

2011 年 5 月 11 日

宝钢股份

6 月出厂价维持不变

A
买入

600019.SS - 人民币 6.91

目标价格: 人民币 9.00 (↗9.80)

乐宇坤*

(8621) 6860 4866 分机 8559

yukun.le@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010044

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(%)	8	(5)	0	7
相对新华富时 A50 指数(%)	5	1	(2)	5

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	17,512
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	121,008
3 个月日均交易额(人民币 百万)	492
净负债比率(%) (2011E)	7.4
主要股东(%)	
上海宝钢集团公司	74

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

* 杭一君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

宝钢 5 月 10 日出台 6 月出厂价政策: 热轧和冷轧均维持上月价格不变, 至此宝钢上半年热轧出厂价均价同比上涨 7%, 冷轧同比下降 6%。我们测算公司 2 季度热轧品种价格环比上升 2%, 冷轧环比基本持平, 但铁矿石成本可能环比上升 10% 以上, 我们估计 2 季度的盈利可能环比下降。公司作为国内最先进的钢铁生产商, 冷、热轧及中厚板等产品定位高端, 附加值高, 并在国际上具有强大的竞争力。公司未来仍将保持以碳钢板材为主, 多品种并进, 消费类产品为重点, 努力拓展海外市场。我们小幅下调盈利预测, 并将目标价下调至 9.00 元。我们对该股维持买入评级。

支撑评级的要点

- 产品高端优势明显, 盈利能力高, 抗周期能力强;
- 家电和机械等下游行业需求仍保持一定幅度的增长;
- 优秀的管理水平。

影响评级的主要风险

- 钢铁需求下滑; 钢材价格反弹乏力;
- 铁矿石焦炭价格居高不下。

估值

- 目前公司的 2011 年市盈率为 9.2 倍左右, 为行业平均水平 50% 左右, 估值便宜。另外, 公司 2011 年股息收益率为 4.5%, 也具有较大吸引力。我们将目标价由 9.80 元下调至 9.00 元, 这是基于 12 倍的 2011 年市盈率, 较 A 股主要钢铁公司的平均水平有 35% 的折价。我们维持该股的买入评级。

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)	148,326	202,149	226,531	247,419	271,744
变动(%)	-	36	12	9	10
净利润(人民币 百万)	5,742	12,889	13,121	14,306	17,695
全面摊薄每股收益(人民币)	0.33	0.74	0.75	0.82	1.01
变动(%)	-	124	2	9	24
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.82	0.92	1.03
核心每股收益(人民币)	0.33	0.74	0.75	0.82	1.01
变动(%)	-	124	2	9	24
全面摊薄市盈率(倍)	20.8	9.4	9.2	8.5	6.8
核心市盈率(倍)	20.8	9.4	9.2	8.5	6.8
每股现金流量(人民币)	1.38	1.11	2.13	1.91	1.69
价格/每股现金流量(倍)	5.0	6.2	3.2	3.6	4.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	18.4	9.4	4.8	4.4	3.7
每股股息(人民币)	0.18	0.30	0.31	0.34	0.42
股息率(%)	2.60	4.34	4.50	4.90	6.03

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

6 月出厂价维持价格不变

5 月 10 日宝钢出台 6 月产品出厂价政策：热轧和普冷产品价格均维持不变。至此，宝钢上半年的出厂价政策为 3 升，1 降，2 平：1 季度在成本上升的助推下公司上调出厂价格，1-3 月累计上调幅度达 6-14%；4 月维持平盘；5 月，除取向硅钢上调 1,500 元/吨以外，其他产品出厂价格普遍下调（其中热轧产品下调 200 元/吨，降幅约为 4%；冷轧产品下调 300 元/吨，降幅约为 5%）。5 月的降价政策是宝钢自去年 9 月以来首次下调出厂价，一方面是由于订货价和市场价存较大倒挂，另一方面反映了汽车行业增速放缓影响冷轧板的需求。在 6 月出厂价为平盘的基础上，我们测算出公司 2 季度钢材价格热轧品种同比上升 1%，环比上升 2%；冷轧品种同比下跌 8%，环比基本持平；宝钢上半年的热轧均价同比上涨 7%，而冷轧价格同比降低 6%。下半年我们预计随着汽车产业有望追补上半年由于地震而受抑制的产能以及出口情况的好转，再加上可能出现的限电对钢铁业产能的抑制，我们估计公司的出厂价也有望重新抬升。

