

2011年4月1日

江西铜业

自有矿山产能有望持续增长

A
买入

600362.SS – 人民币 38.85

目标价格: 人民币 49.70

H
买入

0358.HK – 港币 25.95

目标价格: 港币 29.50

乐宇坤*

(8621) 6860 4866 分机 8559

yukun.le@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010044

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 (%)	(14)	(7)	(14)	9
相对新华富时 A50 指数 (%)	(18)	(9)	(18)	22

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)	3,462.73
流通股 (%)	61.23
流通股市值 (人民币 百万)	83,791
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	1,099
净负债比率 (%) (2011E)	净现金
主要股东 (%)	
江西铜业集团公司	38.77

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*李文宾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

江西铜业公告 2010 年净利润同比上涨 109% 达 49 亿元, 同时每股分红 0.2 元。分季度看, 2010 年第四季度公司盈利环比上涨近 17.7%, 这主要是由于电解铜第四季度均价环比涨幅约 13.0%。2010 年公司成功建成并投产了德兴铜矿 13 万吨扩产、永平铜矿露转坑以及城门山铜矿二期扩产等项目, 公司自产铜矿金属量一举提升到 20 万吨以上; 此外公司海外北秘鲁和阿富汗项目也在积极推进中。上游自有矿产的增加将不断增强公司的盈利能力。我们认为全球充裕的流动性, 上游精矿供应紧张, 中国“十二五”期间保障房和高铁建设高峰, 以及日本灾后重建等将给铜价带来有力的支撑。我们维持江西铜业 11-12 年盈利预测, 以及 A 股 49.70 元人民币和 H 股 29.50 港币的目标价不变, 并重申对公司 A 股和 H 股的买入评级。

支撑评级的要点

- 铜价助推公司盈利创历史新高。
- 德兴、永平和城门山铜矿技改扩产项目纷纷建成投产, 公司铜精矿金属产能将突破 20 万吨。
- 一季度每股盈利有望同比大增 140% 至 0.55 元左右

评级面临的主要风险

- 全球范围内通胀引发的紧缩政策、以及地缘政治动荡给铜价上涨蒙上一层阴影。
- 境外矿山的开采进度晚于预期。

估值

- 我们维持 A 股 49.70 元的目标价, 这是基于 25 倍的 2011 年市盈率 (较同业平均水平有约 43% 的折价), 并维持 H 股 29.50 港币的目标价, 重申对 A 股和 H 股的买入评级。

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)	51,715	76,441	81,909	87,211	87,440
变动 (%)	(4.18)	47.81	7.15	6.47	0.26
净利润 (人民币 百万)	2,349	4,907	6,880	7,717	8,101
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.777	1.560	1.987	2.229	2.339
变动 (%)	3.0	100.0	27.37	12.16	4.97
核心每股收益 (人民币)	0.777	1.560	1.987	2.229	2.339
变动 (%)	3.0	100.0	27.37	12.16	4.97
全面摊薄市盈率 (倍)	50.0	24.9	19.6	17.4	16.6
核心市盈率 (倍)	50.0	24.9	19.6	17.4	16.6
每股现金流量 (人民币)	0.57	(0.63)	1.30	1.68	1.91
价格/每股现金流量 (倍)	68.16	(61.67)	29.88	23.13	20.34
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	36.0	22.9	17.6	15.6	14.8
每股股息 (人民币)	0.10	0.20	0.30	0.33	0.35
股息率 (%)	0.45	0.90	1.35	1.51	1.59

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(%)	2	6	2	48
相对恒生中国企业指数 (%)	(3)	(0)	(3)	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)	3,023
流通股(%)	40
流通股市值(港币 百万)	31,439
3 个月日均交易额(港币 百万)	365
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)

