

2011 年 5 月 3 日

伊利股份

绿色产业链锁定乳业整顿机遇

A
买入

600887.SS- 人民币 34.02

目标价格:人民币 46.00(▼49.32)

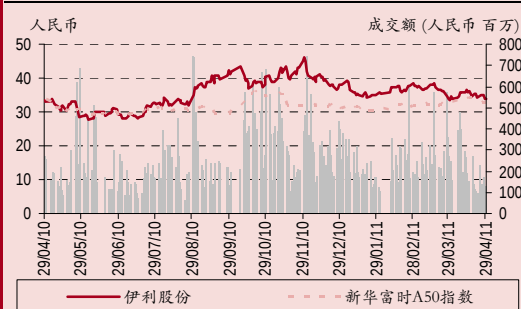
刘都*

(8621) 6860 4866 分机 8510

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(%)	(11)	0	(3)	2
相对新华富时 A50 指数(%)	(17)	(1)	(10)	4

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	799
流通股(%)	89.79
流通股市值(人民币 百万)	24,407
3 个月日均交易额(人民币 百万)	215
净负债率(%) (2011E)	净现金
主要股东(%)	
呼和浩特投资公司	10.21

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*苏斌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 年伊利股份实现营业收入 296.65 亿元, 同比增长 21.96%; 实现营业利润 6.06 亿元, 同比下降 8.98%; 实现归属上市公司股东净利润 7.77 亿元, 同比增长 20.00%。每股收益 0.97 元, 符合我们预期。公司收入增速快于行业平均水平, 也高于主要竞争对手, 但较高资本开支和原料成本较大幅度上涨导致利润率水平下降。我们略微调整 2011-12 盈利预测, 调低目标价至 46.00 元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 成本上涨导致毛利率下降幅度较大。
- 费用率控制较好, 费用投入可能进入效益拐点。
- 绿色产业链继续推进, 奶源建设依然领先。
- 充分受益于乳业整顿、畜牧业发展以及乳业振兴规划。
- 对应 2011 年销售额不到 0.78 倍的市销率。

评级面临的风险

- 行业范围的食品质量安全。
- 行权不确定以及存在较多的业绩预测不确定性因素。

估值

- 我们预计 2011-2013 年每股收益分别为 1.26 元、1.70 元和 2.11 元, 目标价由 49.32 元下调至 46.00 元, 维持买入评级。

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)	24,324	29,665	35,179	41,554	49,000
变动(%)	12.3	22.0	18.6	18.1	17.9
净利润(人民币 百万)	648	777	1,004	1,356	1,684
全面摊薄每股收益(元)	0.81	0.97	1.26	1.70	2.11
变动(%)	(138.4)	20.0	29.2	35.0	24.2
先前预测每股收益(人民币 元)	-	-	1.37	1.71	-
变动(%)	-	-	(8.2)	(0.8)	-
市盈率(倍)	42.0	35.0	27.1	20.1	16.1
每股现金流量(人民币)	2.54	1.84	4.49	5.99	5.71
价格/每股现金流量(倍)	13.4	18.4	7.6	5.7	6.0
企业价值/息税折旧旧利润(倍)	21.9	22.3	15.9	10.0	7.0
净资产收益率(%)	4.9	5.1	5.5	6.3	6.5
每股股息(人民币)	0.00	0.00	0.26	0.34	0.53
股息率(%)	0.00	0.00	0.75	1.01	1.57

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

年报业绩符合我们预期

2010 年，伊利实现营业收入 296.65 亿元，同比增长 21.96%；实现营业利润 6.06 亿元，同比下降 8.98%；实现税前利润 8.54 亿元，同比增长 5.14%；实现归属上市公司股东净利润 7.77 亿元，同比增长 20.00%。每股收益 0.97 元。

我们之前预测每股收益为 0.96 元，公司业绩基本符合我们预期，但存在一定差异——我们低估了营业外收入而高估所得税费用；我们预测到毛利率下降幅度较大，销售费用率有所下降，仍较年报实际披露数据分别高估约 1 个百分点，相互抵消了影响。

成本上涨导致毛利率下降幅度较大

2010 年公司综合毛利率 30.27%，同比下降 4.87 个百分点。收入占比约 70% 的液体奶业务毛利率下降 5.28 个百分点，冷饮产品毛利率下降 4.51 个百分点，奶粉业务毛利率下降 3.27 个百分点。

