



**买入** **21% ↑**

目标价格: 人民币14.10

600309.SS 原先目标价格: 人民币21.60

价格: 人民币11.66

目标价格基础: 市盈率法

板块评级: 中立

## 烟台万华

### 估值改变无碍未来市值增长趋势

在经历十年高速发展后,烟台万华已经成长为全球异氰酸酯行业领军企业,未来将向系统化、集成化和多元化方向转型,致力成为综合性的化工龙头。市场对其的定位也已经从成长股转变为周期性成长股。我们认为这样的定位不会妨碍其未来市值的增长。主要是因为其未来五年在MDI市场需求拓展和烟台工业园新增利润的贡献下,主营收入和净利平均增速预计仍将达到20%以上。在经历2012年增速放缓的压力后,未来将重返增长轨道。对比巴斯夫历史财务和市场数据,虽然面临周期性波动,但周期性成长股的市值增长趋势明显。我们仍然看好烟台万华中长期发展趋势。维持买入评级。基于2012年15倍预期市盈率,我们将目标价下调至14.10元。

#### 支撑评级的要点

- 由于受国内外经济增长减速影响,我们预期2012年MDI需求增速将放缓至5%-10%。因此公司MDI销量和价格也将面临一定压力,谨慎按目前价格预期,我们预计公司2012年净利增速将降低至3%左右。
- 随着保温材料阻燃标准恢复至可行的B1-B2级,2012-2013年外墙保温将成为国内MDI行业需求的真正亮点。在外墙保温需求增速带动和其他需求企稳的预期下,我们预计2013年公司将重返增长轨道,净利同比将上升31%。
- 由于烟台工业园丙烷脱氢系列项目产业链完善、原料和公用工程可以和园区其他项目实现互补或共享,其盈利性将好于市场预期。我们预计到2016年将实现销售收入150亿元,净利24亿元左右,净利润率将达到16%,与MDI系列产品基本持平。
- 得益于MDI市场需求拓展以及烟台工业园新项目贡献利润,我们预计2011-2016年公司收入的年均增长率将达到27%,净利年均增速将达到25%。未来五年公司的增长将再上一个台阶。

#### 评级面临的主要风险

- 如果国内外经济减速超出市场预期,公司业绩将低于我们预期。

#### 估值

- 结合国际对手估值和公司未来成长性,我们认为给予其2012年15倍以上估值是合理的。基于2012年15倍预期市盈率,我们将公司目标价由21.60元下调至14.10元,维持买入评级。

#### 投资摘要

| 年结日: 12月31日     | 12-09  | 12-10 | 12-11E | 12-12E | 12-13E |
|-----------------|--------|-------|--------|--------|--------|
| 销售收入(人民币 百万)    | 6,493  | 9,430 | 12,872 | 14,905 | 19,541 |
| 变动(%)           | (16)   | 45    | 37     | 16     | 31     |
| 净利润(人民币 百万)     | 1,067  | 1,530 | 1,970  | 2,025  | 2,659  |
| 全面摊薄每股收益(人民币)   | 0.493  | 0.708 | 0.911  | 0.937  | 1.230  |
| 变动(%)           | (31.1) | 43.5  | 28.7   | 2.8    | 31.3   |
| 先前预测每股收益(人民币)   |        |       | 0.911  | 1.203  | 1.442  |
| 调整幅度(%)         | -      | -     | 0.0    | (22.1) | (14.7) |
| 全面摊薄市盈率(倍)      | 23.6   | 16.5  | 12.8   | 12.4   | 9.5    |
| 每股现金流量(人民币)     | 0.85   | 0.36  | 1.11   | 1.27   | 1.38   |
| 价格/每股现金流量(倍)    | 14.4   | 34.1  | 11.0   | 9.6    | 8.8    |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 15.6   | 13.1  | 9.4    | 10.1   | 8.8    |
| 每股股息(人民币)       | 0.500  | 0.300 | 0.350  | 0.400  | 0.450  |
| 股息率(%)          | 4.1    | 2.5   | 2.9    | 3.3    | 3.7    |

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

#### 股价表现



| (%)         | 今年至今 | 1个月  | 3个月  | 12个月 |
|-------------|------|------|------|------|
| 绝对          | (21) | (24) | (27) | (20) |
| 相对新华富时A50指数 | (3)  | (15) | (19) | 2    |

|                  |        |
|------------------|--------|
| 发行股数(百万)         | 2,162  |
| 流通股(%)           | 49.5   |
| 流通股市值(人民币 百万)    | 12,478 |
| 3个月日均交易额(人民币 百万) | 282    |
| 净负债比率(%) (2011E) | 71     |
| 主要股东(%)          |        |
| 烟台万华集团           | 52     |

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
以2011年12月14日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

