来控制利息成本的努力，预计未来公司将继续通过债务融资获取资金。但是，2010-12 年公司的权益资本性开支分别为 230 亿人民币、210 亿人民币和 200 亿人民币，而经营性现金流仅为 120 亿人民币。公司的负债率将难以避免的保持在较高水平。2010 年资本性开支中约 47% 将投入到非电力业务中(详见下文)。

高负债率使大唐国际面临了很高的盈利风险，因为折旧和财务成本占到收入的四分之一左右，但是息税折旧前利润率仅为 28-30%。对于任何经营和财务方面的失误缓冲区间都很小。

虽然近期完成的 A 股定向增发已经募集了 32.5 亿人民币(每股为 6.23 人民币)使负债率降低 1 个百分点，但是我们认为大唐发电需要进一步通过股权融资达到管理层将资产负债率稳定在 80% 左右的目标。

图表 7. 资金需求和负债率前景



资料来源：公司数据、中银国际研究

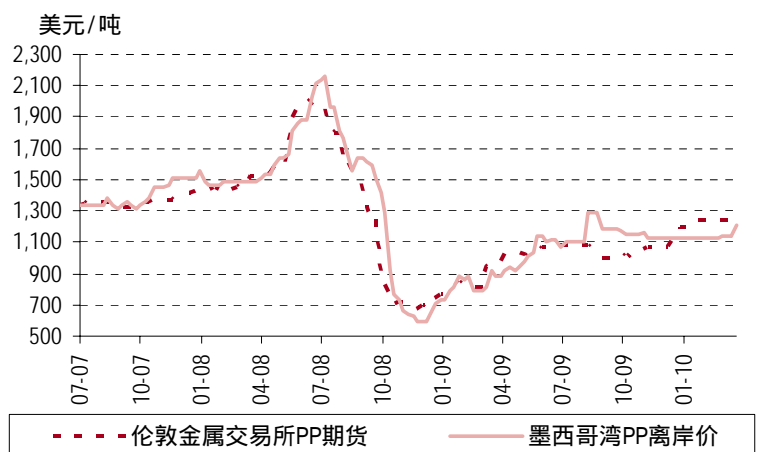
非电力业务提升盈利

推动大唐国际估值较独立发电同业有一定溢价的关键性因素就是其非电力业务，包括煤炭生产、煤化工及煤制天然气业务等等。公司的目标是到 2015 年实现非电力业务占收入的 30%、占利润的 50%，其利润率将明显高于电力业务。

公司旗下的三座煤矿不仅为自有电厂提供了 20%的燃料，同时去年塔山煤矿还贡献了 3 亿人民币利润。胜利东二号煤矿已经扭亏，计划为公司的天然气和化工项目供应 3,500 大卡/千克的煤炭。我们认为今年产量将达到 1,000 万吨，II、III 期预计将分别在 2011 年和 2013 年投产。所有 3 期项目将新增 6,000 万吨产能。胜利煤矿的一部分褐煤可以利用公司自有技术进行除湿，副产品煤焦油产量可观，5,400 大卡/千克的动力煤将供应给公司旗下的沿海电厂。我们粗略估算，2010-12 年煤炭业务每年将带来 6-7.4 亿人民币的联营公司利润。

2010 年，多伦的煤转聚丙烯(PP)项目将结束扩建，目前已经开始生产 PP。我们预计 2010-11 年该年产 46 万吨的项目利用率分别达到 10%和 50%。从 2009 年开始生产以来，国际 PP 价格稳步上涨，国内 PP 价格从 2009 年 10 月以来同比大幅上涨。我们预计如果平均售价为 1,300 美元/吨(目前伦敦金属交易所期货价格为 1,240 美元/吨)，那么多伦项目最终将带来 5.13 亿人民币净利润贡献，其企业价值、权益价值和项目内部收益率分别为 97 亿人民币、48 亿人民币和 11.8%。

图表 8. 伦敦金属交易所 PP 期货价格和墨西哥湾 PP 离岸价



资料来源：彭博

图表 9. 中国国内 PP 价格指数月度同比变动%



资料来源：万德

目前我国已经通过了 3 个煤制气示范项目，其中 2 个隶属于大唐国际，分别是内蒙古克什克腾旗项目（向北京供气）和辽宁阜新项目（向沈阳供气）。克旗和阜新项目将分别于 2012 年和 2013 年投产，年产能均达到 40 亿立方米。我们以 230 亿人民币企业价值、63 亿人民币权益价值和 11-12% 的内部收益率对上述两个项目估值。

