

# DATANG INTL PO-H (991 HK)

**Diversification promises to enhance long-term potential**

Datang's diversified industrial chain is turning mature, along with its coal chemical projects' progress. We believe low fuel costs will drive its growth in 2013, and coal chemical business will become a new profit driver in 2014. In addition, its clean energy business, which accounts for 16.25% of the total generation capacity, will benefit from the tighter environmental policy. Coal-electricity integration project will provide 50% of the coal demand for Datang in 4-5 years, making the company less vulnerable to future coal price rise. We are more optimistic about long-term development of the company than the market. We expect the company to achieve EPS of RMB0.42/0.51/0.62 for 2013-2015. Based on 10x 2013PE, we initiate coverage on Datang with a BUY rating and set the 12-month TP at HK\$4.2.

**Coal chemical project is ready to go** The Duolun Coal Chemical project is estimated to contribute RMB3.29bn to the income. We expect two coal-gas projects under construction now to contribute to profit in 2014 and directly benefit from the gas price rise policy. The raw materials for coal chemical projects will come from the self-produced low-cost and low-quality lignite coal. We expect an annual turnover of RMB27.3bn from these coal chemical projects when in full operation. Coal chemical business will become a critical growth point.

**Coal-fired business benefits from low coal costs** 87% of the company's revenue comes from the power generation business, and the coal-fired generation capacity accounts for 84% of the total capacity. Given the coal price decline, the company's growth in 2013 is guaranteed. Our forecast on standard coal price for the company is RMB770/ton for 2013-2015. In 2013, the coal-fired business is expected to contribute RMB17.5bn to the operating profit with an increase of 31.6% YoY. The company plans to gradually increase the proportion of clean energy installed capacity to 20% during 2013-2015. The clean energy business will contribute approximately RMB6bn to the operational profit, up 61% from 2012.

**1H net profit expected to rise 85% YoY** In 1Q2013, the company recorded revenues of RMB18.4bn, down 0.33% YoY; net profit of RMB1.4bn, up 102% YoY. We expect 1H2013 revenue to be RMB36.4bn. Due to lower fuel costs, net profit is expected to reach RMB3.55bn, up 85% YoY. We expect EPS for 2013/2014/2015 to reach RMB0.43/0.53/0.62 which is higher than Wind consensus of RMB0.41/0.46/0.55.

**Stock price undervalued** The power generation scale of Datang is second only to Huaneng Power in the industry. Gross margin in 2012 is comparable to its competitors. The current 2013E P/E of the company is only 6.2x, below its historical average of 10x, also lower than other listed coal-fired power companies' valuations. We believe Datang is undervalued.

## Financials

RMB mn	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Revenue	77,598	86,655	111,371	129,438	77,598
Growth (%)	19%	7%	12%	29%	16%
Net income	3,042	6,225	8,516	10,498	12,718
Growth (%)	-21%	105%	37%	23%	21%
EPS (RMB)	0.15	0.31	0.42	0.51	0.62
DPS (RMB)	0.11	0.10	0.11	0.11	0.11
P/E (x)	17.5	8.5	6.2	5.1	4.2
P/B (x)	0.9	0.8	0.8	0.7	0.6
ROE (%)	5%	10%	12%	13%	14%

Source: Company data, CMS (HK) estimate (based on the closing price on Aug. 19)

**Buy**

(Initiating Coverage)

**Target Price: HK\$4.2**

Current price: HK\$3.36

 China Merchants Securities (HK)  
 Vera Liang, Liangsheng Deng  
 +86- 755-82940762  
 liangwei@cmschina.com.cn

21 Aug 2013

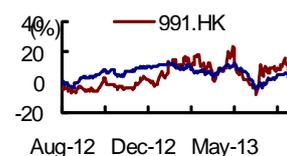
## Key data

HSI Index	21970.29
HSCEI Index	9905.76
S/O(mn)	13310.04
S/O (HK)(mn)	3315.68
Mkt cap (HK\$) (mn)	11141
BVPS(HKD)	3.13

Major shareholder	Holding (%)
China Datang Corp.	34.71%
Free float	99.25%
Industry	Electricity

## Share performance

%	1m	6m	12m
Absolute	1	-2	13
Relative	-2	3	7



Source: Bloomberg

## Related research

1. When the time comes, the clouds will clear. 2013/7/3
2. Recovering demand & falling coal prices. 2013/7/17
3. Upgrade earnings and target price on strong 1H13 results. 2013/7/17

# 大唐发电(991.HK)

多元产业蓄势待发，长远发展潜力巨大

大唐秉持“以电为主、多元协同”战略，随着煤化工项目的陆续转固，其多元产业链日渐成熟。低燃料成本将推动公司2013年的业绩增长，而煤化工业务将在2014年后成为新的盈利驱动。此外，16.25%的清洁能源容量将受益于日趋严格的环保政策；煤电一体化项目将在4-5年内保证50%的煤炭自供，为其抵抗未来煤价上升的风险配备了坚实后盾。我们较市场对公司的长远发展更加乐观，预计公司2013-2015年每股盈利达0.42、0.51及0.62元，按照10x2013PE，给予大唐发电12个月目标价4.2港元，首次给予“买入”评级。

**煤化工项目即将发力** 公司控股的多伦煤化工项目陆续转固，经测算，2013年此项收入将达32.9亿元(人民币，下同)；我们预计在建的两个煤制气项目将于2014年进入收获期，届时将直接受益于天然气提价政策。煤化工的原材料为公司自产煤中低成本劣质褐煤，预计三个项目完全投产后权益年产值达273亿元，无疑将成为一大盈利增长点。

**煤价弱勢利好火电业务** 公司87%的收入来自于发电业务，其中火电装机容量占比84%，今年煤价跌势愈演愈烈，为公司2013年的业绩增长提供了保障，我们对2013-2015年公司标煤单价的预测为770元/吨。2013年，预计火电板块对营业利润有175亿元贡献，同比增长31.6%；公司计划在2013-2015年逐步提升清洁能源装机比例至20%，届时此部分收益对营业利润的贡献将达约60亿元，较2012年上升61%。

**预计上半年净利润增长85%** 公司一季度实现营收184亿元，同比下降0.33%；净利润14亿元，同比上升102%。预计上半年营业收入与去年基本持平，达364亿元；由于燃料成本的缩减，预计净利润达35.5亿元，同比上升85%。我们预测2013/2014/2015E年每股盈利0.43/0.53/0.62元，高于WIND机构一致预测0.41/0.46/0.55元。

**估值偏低具投资价值** 公司的发电规模在行业中仅次于华能国际，2012年毛利率水平与其竞争对手不相上下，然而目前大唐2013年预测市盈率仅为6.2，低于其历史平均静态市盈率10xPE，同时低于其他火电上市公司的估值水平，我们认为公司股价已被低估。

## 盈利预测及估值

人民币 百万元	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业额	77,598	86,655	111,371	129,438	77,598
同比增长 (%)	19%	7%	12%	29%	16%
净利润	3,042	6,225	8,516	10,498	12,718
同比增长 (%)	-21%	105%	37%	23%	21%
每股盈利 (元)	0.15	0.31	0.42	0.51	0.62
每股股息 (元)	0.11	0.10	0.11	0.11	0.11
市盈率 (X)	17.5	8.5	6.2	5.1	4.2
市净率 (X)	0.9	0.8	0.8	0.7	0.6
ROE (%)	5%	10%	12%	13%	14%

资料来源：公司资料,招商证券(香港)预测 (以8月19日收盘价计算)

买入

(首次覆盖)

目标价: HK\$4.2

现价: HK\$3.36

招商证券(香港)研究部  
 梁薇、邓良生  
 +86-755-82940762  
 liangwei@cmschina.com.cn

2013年8月21日

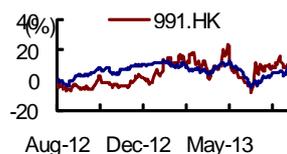
## 基础数据

恒生指数	21970.29
H股指数	9905.76
总股数(万股)	1331004
港股股数(万股)	331568
港股市值(港元百万)	11141
每股净资产(港元)	3.13

主要股东	持股(%)
中国大唐集团公司	34.71%
自由流通股	99.25%
行业	电力

## 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	1	-2	13
相对恒指表现	-2	3	7



资料来源：彭博

## 相关报告

- 1、《华能国际(902.HK)-天时地利终有时，拨开云雾见月明》2013/7/3
- 2、《华能国际(902.HK)-需求渐暖，煤价跌破，静待中报》2013/7/17
- 2、《华能国际(902.HK)-中期业绩优于预期，看好公司发展前景》2013/7/31

