



| 股票代码   | 600801.SS | 900933.SS |
|--------|-----------|-----------|
| 评级     | 持有        | 持有        |
| 原先评级   | 持有        | 持有        |
| 收盘价    | 人民币 14.70 | 美元 1.70   |
| 目标价    | 人民币 15.80 | 美元 1.82   |
| 原先目标价  | 人民币 16.00 | 美元 1.90   |
| 上/下浮比例 | 7%        | 7%        |
| 目标价格基础 | 18倍12年市盈率 | 13倍12年市盈率 |
| 板块评级   | 中立        | 中立        |

### 股价表现 — A 股



| (%)              | 今年至今         | 1个月 | 3个月  | 12个月 |
|------------------|--------------|-----|------|------|
| 绝对               | 19           | 3   | (10) | (28) |
| 相对新华富时 A50 指数    | 10           | 5   | (6)  | (18) |
| 发行股数(百万)         | 935          |     |      |      |
| 流通股(%)           | 41           |     |      |      |
| 流通股市值(人民币 百万)    | 13,749       |     |      |      |
| 3个月日均交易额(人民币 百万) | 147          |     |      |      |
| 净负债比率(%) (2012E) | 85           |     |      |      |
| 主要股东(%)          | HOLCHIN B.V. |     |      |      |
|                  | 40           |     |      |      |

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究  
以2012年6月13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

工业：建筑与基建

李攀

(8610) 6622 9073.

pan.li@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300510120035

\* 李大振为本报告重要贡献者

## 华新水泥

### 景气下行 静待需求转暖

公司今年以来水泥销售价格逐渐下行，5月份价格较年初价格下跌近10%，吨净利较去年同期折半以上。长江上下游地区水泥供给的冲击以及需求放缓情况下企业竞争加剧，景气度下行，公司目前的经营战略不再是过去的限产保价，而是更多的强调对市场的占领，通过提高运转率加强走量，长期看有利于区域市场整合，但是短期的阵痛在所难免。今年在企业盈利下行的环境下新增供给明显放缓，预计下半年随着需求改善，公司有望迎来温和的复苏，我们维持公司的持有评级，A、B股目标价格下调为15.80元与1.82美元。

#### 支撑评级的要点

- 销量同比略有增长，价格下跌明显导致盈利明显回落。6月初公司日出货量在11-12万吨之间，预计上半年水泥熟料综合销量约在1,850万吨，较去年同期增长100万吨左右。但是水泥不含税销售价格从年初的298元/吨下降至274元/吨，预计目前的吨水泥毛利在50-60元之间，较去年有较大幅度下滑。
- 受长江沿线上下游地区产能冲击和需求放缓影响，短期价格难有起色。湖北地区2011年基本没有新增水泥产能，但是受到长江上游重庆和下游安徽的产能投放影响，自4月湖北地区水泥价格进一步走低，尤其是在需求放缓的背景下本地企业为与长江上下游企业争抢份额，开始主动大幅下调价格。考虑到目前的库存水平较低，价格进一步下跌空间不大。
- 公司目前战略重点在于提高运转率，加强走量，利用成本等方面优势将小企业淘汰。在当前市场需求较差的情况下，协同的条件不再具备。公司将战略转至提高运转率，加强走量，公司相对于小企业有规模优势，成本相对较低，在通过市场竞争淘汰小企业之后，逐步整合市场。
- 区域新增供给放缓，产能冲击降低，需求环比改善下存在弱复苏的过程。预计今年湖北区域仅新增两条水泥生产线，供给方面冲击较小；宏观政策放松趋势下预计下半年需求会较上半年有所改善，但考虑到政策放松的力度和推出速度难以和08年同日而语，下半年公司有望迎来一个温和的复苏过程。

#### 估值

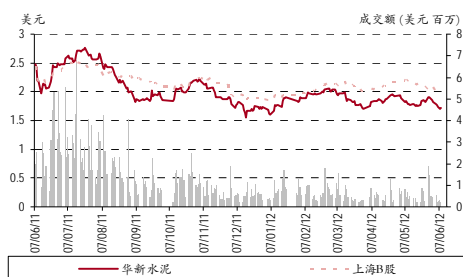
- 我们对公司2012-2014年每股盈利预测调整至0.880、1.078和1.303元，基于A股2012年18倍市盈率给予15.80元目标价，考虑到B股折价情况，基于2012年13倍市盈率给予1.82美元目标价，维持持有评级。

