

2010年2月2日

# 江西铜业

## 看淡铜价

**A 卖出 (买入)**

600362.SS - 人民币 32.86

目标价格: 人民币 22.94 (↓46.69)

**H 卖出 (买入)**

0358.HK - 港币 15.56

目标价格: 港币 10.31 (↓20.10)

在铜价上升预期降低的基础上,我们将江西铜业2010年和2011年盈利预测分别下调13.5%和18.6%。考虑到全球可能开始逐步实施紧缩政策,2010年国内铜需求量和进口量可能有所下降,我们认为铜价前景转淡。由于铜价前景不确定,我们认为该股估值较历史平均水平不应享有溢价。我们将A股和H股的评级从买入下调至卖出,同时下调了目标价格。

乐宇坤\*

 (8621) 6860 4866 分机 8559  
 yukun.le@bocigroup.com

### 支撑评级的要点

- 2010年铜需求量同比增幅从2009年的14.3%降至8.5%;
- 中国政府货币政策进一步收紧。

### 股价相对指数表现(A股)



资料来源: 彭博及中银国际研究

### 评级面临的主要风险

- 全球铜需求回升超出预期;
- 录得套保收益。

### 估值

- 基于7.3倍2010年预期市盈率和1.05倍预期市净率,我们将H股目标价格从20.10港币下调至10.31港币;根据18.4倍2010年预期市盈率和3倍市净率,我们将A股目标价格从46.69人民币下调至22.94人民币。我们将A、H股评级从买入下调至**卖出**。

### 股价表现(A股)

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(18)	(18)	(14)	162
相对新华富时A50指数(%)	(5)	(5)	(7)	118

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)	3,023
流通股(%)	40
流通股市值(人民币 百万)	39,732
3个月日均交易额(人民币 百万)	573
净负债比率(%) (O9E)	净现金
主要股东(%)	
江西铜业集团公司	52

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

\*陈蓓蕾为本报告重要贡献者

### 图表 1. 投资摘要(A股)

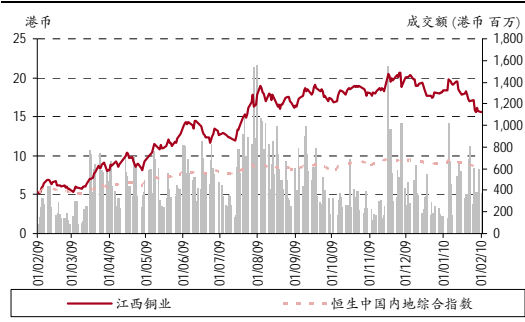
年结日: 12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入(人民币 百万)	43,337	53,972	43,250	48,793	49,094
变动(%)	83	25	(20)	13	1
净利润(人民币 百万)	4,534	2,285	2,497	3,765	3,742
全面摊薄每股收益(人民币)	1.500	0.756	0.826	1.245	1.238
变动(%)	(8.5)	(49.6)	9.3	50.8	(0.6)
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.850	1.238	1.544
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.826	1.438	1.516
调整幅度(%)	-	-	0.0	(13.4)	(18.4)
全面摊薄市盈率(倍)	21.9	43.5	39.8	26.4	26.5
每股现金流量(人民币)	(1.19)	1.55	2.37	1.25	1.92
价格/每股现金流量(倍)	n.m.	21.2	13.9	26.3	17.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	17.1	23.7	21.3	15.0	14.3
每股股息(人民币)	0.450	0.080	0.248	0.375	0.371
股息率(%)	1.4	0.2	0.8	1.1	1.1

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 &lt;GO&gt;, 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 (%)	(15)	(15)	(14)	186
相对恒生中国内地综合指数 (%)	(8)	(8)	(9)	130

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)	18,814
3 个月日均交易额 (港币 百万)	411
净负债比率 (%) (09E)	5

