

2010年8月23日

兖州煤业

估值低廉，增长可期
A
买入

600188.SS – 人民币 18.27

目标价格: 人民币 27.29 (↗30.82)

H
买入

1171.HK – 港币 16.76

目标价格: 港币 25.01 (↗25.71)

刘志成, CFA

(852) 2905 2130

lawrence.lau@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300209030301

股价相对指数表现 (A 股)



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现 (A 股)

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(21)	1	(4)	4
相对新华富时				
A50 指数 (%)	3	(2)	(7)	20

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)	4,918
流通股 (%)	7
流通股市值 (人民币 百万)	6,560
3个月日均交易额 (人民币 百万)	172
净负债比率 (%) (2010E)	20
主要股东 (%)	
兖矿集团	53

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

兖州煤业公告 A 股和 H 股的中期盈利分别同比增长 38% 和 34%, 符合管理层调整后的指导区间。虽然我们认为下半年的主营业务或许会因为国内现货煤价格走低而略有下滑, 但是随着国内和澳洲的新矿带来贡献, 我们相信今年全年和 2011 年公司的业绩将实现较快增长。我们对该股维持买入评级。

支撑评级的要点

- 2010 年和 2011 年盈利快速增长;
- 榆树湾矿的纠纷有望近期解决, 投入生产;
- 估值具有吸引力。

评级面临的主要风险

- 煤价大幅下跌;
- 新项目推迟。

估值

- 根据中期业绩, 我们更新了盈利模型, 将 2010 年盈利预测下调 3%, 我们将 H 股的目标价从 25.71 港币下调至 25.01 港币。
- 自从我们 5 月初出版最新一期报告以来, A-H 股三个月平均溢价水平已经从 37% 缩窄至 25%, 因此我们将 A 股目标价从 30.82 人民币下调至 27.29 人民币。

投资摘要 (A 股)

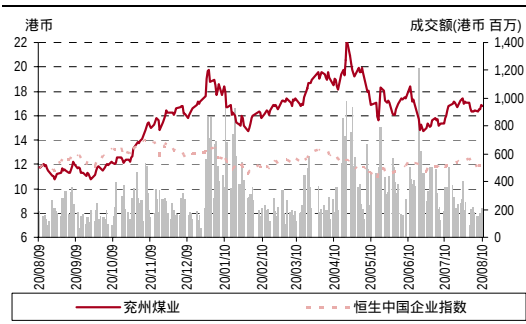
年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入 (人民币 百万)	26,353	21,500	31,857	38,864	40,448
变动 (%)	59	(18)	48	22	4
净利润 (人民币 百万)	6,324	3,880	6,989	9,535	9,672
全面摊薄每股收益 (人民币)	1.286	0.789	1.421	1.939	1.966
变动 (%)	134.8	(38.6)	80.1	36.4	1.4
市场预期每股收益 (人民币)	-	-	1.411	1.716	1.942
原先预测摊薄每股收益 (人民币)	-	-	1.436	1.875	1.915
调整幅度 (%)	-	-	(1.1)	3.4	2.7
全面摊薄市盈率 (倍)	14.2	23.2	12.9	9.4	9.3
每股现金流量 (人民币)	1.56	1.22	1.68	2.25	2.57
价格/每股现金流量 (倍)	11.7	15.0	10.9	8.1	7.1
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	7.9	14.6	7.7	5.5	4.9
每股股息 (人民币)	0.400	0.250	0.430	0.580	0.590
股息率 (%)	2.2	1.4	2.4	3.2	3.2

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>, firstcall.com, Multex.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(%)	(2)	6	(1)	43
相对恒生中国				
企业指数(%)	6	3	(7)	41

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)	4,918
流通股 (%)	40
流通股市值 (港币 百万)	32,808
3 个月日均交易额 (港币 百万)	354
净负债比率 (%) (2010E)	21

