

2011年4月12日

A
持有

600600.SS - 人民币 32.76

目标价格:人民币 34.30 (↑33.00)

H
卖出

0168.HK - 港币 42.85

目标价格:港币 34.00 (↑31.60)

胡文洲, CFA*

(8621) 6860 4866 分机 8520

eric.hu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010035

我们的观点有何不同?

*我们的 2011 年每股收益预测低于市场预期, 因为我们的毛利率假设低于市场预期, 而行政费用假设高于市场预期。

本报告要点

*销量和平均售价预测

图表 2

*销售成本构成

图表 4

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对 (%)	(6)	(4)	(3)	(7)
相对恒生中国企业指数 (%)	(14)	(9)	(10)	3

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)	1,35	1
流通股(%)	21	21
流通股市值(人民币 百万)	9,12	2
3 个月日均交易额(人民币 百万)	129	
净负债比率 (%) (2011E)		净现金
主要股东 (%)		
青岛啤酒集团 30		

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*陈淑雯是本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司

具备证券投资咨询业务资格

青岛啤酒

2 季度面临严峻挑战

青岛啤酒的股价自上周大幅反弹, 涨幅达 10% 以上。我们认为, 市场对 1 季度销量增长 22% 和 4 月份提价 5% 的反应过度, 而忽略了提价前销量通常会大幅增长的事实。我们认为, 2 季度销量增长将有所放缓, 而成本压力将开始显现。A-H 股折让幅度为 10%, 我们认为 H 股已存在超买。我们维持对 H 股的卖出评级和对 A 股的持有评级。

支撑评级的要点

- 大麦、大米和包装材料价格攀升;
- 近期的提价不足以转嫁所有上升成本;
- 推广低端品牌将拖累总体毛利率;

影响评级的主要风险

- 提价幅度高于预期, 且原材料成本低于预期;
- 主品牌销量增长高于预期。

估值

- 基于 25 倍市盈率, 我们将 H 股目标价由 31.60 港币上调至 34.00 港币, 但维持对 H 股的卖出评级。基于 30 倍市盈率, 我们将 A 股目标价由 33.00 人民币上调至 34.30 人民币, 维持对 A 股的持有评级。

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) 18,0	26	19,898	24,5	52	28,110	31,733
变动(%)	12	10	23	14	13	
净利润(人民币 百万) 1,25	0	1,520	1,54	7	1,751	1,839
全面摊薄每股收益(人民币)	0.925	1.125	1.14	5	1.296	1.361
变动(%)	73.0	21.6	1.7	13.2	5.0	
市场预期每股收益(人民币) -		1.166	1.40	8	1.678	-
先前预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	1.29	6	1.361	-
调整幅度(%)	-	-	4.3	12.1		
核心每股收益(人民币)	0.925	1.125	1.14	5	1.296	1.361
变动(%)	73.0	21.6	1.7	13.2	5.0	
全面摊薄市盈率(倍) 35.4		29.1	28.6	25.3	24.1	
核心市盈率(倍) 35.4		29.1	28.6	25.3	24.1	
每股现金流量(人民币) 2.49		2.43	1.28	2.11	2.23	
价格/每股现金流量(倍) 13.2		13.5	25.5	15.6	14.7	
企业价值/息税折旧前利润(倍) 17.4		14.5	15.4	13.3	12.1	
每股股息(人民币) 0.46	3	0.563	0.57	2	0.648	0.000
股息率(%)	1.4	1.7	1.7	2.0	0.0	

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(%)	5	12	6	4
相对恒生中国企 业指数 (%)	(3) 5	(0)	(1)	

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)	1,35	1
流通股 (%)	48	
流通股市值 (港币 百万)	28,0	71
3 个月日均交易额 (港币 百万)	78	
净负债比率 (%) (2011E)	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)	18,026	19,898	24,552	28,110	31,733
变动 (%)	12	10	23	14	13
净利润 (人民币 百万)	1,250	1,520	1,547	1,751	1,839
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.925	1.125	1.145	1.296	1.361
变动 (%)	73.0	21.6	1.7	13.2	5.0
市场预期每股收益 (人民币)	-	1.153	1.370	1.590	-
先前预测每股收益 (人民币)	-	-	1.296	1.361	-
调整幅度 (%)	-	-	4.3	12.1	-
核心每股收益 (人民币)	0.925	1.125	1.145	1.296	1.361
变动 (%)	73.0	21.6	1.7	13.2	5.0
全面摊薄市盈率 (倍)	38.	9	32.0	31.5	27.8
核心市盈率 (倍)	38.	9	32.0	31.5	27.8
每股现金流量 (人民币)	2.	49	2.43	1.28	2.11
价格/每股现金流量 (倍)	14.	5	14.8	28.1	17.1
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	19.3	16.2	17.2	14.9	13.6
每股股息 (人民币)	0.	463	0.563	0.572	0.648
股息率 (%)	1.3	1.6	1.6	1.8	0.0

