

2010年4月2日

<b>A</b>	<b>买入</b>
	601899.SS - 人民币 8.20 目标价格: 人民币 11.20
<b>H</b>	<b>持有</b>
	2899.HK - 港币 6.12 目标价格: 港币 7.95

**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(%)	(15)	(4)	(15)	(25)
相对新华富时A50指数(%)	(7)	(7)	(7)	(53)

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)	14,541
流通股 (%)	30
流通股市值 (人民币 百万)	35,772
3个月日均交易额 (人民币 百万)	1,802
净负债比率 (%) (2010E)	净现金
主要股东 (%)	
闽西兴杭国有资产投资	32

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

\*陈蓓蓓为本报告重要贡献者

**中银国际证券有限责任公司**

# 紫金矿业

## 业绩符合预期

紫金矿业公告 2009 年净利润同比增长 16% 至 35.52 亿人民币, 比我们预期的 37.87 亿港元低 6.2%, 比市场预期的 38.74 亿港元低 8.3%。我们维持 2009-11 年盈利预测。我们对紫金矿业 A 股维持买入评级, 对 H 股维持持有评级, 并维持原有目标价格。

### 支撑评级的要点

- 产量和开采量完成目标;
- 金和铜的现金生产成本分别在 300 美元/盎司和 1,955 美元/吨;
- 金价上涨。

### 影响评级的主要风险

- 执行风险和预期外的生产进度推迟;
- 并购活动。

### 估值

- 基于 2.6 倍股价/每股净资产值, 我们维持 A 股目标价 11.20 元人民币; 基于 1.4 倍股价/每股净资产值(全球平均为 1.6 倍), 我们对 H 股维持 7.95 港币的目标价格。

**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)	16,984	20,956	21,644	23,359	23,413
变动 (%)	11	23	3	8	0
净利润 (人民币 百万)	3,066	3,541	5,953	7,294	6,773
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.211	0.244	0.409	0.502	0.466
变动 (%)	8.7	15.5	68.1	22.5	(7.1)
市场平均预测每股收益 (人民币)	-	0.275	0.386	0.476	0.440
原先预测摊薄每股收益 (人民币)	-	-	0.409	0.502	-
调整幅度 (%)	-	-	0.0	0.0	n.a.
核心每股收益 (人民币)	0.211	0.244	0.409	0.502	0.466
变动 (%)	8.7	15.5	68.1	22.5	(7.1)
全面摊薄市盈率 (倍)	38.9	33.7	20.0	16.3	17.6
核心市盈率 (倍)	38.9	33.7	20.0	16.3	17.6
每股现金流量 (人民币)	0.27	0.46	0.52	0.57	0.62
价格/每股现金流量 (倍)	30.4	17.8	15.8	14.4	13.3
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	22.6	21.7	12.5	11.2	11.7
每股股息 (人民币)	0.100	0.124	0.192	0.238	0.221
股息率 (%)	1.2	1.5	2.3	2.9	2.7

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(%)	(18)	(8)	(18)	11
相对恒生中国内地综合指数 (%)	(14)	(15)	(14)	(43)

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)	14,541
流通股 (%)	30
流通股市值 (港币 百万)	26,698
3 个月日均交易额 (港币 百万)	248
净负债比率 (%)	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)	16,322	20,215	21,468	23,183	23,237
变动 (%)	10	24	6	8	0
净利润 (人民币 百万)	3,066	3,552	5,899	7,283	6,778
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.211	0.244	0.406	0.501	0.466
变动 (%)	8.6	15.9	66.7	23.5	(6.9)
市场预期每股收益 (人民币)	-	0.276	0.375	0.408	0.348
先前预测每股收益 (人民币)	-	-	0.406	0.501	-
调整幅度 (%)	-	-	0.0	0.0	n.a.
核心每股收益 (人民币)	0.211	0.244	0.406	0.501	0.466
变动 (%)	8.6	15.9	66.7	23.5	(6.9)
全面摊薄市盈率 (倍)	25.5	22.0	13.3	10.7	11.5
核心市盈率 (倍)	25.5	22.0	13.3	10.7	11.5
每股现金流量 (人民币)	0.28	0.36	0.52	0.63	0.59
价格/每股现金流量 (倍)	19.4	15.1	10.4	8.5	9.1
企业价值息税折旧前利润 (倍)	16.2	15.2	8.8	7.7	7.9
每股股息 (人民币)	0.100	0.10	0.192	0.238	0.221
股息率 (%)	1.9	1.9	3.6	4.4	4.1