化工

倪晓曼

(8621) 2032 8319

xiaoman.ni@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120010

## 估值

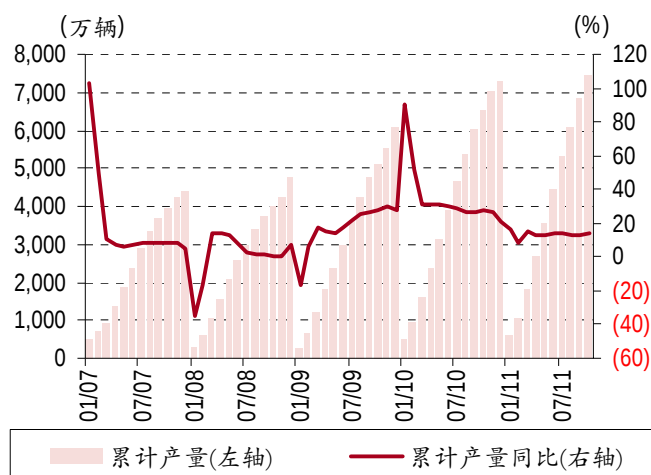
目前烟台万华股价相当于 12.4 倍 2012 年预期市盈率，基本处于历史底部区间。对比全球最优秀的化工企业巴斯夫，烟台万华 2012 年预期的净资产收益率较其溢价 40%至 27%，净利润率也高于其 100%至 13.6%，而其估值仅高于巴斯夫 25%（2012 年德国法兰克福 DAX 指数平均市盈率 9 倍，巴斯夫预期 10 倍，而 2012 年 A 股平均市盈率在 13 倍）。并且，得益于国内 MDI 市场需求的拓展以及万华烟台工业园的新增贡献，我们预计 2011-2016 年公司收入和净利的年均复合增长率分别为 27%和 25%，虽然 2012 年将面临增速放缓的压力，但未来五年公司仍然可以期待较长和较高增长。结合国际对手估值和公司未来成长性，我们认为给予其 2012 年 15 倍以上估值是合理的。基于 2012 年 15 倍预期市盈率，我们将公司目标价由 21.60 元下调至 14.10 元，维持买入评级。

## 预计中国 2012 年 MDI 需求增速在 5%-10%之间徘徊

进入 2011 年岁末，回顾上半年，虽然 MDI 行业面临“旺季不旺”的尴尬，中国 MDI 上半年需求增速还是达到了 13% 其中聚合 MDI 增速 16.6%至 47.7 万吨，纯 MDI 增速 5.7%至 24 万吨。但进入下半年后，随着国内宏观经济的收紧和海外市场的恶化，MDI 下游需求增速似乎加速下滑，其中聚合 MDI 主要下游：国内冰箱 1-10 月份累计产量同比已经从去年的 27%降到 14%，汽车 1-10 月份累计产量增速则从去年的 32%快速滑落到 4%，外墙保温市场由于阻燃标准的不可执行性，导致全年市场需求实际是萎缩状态。目前已进入节前淡季，我们预计年底前行业需求面不会有大的变化，全年聚合 MDI 需求预计在 10%左右。而纯 MDI 主要下游浆料和鞋底原液的行业开工率都在 50%左右，我们预计纯 MDI 需求增速更低，全年可能在 5%。这样，综合 MDI 在 2011 年总的需求增速预计在 8%左右，达到 140 万吨。

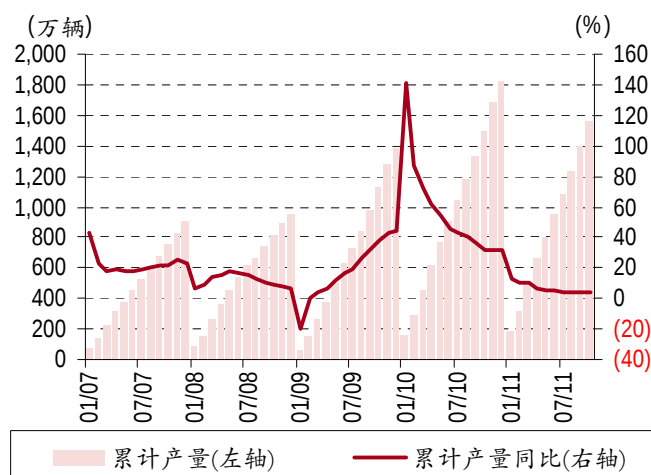
展望 2012 年，虽然我们中银国际预测宏观 GDP 增速将从今年的 9.2%下降至 8.2%，但 MDI 部分下游已经提前在 2011 年出现增速放缓迹象，我们预计 MDI 需求在 2012 年有望在 5%-10%之间徘徊，乐观考虑可能的行业政策刺激、外墙保温市场（预计将出台外墙阻燃标准由原来的 A 级调整为 B1 或 B2 级）的回暖等因素，MDI 需求增速可能在 8%以上。

图表 1.中国冰箱产量及增速



资料来源：万得及中银国际研究

图表 2.中国汽车产量及增速

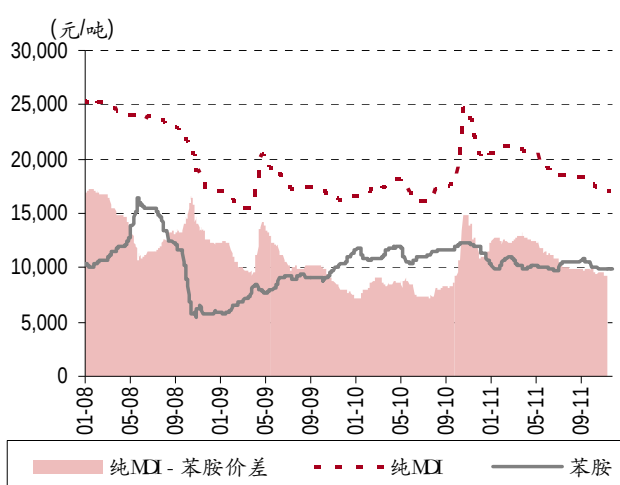


资料来源：万得及中银国际研究

从价格来看，由于进入年底，MDI 整体行业需求较为平淡，11 月纯 MDI 市场下游主要行业如 TPU 开工在 6 成左右，浆料开工 4 成左右，鞋底原液开工 4 成左右，氨纶开工 7 成左右。但因为受到 NPU 等装置停工影响，供应有所减少，目前 MDI 价格相对比较稳定，聚合 MDI 目前市场价格在 1.4 万元左右，万华 12 月份挂牌价在 1.4-1.55 万元之间。纯 MDI 市场价格在 1.7-1.8 万元左右，烟台万华 12 月份挂牌价仍然在 2 万元上下。我们预计春节前行情将维持目前低迷状态，产品价格也将在此区间低位徘徊。