#### 投资摘要 — A 股

| 年结日: 12月31日     | 2010  | 2011   | 2012E  | 2013E  | 2014E  |
|-----------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 销售收入(人民币 百万)    | 8,469 | 12,638 | 13,113 | 15,416 | 18,019 |
| 变动(%)           | 23    | 49     | 4      | 18     | 17     |
| 净利润(人民币 百万)     | 573   | 1,075  | 823    | 1,008  | 1,219  |
| 全面摊薄每股收益(人民币)   | 0.709 | 1.150  | 0.880  | 1.078  | 1.303  |
| 变动(%)           | 14.4  | 62.1   | (23.4) | 22.4   | 20.9   |
| 市场预期每股收益(人民币)   | -     | -      | 1.153  | 1.411  | 1.742  |
| 先前预测每股收益(人民币)   | -     | -      | 2.127  | 2.500  | -      |
| 调整幅度(%)         | -     | -      | (58.6) | (56.9) | -      |
| 核心每股收益(人民币)     | 0.575 | 1.064  | 0.744  | 0.916  | 1.111  |
| 变动(%)           | 5.2   | 85.0   | (30.1) | 23.1   | 21.3   |
| 全面摊薄市盈率(倍)      | 20.7  | 12.8   | 16.7   | 13.6   | 11.3   |
| 核心市盈率(倍)        | 25.6  | 13.8   | 19.8   | 16.1   | 13.2   |
| 每股现金流量(人民币)     | 1.91  | 2.02   | 2.55   | 3.25   | 3.70   |
| 价格/每股现金流量(倍)    | 7.7   | 7.3    | 5.8    | 4.5    | 4.0    |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 11.8  | 7.0    | 8.4    | 7.5    | 6.6    |
| 每股股息(人民币)       | 0.100 | 0.150  | 0.176  | 0.216  | 0.261  |
| 股息率(%)          | 0.7   | 1.0    | 1.2    | 1.5    | 1.8    |

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

## 股价表现—B股



| (%)        | 今年<br>至今 | 1<br>个月 | 3<br>个月 | 12<br>个月 |
|------------|----------|---------|---------|----------|
| 绝对         | 1        | (4)     | (15)    | (14)     |
| 相对恒生中国企业指数 | (11)     | (0)     | (10)    | (11)     |

|                  |       |
|------------------|-------|
| 发行股数(百万)         | 935   |
| 流通股(%)           | 41    |
| 流通股市值(美金百万)      | 1,590 |
| 3个月日均交易额(美金百万)   | 1     |
| 净负债比率(%) (2012E) | 85    |
| 主要股东(%)          |       |
| HOLCHIN B.V.     | 40    |