图表 2. 宝钢 2011 年 1-6 月产品调价政策（不含税，元/吨）

															目前市 场价格	
10 年																
12 月 1 月 执 1 月 调 2 月 执 2 月 调 3 月 执 3 月 调 4 月 执 4 月 调 5 月 执 5 月 调 6 月 执 6 月 调 (5 月 4 日																
品种	材质	代表规格	执行价	行价	幅(%)	行价	幅(%)	行价	幅(%)	行价	幅(%)	行价	幅(%)	行价	幅(%)	均价)
热轧板卷	SPHC	3.0*1250*C	4,742	5,002	6	5,102	2	5,402	6	5,402	0	5,202	(4)	5,202	0	4,351
冷轧板卷	SPCC	1.0*1250*C	5,036	5,236	4	5,336	2	5,596	5	5,596	0	5,296	(5)	5,296	0	4,838
酸洗热轧	SPHC	3.0*1250*C	5,257	5,457	4	5,557	2	5,757	4	5,857	2	5,657	(3)	5,557	(2)	-
宽厚板	船板 A	16.0-20.0*2000	4,650	4,800	3	4,900	2	5,200	6	5,200	0	5,050	(3)	5,050	0	4,983
热镀锌	DC51D+Z	1.0*1250*C	5,087	5,287	4	5,387	2	5,647	5	5,647	0	5,347	(5)	5,347	0	4,968
无取向硅钢	B50A1000	0.5*1000*C	7,270	7,420	2	7,520	1	7,720	3	7,720	0	7,720	0	7,720	0	6,160

资料来源：联合钢铁网

11 年一季度汽车和家电增速趋缓

10 年宝钢生产的用于汽车和家电等的高端板材受益于下游需求旺盛，销量上实现较大幅度增长。10 年宝钢汽车板销量同比增长约为 20%，家电板销量同比增长约为 15%。

5月10日中国汽车工业协会公布2011年1-4月全国汽车产销量分别为643.1万台和653.4万台，同比增长5.1%和6%，而4月单月销量同比有0.25%的下滑。虽然1-4月汽车行业增速较往年趋缓，但从全年来看，中银国际汽车分析师预计11年汽车市场仍将有9%的增长。我们预计公司作为汽车板厂商的龙头11年销售仍可实现一定程度的增长。

2011年1-4月全国家用洗衣机生产2,132.28万台，同比增长17%；家用冰箱销量2,697万台，同比增长17.58%；空调累计销售5,297.11万台，同比增长42.74%，各个品种都实现了稳步增长。根据中银国际家电分析员预计，从2011年全年来看，家用电器的整体销量增速仍有望达到10-20%的水平，这主要有以下几个因素：首先节能惠民政策的深入和相关技术的进步会继续助推城镇消费市场；其次，我国城镇化率的不断提高，将创造出新的刚性需求；第三，家电下乡政策将激发出农村消费市场的巨大潜力。

图表3.主要下游行业需求情况

	10年1-12月		11年1-4月		11年预测增幅 增幅(%)
	累计产量 (万台)	累计同比增幅(%)	累计产量 (万台)	累计同比增幅(%)	
汽车	1,826.99	32.4	643.11	5.09	9
空调	10,899.6	34.9	5,297.11	42.74	20
洗衣机	6,208.13	27.14	2,132.28	17	15
冰箱	7,300.8	23.1	2,697.00	17.58	10