## 一、公司亮点

### 业务以电为主，发展多元协同

公司在经营发电业务之外，根据其多元协同战略目标，同时涉猎于煤化工业务及煤炭业务。根据公司的中期发展规划，2008-2010年，公司初步形成其多元产业链，非电产业开始为公司整体经营提供利润回报，此阶段目标已经达成；2011-2012年，其多元产业布局初具规模，非电产业销售收入占比达到25%，根据2012年的收入构成情况，目标尚未达成，但其非电业务对总收入的贡献已由2011年的11.1%上升至2012年的13.2%，可见公司在积极发展其多元协同目标；2013-2015年，公司计划迎接其多元产业成熟阶段的挑战，成长为国内外知名的综合能源公司，随着其煤化工业务及煤炭业务的陆续投产，相信公司这一发展目标的完成指日可待。

表 1: 公司 2011 年及 2012 年营业收入构成 (单位: 人民币百万元)

收入构成	2012 年	占比 (%)	2011 年	占比 (%)
售电	67,362	86.8%	64,367	88.9%
供热	943	1.2%	719	1.0%
售煤	5,892	7.6%	2,938	4.1%
销售化工产品	2,573	3.3%	3,071	4.2%
其他	828	1.1%	1,287	1.8%
合计	77,598	100.0%	72,382	100.0%

资料来源: 公司公告、招商证券 (香港)

发电业务为大唐发电的主营业务，截止 2012 年底，其发电装机容量中火电、水电、风电及光伏的占比分别达到 83.75%、12.33%、3.74%及 0.18%。其中清洁及可再生能源比例达到 16.25%，同比 2011 年提高 0.33 个百分点，可见公司对于国家收紧的环保政策有所响应。公司将继续提高火电设备装机容量，与此同时，逐步降低火电装机占总装机的比例，计划在 2015 年保持在 80% 左右的水平。

表 2: 公司 2011 年及 2012 年装机容量构成 (单位: 兆瓦)

装机容量构成	2011 年	占比 (%)	2012 年	占比 (%)
火电	32,360	84.08%	32,786	83.75%
水电	4,826	12.54%	4,827	12.33%
风电	1,269	3.30%	1,464	3.74%
光伏	30	0.08%	70	0.18%
合计	38,484	100.00%	39,147	100.00%

资料来源: 公司公告、招商证券 (香港)

### 煤化工项目即将发力

公司利用内蒙古东部丰富的褐煤资源及水资源，构建了以“锡多克阜”为中心的蒙东能源化工效益基地，控股开发了一个煤化工项目及两个煤

制气项目，以洁净的煤转化技术及节能节水技术，利用内蒙古胜利煤矿自产煤中的劣质褐煤生产高附加值煤基烯烃、煤制天然气产品。经我们初步测算，三个煤化工项目建成后年产值将达约 273 亿元，占 2014 年总营业收入的 25%；为营业利润的贡献值约为 58 亿元，占 2012 年营业利润的 30%，无疑将成为公司重要的盈利增长点。

此前国家发改委宣布自 2013 年 7 月 10 日起对天然气价格进行涨价，增量气门站价一步调整到 2012 年下半年以来可替代能源价格 85% 的水平，存量气门站价格适当提高，可见此项政策更加有利于增量气的价格的提升。存量气为 2012 年实际使用气量，增量气为超出部分，大唐天然气项目的产出均为增量气，将直接受益于调整后的高气价。

表 3: 公司控股建设了三个煤化工项目

项目	位置	年产	概要	完成情况
多伦煤化工项目	内蒙古自治区锡林郭勒多伦县	46 万吨聚丙烯	以内蒙古矿产褐煤为原料，生产聚丙烯及其他化工副产品。	自 2012 年 3 月转入试生产，部分在建工程于 2012 年 12 月开始转固。
克旗煤制天然气项目	内蒙古自治区赤峰市克什克腾旗	40 亿立方米天然气	主要为北京市及输气管线沿线城市供应天然气。	处于停车消缺检修的状态，主要在等中石油建设的进北京的输气管线的贯通。
阜新煤制天然气项目	辽宁省阜新市	41 亿立方米天然气	主要为辽宁省沈阳市及周边的铁岭、抚顺、本溪、阜新等城市供应天然气。	于 2010 年获得核准并开工建设，目前处于一期基建阶段。

资料来源：公司公告、招商证券（香港）

### 多伦煤化工项目：2014 年后全力运行

公司控股 60% 的内蒙古多伦煤化工项目是全球首例单体最大的利用低热值劣质褐煤生产聚丙烯及其他化工副产品的项目，聚丙烯是一种通用性塑料树脂，有着非常广泛的工业用途。2012 年，多伦项目 240 亿的资本开支中已有 173 亿结转固定资产，建成后将年产 46 万吨聚丙烯，18 万吨汽油，3.6 万吨 LPG，3.8 万吨硫磺。多伦项目 2012 年实现利润 4,000 余万元，产量低于 10 万吨，公司计划 2013 年全年产出聚丙烯 33 万吨，而一季度的聚丙烯产量仅为 4.4 万吨，低于公司预期，我们给

予多伦聚丙烯 2013 年全年产量 25 万吨的预测，按照目前价格计算，预计 2013 年此项收入将达 32.9 亿元，2014 年以后，每年收益将达 60.6 亿元。

表 4: 多伦煤化工 2013 年营收测算

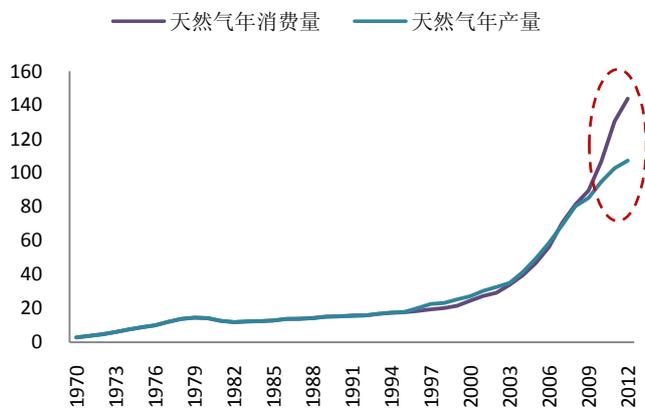
化工产物	价格 (元/吨)	产量 (万吨)		预计收入 (亿元)	
		2013	2014E	2013	2014E
聚丙烯	9,622	25	46	24.1	44.3
汽油	7,496	10	18	7.4	13.6
LPG	6,726	2	4	1.3	2.4
硫磺	684	2	4	0.1	0.3
<b>总收入</b>				<b>32.9</b>	<b>60.6</b>

资料来源：招商证券（香港）

### 克旗、阜新煤制天然气项目：政策影响带来收益

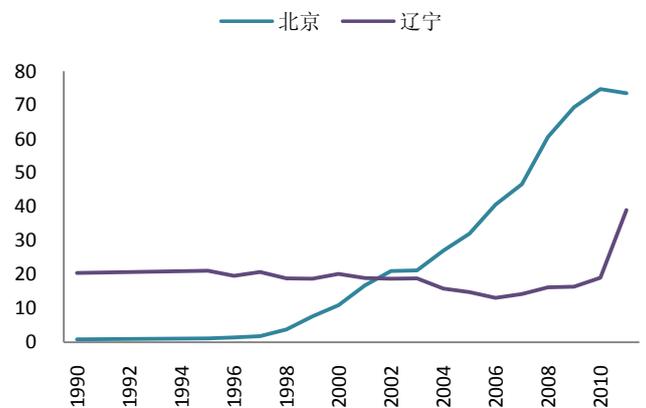
随着对大气环境质量要求的愈之严格，我国对天然气的需求也不断上升，目前国内天然气已经呈现供不应求的局面，2012 年天然气的消费量与产量间出现了 370 亿立方米的缺口。

图 1: 天然气年消费量及产量 (单位: 十亿立方米)



资料来源：公司公告,招商证券（香港）

图 2: 北京及辽宁天然气年消费量 (单位: 亿立方米)