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

### 2009 年盈利同比增长 16%

根据国际会计准则核定的 2009 年紫金矿业净利润同比增长 16%至 35.52 亿人民币(每股收益为 0.24 人民币),比我们预期的 37.87 亿人民币低 6.2%,比市场预期的 38.74 亿人民币低 8.3%(每股收益为 0.267 人民币) 期内销售收入同比增长 24%至 202 亿人民币。与去年相同,公司宣布终期每股派息 0.10 人民币,股息率为 1.9%。报告期内,紫金的毛利率从 2008 年的 36.7%降至 32.5%,而经营利润率从 29.0%降至 25.3%。实际税率从 14.0%上升至 19.2%。

### 金价上涨和销量提高

2009 年,公司的业绩增长主要由以下几方面共同作用: i)金锭价格同比增长 9.4%至 212.06 人民币/克,金精矿价格同比上涨 5.6%至 188.95 人民币/吨; ii)金精矿销量同比提高 93.1%至 6,207 千克,冶炼金销量提高 54.8%至 44,633 千克; iii)铜精矿销量同比增长 32.4%至 68,082 吨; 及 iv)电解铜销量同比增长 15.5%至 11,508 吨。黄金价格上涨、销量提高以及铜销量增长足以抵消锌、铜和铁矿石价格的下滑。

图表 2.销量和价格

产品	2008		2009	
	单位价格(人民币)	销量	单位价格(人民币)	销量
金锭	193.82/克	24,059 千克	212.06/克	23,724 千克
黄金(精矿)	178.94/克	3,215 千克	188.95/克	6,207 千克
冶炼金	198.34/克	28,842 千克	216/克	44,633 千克
铜精矿	41,057/吨	51,436 吨	30,416 吨	68,082 吨
电解铜	45,799/吨	9966.5 吨	35,672/吨	11,508 吨
锌锭	13,317/吨	102,595 吨	11,913/吨	99,989 吨
锌精矿	7,068/吨	34,388 吨	6,547/吨	33,253 吨
铁精矿	987/吨	978,850 吨	394.7/吨	1,499,551 吨

资料来源：公司数据

### 新矿带来贡献

2009 年公司的销量扩大主要是因为金、铜产量提高。期内,紫金旗下的金矿产出金锭同比增长 7.6%至 30,653 千克(985,503 盎司),金精矿同比增长 55.07%至 44,720 千克(1,437,783 盎司)。其中,18,001 千克(578,762 盎司)由紫金山金矿生产,2,689 千克(86,464 盎司)由水银洞金矿生产,7,661 千克(246,318 盎司)产于其他金矿。

**图表 3.毛利率分析 (%)**

产品 (%)	2008	2009
黄金(矿石及精矿)	47.5	53.3
黄金(冶炼金)	0.47	0.47
铁精矿	80.60	66.00
铜精矿	73.40	70.10
电解铜	66.40	58.70
锌精矿	51.50	60.80
锌锭	5.70	19.30
<b>总计(包括冶炼金)</b>	<b>38.80</b>	<b>33.70</b>
<b>总计(不包括冶炼金)</b>	<b>68.10</b>	<b>71.40</b>

