

2010年10月29日

华电国际

盈利可见性极低

A 卖出 (持有)

600027.SS - 人民币 4.05

目标价格: 人民币 3.70 (↓5.10)

H 卖出 (持有)

1071.HK - 港币 1.78

目标价格: 港币 1.60 (↓2.15)

姚圣, CFA

(852) 2905 2105

peter.yao@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300210090002

华电国际3季度净亏损3.84亿人民币,我们预计,在煤价不断上涨的压力下,4季度公司表现仍将黯淡。我们将H股目标价由2.15港币下调至1.60港币;同时,基于160%的A-H股溢价,将A股目标价由5.10人民币下调至3.70人民币。我们新的目标价分别对应0.6倍和1.6倍的2011财年预期市净率。我们将华电国际H股和A股评级均由持有下调为卖出。

支撑评级的要点

- 我们上调2010-11年煤价假设后,华电国际2010年和2011年经营利润率将分别缩窄3.9个百分点和2.0个百分点至4.3%和9.0%。由于利润率较低,华电国际是对煤价上涨敏感度最大的独立发电企业,单位燃料成本每上升1%将导致其2011财年每股收益减少55.2%。
- 华电国际还是负债率最高的独立发电企业。我们预计,央行加息25个基点后,其净权益负债率将进一步上升。2010年,其净权益负债率将达到419.8%,2011年将进一步上升至508.1%的历史最高点。

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(%)	(25)	6	3	(23)
相对新华富时A50指数(%)	(11)	(13)	(9)	(14)

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)	6,771
流通股(%)	27
流通股市值(人民币 百万)	7,334
3个月日均交易额(人民币 百万)	53
净负债比率(%)	431
主要股东(%)	
中国华电集团	6

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

评级面临的主要风险

- 冬季煤炭需求强于预期导致煤炭现货价格快速上涨;
- 上网电价上调幅度大于预期。

估值

- 我们新的H股目标价1.60港币和A股目标价3.70人民币分别对应0.6倍和1.6倍的2011财年市净率及23倍和45倍的2011财年市盈率。

图表 1. 投资摘要 (A股)

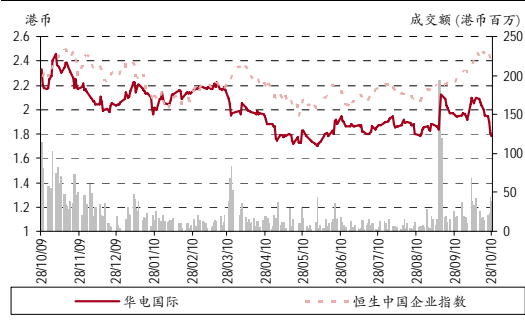
年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币 百万)	31,961	36,721	43,818	52,860	61,234
变动(%)	33	15	19	21	16
净利润(人民币 百万)	(2,547)	1,162	(625)	568	605
全面摊薄每股收益(人民币)	(0.423)	0.191	(0.092)	0.084	0.089
变动(%)	(287.0)	(145.2)	(148.3)	(190.8)	6.5
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.084	0.146	0.184
先前摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.135	0.169	0.198
调整幅度(%)	-	-	(168.2)	(50.4)	(54.8)
核心每股收益(人民币)	(0.423)	0.191	(0.092)	0.084	0.089
变动(%)	(287.0)	(145.2)	(148.3)	(190.8)	6.5
全面摊薄市盈率(倍)	NM	21.2	NM	48.3	45.3
核心市盈率(倍)	NM	21.2	NM	48.3	45.3
每股现金流量(人民币)	0.10	1.51	0.89	1.32	1.62
价格/每股现金流量(倍)	41.7	2.7	4.5	3.1	2.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	23.8	10.4	17.8	14.0	13.0
每股股息(人民币)	0.000	0.035	0.000	0.013	0.016
股息率(%)	0.0	0.9	0.0	0.3	0.4

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>, thomsonreuters.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(%)	(14)	(9)	(5)	(24)
相对恒生中国企业指数(%)	(18)	(18)	(16)	(27)

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)	6,771
流通股(%)	94
流通股市值(港币百万)	11,326
3个月日均交易额(港币百万)	20
净负债比率(%)	424