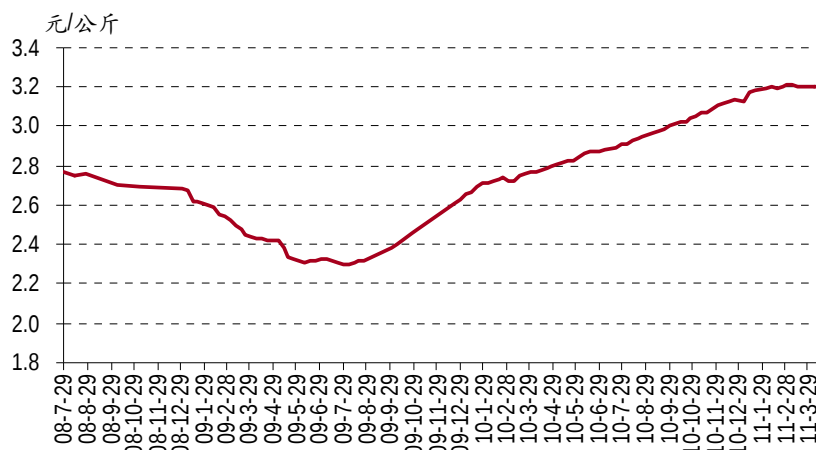
图表 2. 主要公司毛利率和费用率比较

(%)	2009 毛利率	2010 毛利率	2009 销售 费用率	2010 销售 费用率	2009 管理 费用率	2010 管理 费用率	2009 期间 费用率	2010 期间 费用率	毛利率—间 费用率 2009	毛利率—间 费用率 2010	降幅%
伊利股份	35.13	30.27	26.71	22.95	4.90	5.13	31.70	28.00	3.43	2.27	1.16
蒙牛乳业	26.65	25.73	18.10	17.94	3.80	3.62	21.81	21.42	4.85	4.31	0.54
光明乳业	37.55	34.50	31.12	28.49	3.46	2.93	34.81	31.70	2.74	2.80	(0.06)
皇氏乳业	41.45	37.28	18.78	19.14	6.38	6.46	27.66	25.77	13.79	11.51	2.28

资料来源：公司资料，中银国际研究

从原奶主产区数据看，2010 年原奶平均收购价格较上年同期增长在 16%-18% 之间。2010 年原奶主产区平均奶价为 2.88 元，其中 2010 年初均价为 2.70 元/公斤左右，至 2010 年 12 月份，主产区原奶价格 3.13 元/公斤左右，较年初增加 0.43 元/公斤。2011 年 1 季度主产区原奶平均价格 3.18 元/公斤，环比增长 3.2%。进入 2 月份以后，原奶价格保持稳定，增长停滞。如果 2011 年原奶价格保持稳定，则在产品提价以及奶牛存栏数提高的背景下，行业成本压力会减轻。

图表 3. 主产区原奶价格走势情况



资料来源：统计局，中银国际研究

销售费用控制较好，期间费用率下降

销售费用率下降 3.76 个百分点至 22.95%。2010 年销售费用 68.07 亿元，同比增长 4.79%，增速大幅落后于收入增速。其中主要是费用占比最大的广告宣传费用同比略微下降所致。截至 12 月底销售人员为 8,319 人，同比增长 30.80%，职工薪酬总计同比增长 23.39%。

公司最主要竞争对手蒙牛乳业(2319.HK/港币 23.85, 买入) 2010 年亦缩减了广告销售费用投入，由上年的 26.48 亿元(占销售费用比重 56.9%)降至 2010 年的 23.60 亿元(占销售费用比重 43.5%)，降幅为 10.9%。

虽然公司广告费用同比下降，但公司仍获得高于行业平均和主要竞争对手的收入增速，我们推测这主要是因为随着公司产业布局日趋全面、完善，品牌建设进入新高度，品牌对于销售的支持开始进入产生溢价的拐点。

由于乳业仍处在集中度提高的过程当中，因此竞争依然激烈，预计 2011 年广告费用投入仍有一定增长。

图表 4. 销售费用拆分

(人民币, 元)	2009	2010	同比增长(%)	2009 年占比(%)	2010 年占比(%)
职工薪酬	672,934,485	830,346,248	23.39	10.36	12.20
折旧修理费	37,509,072	37,695,366	0.50	0.58	0.55
差旅费	79,287,126	103,931,940	31.08	1.22	1.53
物耗劳保费	14,894,355	24,571,846	64.97	0.23	0.36
办公租赁费	267,726,615	228,300,184	(14.73)	4.12	3.35
广告宣传费	3,992,155,845	3,825,982,121	(4.16)	61.45	56.21
装卸运输费	1,368,226,946	1,685,987,322	23.22	21.06	24.77
其他	63,357,074	70,252,243	10.88	0.98	1.03
合计	6,496,091,519	6,807,067,269	4.79	100.00	100.00