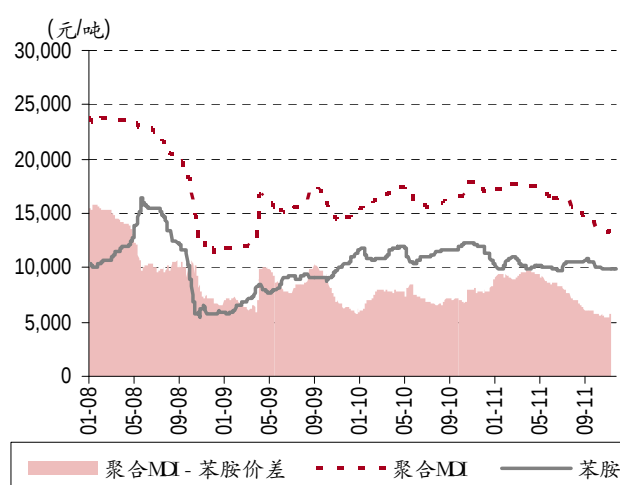
虽然预期 2012 年需求情况并不乐观，但考虑原油成本支撑等因素，我们预计 MDI 低位价格和目前相差不大，如果受到成本或保温市场启动等因素刺激，价格将有所上行。

图表 3. 纯 MDI 价格走势及价差



资料来源：百川资讯及中银国际研究

图表 4. 聚合 MDI 价格走势及价差



资料来源：百川资讯及中银国际研究

### 万华如果 12 年面临增速放缓的压力，则 13 年将重返增长轨道

由于预计 MDI 行业整体需求增速在 2012 年将有所放缓，虽然烟台万华宁波 MDI 装置产能在 2012 年底将翻番至 120 万吨，但我们预计其销量将在 90 万吨上下。另外由于产品价格短期看不到明显上升趋势，我们谨慎按照目前 MDI 价格预期（具体假设参见图表 5），2012 年公司净利增速在 3% 左右，公司面临增速放缓的压力。

图表 5. 烟台万华盈利预测假设

|                    | 2010  | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|--------------------|-------|--------|--------|--------|
| MDI 销量 (万吨)        | 50    | 72     | 90     | 120    |
| 税前纯 MDI 价格 (万元/吨)  | 1.9   | 2.00   | 1.90   | 1.90   |
| 税前聚合 MDI 价格 (万元/吨) | 1.65  | 1.60   | 1.50   | 1.50   |
| 综合产品毛利率 (%)        | 25.4  | 32.6   | 31.6   | 31.8   |
| 主营业务收入 (百万元)       | 9430  | 12,872 | 14,905 | 19,541 |
| 净利润 (百万元)          | 1530  | 1,970  | 2,025  | 2,659  |
| 每股盈利 (元)           | 0.708 | 0.911  | 0.937  | 1.230  |

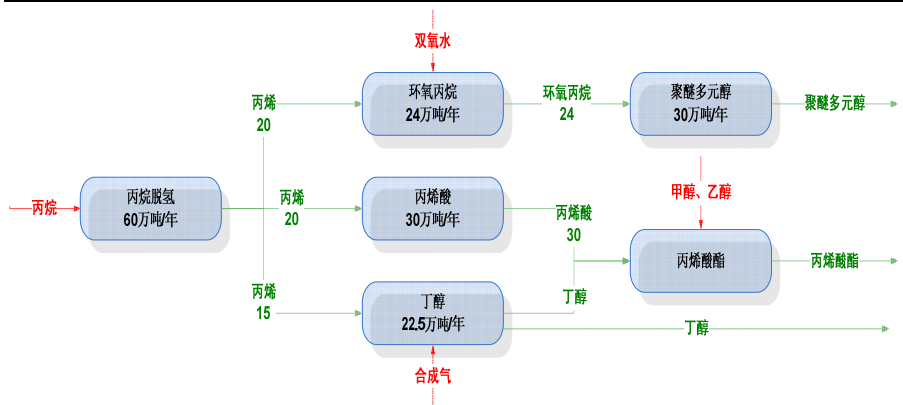
资料来源：中银国际研究

但进入 2013 年，我们预期外墙保温市场需求将进一步增长，整体宏观经济将有所改善，MDI 需求将重回 8% 以上，公司 MDI 销量有望增长 33% 至 120 万吨左右。按照目前价格谨慎预期，我们预计 2013 年公司净利较 2012 年增长 31% 至 26.7 亿左右，有望重返增长轨道。

### 烟台丙烷脱氢项目盈利性将好于市场预期

公司 11 月 21 日公告，在烟台工业园将新建环氧丙烷及丙烯酸酯一体化项目，与 60 万吨 MDI 和 30 万吨 TDI 配套，将形成完整的聚氨酯产业链，为客户提供整体服务方案。具体 PO 系列项目内容为：60 万吨丙烷脱氢制丙烯（PDH）、24 万吨环氧丙烷（PO）、22.5 万吨丁醇、30 万吨丙烯酸及配套丙烯酸酯、30 万吨聚醚多元醇装置及其他辅助工程和公用工程。该项目计划总投资 149 亿元，其中 37 亿元为自有资金，其余 111 亿元通过银行贷款解决。

图表 6.烟台工业园丙烷脱氢系列项目产业链图



资料来源：中银国际研究

烟台万华 PO 系列产品市场分析如下：

#### 1) 30 万吨聚醚多元醇：

聚醚多元醇与异氰酸酯一起合成聚氨酯（PU），主要用于 PU 软泡、PU 硬泡、PU 弹性体、PU 合成革、PU 涂料、表面活性剂等方面。2010 年全球聚醚多元醇消费量超过 600 万吨，其中 PU 泡沫占需求量 85%。我国 2010 年 PU 表观消费量达到 180 万吨，其中 PU 系列需求量占比达到 97.5%，预计 2010-2015 年国内聚醚多元醇年均需求增长率为 4.6%，2015 年需求量达到 225 万吨。