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

提价幅度不及预期

青岛啤酒的股价自上周大幅反弹，涨幅达 10% 以上。我们认为，这主要是受到 1 季度销量增长强劲和 4 月份主品牌中很多产品提价 5% 的刺激。我们认为，市场对这些消息的解读可能过于乐观，H 股已存在超买。

青岛啤酒 2010 年实现盈利 15.2 亿人民币，比我们的预期高 4%。由于主品牌产品的销量增长超预期，毛利率也高于我们的预期。然而，销售、管理及一般费用率上升了 0.2 个百分点至 25.1%。1 季度公司经营表现出色，销量增长了 22% 左右（完全是由主品牌推动）。1 季度销量增长强劲主要是由于分销商在提价前增加了订单。因此，我们认为 2 季度主品牌的销量增长将有所放缓。

图表 2. 销售收入假设

销售量 (十万千升)	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主品牌	24.2	29.5	34.8	41.8	49.3	57.2
二线品牌	26.5	26.1	26.1	26.1	26.1	26.1
其他	3.2	3.5	2.6	8.1	9.5	11.0
总销量	53.9	59.1	63.5	75.9	84.9	94.3

同比变动 - %

主品牌	25.4	21.9	18.0	20.0	18.0	16.0
二线品牌	15.7	(1.5)	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	(62.0)	11.1	(25.7)	210.0	18.0	16.0
总销量	6.6	9.7	7.4	19.6	11.8	11.1

在总销量中的占比 %

主品牌	44.9	49.9	54.8	55.0	58.0	60.6
二线品牌	49.2	44.2	41.1	34.4	30.7	27.7
其他	5.8	5.9	95.9	89.4	88.8	88.3

销售均价 (人民币/升)

主品牌	4.00	4.00	4.00	4.18	4.20	4.20
二线品牌	2.10	2.10	2.10	2.10	2.10	2.10
其他	2.10	2.10	2.10	2.10	2.10	2.10

销售收入

主品牌	9,680	11,800	13,920	17,439	20,701	24,014
二线品牌	5,56	5,481	5,481	5,48	1,548	1,548
其他	778	745	546	1,693	1,997	2,317
总销售收入	16,023	18,026	19,898	24,552	28,110	31,733

销售收入增速

主品牌	45.9	21.9	18.0	25.3	18.7	16.0
二线品牌	7.5	(1.5)	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	(45.8)	(4.2)	(25.7)	210.0	18.0	16.0
总体	16.6	12.5	10.7	23.4	14.5	12.9

资料来源：公司数据，中银国际研究

公司宣布从4月份起，主品牌中一些产品（占总销量的20%-30%）提价5%。在此之前，公司已对其它一些高端产品提价5%。国家发改委已约见了国内大型啤酒公司。因此，我们认为2011年可能不会再次提价。2011年全年，主品牌的总体提价幅度应在4.4%左右，低于我们原先预计的6%。此外，目前为止，中低端品牌尚未提价。因此，我们将2011年主品牌提价幅度假设由6%下调至了4.4%，将二线及其他品牌提价幅度假设由3%下调至了0%。

与此同时，由于2010年和2011年1季度销售情况好于预期，因此我们上调了主品牌销量假设。我们将2011年销量增速预测由14%上调至了20%。1季度，主品牌销量可能增长了35%，但我们预计2季度销量增速将放缓至9%左右，因为提价导致分销商将订单提前到1季度。二线及其他品牌方面，1季度销量应有所下滑，但2季度在新收购的低端品牌“银麦”的拉动下，销量有望重拾升势。我们仍然预计，在提价、内生增长和新收购资产贡献等因素的拉动下，2011年销售收入将加速上升。