资料来源：中银国际研究整理

管理费用率略升 0.23 个百分点至 5.13%。2010 年管理费用达 15.21 亿元，同比增长 27.70%，增速快于收入。其中占比最高的职工薪酬以及折旧修理费同比分别增长 23.13%和 28.54%。从人员数量上看，截至 2010 年 12 月底，管理人员 1,996 人，同比增长 18.53%。

图表 5. 管理费用拆分

(人民币, 元)	2009	2010	同比增长(%)	2009 年占比(%)	2010 年占比(%)
职工薪酬	601,500,886.83	740,600,609.01	23.13	50.51	48.70
折旧修理费	303,559,222.99	390,207,138.32	28.54	25.49	25.66
差旅费	45,089,412.01	71,295,570.89	58.12	3.79	4.69
物耗、劳保费	18,178,906.25	23,861,729.16	31.26	1.53	1.57
办公租赁费	45,147,076.16	53,467,533.51	18.43	3.79	3.52
无形资产摊销	9,500,440.81	15,036,129.34	58.27	0.80	0.99
税费	33,891,410.09	69,253,022.07	104.34	2.85	4.55
其他	134,095,722.41	157,087,340.85	17.15	11.26	10.33
合计	1,190,963,077.55	1,520,809,073.15	27.70	100.00	100.00

资料来源：中银国际研究整理

财务费用转负。三聚氰胺事件后，自 2009 年第四季度开始，公司财务状况逐季好转，2010 年 2 季度开始，财务费用转负，2010 年全年财务费用为 2,071 万元。

期间费用率下降 3.69 个百分点。得益于销售费用率下降，期间费用率 28.00%，降幅达到 3.69 个百分点。

影响利润的其他因素

营业外收入大幅增长。2010 年营业外收入 3.02 亿元，同比增长 44.51%，影响每股收益 0.30 元以上。营业外收入主要是政府补助，2010 年确认政府补助金额为 2.76 亿元，同比增长 48.60%。

同资产有关的政府补助金额较小，为 3,600 万元，但同比增幅较大，为 150%，这主要是因为公司于 2010 年新增投资项目较多所致；与收益有关的财政扶持资金为 2.33 亿元，同比增长 138%。

随着企业逐步走出三聚氰胺影响，公司获得的贷款利息补贴和困难企业补贴大幅减少。

截至 2010 年 12 月底，公司递延收益账面余额 2.47 亿元，同当年确认的政府补助金额相当，预计 2011 年度仍能确认数目可观的营业外收入。

图表 6. 营业外收入拆分

(人民币, 元)	2009	2010	同比增长(%)	2009 年占比(%)	2010 年占比(%)
非流动资产处置利得合计	5,036,691.62	6,526,465.39	29.58	2.41	2.16
其中：固定资产处置利得	4,811,377.59	4,925,022.58	2.36	2.30	1.63
无形资产处置利得		1,601,442.81		0.00	0.53
接受捐赠	203,457.06	25,000.00	(87.71)	0.10	0.01
政府补助	186,155,972.13	276,626,166.37	48.60	88.97	91.49
盘盈利得		44,418.08		0.00	0.01
罚款收入	14,821,075.33	11,435,595.85	(22.84)	7.08	3.78
经批准无法支付的应付款项	2,261,371.27	5,517,957.39	144.01	1.08	1.82
其他	754,262.01	2,185,818.52	189.80	0.36	0.72
合计	209,232,829.42	302,361,421.60	44.51	100.00	100.00

资料来源：中银国际研究整理

预收款创新高

截至 2010 年 12 月底，公司账面预收账款余额 19.23 亿元，同比增长 123.09%。据此，我们推测公司广告投入力度较上年略有减弱是基于对销售情况良好的判断，另外，公司广告投入较上年略有下降，仍是国内乳企当中投入最高的企业。

2011 年 1 季报情况良好

2011 年 1 季度，公司实现营业收入 90.61 亿元，同比增长 29.18%。预收账款余额 12.50 亿元，较期初下降 6.73 亿元，我们认为公司 2011 年保持较快收入增速的基础良好。

