

2011 年 9 月 6 日

宝钢股份

原材料压力和需求不振挤压利润空间

宝钢股份公告 11 年上半年归属母公司净利润同比减少 36.9%至 50.8 亿人民币（每股收益 0.29 元），低于我们原来的预期。上半年公司毛利率由去年同期的 14.4%下降至 9.4%。盈利及毛利率下降主要是由于原材料价格上涨幅度较大。由于成本的高企和下游需求增速放缓给公司的销售带来一定压力，我们分别下调公司 2011、12 年的盈利预测 30.8%和 32.1%。我们下调目标价至 6.20 元，但维持对该股的买入评级。

支撑评级的要点

- 国内板材产品龙头企业，高端优势明显，盈利能力高，抗周期能力强；
- 优秀的管理水平。

影响评级的主要风险

- 下游需求增速放缓，价格抬升乏力；
- 铁矿石焦炭价格居高不下。

估值

- 我们将公司的目标价由 9.80 元下调至 6.20 元，这是基于 12 倍的 2011 年市盈率。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	220,076	231,079	244,944
变动(%)	-	36	9	5	6
净利润(人民币百万)	5,742	12,889	9,083	9,717	10,542
全面摊薄每股收益(人民币)	0.33	0.74	0.52	0.55	0.60
变动(%)	-	124	(30)	7	8
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.82	0.92	1.03
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.75	0.82	1.01
调整幅度(%)	-	-	30.8	32.1	-
核心每股收益(人民币)	0.33	0.74	0.52	0.55	0.60
变动(%)	-	124	(30)	7	8
全面摊薄市盈率(倍)	15.4	7.0	9.9	9.2	8.5
核心市盈率(倍)	15.4	7.0	9.9	9.2	8.5
每股现金流量(人民币)	1.38	1.11	1.83	1.71	1.31
价格/每股现金流量(倍)	3.7	4.6	2.8	3.0	3.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	14.9	7.5	4.7	4.3	4.1
每股股息(人民币)	0.18	0.30	0.22	0.23	0.25
股息率(%)	3.52	5.86	4.27	4.57	4.95

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

买入
A

600019.SS - 人民币 5.12

目标价格：人民币 6.20 (▼9.80)

乐宇坤*

(8621) 2032 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(%)	(20)	(7)	(20)	(21)
相对新华富时				
A50 指数(%)	(9)	(4)	(11)	(12)

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)	89,661
3 个月日均交易额(人民币 百万)	214
净负债比率(%) (2011E)	6.8
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

11 年上半年净利润同比减少 36.9%

宝钢股份公告 11 年上半年归属母公司净利润同比减少 36.9% 至 50.8 亿人民币（每股收益 0.29 元），这低于我们原来的预测。上半年公司毛利率由去年同期的 14.4% 下降至 9.4%。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 年上半年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，今年上半年铁矿石价格大幅增加，这挤压了公司的利润空间，导致公司利润和毛利率的同比显著下滑。另外从产品需求来看，上半年国内下游产业包括汽车和家电业增速放缓也使得板材需求受到影响，总体价格抬升不如建材。

图表 2. 业绩摘要

(人民币, 百万)	10 年上半年	11 年上半年	同比变化(%)
销售收入	97,812	110,989	13.5
销售成本	(83,373)	(100,348)	20.4
营业税	(316)	(240)	(24.0)
毛利润	14,123	10,400	(26.4)
其他营业收入	44	64	46.8
销售费用	(797)	(883)	10.8
管理费用	(2,249)	(2,810)	25.0
资产减值损失	(204)	(117)	(42.8)
经营利润	10,916	6,654	(39.0)
财务费用	(640)	(66)	(89.7)
投资收入	423	172	(59.4)
其它非经营性收入	136	27	(80.2)
税前利润	10,835	6,787	(37.4)
税金	(2,518)	(1,462)	(41.9)
少数股东权益	267	245	(8.0)
净利润	8,051	5,079	(36.9)
全面摊薄每股收益(人民币)	0.460	0.290	(37.0)
盈利能力 (%)			
毛利率	14.4	9.4	
经营利润率	11.2	6.0	
净利率	8.2	4.6	