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)	24,394	19,850	29,412	35,881	37,343
变动 (%)	68	(19)	48	22	4
净利润 (人民币 百万)	6,489	4,117	7,164	9,777	9,931
全面摊薄每股收益 (人民币)	1.319	0.837	1.456	1.988	2.019
变动 (%)	100.9	(36.5)	74.0	36.5	1.6
市场预期每股收益 (人民币)	-	-	1.483	1.728	1.783
原先预测摊薄每股收益 (人民币)	-	-	1.500	1.951	1.994
调整幅度 (%)	-	-	(2.9)	1.9	1.2
全面摊薄市盈率 (倍)	11.1	17.5	10.1	7.4	7.3
每股现金流量 (人民币)	1.42	1.30	1.55	2.20	2.56
价格/每股现金流量 (倍)	10.3	11.3	9.4	6.7	5.7
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	6.3	11.4	6.5	4.3	3.7
每股股息 (人民币)	0.400	0.250	0.430	0.580	0.590
股息率 (%)	2.7	1.7	2.9	4.0	4.0

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

中期盈利符合预期

在国际会计准则下，上半年兖州煤业的盈利同比增长 34%至 27.15 亿人民币；按照中国会计准则，期内盈利同比增长 38%至 26.33 亿人民币。A 股业绩符合 7 月末管理层调整后的预期——同比增长 35%左右。

公司的盈利实际上包含了其澳洲子公司兖矿澳大利亚公司为收购 Felix Resources 而贷款 32 亿美元所产生的约 11 亿人民币汇兑亏损。上半年澳元兑美元走软导致了汇兑浮亏。剔除这一项，国际会计准则和中国会计准则下的核心利润分别同比增长 86%和 94%。

销量和价格上升拉动主营利润增长强劲

综合 Felix Resources 和赵楼矿的贡献，上半年公司的煤炭销量同比增长 25%(剔除外购煤同比增长 17%)。国内市场的售价大幅走高，总部的平均销售价格同比上涨 24%。除此之外，公司在成本控制方面成效显著，总部和天池矿的单位销售成本均小幅降低。

预计下半年业绩走低

展望未来，我们预计下半年主营业务利润环比将略有下滑，这是因为近期国内现货煤价格走低。预计今年 1-3 季度的业绩依然会保持强劲增长的势头。公司预计，按照中国会计准则计算的 1-3 季度盈利同比增幅会超过 50%，达到 45 亿人民币以上。随着近期澳元兑美元开始走强，汇兑浮亏有可能扭转，预计管理层的预期完全可以达到。

调整盈利预测和目标价格

我们根据中期业绩更新了模型，将 H 股和 A 股的 2010 年盈利预测分别下调 3%和 1%。同时，我们将 2011-12 年 H 股和 A 股的盈利预测分别上调 1-2%和 3%。我们的盈利预测中不包含任何汇兑浮盈或浮亏。此外，我们还将资源税改革在全国范围内执行的时间从 2010 年 5 月推迟到 2011 年 1 月。与此同时，我们将榆树湾矿的投产时间从今年 3 季度推迟到 4 季度。总体来看，我们预计 2010 年 H 股和 A 股盈利将分别同比增长 74%和 80%。

图表 2.业绩摘要(H 股)

年结日 12 月 31 日(百万人民币)	09 年上半	10 年上半	同比变动%
煤炭	9,021	14,451	60
铁路服务	116	258	122
电力	104	86	(17)
甲醇	-	409	NA
热力	10	15	55
净收入总计	9,251	15,219	65
销售成本	(4,914)	(8,249)	68
毛利润	4,338	6,970	61
一般、管理与销售费用	(1,840)	(3,366)	83
联营公司	44	(8)	NM
其他经营收入	199	128	(36)
利息费用	(21)	(158)	657
税前利润	2,719	3,566	31
税金	(671)	(833)	24
税后利润	2,048	2,734	33
少数股东权益	(22)	(18)	(19)
净利润	2,026	2,715	34
每股收益(人民币)	0.412	0.552	34

资料来源：公司数据

图表 3.业绩摘要(A 股)