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	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入 (人民币 百万)	43,169	53,693	43,250	48,793	49,094
变动 (%)		76	24	(19)	13
净利润 (人民币 百万)	4,534	2,285	2,497	3,775	3,742
全面摊薄每股收益 (人民币)	1.532	0.756	0.826	1.249	1.238
变动 (%)		(6.5)	(50.7)	9.3	51.2
市场预期每股收益 (人民币)	-	-	-	1.239	1.497
原先预测摊薄每股收益 (人民币)	-	-	0.826	1.444	1.520
调整幅度 (%)				0.0	(13.5)
全面摊薄市盈率 (倍)	8.9	18.1	16.6	11.0	11.1
每股现金流量 (人民币)	0.49	2.23	1.60	1.10	1.80
价格/每股现金流量 (倍)	27.8	6.1	8.6	12.4	7.6
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	7.8	11.2	9.3	6.6	6.1
每股股息 (人民币)	0.377	0.080	0.248	0.375	0.371
股息率 (%)	2.8	0.6	1.8	2.7	2.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

### 下调 2010-11 年盈利预测

由于铜价预期调低, 我们将江西铜业 2010 年和 2011 年盈利预测分别下调 13.5% 和 18.6%。同时, 考虑到铜价上升的预期下降, 我们认为该股不应再较历史平均水平有溢价, 因此根据 3 倍预期市净率, 将 A 股目标价格从 46.69 人民币下调至 22.94 人民币; 基于 1.05 倍 2010 年预期市净率, 我们将 H 股目标价格从 20.10 港币下调至 10.31 港币。目前 A 股股价为 26.4 倍 2010 年预期市盈率和 4.3 倍预期市净率, H 股股价为 11 倍 2010 年预期市盈率和 1.6 倍预期市净率。我们将 A 股和 H 股评级均从买入下调至**卖出**。

### 铜价前景堪忧

2009 年上半年, 铜销售收入占公司经营利润的 55.1%, 而金、银合计销售收入占到 36.8%, 硫酸占 1.9%。目前, 我们对铜价前景的预测从前期较为乐观转为谨慎, 主要是基于以下几方面因素: i) 中国将电力项目中的电网投资削减 25%; ii) 库存水平较高; iii) 中国铜进口量降低; 及 iv) 中国及全球其它国家开始实施紧缩政策。因此, 我们调低了铜价预测。

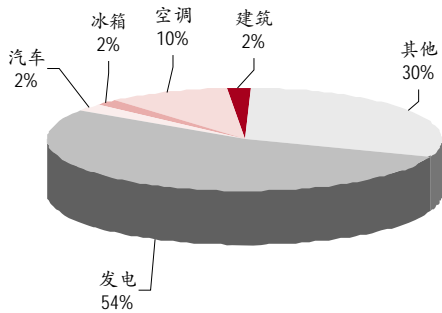
图表 2. 铜价预测 (美元)

	2010E	2011E
原假设	3.20	3.40
新假设	3.11	3.17

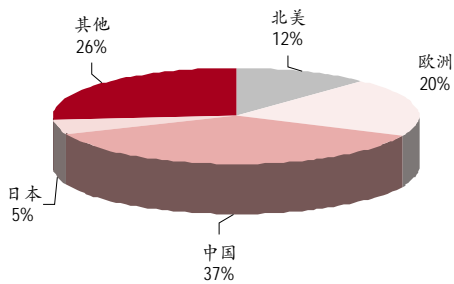
资料来源: 中银国际研究预测

### 国家电网削减资本性开支, 影响国内铜需求量

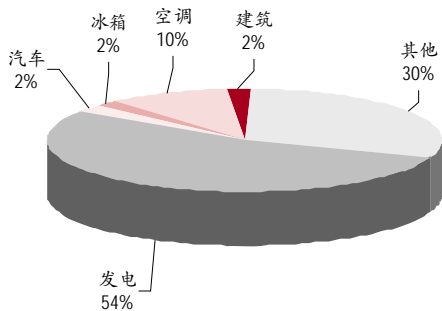
2010 年国家电网的资本性开支为 2,274 亿人民币, 相比 2009 年的资本性开支 3,059 亿人民币 (同比增长 22.5%), 下降了 25.6%。我们预计国内约有 54% 的铜需求来自于电力行业 (包括输配电), 如果其中一半的铜需求源于输电行业, 我们估计国家电网资本性开支削减 25% 可能导致 2010 年中国铜需求量减少约 3%。