资料来源：公司数据

2 季度净利润环比下降 34.5%

从分季度业绩来看，2 季度净利润环比大幅下降 34.5%。毛利率由 11.2% 下降为 8.1%，这主要是由于钢材价格环比下降和铁矿石价格环比上升，2 季度热轧价格出厂价均价下降 5% 而冷轧环比下跌 2%，铁矿石价格据我们估算可能环比上升 3% 左右。另外期间费用环比增加 5.4% 左右。

图表 3. 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	11 年 2 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	2,009
毛利率(%)	2.9	6.0	14.8	10.5	14.8	14.1	9.3	9.2	11.2	8.1

资料来源: 公司资料, 中银国际研究

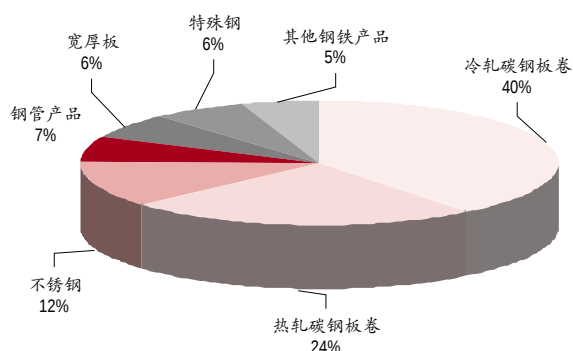
11 年上半年销售坯材 1276 万吨

上半年, 公司销售商品坯材 1,276.5 万吨, 占原来全年计划的 48.9%。公司原先计划 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。鉴于公司内外部经营环境的变化, 公司对年度生产经营计划进行调整。调整之后公司全年计划铁产量 2,399 万吨、钢产量 2,712 万吨、商品坯材销量 2,557 万吨, 其中钢产量和坯材销售量分别比原先计划减少 1.3% 和 2.1%。

冷热轧毛利率下滑, 特殊钢盈利有改善

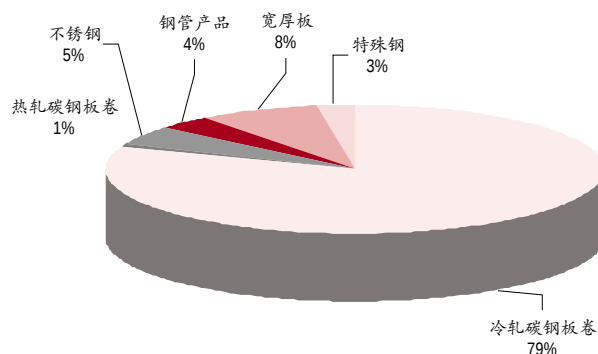
分品种来看, 除不锈钢品种的毛利率略有抬升和特殊钢亏损显著收窄外, 其他品种利润率都有较为显著的下滑, 其中, 冷轧和热轧产品的毛利率分别从去年同期的 28.2% 和 21.7% 下降为 15.3% 和 13.6%; 宽厚板毛利率由去年的 -3.7% 下滑至 -9.5%; 不锈钢品种毛利率由去年同期的 0.6% 略抬升至 0.9%, 而特殊钢改善较为显著, 由去年同期毛利率 -7.7% 亏损收窄至 -0.2%。