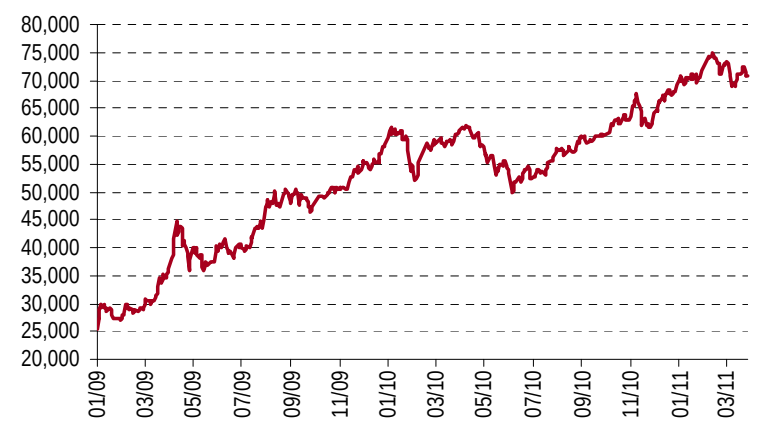
年结日：12 月 31 日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	51,715	76,441	81,909	87,211	87,440
变动(%)	(4.18)	47.81	7.15	6.47	0.26
净利润(人民币 百万)	2,349	4,907	6,880	7,717	8,101
全面摊薄每股收益(人民币)	0.777	1.560	1.987	2.229	2.339
变动(%)	3.0	100.0	27.37	12.16	4.97
核心每股收益(人民币)	0.777	1.560	1.987	2.229	2.339
变动(%)	3.0	100.0	27.37	12.16	4.97
全面摊薄市盈率(倍)	28.4	14.1	11.1	9.9	9.4
核心市盈率(倍)	28.4	14.1	11.1	9.9	9.4
每股现金流量(人民币)	0.57	(0.63)	1.30	1.68	1.91
价格/每股现金流量(倍)	38.68	(35)	16.96	13.13	10.50
企业价值/息税折旧前利润(倍)	21.4	13.6	10.5	9.3	8.8
每股股息(人民币)	0.10	0.20	0.30	0.33	0.35
股息率(%)	0.45	0.90	1.35	1.51	1.59

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

铜价高企带领净利劲增 109%

公司 2010 年全年净利润同比大幅上扬近 109% 至 49.07 亿元，并创造公司上市以来的历史新高。公司业绩的大幅提升主要来自于铜价大幅上扬的贡献。在全球充裕的流动性，和良好的供需驱动下铜价在 2010 年表现良好，2010 年上交所 3 月期铜平均价格同比大幅上扬 48.6%，尤其是在 2010 年第四季铜价一路高歌猛进，当季铜价环比上涨 13.0%，幅度十分惊人。

图表 2. 2009 年以来国内铜现货价格走势



资料来源：亚洲金属网，中银国际研究

进入 2011 年后铜价继续上升，但是 2011 年 3 月后全球政治经济环境发生了新的变化。地缘政治动荡、全球范围频发的自然灾害、以及日本核电危机等给铜等大宗商品价格带来了一定的不确定性。

我们认为未来对铜价的正面因素包括：

1. 全球范围内的流动性依然十分充裕，尤其是在日本地震后向市场注入了天量资金以重振经济；
2. 美国和欧洲等经济体逐步复苏；
3. 2011 年是中国“十二五”开局之年，保障房、高铁以及城镇化对铜的需求仍然值得期待。

但另一方面，可能拖累铜价的因素仍值得我们注意：

1. 中东和北非地缘政治动荡，以及全球频发的自然灾害推高了原油和粮食的价格。由此带来的通胀抬头已成为各国政府不得不着手解决的棘手问题。新兴国家例如中国和印度已进入了新一轮加息周期，欧洲央行也有重启加息的迹象，因此全球流动性已逐步趋紧。
2. 高铜价已经波及下游厂商的采购和备货等意向，需求有可能继续受到价格的抑制。

基于这些因素我们认为铜价可能将在一段时间内维持高位震荡。出于谨慎考虑，我们维持对铜价的假设：

图表 3.铜价预测

(人民币/吨)	2010	2011E	2012E
最新假设	59,656	71,103	68,727
增幅 (%)		19.2	(3)

资料来源：中银国际研究部

2011 年产量稳中有升，自产铜精矿增幅喜人

公司 2010 年生产铜精矿金属量 17.2 万吨、阴极铜 90 万吨、铜材 49 万吨、黄金 22 吨、白银 470 吨、硫酸 240 万吨、硫精矿 156 万吨。

公司计划 2011 年生产阴极铜 94 万吨，黄金 25 吨、白银 510 吨、硫酸 237 万吨、铜杆线及其他铜加工产品 48.9 万吨。

尤其是公司着重提出 2011 年铜精矿金属量将达 20 万吨以上，目前德兴铜矿 13 万吨扩产、永平铜矿露转坑、城门山铜矿二期扩产项目都已顺利建成投产，我们认为在此背景下这一目标基本可以实现。公司精矿自给率将从约 19.1% 提升至 21.3%，将较大幅度增厚公司盈利。