**图表 3. 08 年中国铜消耗量构成**


资料来源：国际铜业研究机构，中银国际研究预测

**图表 4. 全球按需求划分市场份额 (2009E)**


资料来源：国际铜业研究机构，中银国际研究预测

**图表 5. 中国铜消耗量构成(2008)**


资料来源：国际铜业研究机构，中银国际研究预测

## 较高铜库存需要消化

去年上半年，国内贸易商利用铜价走低的时机，借助伦敦金属交易所和上海期货交易所的差价，进口了大量铜，中国精炼铜进口同比增长 119% 至 320 万吨（占 2009 年中国预期铜需求量的 57%）。因此，全国铜库存水平都很高。截至上周五（1 月 29 日），上期所公告铜库存同比增长 345% 至 101,210 吨，而市场传言国家物资储备局至少拥有 235,000 吨铜库存。此外，行业普遍认为，贸易商和生产商已大量囤积库存，尽管还没有详细的官方数据披露。考虑到国内库存水平较高、2010 年需求增长放缓及伦敦金属交易所和上期所的价差收窄，我们认为 2010 年中国铜进口将有所降低，这将有助于缓解全球铜市场失衡的局面。我们预计，如果 2010 年所有主要铜矿生产正常，那么全球铜市场将供过于求。

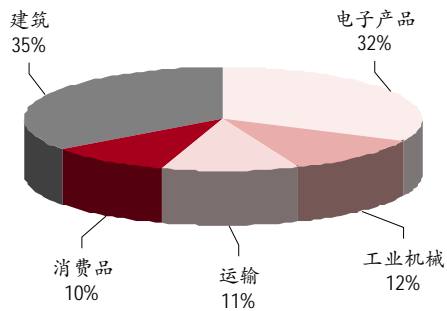
**图表 6. 全球精炼铜供需概况**

(千吨)	2008	09 年 5 月*	09 年 6 月*	09 年 7 月*	09 年 8 月*	09 年 9 月*	09 年 10 月*
全球产量	18,245	1,523	1,484	1,533	1,561	1,570	1,610
全球消耗量	18,007	1,586	1,598	1,513	1,485	1,559	1,531
铜供应过剩/(短缺)	238	(63)	(114)	20	76	11	79

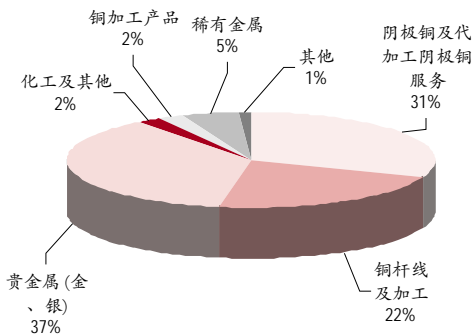
\*我们所采用的是经季节调整后的数据  
 资料来源：国际铜业研究机构

## 政府可能逐步实施紧缩政策

1 月 12 日中国政府突然上调存款准备金率，而全球其它国家也有上调利率的计划，这些可能的紧缩政策都不利于商品价格继续上升。欧元区以希腊为代表的债务危机令欧元表现疲弱并导致美元走强，另外奥巴马计划可能结束银行混业经营，也令市场担心商品和资本市场的投机性资金可能减少。在这些预期下我们预计铜价走势难以乐观。

**图表 7. 08 年全球铜消耗量构成**


资料来源：国际铜业研究机构，中银国际研究预测

**图表 8. 09 年上半年经营利润构成**


资料来源：公司数据，中银国际研究预测

## 自给率和国际铜业比不高

我们预计 2010 年公司将生产 800,000 吨铜阴极、20 吨黄金、430 吨银、2,200,000 吨硫酸。冶炼业务方面，按照目前的合同铜精矿加工费 46 美元/吨和 4.6 美分/磅，公司不能实现盈利，但由于近期硫酸价格上涨我们估计可以基本弥补加工的亏损。我们预计 70% 的收入将按照长期加工合同收取，30% 按照现货价格收取。今年公司计划生产的 800,000 吨铜中，预计只有 170,000 吨来自自有矿山（其余都来自冶炼业务），也就是说自给率为 21%。我们预计 2011 年公司将完成德兴铜矿的产能扩张，铜矿产量将提高至 40,000 吨。城门山铜矿的扩建工程将在 2010 年末完工，届时铜产量将提高 8,000 吨。

