

2011年8月29日

**A 持有**

601600.SS - 人民币 9.37

目标价格: 人民币 10.00 (▲11.90)

**H 持有**

2600.HK - 港币 5.25

目标价格: 港币 6.20 (▲7.90)

乐宇坤\*

(8621) 2032 8559

yukun.le@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010044

# 中国铝业

## 澳洲项目损失和原材料成本上升拖累盈利

2011年上半年公司营收同比增长10.4%至659.7亿元,净利润同比下降近22.2%至4.13亿元,折合每股盈利0.031亿元,低于我们的预期。虽然公司营收实现了增长,但净利润却出现了较为明显的下滑,这主要是因为财务费用上涨,以及因计提澳洲昆士兰州项目损失和原辅材料价格攀升而导致主要业务模块盈利状况不佳。长期来看,电解铝供给过剩顽疾未根本缓解。考虑到未来除昆士兰州项目这一一次性损失外,财务费用及人工和电力等仍有可能继续困扰公司盈利,因此我们分别下调2011年-2013年的盈利预测27.4%、15.8%和13.1%,同时下调公司A股和H股的目标价至10.00元人民币和6.20元港币,但维持对公司A股和H股的持有评级。

### 股价相对指数表现 (A股)



资料来源: 彭博及中银国际研究

### 股价表现 (A股)

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	16	11	16	13
相对新华富时A50指数(%)	22	13	20	17

资料来源: 彭博及中银国际研究

### 重要数据 (A股)

发行股数(百万)	13,524
流通股(%)	30
流通股市值(人民币 百万)	38,016
3个月日均交易额(人民币 百万)	384
净负债比率(%) (2011E)	52.0
主要股东(%)	
中铝公司	36

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

\*李文宾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**

### 支撑评级的要点

- 财务费用、原辅材料以及人工成本可能继续拖累盈利。
- 计提澳洲昆士兰州项目大额资产减值损失。
- 公司非公开增发项目若顺利实施有望巩固氧化铝龙头地位。

### 评级面临的主要风险

- 电解铝产能总体仍然过剩。

### 估值

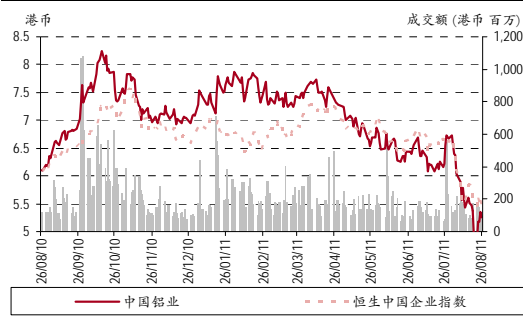
- 基于财务费用和原材料成本可能继续上涨,及长期看电解铝仍面临过剩风险,我们下调公司2011-13年盈利预测。2季度以来有色板块估值大幅调整,我们也将公司A股和H股目标价由11.90元与7.90港币下调至10.00元人民币和6.20港币,但维持对公司A股和H股的持有评级。

### 图表 1. 投资摘要 (A股)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	70,268	120,995	129,357	134,042	139,862
变动(%)		72	7	4	4
净利润(人民币 百万)	(4,646)	778	1,641	2,912	3,572
全面摊薄每股收益(人民币)	(0.344)	0.058	0.121	0.201	0.246
变动(%)		(116.7)	110.9	65.3	22.7
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.167	0.238	0.283
调整幅度(%)			(27.4)	(15.8)	(13.1)
核心每股收益(人民币)	(0.344)	0.058	0.121	0.201	0.246
变动(%)		(116.7)	110.9	65.3	22.7
全面摊薄市盈率(倍)	N/M	162.9	77.2	46.7	38.1
核心市盈率(倍)	N/M	162.9	77.2	46.7	38.1
每股现金流量(人民币)	(0.05)	0.53	0.75	0.65	0.92
价格/每股现金流量(倍)	(179.5)	17.8	12.5	14.4	10.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	63.5	17.0	17.6	14.2	12.9
每股股息(人民币)	0.000	0.011	0.024	0.040	0.049
股息率(%)	0.0	0.1	0.3	0.4	0.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

### 股价相对指数表现 (H 股)



资料来源: 彭博及中银国际研究

### 股价表现 (H 股)

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对 (%)	(26)	(15)	(20)	(14)
相对恒生中国企业指数 (%)	(7)	3	(1)	(4)

