

2011 年 3 月 8 日

天威保变

光伏产业渐入佳境，毛利率有望大幅提升

买入(↑持有)
A

600550.SS - 人民币 24.25

目标价格: 人民币 30.00(↑26.10)

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

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(%)	4	13	(1)	(18)
相对新华富时 A50 指数(%)	(3)	6	(5)	(10)

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	1,168
流通股(%)	48.90
流通股市值(人民币 百万)	13,850
3 个月日均交易额(人民币 百万)	223
净负债比率(%)	净现金
主要股东(%)	
保定天威集团有限公司	51.10

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*刘波为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司
具有证券投资咨询行业资格

天威保变 2010 年报披露, 公司实现营收 76.30 亿, 增长 26.96%; 净利润 6.19 亿, 增长 5.57%; 扣除非经常性损益的净利润 2.98 亿, 下滑 42.74%; 每股收益 0.53 元, 扣除非经常性损益的每股收益 0.26 元。主营业务业绩略低于市场预期。目标价格上调至 30.00 元, 评级上调至买入。

年报要点

- 2010 年公司实现营收收入 76.30 亿, 增长 26.96%; 净利润 6.19 亿, 增长 5.57%; 扣除非经常性损益的净利润 2.98 亿, 下滑 42.74%。每股收益 0.53 元, 扣除非经常性损益的每股收益 0.26 元。其中, 公允价值变动收益(主要是巨力索具及宝硕股份股票价值变动所致)贡献每股收益约 0.22 元, 投资收益(主要是参股公司天威英利)贡献每股收益约 0.13 元。
- 2010 年公司主营业务业绩略低于市场预期, 业绩下滑主要是因为: 综合毛利率下滑 2.84 个百分点, 新能源业务毛利率仅为 6.27%; 销售费用率提高 0.74 个百分点, 主要是国内、外市场和新能源业务开拓所致; 管理费用率提高 1.39 个百分点, 主要新能源公司管理人员增加所致。
- 2011 年我们预计公司的多晶硅业务将进入收获期, 将成为公司新的利润增长点。公司 2011 年经营目标规划是实现营业收入 80 亿元, 营业成本 63.58 亿元, 综合毛利率从 16.4% 提高到 20.5%。

估值

- 上调目标价至 30.00 元和评级至买入。不考虑配股摊薄股本因素, 我们预计公司 2011-2012 年每股收益分别为 0.75、1.07 元, 按照当前股价对应市盈率分别为 35 倍、24 倍。公司 2011 年多晶硅项目将进入收获期, 我们预计多晶硅价格在上半年还能够保持高位, 光伏行情有望持续; 另外我们乐见公司在成本控制方面的计划和努力, 给予公司 2012 年 30 倍市盈率, 目标价由 26.10 元上调至 30.00 元, 评级由持有上调至买入。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	6,010	7,630	8,011	9,614	11,536
增幅(%)	37.6	27.0	5.0	20.0	20.0
净利润(人民币 百万)	586	619	870	1,211	1,348
全面摊薄每股收益(人民币)	0.50	0.53	0.74	1.04	1.15
增幅(%)	(37.86)	5.57	40.60	39.14	11.38
市盈率(倍)	48.32	45.77	32.55	23.40	21.01
每股现金流量(人民币)	0.80	0.96	(0.27)	0.41	0.87
价格/每股现金流量(倍)	27.5	33.1	18.3	(34.5)	(76.0)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	33.6	29.0	20.3	16.7	15.5
每股股息(人民币)	0.00	0.00	0.07	0.10	0.12
股息率(%)	0.0	0.0	0.3	0.4	0.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

营收增长 26.96%，净利润增长 5.57%，扣除非经常性损益的净利润下滑 42.74%

2010 年，公司实现：营收收入 76.30 亿，增长 26.96%；净利润 6.19 亿，增长 5.57%；扣除非经常性损益的净利润 2.98 亿，下滑 42.74%。

每股收益 0.53 元，扣除非经常性损益的每股收益 0.26 元。其中，公允价值变动收益[主要是巨力索具(002342.SZ/人民币 20.79, 未有评级)及宝硕股份(600155.SS/人民币 5.40, 未有评级)股票价值变动所致]贡献每股收益约 0.22 元，投资收益（主要是参股公司天威英利）贡献每股收益约 0.13 元（与去年相比变动不大）。