图表 4. 2010 年上半年公司分品种收入占比



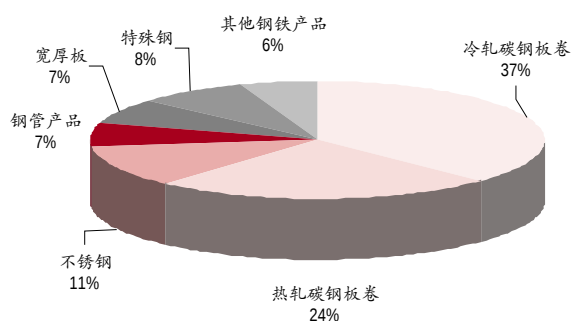
资料来源: 中国物资价格信息

图表 5. 2010 年上半年公司分品种利润占比



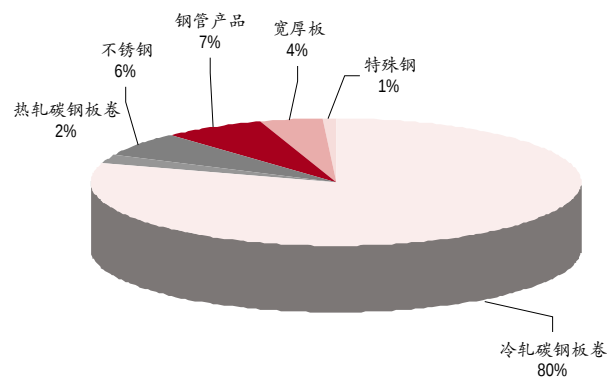
资料来源: 中国物资价格信息

图表 6. 2010 年上半年公司分品种收入占比



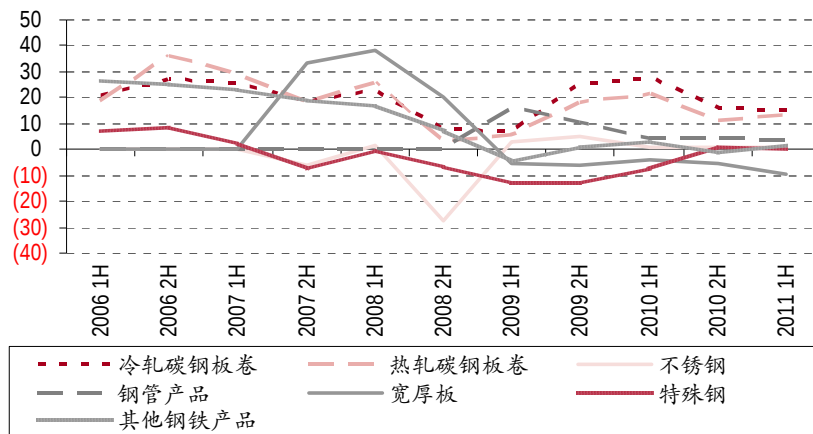
资料来源：中国物资价格信息

图表 7. 2010 年上半年公司分品种利润占比



资料来源：中国物资价格信息

图表 8. 公司产品品种毛利率变化

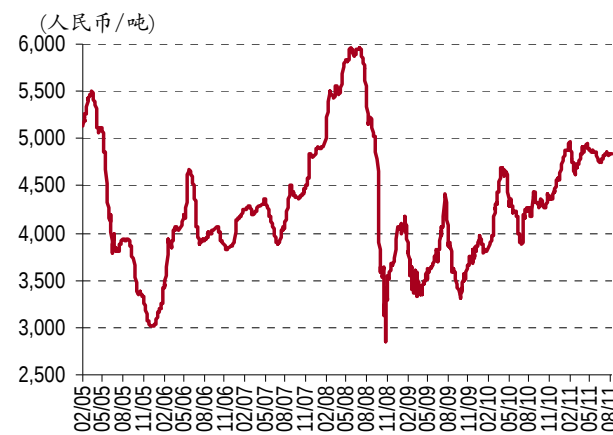


资料来源：公司资料，中银国际研究部

小幅上调 9 月出厂价

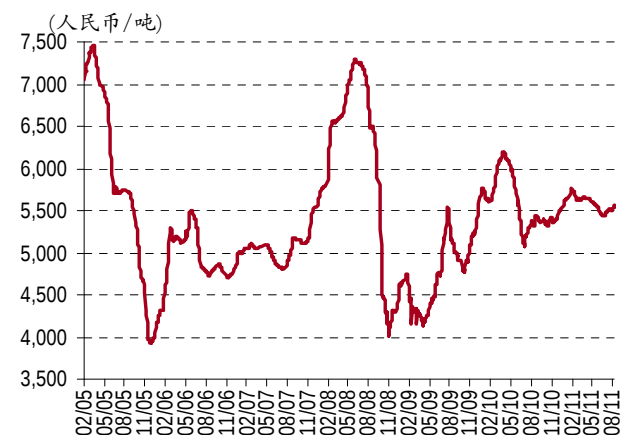
8 月 11 日宝钢公布 9 月产品出厂价，调价政策基本符合此前的市场预期：热轧除结构钢上调 60 元/吨以外其他主要产品价格维持不变；冷轧产品 120 元/吨，上调幅度为 2.3%；中厚板价格维持不变；其他诸如酸洗、热镀锌、电镀锌的价格也有小幅上调。

图表 9. 3mm 热轧板价格走势



资料来源：彭博

图表 10. 1mm 冷轧板价格走势



资料来源：彭博

图表 11. 宝钢 2011 年 1-9 月产品调价政策（不含税，元/吨）

			10 年																			
			12 月	1 月	1 月	2 月	2 月	3 月	3 月	4 月	5 月		5 月	6 月	6 月	7 月	7 月	8 月	8 月	9 月	9 月	
			执行	执行	调幅	执行	调幅	执行	调幅	执行	执行		调幅	执行	调幅	执行	调幅	执行	调幅	执行	调幅	
品种	材质	代表规格	价	价	(%)	价	(%)	价	(%)	价幅(%)	价	(%)	价	(%)	价	(%)	价	(%)	价	(%)	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	5,002	(4)	5,002	0	5,002	0	
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	5,196	(2)	5,246	1	5,366	2	
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)	5,257	(2)	5,157	(2)	5,157	0	5,277	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	5,050	0	4,950	(2)	4,950	0	
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	5,347	0	5,397	1	5,547	3	