资料来源: 彭博及中银国际研究

### 重要数据 (H 股)

发行股数 (百万)	13,524
流通股 (%)	30
流通股市值 (港币 百万)	21,300
3 个月日均交易额 (港币 百万)	156
净负债比率 (%) (2010E)	52.0

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

### 投资摘要 (H 股)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入 (人民币 百万)	70,268	120,995	129,357	134,042	139,862
变动 (%)		72	7	4	4
净利润 (人民币 百万)	(4,646)	778	1,641	2,912	3,572
全面摊薄每股收益 (人民币)	(0.344)	0.058	0.121	0.201	0.246
变动 (%)		(116.7)	110.9	65.3	22.7
原先预测摊薄每股收益 (人民币)	-	-	0.167	0.238	0.283
调整幅度 (%)	-	-	(27.4)	(15.8)	(13.1)
核心每股收益 (人民币)	(0.344)	0.058	0.121	0.201	0.246
变动 (%)		(116.7)	110.9	65.3	22.7
全面摊薄市盈率 (倍)	n.a	74.8	35.5	21.5	17.5
核心市盈率 (倍)	n.a	74.8	35.5	21.5	17.5
每股现金流量 (人民币)	(0.05)	0.53	0.75	0.65	0.92
价格/每股现金流量 (倍)	(82.5)	8.2	5.7	6.6	4.7
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	40.8	10.1	10.7	7.8	6.6
每股股息 (人民币)	0.000	0.011	0.024	0.040	0.049
股息率 (%)	0.0	0.1	0.3	0.4	0.5

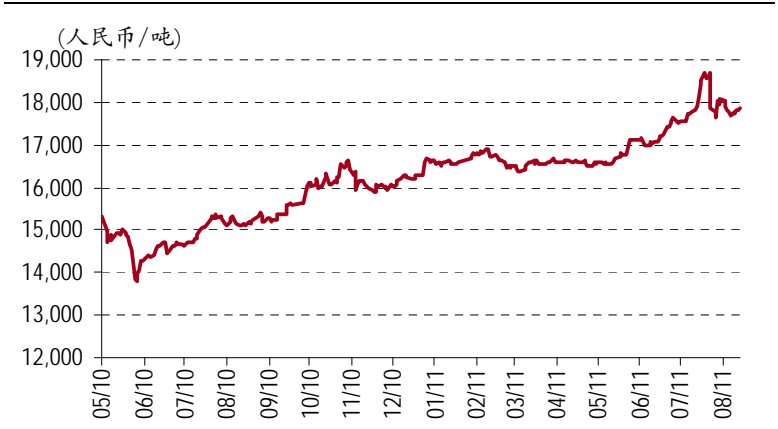
资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

### 澳州昆士兰州项目损失和成本上涨拖累盈利

2011 年上半年公司营收同比增长 10.4% 至 659.7 亿元, 净利润同比下降近 22.2% 至 4.13 亿元, 折合每股盈利 0.031 亿元, 低于我们的预期。

公司营收增长主要来自于主导产品外部销售价格上升及外销量增加所致: 2011 年 1-6 月国内氧化铝均价达 16,690 元/吨, 较去年同期 15,800 元/吨上涨近 5.6%。

### 图表 2. 电解铝现货价格走势



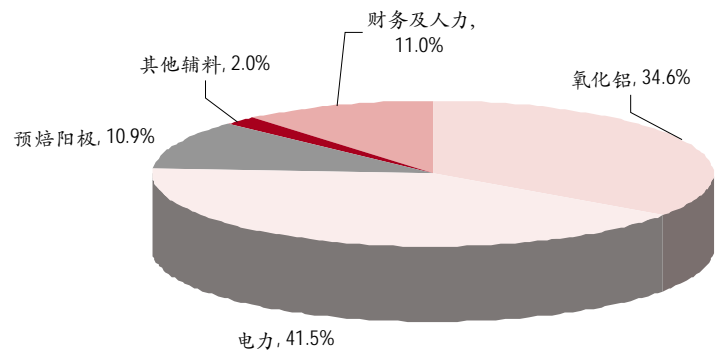
资料来源: 亚洲金属网, 中银国际研究

虽然公司营收实现了增长, 但净利润却出现了较为明显的下滑, 这主要是因为财务费用上涨, 以及因计提澳州昆士兰州项目损失和原辅材料价格的上涨导致主要业务模块盈利情况不佳:

1. 氧化铝板块实现盈利 3.64 亿元, 较同期下滑 47.09% (2010 年 1-6 月为 6.88 亿元), 毛利率较同期减少 1.75%。这主要是因为公司于半年报中计提了澳大利亚昆士兰州项目 2.73 亿元资产减值损失。此外原材料以及燃料等成本上升也拖累了该板块盈利能力。
2. 电解铝板块实现盈利 5.92 亿元, 较同期减少 9.48% (2010 年 1-6 月 6.54 亿元), 毛利率较同期减少 1.76%。上半年公司电解铝产销量有所下降是导致该板块盈利不佳的主要原因: 2011 年上半年电解铝现货价同比上扬 5.6%, 而公司电解铝板块营收仅上升 3.41%。

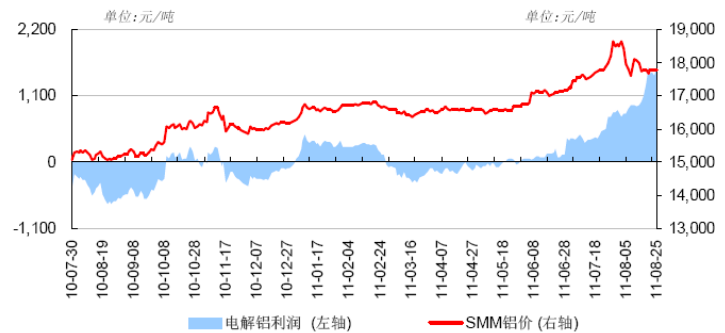
近期我国大部分地区电力成本明显上扬，导致电解铝产业基本处于盈亏平衡线之下，我们认为这可能是公司产销量较少的元凶。

图表 3. 2011 年 7 月电解铝成本构成比例图



资料来源：SMM，中银国际研究

图表 4. 中国电解铝盈亏与现货价格比较



资料来源：SMM，中银国际研究

上半年公司财务费用高达 15.20 亿元，比上年同期增加 2.22 亿元（上扬 17.10%），也对公司盈利产生较大幅面影响。公司财务费用上涨主要是因为负债规模较去年同期有所增长，且自 2010 年底起国家 5 次上调利率导致利息支出较去年同期增加所致。

### 终止奥鲁昆项目，扩张将会更为谨慎

7月26日公司公告称将于2011年中报中以计提减值准备的方式处理与澳大利亚昆士兰州政府协议终止奥鲁昆项目所产生的3.4亿元资本性开支。根据公司评估后续可回收金额能否实现以及可实现的具体金额后，中报实际共计提2.73亿元资产减值损失。

奥鲁昆铝土矿项目是中国铝业公司于2007年3月与澳大利亚昆士兰州政府签署的合作开发项目，公司原计划投资22亿澳元于当地建设一氧化铝冶炼厂。

但自项目签署以来，全球铝工业市场状况发生了显著不利的变化。2010年6月30日（即2007年签署协议期满日），经认真评估公司认为在原开发协议框架下奥鲁昆项目无法继续进行，因此公司与昆士兰州政府协商共同探讨以其他方式开发奥鲁昆铝土矿资源。但经过近1年努力，奥鲁昆项目仍无法满足继续开发的条件，因此公司于2011年7月正式宣布放弃该项目。

奥鲁昆项目的终止凸显了公司扩张领域工作的风险，在此经验基础上我们预计公司未来的扩张将会更为谨慎。

### 费用控制继续显效

我们欣喜地看到在2011年人工成本逐步上扬的背景下，公司管理费用营收占比指标连续2个季度都出现了环比和同比下降（2011年上半年管理费用同比减少了0.71亿元，降幅为5.73%），不断刷新公司上市以来的最低点：

在行业普遍景气度不高且充分竞争的背景下，成本控制是企业立足的根本点。公司自2010年起持续通过推行内部离岗退养计划和积极压缩可控费用等方法大幅压缩管理费用。

虽然从长远来看公司人员工资和福利等必然会有反弹的压力，但我们相信公司近些年来减员增效所积累的经验将有利于公司将管理费用控制在较合理范畴内。

图表5.管理费用占营收比例（%）

11Q2	11Q1	10Q	10Q3	10Q2	10Q1	09Q4	09Q3	09Q2	09Q1	08Q4	08Q3	8Q2	08Q1	07Q4	07Q3
1.77	2.03	2.26	1.68	2.08	2.06	4.63	3.08	4.27	3.75	3.87	2.82	2.72	3.09	4.31	2.95