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)	29,997	36,450	43,495	52,471	60,783
变动(%)	47	22	19	21	16
净利润(人民币百万)	(2,560)	1,157	(732)	435	536
全面摊薄每股收益(人民币)	(0.425)	0.190	(0.108)	0.064	0.079
变动(%)	(313.9)	(144.7)	(156.9)	(159.4)	23.1
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.063	0.124	0.175
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.122	0.155	0.190
调整幅度(%)	-	-	(188.5)	(58.5)	(58.3)
核心每股收益(人民币)	(0.425)	0.190	(0.108)	0.064	0.079
变动(%)	(313.9)	(144.7)	(156.9)	(159.4)	23.1
全面摊薄市盈率(倍)	NM	8.1	NM	23.9	19.4
核心市盈率(倍)	NM	8.1	NM	23.9	19.4
每股现金流量(人民币)	0.16	1.71	0.92	1.30	1.59
价格/每股现金流量(倍)	9.7	0.9	1.7	1.2	1.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	22.7	9.1	15.9	12.9	12.2
每股股息(人民币)	0.000	0.035	0.000	0.013	0.016
股息率(%)	0.0	2.3	0.0	0.8	1.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

华电国际3季度出现亏损

华电国际3季度中国会计准则下净亏损3.84亿人民币, 而去年同期盈利3.58亿人民币。今年前三季度, 公司累计亏损3.48亿人民币, 而去年同期盈利9.08亿人民币。公司出现亏损主要是由于3季度煤价上涨导致煤炭成本激增。

尽管3季度发电量增长强劲(同比增长16.7%), 但收入的增加仍不足以抵消经营成本的上升(同比上升34.6%), 因此毛利润同比下滑57.8%至6.41亿人民币。财务成本同比上升20%至8.85亿人民币, 对于净利润表现无疑是雪上加霜。

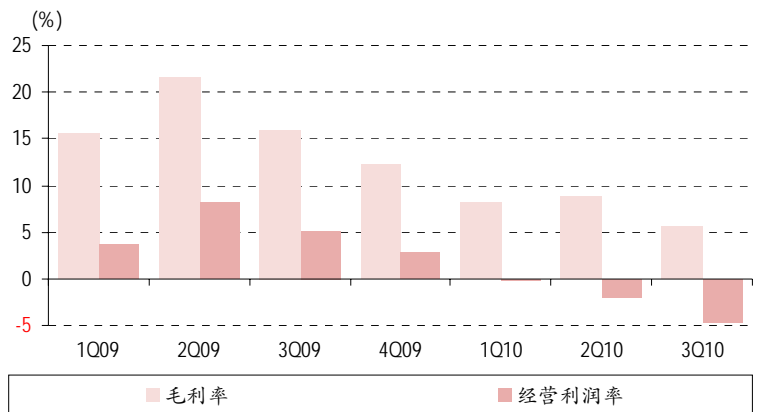
图表 2.3 季度及前三季度业绩摘要 (中国会计准则下)

(人民币, 百万)	2009年 3季度	2010年 3季度	同比 变动%	2009年 1-3季度	2010年 1-3季度	同比 变动%
经营收入	9,546	11,354	18.9	26,835	33,222	23.8
经营成本	(7,971)	(10,679)	34.0	(22,300)	(30,598)	37.2
税金及附加	(59)	(34)	(42.0)	(210)	(128)	(39.1)
毛利润	1,516	641	(57.8)	4,325	2,496	(42.3)
销售及管理费用	(317)	(305)	(3.9)	(868)	(871)	0.4
净财务费用	(738)	(885)	20.0	(2,247)	2,417	-
投资收益及联营	33	23	(30.5)	160	234	46.4
公司利润贡献						
经营利润(亏损)	494	(527)	-	1,371	(551)	-
营业外收入	16	58	271.0	42	150	260.0
营业外费用	(10)	1	-	(14)	(2)	(81.9)
税前利润(亏损)	500	(470)	-	1,399	(403)	-
税金	79	30	(61.5)	(99)	13	-
少数股东权益	(221)	56	-	(396)	42	-
净利润(亏损)	358	(384)	-	904	(348)	-
每股收益(人民币)	0.06	(0.06)	-	0.15	(0.05)	-

主要比率(%)