2010 年我国聚醚多元醇总产能已经达到 240 万吨，但产量仅在 150 万吨左右，而且部分公司原料环氧丙烷需要外购。目前根据行业统计未来国内聚醚产品扩产较多，到 2015 年预计产能达到 300 万吨。但考虑上游原料配套和下游产品销售问题，我们预计实际产量也就在 200 万吨上下，仍有部分需要进口。

**图表 7.我们主要聚醚多元醇计划及在建项目 (万吨/年)**

| 序号 | 企业名称            | 产能  | 备注                         |
|----|-----------------|-----|----------------------------|
| 1  | 山东蓝星东大有限责任公司    | 30  | 最终形成 50 万吨的能力，预计 2013 年左右  |
| 2  | 山东海化集团          | 16  | 规划                         |
| 3  | 南京金浦锦湖化工有限公司    | 12  | 最终形成 20 万吨/年规模             |
| 4  | 广州宇田聚氨酯有限公司     | 7   | 一期 7 万吨/年于 2010 年投产        |
| 5  | 拜耳聚氨酯（上海）子公司    | 28  |                            |
| 6  | 可利亚多元醇（南京）      | 12  | 已建成 3 万吨装置，最终将形成 15 万吨/年规模 |
| 7  | 天津石化聚醚          | 12  | 最终形成 20 万吨/年规模             |
| 8  | 河北亚东与郑州光阳实业合作项目 | 10  | 在建                         |
| 9  | 上海抚佳精细化工有限公司    | 12  | 2010 年底环评公示                |
| 10 | 中化国际聚氨酯有限公司     | 5   |                            |
| 11 | 淄博永大化工有限公司      | 10  | 2012~2013 年                |
| 12 | 南京红宝丽股份有限公司     | 6   |                            |
| 13 | 合计              | 144 |                            |

资料来源：中银国际研究

## 2) 30 万吨丙烯酸及酯：

丙烯酸及酯主要是指丙烯酸、丙烯酸甲酯、乙酯、丁酯、异辛酯等。丙烯酸酯主要用于表面涂料，其次用于胶粘剂、密封剂、纺织、纤维、造纸及塑料助剂等行业，丙烯酸丁酯和丙烯酸异辛酯需求增长最快。

2010 年全球丙烯酸酯的总消费量为 397.4 万吨，亚太成为最主要的消费地区，占全球总消费量的 46%；中国消费量为 98.4 万吨，约占 25%。预计 2015 年以前全球丙烯酸酯的消费将以年均 5.5% 的速度增长，2015 年全球丙烯酸酯的总需求量将达到 519.7 万吨，届时中国将成为世界最大的丙烯酸酯消费国，丙烯酸酯需求量将达到 160 万吨，占世界总需求量的近 1/3，年均消费增长率高达 10.2%。涂料、粘合剂等行业仍将为丙烯酸酯的主要消费领域。

供给上来看，2010 年全球丙烯酸产量为 456.3 万吨，丙烯酸酯产量为 394.2 万吨。预计到 2015 年全球丙烯酸酯总产能将达到 560.7 万吨/年，较 2010 年增加 107 万吨，年均增长率为 4.3%。我国丙烯酸酯产能达到 2010 年的 126.6 万吨/年，预计到 2015 年中国将新增丙烯酸酯产能 76 万吨/年，总产能达到 203 万吨。而 2010 年我国丙烯酸酯产量 102.3 万吨，行业平均开工率为 81%，其中丙烯酸甲酯 9.9 万吨，丙烯酸乙酯 10.8 万吨，丙烯酸丁酯 73.1 万吨，丙烯酸异辛酯 8.5 万吨。我们预计到 2015 年我国丙烯酸酯产量将达到 160 万吨左右，国内供需基本平衡，未来几年将是进口替代的过程。

## 3) 22.5 万吨丁醇：

丁辛醇是丙烯下游主要衍生物之一，是重要的有机化工原料，主要用于生产各种酯类，近年来发展很快。目前我国丁辛醇绝大部分用于生产邻苯二甲酸类增塑剂 DOP、DBP，此外还用于醋酸酯、硝酸酯等其它酯类和其它用途。2010 年我国正丁醇产能 70.5 万吨，辛醇产能为 64 万吨。2010 年我国正丁醇和辛醇产量分别为 58 万吨和 55 万吨，净进口量分别为 62 万吨和 46 万吨，表观消费量分别达到 120 万吨和 101 万吨，产品自给率分别为 48.2% 和 54.4%。预计 2015 年国内正丁醇和辛醇需求量将分别达到 130 万吨和 140 万吨，而产能分别为 106 万吨/年和 118 万吨/年，市场供需缺口逐步缩小。

目前国内市场对丙烷脱氢制丙烯，然后向丙烯下游发展的项目较为看好。如东华能源、海越股份都在建设丙烷脱氢系列项目。比较其他项目，我们认为万华的项目优势十分明显：1) 与烟台工业园其他项目一起实现部分原料互补、共用公用工程，成本优势突出；2) 产品结构完善，聚醚多元醇与异氰酸酯一起为客户提供整体方案，产品竞争力和利润率明显高于对手。而丙烯酸酯和丁醇系列产品竞争秩序较好，处于进口替代过程，利润率也好于一般聚丙烯产品。根据我们的测算，到 2016 年该项目开工率达到 100% 后，预计将实现销售收入 150 亿元，净利 24 亿元左右，净利率达到 16%，与 MDI 系列产品基本持平。我们认为该项目的盈利性将好于市场预期。