## 估值

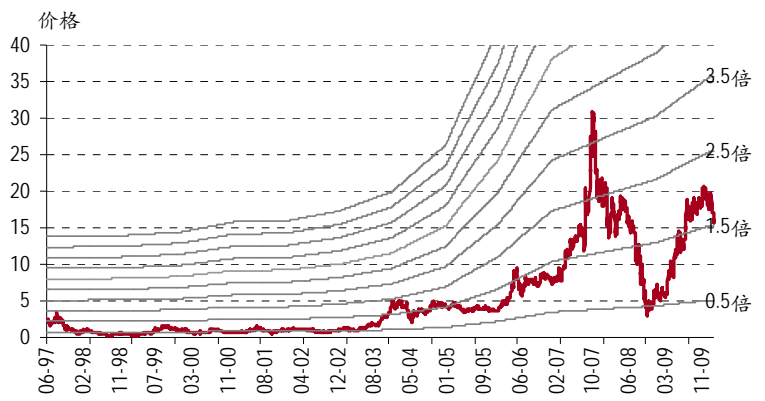
鉴于铜价下滑风险加剧，我们在江西铜业的估值模型中提高了风险溢价，基于 3 倍市净率（历史均值）和 1.05 倍 2010 年预期市净率（历史均值），调降了 A 股和 H 股目标价格。基于 3 倍 2010 年预期市净率，我们将 A 股目标价格从 46.69 人民币下调至 22.94 人民币，相当于 18.4 倍 2010 年预期市盈率。基于 1.05 倍 2010 年预期市净率，我们将 H 股目标价格从 20.10 港币下调至 10.31 港币，H 股目标股价为 7.3 倍 2010 年预期市盈率，更加合理。我们将 A 股和 H 股的评级均从买入下调至**卖出**。

**图表 9. 国内铜供需情况**

(千吨)	产量	进口量	出口量	消耗量
2001	1,523	835	51	2,250
2002	1,632	1,181	77	2,680
2003	1,836	1,357	64	3,030
2004	2,199	1,200	124	3,400
2005	2,600	1,222	140	3,682
2006	3,006	827	243	4,020
2007	3,497	1,494	126	4,562
2008	3,740	1,456	96	4,900
2009E	4,040	3,185	70	5,600
2010E	4,444	1,700	70	6,074
2011E	4,888	1,768	69	6,588

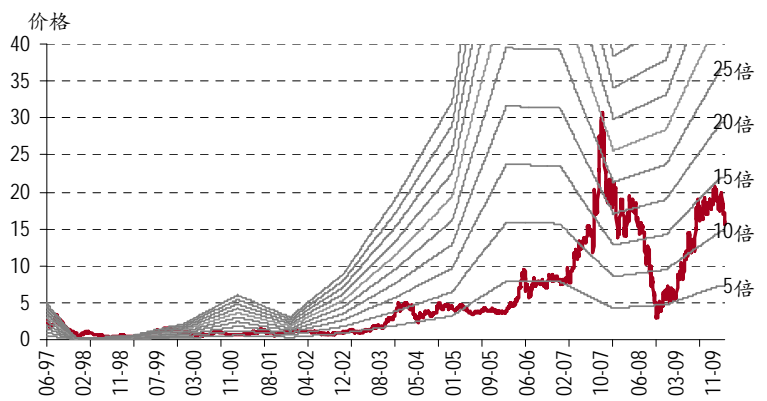
资料来源：安泰科，中银国际研究预测

图表 10. 远期市净率 (H股)