资料来源：公司数据，中银国际研究

## 供给依然过剩，可能抑制需求

2011 年年初至今，国内铝库存持续下滑，目前已较年初累计减少近 72%，国内铝价也上涨 6.6%。

我们认为电力、人工以及碳素等成本攀升仍然是推动国内铝价上涨的主要推动力；其次国内电力短缺以及关停 23 个拟建项目也抑制了部分过剩产能；最后 7 月之前国内外电解铝价格差不断扩大，激发了国内铝价补涨，并带动国内铝材出口大增。这些因素引发短期供给紧俏，以及库存减少。

但是从近期公布的美欧和我国的经济指标来看，市场对全球经济复苏忧心忡忡。受此影响，7 月以来大宗商品价格出现大幅调整，电解铝价格也未能幸免，最新国内铝价已较年内高点回落近 5.06%。

从目前看随着我国中西部新产能自今年下半年起逐步释放，铝价或许难以长期维持 7、8 月份强劲的表现，因此我们维持 4 月公司季报点评中对铝价的预测。

图表 6. 电解铝价格预测

(人民币/吨)	2011E	2012E	2013E
最新假设	17,500	18,200	18,200
变动(%)		4	0

资料来源：中银国际研究部

## 下调盈利预测和目标价，但维持评级

考虑到澳洲昆士兰项目的减值损失，利率上涨带来的财务费用增加，以及原副材料成本的上扬，我们分别下调公司 2011 年-2013 年的盈利预测 27.4%、15.8%和 13.1%至 0.121 元、0.201 元和 0.246 元。

2011 年 2 季度以来，国内 A 股有色板块估值经历了大幅调整，我们也相应下调公司 A 股目标价至 10.00 元人民币，这是基于约 2.6 倍 2011 年市净率估值。

2011年年初至2011年8月27日中, A和H股同时上市的三家有色金属企业: **江西铜业** (600362.SS/人民币 33.33; 0358.HK/港币 25.40, 买入)、**中国铝业**和**紫金矿业** (601899.SS/人民币 5.49, 未有评级; 2899.HK/港币 7.05, 买入), H股股价相对A股股价有约45%-50%的折价。考虑到市场对各公司A股和H股的折价有所区别, 因此我们以1.30倍2011年市净率(即H股相对A股折价约50%)给予公司H股估值, 相对应的H股股价为6.20港币。

7月初公司非公开增发预案获批, 我们预计公司有望于2013年完成非公开增发项目, 届时公司将借此良机继续做大做强氧化铝业务, 公司负债情况也将有所好转。基于这些因素考虑, 我们依然维持对公司A股和H股的**持有**评级。

图表 7. A/H 股有色金属公司股价

证券简称	A股 证券代码	H股 证券代码	A股价 (人民币)	H股股价 (港币)	H/A股股价 比*
江西铜业	600362.SS	358.HK	37.89	25.297	54.7%
中国铝业	601600.SS	2600.HK	10.96	6.959	52.1%
紫金矿业	601899.SS	2899.HK	6.79	4.08	49.3%
<b>平均</b>					<b>52.0%</b>

资料来源: 中银国际研究部, \*计入汇率因素, 11年年初-11年8月27日均价

图表 8. 业绩摘要

(人民币, 百万)	2010 上半年	2011 上半年	同比变化(%)
销售收入	59,778	65,970	10.4
销售成本	55,714	61,713	10.8
营业税	172	165	(3.7)
毛利润	3,893	4,092	5.1
其他营业收入	93	23	(75.1)
分销费用	788	762	(3.4)
管理费用	1,239	1,168	(5.7)
资产减值损失	303	274	(9.8)
<b>经营利润</b>	<b>1,654</b>	<b>1,911</b>	<b>15.5</b>
财务费用	1,298	1,520	17.1
投资收入	512	399	(22.1)
其它非经营性收入	80	41	(48.4)
<b>税前利润</b>	<b>948</b>	<b>831</b>	<b>(12.3)</b>
税金	149	139	(6.5)
少数股东权益	268	279	4.1
<b>净利润</b>	<b>531</b>	<b>413</b>	<b>(22.2)</b>
<b>全面摊薄每股收益(元)</b>	<b>0.039</b>	<b>0.031</b>	<b>(22.2)</b>
<b>盈利能力(%)</b>			
毛利率	6.5	6.2	
经营利润率	2.8	2.9	
净利率	0.9	0.6	

