

2011 年 4 月 19 日

中粮屯河

期待番茄酱价格 U 形回升

买入
A

600737.SS - 人民币 11.67

目标价格: 人民币 14.00 (↗16.80)

刘都*

(8621) 6860 4866 分机 8511

du.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300207110254

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(%)	(26)	(11)	(10)	(22)
相对新华富时 A50 指数(%)	(36)	(18)	(22)	(15)

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	1,006
流通股(%)	40.40
流通股市值(人民币 百万)	4,743
3 个月日均交易额(人民币 百万)	149
净负债率(%) (2011E)	122.3
主要股东(%)	
中粮集团	59.60

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

* 苏毓为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

2010 年中粮屯河实现销售收入 29.37 亿元, 同比微增 1.98%, 由于番茄酱价格恢复较慢, 并且在恢复过程中还有反复, 公司计提较大幅度存货减值准备, 这导致全年亏损 5,515 万元, 折合每股收益-0.05 元, 大幅低于市场预期, 也低于我们预期的 0.13 元。2009 年番茄酱高产导致 2-3 年的去库存过程, 我们预计 2011 年 1 月-8 月期间番茄酱价格呈 U 形走势, 随后保持回升。基于人民币升值以及成本费用上升较快, 我们调低公司 2011 年每股收益至 0.389 元, 调低目标价至 14.00 元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- “亨氏模式”构建番茄酱业务长期竞争力, 未来糖业务也将复制番茄酱业务成功模式, 从种植环节挖效益, 在人力成本大幅上升背景下, 机械化种收具备可观的发展潜力。
- 预计随着旧酱库存的同比大幅下降, 2011 年二季度后番茄酱价格保持回升的态势相对明确。
- 食糖现货及期货价格目前仍较为坚挺, 有利于公司相对高位锁定 2011-2012 食糖售价。
- 中粮集团蔗糖扩充产能, 未来注入上市公司。

评级面临的主要风险因素

- 自然灾害导致甜菜作物减产风险。
- 价格波动风险以及套保双刃剑风险。

估值

- 我们预测 2011-13 年业绩为 0.389、0.623 和 0.697 元, 目标价由 16.80 元调低至 14.00 元, 维持买入评级, 建议积极关注番茄酱价格上涨带来的买入时点。

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)	2,879	2,937	3,928	4,484	4,702
变动(%)	(16.1)	2.0	33.8	14.2	4.9
净利润(人民币 百万)	268	(55)	392	626	701
全面摊薄每股收益(人民币)	0.27	(0.05)	0.39	0.62	0.70
变动(%)	(13.9)	(120.6)	(809.9)	60.0	12.0
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.54	0.67	-
调整幅度(%)	-	-	(27.9)	(7.0)	-
市盈率(倍)	43.8	(212.8)	30.0	18.7	16.7
每股现金流量(人民币)	(0.05)	(0.58)	0.08	0.79	1.16
价格/每股现金流量(倍)	(246.1)	(20.0)	154.3	14.7	10.1
企业价值/息税折旧前利润	25.0	49.3	20.6	14.9	13.2
每股股息(人民币)	0.00	0.00	0.00	0.13	0.14
股息率(%)	0.00	0.00	0.00	1.08	1.21

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

年报业绩概述

2010 年公司实现营业收入 29.37 亿元，同比增长 1.98%；利润总额-4,214 万元，同比下降 114.86%；归属于上市公司股东的净利润为-5,515 万元，同比下降 120.60%，折合每股收益-0.05 元，低于我们预期的 0.13 元，上年为 0.27 元。

番茄酱业务亏损是拖累整体业绩的最主要原因。2010 年上半年我国番茄酱出口价格一度跌破 600 美元/吨，下半年有所回升，但长期低于 800 美元/吨，中粮屯河番茄酱产品出口价格虽然高于市场平均，也基本在盈亏平衡附近。