### 我们预计未来五年万华的增长将再上一个台阶

公司烟台工业园的异氰酸酯和 PO 综合项目将在 2014 年开始陆续投产运行，我们预计 2015 年开始大规模贡献利润，谨慎预期当年项目开工率在 50%-60% 之间，MDI、TDI 价格均按目前或更低价格假设，公司主营收入将较 2014 年增长 43% 至 328 亿元。由于新项目转固后年折旧在 16 亿左右，而开工率不足将增加单位折旧，我们谨慎预计公司当年综合毛利率在 26.2% 左右，净利将同比增长 22% 至 37.3 亿元。到 2016 年，我们预计烟台工业园项目将接近满产运行，届时公司总收入将达到 430 亿，综合毛利率 28.5%，净利达到 59 亿元。这也意味着，2011-2016 年公司收入的年均增长率将达到 27%，净利年均增速将达到 25%。我们认为未来五年公司的增长将再上一个台阶。

图表 8. 烟台万华未来 5 年盈利预测假设

|                    | 2011E  | 2012E  | 2013E  | 2014E  | 2015E  | 2016E  |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| MDI 销量 (万吨)        | 72     | 90     | 120    | 140    | 155    | 170    |
| TDI 销量 (万吨)        |        |        |        | 5      | 18     | 25     |
| 税前纯 MDI 价格 (万元/吨)  | 2.00   | 1.90   | 1.90   | 1.90   | 1.90   | 1.90   |
| 税前聚合 MDI 价格 (万元/吨) | 1.60   | 1.50   | 1.50   | 1.50   | 1.50   | 1.50   |
| 税前 TDI 价格 (万元/吨)   |        |        |        | 1.50   | 1.50   | 1.50   |
| PO 系列项目收入 (百万元)    |        |        |        |        | 7,552  | 14,596 |
| PO 系列项目毛利率 (%)     |        |        |        |        | 18     | 25     |
| 综合产品毛利率 (%)        | 32.6   | 29.7   | 29.6   | 30     | 26.2   | 28.5   |
| 主营业务收入 (百万元)       | 12,872 | 14,905 | 19,541 | 22,917 | 32,825 | 42,958 |
| 净利润 (百万元)          | 1,970  | 2,025  | 2,659  | 3,069  | 3,734  | 5,933  |
| 每股盈利 (元)           | 0.911  | 0.937  | 1.230  | 1.419  | 1.727  | 2.744  |

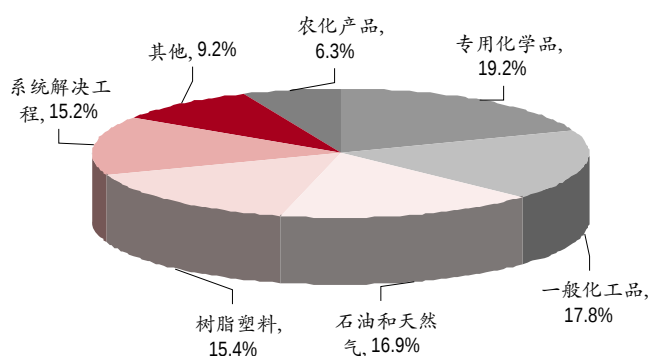
资料来源：中银国际研究

### 从巴斯夫的成长和估值看万华

巴斯夫是全球化工行业的领先企业，我们寻找了一些巴斯夫的历史财务数据和市场数据，希望通过一些对比，对万华的估值能有所启示。

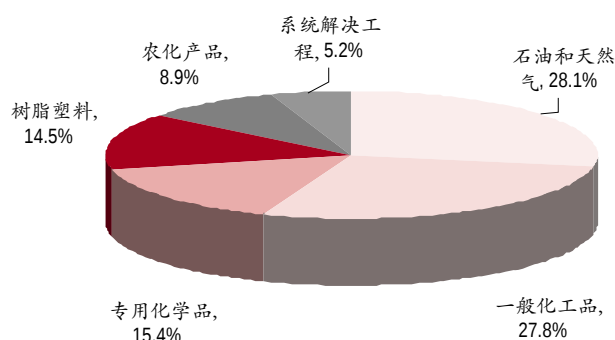
巴斯夫是德国一家综合性化工企业，经过数十年的发展，已成为全球化工行业的领军企业。2010 年公司已实现销售收入 638.7 亿欧元，净利 45.6 亿欧元。公司业务涵盖了化工行业的中下游，目前主要分为六大业务板块：专用化学品（包括染料、日用化学品、化学建材、保健及营养品、造纸化学品等）、一般化学品（包括石化产品、催化剂、中间化学品、无机物等）、石油和天然气业务（包括上游勘探、天然气贸易等）、树脂塑料（聚氨酯、高性能聚合物、苯乙烯及下游等）、系统解决工程（催化剂、涂料、建材工程）、农用化学品（除草剂、除菌剂、杀虫剂等）。目前，前四大板块是公司的主要收入和利润来源，分别占到 2010 年的 69% 和 86%。