图表 4.主要产品产量预测

	铜精矿金属量*(万吨)	阴极铜 (万吨)	铜材 (万吨)	硫酸 (万吨)	黄金 (吨)	白银 (吨)
2010	17.2	90	49	240	22	470
2011	20.0	94	48.9	237	25	510
增长幅度 (%)	16.3	4.4	(0.2)	(1.3)	13.6	8.5

资料来源：公司公告，中银国际研究部

根据公司年报数据，截至 2010 年底公司 100%所有权的查明资源储量约为铜金属 1,112 万吨，黄金 354 吨，银 9,823 吨，钼 27 万吨；伴生硫及共生硫 10,828 万吨；公司联合其他公司所控制的资源按本公司所占权益计算的金属资源储量约为铜 407 万吨、黄金 42.16 吨。

图表 5.公司金属储量

	铜金属量 (万吨)	黄金 (吨)	白银 (吨)	钼 (万吨)	伴生硫及共生 硫 (万吨)
2010 年	1,519	396.16	9,823	27	10,828
2009 年	1,538	404.16	9,689	27.5	10,899

资料来源：公司公告，中银国际研究部

江西铜业所得税大幅减免助推盈利更进一步

2011 年 2 月 24 日江西铜业公告称：江西铜业股份有限公司被江西省认定为该省 2010 年度第二批高新技术企业，由此公司 2010 年起至 2012 年企业所得税将从 25% 大幅下降至 15%。此次所得税大幅降低将是公司另一大盈利助推器。

认股权证行权实施改善公司负债情况

公司于 2010 年 10 月 8 日完成认股权证的行权工作，共计募集资金 67.38 亿元。认股权证投入的 3 个项目中，德兴铜矿技改项目已经完工，而阿富汗铜矿权竞标和开采以及加拿大北秘鲁铜业公司股权收购也正按计划进行中。

认股权证的行权也有效降低的公司的负债情况，2010 年底公司资产负债率比中报降低了 3.75%，比上年底也减少了 2.04%。

图表 6.资产负债率情况

	2010 年报	2010 中报	2009 年报	2009 中报	2008 年报	2008 中报
资产负债率(%)	37.03	40.78	39.07	41.48	38.16	36.68
流动比率	2.47	2.06	2.17	2.02	2.27	1.71

资料来源：中银国际研究部

2011 年一季度盈利或将更进一步

进入 2011 年后铜价继续大幅攀升, 虽然目前铜价有所回落, 但我们估计 2011 年第一季度国内现货铜价环比上涨近 10.8%, LME 铜价更是迭创历史新高。此外 2011 年一季度公司管理费用可能也将较 2010 年第四季度有所下降。考虑到这些因素我们认为公司 2011 年第一季度盈利可能在 0.55 元左右, 同比大幅上升近 140%。

维持江西铜业的盈利预测和买入评级

我们维持对公司的 2011-2012 年的盈利预测不变。我们相信公司精矿产量提升的、所得税率降低以及铜均价的上升将推动 2011 年盈利继续大幅上升。

我们维持对公司 A 股 49.70 元的目标价, 这是基于 25 倍的 2011 年市盈率 (较同类公司的平均水平有高达约 43% 的折价)。

2010 年 10 月初至 2011 年 3 月底 A 和 H 股同时上市的三家有色金属企业: 江西铜业、中国铝业 (2600.HK/港币 7.50; 601600.SS/人民币 11.68) 和紫金矿业 (2899.HK/港币 6.19; 601899.SS/人民币 7.78), H 股股价相对 A 股股价均有 30%-49% 的折价。基于这一现象以及市场对不同公司的折价差异, 我们仍以 12.5 倍 2011 年市盈率 (即 H 股相对 A 股折价 50%) 给江西铜业 H 股估值, 并维持 29.50 港币的 H 股目标价。

我们维持对公司 A 股和 H 股的买入评级。

图表 7.A 股铜类上市公司估值 (2011 年 3 月 30 日)

证券简称	证券代码	收盘价 (人民币)	每股收益 (元/股)			市盈率 (倍)	
			2009	2010E	2011E	2010	2011
江西铜业	600362.SS	39.85	0.78	1.56	1.99	24.9	19.6
云南铜业	000878.SZ	25.25	0.30	0.34	0.63	74.26	40.08
铜陵有色	000630.SZ	27.96	0.47	0.59	0.62	47.39	45.10
平均*			0.38	0.47	0.625	60.83	42.59

资料来源: 中银国际研究部; *指剔除江西铜业

图表 8. A/H 股有色金属公司股份价值 (10 年 10 月初-11 年 3 月底)