毛利率	15.9	5.6	(10.2)	16.1	7.5	(8.6)
经营利润率	5.2	(4.6)	-	5.1	(1.7)	-

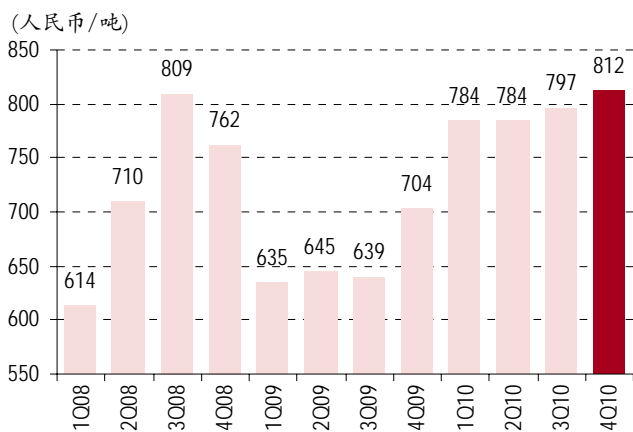
资料来源: 公司数据

图表 3. 毛利率及经营利润率


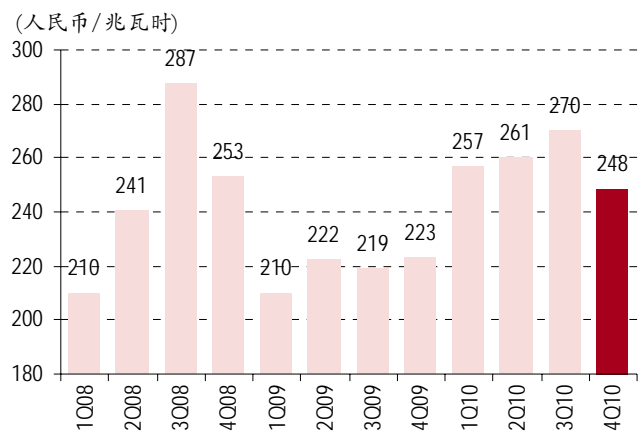
资料来源：公司数据、中银国际研究

煤炭成本进一步上升

最近,我们的煤炭研究员将 2011 年秦皇岛煤炭现货价格预测由之前的 640 元/吨上调至 730 元/吨。我们预计,在煤炭现货价格不断上涨的背景下,4 季度公司的标煤成本将进一步同比上升 15.4%至 811.8 元/吨(3 季度同比上升 24.6%至 796.5 元/吨)。我们预计,公司的全年标煤成本将同比上升 21.2%至 794.1 元/吨。此外,我们还预计 2011 年标煤成本将同比上升 3.0%至 817.9 元/吨。上调煤价假设后,华电国际 2010 和 2011 年经营利润率将分别缩窄 3.9 个百分点和 2.0 个百分点至 4.3%和 9.0%。

图表 4. 标煤成本


资料来源：公司数据、中银国际研究

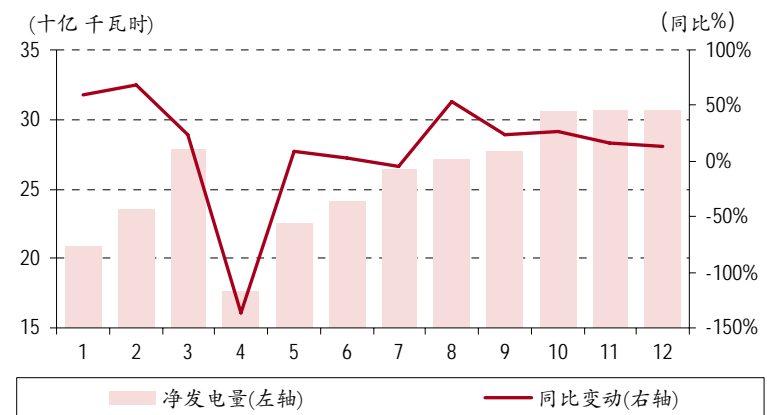
图表 5. 单位燃料成本


资料来源：公司数据、中银国际研究

由于2011年利润率将进一步缩窄,因此我们预计公司对煤炭价格的敏感度将较之前的预测有所提高,单位燃料成本每上升1%将导致2011财年每股收益减少57.4%。由于煤炭成本上升和发电量增长放缓,我们预计全年单位燃料成本将同比上升18.1%至259元/兆瓦时(上半年同比上升19.7%)。

我们预计4季度发电量增长将进一步放缓,净发电量将同比增长13.3%(环比下滑0.2%)至30.7亿千瓦时(3季度同比增长16.8%,环比增长0.7%)。2010财年和2011财年全年净发电量将分别同比增长19.7%和16.4%至1,196亿千瓦时和1,392亿千瓦时。管理层之前制定了2010年全年火电厂利用小时数5,035小时的目标,我们预计今年的实际利用小时数将达到5,281小时,这主要是由于今年前三季度净发电量同比增长了22.0%。

