

Company Report

China Merchants Securities (HK)
Hong Kong Equity Research

Datang Renewable Power (1798 HK)

Weak 4Q performance, Cloudy growth prospects

- **Datang's 2014 wind power utilization hour could be below industry average, based on 4Q's wind power generation data.**
- **Recent profit warning in line with the market expectation; however, we are concerned about its growth prospect, financial leverage and cost control capability.**
- **Maintain SELL. We derive our new TP of HK\$0.83 based on the average of DCF and P/B valuations.**

2015-16E earnings cut

According to 4Q wind power generation data, we cut 2014-2016 wind power utilization hour forecast by 11.6%/7.0%/6.7% respectively to reflect poor wind resource in 2014, and the fact that our previous estimates now appear too aggressive. As a result, 2015-2016 net profit forecast was lowered by 43.6%/23.5% accordingly, 50.9%/45.2% below market consensus. Datang currently trades at 37.4x 2015P/E and 0.64x 2015P/B, not expensive but our key concerns are: 1) high financial leverage will negatively impact its capacity expansion; 2) potential CDM (Clean Development Mechanism) revenue write-off and rising operating and maintenance expense of wind turbines; 3) its underperformance in operation and profitability relative to its peers.

4Q operating performance underperformed its peers

Datang's wind power utilization hour to be below 2014 industry average: the company's 4Q2014 wind power generation rose 7% YoY, largely driven by recovery in wind resource within the Northern area of China in 4Q. We estimate that 4Q wind power utilization hour was 566 (3% YoY); and 2014 full year wind power utilization hour was 1,769, which is below the industry average of 1,905, as 75% of Datang's accumulated installation was located in grid curtailment areas such as Inner Mongolia, Heilongjiang, Jilin, Liaoning and Gansu.

Profit warning in-line with market expectations. The company expects to report losses in 2014, due to poor wind resource. Gross power generation in 2014 decreased 4.99% YoY.

Lowest P/B among peers, but profitability and management also among the weakest

The stock trades at the lowest P/B among peers and is close to its own historical low level. Given that stock's P/B valuation is at a low level but may turn to marginal profit in 2015 vs 2014 loss, we change our TP methodology to the combination of DCF and P/B. Our new target price of HK\$0.83 is the average of DCF value (HK\$0.70) and 0.6x FY15 P/B (HK\$0.97), implying 0.51x and 0.50x 2015-16E P/B.

Financials

RMB mn	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Revenue	4,645	5,756	5,392	6,241	7,111
Growth (%)	7%	24%	-6%	16%	14%
Net profit	112	237	-8	162	278
Growth (%)	-85%	111%	N/A	N/A	72%
EPS (RMB)	0.02	0.03	0.00	0.02	0.04
DPS (RMB)	0.02	0.00	0.00	0.00	0.00
P/E (x)	54.0	25.6	N/A	37.4	21.8
P/B (x)	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
ROE (%)	1.3	2.5	-0.1	1.7	2.9

Source: Company data, CMS (HK) estimates

Lei YIN

+86 755 8285 2939

yinlei@cmschina.com.cn

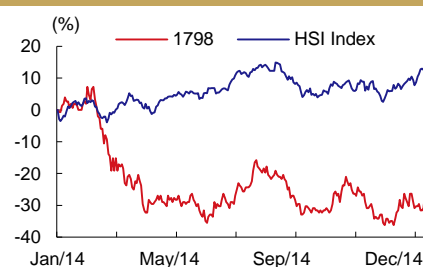
WHAT'S NEW

EPS revised down

SELL

Previous	Sell
Price	HK\$1.1
12-month Target Price (Potential downside)	HK\$0.83 (-25%)
Previous	HK\$0.74

Price Performance



Source: Bigdata

%	1m	6m	12m
1798 HK	15.5	6.9	(24.9)
HSI	6.5	1.8	13.2

Industry Alternative Energy

Hang Seng Index	24596
HSCEI	11736

Key Data

52-week range (HK\$)	0.96-1.67
Market cap (HK\$ mn)	2751
Avg. daily volume (mn)	4.35
BVPS (HK\$)	1.26

Shareholdings Structure

No. of shares outstanding (mn)	2501
Free float	91%

Related Research

公司报告

招商证券(香港)有限公司

大唐新能源 (1798 HK)

