

2011年3月24日

大唐发电

发电以外业务尚未带来贡献

| | |
|---|--|
| A | 持有 |
| | 601991.SS - 人民币 6.35 目标价格: 人民币 6.50 (▲6.10) |
| H | 持有 |
| | 0991.HK - 港币 2.77 目标价格: 港币 2.85 (▲2.70) |

姚圣, CFA*

(852) 3988 6429

peter.yao@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300210090002

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(%) | 4 | 2 | (2) | (22) |
| 相对新华富时A50指数(%) | 0 | (1) | (4) | (11) |

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) | 1,780 |
| 流通股(%) | 23 |
| 流通股市值(人民币 百万) | 26 |
| 3个月日均交易额(人民币 百万) | 56 |
| 净负债比率(%) (2011E) | 360 |
| 主要股东(%) | |
| 大唐集团 | 15 |

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*伍晞文为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司

具备证券投资咨询业务资格

大唐发电公告2010年净利润同比增长67.2%至26亿人民币。盈利超预期(比我们的预测高7.8%)主要是由于联营公司和共同控制实体利润贡献及一次性收益高于预期。展望未来,公司预计到2015年,发电以外业务的收入和利润贡献将分别达到35%和50%以上。多伦煤化工项目投入商业运营的时间已推迟至2011年底,而克旗和阜新煤制天然气项目正在如期进行。我们将H股目标价由2.70港币上调至2.85港币,将A股目标价由6.10人民币上调至6.50人民币(基于A-H股6个月平均溢价160%)。我们对其A股和H股均维持持有评级。

支撑评级的要点

- 我们采用了较为保守的燃料成本假设,预计平均合同煤价上涨5%,平均现货价格上涨9%,尽管2011年公司的煤炭自给率将由2010年的17%提高至22%,并且到2015年自给率将达到45%以上。
- 华北地区新增装机(特别是水电和热电联产发电机组)将提升盈利能力。
- 负债率较高以及即将进行的A股增发为投资前景蒙上阴影。

评级面临的主要风险

- 煤化工项目进一步延迟。
- 合同履行率较低。

估值

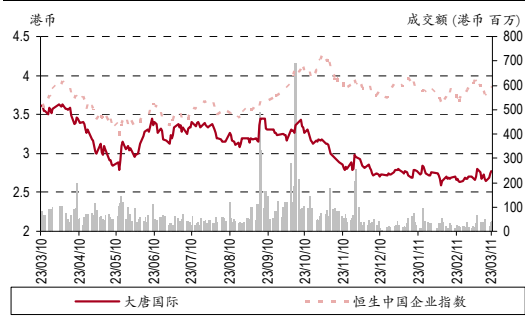
- 我们将2011和2012年盈利预测分别上调24.2%和26.2%,并将H股目标价由2.70港币上调至2.85港币。同时我们将A股目标价由6.10人民币上调至6.50人民币(基于A-H股6个月平均溢价160%)。我们对其A股和H股均维持持有评级。

图表 1. 投资摘要 (A股)

| 年结日: 12月31日 | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|-----------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 销售收入(人民币 百万) | 43 | 60,672 | 75,121 | 85,906 | 97,879 |
| 变动(%) | 30 | 27 | 24 | 14 | 14 |
| 净利润(人民币 百万) | 9 | 2,462 | 3,350 | 3,707 | 4,253 |
| 全面摊薄每股收益(人民币) | 0.122 | 0.209 | 0.284 | 0.315 | 0.361 |
| 变动(%) | 90.2 | 71.2 | 36.1 | 10.7 | 14.7 |
| 市场预测每股收益(人民币)- | - | - | 0.199 | 0.248 | - |
| 原先预测摊薄每股收益(人民币) | - | -0.22 | 9 | 0.250 | - |
| 调整幅度(%) | - | - | 24.1 | 26.1 | - |
| 核心每股收益(人民币) | 0.122 | 0.209 | 0.284 | 0.315 | 0.361 |
| 变动(%) | 90.2 | 71.2 | 36.1 | 10.7 | 14.7 |
| 全面摊薄市盈率(倍) | 52.0 | 30.4 | 22.3 | 20.2 | 17.6 |
| 核心市盈率(倍) | 52.0 | 30.4 | 22.3 | 20.2 | 17.6 |
| 每股现金流量(人民币) | 0.83 | 1.65 | 1.20 | 1.77 | 2.02 |
| 价格/每股现金流量(倍) | 7.7 | 3.8 | 5.3 | 3.6 | 3.1 |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 14.4 | 13.2 | 1.8 | 11.2 | 10.4 |
| 每股股息(人民币) | 0.07 | 3 | 0.109 | 0.13 | 0.125 |
| 股息率(%) | 1.2 | 1.7 | 1.8 | 2.0 | 2.3 |

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(%) | 1 | 3 | 1 | (23) |
| 相对恒生中国企业指数(%) | 1 | (1) | (0) | (30) |

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) | 12,8 | 10 |
| 流通股(%) | | 100 |
| 流通股市值(港币百万) | 35,4 | 84 |
| 3个月日均交易额(港币百万) | 29 | |
| 净负债比率(%) (2011E) | | 358 |