资料来源：公司数据

**图表 4. 价格假设**

	2009E	2010E	2011E
黄金(美元/盎司)	950	903	857

资料来源：公司数据、中银国际研究预测

**图表 5. 全年业绩摘要(国际会计准则下)**

(人民币, 百万)	2008	2009	同比变动%
销售收入	16,322	20,215	24
销售成本	(10,329)	(13,642)	32
<b>毛利润</b>	<b>5,993</b>	<b>6,573</b>	<b>10</b>
其它收入	522	609	17
销售费用	(317)	(377)	19
管理费用	(827)	(718)	(13)
其它经营成本	(631)	(969)	54
<b>经营利润</b>	<b>4,741</b>	<b>5,118</b>	<b>8</b>
财务成本	(247)	(168)	(32)
应占联营公司利润	40	96	140
<b>税前利润</b>	<b>4,533</b>	<b>5,045</b>	<b>11</b>
税金	(639)	(968)	52
税后利润	3,894	4,077	5
少数股东权益	(828)	(525)	(37)
<b>净利润</b>	<b>3,066</b>	<b>3,552</b>	<b>16</b>
<b>盈利能力(%)</b>			
毛利率	36.7	32.5	
经营利润率	29.0	25.3	
净利率	18.8	17.6	

资料来源：公司数据、中银国际研究

此外,洛阳紫金银辉公司生产冶炼金 40,584 千克(08 年: 26,121 千克)。黄金销售占公司总销售收入的 78.3%。

09 年,铜产量同比增长 38.1%至 84,826 吨,其中 30,058 吨来自阿舍勒铜矿(08 年: 27,102 吨)、8,634 吨来自辉春金铜矿(08 年: 5,169 吨)、12,840 吨来自紫金山铜矿(08 年: 10,006 吨)。青海德尔尼铜矿产量由 08 年的 15,047 吨增长 63%至 24,529 吨。集团的锌精矿产量同比下滑 2.4%至 32,874 吨,主要来自乌拉特后旗紫金,09 年该矿生产锌精矿 22,474 吨,高于上年的 21,259 吨。新疆阿舍勒铜矿从其他伴生金属中生产出 6,800 吨锌精矿(去年为 5,983 吨),其他矿区从伴生金属中生产出 3,599 吨锌矿。巴彦淖尔冶炼厂的产量同比增长 1.6%至 103,015 吨。

## 储量扩张

截至 09 年末,公司的资源储量(已核准)中,黄金同比增长 1.9%至 714.6 吨、银同比增长 1.9%至 1,855 吨、铜同比增长 10.2%至 1,063 万吨、钼同比增长 0.5%至 39 万吨、锌和铅 523 万吨、钨同比增长 70.1%至 173,400 吨、镍约 67 万吨、锡 10 万吨、铁矿石 1.856 亿吨、硫酸亚铁 1.35 亿吨、煤 4.592 亿吨、硫铁矿 6,673 万吨。截至 09 年底,公司共拥有 45 个矿区的采矿权(之前为 37 个),总面积 125.01 平方公里(之前为 102.99 平方公里)和 244 个矿区的探矿权,总面积 5,881 平方公里(之前为 6,732 平方公里)。

**图表 6. 全年业绩摘要(中国会计准则下)**

(人民币, 百万)	2008	2009	同比变动%
<b>销售收入</b>	<b>16,984</b>	<b>20,956</b>	<b>23</b>
销售成本	(10,387)	(13,905)	34
营业税及附加	(239)	(252)	5
<b>毛利润</b>	<b>6,357</b>	<b>6,800</b>	<b>7</b>
其他收入	(212)	(491)	132
销售及分销费用	(317)	(377)	19
管理费用	(1,001)	(899)	(10)
财务费用	(98)	(45)	(55)
<b>经营收入</b>	<b>4,730</b>	<b>4,987</b>	<b>5</b>
营业外收入	57	215	279
营业外费用	(314)	(184)	(42)
<b>税前利润</b>	<b>4,472</b>	<b>5,019</b>	<b>12</b>
税金	(639)	(968)	52
<b>税后利润</b>	<b>3,833</b>	<b>4,051</b>	<b>6</b>
少数股东权益	(828)	(509)	(38)
<b>净利润</b>	<b>3,005</b>	<b>3,541</b>	<b>18</b>
<b>盈利能力(%)</b>			
毛利率	37.4	32.4	
经营利润率	27.8	23.8	
净利率	17.7	16.9	