资料来源: 公司数据

**损益表—A股(人民币百万)**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	70,268	120,995	129,357	134,042	139,862
销售成本	(69,046)	(113,188)	(120,912)	(123,797)	(128,803)
经营费用	1,502	1,759	810	1,280	1,378
经营利润(息税前利润)	2,725	9,565	9,255	11,525	12,437
折旧及摊销	(6,075)	(6,084)	(5,468)	(5,928)	(6,104)
息税折旧前利润	(3,351)	3,481	3,787	5,597	6,333
净利息收入(费用)	(2,169)	(2,536)	(1,340)	(1,390)	(1,112)
其他收益/(损失)	129	435	72	106	102
税前利润	(5,391)	1,380	2,519	4,314	5,323
所得税	708	(411)	(630)	(1,078)	(1,331)
少数股东权益	37	(191)	(248)	(323)	(420)
净利润	(4,646)	778	1,641	2,912	3,572
核心净利润	(4,646)	778	1,641	2,912	3,572
每股收益(人民币)	(0.344)	0.058	0.121	0.201	0.246
核心每股收益(人民币)	(0.344)	0.058	0.121	0.201	0.246
每股股息(人民币)	0.000	0.011	0.024	0.040	0.049
收入增长(%)	n.a.	72	7	4	4
息税前利润增长(%)	n.a.	(204)	9	48	13
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	251	(3)	25	8
每股收益增长(%)	n.a.	(117)	111	65	23
核心每股收益增长(%)	n.a.	(117)	111	65	23

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

**资产负债表—A股(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	7,859	9,496	10,349	10,991	11,888
应收帐款	1,417	1,288	2,070	2,413	2,797
库存	20,423	21,780	24,182	29,711	30,913
其他流动资产	6,634	8,760	10,887	11,741	13,368
流动资产总计	36,334	41,324	47,488	54,857	58,966
固定资产	70,200	72,722	80,453	78,408	74,141
无形资产	4,993	5,215	5,072	4,930	4,787
其他长期资产	22,448	22,061	19,148	19,675	21,514
长期资产总计	97,641	99,997	104,674	103,013	100,442
总资产	133,975	141,322	152,162	157,870	159,409
应付帐款	4,441	4,339	7,255	7,428	7,728
短期债务	22,993	20,590	18,387	6,236	1,697
其他流动负债	12,596	30,805	34,308	39,570	44,487
流动负债总计	40,030	55,734	59,949	53,234	53,912
长期借款	25,899	18,808	22,495	26,182	27,791
其他长期负债	12,465	9,594	10,931	6,795	2,768
股本	13,524	13,524	13,524	14,524	14,524
储备	36,876	38,084	39,435	50,984	53,842
股东权益	50,401	51,608	52,959	65,509	68,367
少数股东权益	5,180	5,579	5,827	6,150	6,570
总负债及权益	133,975	141,322	152,162	157,870	159,409
每股帐面价值(人民币)	3.73	3.82	3.92	4.51	4.71
每股有形资产(人民币)	3.36	3.43	3.54	4.17	4.38
每股净负债/(现金)(人民币)	3.03	2.21	2.26	1.48	1.21