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 | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 销售收入(人民币百万) | 47,943 | 60,672 | 75,121 | 85,906 | 97,879 |
| 变动(%) | 30 | 27 | 24 | 14 | 14 |
| 净利润(人民币百万) | 1,537 | 2,570 | 3,321 | 3,684 | 4,232 |
| 全面摊薄每股收益(人民币) | 0.130 | 0.209 | 0.259 | 0.277 | 0.318 |
| 变动(%) | 104.9 | 60.0 | 24.2 | 6.8 | 14.9 |
| 市场预测每股收益(人民币) | - | - | 0.193 | 0.233 | 0.278 |
| 原先预测摊薄每股收益(人民币) | -- | -- | 0.209 | 0.219 | - |
| 调整幅度(%) | - | - | 24.2 | 26.2 | - |
| 全面摊薄市盈率(倍) | 17.9 | 11.2 | 9.0 | 8.4 | 7.3 |
| 每股现金流量(人民币) | 0.83 | 1.58 | 1.10 | 1.57 | 1.78 |
| 价格/每股现金流量(倍) | 2.81 | 5 | 2.1 | 1.5 | 1.3 |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 11.2 | 10.5 | 9.7 | 9.3 | 8.8 |
| 每股股息(人民币) | 0.073 | 0.104 | 0.104 | 0.111 | 0.127 |
| 股息率(%) | 3.1 | 4.5 | 4.5 | 4.8 | 5.5 |

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

调整会计政策导致盈利大幅增长

大唐发电公布了2010年业绩, 收入同比增长26.6%至607亿人民币, 净利润同比增长67.2%至26亿人民币。由于公司已发布了中国会计准则下2010年盈利同比增幅超过50%的盈利预增公告, 因此业绩强劲已在市场意料之中。但最终的实际业绩仍比我们的预测高出7.8%, 比市场预期高出23.6%, 这主要是由于煤炭销售成本下降44.6%、联营公司和共同控制实体贡献利润7.19亿人民币以及1.02亿人民币的一次性收益。

图表 2. 国际会计准则下业绩摘要

| (人民币, 百万) | 2009 | 2010年 上半年 | 2010年 下半年 | 2010 | 环比变 动% | 同比变 动% |
|-------------|----------|--------------|--------------|----------|-----------|-----------|
| 营业收入 | 47,943 | 28,946 | 31,726 | 60,672 | 9.6 | 26.6 |
| 燃料成本 | (22,147) | (14,027) | (18,116) | (32,143) | 29.2 | 45.1 |
| 其他经营费用 | (11,628) | (7,433) | (4,510) | (11,943) | (39.3) | 2.7 |
| 息税折旧前利润 | 14,168 | 7,486 | 9,100 | 16,586 | 21.6 | 17.1 |
| 折旧 | (7,523) | (3,572) | (3,810) | (7,382) | 6.7 | (1.9) |
| 经营利润 | 6,645 | 3,913 | 5,291 | 9,204 | 35.2 | 38.5 |
| 净利息费用 | (4,072) | (2,539) | (2,786) | (5,325) | 9.7 | 30.8 |
| 应占联营公司利润 | 409 | 360 | 360 | 719 | 0.0 | 75.8 |
| 其他收益 | 149 | 8 | 94 | 102 | | |
| 税前利润 | 3,131 | 1,742 | 2,958 | 4,700 | 69.8 | 50.1 |
| 税金 | (615) | (313) | (558) | (871) | | 41.6 |
| 少数股东权益 | (980) | (517) | (742) | (1,259) | | |
| 股东应占利润 | 1,536 | 912 | 1,658 | 2,570 | 81.7 | 67.3 |
| 每股收益(人民币) | 0.13 | 0.08 | 0.13 | 0.21 | 77.4 | 61.5 |
| 派发股息 | 0.07 | | | 0.07 | | |
| 息税折旧前利润率(%) | 29.6 | 25.9 | 28.7 | 27.3 | | |
| 经营利润率(%) | 13.9 | 13.5 | 16.7 | 15.2 | | |
| 净利率(%) | 3 | 2 | 3.2 | 5.2 | 4.2 | |

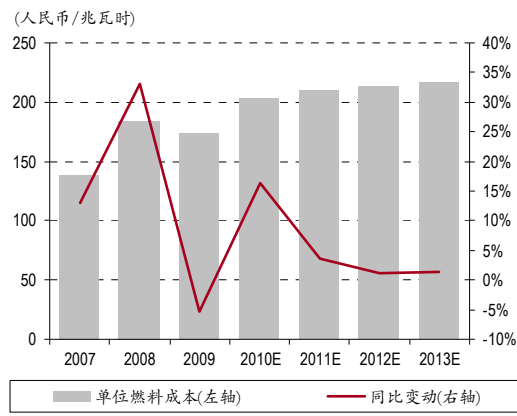
资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 3. 中国会计准则下业绩摘要

| (人民币, 百万) | 2009 | 2010 | 同比变动(%) |
|---------------|----------|----------|---------|
| 营业收入 | 47,943 | 60,672 | 26.6 |
| 营业成本 | (39,429) | (49,427) | 25.4 |
| 毛利润 | 8,513 | 11,244 | 32.1 |
| 毛利率(%) | 17.8 | 18.5 | 0.8个百分点 |
| 销售、一般和管理费用 | (2,076) | (2,434) | 17.2 |
| 财务费用 | (4,077) | (5,335) | 30.8 |
| 投资收益及联营公司利润贡献 | 353 | 728 | 106.5 |
| 经营利润(亏损) | 2,712 | 4,204 | 55.0 |
| 经营利润率(%) | 5.7 | 6.9 | 1.3个百分点 |
| 营业外收入 | 333 | 466 | 40.0 |
| 营业外支出 | (47) | (46) | (2.3) |
| 税前利润(亏损) | 2,998 | 4,624 | 54.2 |
| 税金 | (607) | (884) | 45.6 |
| 少数股东权益 | (988) | (1,266) | 28.2 |
| 净利润(亏损) | 1,404 | 2,474 | 76.2 |
| 净利率(%) | 2.9 | 4.1 | 1.1个百分点 |
| 每股收益(人民币) | 0.12 | 0.20 | 70.4 |