图表 2. 利润变动结构分析

项目	2009 年		2010 年	
	金额(亿元)	占利润总额比例(%)	金额(亿元)	占利润总额比例(%)
利润总额	677.22	100.00	721.51	100.00
销售费用	93.00	13.73	174.2	24.14
管理费用	259.71	38.35	435.74	60.39
财务费用	338.57	49.99	431.72	59.84
公允价值变动收益	1.94	0.29	260.71	36.13
投资收益	194.42	28.71	241.80	33.51

资料来源：公司数据及中银国际研究

公司主营业务业绩略低于市场预期，业绩下滑主要是因为：

1. **综合毛利率下滑 2.84 个百分点。**公司输变电企业由于国内输变电设备市场需求较 2009 年明显下降，输变电行业产能扩大，供需矛盾日益突出，价格竞争激烈，另一方面输变电设备主材价格呈上涨趋势，这些因素对输变电的毛利润造成加大影响；主要是由于公司新能源企业均处于建设收尾或投产调试阶段，前期市场开发支出较大以及未达产所导致的高额成本因素影响。

图表 3. 主营收入及毛利率情况

业务 (亿元)	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	营业收入同 比增长 (%)	营业成本同 比增长 (%)	毛利率 同比增长
变压器	48.60	38.57	20.64	22.48	28.67	减少 3.82 个 百分点
新能源	14.67	13.75	6.27	138.73	133.81	增长 1.97 个 百分点

资料来源：公司数据及中银国际研究

2. **销售费用率提高 0.74 个百分点。**销售费用率提高的主要原因是销售员工薪酬和销售服务费提高所致，其中，销售员工薪酬增加 0.1 亿，增长 55%，主要是销售员工薪酬和销售提成增加；销售服务费增加 0.39 亿，增长 265%，销售服务费用大幅增加与公司加大国内、国际市场开拓有关。
3. **管理费用率提高 1.39 个百分点。**管理费用大幅提高主要是管理、财务及研发员工薪酬和技术开发费大幅提高所致，其中，管理、财务及研发员工薪酬增加 0.65 亿，增长 84%，预计主要是薪酬提高；技术开发费增加 0.69 亿，增长 158%，系输变电行业整合期公司加大研发投入所致。

图表 4. 人员结构变动

人员结构	2009	2010	同比变动%
生产人员	1,346	1,381	2.6
技术人员	641	680	6.1
销售人员	133	141	6.0
财务人员	63	72	14.3
管理人员	343	489	42.6
其它	36	32	(11.1)
其中：			
技术+财务+管理人员	1,047	1,241	18.5

资料来源：公司数据及中银国际研究

图表 5. 业绩摘要

(人民币，百万)	09 年	10 年	同比变动%
营业收入	6,009.69	7,629.80	26.96
销售税金	(22.23)	(53.16)	139.18
营业成本	(4,856.34)	(6,381.88)	31.41
毛利润	1,131.13	1,194.76	5.63
销售费用	(93.00)	(174.20)	87.31
管理费用	(259.71)	(435.74)	67.78
经营利润	778.41	584.82	(24.87)
资产减值损失	(30.97)	(56.85)	83.58
公允价值变动收益	1.94	260.71	13349.72
财务费用	(338.57)	(431.72)	27.51
投资收益	194.42	241.80	24.37
营业外收入	80.96	124.76	54.11
营业外支出	(8.96)	(2.01)	(77.57)
利润总额	677.22	721.51	6.54
所得税	(68.91)	(88.46)	28.36
少数股东权益	(22.15)	(14.24)	(35.72)
净利润	586.16	618.81	5.57
主要比率(%)			
毛利率	19.19	16.36	(2.84)
销售费用率	1.55	2.28	0.74
管理费用率	4.32	5.71	1.39
财务费用率	5.63	5.66	0.02
经营利润率	12.95	7.66	(5.29)
净利率	9.75	8.11	(1.64)
综合所得税率	10.18	12.26	2.08
少数股东权益率	3.64	2.25	(1.39)

