

2010年8月20日

大唐国际

期待非电力业务表现需有耐心

上半年，大唐国际净利润同比增长28%，主要得益于折旧政策调整，发电量提高。煤价上涨导致利润率缩窄，但是预计未来煤价将保持平稳，甚至略有下跌。随着多伦聚丙烯项目将在2011年上马，公司的化工项目将产生贡献，来年公司的能源业务盈利或将上升。电价较高的沿海电厂增加可能有利于改善电力业务利润率。虽然业绩并没有带给市场太多的惊喜，但是我们认为大唐的扩张与多样化正在有条不紊的进行。

A	持有
	601991.SS - 人民币 7.14 目标价格: 人民币 8.50
H	买入
	0991.HK - 港币 3.15 目标价格: 港币 3.90

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

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(%)	(21)	2	1	(34)
相对新华富时A50指数(%)	2	(1)	(2)	(18)

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)	19,144
3个月日均交易额 (人民币 百万)	29
净负债比率 (%)	412
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

- 上半年净利润符合市场预期；
- 吕四港电厂 4 个月内贡献了 1.5 亿人民币收入；
- 渝能集团因房地产业务低迷而录得亏损。

评级面临的主要风险

- 化工项目推迟；
- 2010 年末 A 股定向增发。

估值

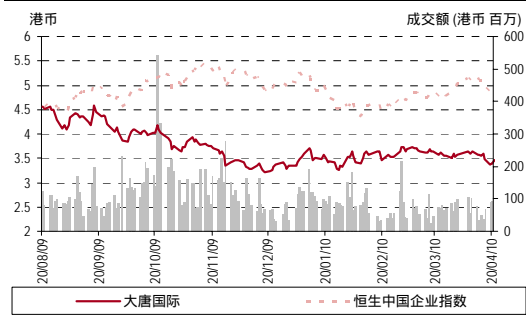
- 由于折旧政策调整、公司化工项目和沿海项目带来贡献，我们上调了 2011-12 年每股收益预测；
- A 股和 H 股目标价分别对应 2.6 倍 2011 年市净率、32 倍市盈率以及 1.1 倍 2011 年预期市净率、14.6 倍市盈率。

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	61,988	72,518	83,155
变动 (%)	13	30	29	17	15
净利润 (人民币 百万)	754	1,513	1,917	3,126	3,502
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.064	0.128	0.163	0.265	0.297
变动 (%)	(79.5)	100.0	26.7	63.1	12.0
市场预测每股收益 (人民币)	-	-	0.181	0.210	0.223
原先预测摊薄每股收益 (人民币)	-	-	0.163	0.170	0.219
调整幅度 (%)	-	-	0.1	56.1	35.9
核心每股收益 (人民币)	0.064	0.128	0.163	0.265	0.297
变动 (%)	(79.5)	100.0	26.7	63.1	12.0
全面摊薄市盈率 (倍)	111.2	55.6	43.9	26.9	24.0
核心市盈率 (倍)	111.2	55.6	43.9	26.9	24.0
每股现金流量 (人民币)	0.61	0.83	1.23	1.58	1.83
价格/每股现金流量 (倍)	11.7	8.6	5.8	4.5	3.9
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	20.5	15.0	14.7	11.8	11.0
每股股息 (人民币)	0.110	0.073	0.084	0.105	0.118
股息率 (%)	1.5	1.0	1.2	1.5	1.7

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)



股价表现 (H 股)

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	(5)	(4)	12	(30)
相对恒生中国企业指数 (%)	3	(7)	5	(33)

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)	38,777
3 个月日均交易额 (港币 百万)	55
净负债比率 (%)	410

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	61,988	72,518	83,155
变动 (%)		13	30	29	17
净利润 (人民币 百万)	748	1,612	1,969	3,090	3,478
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.064	0.137	0.160	0.232	0.261
变动 (%)		(79.3)	114.9	16.9	45.1
市场预测每股收益 (人民币)	-	-	0.135	0.190	0.243
先前预测每股收益 (人民币)	-	-	0.155	0.161	0.207
调整幅度 (%)	-	-	3.2	44.3	26.3
核心每股收益 (人民币)	0.064	0.137	0.160	0.232	0.261
变动 (%)		(79.3)	114.9	16.9	45.1
全面摊薄市盈率 (倍)	43.2	20.1	17.2	11.9	10.5
核心市盈率 (倍)	43.2	20.1	17.2	11.9	10.5
每股现金流量 (人民币)	0.79	0.83	1.17	1.40	1.62
价格/每股现金流量 (倍)	3.5	3.3	2.3	2.0	1.7
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	14.9	11.5	11.6	9.6	9.1
每股股息 (人民币)	0.110	0.073	0.080	0.093	0.105
股息率 (%)	4.0	2.7	2.9	3.4	3.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