图表 6.净发电量(十亿千瓦时)及同比增速(%)



资料来源: 公司数据、中银国际研究

图表 7.主要假设调整

	2010E	2011E	2012E
装机容量			
新假设	28,592	32,633	36,154
原假设	27,992	32,173	34,154
调整幅度(%)	2.1	1.4	5.9
总发电量(十亿千瓦时)			
新假设	128.6	149.7	171.8
原假设	134.2	149.6	173.2
调整幅度(%)	(4.2)	0.1	(0.8)
净发电量(十亿千瓦时)			
新假设	119.6	139.2	159.8
原假设	125.0	139.3	161.3
调整幅度(%)	(4.3)	0.0	(0.9)
平均利用小时数			
新假设	5,281	5,206	5,427
原假设	5,474	5,521	5,289
调整幅度(%)	(192.4)	(314.7)	138.4
利用率(%)			
新假设	60.3	59.4	62.0
原假设	62.5	63.0	60.4
调整幅度(%)	(2.2)	(3.6)	1.6
上网电价(含税)			
新假设	412.7	422.7	418.1
原假设	413.9	423.0	418.5
调整幅度(%)	(0.3)	(0.1)	(0.1)

资料来源: 公司数据、中银国际研究

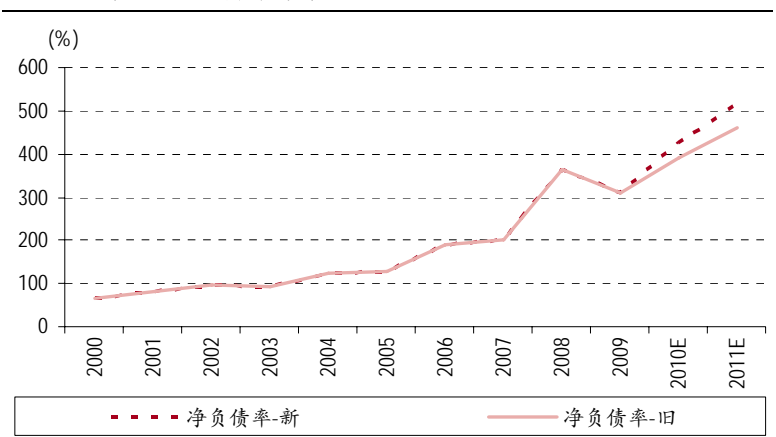
图表 7. 主要经营数据

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
权益装机容量	20,933	22,083	23,939	28,592	32,633	36,154
同比变动(%)	41.6	5.5	8.4	19.4	14.7	10.8
总发电量(十亿千瓦时)	79.2	96.5	107.5	128.6	149.7	171.8
同比变动(%)	40.5	21.9	11.3	19.7	16.4	14.8
净发电量(十亿千瓦时)	73.7	89.8	100.0	119.6	139.2	159.8
同比变动(%)	40.0	21.9	11.3	19.7	16.4	14.8
平均利用小时数	4,753	5,027	4,954	5,281	5,206	5,427
同比变动(小时)	(728)	274	(73)	327	(75)	221
利用率(%)	54.3	57.4	56.6	60.3	59.4	62.0
同比变动(百分点)	(740.0)	(54.3)	(57.4)	(56.6)	(60.3)	(59.4)
上网电价(含税)	358.0	377.8	401.0	412.7	422.7	418.1
同比变动(%)	1.3	4.3	6.1	2.9	2.4	(1.1)

资料来源: 公司数据、中银国际研究

净权益负债率接近警戒线

在H股独立发电企业中, 华电国际目前的负债水平为同业最高。鉴于中国人民银行于10月19日宣布加息25个基点, 公司2010年净权益负债率将达到424.3%, 并可能在2011年上升至513.8%的新高。负债率如此之高, 我们相信华电国际可能于2011年通过增发A股来筹措资金, 从而降低目前居高不下的净权益负债率。

图表 9. 净权益负债率 (%)