基于煤价预测调高及煤炭项目的产量预测更加保守，我们将 2010-12 年盈利预测分别下调 17%、36% 和 39%。虽然近期内面临融资的不确定性，但从长期来看，我们认为大唐国际是一家综合能源企业，其非电力业务盈利能力更强。

图表 10. 电力业务主要预测

	2009	2010E	2011E
售电量(十亿 千瓦时)	133.6	160.3	179.0
变动(%)	12.1	20.0	11.7
权益装机容量(兆瓦)	21,168	25,942	28,740
变动(%)	14.5	22.5	10.8
可比电厂利用小时	5,255	5,573	5,631
上网电价(人民币/兆瓦时, 税前)	314.5	320.7	317.5
变动(%)	4.2	2.0	(1.0)
标煤成本(人民币/吨, 税前)	535.0	587.4	593.3
单位燃料成本(人民币/兆瓦时)	174.7	189.7	190.5
变动(%)	(5.3)	8.6	n.m.
净贷款(百万 人民币)	130,875	155,984	178,222
净负债率(%)	398.4	449.0	493.4
如下情况时，每股收益变动幅度%：			
标煤成本变动 1%		6.9	4.4
利用率变动 1%		5.5	3.9
上网电价变动 1%		11.2	7.6
利率变动 50 个基点		10.5	7.9

资料来源：公司数据、中银国际研究

图表 11.非电力业务预测

煤炭业务			2009	2010E	2011E	2012E	2013E
项目	权益	储备(百万 吨)					
内蒙古胜利东二号-I期	100%	7,000	5	10	10	10	10
胜利东二号-II期	100%	-	-	-	5	10	10
胜利东二号-终期	100%	-	-	-	-	-	5
内蒙古五间房	51%	5,600	-	-	-	5	10
内蒙古孔兑沟	51%	800	-	-	-	5	8
山西朔州	51%	-	-	-	-	-	-
河北蔚州	50%	1,500	6	7	10	10	10
内蒙古长滩	40%	2,700	-	-	-	-	5
山西塔山	28%	5,000	17	20	20	20	20
内蒙古宝利	70%	120	-	3	3	3	3
年产量		22,720	29	40	48	63	81
自给率			22.5	24.8	23.1	21.5	25.5
合同煤占比			65.0	68.0	70.0	70.0	70.0
现货煤占比			12.5	7.2	6.9	8.5	4.5
综合标煤成本			535.0	587.4	593.3	595.1	592.9
变动			(9.0)	9.8	1.0	0.3	(0.4)
应占联营公司净利润			416	628	739	739	878
克旗煤制天然气项目	51%						
产能(百万 立方米)		4,000					
利用率						33%	40%
天然气价格						2.06	2.06
煤炭用量(百万 吨)						4.6	14.0
收入(百万 人民币)						2,715	3,291
生产成本						(1,391)	(1,687)
毛利润						1,324	1,605
净利润						(176)	105
企业价值	11,236						
权益价值	3,370	内部收益率	11.9%				
阜新煤制天然气项目	60%						
产能(百万 立方米)		4,000					
利用率							33%
天然气价格							2.06
煤炭用量(百万 吨)							4.6
收入(百万 人民币)							2,715
生产成本							(1,391)
毛利润							1,324
净利润							(176)
企业价值	11,630						
权益价值	2,908	内部收益率	11.0%				
多伦煤化工	60%						
PP产量(千 吨)				46	230	322	460
利用率				10%	50%	70%	100%
收入(百万 人民币)				106	1,345	2,455	4,733
生产成本				(204)	(1,033)	(1,687)	(2,891)
毛利润				(99)	313	769	1,842
净利润				(1,299)	(710)	(345)	513
企业价值	9,692						
权益价值	4,846	内部收益率	11.8%				
煤炭项目息税前利润			0	(99)	313	2,093	4,770

