

2011 年 4 月 7 日

东方电气

期待反弹

虽然受到日本核危机的冲击，但是东方电气的表现依然值得我们期待。近期市场普遍对未来几年核定单缩水和风电产品利润率收窄感到忧虑，但是东方电气水电业务和 EPC 出口业务规模明显扩张，在业务结构优化方面表现出色。同时，公司也在向风电投资和发电站服务领域渗透。此外，我们认为从长期来看，核电将保持稳健的发展趋势，我国对核电发展的安全性将越发重视。我们微调了盈利预测，对 A 股和 H 股均维持买入评级。近期股价走软为长期投资者提供了较好的吸纳机会。

支撑评级的要点

- 由于项目大部分已获批，2011-12 年核电业务收入几乎不会受到影响；
- 与火电和水电生产共享常规岛设施；
- EPC 出口增长、可能投资风电场。

影响评级的主要风险

- 核电产品交付推迟；
- 受入账方法影响风电业务利润率缩窄；
- EPC 业务率下滑。

估值

- 新的 A 股和 H 股目标价分别为 30.10 人民币和 30.50 港币，分别对应 18.8 倍 11 年预期市盈率和 1 倍 11-13 年 PEG。

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)	32,775	38,080	46,053	50,098	53,605
变动 (%)	17	16	21	9	7
净利润 (人民币 百万)	1,076	2,515	3,140	3,776	3,915
全面摊薄每股收益 (人民币)	1.074	1.255	1.567	1.884	1.954
变动 (%)	166.4	16.9	24.9	20.2	3.7
市场预期每股收益 (人民币)		1.179	1.515	1.891	
先前预测每股收益 (人民币)	-	-3.14	4	3.774	
调整幅度 (%)	-	-	(50.1)	(50.1)	N/A
核心每股收益 (人民币)	1.074	1.255	1.567	1.884	1.953
变动 (%)	166.4	16.9	24.9	20.2	3.7
全面摊薄市盈率 (倍)	25.5	21.8	17.5	14.5	14.0
核心市盈率 (倍)	25.5	21.8	17.5	14.5	14.0
每股现金流量 (人民币)	6.53	2.90	2.25	2.29	2.89
价格/每股现金流量 (倍)	4.2	9.4	12.1	12.0	9.5
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	9.4	12.8	8.2	6.4	7.4
每股股息 (人民币)	0.50	0	0.013	0.01	6
股息率 (%)	1.8	0.0	0.1	0.1	0.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

买入

600875.SS - 人民币 27.37

目标价格: 人民币 30.10 (↓43.00)

买入

1072.HK - 港币 27.70

目标价格: 港币 30.50 (↓45.00)

姚圣, CFA

(852) 3988 6429

peter.yao@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300210090002

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 (%)	(22)	(21)	(21)	20
相对新华富时 A50 指数 (%)	(30)	(24)	(29)	31

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)	2,00	4
流通股 (%)		50
流通股市值 (人民币 百万)	27.5	76
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	710	
净负债比率 (%) (2011E)		净现金
主要股东 (%)		
中国东方电气集团 公司	50	

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

具备证券投资咨询业务资格

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(%)	(28)	(15)	(27)	27
相对恒生中国内地综合指数 (%)	(36)	(21)	(32)	19

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)	2,00	4
流通股 (%)		50
流通股市值(港币 百万)	27,9	09
3 个月日均交易额(港币 百万)	153	
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)	32,775	37,604	44,671	48,595	51,997
变动(%)	18	15	19	9	7
净利润(人民币 百万)	688	2,601	3,061	3,694	3,980
全面摊薄每股收益(人民币)	1.914	1.298	1.528	1.843	1.986
变动(%)	249.3	(32.2)	17.7	20.7	7.8
市场预期每股收益(人民币)	-	1.268	1.610	1.909	2.040
先前预测每股收益(人民币)	-	-	1.525	1.831	-
调整幅度(%)	-	-	0.2	0.7	-
核心每股收益(人民币)	1.914	1.298	1.528	1.843	1.986
变动(%)	249.3	(32.2)	17.7	20.7	7.7
全面摊薄市盈率(倍)	12.2	18.0	15.3	12.6	11.7
核心市盈率(倍)	12.2	18.0	15.3	12.6	11.7
每股现金流量(人民币)	6.34	2.86	5.11	6.60	4.54
价格/每股现金流量(倍)	3.7	8.2	4.6	3.5	5.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	3.7	11.4	8.1	6.1	10.9
每股股息(人民币)	0.020	0.013	0.016	0.019	0.020
股息率 (%)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