图表 9.2010 年巴斯夫主营收入分布



资料来源：彭博及中银国际研究

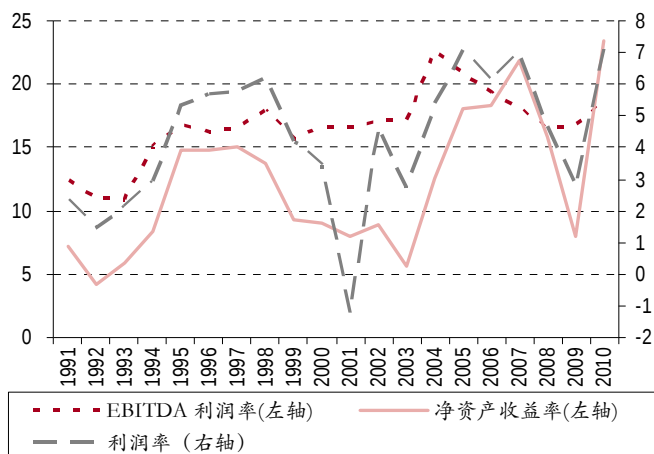
图表 10.2010 年巴斯夫营业利润分布



资料来源：彭博及中银国际研究

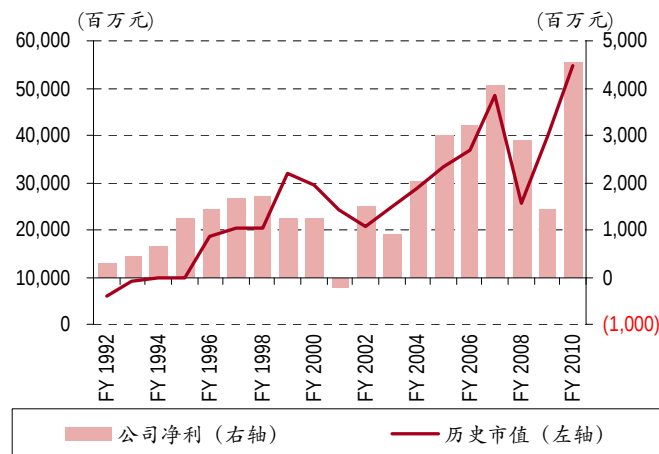
在巴斯夫发展的进程中，由于公司坚持优化产品结构，发展高技术壁垒和利润产品，同时注重拓展全球市场，贴近新兴市场，在公司规模不断扩大到同时，尽管也面临周期波动的风险，但总体产品利润率和回报率也保持在较高水平。

图表 11.巴斯夫综合利润率和净资产收益率历史走势

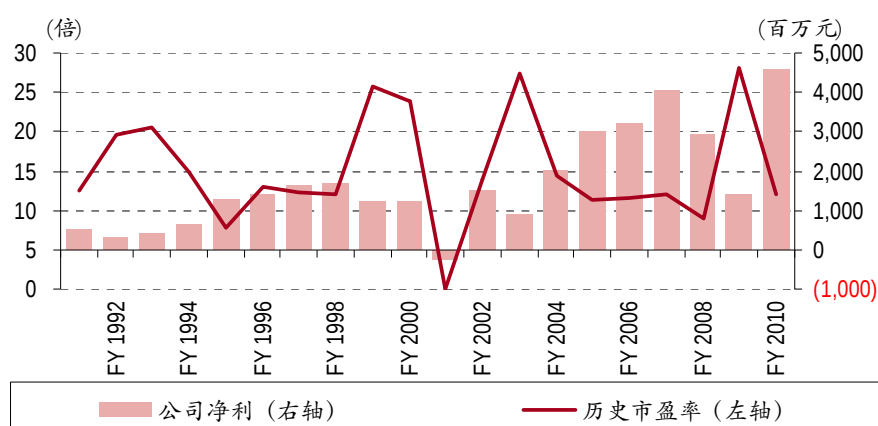


资料来源：彭博及中银国际研究

图表 12. 巴斯夫净利和市值走势对比

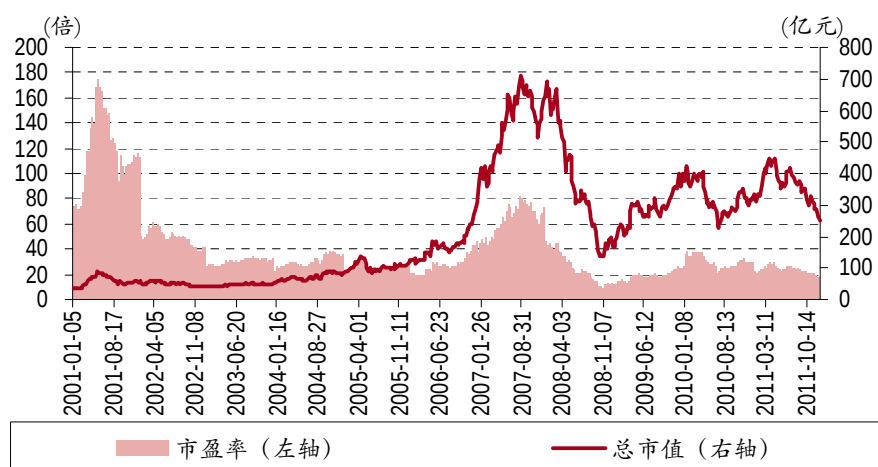


资料来源：彭博及中银国际研究

**图表 13. 巴斯夫净利和历史市盈率走势**


资料来源：彭博及中银国际研究

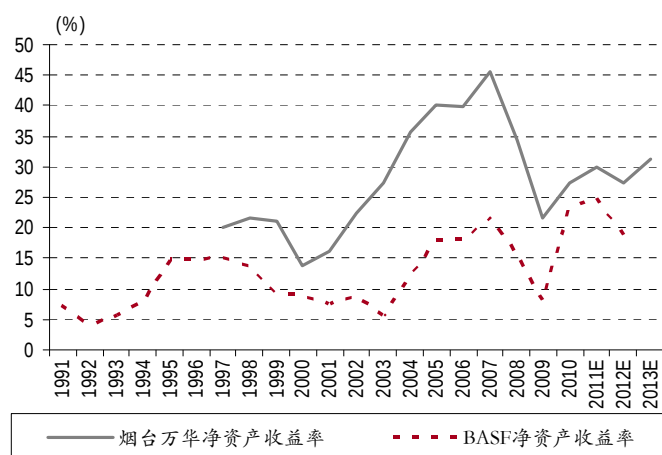
另外，从市场角度分析，公司的估值相对比较稳定。在近 20 年的走势中，除了利润下滑的 2000-2001 年、2003 年、2008-09 年，公司的历史市盈率在 25-30 倍之间，其余时间、特别是近 15 年，公司的历史市盈率基本在 10-15 倍之间徘徊。而随着公司净利润的增长，公司的总市值也在不断上升，尽管区间受到盈利波动影响，总市值也有所下滑，但总体向上趋势明显。在 1992-2010 年的 18 年时间，公司的总收入仅增长 2 倍，净利增长了 13.5 倍，总市值增长 8 倍。

