

2010年4月27日

中国铁建

业绩好于预期

中国铁建公告，内地会计准则下 2010 年 1 季度收入 702.9 亿人民币，归属母公司股东净利润 13.9 亿人民币，同比增幅为 47.1%。内地会计准则下 09 年收入 3,555.21 亿人民币，归属母公司股东净利润 65.99 亿人民币，同比增幅 81.1%。香港会计准则下，09 年收入 3,449.76 亿元，归属母公司股东净利润 65.99 亿人民币，同比增长 81.1%。展望 2010 年，随着进入毛利确认的项目增多，预计毛利率存在轻微改善的空间，同时公司管理费用和销售费用仍然存在进一步压缩的空间。我们认为公司在手订单充足，基建景气度相对高位运行，尚不需担心公司未来三年的利润增长，且公司目前估值有一定吸引力。维持 A 和 H 股买入评级不变，但是将 A、H 股目标价下调至 9.70 元及 11.20 港币。

买入

A

601186.SS - 人民币 7.99

目标价格: 人民币 9.70 (↓12.32)

H

1186.HK - 港币 9.88

目标价格: 港币 11.20 (↓12.27)

李攀

(8610) 6622 9073

pan.li@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300207090249

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 (%)	(13)	(4)	(6)	(18)
相对新华富时 A50 指数 (%)	4	2	1	(34)

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)	12,338
流通股 (%)	20
流通股市值 (人民币 百万)	19,577
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	226
净负债比率 (%) (2010E)	净现金
主要股东 (%)	
中国铁道建筑总公司	1

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

支撑评级的要点

- 2009 年公司新签合同总额为 6,013 亿元，同比增长 42.1%。
- 截至 2009 年末公司未完工合同金额达 7,057 亿元，较 2008 年增长 49.8%。
- 定向增发将启动，公司有业绩释放动力。

评级面临的主要风险

- 毛利结算规律在铁道部大力推进项目的背景下出现变化，最终结果尚需观察。

估值

- 维持公司 A 和 H 股买入评级不变，但是将 A 股目标价下调至 9.70 元人民币，同时将 H 股目标价下调至 11.20 港币。

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)	226,141	355,521	417,783	458,453	490,902
变动 (%)	27	57	18	10	7
净利润 (人民币 百万)	3,644	6,599	8,578	10,685	12,222
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.295	0.535	0.695	0.866	0.991
变动 (%)	(24.8)	81.1	30.0	24.6	14.4
市场预期每股收益 (人民币)	-	0.467	0.628	0.773	0.790
原先预测摊薄每股收益 (人民币)	-	-	0.681	0.820	-
调整幅度 (%)	-	-	2.2	5.7	N/A
核心每股收益 (人民币)	0.350	0.509	0.695	0.864	0.988
变动 (%)	(10.5)	45.4	36.5	24.4	14.3
全面摊薄市盈率 (倍)	27.1	14.9	11.5	9.2	8.1
核心市盈率 (倍)	22.8	15.7	11.5	9.2	8.1
每股现金流量 (人民币)	0.59	2.78	1.51	0.98	0.65
价格/每股现金流量 (倍)	13.5	2.9	5.3	8.1	12.2
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	6.7	3.1	2.2	1.9	2.0
每股股息 (人民币)	0.100	0.160	0.174	0.217	0.248
股息率 (%)	1.3	2.0	2.2	2.7	3.1

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 <GO>, 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(%)	(1)	6	1	(10)
相对恒生中国内地综合指数 (%)	3	3	(7)	(48)

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)	12,338
流通股 (%)	14
流通股市值 (港币百万)	17,273
3 个月日均交易额 (港币百万)	115
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)	19,410	14,976	105,154	144,903	176,842
变动(%)	28	57	17	10	7
净利润(人民币百万)	3,644	6,599	8,547	10,696	12,229
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.295	0.535	0.693	0.867	0.991
变动(%)	2.7	81.1	29.5	25.1	14.3
市场预期每股收益(人民币)	-	0.470	0.636	0.774	0.876
原先预测摊薄每股收益 (人民币)	-	-	0.680	0.834	-
调整幅度(%)	-	-	1.9	3.9	N/A
核心每股收益 (人民币)	0.364	0.469	0.687	0.857	0.978
变动(%)	41.7	28.9	46.3	24.8	14.1
全面摊薄市盈率(倍)	29.4	16.2	12.5	10.0	8.8
核心市盈率(倍)	23.9	18.5	12.7	10.1	8.9
每股现金流量(人民币)	0.59	1.21	1.34	1.16	0.90
价格/每股现金流量(倍)	14.7	7.2	6.5	7.5	9.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.3	6.3	4.5	3.7	3.5
每股股息(人民币)	0.100	0.160	0.174	0.217	0.248
股息率(%)	1.2	1.8	2.0	2.5	2.9