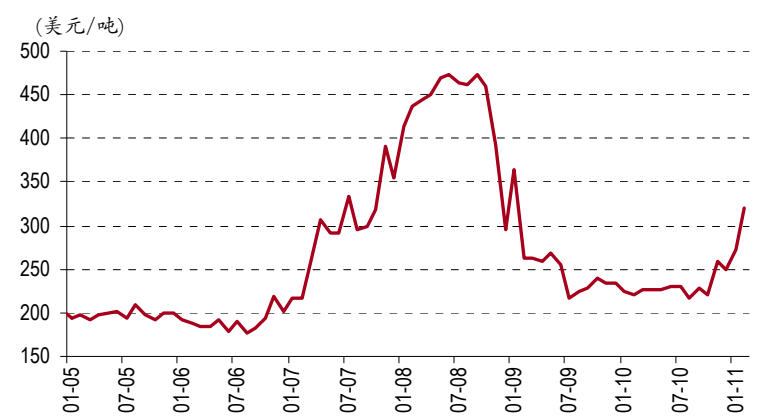
2 季度原材料涨价的影响将开始显现

2010年每吨成本同比上涨1.7%，涨幅低于我们的预期。大米、包装、直接劳动力和生产费用增加，而大麦、啤酒花及辅助材料的成本下降。我们认为2011年单位成本将加快上升，特别是粮食和劳动力成本。所有的成本项目都将有所上升。

在大麦和大米价格上涨的推动下，2011年公司的原材料成本将大幅上升。公司50%的大麦原料依靠进口，其余则在国内购买。公司每半年下一次订单。2010年进口大麦平均合同价格估计为240-250美元/吨。2010年上半年价格较低，但下半年上升至260-270美元/吨左右，2011年上半年更飙升至360-370美元/吨。与此同时，国内生产的大麦比进口大麦便宜20%，但价格亦出现上升。公司已增加了对国内大麦的使用，3年前国内大麦的使用率仅为40%。由于国内大麦品质较低，因此仅能用于二线或低端品牌。因此，公司不能通过使用更多国内大麦来缓解大麦成本上涨的压力。当低价库存全部用尽后，大麦成本上涨的影响将于2季度开始全面显现。假设人民币升值5%，我们预测2011年平均大麦成本将上升22%。今年截至目前，大米价格上涨了11%左右，因此我们将大米成本涨幅假设由5%上调至了11%。

我们认为，人工成本是另一个令人头痛的问题。鉴于最低工资标准的上调，我们预计，继 2010 年单位人工成本上升 16% 后，2011 年单位人工成本将进一步上升 10%。最后，包装成本（占总单位成本的 50% 以上）也将上涨 4% 左右。

图表 3. 进口大麦价格



资料来源: 万得数据

图表 4. 主要成本假设

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每公升成本(人民币/公升)	1.766	1.740	1.769	1.894	1.941	1.988
同比变动(%)	11.6	(1.4)	1.7	7.1	2.5	2.4
每公升成本(人民币)						
麦芽	0.272	0.265	0.219	0.267	0.261	0.255
大米 0.1	13	0.111	0.143	0.159	0.172	0.186
啤酒花	0.028	0.023	0.014	0.014	0.015	0.015
水 0.00	4	0.003	0.004	0.004	0.004	0.004
辅助材料	0.028	0.028	0.021	0.022	0.022	0.023
能源 0.09	9	0.103	0.101	0.104	0.107	0.110
包装 0.88	1	0.872	0.906	0.942	0.961	0.980
直接人力	0.058	0.061	0.071	0.078	0.086	0.092
生产成本 0.28	3	0.275	0.290	0.305	0.314	0.323

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

2011 年毛利率将出现下降

提价并不足以抵消生产成本的上升。据媒体报道，国家发改委对啤酒公司部分产品提价表示理解，并且啤酒是唯一一个国家发改委约见后准许提价的行业。原因可能很简单——成本上涨压力太大。

此外，中低端产品的销量增加也将影响总体毛利率。主品牌的毛利率在 50% 以上，而中低端品牌的毛利率只有 17% 左右。我们认为，各类产品的毛利率都将有所下降，而二线和低端品牌的下降幅度将更大。由于二线和低端品牌的贡献增加，我们仍然认为，2011 年总体毛利率将有所下滑。

图表 5. 毛利率预测

(%)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主品牌	55.8	55.2	54.0	53.2	52.1
二线及其他品牌	18.4	16.8	11.1	8.8	6.6
总体	42.9	43.5	41.6	41.5	41.1