运营数据低于行业平均, 增长前景不明朗

- 季度发电量数据显示2014年风电利用小时大幅低于行业平均
- 业绩预亏符合市场预期, 但我们担心增长前景、负债率和费用控制
- 综合DCF和P/B估值方法得出目标价HK\$0.83, 维持“卖出”评级

2015-2016E净利下调

根据季度风电发电量数据, 我们分别下调2014-2016年风电利用小时数11.6%/7.0%/6.7%至1,769/1,900/2,000小时, 以反映2014年风资源不佳造成的影响, 以及早前对2015-2016年利用小时数预测的过于乐观; 2015-2016净利对应下调43.6%/23.5%(公司盈利的基数小), 低于市场一致预期50.9%/45.2%。根据我们的盈利预测, 公司当前估值37x2015P/E、0.64x2015P/B, 从P/B估值来看, 公司并不算贵, 但是我们忧虑: 1) 负债率过高影响公司新增装机计划; 2) CDM(碳排放)收入潜在减值风险以及运维费用攀升; 3) 盈利能力和运营管理能力逊于同业。

四季度运营数据低于行业平均

根据季度风电预计2014年风电利用小时低于行业平均: 公司公布2014年四季度风电发电量数据, 同比增长7%, 主要归功于四季度北方地区风资源好转; 根据测算, 四季度公司风电利用小时为566小时, 同比增长3%, 预计全年1,769小时, 低于全国行业平均(1,905小时), 主要原因是公司75%的风电装机位于限电区域(内蒙、黑龙江、吉林、辽宁、甘肃), 比例高于同业。2014年业绩预亏符合市场预期: 公司近日发布盈警公告, 由于2014年风资源差于往年, 公司当年的总发电量同比下降4.99%, 预计2014年将出现亏损, 符合市场的预期。

P/B估值同业最低, 但盈利和运营管理能力也逊于同业

公司P/B估值同业最低, 并接近自身历史低点。预计公司2015年将扭亏为盈, 我们采用DCF和P/B估值法的均值做为最终目标价。我们的DCF目标价为HK\$0.70, DCF假设包括WACC6.5%、无风险利率4.6%、股权风险溢价10.2%、贝塔系数0.62、税前债务成本5.4%、永续增长率2%; 我们P/B目标价为HK\$0.97, 预测2015年每股净资产港币1.63元, 目标P/B0.6x。综合DCF和P/B目标价, 我们的最终目标价为HK\$0.83, 隐含2015-2016年P/B分别为0.51x、0.50x。

盈利预测及估值

人民币百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业额	4,645	5,756	5,392	6,241	7,111
同比增长(%)	7%	24%	-6%	16%	14%
净利润	112	237	-8	162	278
同比增长(%)	-85%	111%	N/A	N/A	72%
每股盈利(元)	0.02	0.03	0.00	0.02	0.04
每股股息(元)	0.02	0.00	0.00	0.00	0.00
市盈率(X)	54.0	25.6	N/A	37.4	21.8
市净率(X)	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
ROE(%)	1.3	2.5	-0.1	1.7	2.9

资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

殷磊

+86 755 8285 2939

yinlei@cmschina.com.cn

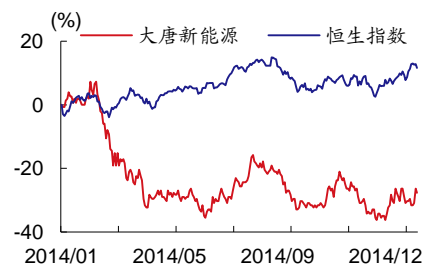
最新变动

EPS下调

卖出

前次评级	卖出
股价	HK\$1.1
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	HK\$0.83 (-25%)
前次目标价:	HK\$0.74

股价表现



资料来源: 贝格数据

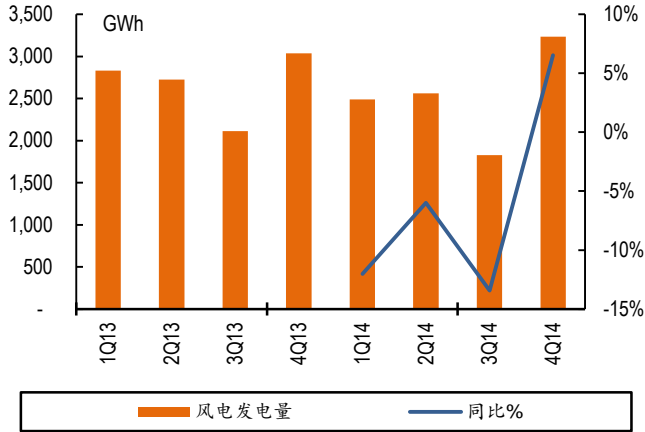
%	1m	6m	12m
1798 HK	15.5	6.9	(24.9)
HSI	6.5	1.8	13.2