核电长期前景向好

管理层证实，公司所有须在 2011-12 年期间交付的核电工程已经获得了政府的批准。事实上，我国现已获得批准的 28 个反应堆中有 16 个都在由东方电气建造。根据中央政府在 3 月中旬发布的最新文件，核电设施生产只是暂时停止。

在去年的 500 亿人民币新订单中，约有 18% 是核电(常规+核岛)。2010 年新能源业务(风电+核岛)的毛利率从 10% 大幅提高至 18%，这主要是受到核岛业务的推动。全国的安全检查会导致未来订单量缩减，这势必会为东方电气笼罩一层阴影。

但是，我国的核电占总电力容量仅 2%，远远落后于发达国家的 14-76%。安全得到保障的核电是稳定可靠能源理想的提供者。我们依然认为到 2020 年我国的核电装机容量将达到 80 吉瓦，达到目前水平的八倍左右。

共享常规岛设施

公司的常规岛设施与火电和水电业务共享。当前容量可负担 8 台 1,000 兆瓦的涡轮机，公司将在 2011 年交付 6 台，剩余产能用于火电机组。

水电业务的机遇

公司单独推出了“水能及环保设备业务”，尽管这一业务在目前四项业务中毛利润贡献最低。我们认为我国将加快水电发展的进程，尤其是在水力资源占比超过 70% 的西南地区。我国目前仅有 40% 的水力资源得到开发。达产后，去年该业务的毛利率从 10.6% 提高至 15.8%。

风电业务利润率或将达到峰值

东方电气的风力发电机毛利率远远高于同业，这是因为公司采用风机售出后在可靠运行 240 小时后入账收入的保守入账方法。2010 年入账的收入反映出 2009 年平均售价较高。由于平均售价下滑 21% 以上(根据金风科技 1.5 兆瓦风力发电机的价格)，我们预计 2011 年该业务利润率将出现缩水。

由于风电场的内部收益率高于设备制造，因此未来公司将寻求相关的投资机会。

出口占比将上升

去年，公司 22% 的新订单(价值 17 亿美元)为出口订单，同时现有订单中也有 16% 销往海外，价值约 1,400 亿人民币。公司就越南、波黑的火电站签署了整包协议。除了沙特阿拉伯和巴西项目之外，出口到印度的 166 台直驱型风力发电机组也将在 2011 年入账。

在新兴经济体中，电力供应短缺成为阻碍其基础设施建设的瓶颈。火电及水电等低成本的电力生产为东方电气等全球领先的设备生产商提供了机会。

EPC 收入增长超 4 倍

“工程和服务”业务是公司新的增长点。去年分部利润率为 22.4%，收入从不足 10 亿人民币攀升至 47.3 亿人民币。我们预计未来收入将保持强劲增长。但是目前海外市场上国内企业的竞争已经越来越激烈。同时由于工程占比越来越高(更多整包项目，利润率难以预料)，整体毛利率可能将面临下行压力。电站服务的增长将弥补这一不足。

预计 2010-13 年盈利年均复合增长率达 15%

我们预计 2011 年公司将交付 38 吉瓦的装机容量(2010 年 34.5 吉瓦)。虽然核电业务迎来挑战，但公司的目标依然是 2011 年签署价值 450 亿人民币订单(2010 年 500 亿人民币)。

在我们看来，公司依然是国内电力设备行业的佼佼者，公司管理出色。目前核电业务进展放缓的忧虑明显被放大，市场的担忧主要集中于核电容量的目标会缩减多少，我们维持 2020 年达到 80 吉瓦的预测不变。公司的其他业务，例如出口火电设备订单(去年占到 55% 的新订单)、EPC 业务和水电业务的表现将有所改善。