资料来源：公司数据、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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	16,984	20,956	21,644	23,359	23,413
销售成本	(10,566)	(14,156)	(11,522)	(12,193)	(12,860)
经营费用	(1,071)	(1,161)	(742)	(717)	(657)
经营利润(息税前利润)	4,811	5,032	8,691	9,615	8,998
折旧及摊销	(536)	(607)	(689)	(834)	(898)
息税折旧前利润	5,347	5,639	9,380	10,449	9,896
净利息收入/(费用)	(98)	(45)	(105)	(68)	(61)
其他收益/(损失)	(180)	32	(470)	154	154
税前利润	4,533	5,019	8,116	9,701	9,091
所得税	(639)	(968)	(1,188)	(1,432)	(1,343)
少数股东权益	(828)	(509)	(975)	(975)	(975)
净利润	3,066	3,541	5,953	7,294	6,773
核心净利润	3,066	3,541	5,953	7,294	6,773
每股收益(人民币)	0.211	0.244	0.409	0.502	0.466
核心每股收益(人民币)	0.211	0.244	0.409	0.502	0.466
每股股息(人民币)	0.100	0.100	0.192	0.238	0.221
收入增长(%)	11	23	3	8	0
息税前利润增长(%)	(4)	5	73	11	(6)
息税折旧前利润增长(%)	(5)	5	66	11	(5)
每股收益增长(%)	9	15	68	23	(7)
核心每股收益增长(%)	9	15	68	23	(7)

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	5,039	4,140	5,823	6,511	8,356
应收帐款	1,419	572	1,896	2,045	2,049
库存	1,594	2,638	1,778	1,882	1,985
其他流动资产	0	1,611	0	0	0
流动资产总计	8,052	8,961	9,497	10,438	12,390
固定资产	8,259	10,051	10,463	11,129	11,231
无形资产	4,440	5,614	4,263	4,174	4,086
其他长期资产	5,466	5,020	7,608	10,283	12,679
长期资产总计	18,166	20,685	22,334	25,587	27,996
总资产	26,218	29,646	31,831	36,025	40,386
应付帐款	728	978	812	859	906
短期债务	2,558	3,341	101	70	84
其他流动负债	2,373	2,849	3,874	3,324	3,756
流动负债总计	5,659	7,168	4,788	4,253	4,746
长期借款	969	407	477	330	396
其他长期负债	410	457	200	30	30
股本	1,454	1,454	1,454	1,454	1,454
储备	14,680	16,716	21,219	25,704	29,028
股东权益	16,134	18,170	22,673	27,158	30,483
少数股东权益	3,045	3,443	3,693	4,253	4,732
总负债及权益	26,218	29,646	31,831	36,025	40,386
每股帐面价值(人民币)	1.11	1.25	1.56	1.87	2.10
每股有形资产(人民币)	0.80	0.86	1.27	1.58	1.82
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.10)	(0.03)	(0.36)	(0.42)	(0.54)

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	4,533	5,019	8,116	9,701	9,091
折旧与摊销	536	607	689	834	898
净利息费用	98	45	105	68	61
运营资本变动	(679)	1,544	(619)	(756)	371
税金	(792)	(788)	(1,188)	(1,432)	(1,343)
其他经营现金流	34	287	430	(150)	(127)
经营活动产生的现金流	3,731	6,714	7,533	8,264	8,951
购买固定资产净值	(2,792)	(2,000)	(1,500)	(1,500)	(1,000)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(2,792)	(2,000)	(1,500)	(1,500)	(1,000)
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	1,864	(5,614)	(4,350)	(6,076)	(6,107)
融资活动产生的现金流	1,864	(5,614)	(4,350)	(6,076)	(6,107)
现金变动	2,803	(900)	1,683	688	1,844
期初现金	2,236	5,039	4,140	5,823	6,511
公司自由现金流	939	4,714	6,033	6,764	7,951
权益自由现金流	939	4,714	6,033	6,764	7,951

