

2010年8月31日

神华能源

目标估值调低

A
买入

601088.SS – 人民币 24.39

目标价格: 人民币 27.63 (↗37.78)

H
买入

1088.HK – 港币 28.70

目标价格: 港币 32.93 (↗42.93)

刘志成, CFA

(00852) 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(%)	18	10	11	(48)
相对新华富时				
A50 指数(%)	(12)	(5)	(17)	(12)

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)	19,890
流通股 (%)	9
流通股市值 (人民币 百万)	44,146
3个月日均交易额 (人民币 百万)	400
净负债比率 (%) (2010E)	净现金
主要股东 (%)	
神华集团	73

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

我们根据神华的中期业绩更新了模型, 将 2010-12 年盈利预测上调 2-4%。预计未来两年其增速将会大幅放缓。我们对 H、A 股均维持买入评级, 但同时将 H、A 股的目标价下调 23-27% 至 32.93 港币和 27.63 人民币。母公司资产的潜在注入将成为业绩增长的催化剂。

支撑评级的要点

- 母公司潜在资产注入成为股价催化剂;
- 电力业务的部分对冲使盈利的波动性较小;
- 估值低廉。

评级面临的主要风险

- 煤价大幅下挫;
- 生产成本大幅上升。

估值

- 我们将目标价乘数从 20 倍的 2010 年预期盈利调整为 15 倍, 因此将目标价从 42.93 港币下调至 32.93 港币;
- 同时, 我们将 A 股目标价从 37.78 人民币下调为 27.63 人民币。

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)	107,133	121,312	144,705	154,238	161,299
变动 (%)	30	13	19	7	5
净利润 (人民币 百万)	25,959	30,276	36,727	41,675	43,355
全面摊薄每股收益 (人民币)	1.305	1.522	1.847	2.095	2.180
变动 (%)	22.4	16.6	21.3	13.5	4.0
市场预期每股收益 (人民币)	-	-	1.808	2.078	2.263
先前预测每股收益 (人民币)	-	-	1.817	2.020	2.103
调整幅度 (%)	-	-	1.6	3.7	3.7
全面摊薄市盈率 (倍)	18.7	16.0	13.2	11.6	11.2
每股现金流量 (人民币)	2.43	2.96	3.12	3.35	3.46
价格/每股现金流量 (倍)	10.1	8.2	7.8	7.3	7.1
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	10.2	8.7	7.3	6.2	5.4
每股股息 (人民币)	0.460	0.530	0.640	0.710	0.740
股息率 (%)	1.9	2.2	2.6	2.9	3.0

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)



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(%)	12	20	21	(38)
相对恒生中国企业指数 (%)	8	3	15	(6)

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)	19,890
流通股 (%)	17
流通股市值 (港币 百万)	97,043
3 个月日均交易额 (港币 百万)	556
净负债比率 (%) (2010E)	净现金

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)	107,133	21,312	144,704	154,238	161,298
变动 (%)	30	13	19	7	5
净利润 (人民币 百万)	26,641	31,706	38,157	43,104	44,785
全面摊薄每股收益 (人民币)	1.339	1.594	1.918	2.167	2.252
变动 (%)	20.7	19.0	20.3	13.0	3.9
市场预期每股收益 (人民币)	-	-	1.906	2.127	2.376
先前预测每股收益 (人民币)	-	-	1.889	2.092	2.175
调整幅度 (%)	-	-	1.5	3.6	3.5
全面摊薄市盈率 (倍)	18.7	15.7	13.1	11.6	11.1
每股现金流量 (人民币)	2.24	2.83	3.15	3.40	3.54
价格/每股现金流量 (倍)	11.2	8.9	8.0	7.4	7.1
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	10.8	9.0	7.2	6.1	5.4
每股股息 (人民币)	0.460	0.530	0.640	0.710	0.740
股息率 (%)	1.8	2.1	2.6	2.8	3.0

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

中期盈利略高于我们预期

2010 年上半年，神华能源根据国际会计准则计算的盈利同比增长 14%至 193 亿人民币，比我们预期高出 8%。在中国会计准则下，盈利同比增长 17%至 186 亿人民币，比我们预期高 9%。