年结日 12 月 31 日(百万人民币)	09 年上半	10 年上半	同比变动%
主营业务收入	9,664	15,601	61
主营业务成本	(5,238)	(8,324)	59
销售税及其附加	(203)	(248)	22
主营业务利润	4,223	7,030	66
销售费用	(229)	(652)	185
管理费用	(1,544)	(1,691)	10
财务费用	161	(1,237)	NM
减值亏损	(59)	0	NM
投资收入	44	(3)	NM
经营利润	2,597	3,447	33
非经营收入	4	13	207
非经营费用	(7)	(26)	275
总利润	2,594	3,434	32
所得税	(663)	(794)	20
少数股东权益	(27)	(7)	(75)
净利润	1,904	2,633	38
每股收益(人民币)	0.387	0.535	38

资料来源：公司数据

我们依然以 15 倍 2010 年预期盈利对 H 股估值；由于下调盈利预测，我们将该股目标价从 25.71 港币下调至 25.01 港币。目前股价对应 10.1 倍 2010 年预期盈利，估值低廉。我们对 H 股维持**买入**评级。

自从我们 5 月初出版最新一期报告以来，A-H 股三个月平均溢价水平已经从 37% 缩窄至 25%，因此我们将 A 股目标价从 30.82 人民币下调至 27.29 人民币。对 A 股维持**买入**评级。

图表 4.经营数据 - 销量

(百万吨)	09 年上半年	10 年上半年	同比变动%
销量			
总部			
洁净煤			
1 号	0.31	0.43	37
2 号半软焦煤	4.13	4.13	(0)
3 号动力煤			
内销	0.66	0.58	(12)
出口	0.08	0.01	(93)
块煤	0.74	0.72	(3)
经筛选原煤	8.69	8.77	1
混煤及其他	1.56	1.87	20
总部小计	16.17	16.49	2
内销	16.09	16.49	2
出口	0.08	0.01	(93)
天池矿	0.47	0.78	67
赵楼矿	-	0.49	NA
兖煤澳洲	0.60	3.03	408
半硬焦煤	0.60	0.70	NA
半软焦煤	-	0.60	NA
PCI 煤	-	0.85	NA
动力煤	-	0.88	NA
外购煤	0.43	2.07	379
总计	18.26	22.86	25

资料来源：公司数据

图表 5.经营数据 – 产量

(百万吨)	09 年上 半年	10 年上 半年	同比变 动%
原煤产量			
总部	16.09	17.02	5.8
山西能化	0.47	0.74	56.1
菏泽能化	-	0.66	NA
兖煤澳洲	0.72	4.46	523.5
总计	17.28	22.89	32.5
(百万吨)	09 年上 半年	10 年上 半年	同比变 动%
可售煤炭产量			
总部	15.98	16.99	6.3
山西能化	0.47	0.73	54.0
菏泽能化	-	0.50	NA
兖煤澳洲	0.63	3.35	431.4
总计	17.08	21.56	26.2

资料来源：公司数据

图表 6.经营数据 – 单位销售成本

(人民币/吨)	09 年上 半年	10 年上 半年	同比变 动%
销售成本			
总部	257.9	254.0	(2)
天池矿	245.5	216.1	(12)
赵楼矿	-	574.4	NA
兖煤澳洲	424.6	439.2	3
外购煤	483.9	720.7	49

资料来源：公司数据

图表 7.经营数据 – 平均售价

(人民币/吨)	09 年上半 年	10 年上半 年	同比变动%
平均售价			
总部			
洁净煤			
1 号	719.3	972.9	35
2 号半软焦煤	730.4	987.2	35
3 号动力煤			
内销	646.8	862.0	33
出口	632.3	531.0	(16)
块煤	706.6	927.3	31
经筛选原煤	422.0	476.8	13
混煤及其他	195.7	275.6	41
总部小计	507.9	627.8	24
内销	507.3	627.8	24
出口	623.3	531.0	(15)
天池矿	291.7	360.5	24
赵楼矿	-	741.4	NA
兖煤澳洲	893.4	674.1	(25)
半硬焦煤	893.50	713.2	NA
半软焦煤	-	719.3	NA
PCI 煤	-	782.1	NA
动力煤	-	507.2	NA
外购煤	506.2	728.3	44