1 季度综合毛利率 31.89%，同比略降 0.26 个百分点，环比提升 1.89 个百分点，这同 2010 年第四季度的提价有关，同时也表明公司毛利率随着主产区原奶价格上涨停滞而企稳反弹。

1 季度销售费用同比增长 28.89%，主要是广告宣传、装卸运输费用增加，销售费用率 25.61%，同比略降 0.06 个百分点。

管理费用率同比下降 0.3 个百分点，期间费用率合计 29.62%，同比下降 0.50 个百分点

看好伊利股份长线投资价值

乳业不可能长期走轻资产路线，伊利是奶源建设标杆企业。三聚氰胺事件过后，从源头加强奶源安全控制成为业界共识。伊利提出继续加强自有奶源建设，推广包括奶联社模式在内的多种奶源建设模式——其中奶联社模式是乳业发展目前条件下行之有效的养殖模式，甚至引起 PE 投资者关注(内蒙古奶联科技有限公司已确定获得深创投领投的约 1.3 亿元注资)。在此之前，伊利于 2006 年至 2008 年期间累计投资近 30 亿元用于自建或合建牧场。

2010 年以来，公司生产性生物资产增长较快，主要原因即购买及培育泌乳牛增加所致，其中 2010 年底生产性生物资产账面余额同比增长 56.05%，截至 2011 年 3 月底，生产性生物资产账面余额较年初大幅增长 127.31%。2011 年，公司将继续加大奶源建设投入力度，在拓展优质奶源基地、鼓励多种奶源建设模式的同时，不断调整、优化奶源结构，积极推进各地牧场项目建设进度，发展实施科学养殖，预防并控制奶源安全风险，确保优质奶源供应。

我们认为，由于长期关注奶源建设，同时其合作推广的奶联社模式得到广泛宣传和认可，伊利在三聚氰胺事件爆发后恢复较快，2009 年和 2010 年销售收入增速快于主要竞争对手蒙牛和光明，未来公司发展基础更加坚实。

产能扩张适时。公司在行业恢复的过程当中开始进行新一轮产能扩张。公司扩张主要集中于 UHT 奶、酸奶和奶粉。我们认为伊利的扩张正当其时，其一，乳业经历三聚氰胺危机后，乳品安全被高度重视，消费者品牌意识增强，强势品牌的市场份额有进一步提高的空间，尤其是自有奶源或奶源安全管控能力强的企业，将有较大受益，因此需要提升产能做好准备。其二，三鹿破产让出很大一部分奶粉市场份额，公司奶粉业务市场营销和推广力度加大，销售增长态势良好，产能亟需扩张以应对市场需求；其三，UHT 奶仍然是增长最快的品种；其四，延续到目前的全国乳制品及婴幼儿配方乳粉企业生产许可重新审核将淘汰一批产能，而机会只会给有准备的企业，我们认为伊利将能最大程度受益于行业整顿。

图表 7. 伊利产能扩张历程示意

披露时间	预计达产时间	生产能力(吨/日)	投资金额	备注
2006.05		1,100 吨 UHT 奶	4.14 亿	湖北黄冈
2006.06		150 吨冷饮, 100 吨酸奶, 14 吨速冻食品	1.67 亿	新疆
2006.08		430 吨液态奶, 150 吨酸奶, 260 吨冷饮	3.76 亿	成都
2006.09		2.5 万吨/年配方奶粉	2.08 亿	石河子
2006.12		150 吨冷饮	1.02 亿	山东平阴
2006.12		150 吨/冷饮	1.14 亿	佛山
2007.04		日处理 1,200 吨鲜奶加工奶粉	3.77 亿	呼和浩特
2007.06		示范牧场	1.66 亿	呼和浩特
小计			19.24 亿	
2009.07	2010.07	4.5 万吨/年奶粉项目	2.89 亿	天津滨海
2009.09	2011.03	乳都科技示范园	4.06 亿	呼和浩特
2009.12	2011.05	200 吨酸奶, 20 吨奶酪	3.82 亿	天津
2010.04	2011.08	900 吨 UHT 奶, 140 吨冷饮	3.90 亿	山东临朐
2010.05	2012.01	年产 45,000 吨配方奶粉	5.52 亿	黑龙江杜尔伯特
2010.09	2012.05	1,200 吨 UHT 奶	3.46 亿	河北张北
2011.01	2012.04	日产 780 吨 UHT 奶	3.59 亿	宁夏吴忠
2011.03	2012.08	日产 800 吨 UHT 奶	4.57 亿	广东惠州
小计			31.81 亿	