我们的预测和真实业绩之间的差距主要来自于电力业务的盈利高于预期。

电力业务增长强劲

上半年，神华国际会计准则下的电力业务经营利润同比增长 80%至 45.2 亿人民币。业绩强劲增长由发电量和配电量分别同比增长 57%和 58%所拉动。这是因为随着多个电厂新发电机组投产，截至 6 月末公司的总装机容量同比扩大 38.8%至 25.9 吉瓦。

期内，煤炭业务的国际会计准则下经营利润同比增长 14%至 196 亿人民币。由于安全管理加强，部分煤矿的产量受到了影响，上半年公司的煤炭产量仅同比小幅增长 3%至 1.092 亿吨。但是，外购煤总量同比扩大了 63%，因此期内公司依然实现 12%的总销量同比增幅。

公司的国内海运煤销售平均合同价仅同比上涨 5%。公司利用国内现货煤价格走高，在上半年将现货煤销售的比率从去年同期的 29.2%提高到 40.5%。总体来看，公司的平均煤价同比上涨 8%至 421.8 人民币/吨，完全抵消了每吨平均生产、运输成本同比上涨 6%至 204.9 人民币/吨。

国际会计准则下，上半年铁路业务的经营利润同比增长 8%至 52.3 亿人民币，主要得益于其铁路网的货运车流量同比增长 9%。

期内，港口分部在国际会计准则下实现经营利润 3.57 亿人民币，同比增长 37%，港口吞吐量同比增长 9%，平均装卸费同比上涨 16%。

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%
煤炭收入	42,175	46,774	11
电力收入	13,526	21,372	58
其他收入	1,382	1,585	15
总收入	57,083	69,731	22
从第三方采购煤炭	(6,060)	(11,032)	82
材料、燃料和电力	(3,863)	(4,749)	23
员工费用	(2,613)	(3,185)	22
折旧与摊销	(4,971)	(5,894)	19
修理及维护	(2,179)	(2,150)	(1)
交通费用	(4,387)	(4,735)	8
其他	(4,546)	(5,155)	13
一般、销售和管理费用	(3,419)	(3,658)	7
其他经营(费用)/收入, 净值	(313)	(37)	(88)
经营利润	24,732	29,136	18
净财务成本	(923)	(1,251)	36
投资收入	-	1	NA
联营公司	375	331	(12)
税前利润	24,184	28,217	17
所得税	(5,029)	(5,930)	18
税后利润	19,155	22,287	16
少数股东权益	(2,235)	(3,015)	35
净利润	16,920	19,272	14

资料来源：公司数据

图表 3. 税前利润分析-H 股

(百万 人民币)	09 年上半	10 年上半	同比变动%
煤炭	17,180	19,605	14
铁路	4,850	5,226	8
港口	260	357	37
电力	2,517	4,519	80
剔除	78	(476)	NM
总部	(153)	(95)	(38)
总计	24,732	29,136	18

资料来源：公司数据

预计下半年盈利较低

我们预计下半年公司的盈利相比上半年将有 2% 的下滑, 这是因为下半年结算的成本通常会更多(尤其是修理和维护费用)。公司有信心达成全年 2.29 亿吨的煤炭生产目标, 即下半年煤炭产量环比增幅在 10% 左右。即使如此, 我们并不认为这改变下半年利润较低的趋势。

收购母公司资产正在进行

根据公司 8 月 19 日的公告, 公司的董事会已经批准启动收购母公司神华集团的部分资产的程序。标的资产从事煤炭、电力、材料供应和信息技术服务等业务。截至 2009 年末, 标的资产的总规模比神华小 20% 左右。净资产低于上市公司的 5%。2009 年的净利润低于上市公司的 2.5%。因此, 我们不难看出标的资产的负债率较高, 且盈利能力相对较低。

我们注意到, 随着公司启动收购母公司资产, 越来越多的投资者开始关注神华, 尤其是 A 股投资者。虽然刚开始的收购不会对明显增厚盈利, 但是我们不能排除未来还有更多资产注入的可能。

调整盈利预测和目标价格

我们根据上半年的业绩调整了模型, 并将 2010-12 年盈利预测上调 2-4%。预计未来两年其增速将会大幅放缓。我们认为公司增速放缓, 将无法承载高估值, 因此我们将 H 股的目标 2010 年市盈率从 20 倍下调到 15 倍, 得出目标价 32.93 港币低于先前的 42.93 港币。当前股价距离目标价还有 10% 以上的上升空间, 因此我们对 H 股依然维持 **买入** 评级。