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

销售、管理及一般费用率不降反升

2010 年，销售、管理及一般费用率上升了 0.2 个百分点至 25.1%，而我们之前预计的是下降。纵观公司的历史记录，销售、管理及一般费用率和单位销售、管理及一般费用一直处于上升趋势。我们认为，规模经济效应不会有所提升。相反，由于为争夺市场份额而持续采取的营销活动，销售、管理及一般费用率将保持高位。此外，收购资产合并过程中还可能产生减值损失。公司最近恢复了 21 世纪初采取的并购战略，当时，每年就会出现大量的资产减值损失。

加入销售、管理及一般费用，我们几乎可以肯定，2011 年，低端品牌非但不能盈利，还可能出现亏损。因此，盈利贡献实际仅来自高端品牌。

图表 6. 销售、管理及一般费用率预测

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售、管理及一般费用率(%)	24.2	24.2	24.9	25.1	25.0	25.0	25.1
单位销售、管理及一般性费用	0.66	0.72	0.76	0.79	0.81	0.83	0.84

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

维持卖出评级

由于主品牌的贡献超预期高，我们将 2011 和 2012 年盈利预测分别上调了 4.3% 和 12.1%。我们预计 2011 年盈利增速为位数。我们认为，市场高估了青岛啤酒的盈利增长。基于 25 倍 2011 年市盈率，我们将 H 股目标价由 31.60 港币上调至 34.00 港币，但维持对 H 股的**卖出**评级。基于 30 倍 2011 年市盈率，我们将 A 股目标价由 33.00 人民币上调至 34.30 人民币，维持对 A 股的**持有**评级。A-H 股折让幅度为 10%，因此我们认为，在当前的股价水平下，A 股相对更具吸引力。

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	18,026	19,898	24,552	28,110	31,733
销售成本	(11,832)	(12,898)	(16,396)	(18,782)	(21,349)
经营费用	(3,934)	(4,449)	(5,575)	(6,451)	(7,332)
息税折旧前利润	1,711	2,003	2,017	2,303	2,425
折旧及摊销	(548)	(548)	(563)	(575)	628
经营利润(息税前利润)	2,259	2,551	2,580	2,877	3,052
净利息收入/(费用)	(63)	(5)	(6)	(7)	(8)
其他收益/(损失) 91		125	137	137	137
税前利润	1,739	2,123	2,148	2,433	2,554
所得税	(440)	(539)	(537)	(608)	(638)
少数股东权益	(49)	(64)	(65)	(73)	(77)
净利润	1,250	1,520	1,547	1,751	1,839
核心净利润	1,250	1,520	1,547	1,751	1,839
每股收益(人民币) 0.92	5	1.125	1.145	1.296	1.361
核心每股收益(人民币) 0.92	5	1.125	1.145	1.296	1.361
每股股息(人民币) 0.46	3	0.563	0.572	0.648	0.000
收入增长(%) 12		10	23	14	13
息税前利润增长(%) 41		17	1	14	5
息税折旧前利润增长(%)	27	13	1	12	6
每股收益增长(%) 73		22	2	13	5
核心每股收益增长(%) 73		22	2	13	5

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
现金及现金等价物 5,35	2	7,609	4,847	6,399	7,967
应收帐款 103		102	201	231	260
库存 1,87	7	1,942	3,396	3,890	4,426
其他流动资产 282		241	402	459	516
流动资产总计	7,615	9,895	8,847	10,979	13,171
固定资产 5,52	5	5,511	5,570	6,584	6,508
无形资产 1,22	1	1,599	1,639	1,680	1,720
其他长期资产 508		773	3,683	2,610	2,619
长期资产总计	7,254	7,882	10,892	10,874	10,848
总资产	14,869	17,777	19,739	21,852	24,018
应付帐款 1,05	8	1,263	1,754	2,009	2,286
短期债务 153		196	242	277	313
其他流动负债 3,63	3	4,557	5,314	6,086	6,900
流动负债总计	4,845	6,016	7,311	8,373	9,499
长期借款 28		11	11	11	11
其他长期负债 1,43	1	2,031	1,847	1,848	1,848
股本 1,35	1	1,351	1,351	1,351	1,351
储备 7,03	7	8,252	9,038	10,015	10,978
股东权益	8,388	9,603	10,389	11,366	12,329
少数股东权益 175		117	181	255	331
总负债及权益	14,867	17,777	19,739	21,852	24,018
每股帐面价值(人民币) 6.21		7.11	7.69	8.41	9.13
每股有形资产(人民币) 5.31		5.93	6.48	7.17	7.85
每股净负债/(现金)(人民币)	(3.83)	(5.47)	(3.40)	(4.52)	(5.66)