行业: 新能源	
恒生指数	24596
国企指数	11736
重要数据	
52周股价区间(港元)	0.96-1.67
港股市值(百万港元)	2751
日均成交量(百万股)	4.35
每股净资产(港元)	1.26
主要股东	
中国大唐集团公司	100.0%
大唐吉林发电有限公司	12.56%
全国社会保障基金理事会	8.57%
总股数(百万股)	2501
自由流通量	91%

相关报告

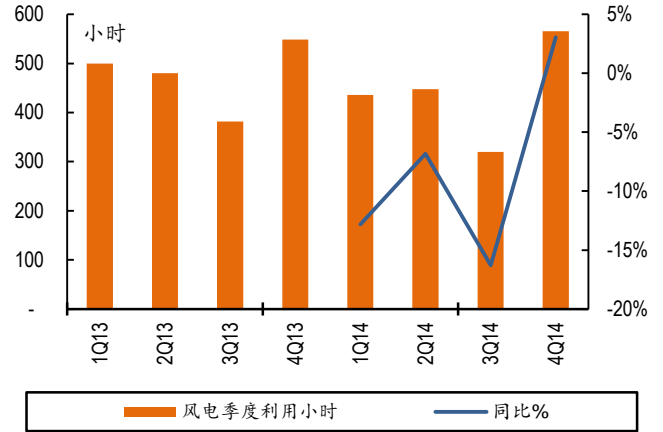
重点图表

图1: 公司四季度风电发电量同比增长7%



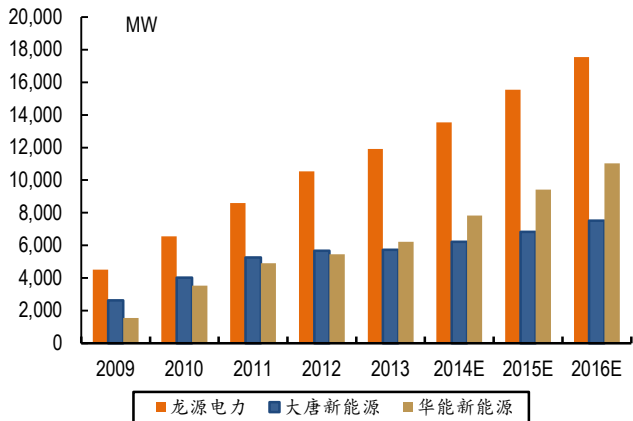
来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图2: 公司四季度风电利用小时同比增长3%



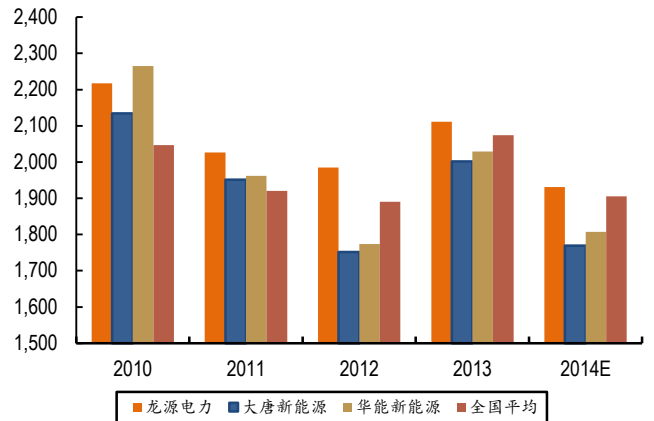
来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图3: 与同业相比, 公司风电新增装机落后