资料来源：万得资讯，中银国际研究

11年1季度净利润同比减少22%

宝钢股份公告11年1季度归属母公司净利润同比减少22%至30.7亿人民币(每股收益0.18元)，这占我们全年预测的24%。1季度公司毛利率由去年同期的14.8%下降至10.9%。盈利及毛利率下降主要是由于原材料价格上涨幅度较大。11年1季度热轧和冷轧板均价同比分别上升15%和下降4%，而铁矿石方面由于宝钢股份的铁矿石几乎都是采购协议矿，按照铁矿石库存1个半月来估算，在去年1季度协议矿价格基数比较低的情形下，今年1季度铁矿石价格大幅增加。从销量上来看，受日本地震的影响，国内汽车产业增速放缓也使得1季度的汽车板销量受到一定影响，商品坯材整体销量与去年1季度持平。另外公司1季度管理费用上升35%主要是由于科研费用增加，而财务费用同比大幅降低主要是由于美元较人民币升值0.98%从而使公司账面美元债务实现汇兑收益（去年同期升值幅度为0.03%）。

图表 4.业绩摘要

(人民币, 百万)	10 年 1 季度	11 年 1 季度	同比变化(%)
销售收入	44,278	53,940	22
销售成本	(37,571)	(47,909)	28
营业税	(150)	(127)	(15)
毛利润	6,557	5,904	(10)
其他营业收入	17	33	96
销售费用	(404)	(413)	2
管理费用	(1,011)	(1,362)	35
资产减值损失	42	(80)	n/a
经营利润	5,201	4,083	(22)
财务费用	(365)	(56)	(85)
投资收入	298	137	(54)
其它非经营性收入	135	9	(93)
税前利润	5,269	4,173	(21)
税金	(1,200)	(960)	(20)
少数股东权益	139	144	3
净利润	3,930	3,070	(22)
全面摊薄每股收益(人民币)	0.220	0.180	(22)
盈利能力 (%)			
毛利率	14.8	10.9	
经营利润率	11.7	7.6	
净利率	8.9	5.7	

资料来源: 公司数据

1 季度净利润环比上升 34%

从分季度业绩来看, 1 季度净利润环比上升 34%。毛利率由 9.2% 上升为 10.9%, 这主要是由于钢材价格环比上涨和铁矿石价格环比下降, 1 季度热轧价格出厂价均价上涨 9% 而冷轧环比上涨 7%, 铁矿石价格据我们估算可能环比下降 3% 左右。另外期间费用环比减少 21% 左右。

图表 5.季度利润及毛利率

	09 年 1 季度	09 年 2 季度	09 年 3 季度	09 年 4 季度	10 年 1 季度	10 年 2 季度	10 年 3 季度	10 年 4 季度	11 年 1 季度
净利润(人民币, 百万)	89.0	580.0	3,035.6	2,111.6	3,930.1	4,120.8	2,550.9	2,287.3	3,070.0
毛利率(%)	2.9	6.0	14.8	10.5	14.8	14.1	9.3	9.2	10.9

资料来源: 公司资料, 中银国际研究

11 年 1 季度产钢 660 万吨

公司 11 年 1 季度产铁 579.7 万吨, 产粗钢 660.4 万吨, 分别占全年计划产量的 24.2% 和 24%; 1 季度商品坯材销量 627.7 万吨, 占全年计划销量 24%。公司计划 11 年产铁 2,398 万吨、产钢 2,747 万吨、销售商品坯材 2,612 万吨, 比 10 年实际销量增加 3% 左右。另外从长期看, 通过对现有生产线的技改, 到 2015 年公司产能有望达到 3,300 万吨。

11 年铁矿石成本压力仍然较大

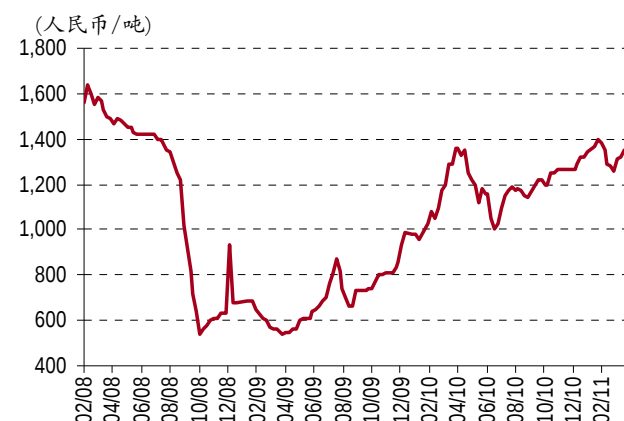
铁矿石价格是影响钢企利润的重要因素。自 2010 年 7 月初铁矿石价格见底后，目前国内铁矿石现货价格已上涨了 37% 左右，进口铁矿石现货价格上涨了 45% 左右；而从同比数据来看，11 年 1 季度，进口矿现货价同比上涨 30%，而国内矿价格同比上涨 40% 左右。铁矿石价格上升严重的削弱了国内钢铁企业的盈利能力。