资料来源: 公司数据及中银国际研究

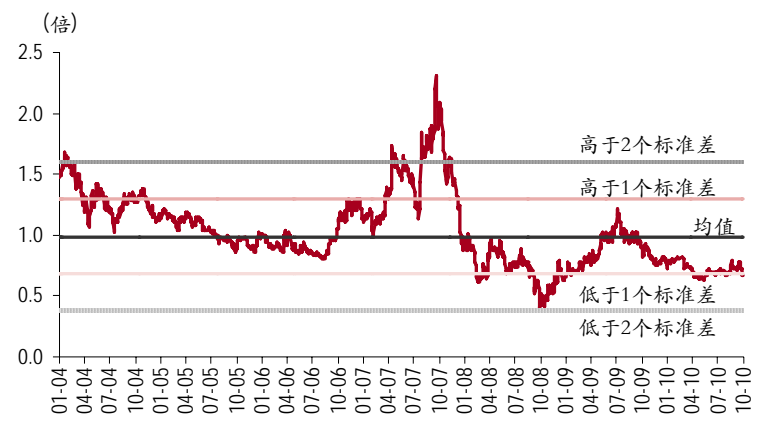
图表 10. 盈利预测调整

	2010 财年	2011 财年
营业收入(新)	43,495	52,471
营业收入(旧)	45,140	51,866
变动(%)	(3.6)	1.2
经营成本(新)	(41,645)	(47,739)
经营成本(旧)	(41,480)	(46,162)
变动(%)	0.4	3.4
经营利润(新)	1,850	4,732
经营利润(旧)	3,660	5,704
变动(%)	(49.5)	(17.1)
税后利润(新)	(944)	554
税后利润(旧)	595	1,163
变动(%)	-	(52.3)
净利润(新)	(732)	435
净利润(旧)	454	877
变动(%)	-	(50.4)
每股收益-人民币/股(新)	(0.11)	0.06
每股收益-人民币/股(旧)	0.07	0.13
变动(%)	-	(50.4)

资料来源:公司数据及中银国际研究

盈利可见性较低

2010年3季度亏损,同时煤价也在上涨,因此我们预测4季度业绩亦难令人满意。我们对盈利预测做了调整,预计2010年净亏损将达7.32亿人民币,而2009年公司实现净利润12亿人民币。我们将2011年盈利预测在原先预测的基础上下调50.4%至4.35亿人民币。

图表 11. 华电国际远期市净率


资料来源:公司数据及中银国际研究

利润低于行业平均水平,因而估值偏低,但并不合理

由于盈利下滑,华电国际目前股价相当于0.7倍2011年市净率,对应平均1.0倍市净率低一个标准差。华电目前估值较行业平均低34.8%。估值较低,但我们认为并不合理,因为近期内公司利润预计将低于行业平均水平——华电国际2011年预测平均净资产收益率为2.5%,而行业平均水平为9.7%。

在对盈利预测进行调整后,基于贴现现金流模型,我们得出了新的目标价。我们的模型将包含了直至2018年的盈利预测,此后采用的永续增长率为2%,加权平均资本成本为7.0%。我们得出的H股新目标价为1.60港币(先前为2.15港币)。同时,基于A-H股160%的溢价,我们也将A股目标价从5.10人民币下调至3.70人民币。我们的A股及H股新目标价分别对应1.6倍及0.6倍2011年市净率。我们同时将华电国际A股及H股评级由持有下调至**卖出**。