在资产注入的消息公告之后, A 股较 H 股的折让明显缩窄, 因为缺少并购交易令 A 股投资者不安。因此, 我们认为以目前的 A-H 股溢价取代历史平均溢价对 A 股估值更加合理。因此, 我们将 A 股目标价从 37.78 人民币下调至 27.63 人民币, 较 H 股折让 4%。我们对该股维持 **买入** 评级, 我们相信神华的并购故事将继续拉动其股价。

图表 4. 业绩摘要-A 股

年结日 12 月 31 日(百万 人民币)	09 年上 半年	10 年上 半年	同比变 动%
收入	57,083	69,731	22
经营成本	(27,181)	(35,402)	30
营业税及其附加	(1,775)	(1,812)	2
销售费用	(323)	(340)	5
管理费用	(3,959)	(4,036)	2
财务费用	(693)	(1,333)	92
减值亏损	(302)	1	NM
公允价值变动	(230)	82	NM
联营公司收入	293	331	13
其他投资收入	25	(16)	NM
经营利润	22,938	27,206	19
非经营收入	111	141	27
非经营费用	(195)	(158)	(19)
税前利润	22,854	27,189	19
所得税	(4,728)	(5,621)	19
税后利润	18,126	21,568	19
少数股东权益	(2,150)	(2,936)	37
净利润	15,976	18,632	17

资料来源：公司数据

图表 5. 税前利润分析-A 股

(百万人民币)	09 年 上半年	10 年 上半年	同比变动 %
煤炭	16,045	18,585	16
铁路	4,978	4,865	(2)
港口	65	227	249
电力	1,437	3,379	135
其他	251	486	94
剔除	78	(353)	NM
总计	22,854	27,189	19

资料来源：公司数据

图表 6. 经营数据

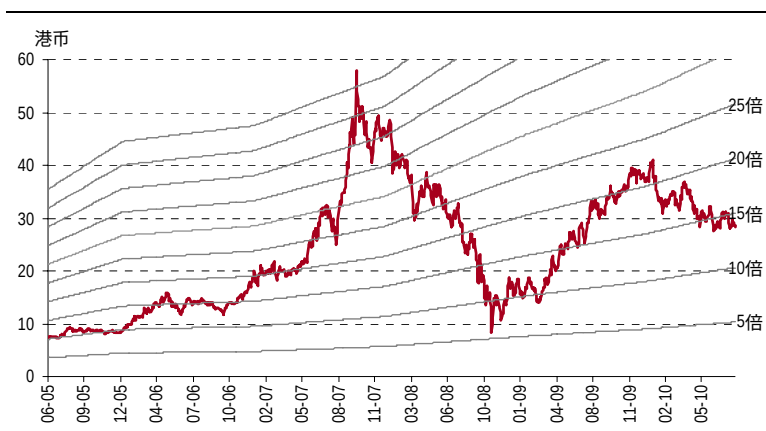
	09 年 上半年	10 年 上半年	同比变动 %
煤炭业务			
煤炭产量(百万 吨)			
神东煤炭集团	75.9	74.9	(1)
准格尔能源	11.8	12.5	6
哈尔乌苏分公司	7.0	8.5	21
胜利能源	5.3	6.2	17
锦界能源	5.8	7.1	22
总计	105.8	109.2	3
外购煤(百万 吨)	17.3	28.2	63
销量(百万 吨)			
内销			
长期合同销售	81.0	76.0	(6)
直接运达+坑口煤	31.6	32.7	3
下水煤	49.4	43.3	(12)
现货市场销售	36.0	55.6	54
直接运达+坑口煤	12.5	24.2	94
下水煤	23.5	31.4	34
内销总计	117.0	131.6	12
其中，运往自有电力业务	17.4	29.8	71
出口销量	6.1	5.8	(5)
总销量	123.1	137.4	12
平均售价(人民币/吨)			
内销			
长期合同销售收入	358.7	382.8	7
直接运达+坑口煤	228.8	278.2	22
下水煤	442.0	461.9	5
现货煤销售市场	413.1	465.5	13
直接运达+坑口煤	319.4	312.7	(2)
下水煤	462.9	583.0	26
内销总计	375.4	417.8	11
其中，运往自有电力业务	330.0	375.5	14
出口销量	652.9	514	(21)
总销量	389.2	421.8	8
单位成本(人民币/吨)			
外购煤	322.3	366.5	14
生产成本	86.6	100.8	16
运输成本	106.7	104.1	(2)