**图表 14. 烟台万华历史市盈率和总市值走势**


资料来源：万得及中银国际研究

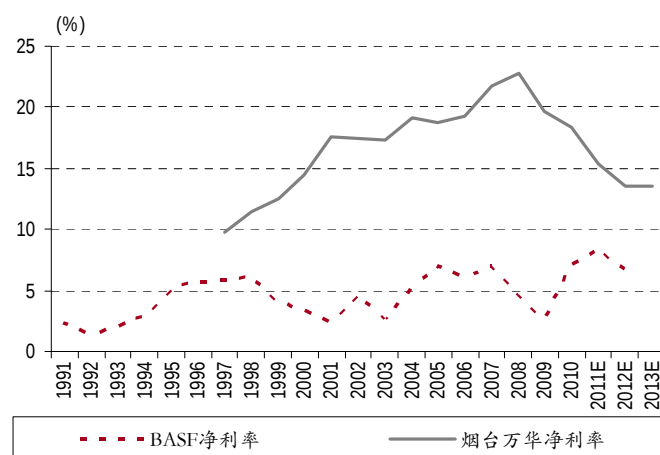
对比烟台万华，随着其持续成长，基数不断增长，市场对其的估值已经从成长股变为周期性成长，目前估值已降至历史次低位（2008 年底最低 10 倍上下，但按当时预期 09 年市盈率也有 12 倍）。如果谨慎预计 2012 年净利与 2011 年持平，则目前估值相当于 12.4 倍 2012 年预期市盈率，基本处于历史底部区域。

图表 15. 巴斯夫与烟台万华历史净资产收益率走势对比



资料来源：彭博及中银国际研究

图表 16. 巴斯夫与烟台万华历史净利率对比



资料来源：彭博及中银国际研究

从巴斯夫和烟台万华历史的净资产收益率和净利润率走势对比，我们可以看到烟台万华从 1997 年至 2007 年持续增长十年，盈利和回报率没有出现周期性的波动（2000 年净资产收益率下滑是上市导致股本增加所致），市场也相应给予了其 20 倍以上的成长股估值。但进入 2007 年以后，公司的净资产收益率和净利率走势基本与巴斯夫一致，出现周期性的波动，其估值也下降为周期性的估值（10-30 倍之间波动）。

但由于烟台万华具有绝对的成本竞争优势（相对巴斯夫的土地、人员、物耗等），以及产品结构总体优于巴斯夫（公司的业务目前仅在异氰酸酯，竞争格局比较有序，而巴斯夫业务贯穿化工上下游六大板块，较为复杂，平均回报率低于万华较为单一品种），即使考虑到 2014 年烟台工业园投产，公司主营仍为包括异氰酸酯、聚醚和丙烯酸酯在内的精细化工品，我们预计到 2016 年，烟台万华的净资产收益率和净利润率仍将高于巴斯夫。

考虑未来增长，我们预计烟台万华未来 5 年收入和净利平均增速仍有望维持 20% 以上，我们相信公司的市值会随着其利润的增长而增长。综合考虑公司成长性以及相对巴斯夫回报率的溢价（2012 年德国法兰克福 DAX 指数平均市盈率 9 倍，巴斯夫预期 10 倍。而 2012 年 A 股平均市盈率在 13 倍，烟台万华在 12.4 倍），我们认为给予公司 15 倍以上估值是合理的。

**损益表(人民币 百万)**

| 年结日: 12月31日  | 2009    | 2010    | 2011E   | 2012E    | 2013E    |
|--------------|---------|---------|---------|----------|----------|
| 销售收入         | 6,493   | 9,430   | 12,872  | 14,905   | 19,541   |
| 销售成本         | (4,634) | (7,069) | (8,670) | (10,481) | (13,762) |
| 经营费用         | (407)   | (449)   | (596)   | (676)    | (912)    |
| 息税折旧前利润      | 1,452   | 1,911   | 3,606   | 3,747    | 4,866    |
| 折旧及摊销        | (278)   | (360)   | (545)   | (644)    | (733)    |
| 经营利润(息税前利润)  | 1,174   | 1,552   | 3,062   | 3,103    | 4,134    |
| 净利息收入/(费用)   | (54)    | (35)    | (129)   | (217)    | (326)    |
| 其他收益/(损失)    | 330     | 421     | 10      | 60       | 60       |
| 税前利润         | 1,450   | 1,938   | 2,943   | 2,946    | 3,868    |
| 所得税          | (170)   | (217)   | (441)   | (442)    | (580)    |
| 少数股东权益       | (213)   | (191)   | (532)   | (479)    | (629)    |
| 净利润          | 1,067   | 1,530   | 1,970   | 2,025    | 2,659    |
| 每股收益(人民币)    | 1,067   | 1,530   | 1,970   | 2,025    | 2,659    |
| 每股股息(人民币)    | 0.493   | 0.708   | 0.911   | 0.937    | 1.230    |
| 收入增长(%)      | 0.493   | 0.708   | 0.911   | 0.937    | 1.230    |
| 息税前利润增长(%)   | 0.500   | 0.300   | 0.350   | 0.400    | 0.450    |
| 息税折旧前利润增长(%) | (16)    | 45      | 37      | 16       | 31       |
| 每股收益增长(%)    | (33)    | 32      | 97      | 1        | 33       |