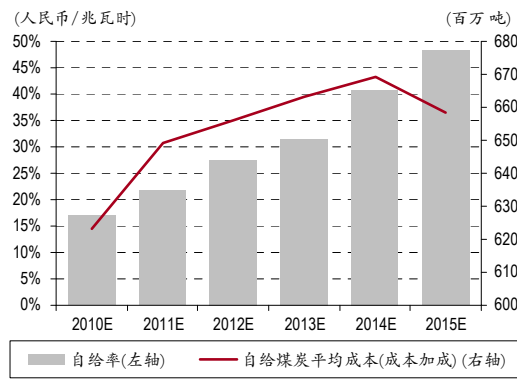
资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 4.单位燃料成本及同比变动情况



资料来源：中银国际研究

图表 5.自给率及总体煤炭成本假设



资料来源：中银国际研究

采用更加保守的煤炭价格预测

燃料成本仍占公司总成本的 60%左右，由于标煤价格上涨了 85.54 元/吨 (14-15%)，因此单位燃料成本上升了 26 元/兆瓦时。由于煤价上涨，2010 年息税折旧前利润率由 09 年的 29.6% 下滑至 27.3%。然而，单位燃料成本小幅上涨可能意味着合同履行率高于预期，而如果 2011 年合同履行率下降，那么单位燃料成本上涨的幅度可能更大。

管理层表示 2011 年已签订了 3,800 万吨的供煤合同，此外还有约 500 万吨的坑口购煤合同，共计能满足发电厂 50% 的用煤需求。供煤合同的数量较 2010 年的 4,500 万吨有所减少主要是由于公司自有煤矿所产煤炭的质量提高。我们预计，2011 年公司的煤炭自给率将由 2010 年的 17% 提高至 22%，并且到 2015 年自给率将达到 45% 以上。

管理层预计，2011 年煤炭供给和需求将保持基本平衡 (36-37 亿吨左右)，进口量约为 2 亿吨。我们目前保守的假设大唐 2011 年平均合同煤价上涨 5%，平均现货价格上涨 9%，因此总体煤炭成本 (包括自有矿产煤) 将上涨 4.2%。总体来说，我们预计 2011 年单位燃料成本将同比上升 3.5%。

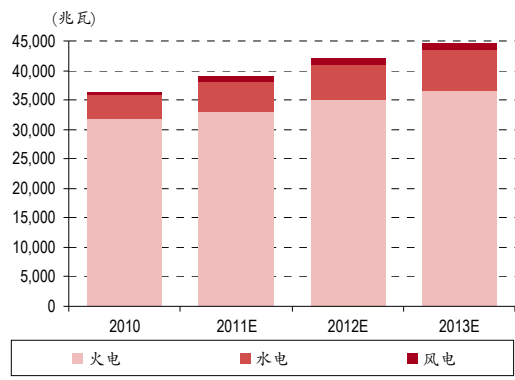
产能增长适度，盈利能力提升

公司的并表后装机容量和权益装机容量分别同比增长 18% 至 36.3 吉瓦和 25 吉瓦，其中 5.6 吉瓦是 2010 年新增装机。在 2010 年获得审批的总计 6.1 吉瓦的 7 个项目中，3.32 吉瓦为大型火电机组，2.6 吉瓦为水电机组。按照公司的计划，到 2015 年，清洁能源装机将占到公司总装机容量的 20% 以上 (2010 年占比为 12%)。公司的资产组合正在向东南地区和西南地区 (水电) 转移，这意味着其发电业务的盈利能力有望提升。

举例来说，2010 年中旬投产的 2x1,000 兆瓦广东潮州项目去年贡献利润 7.7 亿人民币，而 4x660 兆瓦江苏吕四港项目贡献利润 2 亿人民币。这两个项目仅占公司总装机容量的 13%，但却贡献了发电业务全年利润的近一半。

我们预计，到 2012 年水电装机容量将由 2010 年的 4 吉瓦扩大至 6 吉瓦，在总装机中的占比也将由 10% 上升至 14%。由于运营成本较低，因此水电项目的息税折旧前利润率较高。2011 年，公司将新安装 830 兆瓦以上水电机组。

图表 6. 并表后装机容量构成



资料来源：公司数据、中银国际研究

公司预计，2011 年上网发电量将达到 1,920 亿千瓦时，因此收入将同比增长 23% 至 750 亿人民币。与全国整体趋势相同，2010 年，由于煤价上涨，公司约三分之一运营中的电厂都录得亏损。2011 年，这种状况并没有明显改善。因此，在艰难的经营环境中，新获批或即将投入运营的华东地区机组、水电站及热电联产发电厂将成为提升公司总体盈利能力的主要动力来源。