资料来源：公司公告,招商证券（香港）

为顺应市场化取向，国家发改委宣布自 7 月 10 日起对非居民用天然气进行涨价，政策主要利好增量气，目前全国已有多个省市陆续落实此项政策，涨价幅度在 0.1 元~0.9 元/立方米不等。大唐在建的两个煤制天然气项目主要对北京市及辽宁省供应天然气，上述两地目前尚未出台涨价细则，其天然气年消费量均在不断攀升，相信政策影响面的进一步扩大将会对大唐的煤制天然气项目带来收益的实质性利好。

表 5: 各省份天然气最高门站税前价格表 (单位: 元/立方米)

省份	存量气	增量气	省份	存量气	增量气
北京	2.26	3.14	湖北	2.22	3.10
天津	2.26	3.14	湖南	2.22	3.10
河北	2.24	3.12	广东	2.74	3.32
山西	2.17	3.05	广西	2.57	3.15
内蒙古	1.60	2.48	海南	1.92	2.78
辽宁	2.24	3.12	重庆	1.92	2.78
吉林	2.02	2.90	四川	1.93	2.79
黑龙江	2.02	2.90	贵州	1.97	2.85
上海	2.44	3.32	云南	1.97	2.85
江苏	2.42	3.30	陕西	1.60	2.48
浙江	2.43	3.31	甘肃	1.69	2.57
安徽	2.35	3.23	宁夏	1.77	2.65
江西	2.22	3.10	青海	1.53	2.41
山东	2.24	3.12	新疆	1.41	2.29
河南	2.27	3.15			

资料来源: 发改委, 招商证券 (香港)

公司控股 51% 的克旗煤制天然气项目是国内首个由国家发改委核准的大型煤制天然气示范项目, 于 2009 年动工, 一期装置已经产出工艺成熟、质量高并高于设计值 3.77% 的合格天然气。配套输气管道总长约 400 公里, 其中 320 公里由大唐承建, 管理层表示建设过程中遇到较多环保政策方面的阻力。此管道一旦打通, 克旗项目将成为北京市的第二大气源, 我们预计克旗项目将在 2014 年正式投产, 年产 40 亿立方米天然气, 假设天然气价格为 3 元/立方米, 克旗项目完全投产后每年将为公司贡献 106 亿元的收入。

表 6: 克旗煤制天然气项目 2013-2015 年收入预测

克旗煤制天然气	2013E	2014E	2015E
价格 (元/立方米)	3	3	3
增值稅率 (%)	13%	13%	13%
产量 (亿立方米)	0	40	40
收入 (亿元)	0	106	106

资料来源: 招商证券 (香港)

阜新煤制天然气项目是我国第三个经发改委核准的煤制天然气项目, 与克旗项目同为煤化工示范项目, 同时也是辽宁省近年来单项投资额最大的项目和阜新老工业基地经济转型的标志性工程, 大唐对其控股 90%。此项目核准投资 245.7 亿元, 建设规模为年产 40 亿标方煤制天然气, 并同步建设至沈阳、阜新、铁岭等辽中城市群 344 公里的天然气输送管道。2013 年 7 月 27 日, 阜新项目空压机完成了带负荷试验, 一次性试

车成功。预计阜新项目将在 2015 年产生盈利，以 3 元/立方米的天然气价格做测算，完全投产后每年将为公司贡献 106 亿元的收入。

表 7: 阜新煤制天然气项目 2013-2015 年收入预测

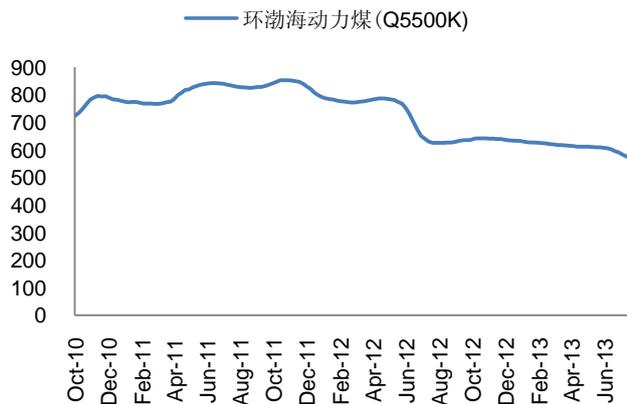
阜新煤制天然气	2013E	2014E	2015E
价格 (元/立方米)	3	3	3
增值稅率 (%)	13%	13%	13%
产量 (亿立方米)	0	0	20
收入 (亿元)	0	0	52

资料来源: 招商證券(香港)

### 煤炭库存仍处高位，煤价缺乏上涨动力

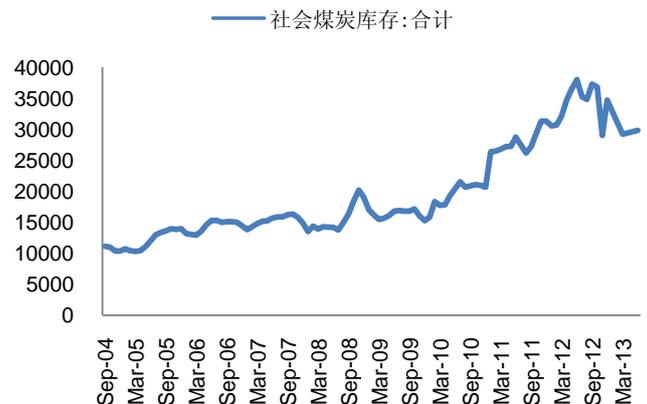
2013 年以来，受下游需求疲软影响，煤炭价格探底势头不断延续，8 月 7 日环渤海动力煤价格指数达到 565 元/吨，同比下降 9.7%，再次刷新历史低点。而社会煤炭库存却仍然维持在历史高位，不利于煤炭产能的释放。短期内煤价仍然缺乏上涨动力，仍将继续下行而后保持低位震荡，我们预计全年煤价跌幅为 13%，下半年火电发电成本将继续削减。

图 3: 环渤海动力煤价格指数 (单位: 元/吨)



资料来源: WIND,招商證券(香港)

图 4: 社会煤炭库存 (单位: 万吨)



资料来源: WIND,招商證券(香港)

由于火电业务占公司发电业务比重最高，我们对影响其盈利的因素（电价、煤价、火电设备利用小时）做敏感性分析，得出在其他条件均保持不变时，煤价每下降 1%，公司 2013 年每股盈利将上升 0.01 到 0.02 元。另外我们认为，2013 年煤价低位不断刷新，由于库存水平仍然较高，并不会受到夏季用电量回升的拉动。因此，公司的火电发电业务将充分受益，并将成为 2013 年的主要盈利驱动力。

表 8: 煤价、电价敏感性分析(单位: 人民币元)

	煤价	-10%	-5%	-1%	0%	1%	5%	10%
电价		693	732	762	770	778	809	847
-10%	0.401	0.32	0.24	0.17	0.15	0.14	0.07	-0.01
-5%	0.423	0.45	0.37	0.30	0.28	0.27	0.20	0.12
-1%	0.441	0.56	0.47	0.41	0.39	0.37	0.31	0.22
0%	0.445	0.58	0.50	0.43	0.42	0.40	0.33	0.25
1%	0.449	0.61	0.53	0.46	0.44	0.43	0.36	0.27
5%	0.467	0.71	0.63	0.56	0.55	0.53	0.46	0.38
10%	0.490	0.85	0.76	0.69	0.68	0.66	0.59	0.51

资料来源: 招商证券(香港)

在公司电价为 0.445 元/度情况下, 若电价保持不变, 煤价每下降 1%, 公司每股盈利将上升 0.01 到 0.02 元

表 9: 火电设备利用小时、煤价敏感性分析(单位: 人民币元)

	利用小时	-10%	-5%	-1%	0%	1%	5%	10%
煤价		5063	5344	5569	5626	5682	5907	6188
-10%	693	0.32	0.45	0.56	0.58	0.61	0.71	0.85
-5%	732	0.24	0.37	0.47	0.50	0.53	0.63	0.76
-1%	762	0.17	0.30	0.41	0.43	0.46	0.56	0.69
0%	770	0.15	0.28	0.39	0.42	0.44	0.55	0.68
1%	778	0.14	0.27	0.37	0.40	0.43	0.53	0.66
5%	809	0.07	0.20	0.31	0.33	0.36	0.46	0.59
10%	847	-0.01	0.12	0.22	0.25	0.27	0.38	0.51

资料来源: 招商证券(香港)

在公司煤价为 0.445 元/吨情况下, 若煤价保持不变, 火电设备利用小时每上升 1%, 公司每股盈利将上升 0.02 到 0.03 元

表 10: 火电设备利用小时、电价敏感性分析(单位: 人民币元)