图表 12. 独立发电企业估值表

股票代码	公司名称	市值 (美元百万)	股价 28-10	评级	目标 价	市盈率 (倍)		市净率 (倍)		股息收益率 (%)		净权益负债 率 (%)		平均净资产 收益率 (%)	
						2010	2011	2010	2011	2010	2011	2010	2011	2010	2011
电力															
0991.HK	大唐发电	11,057	3.15	买入	3.65	17.8	12.9	1.1	0.9	2.9	3.7	411.6	366.2	6.6	8.1
0902.HK	华能国际	10,366	4.45	持有	4.70	12.9	11.2	1.0	0.9	3.9	4.7	235.0	261.9	8.7	8.6
0836.HK	华润电力	9,137	15.04	买入	21.00	11.6	9.5	1.6	1.4	2.8	3.5	147.0	153.0	15.3	16.2
1071.HK	华电国际	3,562	1.78	卖出	1.60	(13.9)	25.6	0.7	0.7	0.0	0.7	424.3	513.8	(4.7)	2.8
2380.HK	中电国际	1,146	1.74	持有	1.90	14.2	10.3	0.6	0.6	3.3	4.7	219.0	229.0	4.3	5.8
加权平均						11.4	12.7	1.1	1.0	2.9	3.6	286.2	290.8	8.3	9.7
电力公用事业- 中国上市															
600900.SS	长江电力	20,184	8.18	买入	16.64	17.3	16.1	1.9	1.8	3.7		132.3		11.4	12.0
601991.SS	大唐发电	11,058	7.22	持有	8.50	46.0	30.0	2.8	2.2	1.1	1.4	414.0	368.0	6.6	8.2
600011.SS	华能国际	10,367	6.40	持有	6.40	20.3	18.0	1.7	1.6	2.3	2.8	228.9	261.6	9.3	9.2
600795.SS	国电电力	6,413	3.46	买入	7.35	18.3	14.5	1.8	1.6	1.1		230.6		9.2	11.1
600642.SS	中能股份	4,062	9.40	未有评级		18.8	17.1	1.6	1.4	2.0		25.6		9.7	9.1
600027.SS	华电国际	3,563	4.05	卖出	3.70	(45.0)	50.6	1.8	1.8	0.0	0.2	430.9	523.3	(4.1)	3.7
000027.SZ	深圳能源	3,808	11.56	买入	12.30	15.0	14.1	1.8	1.7	2.5		30.1		12.5	11.9
600886.SS	国投电力	2,339	7.84	买入	10.52	32.5	26.1	2.0		1.3		393.2		5.0	5.9
000539.SZ	粤电力 A	2,567	6.84	未有评级		19.4	16.8	1.8	1.8	1.8		115.6		10.2	10.6
600236.SS	桂冠电力	1,722	5.05	未有评级		19.1	17.9	2.1	1.9	1.5		175.2		10.0	9.9
加权平均						19.9	20.8	2.0	1.7	2.2		217.5		8.9	9.9

资料来源: 中银国际研究预测

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	31,961	36,721	43,818	52,860	61,234
销售成本	(30,994)	(30,371)	(39,534)	(45,175)	(51,670)
经营费用	2,568	2,330	2,070	1,864	1,983
息税折旧前利润	(109)	4,584	2,097	5,145	6,638
折旧及摊销	(3,644)	(4,096)	(4,258)	(4,404)	(4,909)
经营利润(息税前利润)	3,535	8,680	6,355	9,549	11,547
净利息收入(费用)	(2,933)	(2,997)	(3,316)	(4,750)	(6,174)
其他收益/(损失)	(109)	100	320	320	320
税前利润	(3,151)	1,687	(899)	715	785
所得税	118	(104)	64	(29)	(47)
少数股东权益	486	(421)	209	(118)	(133)
净利润	(2,547)	1,162	(625)	568	605
核心净利润	(2,547)	1,162	(625)	568	605
每股收益(人民币)	(0.423)	0.191	(0.092)	0.084	0.089
核心每股收益(人民币)	(0.423)	0.191	(0.092)	0.084	0.089
每股股息(人民币)	0.000	0.035	0.000	0.013	0.016
收入增长(%)	33	15	19	21	16
息税前利润增长(%)	(103)	(4,305)	(54)	145	29
息税折旧前利润增长(%)	(45)	146	(27)	50	21
每股收益增长(%)	(287)	(145)	(148)	(191)	6
核心每股收益增长(%)	(287)	(145)	(148)	(191)	6

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	1,874	1,242	880	620	864
应收帐款	1,950	3,583	4,276	5,158	5,975
库存	1,782	1,346	1,842	2,138	2,445
其他流动资产	950	1,132	1,341	1,621	1,879
流动资产总计	6,556	7,303	8,339	9,536	11,164
固定资产	73,971	84,420	103,291	123,552	140,362
无形资产	0	0	0	0	0
其他长期资产	4,114	8,935	9,129	9,363	9,623
长期资产总计	78,085	93,354	112,421	132,915	149,986
总资产	84,641	100,657	120,759	142,452	161,149
应付帐款	8,365	10,631	11,601	12,838	13,983
短期债务	19,289	21,465	27,315	31,235	36,700
其他流动负债	98	0	0	0	0
流动负债总计	27,752	32,096	38,917	44,073	50,683
长期借款	40,370	45,413	59,973	76,398	88,223
其他长期负债	1,057	2,130	1,808	1,530	1,130
股本	6,021	6,771	6,771	6,771	6,771
储备	4,931	9,028	8,283	8,556	9,089
股东权益	10,952	15,799	15,054	15,327	15,860
少数股东权益	4,510	5,219	5,008	5,124	5,254
总负债及权益	84,641	100,657	120,759	142,452	161,150
每股帐面价值(人民币)	1.82	2.60	2.22	2.26	2.34
每股有形资产(人民币)	1.82	2.60	2.22	2.26	2.34
每股净负债/(现金)(人民币)	9.60	10.79	12.76	15.80	18.32