此前公司已经相继发布预减公告和预亏公告，预亏主要原因是出于谨慎原则对存货计提较大幅度跌价准备。若扣除存货跌价等因素，2010 年公司仍可盈利。

由于 2010 年番茄酱出口价格不景气，导致行业内对番茄酱存货进行谨慎计价处理的情况增多，此前新中基就曾因大幅计提跌价准备而预亏。

主营业务

农副产品业务收入同比增长 11.57%，毛利率 22.45%，同比大幅提升 12.88 个百分点，得益于食糖业务景气。

公司销糖模式为现货期货并重，近年来逐步加大了期货销糖（糖厂在期货市场扮演空头角色，卖出远期合约，到期实物交割），用于糖期货套保业务的保证金额度也增加到 12 亿元。截至 2010 年底，公司新增期货浮亏约 3 亿元，若每吨亏损 1,600 元，则估算 2010 年新增约 19 万吨糖套保，套保比例不到榨季产量的 70%，在董事会授权额度范围以内。公司 2010 年食糖产量大约 28 万吨左右，同比增长约 23%。

糖期货销售模式有利有弊，对于糖厂而言，在以套保为前提的情况下，通过期货交易能够锁定销售价格和利润空间，但另一方面，对糖价走势判断精准与否会极大影响当期以及下一期的利润。

结合糖价走势和期货价格走势，我们认为食糖业务 2011 年会比 2010 年表现更好。

番茄酱业务毛利率大幅下滑。2010 年公司番茄酱业务销售收入同比下降 5.88%；毛利率 20.31%(我们预测为 23.28%)，同比下滑 21.59 个百分点，低于我们预期。原料价格上涨以及售价较上年大幅下滑是主要原因。

公司 2009 年产酱 46 万吨，2010 年产酱约 33 万吨，从全国产量看，2010 年原料番茄产量 650 万吨，同比下滑约 25%，预计 2011 年原料番茄产量降幅收窄，但由于存货消化良好(预计至新加工季开始时，旧酱存货在 30 万吨左右，远低于上年同期的 40 余万吨)，预计下半年番茄酱价格会有明显回升。

费用率分析

销售费用率 13.14%，提高 3.51 个百分点。2010 年销售费用达 3.86 亿元，同比增长 39.09%，除折旧和摊销费用外，其他各项有关费用均大幅增长，占比最高的运费同比增长 32.03%，代理费、港杂费和佣金等同比大增 140.04%。期间销售人员增加 10 人，增幅为 10.53%，职工薪酬增幅也达 27.17%，人均薪酬为 16.58 万元(上年为 14.41 万元)。

图表 2.销售费用分解

项目	2010(元)	2009(元)	同比增长(%)	2010 占比(%)	2009 占比(%)
运费	289,452,427	219,240,100	32.03	75.0	79.0
代理费、港杂费、佣金等	39,519,485	16,463,404	140.04	10.2	5.9
仓储、租赁费	19,140,769	14,683,702	30.35	5.0	5.3
职工薪酬	17,407,120	13,688,408	27.17	4.5	4.9
办公、差旅、会议、招待、参展费等	12,273,292	9,584,422	28.05	3.2	3.5
广告费	4,094,761	656,345	523.87	1.1	0.2
劳务、咨询费	2,344,987	976,447	140.16	0.6	0.4
折旧及摊销费用	1,673,789	2,153,300	(22.27)	0.4	0.8
合计	385,906,629	277,446,129	39.09	100.0	100.0

资料来源：公司数据，中银国际研究

管理费用 2.82 亿元，同比增长 5.35%。管理费用率 9.59%，较上年同期增加 0.31 个百分点，占比最高的职工薪酬费用同比增长 6.35%。

图表 3.管理费用分解

项目	2010(元)	2009(元)	同比增长(%)	2010 占比(%)	2009 占比(%)
职工薪酬	119,943,677	112,784,936	6.35	42.6	42.2
办公、交通、通讯、会议、培训费等	67,395,219	57,158,198	17.91	23.9	21.4
税费	23,994,682	32,192,396	(25.46)	8.5	12.0
折旧及摊销费用	28,447,491	27,904,374	1.95	10.1	10.4
排污费	8,660,950	7,700,840	12.47	3.1	2.9
停工损失	5,101,553	3,770,274	35.31	1.8	1.4
修理及物耗	4,966,990	3,477,551	42.83	1.8	1.3
咨询费、诉讼费	2,404,748	6,144,629	(60.86)	0.9	2.3
厂内成品移库费	2,340,894	2,195,789	6.61	0.8	0.8
租赁费	2,324,619	1,720,764	35.09	0.8	0.6
存货报废损失	4,284,233	2,371,369	80.66	1.5	0.9
中介服务费	1,797,240	1,698,725	5.80	0.6	0.6
技术监督、研发费	1,582,680	1,274,762	24.15	0.6	0.5
劳动保护费	1,564,705	1,550,643	0.91	0.6	0.6
质量认证费	1,006,168	695,305	44.71	0.4	0.3
其他	5,803,679	4,685,457	23.87	2.1	1.8
合计	281,619,529	267,326,011	5.35	100.0	100.0