自从采用季度定价方法，协议矿价格也在大幅攀升。今年 1 季度巴西淡水河谷和力拓的铁矿石合同价格上涨 7-9%。必和必拓正努力推进按照月度定价方式进行结算，即按照前一月的价格情况决定下一月的矿石贸易结算价格。我们粗略估算，按照 1 季度矿石价格上涨幅度，吨钢成本环比上涨 120 元左右。目前按照普氏价格指数，2 季度协议价格的基准价环比上涨 20% 左右，3 季度可能较 2 季度持平或小幅上升。尽管宝钢现在积极寻找资源项目，但我们认为目前公司面临的铁矿石压力仍然较大。

宝钢和力拓签订焦煤长期协议

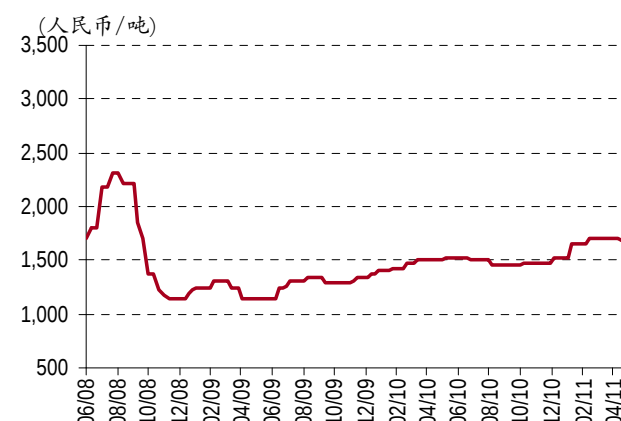
11 年开年以来焦煤价格环比提升了约 10% 左右，而澳大利亚发生的洪灾使得国际市场的焦煤价格持续走高。11 年 1 季度焦煤价格环比上涨 12%，据此测算大概影响吨钢成本超过 80-100 元。在焦煤价格节节攀升的态势下，宝钢和力拓签署一份为期三年的焦煤合作协议，力拓将从 11 年开始向宝钢稳定供应优质焦煤。但据我们了解目前宝钢的焦煤仍然有 9 成来自国内。

图表 6. 青岛港铁矿石进口价 (CFR)



资料来源：中国物资价格信息

图表 7. 山西柳林 4# 焦煤价格走势



资料来源：中国物资价格信息

日本强震后公司支持日系汽车用钢国产化

日本地震使受创地区诸如 JFE、住友金属、新日铁等钢铁厂的生产基地受到严重破坏面临停产和减产；当地的汽车生产商和零部件生产商的生产也受到了严重影响。同时国内广州地区包括东风日产、广汽本田和广汽丰田在内的日系汽车生产商在日本强震后生产也受到了影响。对此宝钢在第一时间启动宝钢南方汽车用钢紧急应对方案，主动配合广州三大日系汽车厂紧急启动用钢国产化方案，全力保障厂商生产稳定，填补可能出现的用钢供应短缺。由于日本地震影响当地的钢铁和汽车生产，汽车板等高端钢材将出现供给趋紧的态势，由此相关产品价格将被推升，钢厂的需求也将会有一定增长。另外宝钢的办公产品用钢也将可能填补由于日本地震导致的相关产品供应短缺。