发电量扩张

上半年, 大唐净利润达到 9.12 亿人民币, 同比增幅为 28%, 环比保持平稳, 符合市场预期, 但是比我们预测高出 20%, 主要是因为 4 月开始折旧方法调整, 将使得今年成本下降 18 亿人民币。盈利增长主要由发电量增长 32% 利用小时数延长 66 个小时至 2,304 小时所拉动

图表 2. 10 年上半年业绩摘要-国际会计准则

(人民币, 百万)	09 年 上半年	下半年	10 年 上半年	环比变动 %	同比变动 %
营收	20,726	27,259	28,946	6.2	39.7
燃料	(9,349)	(12,798)	(14,027)	9.6	50.0
其他经营费用	(4,764)	(6,770)	(7,433)	9.8	56.0
息税折旧前利润	6,613	7,691	7,486	(2.7)	13.2
折旧	(3,587)	(3,957)	(3,572)	(9.7)	(0.4)
经营利润	3,026	3,734	3,913	4.8	29.3
净利息成本	(2,011)	(2,091)	(2,539)	21.5	26.2
应占联营公司业绩	178	232	360	55.0	101.7
剥离收益	145	10	8		
税前利润	1,338	1,885	1,742	(7.6)	30.2
税金	(225)	(414)	(313)		
少数股东权益	(399)	(581)	(517)		
归属于股东利润	713	890	912	2.4	27.8
每股收益 (人民币)	0.06	0.08	0.08	(3.8)	23.5
派息					
息税折旧前利润率 (%)	31.9	28.2	25.9		
经营利润率 (%)	14.6	13.7	13.5		
净利率 (%)	3.4	3.3	3.2		

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 3. 10 年上半年业绩摘要-中国会计准则

(人民币, 百万)	09 年 上半年	10 年 1 季度	10 年 2 季度	10 年上 半年	环比变 动 %	同比变 动 %
收入	20,726	14,705	14,241	28,946	(3.2)	39.7
经营成本	(17,142)	(12,743)	(11,516)	(24,259)	(9.6)	41.5
毛利润	3,585	1,963	2,724	4,687	38.8	30.8
毛利率 (%)	17.3	13.3	19.1	16.2		
一般、销售和管理费用	(813)	(657)	(246)	(903)	(62.6)	11.1
财务成本	(2,011)	(1,223)	(1,316)	(2,539)	7.7	26.2
投资收入和应占联营公司业绩	255	154	163	317		
经营利润/(亏损)	1,201	237	1,327	1,564	460.1	30.2
经营利润率 (%)	5.8	1.6	9.3	5.4		
营业外收入	70	17	78	95		
营业外费用	(5)	(1)	(2)	(3)		
税前利润/(亏损)	1,266	253	1,403	1,656	455.3	30.8
税金	(218)	(101)	(204)	(305)	102.9	39.9
少数股东权益	404	(136)	(384)	(521)	181.7	(228.9)
净利润/(亏损)	644	16	814	830	n.m.	28.9
每股收益 (人民币)	0.055	0.001	0.068	0.069	n.m.	26.0