宁德核电厂进展顺利，徐大堡项目暂停

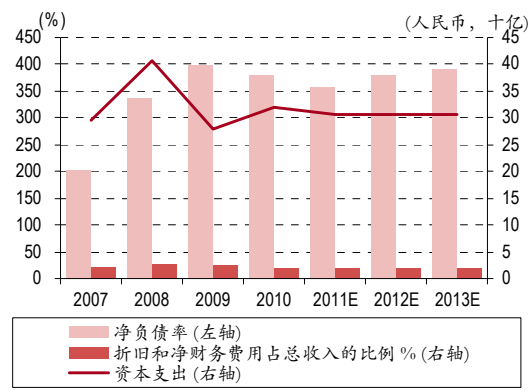
宁德核电厂方面，管理层告诉我们，该项目一期 1 吉瓦装机的预计投产时间（2012 年 12 月）没有改变。目前，正处于全面安全检查阶段。然而，辽宁徐大堡核电项目的审批程序已暂停。

非发电业务仍是独立发电企业中规模最大的

根据公司计划，到 2015 年，发电以外业务的收入和利润贡献将分别达到 35% 和 50% 以上。预计 2011 年氧化铝产量将达到 70,000-100,000 吨。多伦煤化工项目投入商业运营的时间已推迟至 2011 年底，而克旗和阜新煤制天然气项目正在如期进行。今年高铝粉煤灰项目的氧化铝产量有望达到 100,000 吨。

大唐发电的煤炭业务仍是独立发电企业中规模最大的。我们估计，包括新收购的宝利煤炭有限公司带来的 200 万吨产量，公司 2010 年煤炭总产量达 4,100 万吨。2010 年下半年，公司持股 70% 的宝利煤炭有限公司贡献利润 2,500 万人民币，因此年化后投资收益率高达 24%。2010 年，塔山和蔚州煤矿共计为公司提供燃煤 1,350 万吨，塔山煤矿（持股 28%）贡献利润达 16.9 亿人民币。

我们预计，随着五间房、孔兑沟和长滩煤矿逐步扩大生产规模以及现有动力煤煤矿达到 2,300 万吨的设计产能，到 2015 年，大唐的煤炭自给率能达到 40% 以上（即自有煤矿产量超过 5,000 万吨）。

图表 7. 负债率、财务费用和资本支出


资料来源：公司数据、中银国际研究

财务杠杆拉伸，A 股增发正在筹备中

2010 年末，公司的负债率和净资产负债率分别高达 82% 和 379.7%，财务状况已不容乐观。公司面临着希望发展清洁能源、煤炭和煤化工业务，但财务状况不断恶化已导致债务负担加重的两难境地。2009-10 年度，净利息费用相当于公司总息税前利润的 58-61%，是独立发电企业中负债率第二高的公司。公司每年 200 亿人民币的资本支出预算必须依靠今年的又一次 A 股定向增发，因为去年其经营现金流只有 175 亿人民币。

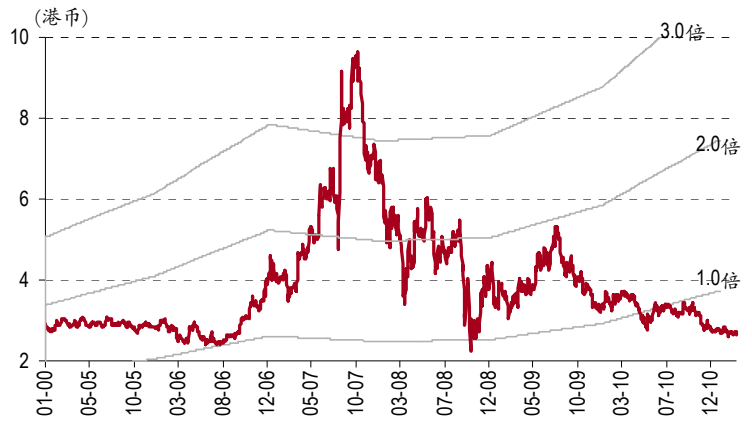
调整盈利预测，维持持有评级

考虑到新增装机导致 2011 年发电量提升以及发电以外业务的利润贡献增强，因此我们将 2011 和 2012 年盈利预测分别上调 24.2% 和 26.2% 至 28.9 亿人民币和 29.6 亿人民币。根据调整后的盈利预测和现金流折现模型，我们将 H 股目标价由 2.70 港币上调至 2.85 港币。同时将 A 股目标价由 6.10 人民币上调至 6.50 人民币(基于 A-H 股 6 个月平均溢价 160%)。我们对其 A 股和 H 股均维持**持有**评级。