资料来源：公司数据，中银国际研究

汇兑损失剧增，财务费用率提升。2010 年由于资金占用增加，公司利息支出 8,477.80 万元，同比仅增长 2.88%，由于人民币升值影响汇兑损失 1,987.04 万元，同比增长 461.15%。期间财务费用率 3.56%，同比增加 0.85 个百分点。

其他影响利润因素

资产减值损失导致亏损。2011 年资产减值损失 7,491 万元，同比增长 197.62%，其中第四季度单季增加资产减值损失 6,688 万元，主要系计提番茄酱存货跌价准备导致。

图表 4. 资产减值损失明细

项目	2010(元)	2009(元)	同比增长 (%)	2010 占比 (%)	2009 占比 (%)
坏账损失	(264,184)	371,521	(171.11)	(0.35)	1.48
存货跌价损失	67,871,091	13,845,221	390.21	90.60	55.01
长期股权投资减值损失	6,831,647	-	-	9.12	-
固定资产减值损失	471,288	8,847,855	(94.67)	0.63	35.15
商誉减值损失	-	2,105,283	-	-	8.36
合计	74,909,842	25,169,880	197.62	100.00	100.00

资料来源：公司数据，中银国际研究

政府补助减少。2010 年公司获得政府补助 853 万元，同比减少 1,954 万元。

屯河水泥公司贡献投资收益。2010 年公司于新疆屯河水泥公司获得投资收益 8,177 万元，同比增长 22.94%。

2011 年一季报简述

公司公布年报同时公布 2011 年一季报。2011 年 1-3 月份，公司实现销售收入 9.04 亿元，同比增长 43.78%，实现净利润-1.06 亿元，同比下降 377.29%，合每股收益-0.11 元，实际亏损低于此数。

一季度亏损主要原因如下：1)来自屯河水泥公司投资收益大幅下滑，一季度投资收益-1,913 万元，同比减少 1,182 万元，主要是一季度生产淡季开工不足，没有利润贡献；2)除正常食糖销售和实物交割外，期间部分食糖销售是在现货市场签订售货合同的同时在期货市场做相应数量的平仓处理，由于部分浮亏兑现而现货销售利润尚未确认，估算这一部分亏损 0.4 元/股，后期将会转回；3)成本上升导致毛利率下滑明显，一季度综合毛利率 10.15%，环比下滑 4.29 个百分点，由于 2010 年新酱成本明显高于旧酱，而一季度基本售出的都是新酱，而市场价格较 2010 年底仍有所下降。此外，新糖成本也高于 2009/2010 榨季成本。

2011 年展望

番茄业务

公司在番茄业务方面已经是“亨氏模式”的本土化先锋。“亨氏模式”简而言之就是以低成本为导向的一体化和工业化种植业发展模式。这种模式，以较为优越的自然基础条件为依托，从有针对性的选种育种开始，辅以配套的种植管理技术，实现高效机械化，环环相扣，以标准化和体系化的运作取得综合成本优势。

2010 年公司已经实现约 19 万亩的自种地规模，供应番茄加工量的 30%左右，在人力成本大幅上涨的背景下，机械化种植成本优势逐步显现。未来公司将继续发展种植业，加快原料基地建设，保证公司生产需求，稳定市场份额。进一步完善农业开发体系，加强农业种植管理与国际合作，提高农业开发水平和种植业经营管理水平；严把产品质量关、不断提升产品品质；继续坚持高端客户战略，进一步开拓国际市场，采取更为灵活机动的销售策略。

为降低外贸依存度，开拓国内国外两个市场。公司将进一步加大对番茄小包装业务的投入，加快发展。提高在国内番茄制品消费的宣传、推广力度，提高市场影响力，通过品牌业务的发展，进一步完善番茄产业链，做强产业链终端。