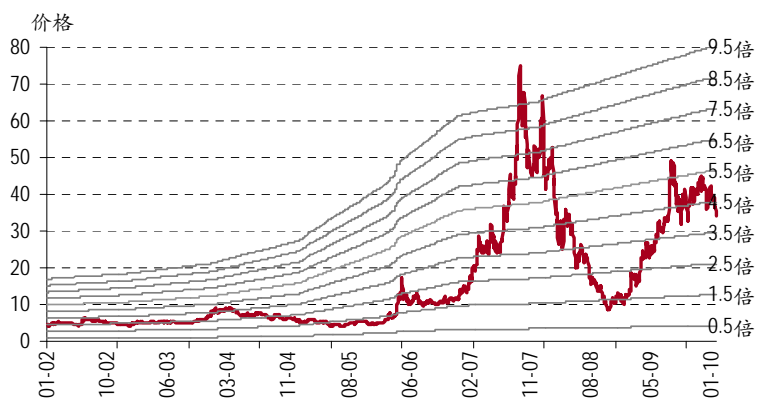
资料来源：彭博，中银国际研究预测

图表 11. 远期市盈率 (H股)



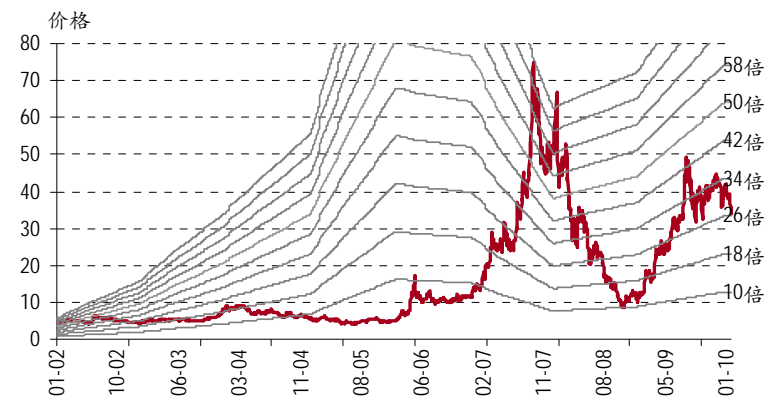
资料来源：彭博，中银国际研究预测

图表 12. 远期市净率 (A股)



资料来源：彭博，中银国际研究预测

图表 13. 远期市盈率 (A 股)