资料来源：公司数据及中银国际研究

输变电静待行业整合、多晶硅步入收获期

2010年，公司从长远发展的角度出发，在多举措稳固输变电产业优势的同时，继续大力发展新能源产业，完善公司新能源产业布局。公司一方面针对当前状况努力开拓新能源市场，着眼于提高新能源产品质量和技术含量；另一方面进一步完善新能源产品构成，努力打造完整产业链，不仅全面推动了公司新能源产业的快速健康发展，也大大加强了公司抵御经济危机的能力。

公司2011年经营目标主要是综合毛利率水平的提高。公司的目标是实现营业收入80亿元，营业成本63.58亿元，相对2010年，毛利率提高4.32个百分点。

输变电静待行业整合。由于高压一次设备在2010年下半年价格进入低谷，四季度才逐步稳住，因此，2011年的高压一次设备形势不容乐观。在海外市场尚未形成气候以前，我们预计2011年公司变压器业务可能仍不会有较好的改观，预计营收规模与2010年相当，毛利率水平继续下滑，预计在17%左右。公司主要中标的特高压直流订单主要在2012年交货；另一方面，大规模的特高压交流建设尚未开工建设。不过，我们预计随着本轮输变电行业整合完毕，公司的输变电业绩将逐步回升：行业整合期内，公司将加大产品研发和成本控制的投入，国内、外市场的开拓。输变电行业预计在2012年上半年进入尾声，在此过程中，输变电产品（高压）的价格和毛利率将逐步回升。

图表6.输变电产品及现状

主营产品	目前情况
变压器	顺利试制成功向家坝-上海±800kV直流输电工程用换流变，完成葛-沪±500kV直流输电工程用换流变的制造，完成±800kV/7200MW直流输电线路用干式平波电抗器工程图纸开发设计与前期技术准备工作，稳固了天威保变在换流变产品的技术领先地位；完成了DFP-40万kVA/1000kV特高压交流升压变压器的研发，本产品的开发设计对加快特高压输电设备的国产化进程具有重大意义；在大容量分裂式辅助变压器的研发方面取得新突破；开发了500kV、800kV现场组装变压器技术，确保了交流变压器的核心技术领先地位；着力开发了新型平衡牵引变压器，设计开发了三相一体全系列VV接线牵引变压器、研制成功了220kV新型平衡牵引变压器。

资料来源：公司数据及中银国际研究

多晶硅业务步入收获。2011 年上半年光伏需求旺盛已成定局。由于德国 7 月份电价下调，以及意大利 5 月以及 9 月的光伏电价下调，致使今年上半年有强装行情，上半年需求旺盛。预计 2011 年产业链中多晶硅环节供应最为紧张，从 2 月份开始多晶硅已经开始涨价，现货价格普遍卖 70-80 万元/公斤，我们预多晶硅计现货价格维持在高位会持续到 2011 年三季度。目前公司控股或参股的多晶硅公司包括：天威四川硅业（控股，产能 3,000 吨，公司持股 51%）、乐山乐电天威硅业（持股，产能 3,000 吨，公司持股 49%）、四川新光硅业（持股，产能 1,260 吨，公司持股 35.66%），公司权益设计产能 3,450 吨。另外天威硅业和乐电天威 2011 年将进行技改，年底产能将分别提升至 5,000 吨，同时两家的二期 5,000 吨扩建也可能于今年启动，以实现 2012 年底产能达万吨。我们预计公司的多晶硅业务已形成规模，将步入了收获期，未来将成为主要的利润增长点。

其它新能源业务。在当前国内风电行业激烈的竞争格局下，我们认为公司风电业务在市场突破和业绩方面面临诸困难，短期内尚难产生实质的业绩贡献；光伏组件方面，公司参股的天威英利新能源（25.99%）在 2010 年预计贡献业绩 0.13 元，对净利润贡献率高达 26%，天威英利组件产能 400MW，尚无扩产计划。