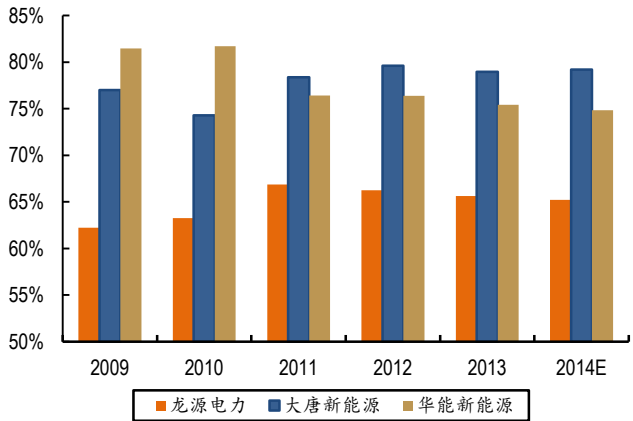
来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图4: 2012-2014年公司风电利用小时低于同业



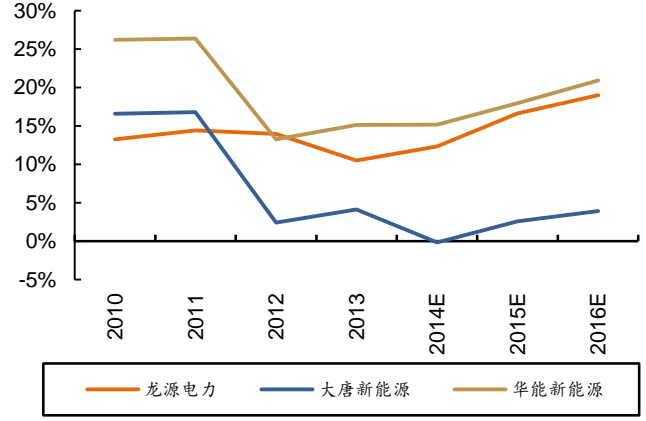
来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图5: 三大风电运营商中, 公司资产负债率压力最大



来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图6: 公司净利润率水平明显低于同业



来源: 公司资料, 招商证券(香港)

受风资源好转影响，公司四季度风电发电量有所好转

图表7: 公司四季度风电发电量同比增长7%

GWh	Q1 2013	Q2 2013	Q3 2013	Q4 2013	Q1 2014	Q2 2014	Q3 2014	Q4 2014	QoQ%	YoY%
风电业务	2,832	2,724	2,111	3,037	2,491	2,561	1,827	3,235	77%	-6%
内蒙古	1,279	1,203	983	1,458	1,112	1,136	814	1,573	93%	-6%
黑龙江	217	150	108	210	155	158	112	253	125%	5%
吉林	212	313	237	255	191	295	223	262	18%	-6%
辽宁	171	194	130	192	123	158	104	179	72%	-19%
甘肃	174	145	141	179	159	160	121	143	18%	11%
河北	13	11	15	27	21	19	15	25	69%	65%
河南	65	59	43	63	56	50	42	73	73%	-15%
宁夏	97	127	114	96	109	107	123	131	6%	-16%
山西	141	120	62	142	106	94	45	144	218%	-21%
陕西	7	14	18	25	41	37	36	44	25%	165%
云南	97	51	24	51	88	58	24	63	159%	13%
广东	20	17	19	33	31	13	10	35	260%	-21%
山东	268	256	143	237	225	225	108	240	121%	-12%
上海	70	63	75	67	74	49	44	57	30%	-22%
安徽							6	14	117%	
其他可再生能源	36	45	46	48	52	57	57	55	-3%	28%
总计	2,868	2,769	2,157	3,084	2,543	2,618	1,884	3,290	75%	-5%

来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图表8: 公司季度利润表

人民币 百万	Q1 2013	Q2 2013	Q3 2013	Q4 2013	Q1 2014	Q2 2014	Q3 2014	QoQ%	YoY%
营业收入	1,360	1,402	1,107	1,577	1,233	1,338	922	-31%	-17%
电力销售收入	1,344	1,380	1,039	1,647	1,212	1,334	891	-33%	-14%
其他收入	16	22	67	-71	21	4	31	773%	-54%
营业总成本	1,171	1,293	1,271	1,513	1,296	1,373	1,286	-6%	1%
电力销售成本	648	540	857	614	719	602	893	48%	4%
财务费用	494	561	529	540	540	604	507	-16%	-4%
其他费用及成本	29	192	-115	359	36	168	-114	N/A	N/A
营业利润	189	109	-162	77	-62	-70	-305	N/A	N/A
利润总额	198	113	-134	184	-48	60	-340	N/A	N/A
所得税	10	15	-0	29	12	7	5	-22%	N/A
净利润	188	98	-134	155	-60	53	-345	N/A	N/A
少数股东权益	32	23	-13	28	-1	8	-37	N/A	N/A
归属母公司净利润	155	76	-121	127	-59	45	-308	N/A	N/A
电力销售毛利率%	51.8%	60.8%	17.5%	62.7%	40.7%	54.9%	-0.2%	-55.2 pct	-17.8 pct
营业利润率%	13.9%	7.8%	-14.6%	4.9%	-5.1%	-5.2%	-33.1%	-27.9 pct	-18.5 pct
净利润率%	11.4%	5.4%	-11.0%	8.0%	-4.8%	3.4%	-33.5%	-36.8 pct	-22.5 pct