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
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	31.5	26.9	43.3	44.7	42.3
息税前利润率(%)	28.3	24.0	40.2	41.2	38.4
税前利润率(%)	26.7	23.9	37.5	41.5	38.8
净利率(%)	18.1	16.9	27.5	31.2	28.9
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.4	1.3	2.0	2.5	2.6
利息覆盖率(倍)	49.0	113.0	82.4	141.4	147.1
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(倍)	1.1	0.9	1.6	2.0	2.2
<b>估值(倍)</b>					
市盈率	38.9	33.7	20.0	16.3	17.6
核心业务市盈率	38.9	33.7	20.0	16.3	17.6
目标价对应核心业务市盈率	61.7	53.5	31.8	26.0	28.0
市净率	7.4	6.6	5.3	4.4	3.9
价格/现金流	30.4	17.8	15.8	14.4	13.3
企业价值/息税折旧前利润	22.6	21.7	12.5	11.2	11.7
<b>周转率</b>					
存货周转天数	45.6	54.5	69.9	54.8	54.9
应收帐款周转天数	27.5	17.3	20.8	30.8	31.9
应付帐款周转天数	14.2	14.9	15.1	13.1	13.8
<b>回报率(%)</b>					
股息支付率	47.4	41.7	47.0	47.4	47.5
净资产收益率	28.6	20.6	29.1	29.3	23.5
资产收益率	19.2	14.5	24.1	24.2	20.1
已运用资本收益率	26.5	20.9	33.2	32.7	26.7

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	16,322	20,215	21,468	23,183	23,237
销售成本	(10,329)	(13,642)	(11,528)	(12,199)	(12,866)
经营费用	(1,129)	(1,324)	(1,314)	(1,290)	(1,229)
<b>经营利润(息税前利润)</b>	<b>4,218</b>	<b>4,509</b>	<b>7,804</b>	<b>8,728</b>	<b>8,111</b>
折旧及摊销	(645)	(739)	(821)	(966)	(1,030)
<b>息税折旧前利润</b>	<b>4,864</b>	<b>5,248</b>	<b>8,626</b>	<b>9,694</b>	<b>9,141</b>
净利息收入/(费用)	(146)	(168)	(40)	4	27
其他收益/(损失)	460	705	157	818	817
<b>税前利润</b>	<b>4,533</b>	<b>5,045</b>	<b>7,922</b>	<b>9,550</b>	<b>8,956</b>
所得税	(639)	(968)	(1,188)	(1,432)	(1,343)
少数股东权益	(828)	(525)	(834)	(834)	(834)
<b>净利润</b>	<b>3,066</b>	<b>3,552</b>	<b>5,899</b>	<b>7,283</b>	<b>6,778</b>
<b>核心净利润</b>	<b>3,066</b>	<b>3,552</b>	<b>5,899</b>	<b>7,283</b>	<b>6,778</b>
每股收益(人民币)	0.211	0.244	0.406	0.501	0.466
核心每股收益(人民币)	0.211	0.244	0.406	0.501	0.466
每股股息(人民币)	0.100	0.100	0.192	0.238	0.221
收入增长(%)	10	24	6	8	0
息税前利润增长(%)	(4)	7	73	12	(7)
息税折旧前利润增长(%)	(5)	8	64	12	(6)
每股收益增长(%)	9	16	66	23	(7)
核心每股收益增长(%)	9	16	66	23	(7)

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	5,039	4,138	5,823	6,511	8,356
应收帐款	1,419	418	1,866	2,015	2,020
库存	1,594	2,590	1,778	1,882	1,985
其他流动资产	0	1,815	0	0	0
<b>流动资产总计</b>	<b>8,052</b>	<b>8,961</b>	<b>9,468</b>	<b>10,409</b>	<b>12,361</b>
固定资产	8,259	10,051	10,463	11,129	11,231
无形资产	4,440	5,252	4,263	4,174	4,086
其他长期资产	5,466	5,381	7,607	10,912	13,066
<b>长期资产总计</b>	<b>18,166</b>	<b>20,685</b>	<b>22,333</b>	<b>26,215</b>	<b>28,383</b>
<b>总资产</b>	<b>26,218</b>	<b>29,646</b>	<b>31,801</b>	<b>36,624</b>	<b>40,744</b>
应付帐款	728	957	812	859	906
短期债务	2,516	3,458	969	670	804
其他流动负债	2,415	2,753	3,006	3,353	3,423
<b>流动负债总计</b>	<b>5,659</b>	<b>7,168</b>	<b>4,787</b>	<b>4,882</b>	<b>5,134</b>
长期借款	969	407	477	330	396
其他长期负债	410	457	170	0	0
股本	1,454	1,454	1,454	1,454	1,454
储备	14,680	16,716	21,219	25,704	29,028
<b>股东权益</b>	<b>16,134</b>	<b>18,170</b>	<b>22,673</b>	<b>27,158</b>	<b>30,483</b>
少数股东权益	3,045	3,443	3,693	4,253	4,732
<b>总负债及权益</b>	<b>26,218</b>	<b>29,646</b>	<b>31,801</b>	<b>36,624</b>	<b>40,744</b>
每股帐面价值(人民币)	1.11	1.25	1.56	1.87	2.10
每股有形资产(人民币)	0.80	0.89	1.27	1.58	1.82
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.11)	(0.02)	(0.30)	(0.38)	(0.49)