资料来源: 彭博, 中银国际研究预测

**损益表—A股(人民币百万)**

年结日: 12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入	43,337	53,972	43,250	48,793	49,094
销售成本	(36,416)	(47,445)	(38,588)	(42,384)	(42,859)
经营费用	(639)	(2,341)	(165)	(138)	312
<b>经营利润(息税前利润)</b>	<b>5,681</b>	<b>3,327</b>	<b>3,745</b>	<b>5,395</b>	<b>5,648</b>
折旧及摊销	(602)	(859)	(752)	(876)	(900)
<b>息税折旧前利润</b>	<b>6,282</b>	<b>4,186</b>	<b>4,497</b>	<b>6,271</b>	<b>6,548</b>
净利息收入(费用)	(395)	(490)	(320)	(327)	(196)
其他收益/(损失)	224	161	38	0	(418)
<b>税前利润</b>	<b>5,509</b>	<b>2,998</b>	<b>3,463</b>	<b>5,068</b>	<b>5,034</b>
所得税	(855)	(801)	(866)	(1,270)	(1,259)
少数股东权益	(121)	88	(100)	(34)	(34)
<b>净利润</b>	<b>4,534</b>	<b>2,285</b>	<b>2,497</b>	<b>3,765</b>	<b>3,742</b>
<b>核心净利润</b>	<b>4,534</b>	<b>2,285</b>	<b>2,497</b>	<b>3,765</b>	<b>3,742</b>
每股收益(人民币)	1.500	0.756	0.826	1.245	1.238
核心每股收益(人民币)	1.500	0.756	0.826	1.245	1.238
每股股息(人民币)	0.450	0.080	0.248	0.375	0.371
收入增长(%)	83	25	(20)	13	1
息税前利润增长(%)	6	(41)	13	44	5
息税折旧前利润增长(%)	10	(33)	7	39	4
每股收益增长(%)	(8)	(50)	9	51	(1)
核心每股收益增长(%)	(8)	(50)	9	51	(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	2007	2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	3,194	4,140	3,757	5,443	6,105
应收帐款	1,952	1,356	3,194	3,605	3,627
库存	9,701	6,886	5,569	6,116	6,185
其他流动资产	5,749	5,348	469	1,223	597
<b>流动资产总计</b>	<b>20,596</b>	<b>17,730</b>	<b>12,991</b>	<b>16,387</b>	<b>16,514</b>
固定资产	12,762	14,053	14,041	13,765	13,465
无形资产	0	0	0	0	0
其他长期资产	1,584	2,367	1,458	1,677	1,626
<b>长期资产总计</b>	<b>14,346</b>	<b>16,420</b>	<b>15,499</b>	<b>15,442</b>	<b>15,091</b>
<b>总资产</b>	<b>34,942</b>	<b>34,151</b>	<b>28,490</b>	<b>31,829</b>	<b>31,605</b>
应付帐款	1,931	1,328	1,103	1,216	1,230
短期债务	9,873	3,434	0	0	0
其他流动负债	2,108	3,046	1,934	2,313	2,274
<b>流动负债总计</b>	<b>13,912</b>	<b>7,809</b>	<b>3,037</b>	<b>3,529</b>	<b>3,503</b>
长期借款	811	147	0	0	0
其他长期负债	198	5,076	4,748	4,748	1,930
股本	3,023	3,023	3,023	3,023	3,023
储备	16,522	17,729	17,445	20,088	22,708
<b>股东权益</b>	<b>19,544</b>	<b>20,752</b>	<b>20,468</b>	<b>23,111</b>	<b>25,730</b>
少数股东权益	478	367	237	442	441
<b>总负债及权益</b>	<b>34,942</b>	<b>34,151</b>	<b>28,490</b>	<b>31,829</b>	<b>31,605</b>
每股帐面价值(人民币)	6.47	6.87	6.77	7.65	8.51
每股有形资产(人民币)	6.47	6.87	6.77	7.65	8.51
每股净负债/(现金)(人民币)	2.48	(0.18)	(1.24)	(1.80)	(2.02)

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	2007	2008	2009E	2010E	2011E
税前利润	5,509	2,998	3,463	5,068	5,034
折旧与摊销	602	859	752	876	900
净利息费用	395	490	320	327	196
运营资本变动	(6,935)	4,148	3,019	(1,219)	509
税金	(2,869)	(3,640)	(866)	(1,270)	(1,259)
其他经营现金流	378	697	1,214	876	1,318
<b>经营活动产生的现金流</b>	<b>(3,521)</b>	<b>4,694</b>	<b>7,150</b>	<b>3,783</b>	<b>5,799</b>
购买固定资产净值	(3,426)	(4,150)	(600)	(600)	(600)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0	0
<b>投资活动产生的现金流</b>	<b>(3,426)</b>	<b>(4,150)</b>	<b>(600)</b>	<b>(600)</b>	<b>(600)</b>
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	0	0	0	0	0
支付股息	0	0	0	0	0
其他融资现金流	9,116	403	(6,933)	(1,497)	(4,537)
<b>融资活动产生的现金流</b>	<b>9,116</b>	<b>403</b>	<b>(6,933)</b>	<b>(1,497)</b>	<b>(4,537)</b>
现金变动	2,169	946	(383)	1,686	661
期初现金	1,026	3,194	4,140	3,757	5,443
公司自由现金流	(6,918)	596	6,607	3,252	5,285
权益自由现金流	(7,151)	53	6,232	2,858	5,005