资料来源：公司数据、中银国际研究

图表 12. 估值比较

股票代码	公司	市值	价格	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(%)		
						2010E	2011E	2010E	2011E	2010E	2011E	2010E	2011E	2010E	2011E	
<i>(美元百万)10年4月20日</i>																
电力-香港上市的中国企业																
0991.HK	大唐国际	11,844	港币	3.39	买入	3.9	19.2	18.5	1.3	1.3	2.7	2.7	449.0	493.0	7.1	7.0
0902.HK	华能国际	10,920	港币	4.53	买入	5.4	12.2	9.7	1.0	0.9	4.3	5.3	236.0	262.0	9.3	10.0
0836.HK	华润电力	9,903	港币	16.38	持有	18	13.1	12.2	1.8	1.5	2.5	2.7	153.0	166.0	14.8	13.9
1071.HK	华电国际	3,999	港币	1.96	持有	2.15	14.1	11.1	0.7	0.7	1.2	1.7	379.0	446.0	5.0	6.1
2380.HK	中电国际	1,210	港币	1.84	持有	2	19.1	12.0	0.7	0.6	2.5	3.7	242.0	253.0	3.4	5.3
电力-中国内地上市的中国企业																
600900.SS	长江电力	21,032	人民币	13.05	买入	16.64	27.4	19.1	2.6	2.4	3.0		37.4		10.3	12.9
601991.SS	大唐国际	11,846	人民币	7.89	持有	8.5	48.5	46.4	3.4	3.3	1.0	1.0	452.0	496.0	7.2	7.1
600011.SS	华能国际	10,921	人民币	6.93	持有	7.5	20.8	16.7	1.7	1.7	1.3	1.6	227.0	257.0	9.5	10.1
600795.SS	国电电力	6,218	人民币	7.79	买入	7.35	20.1	16.9	2.2	2.1	1.3		230.6		9.9	11.3
600642.SS	申能股份	4,208	人民币	9.94	未有评级		17.5	16.4	1.9	1.7	2.5		25.6		9.9	10.5
600027.SS	华电国际	3,999	人民币	4.65	持有	5.1	34.3	27.5	1.9	1.8	0.3	0.4	485.0	452.0	5.7	6.8
000027.SZ	深能源	4,092	人民币	12.68	买入	12.3	16.4	15.1	1.9	1.8	1.3		30.1		11.5	11.2
600886.SS	国投电力	2,581	人民币	8.83	买入	10.52	40.3	25.6	1.8	1.8	1.8		161.4		5.8	8.4

资料来源：彭博，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	36,900	47,943	60,337	68,032	79,452
销售成本	(22,700)	(27,008)	(35,439)	(38,817)	(43,348)
经营费用	(4,989)	(6,499)	(7,605)	(9,107)	(11,760)
息税折旧前利润	2,892	6,816	8,452	9,935	12,996
折旧及摊销	(6,319)	(7,620)	(8,842)	(10,173)	(11,347)
经营利润(息税前利润)	9,211	14,436	17,293	20,108	24,344
净利息收入/(费用)	(3,612)	(4,078)	(5,335)	(6,787)	(8,474)
其他收益/(损失)	1,329	384	734	863	866
税前利润	609	3,122	3,851	4,011	5,388
所得税	(61)	(629)	(838)	(790)	(1,279)
少数股东权益	206	(980)	(1,098)	(1,218)	(1,533)
净利润	754	1,513	1,915	2,003	2,577
核心净利润	754	1,513	1,915	2,003	2,577
每股收益(人民币)	0.064	0.128	0.163	0.170	0.219
核心每股收益(人民币)	0.064	0.128	0.163	0.170	0.219
每股股息(人民币)	0.110	0.073	0.081	0.084	0.108
收入增长(%)	13	30	26	13	17
息税前利润增长(%)	(64)	136	24	18	31
息税折旧前利润增长(%)	(29)	57	20	16	21
每股收益增长(%)	(79)	100	27	5	29
核心每股收益增长(%)	(79)	100	27	5	29

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	5,645	1,506	1,110	1,125	1,376
应收帐款	4,313	6,635	8,350	9,415	10,996
库存	2,143	1,855	2,520	2,759	3,089
其他流动资产	3,432	6,684	8,412	9,485	11,077
流动资产总计	15,533	16,680	20,393	22,784	26,537
固定资产	136,191	157,656	181,477	202,487	222,335
无形资产	2,031	2,656	3,743	4,681	5,601
其他长期资产	4,847	7,023	8,219	9,403	10,555
长期资产总计	143,069	167,335	193,439	216,571	238,491
总资产	158,602	184,015	213,832	239,355	265,028
应付帐款	13,230	14,040	17,669	19,923	23,267
短期债务	39,966	26,936	36,644	41,161	48,849
其他流动负债	526	418	460	506	556
流动负债总计	53,722	41,394	54,774	61,590	72,672
长期借款	69,026	105,445	120,451	138,186	151,145
其他长期负债	5,082	4,537	4,083	3,675	3,307
股本	11,780	11,780	12,310	12,310	12,310
储备	14,338	14,209	15,235	16,250	17,788
股东权益	26,118	25,989	27,545	28,560	30,098
少数股东权益	4,654	6,650	6,979	7,344	7,804
总负债及权益	158,602	184,015	213,832	239,355	265,028
每股帐面价值(人民币)	2.22	2.21	2.34	2.42	2.56
每股有形资产(人民币)	2.04	1.98	2.02	2.03	2.08
每股净负债/(现金)(人民币)	8.77	11.11	13.24	15.13	16.86