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	(3,151)	1,687	(899)	715	785
折旧与摊销	3,644	4,096	4,258	4,404	4,909
净利息费用	2,933	2,997	3,316	4,750	6,174
运营资本变动	(2,204)	666	(475)	(269)	(283)
税金	130	(101)	63	(28)	(46)
其他经营现金流	(767)	(188)	(218)	(633)	(550)
经营活动产生的现金流	585	9,156	6,044	8,939	10,988
购买固定资产净值	(11,122)	(14,940)	(23,490)	(24,990)	(21,990)
投资减少/增加	(1,373)	(1,854)	50	126	135
其他投资现金流	(168)	(1,605)	(90)	(340)	(222)
投资活动产生的现金流	(12,663)	(18,400)	(23,530)	(25,204)	(22,077)
净增权益	0	3,525	0	0	0
净增债务	21,882	7,212	20,409	20,344	17,289
支付股息	(373)	0	(213)	0	(87)
其他融资现金流	(8,930)	(2,121)	(3,071)	(4,339)	(5,870)
融资活动产生的现金流	12,579	8,616	17,125	16,005	11,332
现金变动	501	(627)	(362)	(260)	243
期初现金	1,373	1,869	1,242	880	620
公司自由现金流	(12,046)	(9,206)	(17,462)	(16,248)	(11,076)
权益自由现金流	6,874	(5,086)	(412)	(418)	370

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	11.1	23.6	14.5	18.1	18.9
息税前利润率	(0.3)	12.5	4.8	9.7	10.8
税前利润率	(9.9)	4.6	(2.1)	1.4	1.3
净利率	(8.0)	3.2	(1.4)	1.1	1.0
流动性(倍)					
流动比率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
利息覆盖率	0.0	1.5	0.6	1.1	1.1
净权益负债率(%)	373.7	312.3	430.7	523.3	587.6
速动比率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
估值(倍)					
市盈率	NM	21.2	NM	48.3	45.3
核心业务市盈率	NM	21.2	NM	48.3	45.3
目标价对应核心业务市盈率	NM	19.4	NM	44.1	41.4
市净率	2.2	1.6	1.8	1.8	1.7
价格/现金流	41.7	2.7	4.5	3.1	2.5
企业价值/息税折旧前利润	23.8	10.4	17.8	14.0	13.0
周转率					
存货周转天数	14.9	18.8	14.7	16.1	16.2
应收帐款周转天数	22.7	27.5	32.7	32.6	33.2
应付帐款周转天数	97.6	94.4	92.6	84.4	79.9
回报率(%)					
股息支付率	NA	18.3	n.a.	15.3	17.7
净资产收益率	(19.1)	8.7	(4.1)	3.7	3.9
资产收益率	(0.1)	4.6	1.9	3.7	4.1
已运用资本收益率	(0.1)	5.7	2.2	4.4	4.9

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	29,997	36,450	43,495	52,471	60,783
销售成本	(22,660)	(22,621)	(30,959)	(35,924)	(41,096)
经营费用	(4,278)	(5,437)	(6,404)	(7,388)	(8,591)
息税折旧前利润	(610)	4,272	1,850	4,732	6,164
折旧及摊销	(3,669)	(4,120)	(4,282)	(4,428)	(4,932)
经营利润(息税前利润)	3,059	8,392	6,132	9,160	11,096
净利息收入(费用)	(2,930)	(2,949)	(3,334)	(4,497)	(5,830)
其他收益/(损失)	351	360	478	348	382
税前利润	(3,189)	1,683	(1,006)	583	716
所得税	130	(101)	63	(28)	(46)
少数股东权益	499	(425)	211	(119)	(134)
净利润	(2,560)	1,157	(732)	435	536
核心净利润	(2,560)	1,157	(732)	435	536
每股收益(人民币)	(0.425)	0.190	(0.108)	0.064	0.079
核心每股收益(人民币)	(0.425)	0.190	(0.108)	0.064	0.079
每股股息(人民币)	0.000	0.035	0.000	0.013	0.016
收入增长(%)	47	22	19	21	16
息税前利润增长(%)	(121)	(801)	(57)	156	30
息税折旧前利润增长(%)	(47)	174	(27)	49	21
每股收益增长(%)	(314)	(145)	(157)	(159)	23
核心每股收益增长(%)	(314)	(145)	(157)	(159)	23