来源: 公司资料, 招商证券(香港)

预计2014年利用小时数将低于行业平均水平: 公司公布2014年四季度风电发电量数据, 四季度录得3,235吉瓦时, 同比增长7%, 主要归功于四季度北方地区风资源好转; 根据我们的测算, 四季度公司风电利用小时为566小时, 同比增长3%, 预计全年1,769小时, 低于2014年全国行业平均(1,905小时), 主要原因是公司75%的风电装机位于限电区域(内蒙、黑龙江、吉林、辽宁、甘肃), 比例高于同业。我们预计2015年风资源同比好转的可能性较大, 另外, 风电限电比例将进一步降低(2014年中期全国8.5%)。

2014年业绩预亏符合市场预期: 公司近日发布盈警公告, 由于2014年风资源差于往年, 公司当年的总发电量同比下降4.99%, 预计2014年将出现亏损, 符合市场的预期。

盈利预测调整

根据公司2014年各季度风电发电量和中期风电装机数据, 我们分别下调2014-2016年风电利用小时数11.6%/7.0%/6.7%至1,769/1,900/2,000小时, 以反映2014年风资源不佳造成的影响; 2014-2016净利对应下调NA/43.6%/23.5%。

我们的盈利预测较市场一致预期更为保守, 预计公司2015-2016年EPS为RMB0.02/0.04元, 较一致预期低50.9%/45.2%, 主要原因有: 1) 预计公司2015年由亏转盈, 但公司盈利的基数小, 对参数变动敏感性比较高; 2) 我们对2015-2016年风电利用小时数预测偏保守, 认为2015-2016年北方地区限电比率改善不会一蹴而就; 3) 基于公司过高的资产负债率(2014E 79.2%, 明显高于主要竞争对手龙源的65.2%和华能新能源的74.8%; 国资委通常考核指标为80%上限), 我们认为公司未来扩张速度将低于同业(2015E 公司600MW vs 龙源2GW vs 华能新能源1.6GW)。

图表9: 公司核心运营数据预测

		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
风电新增装机	MW	1,231	512	50	500	600	700
YoY%			-58%	-90%	891%	20%	17%
风电累计装机	MW	5,259	5,771	5,841	6,341	6,941	7,641
YoY%			10%	1%	9%	9%	10%
利用小时数		1,951	1,752	2,002	1,769	1,900	2,000
YoY%			-10%	14%	-12%	7%	5%
风电发电量	GWh	7,447	8,542	10,878	10,219	11,935	13,776
YoY%			15%	27%	-6%	17%	15%
风电净售电量	GWh	7,233	8,293	10,540	9,915	11,580	13,365
YoY%			15%	27%	-6%	17%	15%
上网电价(不含税)	元/kwh	0.51	0.52	0.51	0.51	0.51	0.51
YoY%			2%	-1%	0%	0%	-1%
销售电力	百万元	3,656	4,275	5,364	5,053	5,902	6,772
YoY%			17%	25%	-6%	17%	15%
核证减排量收入	百万元	324	80	53	0	0	0
YoY%			-75%	-33%	-100%	N/A	N/A
其他收入	百万元	367	291	339	339	339	339
YoY%			-21%	17%	0%	0%	0%
营业收入	百万元	4,347	4,645	5,756	5,392	6,241	7,111
YoY%			7%	24%	-6%	16%	14%