维持买入，下调估值

随着盈利提高，公司的现金流也将更加充裕，资产负债能力得到巩固，未来公司将有望吸收更多支付周期较长的订单，譬如核电、水电和整包工程。另一方面，2011 年公司的资本性开支预算已从 2009 年的 35 亿人民币和 2010 年的 25 亿人民币缩减至 15 亿人民币。

我们新的 A 股和 H 股目标价分别为 30.10 人民币和 30.50 港币，分别对应 18.8 倍 11 年预期市盈率和 1 倍 11-13 年 PEG。近期股价走软为长期投资者提供了较好的准入时机。

图表 2. 东方电气盈利摘要（国际会计准则）

(人民币, 百万)	2009	10 年上半年	10 年下半年	2010	环比变动%	同比变动%
收入	32,774.8	16,613.4	20,990.4	37,603.8	26.3	14.7
销售成本	(27,425.3)	(13,892.3)	(16,607.4)	(30,499.7)	19.5	11.2
毛利润	5,349.4	2,721.1	4,383.0	7,104.1	61.1	32.8
其他收入 593.	6	268.2	405.6	673.8	51.3	13.5
分销费用	(794.3)	(337.3)	(469.6)	(807.0)	39.2	1.6
管理费用	(3,185.8)	(1,434.4)	(2,629.5)	(4,063.9)	83.3	27.6
应占联营公司利润	18.6	1.1	39.9	41.0	3575.1	120.7
应占联合控制实体利润 4.9		10.7	40.0	50.7	274.1	925.2
财务成本	(289.2)	(50.4)	(68.5)	(118.9)	35.9	(58.9)
税前利润	1,697.3	1,178.9	1,700.9	2,879.8	44.3	69.7
所得税(费用)	10.5	(117.9)	(62.2)	(180.1)	(47.3)	(1,813.6)
利润归属于						
公司所有者	1,679.1	1,024.4	1,576.3	2,600.7	53.9	54.9
非控股股权 28.7		36.6	62.4	99.0	70.3	245.6
每股收益 - 基础和摊薄	0.9	0.5	0.8	1.3	54.5	38.5

资料来源：公司数据、中银国际研究

图表 3. 分部表现

分部利润 (人民币, 百万)	高效清洁能源			新能源			水能及环保			工程及服务业务		
	2009	2010	同比变动%	2009	2010	同比变动%	2009	2010	同比变动%	2009	2010	同比变动%
收入	20,960.91	20,394.23	(2.7)	7,581.13	9,518.15	25.6	3,245.55	2,957.65	(8.9)	987.16	4,733.81	379.5
毛利润 3,32	2.93	3,609.27	8.6	920.25	1,995.59	116.9	343.93	466.34	35.6	762.30	1,032.93	35.5
毛利率(%)	17.00	14.06		9.82	17.55		10.60	15.77		85.51	23.02	

资料来源：公司数据、中银国际研究

图表 4. 不同行业的毛利率(%)

	高效清洁能源			新能源		水能及环保		工程及服务业务			
	火电	核电常规岛	天然气发电设备	风电	核电岛	水能	环保设备	工程	电厂服务	其他	
2009	18.76	(28.36)	27.70	17.98	17.14	10.61	23.85	23.82	41.15	(2.08)	
2010	21.7	7	5.09	5.17	19.78	30.18	15.46	32.61	16.45	51.10	8.49