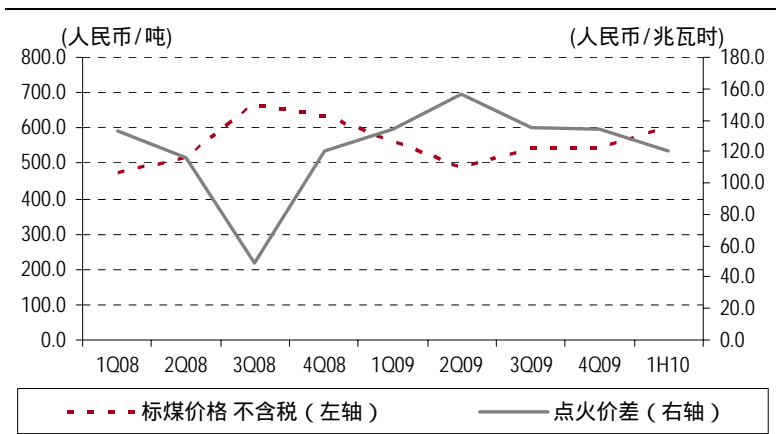
资料来源: 公司数据, 中银国际研究

燃料成本上涨 14%，利润率收窄

上半年，燃料成本占总成本的比重上升了 9 个百分点。大唐的标煤成本同比上升了 76 元人民币/吨至 601 元人民币/吨，导致燃料成本增加 18 亿人民币。单位燃料成本也上涨 195 人民币/兆瓦时，同比增幅为 14%。燃料成本上涨，以及煤炭和化工贸易收入增加而利润小幅增长导致国际会计准则下息税折旧前利润率同比缩窄 6 个百分点。中国会计准则下的经营利润率低至 5.4%，但是 2 季度的利润率提高至 9.3%。

由于低碳政策、独立发电企业的自给率提高和库存充足，电力密度将受到限制，我们预计未来煤价将保持平稳，或略有下跌。下半年的单位燃料成本预计将环比下降 2%。

图表 4.煤价走势



资料来源：公司数据及中银国际研究

图表 5.主要经营数据

	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	2010年 上半年
发电量(十亿千瓦时)	27.8	33.5	61.3	40.5	101.8	40.1	141.9	80.8
同比变动%	(5.1)	0.9	(1.5)	4.8	5.6	32.2	12.0	31.8
标煤价格(人民币/吨, 不含增值税)	562.0	488.0	525.0	546.0	532.0	542.6	535.0	601.0
单位燃料成本(人民币/兆瓦时)	183.5	159.7	171.6	180.4	174.5	175.6	174.8	195.0
上网电价(不含增值税)	317.2	316.3	316.8	315.6	316.4	309.8	314.5	315.8
点火价差(人民币兆瓦时)	133.7	156.6	145.2	135.2	141.8	134.2	139.7	120.8

资料来源：公司数据、中银国际研究

东部电厂增加——一个好的迹象

上半年，公司共新增 3,511 兆瓦装机容量，其中 2,640 兆瓦都位于东部沿海地区。水电和风电装机容量共计增加 470 兆瓦。

沿海电厂的电价和利用小时数都较高，这将进一步优化公司的资产结构。举例来说，江苏南通吕四港电厂 4 个月就贡献利润 1.5 亿人民币。此外，广东潮州电厂新增两台超超临界 1,000 兆瓦机组的项目最近也已获得审批。

投资管理仍是一大挑战

上半年投资现金流由 127 亿人民币降至 77 亿人民币。据我们了解，大唐国际已经过了电力资产投资的高峰期，未来非电力资产投资的比例将有所上升。随着更多的机组投入运营，利息资本化减少将导致财务成本上升。我们认为，由于高投入的化工项目要几年时间才能开始产出，因此短期内公司的财务状况仍将面临挑战。我们预计，今年末公司的净权益负债率将上升至 410%，此后由于 A 股定向增发带来的 66 亿人民币资金，到 2011 年末负债率将降至 360%。然而，2010-12 年间，财务成本仍将侵蚀公司总经营利润的 57% 左右。

新收购的渝能集团对公司来说具有十分重要的战略意义，因为公司能够合并两家水电站的权益并增加在重庆地区的业务。然而，由于水电发电量及房地产业务表现不佳，渝能集团上半年录得 3,600 万人民币亏损，而管理层预计下半年房地产销售将有所反弹。

增长点即将出现，但仍需耐心等待

上半年煤炭产量超过了我们的预期，塔山煤矿产煤 1,130 万吨，相当于 09 年全年产量的 67%，为公司贡献 2.13 亿人民币利润。我们预计，今年塔山煤矿贡献利润将同比增长 40% 以上。

多伦煤制聚丙烯项目将于今年底开始产出终端产品，公司已通过直销渠道获得了约十个大客户，并通过代理渠道成立了约 100 个销售点。由于中国三分之一的聚丙烯产品都要依靠进口，因此我们认为该产品有市场。