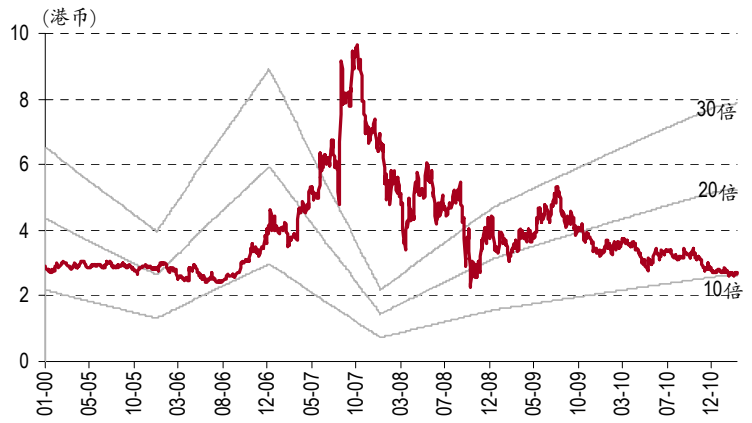
图表 8. 原业绩预测和新的业绩预测

| | 2011E | 2012E |
|-----------------|----------|----------|
| 收入(新预测) | 75,121 | 85,906 |
| 收入(原预测) | 69,695 | 78,039 |
| 调整幅度 (%) | 7.8 | 10.1 |
| 经营成本(新预测) | (63,187) | (72,006) |
| 经营成本(原预测) | (58,920) | (65,561) |
| 调整幅度 (%) | 7.2 | 9.8 |
| 经营利润(新预测) | 11,934 | 13,900 |
| 经营利润(原预测) | 10,775 | 12,479 |
| 调整幅度 (%) | 10.8 | 11.4 |
| 经营利润率(新预测) | 15.9% | 16.2% |
| 经营利润率(原预测) 15.5 | % | 16.0% |
| 调整幅度 | 0.4 个百分点 | 0.2 个百分点 |
| 税后利润(新预测) | 5,283 | 5,823 |
| 税后利润(原预测) | 4,332 | 4,684 |
| 调整幅度 (%) | 22.0 | 24.3 |
| 净利润(新预测) | 3,321 | 3,684 |
| 净利润(原预测) 2,67 | 4 | 2,918 |
| 调整幅度 (%) | 24.2 | 26.2 |
| 净利率(新预测) | 4.4% | 4.3% |
| 净利率(原预测) | 3.8% | 3.7% |
| 调整幅度 | 0.6 个百分点 | 0.5 个百分点 |

资料来源：中银国际研究

图表 9.大唐发电远期市净率


资料来源：彭博、中银国际研究

图表 10.大唐发电远期市盈率


资料来源：彭博、中银国际研究

图表 11.独立发电板块估值对比

| 股票代码 | 公司名称 | 市值 (美元, 百万) | 收盘价 3月23日 | 评级 | 目标 价 (港币) | 市盈率 | | 市净率 | | 股息率 | | 净资产负债率 | | 净资产收益率 | |
|-------------|---------|----------------|--------------|----|-----------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|------------|------------|
| | | | | | | 2011E | 2012E | 2011E | 2012E | 2011E | 2012E | 2011E | 2012E | 2011E | 2012E |
| 电力股 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 0991.HK | 大唐发电-H股 | 9,888 | 2.77 | 持有 | 2.85 | 9.0 | 8.4 | 0.8 | 0.7 | 4.3 | 4.7 | 358.4 | 379.5 | 9.4 | 9.1 |
| 0902.HK | 华能国际-H股 | 9,670 | 4.44 | 持有 | 4.70 | 12.1 | 10.1 | 0.9 | 1.0 | 4.3 | 5.1 | 268.2 | 310.3 | 8.1 | 9.4 |
| 0836.HK | 华润电力 | 8,777 | 14.48 | 买入 | 15.10 | 12.6 | 10.0 | 1.4 | 1.3 | 2.6 | 3.3 | 157.1 | 153.9 | 12.3 | 13.7 |
| 2380.HK | 中国电力 | 1,055 | 5 | 持有 | 1.70 | 11.0 | 9.3 | 0.5 | 0.5 | 4.4 | 5.2 | 233.2 | 221.9 | 4.9 | 5.6 |
| 1071.HK | 华电国际-H股 | 3,166 | 1.59 | 卖出 | 1.45 | 24.8 | 21.2 | 0.5 | 0.5 | 0.7 | 0.7 | 480.0 | 548.0 | 2.2 | 2.5 |
| 加权平均 | | | | | | 10.1 | 10.6 | 1.0 | 0.9 | 3.5 | 4.1 | 285.1 | 309.4 | 9.0 | 9.6 |

资料来源：公司数据、中银国际研究

损益表—A股(人民币百万)

| 年结日: 12月31日 | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 销售收入 | 47,943 | 60,672 | 75,121 | 85,906 | 97,879 |
| 销售成本 | (27,008) | (34,837) | (41,672) | (46,518) | (49,100) |
| 经营费用 | (6,583) | (9,101) | (12,803) | (15,722) | (21,577) |
| 息税折旧前利润 | 6,717 | 9,239 | 11,982 | 13,937 | 16,458 |
| 折旧及摊销 | (7,635) | (7,495) | (8,664) | (9,729) | (10,744) |
| 经营利润(息税前利润) | 14,352 | 16,734 | 20,646 | 23,665 | 27,202 |
| 净利息收入(费用) | (4,077) | (5,335) | (6,302) | (7,531) | (8,664) |
| 其他收益/(损失) | 384 | 679 | 862 | 887 | 1,044 |
| 税前利润 | 3,023 | 4,583 | 6,542 | 7,293 | 8,838 |
| 所得税 | (605) | (862) | (1,229) | (1,446) | (2,109) |
| 少数股东权益 | (980) | (1,259) | (1,962) | (2,139) | (2,477) |
| 净利润 | 1,439 | 2,462 | 3,350 | 3,707 | 4,253 |
| 核心净利润 | 1,439 | 2,462 | 3,350 | 3,707 | 4,253 |
| 每股收益(人民币) 0.12 | 2 | 0.209 | 0.284 | 0.315 | 0.361 |
| 核心每股收益(人民币) 0.12 | 2 | 0.209 | 0.284 | 0.315 | 0.361 |
| 每股股息(人民币) 0.07 | 3 | 0.109 | 0.113 | 0.125 | 0.144 |
| 收入增长(%) 3 | 0 | 27 | 24 | 14 | 14 |
| 息税前利润增长(%) 132 | | 38 | 30 | 16 | 18 |
| 息税折旧前利润增长(%) 56 | 17 | 23 | 15 | 15 | |
| 每股收益增长(%) 90 | 71 | 36 | 11 | 15 | |
| 核心每股收益增长(%) 9 | 0 | 71 | 36 | 11 | 15 |