证券简称	A 股 证券代码	H 股 证券代码	A 股价 (人民币)	H 股股价 (港币)	H/A 股 股价比*(%)
江西铜业	600362.SS	0358.HK	40.48	24.33	51.01
中国铝业	601600.SS	2600.HK	10.97	7.49	58.04
紫金矿业	601899.SS	2899.HK	8.44	6.95	69.99
平均					59.68

资料来源：中银国际研究部，*计入汇率因素

图表 9. 业绩摘要

(人民币, 百万)	2009	2010	同比变化(%)
销售收入	51714.6	76440.9	47.8
销售成本	46148.4	68161.4	47.7
营业税	284.0	302.0	6.3
毛利润	5,282	7,977	51.0
其他营业收入	(63)	(194)	
分销费用	295.9	345.6	16.8
管理费用	1083.3	1216.9	12.3
资产减值损失	109.2	14.3	(86.9)
经营利润	3,731	6,207	66.3
财务费用	367.21	388.25	5.7
投资收入	(255.22)	90.05	n.a.
其它非经营性收入	67.23	71.40	6.2
税前利润	3,176	5,980	88.3
税金	829.5	1015.0	22.4
少数股东权益	(2.6)	57.7	n.a.
净利润	2,349	4,907	108.9
全面摊薄每股收益	0.78	1.56	100.7
盈利能力 (%)			
毛利率	10.2	10.4	
经营利润率	7.2	8.1	
净利率	4.5	6.4	

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	51,715	76,441	81,909	87,211	87,440
销售成本	(46,148)	(68,161)	(71,324)	(75,412)	(75,100)
运营费用	(2,090)	(1,983)	(2,371)	(2,564)	(2,670)
营业利润 (息税前利润)	3,476	6,297	8,215	9,234	9,671
折旧与摊销	(943)	(1,012)	(1,089)	(1,217)	(1,324)
息税折旧前利润	4,419	7,309	9,304	10,451	10,995
净利息收入/(费用)	(367)	(388)	(90)	(134)	(109)
税前利润	3,176	5,980	8,169	9,161	9,621
所得税	(830)	(1,015)	(1,225)	(1,374)	(1,443)
少数股东损益	3	(58)	(63)	(70)	(77)
净利润	2,349	4,907	6,880	7,717	8,101
核心净利润	2,349	4,907	6,880	7,717	8,101
每股收益 (人民币)	0.777	1.560	1.987	2.229	2.339
核心每股收益(人民币)	0.78	1.56	1.987	2.23	2.339
每股派息 (人民币)	0.10	0.20	0.30	0.33	0.35
收入增长率 (%)	(4.18)	47.81	7.15	6.47	0.26
息税前利润增长率 (%)	3.0	81.14	30.46	12.41	4.73
息税折旧前利润增长率 (%)	4.0	65.41	27.29	12.34	5.20
每股收益增长率 (%)	3.0	100.7	27.37	12.16	4.97
核心每股收益增长率 (%)	3.0	100.7	27.37	12.16	4.97

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
现金及等价物	3,600	6,303	8,191	10,465	13,116
应收帐款	1,729	2,355	2,703	2,965	3,148
库存	11,490	18,270	22,824	26,394	29,289
其它流动资产	3,767	7,938	8,957	9,520	10,101
流动资产合计	20,587	34,866	42,675	49,344	55,654
固定资产	12,405	14,166	15,939	17,114	17,792
无形资产	1,104	1,209	1,148	1,088	1,027
其它长期资产	3,938	4,604	4,013	3,528	3,250
长期资产合计	17,448	19,978	21,099	21,729	22,070
总资产	38,034	54,845	63,774	71,074	77,723
应付账款	2,140	2,857	3,210	3,394	3,455
短期借款	2,531	3,596	3,448	2,012	166
其它流动负债	4,834	7,651	9,605	10,556	11,209
流动负债合计	9,505	14,104	16,262	15,961	14,829
长期借款	112	713	1,225	1,882	2,430
其他长期负债	5,242	5,490	5,838	6,152	6,423
股本	3,023	3,463	3,463	3,463	3,463
储备	19,791	30,660	36,509	43,068	49,954
股东权益	22,814	34,123	39,971	46,531	53,417
少数股东权益	361	414	478	547	624
负债权益总计	38,034	54,845	63,774	71,074	77,723
每股账面价值 (人民币)	7.55	10.85	11.54	13.44	15.43
每股有形资产 (人民币)	7.18	9.51	11.21	13.12	15.13
净负债/(现金) (人民币)	0.99	0.39	0.14	(0.15)	(0.40)