图表 7. 新能源产品及现状

主营产品	目前情况
薄膜太阳能电池	公司迅速完成了生产线的产能爬坡并在原有技术基础上，通过工艺革新使转换效率提升了 17%。通过原材料、备品备件等国产化工作，使成本下降了 40%；同时，在加快项目一期技术升级、提高转化效率的同时，注重增强系统集成能力，提升纵向化服务能力，在做好现有传统光伏应用市场的基础上，力争走出一条差异化竞争之路，开发独具特色的 BIPV、光伏农业大棚等薄膜光伏产品。
多晶硅	公司控股的天威硅业公司，其多晶硅生产线采用了目前国际先进的多晶硅生产工艺技术，其精馏系统、尾气回收系统、还原氯化系统等关键技术和配套工艺技术具有世界先进水平，已进行全面调试生产。
风电整机	整机方面逐步完善技术体系，规范研发设计流程制定了严密的图纸管理、工艺评价制度；公司已形成 1.5MW 70m / 77m / 82m，2.0MW 86m / 93m，适应多种环境的产品谱系，产品得到市场认可；联合开发了拥有自主知识产权的 SCADA 系统；2.0MW 产品成功下线，标志着公司进一步提升了制造能力；全力推进具有完全自主知识产权的 3.0MW 海上风力发电机组研发设计。
风电叶片	公司叶片产品全部取得了 GL 认证，并实现规模化生产，目前正在积极研制 3MW 海上风机叶片产品。

资料来源：公司数据及中银国际研究

特高压前景光明，公司高端变压器值得期待

特高压交流后半程发力。国网“十二五”电网规划围绕特高压交流规划，虽然特高压交流存在较大争议，但我们认为国网“十二五”规划通过发改委批准应无障碍。根据我们的模型测算，预计“十二五”期间特高压交流投入近 2,800 亿。国网规划“十二五”期间要完成“三横三纵一环网”的特高压建设规模，定于 2011 年前投运锡盟～南京、淮南～上海两条线路，鉴于特高压交流设备水平尚需提高以及联网后的系统风险性，我们对发改委批准特高交流线路的速度保持谨慎态度。

从建设进度来看，一条典型的特高压交流线路建设周期在 1 年左右，根据特高压交流设备和系统技术成熟度来看，我们认为特高压交流工程放在“十二五”中后期集中完成。

图表 8. “十二五”特高压交流主设备投资规模测算

主干线路[单位: 亿元]	线路	变电站	变压器	间隔	电抗器
陕北(蒙西)～长沙	235	244	12	89	26
锡盟～南京	219	198	12	63	17
张北～南昌	290	242	16	82	23
蒙西～潍坊	153	97	5	30	8
晋中～徐州	90	33	2	11	3
雅安～芜湖	285	151	11	38	9
淮南～长三角	139	190	12	55	14
联络线	189	0	0	0	0
合计	1,599	1,155	69	369	98

资料来源：国家电网公司，中银国际研究

特高压直流持续发力。根据我们的模型测算，预计“十二五”期间国网方面直流将投入 2,500 亿、南网约 330 亿。由于特高压直流在系统联网方面的优势，我们对发改委批准特高压直流的速度保持积极态度，我们认为特高压直流将按照国网和南网规划的时间进度顺利实施并建成。

图表 9. “十二五”直流主设备投资规模测算

项目	电压等级	输送容量(万千瓦)	长度(千米)	线路投资(亿元)	换流站投资(亿元)	换流变压器(亿元)	换流阀(亿元)	控制保护(亿元)	平波电抗器(亿元)
国网									
三沪两回	±500	300	1000	40	46	9	11	2	4
锦屏-江苏	±800	720	2083	83	109	21	25	4	9
青海-西藏	±400	60	1040	42	9	2	2	2	1
哈密-河南	±1100	1000	2400	96	152	29	35	6	12
宁东-浙江	±800	750	1700	68	114	21	26	4	9
宝清-京津唐	±800	750	1500	60	114	21	26	4	9
溪洛渡-浙江	±800	750	1705	68	114	21	26	4	9
酒泉-湖南	±800	750	2300	92	114	21	26	4	9
呼盟-山东	±800	750	1600	64	114	21	26	4	9
蒙古-天津	±660	460	1260	50	70	13	16	2	5
彬长-山东	±660	460	1200	48	70	13	16	2	5
准东-重庆	±1100	1000	2740	110	152	29	35	6	12
锡盟-江苏	±800	750	1600	64	114	21	26	4	9
蒙西-江苏	±800	800	1450	58	122	23	28	4	10
陇东-江西	±800	750	1400	56	114	21	26	4	9
南网									
糯扎渡-广东	±800	500	1500	60	76	14	18	4	6
溪洛渡-广东 I	±500	320	1286	51	49	10	11	2	4
溪洛渡-广东 II	±500	320	1286	51	49	10	11	2	4
茶树坪-广西	±600	400	1200	48	61	12	14	2	5
合计				1210	1761	348	406	66	138