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 | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E | |
|------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 现金及现金等价物 | 1,506 | 6 | 3,443 | 6,106 | 7,721 | 14,583 |
| 应收帐款 | 6,63 | 5 | 8,159 | 10,396 | 11,889 | 13,546 |
| 库存 | 1,84 | 1 | 4,012 | 3,223 | 3,607 | 3,788 |
| 其他流动资产 | 6,68 | 3 | 4,279 | 10,472 | 11,975 | 13,644 |
| 流动资产总计 | 16,665 | 19,892 | 30,197 | 35,192 | 45,560 | |
| 固定资产 | 157, | 571 | 179,355 | 205,290 | 226,746 | 247,202 |
| 无形资产 | 2,12 | 3 | 2,498 | 3,448 | 4,379 | 5,292 |
| 其他长期资产 | 7,58 | 0 | 10,951 | 10,509 | 11,800 | 13,266 |
| 长期资产总计 | 167,274 | 192,805 | 219,247 | 242,926 | 265,760 | |
| 总资产 | 183,939 | 212,697 | 249,444 | 278,118 | 311,320 | |
| 应付帐款 | 14,0 | 40 | 18,930 | 21,999 | 25,157 | 28,664 |
| 短期债务 | 26,9 | 36 | 34,185 | 40,774 | 48,658 | 58,324 |
| 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 | 64,058 | 75,229 | 88,543 | |
| 长期借款 | 105, | 445 | 115,534 | 134,272 | 149,222 | 166,015 |
| 其他长期负债 | 4,53 | 7 | 4,665 | 4,199 | 3,779 | 3,401 |
| 股本 | 11 | 780 | 12,310 | 13,310 | 13,310 | 13,310 |
| 储备 | 14,1 | 34 | 18,322 | 25,966 | 28,296 | 31,026 |
| 股东权益 | 25,914 | 30,632 | 39,276 | 41,606 | 44,336 | |
| 少数股东权益 | 6,65 | 0 | 7,583 | 7,640 | 8,282 | 9,026 |
| 总负债及权益 | 183,939 | 212,697 | 249,444 | 278,118 | 311,320 | |
| 每股帐面价值(人民币) 2.20 | | 2.60 | 3.33 | 3.53 | 3.76 | |
| 每股有形资产(人民币) 2.02 | | 2.39 | 3.04 | 3.16 | 3.31 | |
| 每股净负债/(现金)(人民币) | 11.11 | 12.42 | 14.34 | 16.14 | 17.81 | |

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 | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E | |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 税前利润 | 3,13 | 1 | 4,700 | 6,522 | 7,279 | 8,828 |
| 折旧及摊销 | 7,63 | 5 | 7,495 | 8,664 | 9,729 | 10,744 |
| 净利息费用 | 4,07 | 8 | 5,358 | 6,302 | 7,531 | 8,587 |
| 运营资本变动 | | (4,001) | 4,350 | (4,457) | (93) | 141 |
| 税金 | | (615) | (872) | (1,239) | (1,456) | (2,119) |
| 其他经营现金流 | | (490) | (1,577) | (1,652) | (2,134) | (2,433) |
| 经营活动产生的现金流 | 9,738 | 19,456 | 14,140 | 20,856 | 23,748 | |
| 购买固定资产净值 | | (29,649) | (29,664) | (35,549) | (32,118) | (32,114) |
| 投资减少/增加 | | (1,144) | (2,368) | 173 | (674) | (713) |
| 其他投资现金流 | | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动产生的现金流 | (30,792) | (32,033) | (35,376) | (32,792) | (32,826) | |
| 净增权益 | | 0 | 3,248 | 6,630 | 0 | 0 |
| 净增债务 | 23,3 | 89 | 17,338 | 25,326 | 22,835 | 26,459 |
| 支付股息 | | (1,296) | (862) | (1,285) | (1,328) | (1,473) |
| 其他融资现金流 | | (4,606) | (5,207) | (6,769) | (7,951) | (9,042) |
| 融资活动产生的现金流 | 17,487 | 14,518 | 23,903 | 13,555 | 15,944 | |
| 现金变动 | (3,567) | 1,941 | 2,667 | 1,619 | 6,866 | |
| 期初现金 | 5,07 | 8 | 1,506 | 3,443 | 6,106 | 7,721 |
| 公司自由现金流 | (21,021) | (12,539) | (21,201) | (11,875) | (9,078) | |
| 权益自由现金流 | (1,743) | (574) | (2,212) | 3,367 | 8,717 | |