资料来源：联合钢铁网

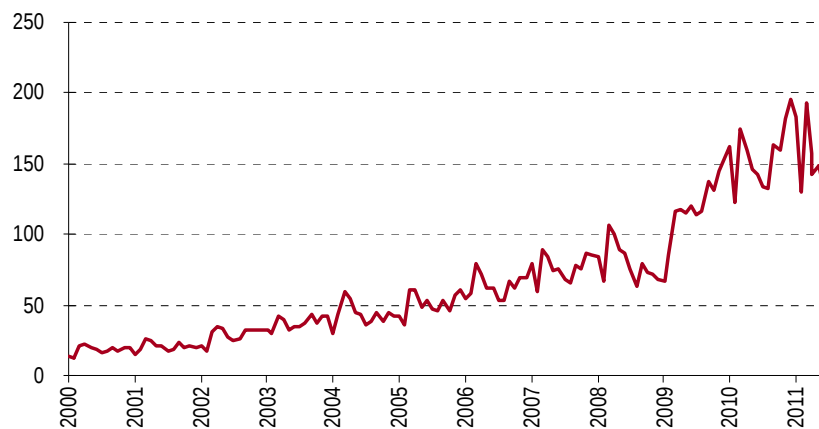
11 年上半年汽车和家电增速趋缓

由于 11 年上半年汽车和家电等行业增速都有显著放缓，宝钢上半年的业绩受到一定程度的影响。

汽车行业：

中国汽车工业协会公布 2011 年 1-6 月全国汽车产销量分别为 915.6 万辆和 932.5 万台，同比增长 2.5% 和 3.35%，这与 09 年比增速明显放缓，增速下移一方面有基数较高的原因，另一方面从行业基本面来看多重不利因素的交织使得行业上半年整体表现较弱。这些不利因素主要包括：优惠政策退出，油价的攀升，以及日本地震对日系汽车产量的影响，另外宏观经济方面市场资金总体偏紧也抑制了终端需求的抬升。从 7 月数据来看，产销量分别为 130.6 万台和 127.5 万台，产量同比增长 1.6%，环比下降 7%；销量同比增长 2.5%，环比下降 11.2%。我们预计 9、10 月份以后随着进入传统的汽车销售旺季和日系汽车复产等因素的推动，以及整体上对中国汽车人均保有量较低等的判断，行业的增速可能获得一定抬升。根据中银国际汽车研究员的估计行业全年增速估计在 5% 左右。

图表 12.汽车行业月产量



资料来源：中汽协，中银国际研究部

图表 13.汽车销量及同比增速

月份	当期销量 (万台)	累计销量 (万台)	累计同比 (%)
2010-01	166.4	166.4	124.00
2010-02	121.2	287.6	84.00
2010-03	173.5	461.1	71.78
2010-04	155.5	616.6	60.51
2010-05	143.8	760.4	53.25
2010-06	141.2	901.6	47.67
2010-07	124.4	1,026.0	42.65
2010-08	132.2	1,158.3	39.02
2010-09	155.7	1,313.8	35.97
2010-10	153.9	1,467.7	34.76
2010-11	169.7	1,639.5	34.05
2010-12	166.7	1,806.2	32.37
2011-01	189.4	189.4	13.81
2011-02	126.7	315.5	9.71
2011-03	182.8	498.4	8.08
2011-04	155.2	653.4	5.95
2011-05	138.3	791.6	4.06
2011-06	143.6	932.5	3.35
2011-07	127.5	1,060.2	3.22

资料来源：中汽协

家电行业：

2011 年 1-6 月全国家用洗衣机生产 3,135.6 万台，同比增长 20.8%；家用冰箱销量 4,451 万台，同比增长 18.7%；空调累计销售 8,530 万台，同比增长 41.8%，各个品种实现稳步增长。从 2011 年全年来看，根据中银国际家电分析员预计，家用电器的整体销量增速约为 10-20%，但就下半年来言，我们预计行业增速可能较上半年放缓，这主要是由于在冰洗保有量高以及房地产政策效应逐步体现的大形势下整体行业未来需求放缓。

图表 14.主要下游行业需求情况

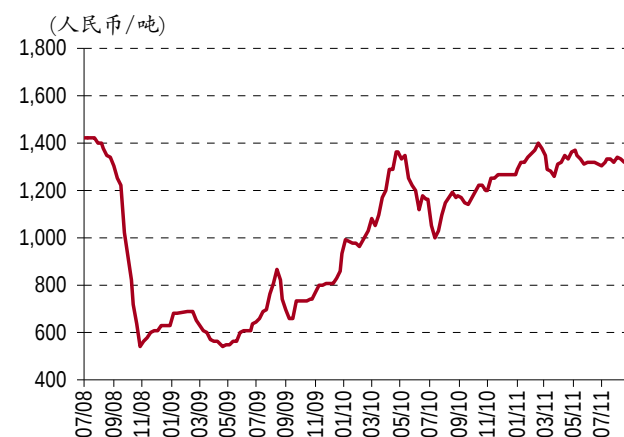
	10 年 1-12 月		11 年 1-7 月		11 年预测增幅 增幅(%)
	累计产量 (万台)	累计同比增幅(%)	累计产量 (万台)	累计同比增幅(%)	
汽车	1,826.99	32.4	1085.08	3.99	5
空调	10,899.6	34.9	9838.36	41.58	30
洗衣机	6,208.13	27.14	3,608.96	20.00	15
冰箱	7,300.8	23.1	5339.99	19.13	10