大幅上调硅钢产品出厂价

3 月以来宝钢大幅上调了取向硅钢的出厂价，4、5 月出厂价累计上调 2,500 元/吨。这主要是由于日本地震可能抑制当地的硅钢生产。按 2010 年数据计算，从日本进口的硅钢占我国硅钢总进口量的一半左右。从需求来看，正值“十二五”开局之年，水利、电力、农网改造和智能电网等方面的建设都会大幅提升国内对硅钢的需求。综合上面的因素，硅钢供需关系变动的预期推升硅钢价格。

图表 8.我国硅钢进口情况

进口硅钢量 (万吨)	2008 年	2009 年	2010 年
我国进口硅钢总量	104.4	83.6	97.6
其中：进口取向硅钢	35.3	32.0	26.3
进口无取向硅钢	69.1	51.6	71.3
从日本进口硅钢	44.4	34.0	51.1
从日本进口量占比(%)	42.6	40.7	52.3

资料来源：海关总署，中银国际研究

宝钢集团投资德盛镍业

10 年 12 月公司公告宣布放弃福建德盛镍业有限公司的优先认购权而改由集团公司投资但保留未来对该项目的择机收购权。宝钢集团拟采用“股权受让+增加注册资本”的方式控股福建德盛镍业 70% 股权。德盛镍业位于福建省罗源湾开发区，成立于 2005 年 12 月，注册资本 22 亿元人民币。目前其拥有含镍红土矿并可采用高炉冶炼含镍生铁的工艺降低不锈钢的生产成本。德盛镍业公司具备 180 万吨 200 系列不锈钢的能力。

集团投资湛江钢铁项目，公司保留择机收购权

公司4月13日公告称由宝钢集团投资湛江钢铁项目，公司保留未来对该项目的择机收购权。公司表示改由集团投资主要是考虑到湛江项目建设周期长，投入资金大，如由股份公司投资前期可能摊薄收益影响股东利益，所以拟放弃投资优先权。酝酿已久的湛江钢铁基地项目是宝钢新一轮的战略规划的重要组成部分。由于看好广东省未来的钢铁需求和湛江的优良港口资源，宝钢规划在湛江打造具有国际竞争力的世界一流钢铁精品生产基地。11年3月14日宝钢集团与湛江市人民政府签署了广钢环保迁建湛江钢铁基地项目合作协议。双方承诺将共同推进项目建设工作，为加快广东省淘汰落后产能，推动区域经济协调发展作出贡献。目前项目的前期工作正在积极推进的过程中。

盈利展望

在6月出厂价为平盘的基础上，我们测算出公司2季度钢材价格热轧品种同比上升1%，环比上升2%；冷轧品种同比下跌8%，环比基本持平；但铁矿石成本由于1季度和2季度环比都有较大幅度的增加。综合来看2季度铁矿石成本可能环比上升10%以上。我们估计2季度的盈利可能环比有所下降。

小幅下调盈利预测

由于2季度盈利情况可能低于我们预期，我们分别小幅下调11年和2012年盈利预测2.6%和2.4%。这是基于以下价格假设：假设2011-12年的热轧钢材平均价格分别上升10%和5%，冷轧钢材平均价格分别上涨7.5%和2.5%；假设11年和12年铁矿石价格将分别上涨20%和5%；焦煤价格分别上涨10%和5%。

图表9.钢价、铁矿石和焦煤价格假设（不含税）

	单位	2010	2011E	2012E
热轧产品价格假设	元/吨	3193	3512	3688
变动幅度(%)			10	5
冷轧产品价格假设	元/吨	8435	9068	9295
变动幅度(%)			7.5	2.5
铁矿石合同价格假设（澳洲）	美元/吨	110	132	139
变动幅度(%)			20	5
铁矿石合同价格假设（巴西）	美元/吨	106	127	133.6
变动幅度(%)			20	5
焦煤价格	元/吨	1270	1397	1467
变动幅度(%)			10	5