图表 5. 自种地优势的数字化说明

自种地优势	原因	相关数据
节约土地	集中连片，铲除田埂等	土地利用效率提高 2%-4%
省工省力	机械采收	亩均节约人工成本 150 以上
降低雇工人数	统一经营，管理效力提升	每千亩节约劳力 40-80 人
节水节肥	滴灌技术	亩均节水 20%-50%，节肥 10%
提高单产	种植模式进步	单产提高 15%-30%
质好价优	良种良法	-

资料来源：中银国际研究

食糖业务

食糖业务方面，公司将复制番茄酱业务的“亨氏模式”，坚持从产业链的源头甜菜的含糖和单产抓起，加强新品种、新技术的研究，大力推广优良甜菜品种，进一步调整甜菜品种结构；继续推广机械化种植采收模式，降低农户种植成本；未来还将进一步发展小包装食糖业务，深耕国内市场，提高品牌影响力。

图表 6. 产糖量在亩产 3 吨和含糖 13% 基础上的提升敏感性

(%)	含糖率提高百分点数					
亩产增加吨数	0.5	1.0	1.5	2.0	2.5	3.0
0.25	13	17	21	25	29	33
0.50	21	26	30	35	39	44
0.75	30	35	39	44	49	54
1.00	38	44	49	54	59	64
1.25	47	53	58	63	69	74

资料来源：中银国际研究

中粮集团做大做强食糖产业目标明确，目前已经于广西拥有北海糖厂，单厂产能约 8-9 万吨，未来将加大蔗糖产能扩张，年内可能已于广西崇左等地区有新厂项目投建，蔗糖业务未来将注入上市公司。

品牌业务

加大品牌业务培育力度。2010 年公司加大资金、技术等方面对品牌产品的投入，专门设立品牌业务部，推出“屯河”牌番茄汁、杏汁、石榴汁，三种功能型天然果蔬汁，以新疆市场为样板市场精耕细作，铺货和销售情况良好，销售额千万元级别。随着品牌业务的深度运作，公司将积累终端运作经验，未来将对小包装糖、小包装番茄酱的终端运作发挥适度协同效应。

公司计划 2011 年生产番茄酱 37 万吨，白砂糖 36 万吨，预计实现销售收入 36 亿元，我们对此表示乐观。

盈利预测

预计 2011-2013 年每股收益分别为 0.389 元、0.623 元和 0.697 元，我们调低目标价至 14.00 元，维持买入评级。

图表 7. 盈利预测——番茄酱业务假设

项目	2010	2011E	2012E	2013E
平均售价(元/吨)	4,919.04	5,247.00	6,222.50	6,877.50
销量(万吨)	29.50	37.00	36.00	35.0
销售成本(万元)	1,156.51	1,418.60	1,449.99	1,462.00
原料	815.23	1,033.10	1,050.41	1,046.77
人工	92.52	116.03	112.89	109.76
折旧	64.76	73.44	81.74	90.98
水电煤等	127.22	133.58	136.25	143.06
其他	56.77	62.45	68.69	71.44
毛利率	20.3%	26.9%	35.3%	39.3%

资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 8. 盈利预测——食糖业务假设

项目	2010	2011E	2012E	2013E
平均售价(元/吨)	5,639.10	6,850.00	6,800.00	6,750.00
销量(万吨)	26.60	29.00	33.00	34.00
销售成本(万元)	1,163.23	1,303.77	1,507.61	1,611.56
原料	735.00	833.37	986.25	1,066.94
人工	69.79	75.38	84.81	90.88
折旧	141.91	154.72	176.06	181.39
水电煤等	93.06	104.50	116.53	121.19
其他	123.46	135.81	143.96	151.15
毛利率	22.5%	34.4%	32.8%	29.8%