资料来源：万得资讯，中银国际研究

11 年铁矿石成本压力仍然较大

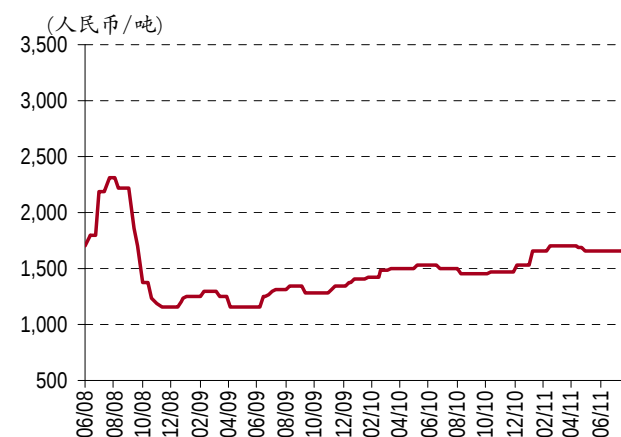
铁矿石价格是影响钢企利润的重要因素。11 年上半年国内铁矿石现货价格已上涨了 26.3% 左右，进口铁矿石现货价格上涨了 15% 左右，铁矿石价格上升严重的削弱了国内钢铁企业的盈利能力。宝钢的原料来源主要来自于协议矿，尽管宝钢现在积极寻找资源项目，但我们认为目前公司面临的铁矿石压力仍然较大。

图表 15.青岛港铁矿石进口价 (CFR)



资料来源：中国物资价格信息

图表 16.山西柳林 4#焦煤价格走势



资料来源：中国物资价格信息

集团湛江项目仍待批，广东钢铁重组方案有变化

由于看好广东省未来的钢铁需求和湛江的优良港口资源，宝钢集团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。项目设计年产量为 2,000 万吨，首期建设规模为年产钢 1,000 万吨。此前计划是由宝钢集团，广东省国资委和广州市国资委三方合建广东钢铁集团，并以此为主体开展整合广东钢铁行业，淘汰落后产能以及湛江钢铁项目的建设。但自 08 年广东钢铁集团挂牌以后，重组未有实质性进展。8 月 23 日广钢股份发布公告称宝钢集团和广东省国资委签订了《关于广东钢铁集团有限公司减少注册资本、变更股权结构之协议》及《关于重组广东省韶钢钢铁集团有限公司之框架协议》，协议约定：广东钢铁集团减资为宝钢全资子公司；广东省国资委将韶钢集团 51% 股权以无偿划转的方式划至宝钢集团，股权划拨事宜正在等待国务院国资委的批复，如若生效，韶钢集团将成为宝钢集团的全资子公司。我们预计相关协议的签订标志着宝钢集团推进广东钢铁重组向前迈出重要一步。另外根据宝钢与广州市国资委商议的结果，广钢集团则将会逐渐淘汰位于广州市区的总部 150 万吨的钢铁产能，以及关停旗下珠江钢铁厂(产能 200 万吨)，淘汰的产能指标转移给湛江项目，韶钢集团下 500 万吨钢铁产能也将进行淘汰落后的工作。

股份公司此前公告称由宝钢集团投资湛江钢铁项目，但股份公司保留未来对该项目的择机收购权。这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。

盈利展望

在 9 月冷轧品种出厂价小幅上调的基础上，我们测算出公司 3 季度钢材价格热轧品种同比上升 10%，环比下降 5%；冷轧品种同比上升 1%，环比下跌 2%；但铁矿石成本 3 季度环比来看有小幅增长，我们估计 3 季度的盈利可能环比下降。

下调盈利预测

由于成本压力仍然高企,我们上调铁矿石价格假设,假设11年和12年铁矿石价格将分别上涨16.5%和6.5%(原先假设11年和12年铁矿石价格上涨15%和5%);焦煤价格假设维持不变,分别上涨10%和5%。另外我们下调产品价格假设:假设2011-12年的热轧钢材平均价格分别上升8%和5%,冷轧钢材平均价格分别上涨5%和2.5%。基于此,我们分别下调2011和2012年盈利预测30.7%和32.1%和至0.52元/股和0.55元/股。