我们预计，多伦煤制聚丙烯项目、克旗煤制天然气项目（2012年开工）和阜新煤制天然气（2013年开工）的内部收益率分别为12%、8%和9%左右。在我们的预测每股净资产值3.9港币中约有1港币来自煤化工和煤制天然气项目。

公司还销售来自托克托电厂的粉煤灰再生氧化铝（该电厂煤炭供应来自鄂尔多斯地区）并从事铝贸易。这两项业务上半年收入共计13亿人民币，但利润贡献很少。我们估计，这些处于试验阶段的项目表明公司正在研究对粉煤灰、煤焦油及其他原料的综合利用。

图表 6.主要假设

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
售电量(十亿千瓦时)	119.1	133.6	160.7	184.0	198.8
变动(%)	7.0	12.1	20.3	14.5	8.1
权益装机容量(兆瓦)	18,492	21,168	26,621	29,551	32,578
变动(%)	17.6	14.5	25.8	11.0	10.2
可比电厂利用小时数	5,386	5,255	5,368	5,492	5,433
上网电价(人民币/兆瓦时，不含税)	301.7	314.5	317.6	328.6	328.1
变动(%)	3.5	4.2	1.0	3.5	(0.1)
标煤成本(人民币/吨，不含税)	588.0	535.0	591.2	595.0	598.1
单位燃料成本(人民币/兆瓦时)	184.5	174.7	191.6	192.8	193.8
变动(%)	33.2	(5.3)	9.7	0.6	0.5
净贷款(百万人民币)	103,914	130,875	154,043	169,414	190,108
净负债率(%)	336.2	398.4	409.9	361.5	382.4
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：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	61,988	72,518	83,155
销售成本	(22,700)	(27,008)	(35,653)	(39,807)	(44,826)
经营费用	(4,989)	(6,499)	(10,129)	(11,216)	(13,576)
息税折旧前利润	2,892	6,816	8,251	12,297	14,451
折旧及摊销	(6,319)	(7,620)	(7,956)	(9,197)	(10,302)
经营利润(息税前利润)	9,211	14,436	16,207	21,495	24,753
净利息收入/(费用)	(3,612)	(4,078)	(5,327)	(6,545)	(7,950)
其他收益/(损失)	1,329	384	793	926	937
税前利润	609	3,122	3,717	6,679	7,439
所得税	(61)	(629)	(670)	(1,653)	(1,846)
少数股东权益	206	(980)	(1,130)	(1,899)	(2,090)
净利润	754	1,513	1,917	3,126	3,502
核心净利润	754	1,513	1,917	3,126	3,502
每股收益(人民币)	0.064	0.128	0.163	0.265	0.297
核心每股收益(人民币)	0.064	0.128	0.163	0.265	0.297
每股股息(人民币)	0.110	0.073	0.084	0.105	0.118
收入增长(%)	13	30	29	17	15
息税前利润增长(%)	(64)	136	21	49	18
息税折旧前利润增长(%)	(29)	57	12	33	15
每股收益增长(%)	(79)	100	27	63	12
核心每股收益增长(%)	(79)	100	27	63	12

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	3,052	3,788	3,127
应收帐款	4,313	6,635	8,579	10,036	11,508
库存	2,143	1,855	2,498	2,797	3,163
其他流动资产	3,432	6,684	8,642	10,110	11,593
流动资产总计	15,533	16,680	22,770	26,731	29,391
固定资产	136,191	157,656	182,364	204,350	225,243
无形资产	2,031	2,656	3,743	4,681	5,601
其他长期资产	4,847	7,023	8,282	9,508	10,709
长期资产总计	143,069	167,335	194,388	218,538	241,552
总资产	158,602	184,015	217,158	245,269	270,944
应付帐款	13,230	14,040	18,153	21,237	24,352
短期债务	39,966	26,936	36,644	40,608	48,240
其他流动负债	526	418	460	506	556
流动负债总计	53,722	41,394	55,257	62,351	73,148
长期借款	69,026	105,445	120,451	132,594	144,995
其他长期负债	5,082	4,537	4,083	3,675	3,307
股本	11,780	11,780	12,310	13,310	13,310
储备	14,338	14,209	18,069	25,781	27,998
股东权益	26,118	25,989	30,379	39,091	41,308
少数股东权益	4,654	6,650	6,988	7,558	8,185
总负债及权益	158,602	184,015	217,158	245,269	270,944
每股帐面价值(人民币)	2.22	2.21	2.58	3.32	3.51
每股有形资产(人民币)	2.04	1.98	2.26	2.92	3.03
每股净负债/(现金)(人民币)	8.77	11.11	13.08	14.38	16.14