资料来源：公司数据

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	26,353	21,500	31,857	38,864	40,448
销售成本	(13,491)	(12,220)	(17,371)	(19,809)	(20,973)
经营费用	(2,747)	(2,470)	(2,054)	(3,278)	(3,436)
经营利润(息税前利润)	8,811	5,118	9,524	12,431	12,502
折旧及摊销	(1,304)	(1,693)	(2,909)	(3,346)	(3,537)
息税折旧前利润	10,115	6,811	12,433	15,776	16,040
净利息收入/(费用)	(246)	162	(213)	(75)	68
其他收益/(损失)	94	131	140	563	566
税前利润	8,660	5,411	9,451	12,919	13,136
所得税	(2,322)	(1,505)	(2,429)	(3,347)	(3,428)
少数股东权益	(13)	(26)	(32)	(36)	(36)
净利润	6,324	3,880	6,989	9,535	9,672
核心净利润	6,324	3,880	6,989	9,535	9,672
每股收益(人民币)	1.286	0.789	1.421	1.939	1.966
核心每股收益(人民币)	1.286	0.789	1.421	1.939	1.966
每股股息(人民币)	0.400	0.250	0.430	0.580	0.590
收入增长(%)	59	(18)	48	22	4
息税前利润增长(%)	105	(42)	86	31	1
息税折旧前利润增长(%)	91	(33)	83	27	2
每股收益增长(%)	135	(39)	80	36	1
核心每股收益增长(%)	135	(39)	80	36	1

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	9,695	12,293	13,425	14,508	18,809
应收帐款	413	437	647	789	821
库存	823	886	1,260	1,420	1,509
其他流动资产	4,458	7,269	7,363	9,057	9,411
流动资产总计	15,389	20,885	22,694	25,774	30,550
固定资产	14,245	18,272	20,169	18,916	17,551
无形资产	1,558	20,113	19,825	19,267	18,632
其他长期资产	1,749	2,982	3,105	3,492	3,495
长期资产总计	17,552	41,367	43,099	41,675	39,678
总资产	32,941	62,252	65,793	67,449	70,228
应付帐款	854	1,307	1,858	2,118	2,243
短期债务	215	1,620	6,675	4,447	4,447
其他流动负债	4,844	8,014	9,076	10,078	10,007
流动负债总计	5,912	10,941	17,609	16,643	16,696
长期借款	176	20,912	13,406	8,959	4,513
其他长期负债	88	1,940	2,222	2,572	2,939
股本	4,918	4,918	4,918	4,918	4,918
储备	21,647	23,439	27,504	34,186	40,956
股东权益	26,565	28,358	32,422	39,105	45,875
少数股东权益	200	102	134	170	206
总负债及权益	32,941	62,252	65,793	67,449	70,228
每股帐面价值(人民币)	5.40	5.77	6.59	7.95	9.33
每股有形资产(人民币)	5.08	1.68	2.56	4.03	5.54
每股净负债(现金)(人民币)	(1.89)	2.08	1.35	(0.22)	(2.00)

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	8,660	5,411	9,451	12,919	13,136
折旧与摊销	1,304	1,693	2,909	3,346	3,537
净利息费用	246	(162)	213	75	(68)
运营资本变动	(535)	540	(2,033)	(1,736)	(351)
税金	(2,322)	(1,505)	(2,429)	(3,347)	(3,428)
其他经营现金流	312	33	147	(208)	(193)
经营活动产生的现金流	7,664	6,010	8,258	11,048	12,632
购买固定资产净值	(3,119)	(21,886)	(4,085)	(1,100)	(1,100)
投资减少/增加	15	(227)	0	0	0
其他投资现金流	792	138	0	0	0
投资活动产生的现金流	(2,312)	(21,975)	(4,085)	(1,100)	(1,100)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(280)	20,532	(1,598)	(6,675)	(4,447)
支付股息	(836)	(1,967)	(1,230)	(2,115)	(2,853)
其他融资现金流	(288)	96	(213)	(75)	68
融资活动产生的现金流	(1,405)	18,661	(3,041)	(8,865)	(7,231)
现金变动	3,947	2,696	1,132	1,083	4,301
期初现金	5,798	9,695	12,293	13,425	14,508
公司自由现金流	5,495	(15,777)	4,386	10,173	11,801
权益自由现金流	4,826	4,729	2,361	3,198	7,154