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究  
以2012年6月13日收市价为标准

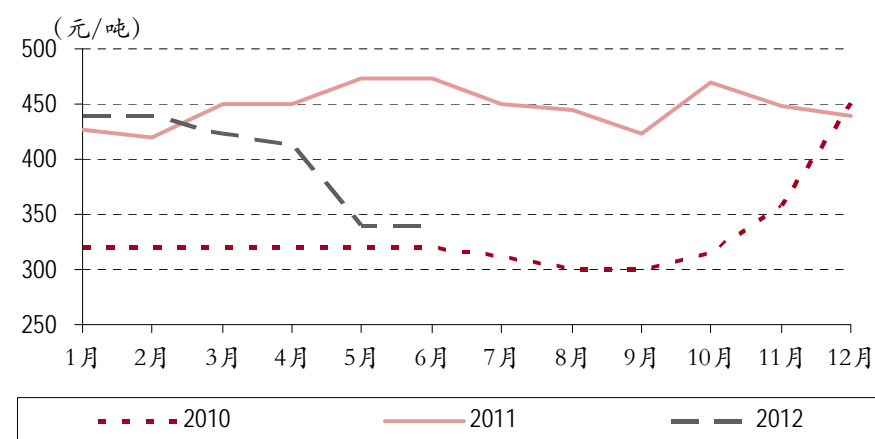
## 投资摘要—B股

| 年结日: 12月31日     | 2010  | 2011   | 2012E  | 2013E  | 2014E  |
|-----------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 销售收入(人民币 百万)    | 8,469 | 12,638 | 13,113 | 15,416 | 18,019 |
| 变动(%)           | 23    | 49     | 4      | 18     | 17     |
| 净利润(人民币 百万)     | 573   | 1,075  | 823    | 1,008  | 1,219  |
| 全面摊薄每股收益(人民币)   | 0.709 | 1.150  | 0.880  | 1.078  | 1.303  |
| 变动(%)           | 14.4  | 62.1   | (23.4) | 22.4   | 20.9   |
| 市场预期每股收益(人民币)   |       |        | 1.153  | 1.411  | 1.742  |
| 先前预测每股收益(人民币)   | -     | -      | 2.127  | 2.500  |        |
| 调整幅度(%)         | -     | -      | (58.6) | (56.9) |        |
| 核心每股收益(人民币)     | 0.575 | 1.064  | 0.744  | 0.916  | 1.111  |
| 变动(%)           | 5.2   | 85.0   | (30.1) | 23.1   | 21.3   |
| 全面摊薄市盈率(倍)      | 20.7  | 12.8   | 16.7   | 13.6   | 11.3   |
| 核心市盈率(倍)        | 25.6  | 13.8   | 19.8   | 16.1   | 13.2   |
| 每股现金流量(人民币)     | 1.91  | 2.02   | 2.55   | 3.25   | 3.70   |
| 价格/每股现金流量(倍)    | 7.7   | 7.3    | 5.8    | 4.5    | 4.0    |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 11.8  | 7.0    | 8.4    | 7.5    | 6.6    |
| 每股股息(人民币)       | 0.100 | 0.150  | 0.176  | 0.216  | 0.261  |

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

销量同比略有增长，价格受供求关系影响下行。4月份公司水泥熟料综合销量384万吨，5月份350万吨，5月份销量环比下降主要因为雨水天气较多，导致出货量有所降低，6月初公司的日出货量在11-12万吨之间，考虑到1季度水泥熟料综合销量779万吨，预计上半年水泥熟料综合销量约在1,850万吨，较去年同期增长100万吨左右。价格趋势是逐月降低，水泥价格从1月不含税298元/吨逐渐下降到5月份274元/吨。对应去年3-5月份价格分别为不含税297元/吨、305元/吨和314元/吨。

图表 1.湖北武汉地区 P.O42.5 水泥价格走势



资料来源：数字水泥

多重原因造成湖北地区水泥价格下行，短期库存处于合理状况，进一步下跌空间不大。今年以来湖北地区水泥价格逐步走低，主要原因包括：首先长江上游重庆低价水泥和熟料不断进入，东方新希望在重庆的长江沿线建立 5 条 5,000t/d 的生产线，其中有 3 条处于运转状态，每月会有近 20 万吨熟料产能销往湖北，对公司构成的一定的不利影响；其次伴随着自去年年底以来安徽等地几条大型生产线投放影响，华东价格不断走低，同处于长江沿线的湖北地区价格也受到不同程度的影响；三是本地企业为与长江上下游企业争抢份额，主动下调了价格。目前公司库存总量在 100 万吨水泥左右，目前处于中位线水平。一般来说库存的范围在 80-120 万吨相对合理，正常经营销售最少要 80 万吨，而超过 120 万吨一般会停磨。短期内湖北地区水泥价格已经接近上下游的水平，进一步走低可能性较小。

**图表 2. 长江下游地区主要生产线投放**

| 水泥生产线  | 投产时间         | 日产量(T/D) | 年产能(万吨) |
|--------|--------------|----------|---------|
| 池州海螺水泥 | 2011 年 11 月份 | 5,000    | 200     |
| 芜湖海螺一线 | 2011 年 12 月份 | 12,000   | 500     |
| 中材安徽水泥 | 2012 年 4 月份  | 5,000    | 200     |
| 全椒海螺水泥 | 2012 年 5 月份  | 5,000    | 200     |
| 芜湖海螺二线 | 2012 年 5 月份  | 12,000   | 500     |