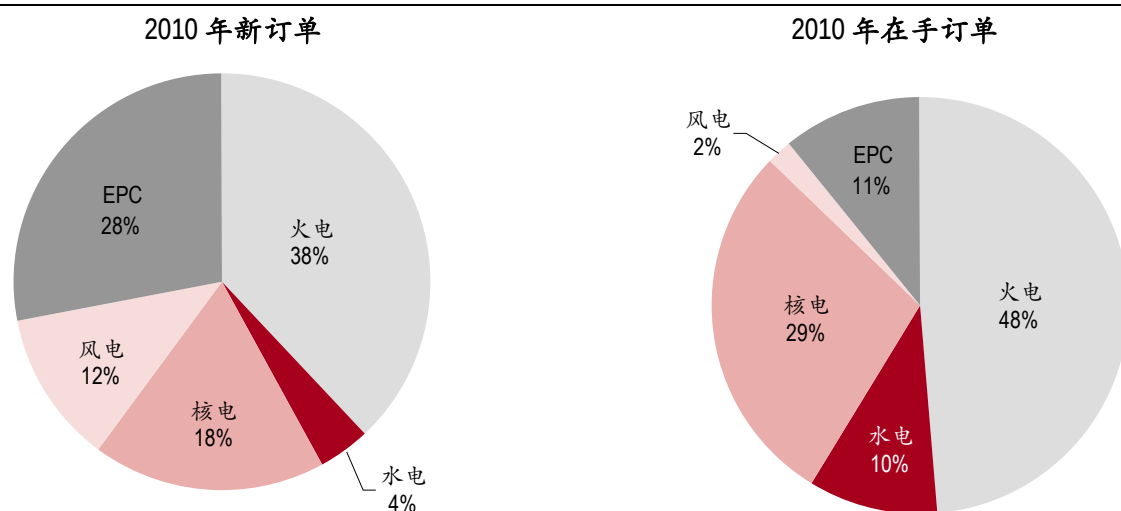
资料来源：公司数据、中银国际研究

图表 5. 订单表现

	新订单			占新订单比率%		在手订单			占在手订单比率%	
	2009	2010	同比变动%	2009	2010	2009	2010	同比变动%	2009	2010
- 火电	26.3	19.0	(27.8)	46.3	38.0	66	68	3.0	50.8	48.6
- 水电 2.9		2.0	(31.0)	5.1	4.0	13	14	7.7	10.0	10.0
- 核电	14.5	9.0	(37.9)	25.5	18.0	35	40	14.3	26.9	28.6
- 风电 8.3		6.0	(27.7)	14.6	12.0	16	3	(81.3)	12.3	2.1
- EPC	4.8	14.0	191.7	8.5	28.0		15		0.0	10.7
- 海外		11.0		0.0	22.0		15		0.0	10.7
总计	56.8	50.0	7.4	100	100.0	130	140	19.2	100	100