资料来源：国家电网，南方电网，中银国际研究

“十三五”特高压投资规模将与“十二五”相当。按照国网 2020 年特高压远景规划方案，通过我们的模型可以计算出，“十三五”特高压交流建设规模约在 2,400 亿元，特高压直流建设规模约 2,500 亿，略低于“十二五”总体规模。

公司高端变压器值得期待。在特高压变压器和电抗器领域，国内基本为中国西电(601179.SS/人民币 8.32, 持有)、特变电工(600089.SS/人民币 20.49, 持有)、天威保变垄断。同时，收益国有化率要求因素，公司在特高压变压器和电抗器领域优势明显，随着特高压大规模上马，公司高端变压器业务值得期待。

图表 10. “十二五”相关上市企业特高压收益度分析（含非特高压直流部分）

上市公司	2010E 营业收入	占 2010E 营收比例(%)	年均受益规模	交流年均投资规模(%)				直流年均投资规模(%)		
				变压器	间隔	电抗器	换流变压器	换流阀	控制保护	平波电抗器
				13.8	73.7	19.7	66.1	81.1	13.2	27.6
中国西电	161.62	65.2	105.4	33	33	30	33	50		30
特变电工	173.99	24.4	42.5	33		40	33			30
天威保变	80	48.2	38.6	33		20	33			30
平高电气	20.20	120.4	24.3		33					
许继电气 ⁽¹⁾	36	140.0	49.8					50	70	

资料来源：中银国际研究

*说明：(1) 许继电气年均受益规模为 45.1 亿元，这里假设许继集团直流换流阀业务未来注入许继电气

上调目标价至 30.00 元和评级至买入

上调目标价至 30.00 元和评级至买入。不考虑配股摊薄股本因素，我们预计公司 2011-2012 年每股收益分别为 0.75、1.07 元，按照当前股价对应市盈率分别为 35 倍、24 倍。公司 2011 年多晶硅项目将进入收获期，我们预计多晶硅价格在上半年还能够保持高位，另外我们乐见公司在成本控制方面的规划和努力，给予公司 2012 年 30 倍市盈率，上调目标价至 30.00 元，上调评级至买入。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	6,010	7,630	8,011	9,614	11,536
销售成本	(4,856)	(6,382)	(6,409)	(7,691)	(9,229)
经营费用	(81)	8	73	167	(13)
经营利润(息税前利润)	1,072	1,256	1,675	2,089	2,294
折旧及摊销	(129)	(226)	(370)	(394)	(417)
息税折旧前利润	944	1,030	1,306	1,696	1,877
净利息收入/(费用)	0	0	(437)	(426)	(454)
其他收益/(损失)	72	123	98	98	98
税前利润	677	722	967	1,367	1,520
所得税	(69)	(88)	(97)	(137)	(152)
少数股东权益	(22)	(14)	0	(20)	(20)
净利润	586	619	870	1,211	1,348
核心净利润	586	619	870	1,211	1,348
每股收益(人民币)	0.5	0.53	0.74	1.04	1.15
核心每股收益(人民币)	0.5	0.53	0.74	1.04	1.15
每股股息(人民币)	0	0	0.07	0.1	0.12
收入增长(%)	38	27	5	20	20
息税前利润增长(%)	(23)	9	27	30	11
息税折旧前利润增长(%)	(18)	17	33	25	10
每股收益增长(%)	(38)	6	41	39	11
核心每股收益增长(%)	37	6	41	39	11