	利用小时	-10%	-5%	-1%	0%	1%	5%	10%
电价		5063	5344	5569	5626	5682	5907	6188
-10%	0.401	-0.08	0.04	0.13	0.15	0.18	0.27	0.39
-5%	0.423	0.04	0.16	0.26	0.28	0.31	0.41	0.53
-1%	0.441	0.13	0.26	0.36	0.39	0.42	0.52	0.65
0%	0.445	0.15	0.28	0.39	0.42	0.44	0.55	0.68
1%	0.449	0.18	0.31	0.42	0.44	0.47	0.57	0.71
5%	0.467	0.27	0.41	0.52	0.55	0.57	0.68	0.82
10%	0.490	0.39	0.53	0.65	0.68	0.71	0.82	0.97

资料来源: 招商证券(香港)

在公司平均火电设备利用小时为 5570 小时的情况下, 若利用小时不变, 电价每上升 1%, 公司每股盈利将上升 0.02 到 0.03 元

#### 4-5 年内, 煤矿产能或保证 50%煤炭自供

公司同时控股开发了总设计产能达 9,500 余万吨的煤矿项目, 其主要矿区位于内蒙古地区的胜利东二号露天煤矿, 其 6,000 万吨产能计划在 4-5 年内达产, 届时可保证公司电力及煤化工业务 50%的煤炭自供, 使得公司对于未来煤价的上升风险具备防御性。

**表 11: 2011-2015 各煤矿实际及预计煤炭年产量 (单位: 万吨)**

煤矿	2011	2012	2013E	2014E	2015E
胜利东二	1,071	1,081	1,300	2,000	3,000
宝利煤矿	131	125	142	300	300
河北蔚州	720	752	850	1,000	1,000
大同塔山	2,300	2,519	2,500	2,500	2,500
五间房	0	0	0	0	800
<b>合计</b>	<b>4,222</b>	<b>4,477</b>	<b>4,792</b>	<b>5,800</b>	<b>7,600</b>

资料来源: 公司公告、招商证券(香港)

公司目前拥有 1300 万吨的可控煤矿产能, 5,200 万吨的权益煤矿产能, 未来 2,000 万吨产能的胜利东二(二期)煤矿及 2,300 万吨产能的五间房煤矿建成后, 公司的产煤能力将进一步加强, 大幅降低未来煤炭价格上涨对火电业务带来的风险。根据我们的测算, 预计公司可控煤矿项目将在 2013 年形成约 7 亿的毛利润贡献, 权益煤矿项目将为公司带来约 5 亿的投资收益。

**表 12: 可控煤矿项目 2013-2015 年利润贡献预测**

可控煤矿	2012	2013E	2014E	2015E
煤炭产量(万吨)	1,206	1,442	2,300	3,300
销售价格(元/吨)	551	551	551	551
增值税率(%)	13%	13%	13%	13%
销售收入(亿元)	58	69	110	158
销售毛利率(%)	9%	10%	15%	15%
毛利润贡献(亿元)	5	7	17	24

资料来源: 招商证券(香港)

**表 13: 权益煤矿项目 2013-2015 年利润贡献预测**

权益煤矿	2012	2013E	2014E	2015E
煤炭产量(万吨)	3,271	3,350	3,500	4,300
权益产量(万吨)	1,081	1,125	1,200	1,608
销售价格(元/吨)	551	551	551	551
增值税率(%)	13%	13%	13%	13%
销售收入(亿元)	52	54	58	77
销售毛利率(%)	9%	9%	9%	9%
投资收益贡献(亿元)	5	5	9	12

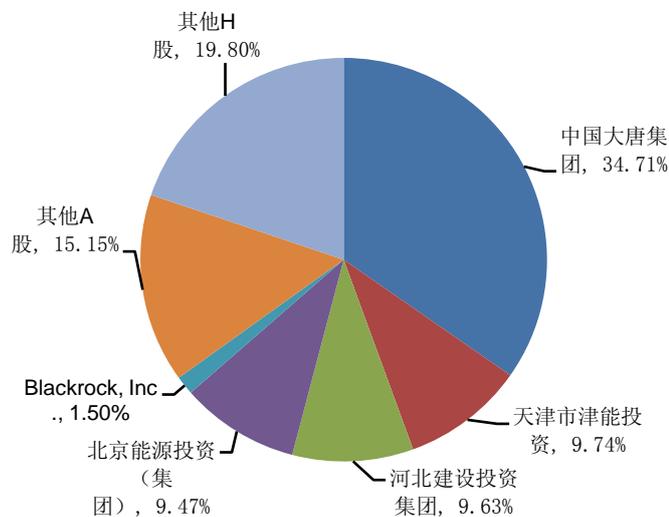
资料来源: 招商证券(香港)

## 二、大唐发电公司简介

### 国内最大的独立发电公司之一

大唐国际发电有限公司是中国大型独立发电公司之一，H 股股票分别在香港及伦敦上市。公司控股管理发电及其他项目公司 100 余家，遍及全国 18 个省(市、自治区)，服务区域覆盖华北地区、东部沿海省份、及部分西部地区。大唐发电的发展策略是优化发展火电，大力发展水电，持续发展风电，策略发展核电，适度发展太阳能，择优发展煤炭，积极稳妥发展煤化工，加快发展高铝粉煤灰综合利用项目，配套发展铁路港口航运。

图 5: 公司股权结构及持股情况



资料来源：公司公告、招商证券（香港）

### 发电规模仅次于华能国际

从截至 2012 年底的装机容量及发电量数据来看，与港股上市的其他火电企业相比较，大唐发电的发电规模仅次于华能国际。截止 2012 年末，可控装机容量达 3,915 万千瓦，权益装机容量达 2,783 万千瓦，公司计划在未来 5 年内将其装机规模翻番。

图 6: 2011-2012 年装机容量对比 (单位: 万千瓦)



资料来源: WIND,招商证券(香港)

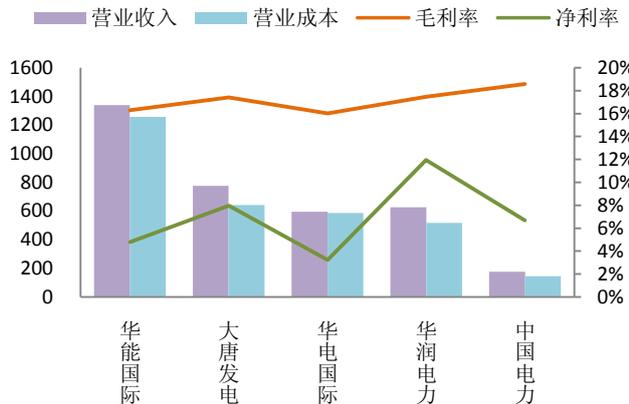
图 7: 2011-2012 年发电量对比 (单位: 亿千瓦时)



资料来源: WIND,招商证券(香港)

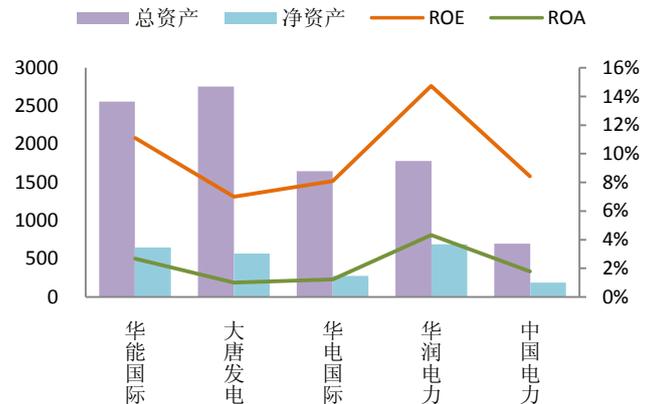
从盈利能力看, 大唐发电 2012 年的利润率为 17.4%, 与其竞争对手基本持平, 净利率水平高于行业领头华能国际。然而资本运营情况不佳, 主要由于其物业、厂房及设备占其总资产 80%的比重, 原因是公司发电装机容量较高, 同时业务多元化运行, 厂房较多。

图 8: 2012 年盈利情况对比 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告,招商证券(香港)

图 9: 2012 年资本运营情况对比 (单位: 亿元)