资料来源：公司数据

图表 7. 经营数据(续上表)

	09 年 上半年	10 年 上半年	同比变动%
铁路业务			
运量(十亿 吨公里)			
自有铁路	67.9	73.7	9
国有铁路	18.9	20.2	7
总计	86.8	93.9	8
港口业务			
吞吐量(百万 吨)			
自有港口	50.1	54.4	9
其他港口	28.9	26.1	(10)
总计	79.0	80.5	2
电力业务			
发电量(吉瓦时)	43.5	68.3	57
配电量(吉瓦时)	40.3	63.6	58
平均利用时间(小时)	2,358	3,785	61
平均上网电价(人民币/兆瓦时)	330.0	332.0	1
单位标煤消耗量(克/千瓦时)	310.0	324.0	5
发电单位成本(人民币/千瓦时)	254.3	255.9	1

资料来源：公司数据

图表 8. 市盈率区间-H 股


资料来源：中银国际研究、彭博

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	107,133	121,312	144,705	154,238	161,299
销售成本	(55,011)	(61,486)	(70,682)	(73,749)	(78,071)
经营费用	(863)	(1,321)	(3,577)	(2,803)	(1,443)
经营利润(息税前利润)	40,430	46,074	57,485	63,782	65,539
折旧及摊销	(10,829)	(12,431)	(12,961)	(13,904)	16,246
息税折旧前利润	51,259	58,505	70,446	77,686	81,785
净利息收入/(费用)	(2,970)	(2,029)	(2,000)	(1,145)	(751)
其他收益/(损失)	(1,489)	(144)	930	746	746
税前利润	35,971	43,901	56,415	63,383	65,535
所得税	(6,815)	(9,156)	(11,847)	(13,310)	(13,762)
少数股东权益	(3,197)	(4,469)	(7,841)	(8,397)	(8,417)
净利润	25,959	30,276	36,727	41,675	43,355
核心净利润	25,959	30,276	36,727	41,675	43,355
每股收益(人民币)	1.305	1.522	1.847	2.095	2.180
核心每股收益(人民币)	1.305	1.522	1.847	2.095	2.180
每股股息(人民币)	0.460	0.530	0.640	0.710	0.740
收入增长(%)	30	13	19	7	5
息税前利润增长(%)	25	14	25	11	3
息税折旧前利润增长(%)	26	14	20	10	5
每股收益增长(%)	22	17	21	13	4
核心每股收益增长(%)	22	17	21	13	4

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	59,491	73,467	58,634	89,238	126,150
应收帐款	7,525	7,571	9,031	9,626	10,067
库存	7,842	7,727	8,532	8,919	9,444
其他流动资产	3,048	3,694	3,893	4,046	4,034
流动资产总计	77,906	92,459	80,090	111,829	149,694
固定资产	161,733	179,407	207,302	204,095	199,444
无形资产	23,806	25,642	25,098	24,554	24,010
其他长期资产	11,737	13,006	12,173	12,173	12,174
长期资产总计	197,276	218,055	244,573	240,822	235,628
总资产	275,182	310,514	324,663	352,651	385,322
应付帐款	9,641	13,400	15,934	17,363	18,381
短期债务	18,213	22,252	10,558	6,513	6,513
其他流动负债	14,802	20,032	20,488	20,032	20,317
流动负债总计	42,656	55,684	46,980	43,908	45,210
长期借款	56,045	53,931	42,757	36,475	30,193
其他长期负债	4,946	4,142	4,142	4,142	4,142
股本	19,890	19,890	19,890	19,890	19,890
储备	126,735	149,436	175,622	204,567	233,801
股东权益	146,625	169,326	195,512	224,457	253,691
少数股东权益	24,910	27,431	35,272	43,669	52,086
总负债及权益	275,182	310,514	324,663	352,651	385,322
每股帐面价值(人民币)	7.37	8.51	9.83	11.28	12.75
每股有形资产(人民币)	6.17	7.22	8.57	10.05	11.55
每股净负债(现金)(人民币)	0.74	0.14	(0.27)	(2.33)	(4.50)