资料来源：中银国际研究

下调目标价格

公司作为国内最先进的钢铁生产商，冷、热轧及中厚板等产品定位高端，附加值高，并在国际上具有强大的竞争力。公司未来仍将保持以碳钢板材为主，多品种并进，并在公司战略上坚持以下游客户需求为导向，消费类产品为重点，努力拓展海外市场的原则积极提高钢铁业务水平在同业中获得更高的盈利能力。目前 2011 年公司的市盈率为 9.2 倍左右，为主要钢铁公司平均市盈率的一半水平，估值便宜。另外，公司 2011 年股息收益率高达 4.5%，也具有较大吸引力。我们下调目标价至 9.00 元，这是基于 12 倍的 2011 年市盈率，较 A 股主要钢铁公司的平均水平有 35% 左右的折价。我们维持该股的买入评级。

图表 10A 股主要钢铁公司估值 (2011 年 5 月 10 日)

证券简称	证券代码	货币	收盘		每股收益			每股收益增长率		市盈率		市净率		净资产收益率(%)
			价	市值	(元/股)			(%)		(倍)		(倍)		
A股主要钢铁公司					2010	2011E	2012E	2011E	2012E	2011E	2012E	2011E	2012E	2011E
河北钢铁	000709.SZ	人民币	4.71	17,688	0.21	0.26	0.31	24	19	18.1	15.2	1.0	1.0	5.7
本钢板材	000761.SZ	人民币	8.53	5,950	0.30	0.39	0.54	32	38	21.9	15.8	1.7	1.5	7.7
鞍钢股份	000898.SZ	人民币	7.73	47,532	0.28	0.42	0.65	48	55	18.5	11.9	1.0	1.0	5.4
武钢股份	600005.SS	人民币	4.51	45,523	0.22	0.32	0.40	47	25	14.1	11.3	1.2	1.1	8.4
平均		人民币		29,173	0.25	0.35	0.47	37.8	34.5	18.2	13.5	1.2	1.1	6.8
宝钢股份	600019.SS	人民币	6.91	121,008	0.74	0.75	0.82	2	9	9.2	8.5	1.1	1.0	11.4

资料来源：中银国际预测、万得资讯

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	148,326	202,149	226,531	247,419	271,744
销售成本	(134,332)	(177,817)	(200,667)	(219,376)	(237,102)
运营费用	(5,139)	(6,963)	(8,427)	(10,268)	(13,315)
息税折旧前利润	8,855	17,369	17,438	17,775	21,327
折旧与摊销	(13,306)	(13,300)	(13,062)	(13,575)	(14,182)
营业利润(息税前利润)	22,160	30,670	30,499	31,351	35,509
净利息收入(费用)	(1,676)	(807)	(440)	730	1,508
其它盈利/(亏损)	41	410	460	502	552
税前利润	7,220	17,076	17,457	19,008	23,387
所得税	(1,199)	(3,715)	(3,841)	(4,182)	(5,145)
少数股东损益	(279)	(472)	(495)	(520)	(546)
净利润	5,742	12,889	13,121	14,306	17,695
核心净利润	5,742	12,889	13,121	14,306	17,695
每股收益(人民币)	0.33	0.74	0.75	0.82	1.01
核心每股收益(人民币)	0.33	0.74	0.75	0.82	1.01
每股派息(人民币)	0.18	0.30	0.31	0.34	0.42
营收增长率(%)	(26.0)	36.3	12.1	9.2	9.8
息税前利润增长率(%)	n.a.	96.2	0.4	1.9	20.0
息税折旧前利润增长率(%)	n.a.	38.4	(0.6)	2.8	13.3
每股收益增长率(%)	n.a.	124.5	1.8	9.0	23.7
核心每股收益增长率(%)	n.a.	124.5	1.8	9.0	23.7