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 | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E | |
|----------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 盈利能力(%) | | | | | | |
| 息税折旧前利润率 | 29.9 | | 27.6 | 27.5 | 27.5 | 27.8 |
| 息税前利润率 | 14.0 | | 15.2 | 16.0 | 16.2 | 16.8 |
| 税前利润率 | 6.3 | | 7.6 | 8.7 | 8.5 | 9.0 |
| 净利率 | 3.0 | | 4.1 | 4.5 | 4.3 | 4.3 |
| 流动性(倍) | | | | | | |
| 流动比率 | 0.4 | | 0.4 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| 利息覆盖率 | | 1.7 | 1.7 | 1.9 | 1.8 | 1.9 |
| 净权益负债率(%) | | 401.9 | 382.8 | 360.1 | 381.2 | 393.1 |
| 速动比率 | 0.4 | | 0.3 | 0.4 | 0.4 | 0.5 |
| 估值(倍) | | | | | | |
| 市盈率 | 52.0 | | 30.4 | 22.3 | 20.2 | 17.6 |
| 核心业务市盈率 | 52.0 | | 30.4 | 22.3 | 20.2 | 17.6 |
| 目标价对应核心业务市盈率 | 53.2 | | 31.1 | 22.9 | 20.7 | 18.0 |
| 市净率 | 2.9 | | 2.4 | 1.9 | 1.8 | 1.7 |
| 价格/现金流 | 7.7 | | 3.8 | 5.3 | 3.6 | 3.1 |
| 企业价值/息税折旧前利润 | 14.4 | | 13.2 | 11.8 | 11.2 | 10.4 |
| 周转率 | | | | | | |
| 存货周转天数 | 26.9 | | 30.7 | 31.7 | 26.8 | 27.5 |
| 应收帐款周转天数 | 41.7 | | 44.5 | 45.1 | 47.3 | 47.4 |
| 应付帐款周转天数 | 103. | 8 | 99.2 | 99.4 | 100.2 | 100.4 |
| 回报率(%) | | | | | | |
| 股息支付率 | 59.9 | | 52.2 | 39.6 | 39.7 | 39.8 |
| 净资产收益率 | 5.5 | | 8.7 | 9.6 | 9.2 | 9.9 |
| 资产收益率 | 3.1 | | 3.8 | 4.2 | 4.2 | 4.3 |
| 已运用资本收益率 | 4.4 | | 5.3 | 5.9 | 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 | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 销售收入 | 47,943 | 60,672 | 75,121 | 85,906 | 97,879 |
| 销售成本 | (27,008) | (34,837) | (41,672) | (46,518) | (49,100) |
| 经营费用 | (6,655) | (9,136) | (12,851) | (15,759) | (21,615) |
| 息税折旧前利润 | 6,645 | 9,204 | 11,934 | 13,900 | 16,421 |
| 折旧及摊销 | (7,635) | (7,495) | (8,664) | (9,729) | (10,744) |
| 经营利润(息税前利润) | 14,280 | 16,699 | 20,598 | 23,628 | 27,164 |
| 净利息收入(费用) | (4,077) | (5,335) | (6,302) | (7,531) | (8,664) |
| 其他收益/(损失) | 564 | 832 | 891 | 911 | 1,071 |
| 税前利润 | 3,131 | 4,700 | 6,522 | 7,279 | 8,828 |
| 所得税 | (615) | (872) | (1,239) | (1,456) | (2,119) |
| 少数股东权益 | (980) | (1,259) | (1,962) | (2,139) | (2,477) |
| 净利润 | 1,537 | 2,570 | 3,321 | 3,684 | 4,232 |
| 核心净利润 | 1,537 | 2,570 | 3,321 | 3,684 | 4,232 |
| 每股收益(人民币) 0.13 | 0 | 0.209 | 0.259 | 0.277 | 0.318 |
| 核心每股收益(人民币) 0.13 | 0 | 0.209 | 0.259 | 0.277 | 0.318 |
| 每股股息(人民币) 0.07 | 3 | 0.104 | 0.104 | 0.111 | 0.127 |
| 收入增长(%) 3 | 0 | 27 | 24 | 14 | 14 |
| 息税前利润增长(%) 130 | | 39 | 30 | 16 | 18 |
| 息税折旧前利润增长(%) | 55 | 17 | 23 | 15 | 15 |
| 每股收益增长(%) 105 | | 60 | 24 | 7 | 15 |
| 核心每股收益增长(%) 105 | | 60 | 24 | 7 | 15 |

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 | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E | |
|-----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 现金及现金等价物 | 1,50 | 6 | 3,443 | 6,106 | 7,721 | 14,583 |
| 应收帐款 | 6,63 | 5 | 8,159 | 10,396 | 11,889 | 13,546 |
| 库存 | 1,84 | 1 | 4,012 | 3,223 | 3,607 | 3,788 |
| 其他流动资产 | 6,68 | 3 | 4,279 | 10,472 | 11,975 | 13,644 |
| 流动资产总计 | 16,665 | 19,892 | 30,197 | 35,192 | 45,560 | |
| 固定资产 | 157, | 440 | 179,234 | 203,118 | 224,322 | 244,530 |
| 无形资产 | 2,12 | 3 | 2,498 | 3,448 | 4,379 | 5,292 |
| 其他长期资产 | 7,92 | 0 | 11,291 | 12,900 | 14,446 | 16,161 |
| 长期资产总计 | 167,483 | 193,024 | 219,466 | 243,147 | 265,984 | |
| 总资产 | 184,148 | 212,915 | 249,663 | 278,339 | 311,544 | |
| 应付帐款 | 14,0 | 40 | 18,930 | 21,999 | 25,157 | 28,664 |
| 短期债务 | 26,9 | 36 | 34,185 | 40,774 | 48,658 | 58,324 |
| 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 | 64,058 | 75,229 | 88,543 | |
| 长期借款 | 105, | 445 | 115,534 | 134,272 | 149,222 | 166,015 |
| 其他长期负债 | 4,53 | 7 | 4,665 | 4,199 | 3,779 | 3,401 |
| 股本 | 11 | ,780 | 12,310 | 13,310 | 13,310 | 13,310 |
| 储备 | 14,3 | 43 | 18,540 | 26,185 | 28,517 | 31,250 |
| 股东权益 | 26,123 | 30,850 | 39,495 | 41,827 | 44,560 | |
| 少数股东权益 | 6,65 | 0 | 7,583 | 7,640 | 8,282 | 9,026 |
| 总负债及权益 | 184,148 | 212,915 | 249,663 | 278,339 | 311,544 | |
| 每股帐面价值(人民币) 2.22 | | 2.51 | 3.08 | 3.14 | 3.35 | |
| 每股有形资产(人民币) 2.04 | | 2.30 | 2.81 | 2.81 | 2.95 | |
| 每股净负债/(现金)(人民币) 11.11 | | 11.88 | 13.19 | 14.29 | 15.76 | |