来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图表10: 盈利预测调整

人民币百万	新 2014E	旧 2014E	变化%	新 2015E	旧 2015E	变化%	新 2016E	旧 2016E	变化%
营业收入	5,392	6,050	-10.9%	6,241	6,642	-6.0%	7,111	7,418	-4.1%
净利润	-8	187	N/A	162	287	-43.6%	278	363	-23.5%
EPS(元)	0.00	0.03	N/A	0.02	0.04	-43.6%	0.04	0.05	-23.5%
净利率	-0.2%	3.1%	-3.3 pct	2.6%	4.3%	-1.7 pct	3.9%	4.9%	-1.0 pct

来源: 招商证券(香港)

图表11: 我们的预测vs一致预期

人民币百万	CMS(HK)			一致预期			差异(%)		
	2014E	2015E	2016E	2014E	2015E	2016E	2014E	2015E	2016E
营业收入	5,392	6,241	7,111	5,371	6,348	7,022	0.4%	-1.7%	1.3%
净利润	-8	162	278	-18	329	506	N/A	-50.9%	-45.2%
EPS (元)	0.00	0.02	0.04	0.00	0.05	0.06	N/A	-50.9%	-45.2%
净利率%	-0.2%	2.6%	3.9%	-0.3%	5.2%	7.2%	0.2 pct	-2.6 pct	-3.3 pct

来源: Bloomberg, 招商证券(香港)

估值评级

上调目标价至HK\$0.83, 维持“卖出”评级

我们的DCF目标价为HK\$0.70, DCF假设包括WACC6.5%、无风险利率4.6%、股权风险溢价10.2%、贝塔系数0.62、税前债务成本5.4%、永续增长率2%; 我们P/B目标价为HK\$0.97, 预测2015年每股净资产港币1.63元, 目标P/B0.6x。综合DCF和P/B目标价, 我们的最终目标价为HK\$0.83, 隐含2015-2016年P/B分别为0.51x、0.50x。

根据我们的盈利预测, 公司当前估值37x2015P/E、0.64x2015P/B, 从P/B估值来看, 公司并不算贵, 但是我们忧虑: 1) 负债率过高影响公司新增装机计划; 2) CDM(碳排放)收入潜在减值风险以及运维费用攀升; 3) 盈利能力和运营管理能力逊于同业。

图表12: DCF估值假设和DCF目标价

WACC 计算		DCF 目标价 (RMB 百万)	
无风险利率-%	4.6%	现金流现值	7,475
贝塔	0.62	2023年 FCF	2,662
风险溢价-%	10.2%	永续增长率	2%
权益成本-%	10.9%	终值折现值	34,387
债务成本-%	5.4%	企业价值	41,863
税率%	14.7%	净债务	37,806
税后债务成本-%	4.6%	权益价值	4,056
目标负债率-%	70%	股份数(百万)	7,274
WACC-%	6.5%	DCF 目标价	HK\$0.70

来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图表13: DCF目标价敏感性分析 (HK\$)

	=0.70	WACC						
		5.0%	5.5%	6.0%	6.5%	7.0%	7.5%	8.0%
永续增长率	0.5%	1.52	0.57	-0.21	-0.85	-1.38	-1.84	-2.24
	1.0%	2.38	1.23	0.32	-0.42	-1.04	-1.56	-2.00
	1.5%	3.49	2.06	0.96	0.08	-0.63	-1.23	-1.73
	2.0%	4.97	3.13	1.76	0.70	-0.15	-0.84	-1.41
	2.5%	7.04	4.56	2.79	1.47	0.45	-0.37	-1.03
	3.0%	10.14	6.55	4.16	2.46	1.19	0.21	-0.58
	3.5%	15.32	9.54	6.08	3.78	2.14	0.92	-0.03

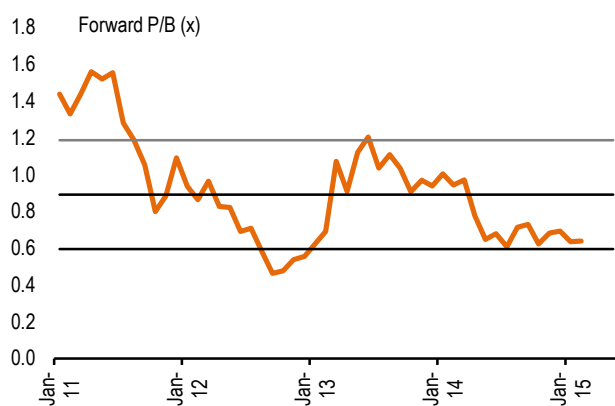
来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图表14: 风电运营商同业比较