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

**现金流量表—A股(人民币百万)**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	(5,391)	1,380	2,519	4,314	5,323
折旧与摊销	6,075	6,084	5,468	5,928	6,104
净利息费用	2,238	2,581	1,340	1,390	1,112
运营资本变动	3,696	14,409	12,461	(1,623)	(5,054)
税金	708	(411)	(630)	(1,078)	(1,331)
其他经营现金流	(8,033)	(16,940)	(11,007)	552	7,204
经营活动产生的现金流	(706)	7,104	10,151	9,482	13,358
购买固定资产净值	(9,906)	(8,380)	(10,535)	(4,598)	(3,783)
投资减少/增加	528	991	0	0	0
其他投资现金流	(99)	(871)	75	103	101
投资活动产生的现金流	(9,477)	(8,260)	(10,460)	(4,495)	(3,682)
净增权益	0	0	0	10,220	0
净增债务	1,678	39	1,484	(8,464)	(2,930)
支付股息	0	(153)	(328)	(582)	(714)
其他融资现金流	(101)	2,832	6	(5,518)	(5,135)
融资活动产生的现金流	1,577	2,718	1,163	(4,344)	(8,779)
现金变动	(8,606)	1,561	853	643	897
期初现金	16,541	7,935	9,496	10,349	10,991
公司自由现金流	(10,183)	(1,153)	(310)	4,988	9,676
权益自由现金流	(10,675)	(3,651)	1,156	(3,494)	6,731

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

**主要比率—A股**

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	3.9	7.9	7.2	8.6	8.9
息税前利润率	(4.8)	2.9	2.9	4.2	4.5
税前利润率	(7.7)	1.1	1.9	3.2	3.8
净利率	(6.6)	0.6	1.3	2.2	2.6
<b>流动性(倍)</b>					
流动比率	0.9	0.7	0.8	1.0	1.1
利息覆盖率	(1.5)	1.4	2.8	3.9	5.5
净权益负债率(%)	73.8	52.3	51.9	29.9	23.5
速动比率	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
<b>估值(倍)</b>					
市盈率	N/M	162.9	77.2	46.7	38.1
核心业务市盈率	N/M	162.9	77.2	46.7	38.1
目标价对应核心业务市盈率	N/M	173.8	82.4	49.9	40.7
市净率	2.5	2.5	2.4	2.1	2.0
价格/现金流	(179.5)	17.8	12.5	14.4	10.2
企业价值/息税折旧前利润	63.5	17.0	17.6	14.2	12.9
<b>周转率</b>					
存货周转天数	108.0	68.0	69.4	79.4	85.9
应收帐款周转天数	7.4	3.9	4.7	6.1	6.8
应付帐款周转天数	23.1	13.1	16.4	20.0	19.8
<b>回报率(%)</b>					
股息支付率	n.a.	19.7	20.0	20.0	20.0
净资产收益率	(9.2)	1.5	3.1	4.9	5.3
资产收益率	(2.5)	1.7	1.9	2.7	3.0
已运用资本收益率	(3.2)	3.6	3.9	5.5	6.1

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

**损益表—H股 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	70,268	120,995	129,357	134,042	139,862
销售成本	(69,046)	(113,188)	(120,912)	(123,797)	(128,803)
经营费用	1,502	1,759	810	1,280	1,378
经营利润(息税前利润)	2,725	9,565	9,255	11,525	12,437
折旧及摊销	(6,075)	(6,084)	(5,468)	(5,928)	(6,104)
息税折旧前利润	(3,351)	3,481	3,787	5,597	6,333
净利息收入(费用)	(2,169)	(2,536)	(1,340)	(1,390)	(1,112)
其他收益/(损失)	129	435	72	106	102
税前利润	(5,391)	1,380	2,519	4,314	5,323
所得税	708	(411)	(630)	(1,078)	(1,331)
少数股东权益	37	(191)	(248)	(323)	(420)
净利润	(4,646)	778	1,641	2,912	3,572
核心净利润	(4,646)	778	1,641	2,912	3,572
每股收益(人民币)	(0.344)	0.058	0.121	0.201	0.246
核心每股收益(人民币)	(0.344)	0.058	0.121	0.201	0.246
每股股息(人民币)	0.000	0.011	0.024	0.040	0.049
收入增长(%)	n.a.	72	7	4	4
息税前利润增长(%)	n.a.	(204)	9	48	13
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	251	(3)	25	8
每股收益增长(%)	n.a.	(117)	111	65	23
核心每股收益增长(%)	n.a.	(117)	111	65	23