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	3,176	5,980	8,169	9,161	9,621
折旧与摊销	943	1,012	1,089	1,217	1,324
净利息费用	342	349	90	134	109
运营资本变动	(11,082)	(20,762)	(26,413)	(33,383)	(40,824)
税金	(830)	(1,015)	(1,225)	(1,374)	(1,443)
其他经营现金流	9,172	12,463	22,781	30,063	37,841
经营活动产生的现金流	1,722	(1,973)	4,491	5,818	6,628
购买固定资产净值	(2,857)	(2,568)	(2,189)	(1,826)	(1,643)
投资减少/增加	(296)	(1,092)	0	0	0
其他投资现金流	11	27	21	22	21
投资活动产生的现金流	(3,143)	(3,633)	(2,169)	(1,804)	(1,622)
净增权益	0	6,738	0	0	0
净增债务	(418)	600	365	(779)	(1,298)
支付股息	(326)	(629)	(1,032)	(1,158)	(1,215)
其他融资现金流	289	1,985	252	215	173
融资活动产生的现金流	(822)	8,309	(434)	(1,739)	(2,355)
现金变动	(2,242)	2,702	1,888	2,274	2,651
期初现金	5,843	3,600	6,303	8,191	10,465
公司自由现金流	(1,420)	(5,603)	2,322	4,014	5,006
权益自由现金流	(2,205)	(5,392)	2,668	3,217	3,692

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	8.5	9.6	11.4	12.0	12.6
息税前利润率	6.7	8.2	10.0	10.6	11.1
税前利润率	6.1	7.8	10.0	10.5	11.0
净利率	4.5	6.4	8.4	8.8	9.3
流动性(倍)					
流动比率	2.2	2.5	2.6	3.1	3.8
利息覆盖率	9.5	16.2	91.4	68.9	88.5
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率	1.0	1.2	1.2	1.4	1.8
估值(倍)					
市盈率	50.0	24.9	19.6	17.4	16.6
核心业务市盈率	50.0	24.9	19.6	17.4	16.6
目标价对应核心业务市盈率	64.0	31.9	25.0	22.3	21.2
市净率	5.1	3.6	3.4	2.9	2.5
价格/现金流	68.16	(61.67)	29.88	23.13	20.34
企业价值/息税折旧前利润	36.0	22.9	17.6	15.6	14.8
周转率					
存货周转天数	90.9	79.7	105.1	119.1	135.3
应收帐款周转天数	12.2	11.2	11.3	11.9	12.8
应付帐款周转天数	15.1	13.6	13.5	13.8	14.3
回报率(%)					
股息支付率	12.9	14.1	15.0	15.0	15.0
净资产收益率	10.3	14.4	18.6	17.8	16.2
资产收益率	6.8	9.5	11.8	11.6	11.0
已运用资本收益率	13.5	16.2	19.6	19.3	18.1

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	51,431	76,441	81,909	87,211	87,440
销售成本	(46,453)	(68,161)	(71,324)	(75,412)	(75,100)
运营费用	(618)	(1,983)	(2,371)	(2,564)	(2,670)
营业利润(息税前利润)	3,431	6,297	8,215	9,234	9,671
折旧与摊销	(929)	(1,012)	(1,089)	(1,217)	(1,324)
息税折旧前利润	4,360	7,309	9,304	10,451	10,995
净利息收入(费用)	(323)	(388)	(90)	(134)	(109)
所得税	3,211	5,980	8,169	9,161	9,621
少数股东损益	(830)	(1,015)	(1,225)	(1,374)	(1,443)
净利润	2	(58)	(63)	(70)	(77)
核心净利润	2,383	4,907	6,880	7,717	8,101
每股收益(人民币)	2,383	4,907	6,880	7,717	8,101
核心每股收益(人民币)	0.78	1.560	1.987	2.229	2.339
每股派息(人民币)	0.78	1.56	1.987	2.23	2.339
收入增长率(%)	0.1	0.20	0.30	0.33	0.35
息税前利润增长率(%)	(4)	47.81	7.15	6.47	0.26
息税折旧前利润增长率(%)	2	81.14	30.46	12.41	4.73
每股收益增长率(%)	5	65.41	27.29	12.34	5.20
核心每股收益增长率(%)	4	100.7	27.37	12.16	4.97
销售收入	4	100.7	27.37	12.16	4.97