公司	代码	货币	股价	市值(百万)	P/B(x)			P/E(x)			ROE(%)		
					2013	2014E	2015E	2013	2014E	2015E	2013	2014E	2015E
海外风电													
Acciona	ANA SM	EUR	0.7	1.1	1.0	82.2	33.7	27.7	0.9	3.7	3.9	0.7	1.1
Endesa	ELE SM	EUR	0.8	2.0	2.0	10.8	12.4	18.5	7.6	12.2	10.8	0.8	2.0
EDP Renovaveis	EDPR PL	EUR	0.9	0.9	0.9	38.0	46.5	36.4	2.4	1.9	2.4	0.9	0.9
AES Corp.	AES US	USD	1.8	1.8	1.7	9.7	9.8	9.3	2.3	18.2	16.6	1.8	1.8
平均值			1.1	1.5	1.4	35.2	25.6	23.0	3.3	9.0	8.4	1.1	1.5
中位数			0.9	1.5	1.4	24.4	23.1	23.1	2.3	7.9	7.4	0.9	1.5
港股风电													
龙源电力	916 HK	CNY	7.19	67,425	1.7	1.6	1.5	18.3	21.7	15.2	9.6	7.9	10.3
大唐新能源	1798 HK	CNY	1.09	7,928	0.7	0.7	0.6	25.6	N/A	37.4	2.5	-0.1	1.7
华能新能源	958 HK	CNY	2.78	27,044	1.4	1.4	1.2	18.4	18.7	12.1	8.4	7.6	10.8
新天绿色能源	956 HK	CNY	1.75	6,502	0.8	0.7	0.6	8.4	12.5	9.5	9.3	6.7	7.4
京能清洁能源	579 HK	CNY	3.1	21,298	1.5	1.4	1.2	11.8	11.9	7.9	13.0	12.3	15.9
华电福新能源	816 HK	CNY	3.68	30,941	1.9	1.7	1.5	14.7	12.3	9.1	13.3	14.3	16.2
平均值					1.3	1.2	1.1	16.2	15.4	15.2	9.3	8.1	10.4
中位数					1.5	1.4	1.2	16.5	12.5	10.8	9.4	7.7	10.5

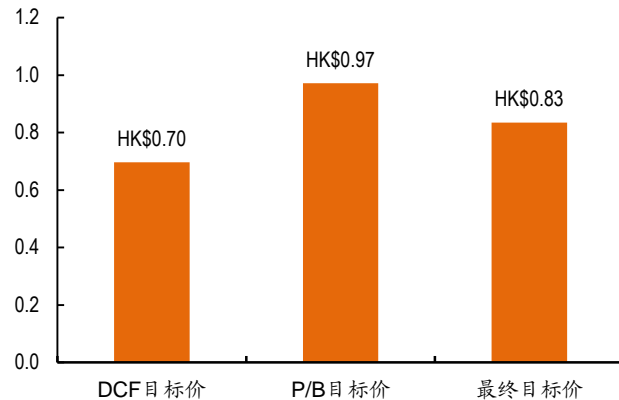
来源: Bloomberg, 招商证券(香港)

图表15: 公司Forward P/B Band



来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图表16: 公司最终目标价推导



来源: 公司资料, 招商证券(香港)

财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	7,372	6,418	5,098	5,530	6,250
现金及现金等价物	2,104	1,001	270	312	356
交易性金融资产	16	-	-	-	-
其他短期投资	-	370	370	370	370
应收账款及票据	3,035	3,805	3,294	3,501	3,989
其它应收款	2,193	1,225	1,148	1,328	1,514
存货	14	17	17	19	22
其他流动资产	10	-	-	-	-
非流动资产	49,011	49,970	51,719	54,361	56,877
长期投资	612	964	964	964	964
固定资产	44,855	45,160	46,909	49,551	52,067
无形资产	751	968	968	968	968
其他	2,793	2,878	2,878	2,878	2,878
资产总计	56,383	56,388	56,817	59,891	63,127
流动负债	11,964	10,270	12,732	17,595	20,485
应付账款	637	309	302	346	401
应交税金	47	63	63	63	63
短期借款	5,457	5,412	7,978	12,159	14,199
其他	5,823	4,487	4,390	5,027	5,822
长期负债	32,922	34,255	32,255	30,255	30,255
长期借款	32,705	33,766	31,766	29,766	29,766
其他	217	489	489	489	489
负债合计	44,886	44,525	44,987	47,850	50,740
股本	7,274	7,274	7,274	7,274	7,274
留存收益	1,129	1,189	1,159	1,321	1,584
其它储备	414	829	829	829	829
少数股东权益	2,681	2,571	2,568	2,617	2,700
归属于母公司所有者权益	8,816	9,292	9,262	9,424	9,687
负债及权益合计	56,383	56,388	56,817	59,891	63,127