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 | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E | |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 税前利润 | 3,13 | 1 | 4,700 | 6,522 | 7,279 | 8,828 |
| 折旧与摊销 | 7,63 | 5 | 7,495 | 8,664 | 9,729 | 10,744 |
| 净利息费用 | 4,07 | 8 | 5,358 | 6,302 | 7,531 | 8,587 |
| 运营资本变动 | | (4,001) | 4,350 | (4,457) | (93) | 141 |
| 税金 | | (615) | (872) | (1,239) | (1,456) | (2,119) |
| 其他经营现金流 | | (490) | (1,577) | (1,652) | (2,134) | (2,433) |
| 经营活动产生的现金流 | 9,738 | 19,456 | 14,140 | 20,856 | 23,748 | |
| 购买固定资产净值 | | (29,649) | (29,664) | (35,549) | (32,118) | (32,114) |
| 投资减少/增加 | | (1,144) | (2,368) | 173 | (674) | (713) |
| 其他投资现金流 | | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动产生的现金流 | (30,792) | (32,033) | (35,376) | (32,792) | (32,826) | |
| 净增权益 | | 0 | 3,248 | 6,630 | 0 | 0 |
| 净增债务 | 23,3 | 89 | 17,338 | 25,326 | 22,835 | 26,459 |
| 支付股息 | | (1,296) | (862) | (1,285) | (1,328) | (1,473) |
| 其他融资现金流 | | (4,606) | (5,207) | (6,769) | (7,951) | (9,042) |
| 融资活动产生的现金流 | 17,487 | 14,518 | 23,903 | 13,555 | 15,944 | |
| 现金变动 | (3,567) | 1,941 | 2,667 | 1,619 | 6,866 | |
| 期初现金 | 5,07 | 8 | 1,506 | 3,443 | 6,106 | 7,721 |
| 公司自由现金流 | (21,021) | (12,539) | (21,201) | (11,875) | (9,078) | |
| 权益自由现金流 | (1,743) | (574) | (2,212) | 3,367 | 8,717 | |

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 | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E | |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 盈利能力(%) | | | | | | |
| 息税折旧前利润率 | 29.8 | | 27.5 | 27.4 | 27.5 | 27.8 |
| 息税前利润率 | 13.9 | | 15.2 | 15.9 | 16.2 | 16.8 |
| 税前利润率 | 6.5 | | 7.7 | 8.7 | 8.5 | 9.0 |
| 净利率 | 3.2 | | 4.2 | 4.4 | 4.3 | 4.3 |
| 流动性(倍) | | | | | | |
| 流动比率 | 0.4 | | 0.4 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| 利息覆盖率 | 1.6 | | 1.7 | 1.9 | 1.8 | 1.9 |
| 净权益负债率(%) | 399.3 | 380.6 | 358.4 | 379.5 | 391.4 | |
| 速动比率 | 0.4 | | 0.3 | 0.4 | 0.4 | 0.5 |
| 估值(倍) | | | | | | |
| 市盈率 | 17.9 | 11.2 | 9.0 | 8.4 | 7.3 | |
| 核心业务市盈率 | 17.9 | | 11.2 | 9.0 | 8.4 | 7.3 |
| 目标价对应核心业务市盈率 | 18.4 | 11.5 | 9.2 | 8.7 | 7.5 | |
| 市净率 | 1.1 | | 0.9 | 0.8 | 0.7 | 0.7 |
| 价格/现金流 | 2.8 | 1.5 | 2.1 | 1.5 | 1.3 | |
| 企业价值/息税折旧前利润 | 11 | .2 | 10.5 | 9.7 | 9.3 | 8.8 |
| 周转率 | | | | | | |
| 存货周转天数 | 26.9 | | 30.7 | 31.7 | 26.8 | 27.5 |
| 应收帐款周转天数 | 41.7 | | 44.5 | 45.1 | 47.3 | 47.4 |
| 应付帐款周转天数 | 103. | 8 | 99.2 | 99.4 | 100.2 | 100.4 |
| 回报率(%) | | | | | | |
| 股息支付率 | 56.1 | | 50.0 | 40.0 | 40.0 | 40.0 |
| 净资产收益率 | 5.9 | | 9.0 | 9.4 | 9.1 | 9.8 |
| 资产收益率 | 3.1 | | 3.8 | 4.2 | 4.2 | 4.2 |
| 已运用资本收益率 | 4.4 | | 5.2 | 5.8 | 5.9 | 6.2 |

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

根据中国证券监督管理委员会《发布证券研究报告暂行规定》等法律法规和监管规定，中银国际证券有限责任公司确认以下事项：在本报告首次发布时，中银国际证券有限责任公司证券自营账户持有本报告评论的上市公司股份未达到/或超过该上市公司已发行股份的1%。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向客户发布。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分容予任何其他人，或将此报告全部或部分容发表。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证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“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、材料或容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，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要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告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，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都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，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员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，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

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。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，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投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映中银国际集团成员在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司 2011 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