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	35,971	43,901	56,415	63,383	65,535
折旧与摊销	10,829	12,431	12,961	13,904	16,246
净利息费用	2,970	2,029	2,000	1,145	751
运营资本变动	(314)	7,614	71	366	(8)
税金	(6,840)	(8,455)	(9,626)	(12,236)	(13,700)
其他经营现金流	5,624	1,377	239	34	(85)
经营活动产生的现金流	48,240	58,897	62,060	66,596	68,738
购买固定资产净值	(36,913)	(31,537)	(41,130)	(11,000)	(10,000)
投资减少/增加	(319)	(10)	0	0	0
其他投资现金流	1,617	1,530	0	0	0
投资活动产生的现金流	(35,615)	(30,017)	(41,130)	(11,000)	(10,000)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	11,899	2,115	(22,252)	(10,354)	(6,309)
支付股息	(9,325)	(9,149)	(10,541)	(12,729)	(14,122)
其他融资现金流	(9,144)	(7,921)	(2,969)	(1,909)	(1,396)
融资活动产生的现金流	(6,570)	(14,955)	(35,762)	(24,992)	(21,826)
现金变动	6,055	13,925	(14,832)	30,604	36,912
期初现金	53,436	59,491	73,467	58,634	89,238
公司自由现金流	13,441	29,997	21,879	56,713	59,854
权益自由现金流	20,510	28,025	(4,204)	43,420	51,121

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	47.8	48.2	48.7	50.4	50.7
息税前利润率	37.7	38.0	39.7	41.4	40.6
税前利润率	33.6	36.2	39.0	41.1	40.6
净利率	24.2	25.0	25.4	27.0	26.9
流动性(倍)					
流动比率	1.8	1.7	1.7	2.5	3.3
利息覆盖率	10.7	14.6	19.5	28.2	35.1
净权益负债率 (%)	8.6	1.4	净现金	净现金	净现金
速动比率	1.6	1.5	1.5	2.3	3.1
估值(倍)					
市盈率	18.7	16.0	13.2	11.6	11.2
核心业务市盈率	18.7	16.0	13.2	11.6	11.2
目标价对应核心业务市盈率	21.2	18.2	15.0	13.2	12.7
市净率	3.3	2.9	2.5	2.2	1.9
价格/现金流	10.1	8.2	7.8	7.3	7.1
企业价值/息税折旧前利润	10.2	8.7	7.3	6.2	5.4
周转率					
存货周转天数	47.0	46.2	42.0	43.2	20.8
应收帐款周转天数	22.8	22.7	20.9	22.1	22.3
应付帐款周转天数	31.6	34.7	37.0	39.4	40.4
回报率(%)					
股息支付率	35.2	34.8	34.7	33.9	33.9
净资产收益率	18.7	19.2	20.1	19.8	18.1
资产收益率	12.7	12.5	14.3	14.9	14.0
已运用资本收益率	18.0	18.2	21.0	21.8	20.4

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	107,133	121,312	144,704	154,238	161,298
销售成本	(59,378)	(65,492)	(72,311)	(75,592)	(80,042)
经营费用	1,813	2,710	(124)	865	2,355
经营利润(息税前利润)	39,675	47,108	59,309	65,607	67,365
折旧及摊销	(9,893)	(11,422)	(12,961)	(13,904)	16,246
息税折旧前利润	49,568	58,530	72,270	79,511	83,611
净利息收入/(费用)	(2,498)	(2,207)	(2,000)	(1,145)	(751)
其他收益/(损失)	(202)	911	925	741	741
税前利润	36,975	45,812	58,234	65,202	67,356
所得税	(7,076)	(9,626)	(12,236)	(13,700)	(14,153)
少数股东权益	(3,258)	(4,480)	(7,841)	(8,398)	(8,418)
净利润	26,641	31,706	38,157	43,104	44,785
核心净利润	26,641	31,706	38,157	43,104	44,785
每股收益(人民币)	1.339	1.594	1.918	2.167	2.252
核心每股收益(人民币)	1.339	1.594	1.918	2.167	2.252
每股股息(人民币)	0.460	0.530	0.640	0.710	0.740
收入增长(%)	30	13	19	7	5
息税前利润增长(%)	22	19	26	11	3
息税折旧前利润增长(%)	22	18	23	10	5
每股收益增长(%)	21	19	20	13	4
核心每股收益增长(%)	21	19	20	13	4