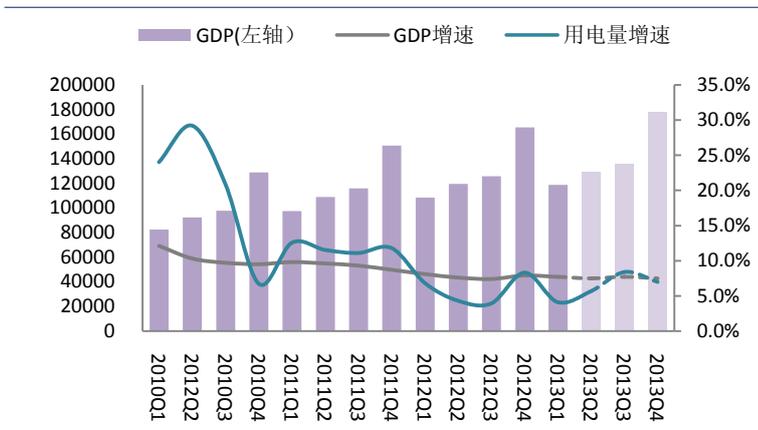
资料来源: 公司公告,招商证券(香港)

### 三、全国电力行业现状

#### 预计 2013 年下半年用电量增速略有回升

用电量与 GDP 高度正相关。国家统计局公布的宏观经济数据显示，上半年 GDP 同比增速 7.6%，其中二季度 GDP 增速为 7.5%，符合我们预期。而二季度用电量增速为 5.65%，低于 GDP 增速，可见当前经济仍然处于弱复苏状态。我们宏观团队预计，全年经济增速预测为 7.5%，三、四季度 GDP 同比增速分别为 7.7%、7.5%，同期用电量增速分别为 8%、7%，达 14,202、12,547 亿千瓦时。

图 10: 2010-2013 年季度国内生产总值及用电量增速情况(单位: 亿元)

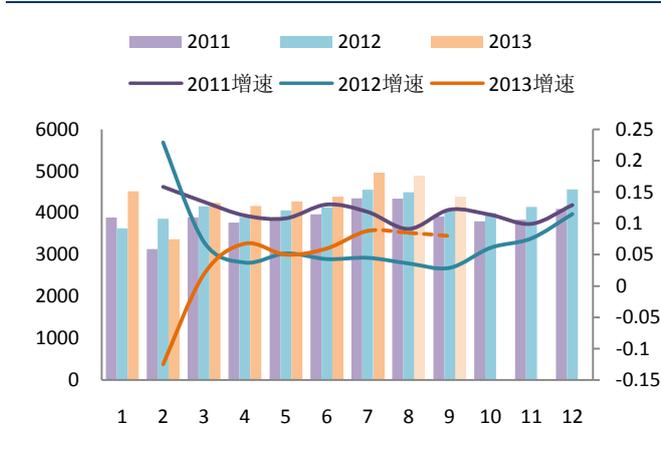


资料来源: WIND, 招商证券 (香港)

#### 夏日炎炎, 2013 年三季度用电量形势良好

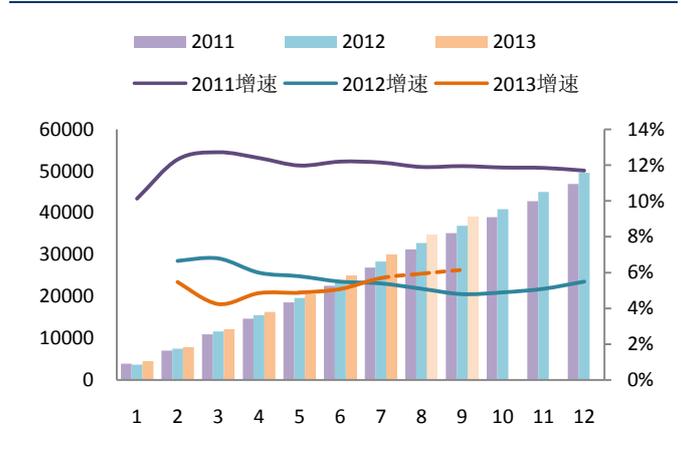
今年夏季, 全国多省出现平均气温高于历史同期的现象, 单日用电量屡创新高。日前公布的 7 月中国全社会用电量同比增长 8.8%, 略高于我们 8% 的预测, 我们上调 8 月用电量增速预期至 8%, 达 4,855 亿千瓦时。

图 11: 全社会月度用电量 (单位: 亿千瓦时)



资料来源: 国家能源局, 招商证券 (香港)

图 12: 全社会月度累计用电量 (单位: 亿千瓦时)



资料来源: 国家能源局, 招商证券 (香港)

## 維持對 2013 年下半年電企盈利能力良好的判斷

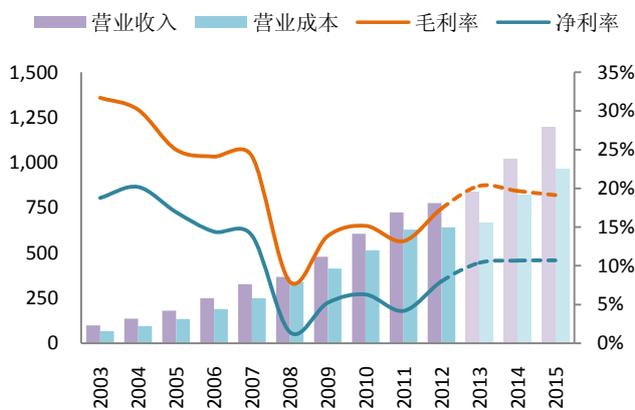
上半年政策重心偏向於“防風險”，宏觀經濟運行數據整體下滑，因此用电量數據並不樂觀，然而從已經披露的火電企業中期業績來看，盈利情況並未受此拖累，反而因燃料成本下降而連創佳績。根據中央政治局下半年經濟工作會議傳達的信息，我們認為下半年政策重點更加強調“穩增長”，若更多穩增長政策在下半年出台，我們對電企的盈利前景將充滿信心。

## 四、盈利分析

### 盈利能力有所改善

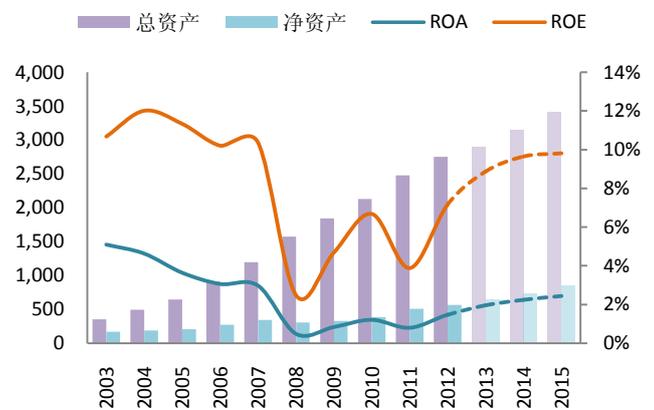
由于公司装机结构中拥有超过 80%的火电机组，因此大幅受益于燃料成本的下降，2011 年以后，盈利能力及资本运营能力均有所改善。我们认为公司未来三年将逐渐进入煤化工业务的收获期，并将继续拓展其多元化发电业务，盈利能力平稳增长。预计 2013/2014/2015 年营业收入将达 838/1,021/1,195 亿元，装机容量达 4,170/4,460/4,891 万千瓦，发电量达 2,196/2,367/2,552 亿千瓦时。

图 13:年度盈利情况及预测 (单位: 亿元)



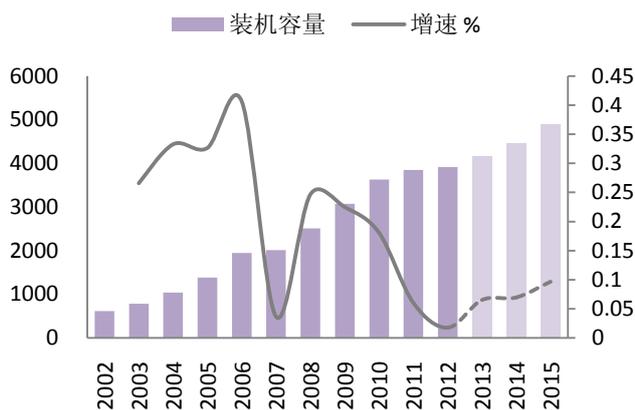
资料来源: 公司公告,招商证券 (香港)

图 14:年度资本运营情况及预测 (单位: 亿元)