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	600	3,231	3,853	3,998	5,369
折旧及摊销	6,319	7,620	8,842	10,173	11,347
净利息费用	3,612	4,078	5,335	6,787	8,474
运营资本变动	210	(4,016)	(437)	(76)	(108)
税金	(72)	(639)	(848)	(800)	(1,289)
其他经营现金流	(3,505)	(490)	(4,226)	(1,501)	(1,669)
经营活动产生的现金流	7,164	9,784	12,519	18,582	22,124
购买固定资产净值	(35,545)	(29,718)	(33,630)	(32,124)	(32,118)
投资减少/增加	2,154	(1,120)	(646)	(542)	(568)
其他投资现金流	5,000	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(33,796)	(30,838)	(34,275)	(32,666)	(32,686)
净增权益	0	0	3,302	0	0
净增债务	35,980	23,389	24,714	22,252	20,647
支付股息	(1,408)	(1,296)	(862)	(954)	(990)
其他融资现金流	(6,246)	(4,606)	(5,789)	(7,195)	(8,841)
融资活动产生的现金流	28,326	17,487	21,365	14,103	10,816
现金变动	1,694	(3,568)	(392)	19	254
期初现金	3,649	5,078	1,506	1,110	1,125
公司自由现金流	(26,549)	(21,021)	(21,742)	(14,073)	(10,550)
权益自由现金流	5,736	(1,744)	(2,378)	1,381	1,612

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	25.0	30.1	28.7	29.6	30.6
息税前利润率	7.8	14.2	14.0	14.6	16.4
税前利润率	1.7	6.5	6.4	5.9	6.8
净利率	2.0	3.2	3.2	2.9	3.2
流动性 (倍)					
流动比率	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
利息覆盖率	0.8	1.7	1.6	1.5	1.5
净权益负债率 (%)	335.8	401.0	451.8	496.4	524.0
速动比率	0.2	0.4	0.3	0.3	0.3
估值 (倍)					
市盈率	122.9	61.4	48.5	46.4	36.1
核心业务市盈率	122.9	61.4	48.5	46.4	36.1
目标价对应核心业务市盈率	132.4	66.2	52.3	50.0	38.9
市净率	3.6	3.6	3.4	3.3	3.1
价格/现金流	12.9	9.5	7.4	5.0	4.2
企业价值/息税折旧前利润	21.5	15.6	14.4	13.5	11.9
周转率					
存货周转天数	25.2	27.0	22.5	24.8	24.6
应收帐款周转天数	49.4	41.7	45.3	47.7	46.9
应付帐款周转天数	114.1	103.8	95.9	100.8	99.2
回报率 (%)					
股息支付率	171.8	56.9	49.8	49.4	49.4
净资产收益率	2.7	5.8	7.2	7.1	8.8
资产收益率	1.9	3.2	3.3	3.5	3.9
已运用资本收益率	2.3	4.5	4.7	4.9	5.7

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	36,900	47,943	60,337	68,032	79,452
销售成本	(22,700)	(27,008)	(35,439)	(38,817)	(43,348)
经营费用	(4,989)	(6,572)	(7,647)	(9,146)	(11,803)
息税折旧前利润	2,892	6,744	8,410	9,897	12,954
折旧及摊销	(6,319)	(7,620)	(8,842)	(10,173)	(11,347)
经营利润(息税前利润)	9,211	14,364	17,252	20,070	24,301
净利息收入/(费用)	(3,612)	(4,078)	(5,335)	(6,787)	(8,474)
其他收益/(损失)	1,320	565	778	889	889
税前利润	600	3,231	3,853	3,998	5,369
所得税	(72)	(639)	(848)	(800)	(1,289)
少数股东权益	220	(980)	(1,098)	(1,218)	(1,533)
净利润	748	1,612	1,907	1,981	2,547
核心净利润	748	1,612	1,907	1,981	2,547
每股收益(人民币)	0.064	0.137	0.155	0.161	0.207
核心每股收益(人民币)	0.064	0.137	0.155	0.161	0.207
每股股息(人民币)	0.110	0.073	0.077	0.080	0.103
收入增长(%)	13	30	26	13	17
息税前利润增长(%)	(63)	133	25	18	31
息税折旧前利润增长(%)	(29)	56	20	16	21
每股收益增长(%)	(79)	115	13	4	29
核心每股收益增长(%)	(79)	115	13	4	29