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 1,73	9	2,123	2,148	2,433	2,554
折旧与摊销 548		548	563	575	628
净利息费用 63		56		7	8
运营资本变动 1,43	4	1,109	(436)	447	467
税金	(440)	(539)	(537)	(608)	(638)
其他经营现金流 16		38	(10)	(10)	(10)
经营活动产生的现金流	3,361	3,284	1,734	2,844	3,008
购买固定资产净值	(689)	(1,086)	(1,663)	(547)	(592)
投资减少/增加 106		10	(1,900)	0	0
其他投资现金流	(327)	311	0	0	0
投资活动产生的现金流	(910)	(765)	(3,563)	(547)	(592)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(346)	32	28	35	36
支付股息	(338)	(625)	(760)	(773)	(876)
其他融资现金流 1,18	9	321	(190)	(7)	(8)
融资活动产生的现金流	506	(272)	(923)	(745)	(848)
现金变动 2,95	7	2,247	(2,751)	1,552	1,569
期初现金 2,39	4	5,351	7,59	8	4,847
公司自由现金流 2,32	5	2,678	(2,012)	2,297	2,416
权益自由现金流 1,91	6	2,705	(1,990)	2,325	2,444

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 12.5		12.8	10.5	10.2	9.6
息税前利润率 9.5		10.1	8.2	8.2	7.6
税前利润率 9.6		10.7	8.8	8.7	8.0
净利率 6.9		7.6	6.3	6.2	5.8
流动性(倍)					
流动比率 1.6		1.6	1.2	1.3	1.4
利息覆盖率	27.2	411.1	335.6	334.5	312.1
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	1.2	1.3	0.7	0.8	0.9
估值(倍)					
市盈率	35.4	29.1	28.6	25.3	24.1
核心业务市盈率 35.4		29.1	28.6	25.3	24.1
目标价对应核心业务市盈率	37.1	30.5	30.0	26.5	25.2
市净率	5.3	4.6	4.3	3.9	3.6
价格/现金流 13.2		13.5	25.5	15.6	14.7
企业价值/息税折旧前利润 17.4		14.5	15.4	13.3	12.1
周转率					
存货周转天数 71.5		54.0	59.4	70.8	71.1
应收帐款周转天数 2.0		1.9	2.3	2.8	2.8
应付帐款周转天数 22.9		21.3	22.4	24.4	24.7
回报率(%)					
股息支付率 50.0		50.0	50.0	50.0	50.0
净资产收益率 17.3		16.9	15.5	16.1	15.5
资产收益率 9.3		9.2	8.1	8.3	7.9
已运用资本收益率 21.9		21.5	19.4	20.3	19.5

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	18,026	19,898	24,552	28,110	31,733
销售成本	(11,832)	(12,898)	(16,396)	(18,782)	(21,349)
经营费用	(3,934)	(4,449)	(5,575)	(6,451)	(7,332)
息税折旧前利润	1,711	2,003	2,017	2,303	2,425
折旧及摊销	(548)	(548)	(563)	(575)	628
经营利润(息税前利润)	2,259	2,551	2,580	2,877	3,052
净利息收入/(费用)	(63)	(5)	(6)	(7)	(8)
其他收益/(损失) 91		125	137	137	137
税前利润	1,739	2,123	2,148	2,433	2,554
所得税	(440)	(539)	(537)	(608)	(638)
少数股东权益	(49)	(64)	(65)	(73)	(77)
净利润	1,250	1,520	1,547	1,751	1,839
核心净利润	1,250	1,520	1,547	1,751	1,839
每股收益(人民币) 0.92	5	1.125	1.145	1.296	1.361
核心每股收益(人民币) 0.92	5	1.125	1.145	1.296	1.361
每股股息(人民币) 0.46	3	0.563	0.572	0.648	0.000
收入增长(%) 12		10	23	14	13
息税前利润增长(%) 41		17	1	14	5
息税折旧前利润增长(%)	27	13	1	12	6
每股收益增长(%) 73		22	2	13	5
核心每股收益增长(%) 73		22	2	13	5