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

估值

公司 09 年收入和净利润增速均超出我们以及市场的预期，我们小幅调整了公司收入及费用率假设，小幅上调盈利预测。公司 2009 年公司毛利率下滑一方面是未达到毛利确认条件的新项目增多，另一方面是由于项目概算调整滞后性。展望 2010 年，随着进入毛利确认的项目增多，预计毛利率存在轻微改善的空间，同时公司管理费用和销售费用仍然存在进一步压缩的空间。我们认为公司在手订单充足，基建景气度相对高位运行，尚不需担心公司未来三年的利润增长，且公司目前估值水平较低，我们维持公司 A 和 H 股买入评级不变，但是将 A 股目标价由 12.32 元下调至 9.70 元人民币，同时将 H 股目标价由 12.27 港币下调至 11.20 港币。

2010 年 1 季度净利润同比增 47.1%

内地会计准则下，中国铁建公告 2010 年 1 季度收入 702.9 亿人民币，归属母公司股东净利润 13.9 亿人民币，同比增幅为 47.1%。剔除中国中铁一季报业绩中的非营业收入因素，两家公司的季报情况比较接近。

09 年业绩点评

内地会计准则下，公司收入增幅达到 57.2% 至 3,555 亿元，归属母公司股东净利润增速达到 81.1%。内地会计准则下，综合毛利率从 08 全年 9.96% 下降至 9.31%。香港会计准则下，综合毛利率从 08 年的 7.2% 下降至 6.54%。内地会计准则下，工程施工板块毛利率从 9.37% 下降至 8.5%，主要原因是从去年四季度到今年，铁路新项目多，新项目按照成本确认收入所致。2009 年，公司铁路市场的营业收入占本公司工程承包业务收入的 58.36%，占工程承包业务收入的比重较 2008 年增加了 7.42 个百分点，铁路市场营业收入的增长是公司营业收入整体增长的主要因素。其他业务板块毛利率基本稳定。整体来看，公司 09 年毛利率一季报 9.84%、中报 9.52%、三季报 9.22%、年报 9.31%，单季度来看，四个季度毛利率分别为 9.84%、9.31%、8.8% 和 9.47%，而且 2010 年 1 季度回升到 9.5%，即从去年三季度出现向好趋势。

图表 2.09 年业绩摘要(H 股)

(人民币, 百万)	2008	2009	同比变动%
收入	219,410	344,976	57.2
销售成本	(203,607)	(322,428)	58.4
毛利润	15,803	22,548	42.7
其他收入	413	1,114	169.7
其他损益	(1,460)	(118)	(91.9)
经营费用	(849)	(1,016)	19.7
管理费用	(9,384)	(13,897)	48.1
经营利润	4,524	8,631	90.8
利息收入	1,325	895	(32.4)
利息支出	(1,270)	(1,220)	(3.9)
联营公司贡献	16	(1)	(107.9)
附属公司贡献	(25)	2	(108.0)
税前利润	4,569	8,307	81.8
所得税	(863)	(1,576)	82.7
少数股东权益	62	133	112.4
净利润	3,644	6,599	81.1

资料来源：公司数据

图表 3.09 年业绩摘要(A 股)