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

**资产负债表—H股 (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	7,859	9,496	10,349	10,991	11,888
应收帐款	1,417	1,288	2,070	2,413	2,797
库存	20,423	21,780	24,182	29,711	30,913
其他流动资产	6,634	8,760	10,887	11,741	13,368
流动资产总计	36,334	41,324	47,488	54,857	58,966
固定资产	70,200	72,722	80,453	78,408	74,141
无形资产	4,993	5,215	5,072	4,930	4,787
其他长期资产	22,448	22,061	19,148	19,675	21,514
长期资产总计	97,641	99,997	104,674	103,013	100,442
总资产	133,975	141,322	152,162	157,870	159,409
应付帐款	4,441	4,339	7,255	7,428	7,728
短期债务	22,993	20,590	18,387	6,236	1,697
其他流动负债	12,596	30,805	34,308	39,570	44,487
流动负债总计	40,030	55,734	59,949	53,234	53,912
长期借款	25,899	18,808	22,495	26,182	27,791
其他长期负债	12,465	9,594	10,931	6,795	2,768
股本	13,524	13,524	13,524	14,524	14,524
储备	36,876	38,084	39,435	50,984	53,842
股东权益	50,401	51,608	52,959	65,509	68,367
少数股东权益	5,180	5,579	5,827	6,150	6,570
总负债及权益	133,975	141,322	152,162	157,870	159,409
每股帐面价值(人民币)	3.73	3.82	3.92	4.51	4.71
每股有形资产(人民币)	3.36	3.43	3.54	4.17	4.38
每股净负债/(现金)(人民币)	3.03	2.21	2.26	1.48	1.21

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

**现金流量表—H股 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	(5,391)	1,380	2,519	4,314	5,323
折旧与摊销	6,075	6,084	5,468	5,928	6,104
净利息费用	2,238	2,581	1,340	1,390	1,112
运营资本变动	3,696	14,409	12,461	(1,623)	(5,054)
税金	708	(411)	(630)	(1,078)	(1,331)
其他经营现金流	(8,033)	(16,940)	(11,007)	552	7,204
经营活动产生的现金流	(706)	7,104	10,151	9,482	13,358
购买固定资产净值	(9,906)	(8,380)	(10,535)	(4,598)	(3,783)
投资减少/增加	528	991	0	0	0
其他投资现金流	(99)	(871)	75	103	101
投资活动产生的现金流	(9,477)	(8,260)	(10,460)	(4,495)	(3,682)
净增权益	0	0	0	10,220	0
净增债务	1,678	39	1,484	(8,464)	(2,930)
支付股息	0	(153)	(328)	(582)	(714)
其他融资现金流	(101)	2,832	6	(5,518)	(5,135)
融资活动产生的现金流	1,577	2,718	1,163	(4,344)	(8,779)
现金变动	(8,606)	1,561	853	643	897
期初现金	16,541	7,935	9,496	10,349	10,991
公司自由现金流	(10,183)	(1,153)	(310)	4,988	9,676
权益自由现金流	(10,675)	(3,651)	1,156	(3,494)	6,731

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

**主要比率—H股**

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	3.9	7.9	7.2	8.6	8.9
息税前利润率	(4.8)	2.9	2.9	4.2	4.5
税前利润率	(7.7)	1.1	1.9	3.2	3.8
净利率	(6.6)	0.6	1.3	2.2	2.6
<b>流动性(倍)</b>					
流动比率	0.9	0.7	0.8	1.0	1.1
利息覆盖率	(1.5)	1.4	2.8	3.9	5.5
净权益负债率(%)	73.8	52.3	51.9	29.9	23.5
速动比率	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
<b>估值(倍)</b>					
市盈率	N/M	74.8	35.5	21.5	17.5
核心业务市盈率	N/M	74.8	35.5	21.5	17.5
目标价对应核心业务市盈率	N/M	88.4	41.9	25.4	20.7
市净率	1.0	1.0	1.0	0.9	0.8
价格/现金流	(82.5)	8.2	5.7	6.6	4.7
企业价值/息税折旧前利润	40.8	10.1	10.7	7.8	6.6
<b>周转率</b>					
存货周转天数	108.0	68.0	69.4	79.4	85.9
应收帐款周转天数	7.4	3.9	4.7	6.1	6.8
应付帐款周转天数	23.1	13.1	16.4	20.0	19.8
<b>回报率(%)</b>					
股息支付率	n.a.	19.7	20.0	20.0	20.0
净资产收益率	(9.2)	1.5	3.1	4.9	5.3
资产收益率	(2.5)	1.7	1.9	2.7	3.0
已运用资本收益率	(3.2)	3.6	3.9	5.5	6.1

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

英国伦敦嘉嘉街 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