资料来源：数字水泥

**成本结构中煤炭成本略有降低，整体比较稳定。**目前人力成本占总成本 10-12%，电力占近 30%，煤炭成本约占 40%，公司吨水泥标准煤耗 109 公斤左右，煤炭主要来自于河南和四川地区，还有一部分来自于进口，湖北当地的较少，目前煤炭市场价格有所下降，但反映到吨水泥成本中并不明显，整体成本比较稳定。

**当前情况不具备市场协同条件，战略重点在于提高运转率，加强走量。**在需求向上或者相对稳定的市场情况下，大企业主导下的价格协同相对容易，而在需求不旺的市场环境下小企业的冲击将对摧毁脆弱的价格协同。在当前的市场需求很差的情况下，实际上已经不具备协同的条件。

从目前情况来看，公司的战略重点放在提高运转率，加强走量，公司成本相对于小企业具备规模优势，在价格较低的情况下企业投资意愿降低，另一方面行业整合实际上通过行政力量很难做到，通过市场的方式才能将盈利差的小企业真正的淘汰出局，目前盈利不好能为市场整合创造条件，行业整合完成后，大企业做上下游一体化，盈利能力才会提升。

**区域新增供给放缓，产能冲击放缓，需求环比改善下存在弱复苏的过程。**盈利较差情况下企业建线动力下降，今年湖北区域新增产能有限，新增产能预计仅有两条生产线，包括建始泰丰 2,500t/d、涡石 4,000t/d。上半年基建需求较弱，主要基建子行业投资都有所下降，在中央强调“稳增长”的重要性的背景之下，基建板块将有所复苏，以铁路投资为例，今年 1-5 月铁路基建投资 1,054.8 亿元，累计同比减少 46.9%，按照今年铁道部铁路基建投资 4,060 亿的规模计算，今年 6 月以后累计投资将在 3,000 亿以上，较去年 2,625 亿的规模有所增长。预计在未来一段时间需求将环比有所改善，公司将迎来弱复苏过程。

**损益表 - A 股 (人民币 百万)**

| 年结日: 12 月 31 日 | 2010    | 2011    | 2012E    | 2013E    | 2014E    |
|----------------|---------|---------|----------|----------|----------|
| 销售收入           | 8,469   | 12,638  | 13,113   | 15,416   | 18,019   |
| 销售成本           | (6,583) | (9,174) | (10,155) | (11,949) | (13,987) |
| 经营费用           | (236)   | (457)   | (277)    | (382)    | (516)    |
| 息税折旧前利润        | 945     | 2,021   | 1,532    | 1,791    | 2,073    |
| 折旧及摊销          | (706)   | (986)   | (1,148)  | (1,293)  | (1,443)  |
| 经营利润 (息税前利润)   | 1,651   | 3,007   | 2,680    | 3,085    | 3,516    |
| 净利息收入/(费用)     | (305)   | (515)   | (511)    | (536)    | (551)    |
| 其他收益/(损失)      | 191     | 104     | 161      | 192      | 228      |
| 税前利润           | 831     | 1,610   | 1,183    | 1,448    | 1,750    |
| 所得税            | (171)   | (390)   | (248)    | (304)    | (368)    |
| 少数股东权益         | (87)    | (145)   | (111)    | (136)    | (164)    |
| 净利润            | 573     | 1,075   | 823      | 1,008    | 1,219    |
| 核心净利润          | 464     | 995     | 696      | 856      | 1,039    |
| 每股收益(人民币)      | 0.709   | 1.150   | 0.880    | 1.078    | 1.303    |
| 核心每股收益(人民币)    | 0.575   | 1.064   | 0.744    | 0.916    | 1.111    |
| 每股股息(人民币)      | 0.100   | 0.150   | 0.176    | 0.216    | 0.261    |
| 收入增长(%)        | 23      | 49      | 4        | 18       | 17       |
| 息税前利润增长(%)     | 13      | 114     | (24)     | 17       | 16       |
| 息税折旧前利润增长(%)   | 19      | 82      | (11)     | 15       | 14       |
| 每股收益增长(%)      | 14      | 62      | (23)     | 22       | 21       |
| 核心每股收益增长(%)    | 5       | 85      | (30)     | 23       | 21       |