资料来源：公司数据，中银国际研究

风险因素提示

气候灾害等自然风险。近年来全球气象灾害较为频繁，对农业产业的发展构成较大影响，若新疆地区发生较大自然灾害，则会影响公司主要原料的供应。

食糖价格风险。食糖价格形成机制较为复杂，而食糖价格是影响公司业绩的主要因素之一，若食糖价格大幅下行，则公司业绩可能低于预期。

番茄酱价格上升不及预期风险。

套期保值风险。公司对糖价的判断会影响套期保值锁定售价的高低，从而影响平均售价。如果公司对糖价走势判断出现较大失误，则可能糖业务盈利低于预期。

图表 9. 公司年度利润表分析

(人民币, 百万)	09 年	10 年	同比变动(%)
营业总收入	2,879.49	2,936.58	1.98
营业收入	2,879.49	2,936.58	1.98
营业总成本	2,688.02	3,080.85	14.61
营业成本	2,018.93	2,218.77	9.90
营业税金及附加	21.08	15.04	(28.62)
销售费用	277.45	385.91	39.09
管理费用	267.33	281.62	5.35
财务费用	78.07	104.60	33.97
资产减值损失	25.17	74.91	197.62
其他经营收益			
公允价值变动净收益	7.48	0.58	(92.24)
投资净收益	64.71	77.88	20.35
汇兑净收益	0.00	0.00	
营业利润	263.65	(65.81)	(124.96)
加: 营业外收入	54.29	30.33	(44.14)
减: 营业外支出	34.43	6.66	(80.65)
利润总额	283.51	(42.14)	(114.86)
减: 所得税	1.43	15.18	964.67
加: 未确认的投资损失	0.00	0.00	
净利润	282.09	(57.32)	(120.32)
减: 少数股东损益	14.39	(2.17)	(115.09)
归属于母公司所有者的净利润	267.69	(55.15)	(120.60)
每股收益:	0.27	(0.05)	
盈利能力(%)			
毛利率	29.89	24.44	
经营利润率	9.16	(2.24)	
税前利润率	9.85	(1.44)	
净利率	9.80	(1.95)	

资料来源: 公司资料, 中银国际研究

图表 10. 公司 2011 年 1 季度利润表分析

(人民币, 百万)	2010 年 1 季度	11 年 1 季度	同比变动(%)
营业总收入	629.02	904.42	43.78
营业收入	629.02	904.42	43.78
营业总成本	593.49	980.41	65.19
营业成本	448.89	812.64	81.03
营业税金及附加	2.29	2.73	18.97
销售费用	71.30	87.08	22.14
管理费用	47.99	50.16	4.52
财务费用	23.34	27.80	19.13
资产减值损失	(0.32)	0.00	(100.00)
其他经营收益			
公允价值变动净收益	0.03	0.01	(78.32)
投资净收益	(7.31)	(19.13)	161.79
汇兑净收益	0.00	0.00	
营业利润	28.26	(95.11)	(436.59)
加: 营业外收入	10.74	1.20	(88.85)
减: 营业外支出	0.63	6.88	987.03
利润总额	38.36	(100.79)	(362.73)
减: 所得税	0.00	5.87	-
加: 未确认的投资损失	0.00	0.00	
净利润	38.36	(106.66)	(378.05)
减: 少数股东损益	(0.01)	(0.27)	-
归属于母公司所有者的净利润	38.37	(106.39)	(377.29)
每股收益:	0.04	(0.11)	
盈利能力(%)			
毛利率	28.64	10.15	
经营利润率	4.49	(10.52)	
税前利润率	6.10	(11.14)	
净利率	6.10	(11.79)	

资料来源: 公司资料, 中银国际研究

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	2,879	2,937	3,928	4,484	4,702
销售成本	(2,019)	(2,219)	(2,722)	(2,958)	(3,074)
经营费用	(519)	(679)	(701)	(768)	(805)
息税折旧前利润	589	318	765	1,022	1,091
折旧及摊销	(248)	(279)	(260)	(263)	(267)
经营利润(息税前利润)	342	39	504	758	824
净利息收入/(费用)	(78)	(105)	(115)	(113)	(100)
其他收益/(损失)	20	24	21	6	6
税前利润	284	(42)	410	651	729
所得税	(1)	(15)	(14)	(20)	(22)
少数股东权益	(14)	2	(4)	(5)	(6)
净利润	268	(55)	392	626	701
核心净利润	268	(55)	392	626	701
每股收益(人民币)	0.27	(0.05)	0.39	0.62	0.70
核心每股收益(人民币)	0.27	(0.05)	0.39	0.62	0.70
每股股息(人民币)	0.00	0.00	0.00	0.13	0.14
收入增长(%)	(16.1)	2.0	33.8	14.2	4.9
息税前利润增长(%)	(21.1)	(88.6)	1,200.0	50.4	8.6
息税折旧前利润增长(%)	(7.4)	(46.1)	140.8	33.6	6.7
每股收益增长(%)	(13.9)	(120.6)	(809.9)	60.0	12.0
核心每股收益增长(%)	(13.9)	(120.6)	(809.9)	60.0	12.0