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	3,779	6,653	7,424
折旧及摊销	6,319	7,620	7,956	9,197	10,302
净利息费用	3,612	4,078	5,327	6,545	7,950
运营资本变动	210	(4,016)	(390)	(95)	(156)
税金	(72)	(639)	(680)	(1,663)	(1,856)
其他经营现金流	(3,505)	(490)	(1,540)	(2,030)	(2,116)
经营活动产生的现金流	7,164	9,784	14,452	18,606	21,548
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	6,630	0
净增债务	35,980	23,389	24,714	16,108	20,033
支付股息	(1,408)	(1,296)	(862)	(985)	(1,236)
其他融资现金流	(6,246)	(4,606)	(5,781)	(6,953)	(8,317)
融资活动产生的现金流	28,326	17,487	21,373	14,800	10,480
现金变动	1,694	(3,568)	1,550	740	(658)
期初现金	3,649	5,078	1,506	3,052	3,788
公司自由现金流	(26,549)	(21,021)	(19,808)	(14,029)	(11,099)
权益自由现金流	5,736	(1,744)	(437)	(4,497)	946

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	26.1	29.6	29.8
息税前利润率	7.8	14.2	13.3	17.0	17.4
税前利润率	1.7	6.5	6.0	9.2	8.9
净利率	2.0	3.2	3.1	4.3	4.2
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	1.5	1.9	1.8
净权益负债率 (%)	335.8	401.0	412.2	363.2	384.1
速动比率	0.2	0.4	0.4	0.4	0.4
估值 (倍)					
市盈率	111.2	55.6	43.9	26.9	24.0
核心业务市盈率	111.2	55.6	43.9	26.9	24.0
目标价对应核心业务市盈率	132.4	66.2	52.2	32.0	28.6
市净率	3.2	3.2	2.8	2.2	2.0
价格/现金流	11.7	8.6	5.8	4.5	3.9
企业价值/息税折旧前利润	20.5	15.0	14.7	11.8	11.0
周转率					
存货周转天数	25.2	27.0	22.3	24.3	24.3
应收帐款周转天数	49.4	41.7	44.8	46.8	47.3
应付帐款周转天数	114.1	103.8	94.8	99.1	100.1
回报率 (%)					
股息支付率	171.8	56.9	51.4	39.5	39.7
净资产收益率	2.7	5.8	6.8	9.0	8.7
资产收益率	1.9	3.2	3.4	4.0	4.2
已运用资本收益率	2.3	4.5	4.6	6.0	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)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	36,900	47,943	61,988	72,518	83,155
销售成本	(22,700)	(27,008)	(35,653)	(39,807)	(44,826)
经营费用	(4,989)	(6,572)	(10,164)	(11,269)	(13,614)
息税折旧前利润	2,892	6,744	8,216	12,245	14,413
折旧及摊销	(6,319)	(7,620)	(7,956)	(9,197)	(10,302)
经营利润(息税前利润)	9,211	14,364	16,171	21,442	24,716
净利息收入/(费用)	(3,612)	(4,078)	(5,327)	(6,545)	(7,950)
其他收益/(损失)	1,320	565	890	953	961
税前利润	600	3,231	3,779	6,653	7,424
所得税	(72)	(639)	(680)	(1,663)	(1,856)
少数股东权益	220	(980)	(1,130)	(1,899)	(2,090)
净利润	748	1,612	1,969	3,090	3,478
核心净利润	748	1,612	1,969	3,090	3,478
每股收益(人民币)	0.064	0.137	0.160	0.232	0.261
核心每股收益(人民币)	0.064	0.137	0.160	0.232	0.261
每股股息(人民币)	0.110	0.073	0.080	0.093	0.105
收入增长(%)	13	30	29	17	15
息税前利润增长(%)	(63)	133	22	49	18
息税折旧前利润增长(%)	(29)	56	13	33	15
每股收益增长(%)	(79)	115	17	45	13
核心每股收益增长(%)	(79)	115	17	45	13