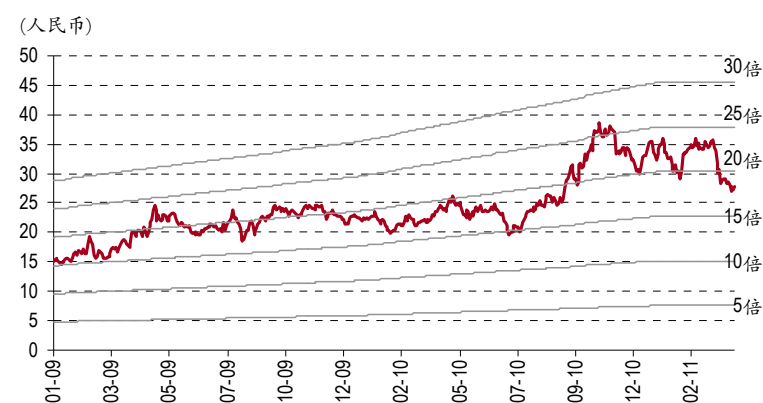
资料来源：公司数据、中银国际研究

图表 6. 新订单和在手订单



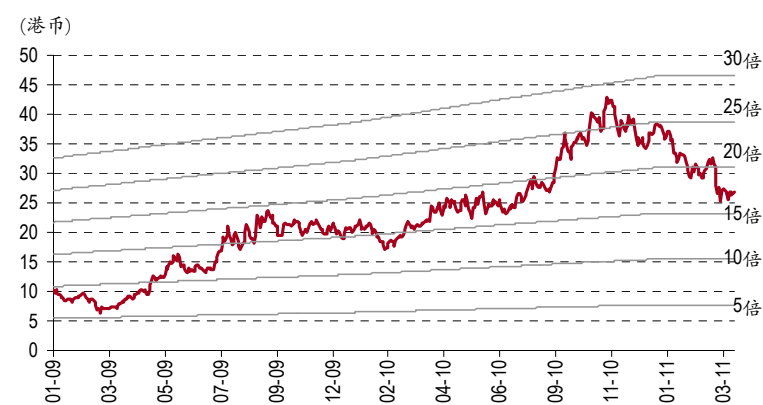
资料来源：公司数据、中银国际研究

图表 7. 东方电气远期市盈率-A 股



资料来源：中银国际研究

图表 8. 东方电气远期市盈率-H 股



资料来源：中银国际研究

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	32,775	38,080	46,053	50,098	53,605
销售成本	(27,511)	(30,380)	(37,388)	(40,671)	(44,492)
经营费用	(3,778)	(4,246)	(4,038)	(3,887)	(3,359)
息税折旧前利润	1,339	2,841	3,915	4,663	4,760
折旧及摊销	(146)	(613)	(712)	(876)	(994)
经营利润(息税前利润)	1,485	3,454	4,627	5,539	5,754
净利息收入/(费用)	(132)	(147)	(226)	(231)	(148)
其他收益/(损失)	(126)	90	31	31	32
税前利润	1,082	2,783	3,720	4,463	4,645
所得税 19		(169)	(372)	(446)	(474)
少数股东权益	(24)	(99)	(208)	(241)	(256)
净利润	1,076	2,515	3,140	3,776	3,915
核心净利润	1,076	2,515	3,140	3,776	3,914
每股收益(人民币) 1.07	4	1,255	1,567	1,884	1,954
核心每股收益(人民币) 1.07	4	1,255	1,567	1,884	1,953
每股股息(人民币) 0.5		0.013	0.016	0.019	0.02
收入增长(%) 1	7	16	21	9	7
息税前利润增长(%)	(22)	112	38	19	2
息税折旧前利润增长(%)	(31)	133	34	20	4
每股收益增长(%) 166		17	25	20	4
核心每股收益增长(%) 166		17	25	20	4

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 14,9	25	13,754	20,577	23,869	17,915
应收帐款 9,89	7	12,519	12,743	12,353	13,218
库存 28,9	77	29,132	32,778	35,657	39,007
其他流动资产 8,94	5	12,969	11,737	14,669	26,762
流动资产总计	62,745	68,374	77,835	86,548	96,902
固定资产 8,48	0	10,412	11,341	11,493	11,622
无形资产 1,21	0	901	901	901	901
其他长期资产 595		235	235	234	234
长期资产总计	10,286	11,549	12,477	12,628	12,758
总资产	73,031	79,923	90,313	99,177	109,659
应付帐款 15,9	14	15,547	19,134	20,814	23,640
短期债务 451		2,335	2,802	3,362	4,035
其他流动负债 43,6	93	46,409	48,791	51,337	54,052
流动负债总计	60,058	64,291	70,727	75,513	81,727
长期借款 615		276	276	276	276
其他长期负债 3,28	9	3,692	4,329	4,653	4,934
股本 1,00	2	2,004	2,004	2,004	2,004
储备 7,70	7	9,200	12,309	15,858	19,630
股东权益	8,709	11,204	14,313	17,862	21,634
少数股东权益 361		460	667	872	1,090
总负债及权益	73,031	79,922	90,312	99,176	109,659
每股帐面价值(人民币) 8.69		5.59	7.14	8.91	10.8
每股有形资产(人民币) 7.48		5.14	6.69	8.46	10.34
每股净负债/(现金)(人民币)	(13.83)	(5.56)	(8.73)	(10.10)	(6.79)