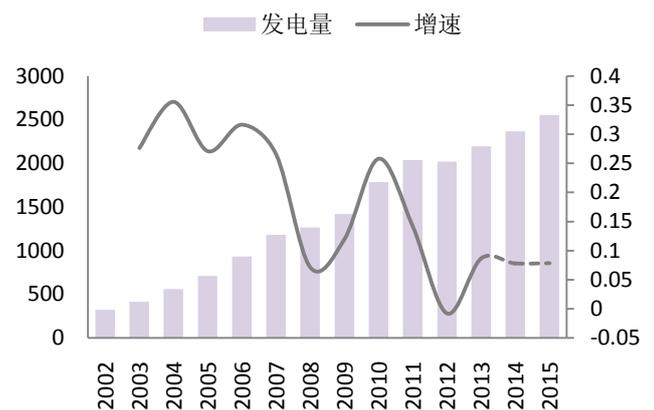
资料来源: 公司公告,招商证券 (香港)

图 15:发电设备装机容量及预测 (单位: 万千瓦)



资料来源: 公司公告,招商证券 (香港)

图 16:发电量情况及预测 (单位: 亿千瓦时)



资料来源: 公司公告,招商证券 (香港)

### 发电业务仍为盈利主导

大唐的主营业务是发电业务，根据公司加大清洁能源投资比例的战略要求，我们对公司各发电业务的装机容量及利用小时做出如下测算。我们预计在 2013 年中，公司的火电、水电及风电装机容量将分别有 6.8%、

2.6%及 19%的增长; 由于 2013 年来水量较为充足, 我们给予水电 20% 的利用小时增速预测, 根据环保政策收紧的要求, 给予火电利用小时增长 1% 的保守估计, 给予风电历史平均水平 12% 的增速预测; 根据 2012 年 4.56% 的厂用电率不变的假设, 得出各发电业务对于公司纯利润的贡献预测。与 2012 年比较, 预计 2013 年火电、水电、风电对纯利润贡献将分别有 31.6%、20.7%、37.5% 的增速。

表 14: 各发电业务对纯利润贡献测算

	火电		水电		风电	
	2012	2013E	2012	2013E	2012	2013E
装机容量 (万千瓦)	3279	3501	483	495	146	174
利用小时 (小时)	5570	5626	3717	4455	2021	2264
发电量 (亿度)	1826	1950	179	206	30	39
上网电量 (亿度)	1634	1745	161	185	27	35
含税上网电价 (元)	0.445	0.445	0.300	0.300	0.565	0.565
销售收入 (亿元)	622	670	41	47	13	17
成本 (亿元)	489	495	12	13	5	6
纯利润贡献 (亿元)	133	175	29	35	8	11

资料来源: 招商证券 (香港)

## 财务报表回顾与预测

表 15: 公司预测假设

假设条件	2012	2013E	2014E	2015E
发电量 (亿千瓦时)	2,021	2,196	2,367	2,552
同比增速 (%)	-1%	9%	8%	8%
权益装机容量 (兆瓦)	3,915	4,170	4,460	4,891
同比增速 (%)	2%	7%	7%	9%
火电利用小时 (小时)	5,570	5,626	5,738	5,844
同比增速 (%)	-4%	1%	2%	2%
火电电价 (元/千瓦时)	0.445	0.445	0.445	0.445
同比增速 (%)	6%	0%	0%	0%
标煤单价 (元/吨)	813	770	770	770
同比增速 (%)	8%	-13%	0%	0%
水电利用小时 (小时)	3,717	4,455	4,901	5,391
同比增速 (%)	20%	20%	10%	10%
水电电价 (元/千瓦时)	0.300	0.300	0.300	0.300
同比增加 (%)	0%	0%	0%	0%
风电利用小时 (小时)	2,021	2,264	2,490	2,739
同比增速 (%)	12%	12%	10%	10%
风电电价 (元/千瓦时)	0.565	0.565	0.565	0.565
同比增加 (%)	0%	0%	0%	0%

资料来源: 公司公告, 招商证券 (香港)

表 16: 利润表预测

单位: 人民币百万元	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	72,382	77,598	86,655	111,371	129,438
主营成本	(57,355)	(58,399)	(62,475)	(81,031)	(94,767)
地方政府税金	(569)	(670)	(867)	(1,114)	(1,294)
其他成本	(4,905)	(5,019)	(3,899)	(7,239)	(8,413)
利息收入	110	72	23	0	0
财务费用	(7,102)	(8,568)	(11,572)	(12,146)	(12,846)
权益性投资收益	1,040	792	1,000	1,500	2,000
其他投资收益	109	1,780	1,780	1,780	1,780
税前利润	3,710	7,586	10,645	13,122	15,897
所得税费用	(668)	(1,361)	(2,129)	(2,624)	(3,179)
净利润	3,042	6,225	8,516	10,498	12,718
少数股东损益	1,071	2,163	2,981	3,674	4,451
归属母公司所有者净利润	1,971	4,062	5,536	6,824	8,266
股本(万股)	13,310	13,310	13,310	13,310	13,310
每股收益(元)	0.15	0.31	0.42	0.51	0.62

资料来源: 公司公告, 招商证券(香港)

由于公司煤化工项目将逐渐进入收获期, 我们看好公司 2014 年及 2015 年的营收增长, 预计 2013/2014/2015 年营业收入将上升至 87/111/129 亿元; 我们判断 2013 年全年煤价将有 13% 的降幅, 因此我们将 2013/2014/2015 年成本占收入的比重由 2012 年的 75.3% 调低至 72.1%/72.8%/73.2%; 得出公司 2013/2014/2015 年每股盈利 0.42/0.51/0.62 元, 高于 WIND 机构一致预测 0.41/0.46/0.55 元, 主要原因是我们对公司今年火电业务及未来新投产的多元化业务更加乐观。

公司资产负债率由 2011 年底 80% 降至 2012 年底的 79%, 预计随着公司未来经营效益的好转, 负债率将进一步降低; 随着权益投资项目的逐渐投产, 预计公司在联营及合营公司的投资收益将逐年增加。

表 17: 资产负债表预测

单位: 人民币百万元	2011	2012	2013E	2014E	2015E
存货	6,094	5,215	5,623	7,293	8,529
应收账款及应收票据	10,209	10,357	12,998	16,706	19,416
预付款项及其他应收款	8,877	9,067	7,497	9,724	11,372
对关联方的短期委托贷款	365	576	100	100	100
可抵扣税项	62	99	87	111	129
现金及现金等价物	4,467	4,613	3,968	6,979	15,503
<b>流动资产合计</b>	<b>30,074</b>	<b>29,927</b>	<b>30,273</b>	<b>40,912</b>	<b>55,049</b>
物业、厂房及设备	200,923	221,477	238,010	251,933	263,349
投资性房地产	502	537	500	500	500
无形资产	2,644	2,867	2,781	2,703	2,632
投资于联营公司	5,289	7,113	8,000	9,000	10,000
投资于合营公司	3,586	4,200	5,500	6,500	7,500
可供出售的投资	2,710	6,243	2,000	2,000	2,000
递延住房福利	103	74	40	10	10
对一家联营公司的长期委托	0	736	736	736	0
递延税项资产	1,453	1,675	1,675	1,675	1,675
其他非流动资产	413	429	420	420	420
<b>非流动资产合计</b>	<b>217,624</b>	<b>245,351</b>	<b>259,661</b>	<b>275,476</b>	<b>288,086</b>
<b>资产总计</b>	<b>247,697</b>	<b>275,278</b>	<b>289,934</b>	<b>316,389</b>	<b>343,135</b>
应付账款及预提费用	23,940	23,877	24,990	32,412	37,907
应付税金	771	1,200	1,200	1,200	1,200
应付股利	155	111	111	111	111
短期借款	21,524	22,240	22,240	22,240	22,240
短期融资券	1,400	4,400	4,500	4,500	4,500
非流动负债的流动部分	15,625	13,609	10,000	10,000	10,000
<b>流动负债合计</b>	<b>63,415</b>	<b>65,438</b>	<b>63,042</b>	<b>70,464</b>	<b>75,959</b>
长期借款	117,654	129,446	139,446	149,446	159,446
长期债券	8,937	14,405	14,405	14,405	14,405
递延收入	504	1,383	1,383	1,383	1,383
递延税项负债	585	702	702	702	702
预计负债	42	42	42	42	42
其他非流动负债	5,827	7,203	7,203	7,203	7,203
<b>非流动负债合计</b>	<b>133,550</b>	<b>153,180</b>	<b>163,180</b>	<b>173,180</b>	<b>183,180</b>
<b>负债合计</b>	<b>196,965</b>	<b>218,618</b>	<b>226,222</b>	<b>243,644</b>	<b>259,139</b>
股本	13,310	13,310	13,310	13,310	13,310
储备	23,038	24,495	24,495	24,495	24,495
留存收益	2,593	3,854	7,925	13,285	20,087
少数股东权益	11,791	15,001	17,982	21,655	26,104
<b>归属母公司所有者权益</b>	<b>38,941</b>	<b>41,658</b>	<b>45,730</b>	<b>51,089</b>	<b>57,892</b>
股东权益合计	50,732	56,660	63,712	72,745	83,996
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>247,697</b>	<b>275,278</b>	<b>289,934</b>	<b>316,389</b>	<b>343,135</b>