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        | 1,235 | 898    | 946    | 1,180  | 991    |
| 应收帐款            | 1,093 | 2,132  | 2,574  | 2,981  | 3,908  |
| 库存              | 756   | 1,168  | 1,595  | 1,847  | 2,421  |
| 其他流动资产          | 678   | 563    | 653    | 687    | 318    |
| 流动资产总计          | 3,761 | 4,761  | 5,769  | 6,695  | 7,639  |
| 固定资产            | 5,525 | 7,402  | 10,122 | 14,478 | 19,746 |
| 无形资产            | 0     | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 其他长期资产          | 376   | 780    | 1,249  | 1,211  | 1,432  |
| 长期资产总计          | 5,900 | 8,181  | 11,372 | 15,689 | 21,178 |
| 总资产             | 9,661 | 12,942 | 17,141 | 22,384 | 28,817 |
| 应付帐款            | 619   | 999    | 1,221  | 1,476  | 1,939  |
| 短期债务            | 2,252 | 2,571  | 3,500  | 4,500  | 6,500  |
| 其他流动负债          | 329   | 151    | 384    | 230    | 369    |
| 流动负债总计          | 3,201 | 3,722  | 5,105  | 6,206  | 8,808  |
| 长期借款            | 621   | 2,023  | 3,500  | 6,300  | 8,700  |
| 其他长期负债          | 15    | 43     | 20     | 20     | 20     |
| 股本              | 1,663 | 1,663  | 2,162  | 2,162  | 2,162  |
| 储备              | 3,388 | 4,483  | 4,814  | 5,676  | 7,026  |
| 股东权益            | 5,051 | 6,146  | 6,976  | 7,838  | 9,189  |
| 少数股东权益          | 774   | 1,009  | 1,540  | 2,019  | 2,100  |
| 总负债及权益          | 9,661 | 12,942 | 17,141 | 22,384 | 28,817 |
| 每股帐面价值(人民币)     | 3.04  | 3.70   | 3.23   | 3.62   | 4.25   |
| 每股有形资产(人民币)     | 3.04  | 3.70   | 3.23   | 3.62   | 4.25   |
| 每股净负债/(现金)(人民币) | 0.98  | 2.22   | 2.80   | 4.45   | 6.57   |

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        | 1,450   | 1,938   | 2,943   | 2,946   | 3,868   |
| 折旧与摊销       | 278     | 360     | 545     | 644     | 733     |
| 净利息费用       | 54      | 35      | 129     | 217     | 326     |
| 运营资本变动      | (146)   | (1,486) | (647)   | (403)   | (1,039) |
| 税金          | (170)   | (217)   | (441)   | (442)   | (580)   |
| 其他经营现金流     | (54)    | (35)    | (129)   | (217)   | (326)   |
| 经营活动产生的现金流  | 1,411   | 595     | 2,399   | 2,746   | 2,981   |
| 购买固定资产净值    | (1,758) | (1,299) | (3,500) | (5,000) | (6,000) |
| 投资减少/增加     | 50      | 32      | 32      | 32      | 32      |
| 其他投资现金流     | 115     | (696)   | 0       | 0       | 0       |
| 投资活动产生的现金流  | (1,593) | (1,963) | (3,468) | (4,968) | (5,968) |
| 净增权益        | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 净增债务        | 1,189   | 1,721   | 2,406   | 3,800   | 4,400   |
| 支付股息        | (1,045) | (689)   | (1,288) | (1,344) | (1,602) |
| 其他融资现金流     | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 融资活动产生的现金流  | 145     | 1,032   | 1,117   | 2,456   | 2,798   |
| 现金变动        | (37)    | (337)   | 49      | 234     | (189)   |
| 期初现金        | 1,272   | 1,235   | 898     | 946     | 1,180   |
| 公司自由现金流     | (182)   | (1,369) | (1,069) | (2,222) | (2,987) |
| 权益自由现金流     | 1,008   | 353     | 1,337   | 1,578   | 1,413   |

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 |
|-----------------|------|------|-------|-------|-------|
| <b>盈利能力</b>     |      |      |       |       |       |
| 息税折旧前利润率(%)     | 22.4 | 20.3 | 28.0  | 25.1  | 24.9  |
| 息税前利润率(%)       | 18.1 | 16.5 | 23.8  | 20.8  | 21.2  |
| 税前利润率(%)        | 22.3 | 20.5 | 22.9  | 19.8  | 19.8  |
| 净利率(%)          | 16.4 | 16.2 | 15.3  | 13.6  | 13.6  |
| <b>流动性</b>      |      |      |       |       |       |
| 流动比率(倍)         | 1.2  | 1.3  | 1.1   | 1.1   | 0.9   |
| 利息覆盖率(倍)        | 21.9 | 44.2 | 23.8  | 14.3  | 12.7  |
| 净权益负债率(%)       | 28.1 | 51.7 | 71.1  | 97.6  | 125.9 |
| 速动比率(倍)         | 0.9  | 1.0  | 0.8   | 0.8   | 0.6   |
| <b>估值</b>       |      |      |       |       |       |
| 市盈率(倍)          | 23.6 | 16.5 | 12.8  | 12.4  | 9.5   |
| 市净率(倍)          | 4.0  | 3.3  | 3.8   | 3.4   | 2.9   |
| 价格/现金流(倍)       | 14.4 | 34.1 | 11.0  | 9.6   | 8.8   |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 15.6 | 13.1 | 9.4   | 10.1  | 8.8   |
| <b>周转率</b>      |      |      |       |       |       |
| 存货周转天数          | 53.4 | 49.7 | 58.2  | 42.1  | 39.9  |
| 应收帐款周转天数        | 65.0 | 62.4 | 66.7  | 68.0  | 64.3  |
| 应付帐款周转天数        | 22.7 | 31.3 | 31.5  | 33.0  | 31.9  |
| <b>回报率</b>      |      |      |       |       |       |
| 股息支付率(%)        | 78.0 | 32.6 | 38.4  | 42.7  | 36.6  |
| 净资产收益率(%)       | 21.6 | 27.3 | 30.0  | 27.3  | 31.2  |
| 资产收益率(%)        | 11.8 | 12.2 | 17.3  | 13.3  | 13.7  |
| 已运用资本收益率(%)     | 14.8 | 15.2 | 22.5  | 17.2  | 17.5  |

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。

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 2 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