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	38.4	31.7	39.0	40.6	39.7
息税前利润率	33.4	23.8	29.9	32.0	30.9
税前利润率	32.9	25.2	29.7	33.2	32.5
净利率	24.0	18.0	21.9	24.5	23.9
流动性(倍)					
流动比率	2.6	1.9	1.3	1.5	1.8
利息覆盖率	22.7	201.5	22.3	41.5	62.3
净权益负债率(%)	净现金	36.0	20.4	净现金	净现金
速动比率	2.5	1.8	1.2	1.5	1.7
估值(倍)					
市盈率	14.2	23.2	12.9	9.4	9.3
核心业务市盈率	14.2	23.2	12.9	9.4	9.3
目标价对应核心业务市盈率	21.2	34.6	19.2	14.1	13.9
市净率	3.4	3.2	2.8	2.3	2.0
价格/现金流	11.7	15.0	10.9	8.1	7.1
企业价值/息税折旧前利润	7.9	14.6	7.7	5.5	4.9
周转率					
存货周转天数	17.1	25.5	22.5	24.7	25.5
应收帐款周转天数	3.7	7.2	6.2	6.7	7.3
应付帐款周转天数	9.8	18.3	18.1	18.7	19.7
回报率(%)					
股息支付率	31.1	31.7	30.3	29.9	30.0
净资产收益率	26.6	14.1	23.0	26.7	22.8
资产收益率	21.9	7.8	11.1	13.8	13.4
已运用资本收益率	36.9	13.6	18.8	24.0	23.7

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	24,394	19,850	29,412	35,881	37,343
销售成本	(11,943)	(10,720)	(15,124)	(17,025)	(18,086)
经营费用	(2,637)	(1,963)	(2,255)	(2,563)	(2,680)
经营利润(息税前利润)	8,619	5,310	9,124	12,947	13,040
折旧及摊销	(1,195)	(1,857)	(2,909)	(3,346)	(3,537)
息税折旧前利润	9,814	7,167	12,033	16,293	16,577
净利息收入/(费用)	105	142	(213)	(75)	68
其他收益/(损失)	141	233	228	651	654
税前利润	8,865	5,686	9,139	13,523	13,761
所得税	(2,386)	(1,553)	(1,943)	(3,710)	(3,794)
少数股东权益	9	(15)	(32)	(36)	(36)
净利润	6,489	4,117	7,164	9,777	9,931
核心净利润	6,489	4,117	7,164	9,777	9,931
每股收益(人民币)	1.319	0.837	1.456	1.988	2.019
核心每股收益(人民币)	1.319	0.837	1.456	1.988	2.019
每股股息(人民币)	0.400	0.250	0.430	0.580	0.590
收入增长(%)	68	(19)	48	22	4
息税前利润增长(%)	97	(38)	72	42	1
息税折旧前利润增长(%)	74	(27)	68	35	2
每股收益增长(%)	101	(37)	74	36	2
核心每股收益增长(%)	101	(37)	74	36	2