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	1,869	1,242	880	620	864
应收帐款	1,969	3,583	4,276	5,158	5,975
库存	1,782	1,346	1,842	2,138	2,445
其他流动资产	939	1,387	1,655	1,997	2,313
流动资产总计	6,559	7,558	8,653	9,912	11,598
固定资产	73,975	84,819	104,051	124,637	141,719
无形资产	1,061	1,127	1,127	1,127	1,127
其他长期资产	3,825	7,736	7,855	8,069	8,308
长期资产总计	78,861	93,682	113,034	133,833	151,153
总资产	85,420	101,240	121,687	143,745	162,751
应付帐款	5,119	5,079	6,061	7,311	8,470
短期债务	19,290	21,462	27,312	31,231	36,696
其他流动负债	3,343	5,675	5,675	5,675	5,675
流动负债总计	27,752	32,216	39,047	44,217	50,840
长期借款	40,371	45,411	59,970	76,395	88,219
其他长期负债	1,358	2,308	2,308	2,308	2,308
股本	6,021	6,771	6,771	6,771	6,771
储备	5,408	9,315	8,583	8,931	9,359
股东权益	11,429	16,086	15,354	15,702	16,130
少数股东权益	4,510	5,219	5,008	5,124	5,254
总负债及权益	85,420	101,240	121,687	143,745	162,751
每股帐面价值(人民币)	1.90	2.64	2.27	2.32	2.38
每股有形资产(人民币)	1.72	2.46	2.10	2.15	2.22
每股净负债/(现金)(人民币)	9.60	10.79	12.76	15.80	18.32

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	(3,189)	1,683	(1,006)	583	716
折旧与摊销	3,669	4,120	4,282	4,428	4,932
净利息费用	2,930	3,055	3,334	4,497	5,830
运营资本变动	(2,204)	666	(475)	(269)	(283)
税金	130	(101)	63	(28)	(46)
其他经营现金流	(383)	974	44	(430)	(398)
经营活动产生的现金流	953	10,397	6,241	8,781	10,751
购买固定资产净值	(11,122)	(14,940)	(23,490)	(24,990)	(21,990)
投资减少/增加	(1,373)	(1,854)	50	126	135
其他投资现金流	(541)	(1,912)	(24)	(24)	(24)
投资活动产生的现金流	(13,036)	(18,707)	(23,464)	(24,888)	(21,879)
净增权益	0	3,525	0	0	0
净增债务	21,882	7,212	20,409	20,344	17,289
支付股息	(373)	0	(213)	0	(87)
其他融资现金流	(8,930)	(3,055)	(3,334)	(4,497)	(5,830)
融资活动产生的现金流	12,579	7,682	16,862	15,847	11,372
现金变动	497	(627)	(362)	(260)	244
期初现金	1,373	1,869	1,242	880	620
公司自由现金流	(12,050)	(8,272)	(17,199)	(16,090)	(11,115)
权益自由现金流	6,870	(4,152)	(149)	(260)	331

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	10.2	23.0	14.1	17.5	18.3
息税前利润率	(2.0)	11.7	4.3	9.0	10.1
税前利润率	(10.6)	4.6	(2.3)	1.1	1.2
净利率	(8.5)	3.2	(1.7)	0.8	0.9
流动性(倍)					
流动比率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
利息覆盖率	(0.2)	1.4	0.6	1.0	1.1
净权益负债率(%)	362.6	308.1	424.3	513.8	580.1
速动比率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
估值(倍)					
市盈率	NM	8.1	NM	23.9	19.4
核心业务市盈率	NM	8.1	NM	23.9	19.4
目标价对应核心业务市盈率	NM	7.2	NM	21.4	17.4
市净率	0.8	0.6	0.7	0.7	0.6
价格/现金流	9.7	0.9	1.7	1.2	1.0
企业价值/息税折旧前利润	22.7	9.1	15.9	12.9	12.2
周转率					
存货周转天数	19.6	25.2	18.8	20.2	20.4
应收帐款周转天数	23.9	27.8	33.0	32.8	33.4
应付帐款周转天数	70.6	51.1	46.7	46.5	47.4
回报率(%)					
股息支付率	NA	18.4	n.a.	20.0	20.0
净资产收益率	(19.9)	8.4	(4.7)	2.8	3.4
资产收益率	(0.8)	4.3	1.7	3.4	3.8
已运用资本收益率	(0.9)	5.2	1.9	4.0	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 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，豁免披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、材料或内容只提供給閣下作参考之用，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 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