资料来源：公司公告，中银国际研究整理

盈利预测及目标价

预计公司 2011-2013 年每股收益分别为 1.26 元、1.70 元和 2.11 元。调低目标价至 46.00 元，维持买入评级。

图表 8. 公司 2010 利润表分析

(人民币, 百万)	2009 年	2010 年	同比变动(%)
营业总收入	24,323.55	29,664.99	21.96
营业收入	24,323.55	29,664.99	21.96
营业总成本	23,673.26	29,071.07	22.80
营业成本	15,778.07	20,686.31	31.11
营业税金及附加	108.83	87.78	(19.34)
销售费用	6,496.09	6,807.07	4.79
管理费用	1,190.96	1,520.81	27.70
财务费用	22.40	(20.71)	(192.43)
资产减值损失	76.90	(10.20)	(113.26)
其他经营收益			
公允价值变动净收益	0.00	0.00	
投资净收益	15.13	11.77	(22.20)
汇兑净收益	0.00	0.00	
营业利润	665.41	605.69	(8.98)
加：营业外收入	209.23	302.36	44.51
减：营业外支出	62.77	54.43	(13.29)
利润总额	811.88	853.62	5.14
减：所得税	146.61	57.86	(60.53)
加：未确认的投资损失	0.00	0.00	
净利润	665.27	795.76	19.62
减：少数股东损益	17.61	18.57	5.44
归属于母公司股东的净利润	647.66	777.20	20.00
每股收益：	0.81	0.97	
盈利能力(%)			
毛利率	35.1	30.27	
经营利润率	2.7	2.0	
税前利润率	3.3	2.9	
净利率	2.7	2.6	

资料来源：公司资料，中银国际研究

图表 9. 公司 2011 年 1 季度利润表分析

(人民币, 百万)	2010 年 1 季度	2011 年 1 季度	同比变动(%)
营业总收入	7,014.38	9,061.05	29.18
营业收入	7,014.38	9,061.05	29.18
营业总成本	6,904.41	8,915.68	29.13
营业成本	4,759.20	6,171.68	29.68
营业税金及附加	32.39	53.42	64.92
销售费用	1,800.70	2,320.98	28.89
管理费用	306.53	368.56	20.24
财务费用	5.97	(5.48)	(191.82)
资产减值损失	(0.39)	6.51	(1,762.17)
其他经营收益			
公允价值变动净收益	0.00	0.00	
投资净收益	2.11	(0.16)	(107.55)
汇兑净收益	0.00	0.00	
营业利润	112.09	145.21	29.56
加: 营业外收入	59.50	65.18	9.54
减: 营业外支出	16.56	3.14	(81.03)
利润总额	155.03	207.25	33.69
减: 所得税	29.65	57.38	93.51
加: 未确认的投资损失	0.00	0.00	
净利润	125.38	149.87	19.54
减: 少数股东损益	0.63	4.91	682.34
归属于母公司股东的净利润	124.75	144.96	16.20
每股收益:	0.16	0.18	
盈利能力(%)			
毛利率	32.2	31.9	
经营利润率	1.6	1.6	
税前利润率	2.2	2.3	
净利率	1.8	1.6	

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	24,324	29,665	35,179	41,554	49,000
销售成本	(15,778)	(20,686)	(24,186)	(28,559)	(33,653)
经营费用	(7,858)	(8,394)	(10,048)	(11,528)	(13,422)
息税折旧前利润	1,181	1,198	1,530	2,109	2,621
折旧及摊销	(493)	(613)	(584)	(642)	(697)
经营利润(息税前利润)	688	585	945	1,467	1,924
净利息收入(费用)	(22)	21	22	(11)	1
其他收益/(损失)	146	248	210	165	85
税前利润	812	854	1,178	1,622	2,010
所得税	(147)	(58)	(153)	(243)	(302)
少数股东权益	(18)	(19)	(20)	(22)	(24)
净利润	648	777	1,004	1,356	1,684
核心净利润	633	765	992	1,346	1,674
每股收益(人民币)	0.81	0.97	1.26	1.70	2.11
核心每股收益(人民币)	0.79	0.96	1.24	1.68	2.09
每股股息(人民币)	0.00	0.00	0.26	0.34	0.53
收入增长(%)	12.30	21.96	18.59	18.12	17.92
息税前利润增长(%)	(133.79)	(14.95)	61.61	55.18	31.16
息税折旧前利润增长(%)	(177.70)	1.33	28.02	37.87	24.26
每股收益增长(%)	(138.38)	20.00	29.21	35.02	24.23
核心每股收益增长(%)	(138.38)	20.00	29.21	35.02	24.23