(人民币, 百万)	2008	2009	同比 %
收入	226,141	355,521	57.2
销售成本	(203,607)	(322,428)	58.4
营业税	(6,731)	(10,545)	56.7
毛利润	15,803.11	22,548.41	42.7
经营费用	(849)	(1,016)	19.7
管理费用	(8,725)	(13,409)	53.7
经营利润	6,229.29	8,123.09	30.4
财务费用	(1,062)	(366)	(65.6)
资产减值亏损	(610)	268	(144.0)
公允价值变动收益	(90)	12	(113.2)
投资收益	235	156	(33.5)
非经常性项目收入	265	300	13.2
非经常性项目支出	(398)	(186)	(53.2)
税前利润	4,568.85	8,307.40	81.8
所得税	(863)	(1,576)	82.7
少数股东权益	(62)	(133)	112.4
净利润	3,644	6,599	81.1

资料来源：公司数据

内地会计准则下，管理费用率从 08 年的 3.86% 下降至 09 年的 3.77%，公司 09 年研发费用达到 51.6 亿，较上年增加了 31 亿元。因此如果不考虑研发费用的大幅增加，公司的管理费用率会进一步下降。研发费用很大部分是新的投入，但是有助于高新技术资格的获取，以及成本的节约。香港会计准则下，管理费用率从 08 年的 4.28% 降至 09 年的 4.03%。主要资产负债表科目中，存货项目中履行建造合同而采购的原材料及房地产开发成本是本集团存货项目的主要构成部分。2009 年 12 月 31 日，存货结余 335 亿元，较 2008 年末增长 51.14%。主要是由于公司所属全资子公司中铁房地产集团有限公司的房地产开发成本增加，以及由于工程施工规模的扩大对原材料需求的增加和储备所致。2009 年 12 月 31 日，公司借款（短期借款、短期融资债券、长期借款、一年内到期的长期借款之和）较 2008 年减少 60 亿元，下降 27.51%。借款下降的主要原因为公司偿还长短期借款所致。截至 2009 年 12 月 31 日，公司应付账款及长期应付款较 2008 年增长 59.22%，增长主要是由于业务规模扩张所导致。2009 年度，公司经营活动的现金流入净额为 174.745 亿元，较 2008 年有较大改善。

图表 4. 合同情况

(亿元)	新签合同额			未完工合同额		
	2008 年	2009 年	增长%	2008.12.31	2009.12.31	增长%
工程承包	3,990	5,553	39.2	4,591	6,846	49.1
勘察设计监理	46	62	35.1	24	24	0.1
工业制造	35	57	60.7	40	9	(78.5)
其它业务	159	341	114.0	55	179	222.7
总计	4,231	6,013	42.1	4,711	7,057	49.8

资料来源：公司数据

图表 5.1 季度业绩摘要(A 股)

(人民币, 百万)	09年 1季度	10年 1季度	同比 %
收入	51,331	70,290	36.9
销售成本	(46,279)	(63,613)	37.5
营业税	(1,537)	(2,113)	37.5
毛利润	3,514.53	4,563.82	29.9
经营费用	(205)	(253)	23.3
管理费用	(2,104)	(2,557)	21.5
经营利润	1,205.16	1,754.28	45.6
财务费用	(119)	(121)	2.2
资产减值亏损	5	7	52.0
公允价值变动收益	6	(3)	(149.4)
投资收益	10	7	(33.9)
非经常性项目收入	46	52	12.5
非经常性项目支出	(8)	(23)	175.6
税前利润	1,146	1,673	46.0
所得税	(202)	(260)	28.7
少数股东权益	0	(24)	(9,274.8)
净利润	945	1,390	47.1

资料来源：公司数据

工程承包订单快速增长

2009年公司新签合同总额为6,013亿元,较2008年增长42.1%,其中,新签海外合同额597亿元,占新签合同总额的9.9%。截至2009年末,公司未完工合同额合计达7,057.亿元,较2008年增长49.8%。新签铁路工程项目合同额3,051亿元(其中,国内铁路工程项目合同额为2,776亿元),占新签合同总额的50.7%,比上年同期增长20.1%。公路市场新签合同额达1,280亿元,比上年增长了107.6%,占新签合同总额的21.3%。城市轨道交通市场增长迅速,新签合同额为522亿元,是上年度的347.9%,占工程承包板块的比重由上年度的3.8%提高到9.4%。公司非工程承包板块增长较快,09年实现新签合同额总计460亿元,比上年度增长91.1%,实现了比工程承包板块更快的发展。工业制造板块全年新签工业制造业务合同额为57亿元,比上年度增长60.7%。物流与物资贸易板块实现了快速增长,全年新签物流与物资贸易合同额279亿元。