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 1,08	2	2,783	3,720	4,463	4,645
折旧与摊销 146		613	712	876	994
净利息费用 276		146	225	230	48
运营资本变动 3,34	4	(1,345)	(200)	(634)	(661)
税金 19		(169)	(372)	(446)	(474)
其他经营现金流 1,67	9	3,792	433	92	1,235
经营活动产生的现金流	6,545	5,821	4,518	4,581	5,785
购买固定资产净值	(1,988)	(2,500)	(1,200)	(900)	(1,150)
投资减少/增加 24		69	(5)	(5)	1
其他投资现金流	(1,850)	(3)	0	0	(240)
投资活动产生的现金流	(3,814)	(2,434)	(1,205)	(905)	(1,389)
净增权益	0	1,002	0	0	1
净增债务	(160)	1,545	467	560	672
支付股息	(501)	(25)	(31)	(38)	(40)
其他融资现金流 970		(1,659)	(482)	(498)	(137)
融资活动产生的现金流	309	862	(46)	25	497
现金变动 3,04	0	4,249	3,267	3,700	4,893
期初现金 11	449	14,925	13,754	20,577	23,869
公司自由现金流 2,87	8	3,525	3,480	3,893	4,553
权益自由现金流 2,43	8	4,779	3,549	4,000	4,921

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 4.5		9.1	10	11.1	10.7
息税前利润率 4.1		7.5	8.5	9.3	8.9
税前利润率 3.3		7.3	8.1	8.9	8.7
净利率 3.3		6.6	6.8	7.5	7.3
流动性(倍)					
流动比率	1	1.1	1.1	1.1	1.2
利息覆盖率 4.8		9.8	9.8	10.3	15.6
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 0.6		0.6	0.6	0.7	0.7
估值(倍)					
市盈率 25.5		21.8	17.5	14.5	14
核心业务市盈率	25.5	21.8	17.5	14.5	14
目标价对应核心业务市盈率	29.3	25.1	20.1	16.7	16.1
市净率 3.1		4.9	3.8	3.1	2.5
价格/现金流 4.2		9.4	12.1	12	9.5
企业价值/息税折旧前利润	9.4	12.8	8.2	6.4	7.4
周转率					
存货周转天数 336.	2	349.1	302.2	307.1	306.3
应收帐款周转天数 1	10.2	107.4	100.1	91.4	87.1
应付帐款周转天数 177.	2	150.8	137.4	145.5	151.3
回报率(%)					
股息支付率 46.6		1	1	1	1
净资产收益率	12.4	25.3	24.6	23.5	19.8
资产收益率 1.8		3.5	4.1	4.4	4.1
已运用资本收益率 14.7		24.4	25.3	24.2	19.9

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	32,775	37,604	44,671	48,595	51,997
销售成本	(27,425)	(30,500)	(36,266)	(39,451)	(43,157)
经营费用	(3,380)	(3,944)	(4,487)	(4,342)	(3,693)
息税折旧前利润	1,370	2,233	3,228	3,952	4,182
折旧及摊销	(600)	(927)	(691)	(850)	(964)
经营利润(息税前利润)	1,970	3,160	3,918	4,802	5,146
净利息收入/(费用)	(117)	60	(219)	(224)	(143)
其他收益/(损失) 455		587	615	633	649
税前利润	1,708	2,880	3,623	4,361	4,688
所得税	9	(180)	(361)	(433)	(460)
少数股东权益	(29)	(99)	(201)	(234)	(248)
净利润	1,688	2,601	3,061	3,694	3,980
核心净利润	1,688	2,601	3,061	3,694	3,979
每股收益(港币) 1.91	4	1,298	1,528	1,843	1,986
核心每股收益(港币) 1.91	4	1,298	1,528	1,843	1,986
每股股息(港币) 0.02		0.013	0.016	0.019	0.02
收入增长(%) 1	8	15	19	9	7
息税前利润增长(%) 3	0	63	45	22	6
息税折旧前利润增长(%)	(529)	60	24	23	7
每股收益增长(%) 249		(32)	18	21	8
核心每股收益增长(%) 249		(32)	18	21	8