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表 - A 股 (人民币 百万)**

| 年结日: 12 月 31 日 | 2010    | 2011    | 2012E   | 2013E   | 2014E   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 税前利润           | 831     | 1,610   | 1,183   | 1,448   | 1,750   |
| 折旧与摊销          | 706     | 986     | 1,148   | 1,293   | 1,443   |
| 净利息费用          | 305     | 515     | 511     | 536     | 551     |
| 运营资本变动         | (66)    | (920)   | (205)   | 70      | 82      |
| 税金             | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 其他经营现金流        | (235)   | (304)   | (248)   | (304)   | (368)   |
| 经营活动产生的现金流     | 1,540   | 1,886   | 2,389   | 3,042   | 3,458   |
| 购买固定资产净值       | (2,687) | (1,861) | (3,356) | (2,705) | (2,743) |
| 投资减少/增加        | (13)    | (358)   | 0       | 0       | 0       |
| 其他投资现金流        | 189     | 247     | (1)     | (2)     | (2)     |
| 投资活动产生的现金流     | (2,511) | (1,972) | (3,357) | (2,707) | (2,745) |
| 净增权益           | 94      | 1,799   | 0       | 0       | 0       |
| 净增债务           | 803     | (52)    | 110     | 125     | 87      |
| 支付股息           | (81)    | (81)    | (140)   | (165)   | (202)   |
| 其他融资现金流        | 666     | (569)   | (507)   | (532)   | (547)   |
| 融资活动产生的现金流     | 1,482   | 1,098   | (538)   | (571)   | (661)   |
| 现金变动           | 511     | 1,013   | (1,506) | (236)   | 52      |
| 期初现金           | 1,245   | 1,756   | 2,769   | 1,263   | 1,027   |
| 公司自由现金流        | (977)   | (91)    | (954)   | 335     | 709     |
| 权益自由现金流        | (480)   | (663)   | (1,370) | (75)    | 250     |

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表 - A 股 (人民币 百万)**

| 年结日: 12 月 31 日  | 2010   | 2011   | 2012E  | 2013E  | 2014E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 现金及现金等价物        | 1,756  | 2,769  | 1,263  | 1,027  | 1,079  |
| 应收帐款            | 1,040  | 1,969  | 2,363  | 2,778  | 3,247  |
| 库存              | 864    | 1,081  | 1,197  | 1,408  | 1,648  |
| 其他流动资产          | 294    | 235    | 243    | 259    | 276    |
| 流动资产总计          | 3,954  | 6,054  | 5,065  | 5,471  | 6,250  |
| 固定资产            | 12,098 | 13,572 | 15,778 | 17,187 | 18,484 |
| 无形资产            | 1,473  | 1,788  | 1,790  | 1,793  | 1,796  |
| 其他长期资产          | 288    | 315    | 319    | 323    | 327    |
| 长期资产总计          | 13,858 | 15,676 | 17,887 | 19,302 | 20,607 |
| 总资产             | 17,812 | 21,730 | 22,952 | 24,774 | 26,857 |
| 应付帐款            | 2,513  | 2,866  | 3,210  | 3,776  | 4,419  |
| 短期债务            | 1,860  | 3,691  | 3,791  | 3,841  | 3,681  |
| 其他流动负债          | 741    | 757    | 716    | 839    | 979    |
| 流动负债总计          | 5,114  | 7,314  | 7,717  | 8,457  | 9,079  |
| 长期借款            | 6,831  | 5,420  | 5,430  | 5,505  | 5,752  |
| 其他长期负债          | 220    | 412    | 428    | 456    | 487    |
| 股本              | 404    | 935    | 935    | 935    | 935    |
| 储备              | 4,621  | 6,825  | 7,508  | 8,351  | 9,368  |
| 股东权益            | 5,025  | 7,760  | 8,443  | 9,286  | 10,303 |
| 少数股东权益          | 623    | 823    | 934    | 1,070  | 1,234  |
| 总负债及权益          | 17,812 | 21,730 | 22,952 | 24,774 | 26,857 |
| 每股帐面价值(人民币)     | 6.22   | 8.30   | 9.03   | 9.93   | 11.02  |
| 每股有形资产(人民币)     | 4.40   | 6.39   | 7.11   | 8.01   | 9.10   |
| 每股净负债/(现金)(人民币) | 8.59   | 6.78   | 8.51   | 8.90   | 8.93   |