图表 6.经营数据

项目	营业收入		营业成本		毛利		毛利率(%)	
	2008	2009	2008	2009	2008	2009	2008	2009
工程承包业务	207,330	324,837	187,893	297,213	19,437	27,624	9.37	8.50
勘察设计咨询业务	4,729	7,638	3,556	5,753	1,173	1,885	24.81	24.68
工业制造业务	4,848	8,142	4,162	7,034	686	1,108	14.15	13.60
其他业务	12,251	20,132	10,846	17,656	1,405	2,476	11.47	12.30
其中：房地产	1,083	2,611	809	1,972	274	639	33.94	32.43
物流与物资贸易	9,784	15,915	9,130	14,864	654	1,051	7.16	7.07
分部间抵销	(3,018)	(5,228)	(2,850)	(5,228)	(168)	(0)	-	-
合计	226,141	355,521	203,607	322,428	22,534	33,093	9.96	9.31

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	226,141	355,521	417,783	458,453	490,902
销售成本	(203,607)	(322,428)	(376,887)	(411,398)	(440,479)
经营费用	(12,114)	(17,501)	(21,132)	(23,378)	(23,509)
息税折旧前利润	6,229	8,123	11,275	14,138	16,354
折旧及摊销	(4,191)	(7,469)	(8,488)	(9,539)	(10,559)
经营利润(息税前利润)	10,420	15,592	19,763	23,678	26,914
净利息收入/(费用)	(1,062)	(366)	(21)	(130)	(336)
其他收益/(损失)	(599)	550	162	182	198
税前利润	4,569	8,307	11,416	14,191	16,216
所得税	(863)	(1,576)	(2,683)	(3,335)	(3,811)
少数股东权益	(62)	(133)	(156)	(171)	(183)
净利润	3,644	6,599	8,578	10,685	12,222
核心净利润	4,320	6,280	8,570	10,663	12,188
每股收益(人民币)	0.295	0.535	0.695	0.866	0.991
核心每股收益(人民币)	0.350	0.509	0.695	0.864	0.988
每股股息(人民币)	0.100	0.160	0.174	0.217	0.248
收入增长(%)	27	57	18	10	7
息税前利润增长(%)	16	30	39	25	16
息税折旧前利润增长(%)	18	50	27	20	14
每股收益增长(%)	(25)	81	30	25	14
核心每股收益增长(%)	(11)	45	36	24	14

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	49,455	74,510	82,256	83,573	80,608
应收帐款	83,996	120,531	138,087	153,510	171,132
库存	22,150	33,747	39,784	43,825	47,361
其他流动资产	29,473	42,046	53,343	64,751	77,422
流动资产总计	185,074	270,834	313,471	345,659	376,524
固定资产	21,887	22,279	22,381	21,466	19,565
无形资产	6,979	10,129	13,550	16,936	20,289
其他长期资产	6,162	7,315	8,154	8,933	9,734
长期资产总计	35,028	39,723	44,084	47,335	49,588
总资产	220,102	310,558	357,555	392,994	426,111
应付帐款	104,973	165,482	192,250	208,483	221,738
短期债务	16,442	18,873	21,704	24,960	28,704
其他流动负债	36,654	56,570	65,781	71,679	76,680
流动负债总计	158,069	240,925	279,735	305,121	327,122
长期借款	5,515	6,291	6,921	7,613	8,374
其他长期负债	8,217	9,541	10,341	10,990	11,611
股本	0	0	0	0	0
储备	47,774	53,139	59,742	68,283	77,834
股东权益	47,774	53,139	59,742	68,283	77,834
少数股东权益	528	660	816	987	1,170
总负债及权益	220,102	310,558	357,555	392,994	426,111
每股帐面价值(人民币)	3.87	4.31	4.84	5.53	6.31
每股有形资产(人民币)	3.31	3.49	3.74	4.16	4.66
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.23)	(4.00)	(4.35)	(4.13)	(3.53)