资料来源: 公司公告, 招商证券(香港)

表 18: 现金流量表预测

单位: 人民币百万元	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	1,971	4,062	5,536	6,824	8,266
加: 财务费用	6,992	8,496	11,549	12,146	12,846
加: 少数股东损益	1,071	2,163	2,981	3,674	4,451
计提的坏帐准备或转销的坏帐	3	3	0	0	0
折旧和摊销	8,563	8,773	9,476	10,077	10,576
递延税款贷项(减:借项)	(334)	(104)	0	0	0
投资收益	(1,149)	(2,573)	(2,780)	(3,280)	(3,780)
营运资金减少	(842)	4,329	222	(207)	(118)
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>12,935</b>	<b>21,688</b>	<b>26,984</b>	<b>29,234</b>	<b>32,241</b>
资本支出	(30,400)	(29,552)	(25,922)	(23,922)	(21,922)
长期投资减少	(2,330)	(6,005)	2,093	(2,000)	(2,000)
其他长期资产的减少/(增加)	46	(723)	43	30	736
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>(28,754)</b>	<b>(29,805)</b>	<b>(23,787)</b>	<b>(25,892)</b>	<b>(23,186)</b>
长期借款的增加/(减少)	8,884	9,776	6,391	10,000	10,000
减: 财务费用	(6,992)	(8,496)	(11,549)	(12,146)	(12,846)
投资收益	1,149	2,573	2,780	3,280	3,780
其他长期负债的增加/(减少)	5,136	7,722	0	0	0
股利分配	0	0	(1,464)	(1,465)	(1,466)
普通股增加	1,000	0	0	0	0
储备增加	7,694	1,457	0	0	0
计入循环贷款前融资活动产生	16,870	13,030	(3,842)	(331)	(532)
<b>融资活动产生的现金流量</b>	<b>16,818</b>	<b>8,256</b>	<b>(3,842)</b>	<b>(331)</b>	<b>(532)</b>
现金净变动	998	138	(645)	3,011	8,524
期初现金余额	3,443	4,467	4,613	3,968	6,979
<b>期末现金余额</b>	<b>4,467</b>	<b>4,613</b>	<b>3,968</b>	<b>6,979</b>	<b>15,503</b>

资料来源: 公司公告, 招商证券(香港)

公司在开发煤化工业务之初, 资本开支较大, 随着项目逐步进入收获期, 经营收入的提升将为公司带来稳健增长的现金流。

表 19: 中期业绩预测

盈利预测(百万元)	1H2012	1H2013E	增速
营业收入	368.8	364.0	-1.3%
营业成本	310.2	291.5	-6.0%
净利润	19.2	35.5	84.8%
归属净利润	11.5	23.1	100.0%
每股收益(元)	0.09	0.17	100.2%

资料来源: 招商证券(香港)预测

## 五、估值

### A. 绝对估值法

我们对公司进行了财务预测，部分相关数据见下表及尾页的“附：财务预测表”。基于这些预测，我们用 DCF 估值，假设  $\text{Beta}=0.91$ ， $\text{WACC}=8.82\%$ ， $g=2.50\%$ ，得出大唐发电全年目标价 4.2 港元，相当于 10 倍 2013 预测 P/E，给予“买入”评级。

表 20: DCF 估值假设条件

假设条件	
无风险利率	3.42%
风险溢价	11.2%
股票 Beta	0.91
公司债务成本	5.6%
公司权益成本	12.5%
WACC	8.8%
永续增长率	2.50%

资料来源：招商证券（香港）预测

表 21: 敏感性分析（单位：港元）

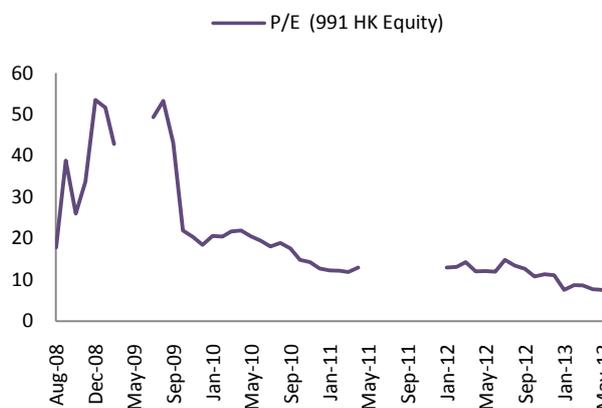
	WACC					
每股价值	7.8%	8.3%	8.8%	9.3%	9.8%	
1.5%	4.2	3.3	2.5	1.8	1.2	
2.0%	5.3	4.2	3.3	2.5	1.8	
永续增长率	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
2.5%	6.6	5.3	4.2	3.3	2.5	
3.0%	8.1	6.6	5.3	4.2	3.3	
3.5%	10.1	8.2	6.6	5.4	4.3	

资料来源：招商证券（香港）预测

### B. 比较估值法

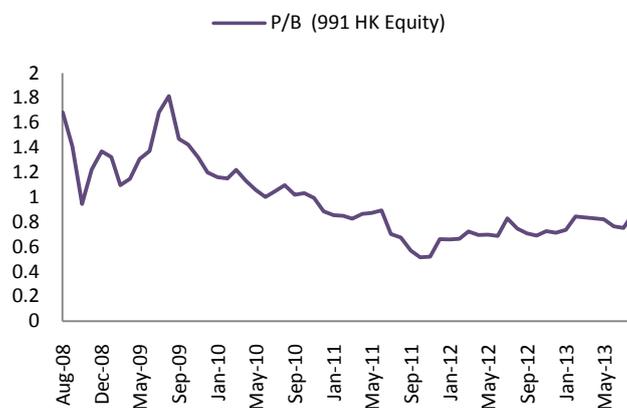
根据彭博近五年的数据显示，大唐发电目前市盈率及市净率水平均处于其历史低位。

图 17: 公司五年历史 P/E 水平



资料来源: Bloomberg, 招商证券 (香港)

图 18: 公司五年历史 P/B 水平



资料来源: Bloomberg, 招商证券 (香港)

从 8 月 19 日的收盘价计算，大唐发电 2013 年预测市盈率为 6.23 倍，市净率为 0.75 倍，与 WIND 机构一致预测比较，其估值低于其竞争对手，随着新的盈利增长点开始发力，多元化业务逐渐进入收获期，我们认为公司估值将有很大的上升空间，其 2013 年合理市盈率应达到其历史平均水平，因此，我们认为给予大唐发电 10 倍 2013E 相对估值是合理的。

表 22: 各电力公司 2013 年预测估值水平对比 (以 8 月 19 收盘价计)

代码	证券简称	最新收盘价 (港元)	市盈率 P/E (倍)	市净率 P/B (倍)	市销率 P/S (倍)
0902.HK	华能国际	7.70	7.66	1.34	0.74
0991.HK	大唐发电	3.28	6.23	0.75	0.52
1071.HK	华电国际	3.19	6.44	0.87	0.28
0836.HK	华润电力	17.54	8.56	1.35	1.19
2380.HK	中国电力	2.87	7.06	0.79	0.73

资料来源: WIND, 招商证券 (香港)

## 六、大唐发电？华能国际？

我们之前已经覆盖华能国际(902.HK, HK\$8.14, 买入, 目标价 HK\$11.0), 大唐发电与华能国际同为火力发电为主导的电力公司, 然而二者业务结构及发展模式又不尽相同, 我们做一个简单比较:

### 发展模式

- 华能国际规模较大, 发展较为保守稳健, 资产负债率低于大唐发电, 致力于为股东创造长期、稳定、增长的回报;
- 大唐发电拥有较高的利润率水平, 近年来其发展战略积极顺应于政策与市场环境, 不断寻找新的业绩增长点。