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	3,052	3,788	3,127
应收帐款	4,313	6,635	8,579	10,036	11,508
库存	2,143	1,855	2,498	2,797	3,163
其他流动资产	4,000	6,684	8,642	10,110	11,593
流动资产总计	15,534	16,680	22,770	26,731	29,391
固定资产	136,427	156,001	180,451	202,178	222,819
无形资产	2,031	2,656	3,743	4,681	5,601
其他长期资产	4,727	8,887	10,412	11,898	13,355
长期资产总计	143,185	167,544	194,605	218,758	241,775
总资产	158,719	184,224	217,375	245,489	271,166
应付帐款	13,230	14,040	18,153	21,237	24,352
短期债务	39,966	26,936	36,644	40,608	48,240
其他流动负债	526	418	460	506	556
流动负债总计	53,722	41,394	55,257	62,351	73,148
长期借款	69,026	105,445	120,451	132,594	144,995
其他长期负债	5,065	4,537	4,083	3,675	3,307
股本	11,780	11,780	12,310	13,310	13,310
储备	14,471	14,418	18,286	26,001	28,220
股东权益	26,251	26,198	30,596	39,311	41,530
少数股东权益	4,654	6,650	6,988	7,558	8,185
总负债及权益	158,719	184,224	217,375	245,489	271,166
每股帐面价值(人民币)	2.23	2.22	2.49	2.95	3.12
每股有形资产(人民币)	2.06	2.00	2.18	2.60	2.70
每股净负债/(现金)(人民币)	8.84	11.11	12.51	12.73	14.28

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	3,779	6,653	7,424
折旧与摊销	6,319	7,620	7,956	9,197	10,302
净利息费用	3,612	4,078	5,327	6,545	7,950
运营资本变动	210	(4,016)	(390)	(95)	(156)
税金	(72)	(639)	(680)	(1,663)	(1,856)
其他经营现金流	(1,379)	(490)	(1,540)	(2,030)	(2,116)
经营活动产生的现金流	9,290	9,784	14,452	18,606	21,548
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	6,630	0
净增债务	35,980	23,389	24,714	16,108	20,033
支付股息	(1,408)	(1,296)	(862)	(985)	(1,236)
其他融资现金流	(6,612)	(4,606)	(5,781)	(6,953)	(8,317)
融资活动产生的现金流	27,960	17,487	21,373	14,800	10,480
现金变动	1,433	(3,568)	1,550	740	(658)
期初现金	3,649	5,078	1,506	3,052	3,788
公司自由现金流	(26,444)	(21,021)	(19,808)	(14,029)	(11,099)
权益自由现金流	5,841	(1,744)	(437)	(4,497)	946

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	26.1	29.6	29.7
息税前利润率	7.8	14.1	13.3	16.9	17.3
税前利润率	1.6	6.7	6.1	9.2	8.9
净利率	2.0	3.4	3.2	4.3	4.2
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	1.5	1.9	1.8
净权益负债率 (%)	336.2	398.4	409.9	361.5	382.4
速动比率	0.2	0.4	0.4	0.4	0.4
估值 (倍)					
市盈率	43.2	20.1	17.2	11.9	10.5
核心业务市盈率	43.2	20.1	17.2	11.9	10.5
目标价对应核心业务市盈率	53.5	24.9	21.3	14.7	13.0
市净率	1.2	1.2	1.1	0.9	0.9
价格/现金流	3.5	3.3	2.3	2.0	1.7
企业价值/息税折旧前利润	14.9	11.5	11.6	9.6	9.1
周转率					
存货周转天数	25.2	27.0	22.3	24.3	24.3
应收帐款周转天数	49.4	41.7	44.8	46.8	47.3
应付帐款周转天数	114.1	103.8	94.8	99.1	100.1
回报率 (%)					
股息支付率	173.3	53.5	50.0	40.0	40.0
净资产收益率	2.7	6.1	6.9	8.8	8.6
资产收益率	1.8	3.2	3.4	4.0	4.2
已运用资本收益率	2.4	4.4	4.6	5.9	6.2

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8月18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