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	677	722	967	1,367	1,520
折旧与摊销	129	226	370	394	417
净利息费用	339	432	437	426	454
运营资本变动	(611)	(298)	(2,641)	(2,065)	(1,768)
税金	(69)	(88)	(97)	(137)	(152)
其他经营现金流	472	123	647	494	547
经营活动产生的现金流	936	1,116	(317)	480	1,019
购买固定资产净值	(169)	(188)	(200)	(250)	(250)
投资减少/增加	194	242	399	598	658
其他投资现金流	(2,014)	(486)	2,209	(1,102)	(1,218)
投资活动产生的现金流	(1,988)	(432)	2,408	(754)	(810)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	2,082	171	(102)	(123)	(127)
支付股息	0	0	(87)	(121)	(135)
其他融资现金流	(1,393)	(1,645)	(437)	(426)	(454)
融资活动产生的现金流	689	(1,474)	(626)	(670)	(716)
现金变动	(363)	(790)	1,465	(943)	(508)
期初现金	3,032	2,669	1,879	3,343	2,400
公司自由现金流	(1,052)	684	2,143	(216)	252
权益自由现金流	1,030	855	1,552	(822)	(373)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(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	2,669	1,879	3,343	2,400	1,893
应收帐款	1,733	2,724	2,313	2,836	3,545
库存	2,702	1,928	3,060	3,629	4,171
其他流动资产	1,039	1,492	954	1,011	1,094
流动资产总计	8,143	8,023	9,670	9,875	10,702
固定资产	4,413	4,900	4,764	4,632	4,496
无形资产	356	476	476	476	476
其他长期资产	2,690	2,861	138	139	139
长期资产总计	7,459	8,237	5,378	5,247	5,112
总资产	15,602	16,260	15,049	15,122	15,814
应付帐款	1,954	2,525	1,661	2,000	3,039
短期债务	3,102	2,966	2,864	2,742	2,615
其他流动负债	1,224	494	(500)	(1,767)	(3,238)
流动负债总计	6,279	5,984	4,025	2,974	2,415
长期借款	4,600	4,907	4,907	4,907	4,907
其他长期负债	0	39	4	20	39
股本	1,168	1,168	1,168	1,168	1,168
储备	2,936	3,533	4,316	5,405	6,619
股东权益	4,104	4,700	5,484	6,573	7,787
少数股东权益	618	630	630	648	666
总负债及权益	15,602	16,260	15,049	15,122	15,814
每股帐面价值(人民币)	3.51	4.02	4.69	5.63	6.67
每股有形资产(人民币)	3.15	3.54	4.28	5.17	6.21
每股净负债/(现金)(人民币)	4.31	5.13	3.79	4.49	4.82

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率(%)	17.8	16.5	20.9	21.7	19.9
息税前利润率(%)	15.7	13.5	16.3	17.6	16.3
税前利润率(%)	11.3	9.5	12.1	14.2	13.2
净利率(%)	9.8	8.1	10.9	12.6	11.7
流动性					
流动比率(倍)	1.3	1.3	2.4	3.3	4.4
利息覆盖率(倍)	nm	nm	2.7	3.5	3.8
净权益负债率(%)	106.6	112.4	72.4	72.7	66.6
速动比率(倍)	0.9	1.0	1.6	2.1	2.7
估值					
市盈率(倍)	48.3	45.8	32.6	23.4	21.0
核心业务市盈率(倍)	48.3	45.8	32.6	23.4	21.0
目标价对应核心业务	57.6	54.6	38.8	27.9	25.0
市净率(倍)	6.9	6.0	5.2	4.3	3.6
价格/现金流(倍)	27.5	33.1	18.3	(34.5)	(76.0)
企业价值/息税折旧前利润	33.6	29.0	20.3	16.7	15.5
周转率					
存货周转天数	203.0	110.3	174.3	172.2	165.0
应收帐款周转天数	105.3	130.3	105.4	107.7	112.2
应付帐款周转天数	118.7	88.7	55.4	55.7	61.9
回报率					
股息支付率(%)	0.0	0.0	10.0	10.0	10.0
净资产收益率(%)	22.5	22.4	17.1	20.1	18.8
资产收益率(%)	5.6	5.9	7.5	10.1	10.9
已运用资本收益率(%)	7.6	7.8	10.0	12.2	12.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

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 2 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