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	2007	2008	2009E	2010E	2011E
<b>盈利能力(%)</b>					
息税折旧前利润率	14.5	7.8	10.4	12.9	13.3
息税前利润率	13.1	6.2	8.7	11.1	11.5
税前利润率	12.7	5.6	8.0	10.4	10.3
净利率	10.5	4.2	5.8	7.7	7.6
<b>流动性(倍)</b>					
流动比率	1.5	2.3	4.3	4.6	4.7
利息覆盖率	14.4	6.8	11.7	16.5	28.8
净权益负债率(%)	37.4	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率	0.8	1.4	2.4	2.9	2.9
<b>估值(倍)</b>					
市盈率	21.9	43.5	39.8	26.4	26.5
核心业务市盈率	21.9	43.5	39.8	26.4	26.5
目标价对应核心业务市盈率	15.3	30.3	27.8	18.4	18.5
市净率	5.1	4.8	4.9	4.3	3.9
价格/现金流	n.m.	21.2	13.9	26.3	17.1
企业价值/息税折旧前利润	17.1	23.7	21.3	15.0	14.3
<b>周转率</b>					
存货周转天数	79.5	63.8	58.9	50.3	52.4
应收帐款周转天数	19.3	11.2	19.2	25.4	26.9
应付帐款周转天数	16.0	11.0	10.3	8.7	9.1
<b>回报率(%)</b>					
股息支付率	30.0	10.6	30.0	30.1	30.0
净资产收益率	28.0	11.3	12.1	17.3	15.3
资产收益率	17.2	7.1	9.0	13.4	13.4
已运用资本收益率	23.7	12.0	16.5	24.4	22.7

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	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入	43,169	53,693	43,250	48,793	49,094
销售成本	(36,242)	(47,433)	(38,364)	(42,132)	(42,605)
经营费用	(634)	(2,120)	(265)	(385)	(367)
<b>经营利润(息税前利润)</b>	<b>5,730</b>	<b>3,349</b>	<b>3,740</b>	<b>5,373</b>	<b>5,193</b>
折旧及摊销	(564)	(791)	(880)	(904)	(929)
<b>息税折旧前利润</b>	<b>6,294</b>	<b>4,141</b>	<b>4,620</b>	<b>6,276</b>	<b>6,122</b>
净利息收入(费用)	(395)	(490)	(318)	(324)	(194)
其他收益/(损失)	175	139	40	30	35
<b>税前利润</b>	<b>5,509</b>	<b>2,998</b>	<b>3,463</b>	<b>5,078</b>	<b>5,035</b>
所得税	(855)	(801)	(866)	(1,270)	(1,259)
少数股东权益	(121)	88	(100)	(34)	(34)
<b>净利润</b>	<b>4,534</b>	<b>2,285</b>	<b>2,497</b>	<b>3,775</b>	<b>3,742</b>
<b>核心净利润</b>	<b>4,534</b>	<b>2,285</b>	<b>2,497</b>	<b>3,775</b>	<b>3,742</b>
每股收益(人民币)	1.532	0.756	0.826	1.249	1.238
核心每股收益(人民币)	1.532	0.756	0.826	1.249	1.238
每股股息(人民币)	0.377	0.080	0.248	0.375	0.371
收入增长(%)	76	24	(19)	13	1
息税前利润增长(%)	(3)	(42)	12	44	(3)
息税折旧前利润增长(%)	(1)	(34)	12	36	(2)
每股收益增长(%)	(6)	(51)	9	51	(1)
核心每股收益增长(%)	(6)	(51)	9	51	(1)

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	2007	2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	3,418	4,406	4,219	5,904	6,566
应收帐款	5,359	3,976	3,203	3,613	3,636
库存	0	0	0	0	0
其他流动资产	12,013	9,710	9,178	11,053	10,597
<b>流动资产总计</b>	<b>20,790</b>	<b>18,092</b>	<b>16,599</b>	<b>20,571</b>	<b>20,799</b>
固定资产	12,762	14,053	13,901	13,625	13,325
无形资产	529	525	525	525	525
其他长期资产	1,050	1,834	1,817	1,790	1,778
<b>长期资产总计</b>	<b>14,341</b>	<b>16,412</b>	<b>16,243</b>	<b>15,940</b>	<b>15,628</b>
<b>总资产</b>	<b>35,131</b>	<b>34,505</b>	<b>32,842</b>	<b>36,510</b>	<b>36,427</b>
应付帐款	2,181	1,415	1,144	1,257	1,271
短期债务	9,602	3,676	0	0	0
其他流动负债	2,317	3,073	3,196	3,687	3,799
<b>流动负债总计</b>	<b>14,100</b>	<b>8,163</b>	<b>4,341</b>	<b>4,944</b>	<b>5,069</b>
长期借款	811	4,895	4,895	4,895	2,077
其他长期负债	198	328	204	204	204
股本	3,023	3,023	3,023	3,023	3,023
储备	16,522	17,729	20,031	23,056	25,666
<b>股东权益</b>	<b>19,544</b>	<b>20,752</b>	<b>23,053</b>	<b>26,079</b>	<b>28,689</b>
少数股东权益	478	367	349	388	387
<b>总负债及权益</b>	<b>35,131</b>	<b>34,505</b>	<b>32,842</b>	<b>36,510</b>	<b>36,427</b>
每股帐面价值(人民币)	6.47	6.87	7.63	8.63	9.49
每股有形资产(人民币)	6.29	6.69	7.45	8.45	9.32
每股净负债/(现金)(人民币)	2.43	1.53	0.38	(0.18)	(1.33)