### 业务结构

- 华能国际装机容量中有大约 95%的火电装机, 其他业务主要为发电业务; 大唐发电火电装机占比约为 84%, 除发电业务外, 拥有较高产能的煤化工及煤炭业务;
- 华能国际对煤价更加敏感, 根据我们对 2013 年的敏感性分析, 煤价每下降 1%, 华能每股盈利将上升 7.6%, 而大唐每股盈利仅上升 4.7%;
- 大唐拥有 16.25%的清洁及可再生能源装机容量, 高于华能, 此块业务将受益于国家可再生能源补贴政策, 然而可再生能源受资源稀缺性限制, 且建设周期较长;
- 华能国际可以大幅受益于煤价下跌, 相比之下, 大唐的煤化工业务板块造就了其差异化经营, 当华能国际大幅受益于煤价下跌时, 天然气涨价为大唐发电带来独特的发展机会, 值得提醒的是, 煤化工项目尚处在建阶段, 短期内无法催化业绩增长。

### 地理位置

- 华能电厂主要位于华北及经济较为发达的东部沿海区域, 未来将大力发展东部沿海新能源及火电项目, 业绩增长较有保障;
- 大唐除了在经济发展快速的华北、东部沿海开展业务之外, 也在西部开发水电、煤矿开采及煤化工项目, 作为“西电东输”、“西气东输”项目, 将受益于国家“西部大开发”的补贴政策。

### 投资建议

- 短期内, 由于 2013 年煤价大跌, 我们更加看好对煤价敏感性高的华能国际;
- 中长期内, 随着清洁能源补贴政策的落实, 以及煤化工项目的完全投产, 我们看好大唐发电的长期发展;
- 长期内, 我们建议追求稳定收益、股东派息率及风险最小化的投资者选择华能国际; 建议追求超额收益、可适当承担风险的投资者选择大唐发电。

## 六、风险提示

- 宏观经济持续低迷，用电需求继续疲软；
- 煤价下行空间有限，政策出台拉升煤价；
- 煤电联营政策启动，火电电价相应下调；
- 煤化工项目达产晚，天然气涨价未落实。

## 附：财务预测表

## 资产负债表

单位：百万元	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产</b>	30,074	29,927	30,273	40,912	55,049
现金及现金等价物	4,467	4,613	3,968	6,979	15,503
应收账款及应收票据	10,209	10,357	12,998	16,706	19,416
预付款项及其他应收款	8,877	9,067	7,497	9,724	11,372
对关联方的短期委托贷	365	576	100	100	100
可抵扣税项	62	99	87	111	129
存货	6,094	5,215	5,623	7,293	8,529
其他	0	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	217,62	245,35	259,66	275,47	288,08
投资收益	12,087	18,093	16,000	18,000	20,000
物业、厂房及设备	200,92	221,47	238,01	251,93	263,34
无形资产	2,644	2,867	2,781	2,703	2,632
其他	1,969	2,913	2,871	2,841	2,105
<b>资产总计</b>	<b>247,69</b>	<b>275,27</b>	<b>289,93</b>	<b>316,38</b>	<b>343,13</b>
<b>流动负债</b>	63,415	65,438	63,042	70,464	75,959
短期借款	21,524	22,240	22,240	22,240	22,240
应付账款及预提费用	23,940	23,877	24,990	32,412	37,907
非流动负债的流动部分	15,625	13,609	10,000	10,000	10,000
其他	2,326	5,712	5,812	5,812	5,812
<b>非流动负债</b>	133,55	153,18	163,18	173,18	183,18
长期借款	117,65	129,44	139,44	149,44	159,44
其他	15,896	23,734	23,734	23,734	23,734
<b>负债合计</b>	<b>196,96</b>	<b>218,61</b>	<b>226,22</b>	<b>243,64</b>	<b>259,13</b>
股本	13,310	13,310	13,310	13,310	13,310
储备	23,038	24,495	24,495	24,495	24,495
留存收益	2,593	3,854	7,925	13,285	20,087
少数股东权益	11,791	15,001	17,982	21,655	26,104
归属于母公司所有者权	38,941	41,658	45,730	51,089	57,892
<b>负债及权益合计</b>	<b>247,69</b>	<b>275,27</b>	<b>289,93</b>	<b>316,38</b>	<b>343,13</b>

## 现金流量表

单位：百万元	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>经营活动现金流</b>	12,935	21,688	26,984	29,234	32,241
净利润	1,971	4,062	5,536	6,824	8,266
折旧摊销	8,563	8,773	9,476	10,077	10,576
财务费用	6,992	8,496	11,549	12,146	12,846
投资收益	(1,149)	(2,573)	(2,780)	(3,280)	(3,780)
营运资金变动	(842)	4,329	222	(207)	(118)
其它	740	2,062	2,981	3,674	4,451
<b>投资活动现金流</b>	<b>(28,754)</b>	<b>(29,805)</b>	<b>(23,787)</b>	<b>(25,892)</b>	<b>(23,186)</b>
资本支出	(30,400)	(29,552)	(25,922)	(23,922)	(21,922)
其他投资	(2,284)	(6,729)	2,135	(1,970)	(1,264)
<b>筹资活动现金流</b>	16,818	8,256	(3,842)	(331)	(532)
借款变动	8,884	9,776	6,391	10,000	10,000
普通股增加	1,000	0	0	0	0
储备增加	7,694	1,457	0	0	0
股利分配	0	0	(1,464)	(1,465)	(1,466)
其他	(708)	1,798	(8,769)	(8,866)	(9,066)
<b>现金净增加额</b>	998	138	(645)	3,011	8,524

资料来源：公司报表、招商证券（香港）

## 利润表

单位：百万元	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>营业收入</b>	72,382	77,598	86,655	111,37	129,43
营业成本	(57,355)	(58,399)	(62,475)	(81,031)	(94,767)
地方政府税金	(569)	(670)	(867)	(1,114)	(1,294)
其他成本	(4,905)	(5,019)	(3,899)	(7,239)	(8,413)
利息收入	110	72	23	0	0
财务费用	(7,102)	(8,568)	(11,572)	(12,146)	(12,846)
权益性投资收益	1,040	792	1,000	1,500	2,000
其他投资收益	109	1,780	1,780	1,780	1,780
<b>税前利润</b>	3,710	7,586	10,645	13,122	15,897
所得税	(668)	(1,361)	(2,129)	(2,624)	(3,179)
<b>净利润</b>	3,042	6,225	8,516	10,498	12,718
少数股东损益	1,071	2,163	2,981	3,674	4,451
<b>归属于母公司净利润</b>	1,971	4,062	5,536	6,824	8,266
<b>EPS (元)</b>	0.15	0.31	0.42	0.51	0.62

## 主要财务比

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>年成长率</b>					
营业收入	19%	7%	12%	29%	16%
营业利润	-21%	104%	40%	23%	21%
净利润	-21%	105%	37%	23%	21%
<b>获利能力</b>					
毛利率	13.2%	17.4%	22.4%	19.7%	19.3%
净利率	2.7%	5.2%	6.4%	6.1%	6.4%
ROE	5.1%	9.8%	12.1%	13.4%	14.3%
ROIC	4.3%	5.9%	7.5%	7.9%	8.3%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	79.5%	79.4%	78.0%	77.0%	75.5%
净负债比率	62.5%	60.0%	59.2%	57.4%	55.9%
流动比率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.7
速动比率	0.4	0.4	0.4	0.5	0.6
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
存货周转率	11.4	10.3	11.5	12.5	12.0
应收帐款周转	7.9	7.5	7.4	7.5	7.2
应付帐款周转	2.7	2.4	2.6	2.8	2.7
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.15	0.31	0.42	0.51	0.62
每股经营现金	0.97	1.63	2.03	2.20	2.42
每股净资产	2.93	3.13	3.44	3.84	4.35
每股股利	0.11	0.10	0.11	0.11	0.11
<b>估值比率</b>					
PE	17.5	8.5	6.229	5.1	4.2
PB	0.9	0.8	0.754	0.7	0.6
EV/EBITDA	12.2	9.4	7.4	6.6	6.0

**投资评级定义和免责条款**

投资评级	定义
买入	预期股价在未来12个月较市场指数上升10%以上
中性	预期股价在未来12个月较市场指数上升或下跌10%或以内
卖出	预期股价在未来12个月较市场指数下跌10%以上

**免责声明:**

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

招商证券(香港)有限公司  
香港中环交易广场一期48楼  
公司网址: <http://www.newone.com.hk>  
电话: (852) 31896888 传真: (852) 31010828