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	4,569	8,307	11,416	14,191	16,216
折旧与摊销	4,191	7,469	8,488	9,539	10,559
净利息费用	1,062	366	21	130	336
运营资本变动	(2,374)	20,324	1,533	(8,328)	(15,144)
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	(147)	(2,138)	(2,775)	(3,434)	(3,917)
经营活动产生的现金流	7,300	34,328	18,684	12,098	8,050
购买固定资产净值	(10,762)	(11,011)	(12,011)	(12,011)	(12,011)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	(2,306)	129	(392)	(444)	(503)
投资活动产生的现金流	(13,068)	(10,882)	(12,403)	(12,455)	(12,514)
净增权益	39,152	0	0	0	0
净增债务	(4,095)	3,208	3,460	3,948	4,505
支付股息	0	0	0	0	0
其他融资现金流	(2,771)	(1,599)	(1,995)	(2,274)	(3,007)
融资活动产生的现金流	32,287	1,609	1,465	1,674	1,498
现金变动	26,518	25,055	7,746	1,317	(2,965)
期初现金	23,189	49,455	74,510	82,256	83,573
公司自由现金流	(5,768)	23,446	6,281	(356)	(4,463)
权益自由现金流	(9,863)	26,654	9,741	3,591	42

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	4.6	4.4	4.7	5.2	5.5
息税前利润率	2.8	2.3	2.7	3.1	3.3
税前利润率	2.0	2.3	2.7	3.1	3.3
净利率	1.6	1.9	2.1	2.3	2.5
流动性(倍)					
流动比率	1.2	1.1	1.1	1.1	1.2
利息覆盖率	5.9	22.2	532.9	109.1	48.7
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	1.0	1.0	1.0	1.0
估值(倍)					
市盈率	27.1	14.9	11.5	9.2	8.1
核心业务市盈率	22.8	15.7	11.5	9.2	8.1
目标价对应核心业务市盈率	27.7	19.1	14.0	11.2	9.8
市净率	2.1	1.9	1.7	1.4	1.3
价格/现金流	13.5	2.9	5.3	8.1	12.2
企业价值/息税折旧前利润	6.7	3.1	2.2	1.9	2.0
周转率					
存货周转天数	30.5	31.6	35.6	37.1	37.8
应收帐款周转天数	129.4	105.0	113.0	116.1	120.7
应付帐款周转天数	150.0	138.8	156.3	159.5	159.9
回报率(%)					
股息支付率	33.9	29.9	25.0	25.0	25.0
净资产收益率	13.8	13.1	15.2	16.7	16.7
资产收益率	2.7	2.5	2.6	2.9	3.1
已运用资本收益率	12.3	10.9	13.4	14.8	15.0

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	219,410	344,976	405,154	444,903	476,842
销售成本	(203,607)	(322,428)	(377,531)	(412,161)	(441,398)
经营费用	(6,220)	(10,249)	(10,696)	(12,242)	(12,187)
息税折旧前利润	5,570	7,635	11,601	14,517	16,686
折旧及摊销	(4,013)	(4,664)	(5,326)	(5,983)	(6,571)
经营利润 (息税前利润)	9,583	12,299	16,927	20,500	23,257
净利息收入/(费用)	55	(324)	(15)	(93)	(242)
其他收益/(损失)	(1,056)	997	100	168	222
税前利润	4,569	8,307	11,686	14,591	16,666
所得税	(863)	(1,576)	(2,983)	(3,724)	(4,254)
少数股东权益	(62)	(133)	(156)	(171)	(183)
净利润	3,644	6,599	8,547	10,696	12,229
核心净利润	4,493	5,792	8,474	10,572	12,065
每股收益(人民币)	0.295	0.535	0.693	0.867	0.991
核心每股收益(人民币)	0.364	0.469	0.687	0.857	0.978
每股股息(人民币)	0.100	0.160	0.174	0.217	0.248
收入增长(%)	28	57	17	10	7
息税前利润增长(%)	40	37	52	25	15
息税折旧前利润增长(%)	30	28	38	21	13
每股收益增长(%)	3	81	30	25	14
核心每股收益增长(%)	42	29	46	25	14