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	9,612	12,054	12,552	13,389	17,631
应收帐款	2,977	4,724	6,999	8,539	8,887
库存	820	886	1,260	1,420	1,509
其他流动资产	1,586	2,337	1,885	2,025	2,323
流动资产总计	14,994	20,001	22,697	25,373	30,350
固定资产	14,149	18,877	20,774	19,521	18,156
无形资产	1,338	20,172	19,723	19,003	18,207
其他长期资产	1,856	3,382	3,504	3,913	3,903
长期资产总计	17,344	42,432	44,001	42,437	40,265
总资产	32,339	62,433	66,697	67,810	70,615
应付帐款	910	1,367	1,943	2,190	2,327
短期债务	82	1,604	6,675	4,447	4,447
其他流动负债	4,305	7,439	7,597	7,439	7,439
流动负债总计	5,297	10,410	16,215	14,076	14,213
长期借款	176	20,912	13,406	8,959	4,513
其他长期负债	49	1,856	1,856	1,856	1,856
股本	4,918	4,918	4,918	4,918	4,918
储备	21,837	24,233	30,167	37,830	44,908
股东权益	26,755	29,152	35,086	42,748	49,827
少数股东权益	61	102	135	171	206
总负债及权益	32,339	62,433	66,697	67,810	70,615
每股帐面价值(人民币)	5.44	5.93	7.13	8.69	10.13
每股有形资产(人民币)	5.17	1.83	3.12	4.83	6.43
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.90)	2.13	1.53	0.00	(1.76)

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	8,865	5,686	9,139	13,523	13,761
折旧与摊销	1,195	1,857	2,909	3,346	3,537
净利息费用	(105)	(142)	213	75	(68)
运营资本变动	(1,094)	621	(2,073)	(1,453)	(300)
税金	(2,207)	(1,597)	(2,429)	(3,710)	(3,794)
其他经营现金流	337	(47)	(135)	(980)	(563)
经营活动产生的现金流	6,991	6,378	7,624	10,801	12,574
购买固定资产净值	(2,843)	(22,462)	(4,085)	(1,100)	(1,100)
投资减少/增加	20	80	0	0	0
其他投资现金流	597	(101)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(2,225)	(22,483)	(4,085)	(1,100)	(1,100)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(72)	20,532	(1,598)	(6,675)	(4,447)
支付股息	(836)	(1,967)	(1,230)	(2,115)	(2,853)
其他融资现金流	91	81	(213)	(75)	68
融资活动产生的现金流	(817)	18,646	(3,041)	(8,865)	(7,231)
现金变动	3,948	2,540	498	836	4,242
期初现金	5,731	9,612	12,054	12,552	13,389
公司自由现金流	4,908	(15,918)	3,752	9,926	11,742
权益自由现金流	4,798	4,569	1,728	2,951	7,095

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	40.2	36.1	40.9	45.4	44.4
息税前利润率	35.3	26.8	31.0	36.1	34.9
税前利润率	36.3	28.6	31.1	37.7	36.9
净利率	26.6	20.7	24.4	27.2	26.6
流动性(倍)					
流动比率	2.8	1.9	1.4	1.8	2.1
利息覆盖率	224.7	117.7	21.4	43.3	65.0
净权益负债率(%)	净现金	35.8	21.4	0.0	净现金
速动比率	2.7	1.8	1.3	1.7	2.0
估值(倍)					
市盈率	11.1	17.5	10.1	7.4	7.3
核心业务市盈率	11.1	17.5	10.1	7.4	7.3
目标价对应核心业务市盈率	16.6	26.1	15.0	11.0	10.8
市净率	2.7	2.5	2.1	1.7	1.4
价格/现金流	10.3	11.3	9.4	6.7	5.7
企业价值/息税折旧前利润	6.3	11.4	6.5	4.3	3.7
周转率					
存货周转天数	19.3	29.0	25.9	28.7	29.6
应收帐款周转天数	42.9	70.8	72.7	79.0	85.2
应付帐款周转天数	11.7	20.9	20.5	21.0	22.1
回报率(%)					
股息支付率	30.3	29.9	29.5	29.2	29.2
净资产收益率	26.9	14.7	22.3	25.1	21.5
资产收益率	21.5	8.1	11.1	14.0	13.6
已运用资本收益率	35.8	13.9	17.4	23.6	23.1

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。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，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资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均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，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论有否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除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