图表 17. 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	3,193	3,448.4	3,620.9
变动幅度假设(%)			8.0	5.0
原先变动幅度假设(%)			10.0	5.0
冷轧产品价格假设	元/吨	8,435	8,856.8	9,078.2
变动幅度假设(%)			5	2.5
原先变动幅度假设(%)			7.5	2.5
铁矿石合同价格假设(澳洲) 美元/吨		110	128.2	136.5
变动幅度假设(%)			16.5	6.5
原先变动幅度假设(%)			15	5
铁矿石合同价格假设(巴西) 美元/吨		106	123.5	131.5
变动幅度假设(%)			16.5	6.5
原先变动幅度假设(%)			15	5
焦煤价格	元/吨	1,270	1,397.0	1,466.9
变动幅度假设(%)			10	5
原先变动幅度假设(%)			10	5

资料来源: 中银国际研究

下调目标价格

由于成本压力较大以及下游需求增速放缓,公司短期之内业绩受到较大压力,我们下调公司的盈利预测,基于12倍的2011年市盈率,我们下调目标价至6.20元。但从中长期来看,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,我们仍看好公司的中长期发展前景,我们维持该股的买入评级。

图表 18. A股主要钢铁公司估值(2011年9月6日)

			收盘		每股收益增长率									净资产收
证券简称	证券代码	货币	价	市值	每股收益(元/股)			%		市盈率(倍)		市净率(倍)		益率(%)
A股主要钢铁公司				(百万)	2010	2011E	2012E	2011E	2012E	2011E	2012E	2011E	2012E	2011E
河北钢铁	000709.SZ	人民币	3.880	14,571	0.21	0.25	0.34	19	36	15.5	11.4	0.9	0.8	5.5
本钢板材	000761.SZ	人民币	5.310	3,704	0.30	0.36	0.39	22	8	14.8	13.6	1.1	1.0	7.1
鞍钢股份	000898.SZ	人民币	5.390	33,143	0.28	0.14	0.22	(50)	57	38.5	24.5	0.7	0.7	1.9
武钢股份	600005.SS	人民币	3.440	34,723	0.22	0.26	0.32	20	23	13.2	10.8	0.9	0.9	6.9
平均		人民币	4.2	17666.1	0.2	0.3	0.4	20.3	22.5	14.5	11.9	0.9	0.9	6.5
宝钢股份	600019.SS	人民币	5.120	89,662	0.74	0.52	0.55	(30)	6	9.9	9.2	0.8	0.7	8.4

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	220,076	231,079	244,944
销售成本	(134,332)	(177,817)	(198,948)	(208,780)	(221,233)
运营费用	(5,139)	(6,963)	(8,759)	(10,167)	(11,267)
息税折旧前利润	22,160	30,670	25,430	25,707	26,626
折旧与摊销	(13,306)	(13,300)	(13,062)	(13,575)	(14,182)
营业利润(息税前利润)	8,855	17,369	12,368	12,132	12,443
净利息收入(费用)	(1,676)	(807)	(535)	524	1,275
其它盈利/(亏损)	41	410	447	469	497
税前利润	7,220	17,076	12,280	13,124	14,216
所得税	(1,199)	(3,715)	(2,702)	(2,887)	(3,127)
少数股东损益	(279)	(472)	(495)	(520)	(546)
净利润	5,742	12,889	9,083	9,717	10,542
核心净利润	5,742	12,889	9,083	9,717	10,542
每股收益(人民币)	0.33	0.74	0.52	0.55	0.60
核心每股收益(人民币)	0.33	0.74	0.52	0.55	0.60
每股派息(人民币)	0.18	0.30	0.22	0.23	0.25
营收增长率(%)	(26.0)	36.3	8.9	5.0	6.0
息税前利润增长率(%)	n.a.	96.2	(28.8)	(1.9)	2.6
息税折旧前利润增长率(%)	n.a.	38.4	(17.1)	1.1	3.6
每股收益增长率(%)	n.a.	124.5	(29.5)	7.0	8.5
核心每股收益增长率(%)	n.a.	124.5	(29.5)	7.0	8.5