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率 - A 股**

| 年结日: 12 月 31 日  | 2010  | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-----------------|-------|------|-------|-------|-------|
| <b>盈利能力</b>     |       |      |       |       |       |
| 息税折旧前利润率(%)     | 19.5  | 23.8 | 20.4  | 20.0  | 19.5  |
| 息税前利润率(%)       | 11.2  | 16.0 | 11.7  | 11.6  | 11.5  |
| 税前利润率(%)        | 9.8   | 12.7 | 9.0   | 9.4   | 9.7   |
| 净利率(%)          | 6.8   | 8.5  | 6.3   | 6.5   | 6.8   |
| <b>流动性</b>      |       |      |       |       |       |
| 流动比率(倍)         | 0.8   | 0.8  | 0.7   | 0.6   | 0.7   |
| 利息覆盖率(倍)        | 3.0   | 3.8  | 2.9   | 3.3   | 3.7   |
| 净权益负债率(%)       | 122.8 | 73.9 | 84.9  | 80.3  | 72.4  |
| 速动比率(倍)         | 0.6   | 0.7  | 0.5   | 0.5   | 0.5   |
| <b>估值</b>       |       |      |       |       |       |
| 市盈率(倍)          | 20.7  | 12.8 | 16.7  | 13.6  | 11.3  |
| 核心业务市盈率(倍)      | 25.6  | 13.8 | 19.8  | 16.1  | 13.2  |
| 目标价对应核心业务市盈率(倍) | 27.5  | 14.9 | 21.2  | 17.3  | 14.2  |
| 盈率(倍)           |       |      |       |       |       |
| 市净率(倍)          | 2.4   | 1.8  | 1.6   | 1.5   | 1.3   |
| 价格/现金流(倍)       | 7.7   | 7.3  | 5.8   | 4.5   | 4.0   |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 11.8  | 7.0  | 8.4   | 7.5   | 6.6   |
| <b>周转率</b>      |       |      |       |       |       |
| 存货周转天数          | 41.4  | 38.7 | 40.9  | 39.8  | 39.9  |
| 应收帐款周转天数        | 33.1  | 43.4 | 60.3  | 60.9  | 61.0  |
| 应付帐款周转天数        | 97.9  | 77.7 | 84.6  | 82.7  | 83.0  |
| <b>回报率</b>      |       |      |       |       |       |
| 股息支付率(%)        | 14.1  | 13.0 | 20.0  | 20.0  | 20.0  |
| 净资产收益率(%)       | 12.0  | 16.8 | 10.2  | 11.4  | 12.4  |
| 资产收益率(%)        | 4.6   | 7.7  | 5.4   | 5.9   | 6.3   |
| 已运用资本收益率(%)     | 7.4   | 12.7 | 8.6   | 9.4   | 10.2  |