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 14,6	75	13,671	19,960	23,153	27,877
应收帐款 17,4	86	19,523	12,361	11,982	12,821
库存 27,1	56	32,187	31,795	34,587	37,837
其他流动资产 4,80	2	4,289	11,385	14,229	25,960
流动资产总计	64,119	69,670	75,500	83,952	104,494
固定资产 8,65	1	10,355	11,001	11,148	11,274
无形资产 106		131	131	131	131
其他长期资产 1,73	2	2,280	1,707	1,737	1,769
长期资产总计	10,489	12,766	12,839	13,016	13,174
总资产	74,608	82,436	88,340	96,968	117,668
应付帐款 47,1	80	54,113	57,854	64,825	54,103
短期债务 467		2,366	2,366	2,366	2,366
其他流动负债 14,7	40	13,067	12,414	11,793	11,203
流动负债总计	62,387	69,546	72,634	78,984	67,672
长期借款 760		276	268	268	268
其他长期负债 2,43	4	830	913	1,004	1,105
股本 1,00	2	2,004	2,004	2,004	2,004
储备 7,64	7	9,034	9,881	11,037	11,839
股东权益	8,649	11,038	11,885	13,041	13,843
少数股东权益 378		746	2,640	3,672	34,781
总负债及权益	74,608	82,436	88,340	96,968	117,668
每股帐面价值(人民币) 9.81		5.51	5.93	6.51	6.91
每股有形资产(人民币) 9.69		5.44	5.87	6.44	6.84
每股净负债/(现金)(人民币)	(15.28)	(5.50)	(8.65)	(10.24)	(12.60)

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 1,72	7	2,700	3,608	4,329	4,505
折旧与摊销 600		927	691	850	964
净利息费用	(276)	142	218	223	46
运营资本变动	0	(1,304)	(194)	(615)	(641)
税金	9	(164)	(361)	(433)	(460)
其他经营现金流 3,53	2	3,422	6,285	8,868	4,693
经营活动产生的现金流	5,593	5,722	10,247	13,222	9,107
购买固定资产净值	(1,750)	(2,425)	(1,164)	(873)	(1,116)
投资减少/增加 102		67	(5)	(5)	1
其他投资现金流	(2,363)	(3)	0	0	(233)
投资活动产生的现金流	(4,011)	(2,361)	(1,169)	(878)	(1,347)
净增权益 5,00	0	972	0	0	1
净增债务	(2,237)	1,498	453	544	652
支付股息	(18)	(24)	(30)	(37)	(39)
其他融资现金流	(600)	(5,675)	(3,188)	(9,360)	(3,691)
融资活动产生的现金流	2,145	(3,229)	(2,766)	(8,853)	(3,076)
现金变动 3,72	7	132	6,313	3,491	4,684
期初现金 11	,505	14,708	13,671	19,960	23,153
公司自由现金流 1,58	2	3,496	9,240	12,555	7,912
权益自由现金流	(1,119)	4,712	9,307	12,659	8,269

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	6	8.4	8.8	9.9	9.9
息税前利润率 4.2		5.9	7.2	8.1	8
税前利润率 5.2		7.7	8.1	9	9
净利率 5.1		6.9	6.9	7.6	7.7
流动性(倍)					
流动比率	1	1	1	1.1	1.5
利息覆盖率 4.7		9.8	9.8	10.3	15.6
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 0.6		0.5	0.6	0.6	1
估值(倍)					
市盈率 12.2		18	15.3	12.6	11.7
核心业务市盈率	12.2	18	15.3	12.6	11.7
目标价对应核心业务市盈率	14.1	20.8	17.7	14.6	13.6
市净率 2.4		4.2	3.9	3.6	3.4
价格/现金流	3.7	8.2	4.6	3.5	5.1
企业价值/息税折旧前利润	3.7	11.4	8.1	6.1	10.9
周转率					
存货周转天数 315.	4	355.1	322	307.1	306.3
应收帐款周转天数 194.	7	189.5	101	90	90
应付帐款周转天数 525.	4	525.2	472.7	486.9	379.8
回报率(%)					
股息支付率	1	1	1	1	1
净资产收益率 19.5		23.6	25.8	28.3	28.8
资产收益率 1.8		2.5	3.3	3.7	3.2
已运用资本收益率 15		16.7	19.8	21.5	8.5

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