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	4,533	5,045	7,922	9,550	8,956
折旧及摊销	645	739	821	966	1,030
净利息费用	146	168	40	(4)	(27)
运营资本变动	(684)	123	(80)	141	10
税金	(792)	(788)	(1,188)	(1,432)	(1,343)
其他经营现金流	0	(96)	0	0	0
<b>经营活动产生的现金流</b>	<b>3,849</b>	<b>5,193</b>	<b>7,515</b>	<b>9,221</b>	<b>8,625</b>
购买固定资产净值	(2,792)	(2,000)	(1,500)	(1,500)	(1,000)
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>(2,792)</b>	<b>(2,000)</b>	<b>(1,500)</b>	<b>(1,500)</b>	<b>(1,000)</b>
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(2,957)	(1,139)	(900)	(446)	200
支付股息	(1,309)	(1,454)	(1,796)	(2,798)	(3,454)
其他融资现金流	6,011	(1,501)	(1,634)	(3,789)	(2,527)
<b>融资活动产生的现金流</b>	<b>1,746</b>	<b>(4,094)</b>	<b>(4,330)</b>	<b>(7,033)</b>	<b>(5,781)</b>
现金变动	2,803	(902)	1,685	688	1,845
期初现金	2,237	5,039	4,138	5,823	6,511
公司自由现金流	1,199	3,266	6,093	7,800	7,721
权益自由现金流	(2,046)	1,948	5,075	7,278	7,853

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
<b>盈利能力(%)</b>					
息税折旧前利润率	29.8	26.0	40.2	41.8	39.3
息税前利润率	25.8	22.3	36.4	37.6	34.9
税前利润率	27.8	25.0	36.9	41.2	38.5
净利率	18.8	17.6	27.5	31.4	29.2
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.4	1.3	2.0	2.1	2.4
利息覆盖率(倍)	14.7	26.8	66.4	115.1	119.0
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(倍)	1.1	0.9	1.6	1.7	2.0
<b>估值(倍)</b>					
市盈率	25.5	22.0	13.3	10.7	11.5
核心业务市盈率	25.5	22.0	13.3	10.7	11.5
目标价对应核心业务市盈率	33.1	28.6	17.2	14.0	15.0
市净率	4.8	4.3	3.5	2.9	2.6
价格/现金流	19.4	15.1	10.4	8.5	9.1
企业价值/息税折旧前利润	16.2	15.2	8.8	7.7	7.9
<b>周转率</b>					
存货周转天数	46.6	56.0	69.2	54.8	54.8
应收帐款周转天数	28.3	16.6	19.4	30.6	31.7
应付帐款周转天数	14.7	15.2	15.0	13.2	13.9
<b>回报率(%)</b>					
股息支付率	47.4	41.7	47.4	47.4	47.4
净资产收益率	28.6	20.7	28.9	29.2	23.5
资产收益率	16.8	13.0	21.6	21.7	17.8
已运用资本收益率	24.1	18.7	29.6	29.2	23.8

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 2010 年 3 月 31 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，豁免批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、材料或内容只提供给閣下作参考之用，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，纯粹为了閣下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。閣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师(“分析师”)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閣下个别情况。本报告不能作为閣下私人咨询的建议。

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 2010 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