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	5,078	1,506	1,110	1,125	1,376
应收帐款	4,313	6,635	8,350	9,415	10,996
库存	2,143	1,855	2,520	2,759	3,089
其他流动资产	4,000	6,684	8,412	9,485	11,077
流动资产总计	15,534	16,680	20,393	22,784	26,537
固定资产	136,427	156,001	179,565	200,316	219,912
无形资产	2,031	2,656	3,743	4,681	5,601
其他长期资产	4,727	8,887	10,349	11,794	13,201
长期资产总计	143,185	167,544	193,656	216,791	238,714
总资产	158,719	184,224	214,049	239,575	265,250
应付帐款	13,230	14,040	17,669	19,923	23,267
短期债务	39,966	26,936	36,644	41,161	48,849
其他流动负债	526	418	460	506	556
流动负债总计	53,722	41,394	54,774	61,590	72,672
长期借款	69,026	105,445	120,451	138,186	151,145
其他长期负债	5,065	4,537	4,083	3,675	3,307
股本	11,780	11,780	12,310	12,310	12,310
储备	14,471	14,418	15,453	16,470	18,011
股东权益	26,251	26,198	27,763	28,780	30,321
少数股东权益	4,654	6,650	6,979	7,344	7,804
总负债及权益	158,719	184,224	214,049	239,575	265,250
每股帐面价值(人民币)	2.23	2.22	2.26	2.34	2.46
每股有形资产(人民币)	2.06	2.00	1.95	1.96	2.01
每股净负债/(现金)(人民币)	8.84	11.11	12.67	14.48	16.13

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	600	3,231	3,853	3,998	5,369
折旧与摊销	6,319	7,620	8,842	10,173	11,347
净利息费用	3,612	4,078	5,335	6,787	8,474
运营资本变动	210	(4,016)	(437)	(76)	(108)
税金	(72)	(639)	(848)	(800)	(1,289)
其他经营现金流	(1,379)	(490)	(4,226)	(1,501)	(1,669)
经营活动产生的现金流	9,290	9,784	12,519	18,582	22,124
购买固定资产净值	(42,971)	(29,718)	(33,630)	(32,124)	(32,118)
投资减少/增加	2,154	(1,120)	(646)	(542)	(568)
其他投资现金流	5,000	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(35,817)	(30,838)	(34,275)	(32,666)	(32,686)
净增权益	0	0	3,302	0	0
净增债务	35,980	23,389	24,714	22,252	20,647
支付股息	(1,408)	(1,296)	(862)	(954)	(990)
其他融资现金流	(6,612)	(4,606)	(5,789)	(7,195)	(8,841)
融资活动产生的现金流	27,960	17,487	21,365	14,103	10,816
现金变动	1,433	(3,568)	(392)	19	254
期初现金	3,649	5,078	1,506	1,110	1,125
公司自由现金流	(26,444)	(21,021)	(21,742)	(14,073)	(10,550)
权益自由现金流	5,841	(1,744)	(2,378)	1,381	1,612

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	25.0	30.0	28.6	29.5	30.6
息税前利润率	7.8	14.1	13.9	14.5	16.3
税前利润率	1.6	6.7	6.4	5.9	6.8
净利率	2.0	3.4	3.2	2.9	3.2
流动性 (倍)					
流动比率	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
利息覆盖率	0.8	1.6	1.6	1.5	1.5
净权益负债率 (%)	336.2	398.4	449.0	493.4	521.0
速动比率	0.2	0.4	0.3	0.3	0.3
估值 (倍)					
市盈率	46.8	21.8	19.2	18.5	14.4
核心业务市盈率	46.8	21.8	19.2	18.5	14.4
目标价对应核心业务市盈率	53.9	25.1	22.1	21.3	16.6
市净率	1.3	1.3	1.3	1.3	1.2
价格/现金流	3.8	3.6	2.9	2.0	1.7
企业价值/息税折旧前利润	15.2	11.6	11.2	10.7	9.6
周转率					
存货周转天数	25.2	27.0	22.5	24.8	24.6
应收帐款周转天数	49.4	41.7	45.3	47.7	46.9
应付帐款周转天数	114.1	103.8	95.9	100.8	99.2
回报率 (%)					
股息支付率	173.3	53.5	50.0	50.0	50.0
净资产收益率	2.7	6.1	7.1	7.0	8.6
资产收益率	1.8	3.2	3.3	3.5	3.9
已运用资本收益率	2.4	4.4	4.7	4.9	5.7

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；及(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。中银国际集团在过去12个月内与中电国际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4月20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閣下作参考之用，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，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

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，纯粹为了閣下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。閣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閣下个别情况。本报告不能作为閣下私人咨询的建议。

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 條之強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 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(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 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