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	4,147	6,303	8,191	10,465	13,116
应收帐款	1,729	2,355	2,703	2,965	3,148
库存	11,490	18,270	22,824	26,394	29,289
其他流动资产	3,622	7,938	8,957	9,520	10,101
流动资产总计	20,988	34,866	42,675	49,344	55,654
固定资产	12,405	14,166	15,939	17,114	17,792
无形资产	1,104	1,209	1,148	1,088	1,027
其他长期资产	3,931	4,604	4,013	3,528	3,250
长期资产总计	17,440	19,978	21,099	21,729	22,070
总资产	38,428	54,845	63,774	71,074	77,723
应付帐款	2,140	2,857	3,210	3,394	3,455
短期债务	2,531	3,596	3,448	2,012	166
其他流动负债	4,834	7,651	9,605	10,556	11,209
流动负债总计	9,505	14,104	16,262	15,961	14,829
长期借款	112	713	1,225	1,882	2,430
其他长期负债	294	5,490	5,838	6,152	6,423
股本	3,023	3,463	3,463	3,463	3,463
储备	19,791	30,660	36,509	43,068	49,954
股东权益	22,814	34,123	39,971	46,531	53,417
少数股东权益	361	414	478	547	624
总负债及权益	38,428	54,845	63,774	71,074	77,723
每股帐面价值(人民币)	7.55	10.85	11.54	13.44	15.43
每股有形资产(人民币)	7.41	9.51	11.21	13.12	15.13
每股净负债/(现金)(人民币)	2.09	0.39	0.14	(0.15)	(0.40)

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	3,211	5,980	8,169	9,161	9,621
折旧与摊销	929	1,012	1,089	1,217	1,324
净利息费用	323	349	90	134	109
运营资本变动	(989)	(20,762)	(26,413)	(33,383)	(40,824)
税金	(830)	(1,015)	(1,225)	(1,374)	(1,443)
其他经营现金流	(922)	12,463	22,781	30,063	37,841
经营活动产生的现金流	1,722	(1,973)	4,491	5,818	6,628
购买固定资产净值	(2,128)	(2,568)	(2,189)	(1,826)	(1,643)
投资减少/增加	0	(1,092)	0	0	0
其他投资现金流	(1,015)	27	21	22	21
投资活动产生的现金流	(3,143)	(3,633)	(2,169)	(1,804)	(1,622)
净增权益	0	6,738	0	0	0
净增债务	(821)	600	365	(779)	(1,298)
支付股息	(302)	(629)	(1,032)	(1,158)	(1,215)
其他融资现金流	300	1,054	252	215	173
融资活动产生的现金流	1,162	7,763	(434)	(1,739)	(2,355)
现金变动	(259)	2,156	1,888	2,274	2,651
期初现金	4,406	4,147	6,303	8,191	10,465
公司自由现金流	748	(5,603)	2,322	4,014	5,006
权益自由现金流	(435)	(5,392)	2,668	3,217	3,692

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	8.5	9.6	11.4	12.0	12.6
息税前利润率	6.7	8.2	10.0	10.6	11.1
税前利润率	6.1	7.8	10.0	10.5	11.0
净利率	4.5	6.4	8.4	8.8	9.3
流动性(倍)					
流动比率	2.2	2.5	2.6	3.1	3.8
利息覆盖率	9.5	16.2	91.4	68.9	88.5
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率	1.0	1.2	1.2	1.4	1.8
估值(倍)					
市盈率	28.4	14.1	11.1	9.9	9.4
核心业务市盈率	28.4	14.1	11.1	9.9	9.4
目标价对应核心业务市盈率	32.3	16.1	12.5	11.3	10.7
市净率	2.9	2.0	1.9	1.6	1.4
价格/现金流	38.68	(35)	16.96	13.13	10.50
企业价值/息税折旧前利润	21.4	13.6	10.5	9.3	8.8
周转率					
存货周转天数	90.9	79.7	105.1	119.1	135.3
应收帐款周转天数	12.2	11.2	11.3	11.9	12.8
应付帐款周转天数	15.1	13.6	13.5	13.8	14.3
回报率(%)					
股息支付率	12.9	14.1	15.0	15.0	15.0
净资产收益率	10.3	14.4	18.6	17.8	16.2
资产收益率	6.8	9.5	11.8	11.6	11.0
已运用资本收益率	13.5	16.2	19.6	19.3	18.1

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内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。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、材料或内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