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	59,491	73,467	59,331	91,008	129,656
应收帐款	8,236	8,781	10,474	11,164	11,675
库存	7,842	7,727	8,532	8,919	9,444
其他流动资产	2,337	2,484	2,484	2,485	2,486
流动资产总计	77,906	92,459	80,821	113,575	153,261
固定资产	178,270	196,690	225,029	222,295	216,219
无形资产	2,435	2,928	2,609	2,397	2,184
其他长期资产	16,929	19,600	20,330	21,060	21,790
长期资产总计	197,634	219,218	247,968	245,751	240,193
总资产	275,540	311,677	328,789	359,327	393,453
应付帐款	9,642	13,890	15,336	16,032	16,976
短期债务	18,213	22,252	10,354	6,309	6,309
其他流动负债	14,801	19,542	23,027	24,627	25,202
流动负债总计	42,656	55,684	48,717	46,967	48,487
长期借款	56,045	53,931	42,757	36,475	30,193
其他长期负债	5,096	4,644	4,440	4,236	4,032
股本	19,890	19,890	19,890	19,890	19,890
储备	127,542	150,771	178,387	208,762	239,426
股东权益	147,432	170,661	198,277	228,652	259,316
少数股东权益	24,311	26,757	34,598	42,995	51,412
总负债及权益	275,540	311,677	328,789	359,326	393,440
每股帐面价值(人民币)	7.41	8.58	9.97	11.50	13.04
每股有形资产(人民币)	7.29	8.43	9.84	11.38	12.93
每股净负债(现金)(人民币)	0.74	0.14	(0.31)	(2.42)	(4.68)

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	36,975	45,812	58,234	65,202	67,356
折旧与摊销	9,893	11,422	12,961	13,904	16,246
净利息费用	2,498	2,207	2,000	1,145	751
运营资本变动	562	5,364	(1,052)	(381)	(92)
税金	(6,840)	(8,455)	(9,626)	(12,236)	(13,700)
其他经营现金流	1,544	(35)	152	(53)	(172)
经营活动产生的现金流	44,632	56,315	62,669	67,581	70,388
购买固定资产净值	(36,347)	(30,229)	(41,130)	(11,000)	(10,000)
投资减少/增加	3	(5)	0	0	0
其他投资现金流	(184)	(946)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(36,528)	(31,180)	(41,130)	(11,000)	(10,000)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	11,899	2,115	(22,252)	(10,354)	(6,309)
支付股息	(9,325)	(9,149)	(10,541)	(12,729)	(14,122)
其他融资现金流	(4,623)	(4,176)	(2,882)	(1,822)	(1,309)
融资活动产生的现金流	(2,049)	(11,210)	(35,675)	(24,905)	(21,739)
现金变动	6,055	13,925	(14,136)	31,676	38,649
期初现金	53,436	59,491	73,467	59,331	91,008
公司自由现金流	8,920	26,252	22,488	57,698	61,503
权益自由现金流	15,989	24,280	(3,595)	44,405	52,770

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	46.3	48.2	49.9	51.6	51.8
息税前利润率	37.0	38.8	41.0	42.5	41.8
税前利润率	34.5	37.8	40.2	42.3	41.8
净利率	24.9	26.1	26.4	27.9	27.8
流动性(倍)					
流动比率	1.8	1.7	1.7	2.4	3.2
利息覆盖率	12.0	14.2	20.1	29.0	36.1
净权益负债率 (%)	8.6	1.4	净现金	净现金	净现金
速动比率	1.6	1.5	1.5	2.2	3.0
估值(倍)					
市盈率	18.7	15.7	13.1	11.6	11.1
核心业务市盈率	18.7	15.7	13.1	11.6	11.1
目标价对应核心业务市盈率	21.5	18.1	15.0	13.3	12.8
市净率	3.4	2.9	2.5	2.2	1.9
价格/现金流	11.2	8.9	8.0	7.4	7.1
企业价值/息税折旧前利润	10.8	9.0	7.2	6.1	5.4
周转率					
存货周转天数	43.6	43.4	41.0	42.1	20.8
应收帐款周转天数	25.3	25.6	24.3	25.6	25.8
应付帐款周转天数	31.9	35.4	36.9	37.1	37.3
回报率(%)					
股息支付率	34.3	33.2	33.4	32.8	32.9
净资产收益率	19.2	19.9	20.7	20.2	18.4
资产收益率	12.5	12.7	14.6	15.1	14.1
已运用资本收益率	17.7	18.6	21.5	22.2	20.7

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一个别情况。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