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	9,243	9,705	10,288
应收帐款	12,241	14,609	17,606	24,263	36,742
库存	29,462	38,027	43,769	48,019	50,884
其它流动资产	5,405	7,028	7,561	7,879	8,281
流动资产合计	52,666	68,864	78,178	89,867	106,194
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	229,314	244,767	264,599
应付账款	18,583	19,164	19,895	25,054	26,548
短期债	24,274	23,611	11,168	4,201	4,262
其它流动负债	27,865	30,401	47,736	60,478	73,731
流动负债合计	70,722	73,176	78,799	89,733	104,542
长期借款	5,295	8,587	10,287	8,553	6,784
其他长期负债	23,907	22,960	23,139	23,249	23,388
股本	17,512	17,512	17,512	17,512	17,512
储备	77,726	87,364	92,616	98,238	104,345
股东权益	95,238	104,876	110,128	115,750	121,857
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	229,314	244,767	264,599
每股账面价值(人民币)	5.43	5.98	6.28	6.60	6.95
每股有形资产(人民币)	4.99	5.52	5.84	6.18	6.56
每股净负债/(现金)(人民币)	7.28	4.34	3.15	2.06	1.72

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	12,280	13,124	14,216
折旧与摊销	13,281	13,269	13,062	13,575	14,182
净利息费用	1,676	807	535	(524)	(1,275)
运营资本变动	18,056	4,312	620	(134)	(1,652)
税金	(1,199)	(3,715)	(2,702)	(2,887)	(3,127)
其他经营现金流	(14,892)	(12,225)	8,178	6,808	655
经营活动产生的现金流	24,140	19,421	31,973	29,964	22,998
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)	(3,832)	(4,095)	(4,435)
其它筹资现金流	5,793	(402)	(12,780)	(6,316)	1,490
筹资活动产生的现金流	(7,942)	(3,167)	(14,930)	(12,162)	(4,729)
现金余额变动	(1,294)	3,643	42	462	582
年初现金	6,852	5,558	9,201	9,243	9,705
公司自由现金流	6,648	6,813	14,973	12,625	5,312
股权自由现金流	(3,935)	9,299	16,654	10,873	3,528

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	11.6	11.1	10.9
息税前利润率	6.0	8.6	5.6	5.2	5.1
税前利润率	4.9	8.4	5.6	5.7	5.8
净利率	3.9	6.4	4.1	4.2	4.3
流动性(倍)					
流动比率	0.7	0.9	1.0	1.0	1.0
利息覆盖率	5.3	21.5	23.1	(23.2)	(9.8)
净权益负债率(%)	25.2	21.9	11.1	2.6	0.6
速动比率	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5
估值(倍)					
市盈率	15.4	7.0	9.9	9.2	8.5
核心业务市盈率	15.4	7.0	9.9	9.2	8.5
目标价对应核心业务市盈率	18.7	8.4	12.0	11.2	10.3
市净率	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7
价格/现金流	3.7	4.6	2.8	3.0	3.9
企业价值/息税折旧前利润	14.9	7.5	4.7	4.3	4.1
周转率					
存货周转天数	72.5	68.7	72.6	75.8	75.8
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	8.2	8.3	8.5
资产收益率	2.9	6.0	4.0	4.0	4.0
已运用资本收益率	4.4	7.9	5.8	5.8	5.7

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。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

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特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

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士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。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证券分析师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) 3988 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) 3988 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