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	90	142	310	588	824
应收帐款	404	379	513	675	755
库存	2,312	2,717	3,403	3,697	3,688
其他流动资产	366	886	1,137	1,264	1,316
流动资产总计	3,172	4,124	5,363	6,225	6,583
固定资产	3,212	3,148	2,913	2,695	2,488
无形资产	289	283	274	264	255
其他长期资产	340	421	439	456	470
长期资产总计	3,841	3,852	3,627	3,416	3,212
总资产	7,013	7,976	8,989	9,640	9,796
应付帐款	452	539	626	680	707
短期债务	3,062	4,053	4,296	4,081	3,469
其他流动负债	318	592	846	1,131	1,290
流动负债总计	3,832	5,184	5,768	5,893	5,466
长期借款	20	0	4	8	17
其他长期负债	94	93	123	139	146
股本	1,006	1,006	1,006	1,006	1,006
储备	1,986	1,626	2,017	2,517	3,077
股东权益	2,991	2,631	3,023	3,523	4,083
少数股东权益	75	68	72	78	84
总负债及权益	7,013	7,976	8,989	9,640	9,796
每股帐面价值(人民币)	2.97	2.62	3.01	3.50	4.06
每股有形资产(人民币)	2.69	2.33	2.73	3.24	3.81
每股净负债/(现金)(人民币)	2.99	3.89	3.97	3.48	2.65

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	284	(42)	410	651	729
折旧与摊销	248	279	260	263	267
净利息费用	81	89	115	113	100
运营资本变动	170	(432)	(143)	(132)	39
税金	(1)	(15)	(14)	(20)	(22)
其他经营现金流	(829)	(464)	(552)	(80)	54
经营活动产生的现金流	(48)	(586)	76	796	1,168
购买固定资产净值	(732)	(216)	(70)	(85)	(94)
投资减少/增加	73	4	0	0	0
其他投资现金流	(2)	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(661)	(213)	(70)	(85)	(94)
净增资产	0	0	0	0	0
净增债务	(105)	(20)	4	4	9
支付股息	(28)	0	0	(126)	(142)
其他融资现金流	732	889	158	(311)	(706)
融资活动产生的现金流	598	869	162	(433)	(838)
现金变动	(106)	52	168	278	236
期初现金	197	90	142	310	588
公司自由现金流	(709)	(798)	6	711	1,074
权益自由现金流	(892)	(923)	(105)	602	983

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(%)	20.46	10.81	19.47	22.79	23.19
息税前利润率(%)	11.87	1.32	12.84	16.91	17.52
税前利润率(%)	9.85	(1.44)	10.44	14.52	15.51
净利率(%)	9.30	(1.88)	9.97	13.97	14.91
流动性					
流动比率(倍)	0.83	0.80	0.93	1.06	1.20
利息覆盖率(倍)	4.4	0.4	4.4	6.7	8.2
净权益负债率(%)	97.9	144.9	128.9	97.2	63.9
速动比率(倍)	0.22	0.27	0.34	0.43	0.53
估值					
市盈率(倍)	43.8	(212.8)	30.0	18.7	16.7
核心业务市盈率(倍)	43.8	(212.8)	30.0	18.7	16.7
目标价对应核心业务					
市盈率(倍)	52.6	(255.3)	36.0	22.5	20.1
市净率(倍)	3.83	4.35	3.79	3.26	2.82
价格/现金流(倍)	(246.1)	(20.0)	154.3	14.7	10.1
企业价值/息税折旧前					
利润(倍)	25.0	49.3	20.6	14.9	13.2
周转率					
存货周转天数	293.1	337.7	316.2	300.9	286.3
应收帐款周转天数	50.9	47.1	47.5	54.8	58.4
应付帐款周转天数	81.8	88.6	84.0	84.0	84.0
回报率					
股息支付率(%)	10.52	0.00	0.00	20.17	20.18
净资产收益率(%)	8.73	(2.04)	12.65	17.40	16.83
资产收益率(%)	3.82	(0.69)	4.36	6.50	7.16
已运用资本收益率(%)	4.16	0.43	5.11	7.40	8.07

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 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