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
现金及等价物	5,558	9,201	9,514	11,306	15,897
应收帐款	12,241	14,609	18,123	25,979	40,762
库存	29,462	38,027	44,147	50,456	54,533
其它流动资产	5,405	7,028	7,625	8,229	8,811
流动资产合计	52,666	68,864	79,409	95,970	120,002
固定资产	115,466	117,737	114,324	112,472	111,658
无形资产	7,837	8,149	7,742	7,334	6,927
其它长期资产	25,173	21,314	29,070	35,094	39,819
长期资产合计	148,476	147,201	151,136	154,900	158,405
总资产	201,143	216,065	230,544	250,870	278,407
应付账款	18,583	19,164	20,067	26,325	28,452
短期债	24,274	23,611	7,560	0	0
其它流动负债	27,865	30,401	49,914	64,172	80,162
流动负债合计	70,722	73,176	77,541	90,497	108,614
长期借款	5,295	8,587	10,287	8,553	6,784
其他长期负债	23,907	22,960	23,203	23,412	23,656
股本	17,512	17,512	17,512	17,512	17,512
储备	77,726	87,364	95,039	103,414	113,813
股东权益	95,238	104,876	112,551	120,926	131,325
少数股东权益	6,082	6,596	7,091	7,612	8,158
负债权益总计	201,143	216,065	230,544	250,870	278,407
每股账面价值(人民币)	5.43	5.98	6.42	6.90	7.49
每股有形资产(人民币)	4.99	5.52	5.98	6.48	7.10
每股净负债/(现金)(人民币)	7.28	4.34	2.65	1.25	0.49

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	7,220	17,076	17,457	19,008	23,387
折旧与摊销	13,281	13,269	13,062	13,575	14,182
净利息费用	1,676	807	440	(730)	(1,508)
运营资本变动	18,056	4,312	(1,867)	(5,473)	(11,388)
税金	(1,199)	(3,715)	(3,841)	(4,182)	(5,145)
其他经营现金流	(14,892)	(12,225)	12,057	11,219	10,064
经营活动产生的现金流	24,140	19,421	37,308	33,417	29,592
购买固定资产净值	(18,236)	(13,246)	(17,000)	(17,340)	(17,687)
投资减少/增加	744	91	0	0	0
其他投资现金流	0	545	0	0	0
投资活动产生的现金流	(17,492)	(12,610)	(17,000)	(17,340)	(17,687)
净资产增加	0	0	0	0	0
净负债增加	(8,907)	3,292	1,700	(1,734)	(1,769)
支付股息	(3,152)	(5,254)	(5,447)	(5,930)	(7,297)
其它筹资现金流	5,793	(402)	(16,229)	(6,604)	1,766
筹资活动产生的现金流	(7,942)	(3,167)	(19,994)	(14,286)	(7,314)
现金余额变动	(1,294)	3,643	314	1,791	4,591
年初现金	6,852	5,558	9,201	9,514	11,306
公司自由现金流	6,648	6,813	20,308	16,078	11,905
股权自由现金流	(3,935)	9,299	21,989	14,326	10,121

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	14.9	15.2	13.5	12.7	13.1
息税前利润率	6.0	8.6	7.7	7.2	7.8
税前利润率	4.9	8.4	7.7	7.7	8.6
净利率	3.9	6.4	5.8	5.8	6.5
流动性(倍)					
流动比率	0.7	0.9	1.0	1.1	1.1
利息覆盖率	5.3	21.5	39.6	(24.3)	(14.1)
净权益负债率(%)	25.2	21.9	7.4	净现金	净现金
速动比率	0.3	0.4	0.5	0.5	0.6
估值(倍)					
市盈率	20.8	9.4	9.2	8.5	6.8
核心业务市盈率	20.8	9.4	9.2	8.5	6.8
目标价对应核心业务市盈率	27.1	12.2	12.0	11.0	8.9
市净率	1.2	1.1	1.0	0.9	0.9
价格/现金流	5.0	6.2	3.2	3.6	4.1
企业价值/息税折旧前利润	18.4	9.4	4.8	4.4	3.7
周转率					
存货周转天数	72.5	68.7	71.1	74.4	73.2
应收帐款周转天数	13.7	12.1	12.8	21.9	29.2
应付帐款周转天数	50.5	39.3	36.5	43.8	43.8
回报率(%)					
股息支付率	51.7	39.3	40.0	40.0	40.0
净资产收益率	6.0	12.0	11.4	11.5	13.1
资产收益率	2.9	6.0	5.7	5.7	6.4
已运用资本收益率	4.4	7.9	8.2	8.4	9.5

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