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	4,113	3,342	5,138	7,538	10,057
应收帐款	219	280	334	399	470
库存	1,836	2,584	3,386	3,427	3,702
其他流动资产	663	1,352	1,097	1,177	1,854
流动资产总计	6,831	7,558	9,955	12,541	16,083
固定资产	5,109	5,591	6,325	6,686	7,186
无形资产	265	461	443	426	408
其他长期资产	946	1,753	1,644	1,968	2,231
长期资产总计	6,321	7,805	8,412	9,080	9,825
总资产	13,152	15,362	18,367	21,621	25,908
应付帐款	3,407	3,704	3,991	4,569	5,385
短期债务	2,685	2,698	2,158	1,295	1,036
其他流动负债	2,946	3,796	6,107	8,464	10,827
流动负债总计	9,037	10,198	12,256	14,329	17,247
长期借款	110	60	132	211	298
其他长期负债	295	592	647	647	647
股本	799	799	799	799	799
储备	2,644	3,419	4,218	5,299	6,556
股东权益	3,443	4,219	5,018	6,098	7,355
少数股东权益	267	294	314	336	361
总负债及权益	13,152	15,362	18,367	21,621	25,908
每股帐面价值(人民币)	4.31	5.28	6.28	7.63	9.20
每股有形资产(人民币)	3.98	4.70	5.72	7.10	8.69
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.58)	(0.69)	(3.53)	(7.51)	(10.88)

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	812	854	1,178	1,622	2,010
折旧与摊销	492	610	584	642	697
净利息费用	59	55	(22)	11	(1)
运营资本变动	1,413	726	2,397	2,586	3,542
税金	(147)	(58)	(153)	(243)	(302)
其他经营现金流	(570)	(689)	(371)	193	(1,358)
经营活动产生的现金流	2,029	1,475	3,590	4,790	4,568
购买固定资产净值	(571)	(1,987)	(1,200)	(1,320)	(1,452)
投资减少/增加	(66)	(192)	0	0	0
其他投资现金流	(78)	(2)	1	1	1
投资活动产生的现金流	(715)	(2,181)	(1,199)	(1,319)	(1,451)
净增资产	0	0	0	0	0
净增债务	55	(50)	72	79	87
支付股息	0	0	(205)	(276)	(427)
其他融资现金流	(153)	(37)	(462)	(874)	(258)
融资活动产生的现金流	(98)	(87)	(595)	(1,070)	(598)
现金变动	1,339	(772)	1,796	2,400	2,519
期初现金	2,774	4,113	3,342	5,138	7,538
公司自由现金流	1,313	(707)	2,391	3,471	3,117
权益自由现金流	1,346	(736)	2,485	3,539	3,205

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(%)	4.85	4.04	4.35	5.08	5.35
息税前利润率(%)	2.83	1.97	2.69	3.53	3.93
税前利润率(%)	3.34	2.88	3.35	3.90	4.10
净利率(%)	2.66	2.62	2.85	3.26	3.44
流动性					
流动比率(倍)	0.76	0.74	0.81	0.88	0.93
利息覆盖率(倍)	30.7	(28.25)	(42.32)	139.32	(2085.55)
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)	0.55	0.49	0.54	0.64	0.72
估值					
市盈率(倍)	41.99	34.99	27.08	20.06	16.14
核心业务市盈率(倍)	42.99	35.53	27.40	20.21	16.24
目标价对应核心业务					
市盈率(倍)	56.77	47.31	36.62	27.12	21.83
市净率(倍)	7.33	6.03	5.10	4.23	3.52
价格/现金流(倍)	13.40	18.44	7.58	5.68	5.95
企业价值/息税折旧前					
利润(倍)	21.94	22.27	15.91	10.03	7.05
周转率					
存货周转天数	27.55	31.79	35.13	30.10	27.58
应收帐款周转天数	3.27	3.16	3.29	3.29	3.29
应付帐款周转天数	78.81	65.36	60.23	58.40	58.40
回报率					
股息支付率(%)	0.00	0.00	20.41	20.33	25.36
净资产收益率(%)	17.93	17.64	19.22	21.42	22.14
资产收益率(%)	4.92	5.06	5.47	6.27	6.50
已运用资本收益率(%)	7.85	6.00	9.24	13.77	15.86

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