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 5,35	2	7,609	4,847	6,399	7,967
应收帐款 103		102	201	231	260
库存 1,87	7	1,942	3,396	3,890	4,426
其他流动资产 282		241	402	459	516
流动资产总计	7,615	9,895	8,847	10,979	13,171
固定资产 5,52	5	5,511	5,570	6,584	6,508
无形资产 1,22	1	1,599	1,639	1,680	1,720
其他长期资产 508		773	3,683	2,610	2,619
长期资产总计	7,254	7,882	10,892	10,874	10,848
总资产	14,869	17,777	19,739	21,852	24,018
应付帐款 1,05	8	1,263	1,754	2,009	2,286
短期债务 153		196	242	277	313
其他流动负债 3,63	3	4,557	5,314	6,086	6,900
流动负债总计	4,845	6,016	7,311	8,373	9,499
长期借款 28		11	11	11	11
其他长期负债 1,43	1	2,031	1,847	1,848	1,848
股本 1,35	1	1,351	1,351	1,351	1,351
储备 7,03	7	8,252	9,038	10,015	10,978
股东权益	8,388	9,603	10,389	11,366	12,329
少数股东权益 175		117	181	255	331
总负债及权益	14,867	17,777	19,739	21,852	24,018
每股帐面价值(人民币) 6.21		7.11	7.69	8.41	9.13
每股有形资产(人民币) 5.31		5.93	6.48	7.17	7.85
每股净负债/(现金)(人民币)	(3.83)	(5.47)	(3.40)	(4.52)	(5.66)

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 1,73	9	2,123	2,148	2,433	2,554
折旧与摊销 548		548	563	575	628
净利息费用 63		5	6	7	8
运营资本变动 1,43	4	1,109	(436)	447	467
税金	(440)	(539)	(537)	(608)	(638)
其他经营现金流 16		38	(10)	(10)	(10)
经营活动产生的现金流	3,361	3,284	1,734	2,844	3,008
购买固定资产净值	(689)	(1,086)	(1,663)	(547)	(592)
投资减少/增加 106		10	(1,900)	0	0
其他投资现金流	(327)	311	0	0	0
投资活动产生的现金流	(910)	(765)	(3,563)	(547)	(592)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(346)	32	28	35	36
支付股息	(338)	(625)	(760)	(773)	(876)
其他融资现金流 1,18	9	321	(190)	(7)	(8)
融资活动产生的现金流	506	(272)	(923)	(745)	(848)
现金变动 2,95	7	2,247	(2,751)	1,552	1,569
期初现金 2,39	4	5,351	7,598	4,847	6,399
公司自由现金流 2,32	5	2,678	(2,012)	2,297	2,416
权益自由现金流 1,91	6	2,705	(1,990)	2,325	2,444

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 12.5		12.8	10.5	10.2	9.6
息税前利润率 9.5		10.1	8.2	8.2	7.6
税前利润率 9.6		10.7	8.8	8.7	8.0
净利率 6.9		7.6	6.3	6.2	5.8
流动性 (倍)					
流动比率 1.6		1.6	1.2	1.3	1.4
利息覆盖率 27.2		411.1	335.6	334.5	312.1
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 1.2		1.3	0.7	0.8	0.9
估值 (倍)					
市盈率 38.9		32.0	31.5	27.8	26.5
核心业务市盈率 38.9		32.0	31.5	27.8	26.5
目标价对应核心业务市盈率	30.9	25.4	25.0	22.1	21.0
市净率 5.8		5.1	4.7	4.3	3.9
价格/现金流 14.5		14.8	28.1	17.1	16.2
企业价值/息税折旧前利润 19.3		16.2	17.2	14.9	13.6
周转率					
存货周转天数 71.5		54.0	59.4	70.8	71.1
应收帐款周转天数 2.0		1.9	2.3	2.8	2.8
应付帐款周转天数 22.9		21.3	22.4	24.4	24.7
回报率 (%)					
股息支付率 50.0		50.0	50.0	50.0	50.0
净资产收益率 17.3		16.9	15.5	16.1	15.5
资产收益率 9.3		9.2	8.1	8.3	7.9
已运用资本收益率 21.9		21.5	19.4	20.3	19.5

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