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	49,455	55,115	60,553	64,056	64,229
应收帐款	105,411	166,815	192,452	214,648	238,146
库存	13,050	24,540	26,713	27,148	27,099
其他流动资产	18,591	19,673	20,719	21,785	22,894
流动资产总计	186,507	266,142	300,437	327,636	352,367
固定资产	21,887	17,528	17,630	16,715	14,814
无形资产	687	3,261	6,682	10,069	13,421
其他长期资产	11,021	17,482	23,774	30,165	36,990
长期资产总计	33,594	38,271	48,086	56,949	65,225
总资产	220,102	304,413	348,524	384,585	417,592
应付帐款	140,081	212,578	244,150	265,262	282,668
短期债务	16,412	18,873	21,704	24,960	28,704
其他流动负债	1,576	2,217	2,548	2,787	3,007
流动负债总计	158,069	233,669	268,403	293,009	314,378
长期借款	5,720	6,291	6,921	7,613	8,374
其他长期负债	8,012	10,653	12,672	14,712	15,848
股本	0	0	0	0	0
储备	47,774	53,139	59,712	68,264	77,822
股东权益	47,774	53,139	59,712	68,264	77,822
少数股东权益	528	660	816	987	1,170
总负债及权益	220,102	304,413	348,524	384,585	417,592
每股帐面价值(人民币)	3.87	4.31	4.84	5.53	6.31
每股有形资产(人民币)	3.82	4.04	4.30	4.72	5.22
每股净负债(现金)(人民币)	(2.21)	(2.43)	(2.59)	(2.55)	(2.20)

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	4,569	8,307	11,686	14,591	16,666
折旧与摊销	4,013	4,664	5,326	5,983	6,571
净利息费用	(55)	324	15	93	242
运营资本变动	(1,923)	(5,510)	(2,083)	(7,530)	(13,435)
税金	(788)	(1,576)	(2,983)	(3,724)	(4,254)
其他经营现金流	1,483	8,715	4,521	4,914	5,347
经营活动产生的现金流	7,300	14,925	16,483	14,329	11,137
购买固定资产净值	(10,624)	(11,690)	(12,781)	(12,781)	(12,781)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	(2,444)	811	261	330	350
投资活动产生的现金流	(13,068)	(10,878)	(12,520)	(12,451)	(12,431)
净增权益	39,084	0	0	0	0
净增债务	(4,095)	3,866	4,660	5,148	5,705
支付股息	(1,024)	(1,234)	(1,974)	(2,144)	(2,671)
其他融资现金流	(1,679)	(1,019)	(1,212)	(1,378)	(1,568)
融资活动产生的现金流	32,287	1,613	1,475	1,625	1,466
现金变动	26,518	5,660	5,438	3,503	173
期初现金	23,188	49,455	55,115	60,553	64,056
公司自由现金流	(5,768)	4,047	3,963	1,878	(1,294)
权益自由现金流	(11,599)	6,894	7,412	5,648	2,844

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	4.4	3.6	4.2	4.6	4.9
息税前利润率	2.5	2.2	2.9	3.3	3.5
税前利润率	2.1	2.4	2.9	3.3	3.5
净利率	1.7	1.9	2.1	2.4	2.6
流动性(倍)					
流动比率	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1
利息覆盖率	4.4	6.3	9.6	10.5	10.6
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	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0
估值(倍)					
市盈率	29.4	16.2	12.5	10.0	8.8
核心业务市盈率	23.9	18.5	12.7	10.1	8.9
目标价对应核心业务市盈率	27.0	21.0	14.3	11.5	10.1
市净率	2.2	2.0	1.8	1.6	1.4
价格/现金流	14.7	7.2	6.5	7.5	9.6
企业价值/息税折旧前利润	8.3	6.3	4.5	3.7	3.5
周转率					
存货周转天数	18.9	21.3	24.8	23.8	22.4
应收帐款周转天数	162.3	144.0	161.8	167.0	173.3
应付帐款周转天数	212.4	186.6	205.7	209.0	209.7
回报率(%)					
股息支付率	33.9	29.9	25.1	25.0	25.0
净资产收益率	13.8	13.1	15.1	16.7	16.7
资产收益率	2.4	2.4	2.6	2.9	3.1
已运用资本收益率	13.6	11.4	15.2	16.5	16.5

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 4 月 23 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