现金流量表

单位: 百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	4,143	4,663	4,902	5,158	5,426
净利润	112	237	-8	162	278
折旧与摊销	1,857	2,201	2,251	2,358	2,484
营运资本变动	157	7	485	292	174
其他非现金调整	2,017	2,219	2,175	2,347	2,490
投资活动现金流	-6,558	-4,877	-3,985	-4,988	-4,987
资本性支出	-6,864	-4,601	-4,000	-5,000	-5,000
出售固定资产	2	-	-	-	-
投资增减	354	487	-	-	-
其它	463	133	15	12	13
筹资活动现金流	355	-885	-1,649	-128	-395
债务增减	2,909	1,681	565	2,182	2,039
股本增减	-	-	-	-	-
股利支付	284	167	22	-1	15
其它筹资	-2,270	-2,399	-2,193	-2,311	-2,420
其它调整	-567	-335	-44	2	-30
现金净增加额	-2,059	-1,102	-732	42	43

利润表

单位: 百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	4,645	5,756	5,392	6,241	7,111
售电收入	4,275	5,364	5,053	5,902	6,772
CDM收入	80	53	0	0	0
其他收入	291	339	339	339	339
营业费用	2,531	3,298	3,227	3,696	4,281
折旧及摊销	1,857	2,201	2,061	2,386	2,718
人工成本	265	353	331	383	436
维修及保养	83	121	251	251	356
其他费用	326	624	585	677	771
营业利润	2,114	2,458	2,165	2,545	2,830
利息支出	1,974	2,139	2,193	2,311	2,420
利息收入	41	31	5	2	3
权益性投资损益	-5	10	10	10	10
除税前利润	176	360	-13	247	423
所得税	-10	53	-2	36	62
少数股东损益	74	71	-3	48	83
净利润	112	237	-8	162	278
EPS (元)	0.02	0.03	0.00	0.02	0.04

主要财务比率

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
年成长率					
营业收入	7%	24%	-6%	16%	14%
营业利润	-13%	16%	-12%	18%	11%
净利润	-85%	111%	-104%	-2014%	72%
获利能力					
营业利润率	45.5%	42.7%	40.1%	40.8%	39.8%
净利率	2.4%	4.1%	-0.2%	2.6%	3.9%
ROE	1.3%	2.5%	-0.1%	1.7%	2.9%
ROIC	4.6%	4.2%	3.6%	4.0%	4.3%
偿债能力					
资产负债率	79.6%	79.0%	79.2%	79.9%	80.4%
净负债比率	67.7%	69.5%	69.9%	70.0%	69.6%
流动比率	0.6	0.6	0.4	0.3	0.3
速动比率	0.6	0.6	0.4	0.3	0.3
营运能力					
资产周转率	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
存货周转率	189.8	212.2	193.2	208.6	209.7
应收帐款周转率	0.9	1.1	1.1	1.3	1.4
应付帐款周转率	4.4	7.0	10.6	11.4	11.5
每股资料 (元)					
每股收益	0.02	0.03	0.00	0.02	0.04
每股经营现金	0.57	0.64	0.67	0.71	0.75
每股净资产	1.21	1.28	1.27	1.30	1.33
每股股利	0.02	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	53.96	25.6	N/A	37.4	21.79
PB	0.69	0.65	0.65	0.64	0.62
EV/EBITDA	10.4	8.9	9.9	8.5	7.5

资料来源: 公司报表, 招商证券(香港)预测

投资评级定义

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

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

监管披露

有关重要披露事项,请参阅本公司网站之「披露」网页<http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html>。

免责条款

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。招商证券(香港)并非于美国登记的经纪自营商,除美国证券交易委员会的规则第15(a)-6条款所容许外,招商证券(香港)的产品及服务并不向美国人提供。

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。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)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。

香港

招商证券(香港)有限公司
香港中环交易广场一期48楼
电话: +852 3189 6888
传真: +852 3101 0828