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	2007	2008	2009E	2010E	2011E
税前利润	5,509	2,998	3,463	5,078	5,035
折旧与摊销	564	791	880	904	929
净利息费用	395	490	318	324	194
运营资本变动	(3,977)	3,633	1,159	(1,683)	559
税金	(1,075)	(1,228)	(866)	(1,270)	(1,259)
其他经营现金流	602	859	752	876	900
<b>经营活动产生的现金流</b>	<b>1,455</b>	<b>6,752</b>	<b>4,826</b>	<b>3,327</b>	<b>5,428</b>
购买固定资产净值	(2,630)	(4,055)	(600)	(600)	(600)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	1,217	1,206	88	411	2
<b>投资活动产生的现金流</b>	<b>(1,413)</b>	<b>(2,849)</b>	<b>(512)</b>	<b>(189)</b>	<b>(598)</b>
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	5,791	(6,949)	(3,317)	0	0
支付股息	(1,197)	(242)	(749)	(1,132)	(1,123)
其他融资现金流	(2,715)	3,969	(631)	(515)	(3,242)
<b>融资活动产生的现金流</b>	<b>1,878</b>	<b>(3,222)</b>	<b>(4,698)</b>	<b>(1,648)</b>	<b>(4,365)</b>
现金变动	1,921	681	(383)	1,490	465
期初现金	1,147	3,264	4,140	3,953	5,639
公司自由现金流	72	3,956	4,372	3,206	4,917
权益自由现金流	5,629	(3,537)	679	2,813	4,637

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	2007	2008	2009E	2010E	2011E
<b>盈利能力(%)</b>					
息税折旧前利润率	14.6	7.7	10.7	12.9	12.5
息税前利润率	13.3	6.2	8.6	11.0	10.6
税前利润率	12.8	5.6	8.0	10.4	10.3
净利率	10.5	4.3	5.8	7.7	7.6
<b>流动性(倍)</b>					
流动比率	1.5	2.2	3.8	4.2	4.1
利息覆盖率	13.5	6.2	10.0	13.7	18.5
净权益负债率(%)	36.7	21.9	4.9	净现金	净现金
速动比率	1.5	2.2	3.8	4.2	4.1
<b>估值(倍)</b>					
市盈率	8.9	18.1	16.6	11.0	11.1
核心业务市盈率	8.9	18.1	16.6	11.0	11.1
目标价对应核心业务市盈率	5.9	12.0	11.0	7.3	7.3
市净率	2.1	2.0	1.8	1.6	1.4
价格/现金流	27.8	6.1	8.6	12.4	7.6
企业价值/息税折旧前利润	7.8	11.2	9.3	6.6	6.1
<b>周转率</b>					
存货周转天数	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收帐款周转天数	39.1	31.7	30.3	25.5	26.9
应付帐款周转天数	17.3	12.2	10.8	9.0	9.4
<b>回报率(%)</b>					
股息支付率	25.2	10.6	30.0	30.0	30.0
净资产收益率	28.0	11.3	11.4	15.4	13.7
资产收益率	17.4	7.1	8.3	11.6	10.7
已运用资本收益率	23.7	11.1	12.9	18.0	16.6

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。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

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、会计或税务建议或任何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