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测



**损益表 - B 股 (人民币 百万)**

| 年结日: 12 月 31 日 | 2010    | 2011    | 2012E    | 2013E    | 2014E    |
|----------------|---------|---------|----------|----------|----------|
| 销售收入           | 8,469   | 12,638  | 13,113   | 15,416   | 18,019   |
| 销售成本           | (6,583) | (9,174) | (10,155) | (11,949) | (13,987) |
| 经营费用           | (236)   | (457)   | (277)    | (382)    | (516)    |
| 息税折旧前利润        | 945     | 2,021   | 1,532    | 1,791    | 2,073    |
| 折旧及摊销          | (706)   | (986)   | (1,148)  | (1,293)  | (1,443)  |
| 经营利润 (息税前利润)   | 1,651   | 3,007   | 2,680    | 3,085    | 3,516    |
| 净利息收入/(费用)     | (305)   | (515)   | (511)    | (536)    | (551)    |
| 其他收益/(损失)      | 191     | 104     | 161      | 192      | 228      |
| 税前利润           | 831     | 1,610   | 1,183    | 1,448    | 1,750    |
| 所得税            | (171)   | (390)   | (248)    | (304)    | (368)    |
| 少数股东权益         | (87)    | (145)   | (111)    | (136)    | (164)    |
| 净利润            | 573     | 1,075   | 823      | 1,008    | 1,219    |
| 核心净利润          | 464     | 995     | 696      | 856      | 1,039    |
| 每股收益(人民币)      | 0.709   | 1.150   | 0.880    | 1.078    | 1.303    |
| 核心每股收益(人民币)    | 0.575   | 1.064   | 0.744    | 0.916    | 1.111    |
| 每股股息(人民币)      | 0.100   | 0.150   | 0.176    | 0.216    | 0.261    |
| 收入增长(%)        | 23      | 49      | 4        | 18       | 17       |
| 息税前利润增长(%)     | 13      | 114     | (24)     | 17       | 16       |
| 息税折旧前利润增长(%)   | 19      | 82      | (11)     | 15       | 14       |
| 每股收益增长(%)      | 14      | 62      | (23)     | 22       | 21       |
| 核心每股收益增长(%)    | 5       | 85      | (30)     | 23       | 21       |

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表 - B 股 (人民币 百万)**

| 年结日: 12 月 31 日 | 2010    | 2011    | 2012E   | 2013E   | 2014E   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 税前利润           | 831     | 1,610   | 1,183   | 1,448   | 1,750   |
| 折旧与摊销          | 706     | 986     | 1,148   | 1,293   | 1,443   |
| 净利息费用          | 305     | 515     | 511     | 536     | 551     |
| 运营资本变动         | (66)    | (920)   | (205)   | 70      | 82      |
| 税金             | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 其他经营现金流        | (235)   | (304)   | (248)   | (304)   | (368)   |
| 经营活动产生的现金流     | 1,540   | 1,886   | 2,389   | 3,042   | 3,458   |
| 购买固定资产净值       | (2,687) | (1,861) | (3,356) | (2,705) | (2,743) |
| 投资减少/增加        | (13)    | (358)   | 0       | 0       | 0       |
| 其他投资现金流        | 189     | 247     | (1)     | (2)     | (2)     |
| 投资活动产生的现金流     | (2,511) | (1,972) | (3,357) | (2,707) | (2,745) |
| 净增权益           | 94      | 1,799   | 0       | 0       | 0       |
| 净增债务           | 803     | (52)    | 110     | 125     | 87      |
| 支付股息           | (81)    | (81)    | (140)   | (165)   | (202)   |
| 其他融资现金流        | 666     | (569)   | (507)   | (532)   | (547)   |
| 融资活动产生的现金流     | 1,482   | 1,098   | (538)   | (571)   | (661)   |
| 现金变动           | 511     | 1,013   | (1,506) | (236)   | 52      |
| 期初现金           | 1,245   | 1,756   | 2,769   | 1,263   | 1,027   |
| 公司自由现金流        | (977)   | (91)    | (954)   | 335     | 709     |
| 权益自由现金流        | (480)   | (663)   | (1,370) | (75)    | 250     |

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表 - B 股 (人民币 百万)**

| 年结日: 12 月 31 日  | 2010   | 2011   | 2012E  | 2013E  | 2014E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 现金及现金等价物        | 1,756  | 2,769  | 1,263  | 1,027  | 1,079  |
| 应收帐款            | 1,040  | 1,969  | 2,363  | 2,778  | 3,247  |
| 库存              | 864    | 1,081  | 1,197  | 1,408  | 1,648  |
| 其他流动资产          | 294    | 235    | 243    | 259    | 276    |
| 流动资产总计          | 3,954  | 6,054  | 5,065  | 5,471  | 6,250  |
| 固定资产            | 12,098 | 13,572 | 15,778 | 17,187 | 18,484 |
| 无形资产            | 1,473  | 1,788  | 1,790  | 1,793  | 1,796  |
| 其他长期资产          | 288    | 315    | 319    | 323    | 327    |
| 长期资产总计          | 13,858 | 15,676 | 17,887 | 19,302 | 20,607 |
| 总资产             | 17,812 | 21,730 | 22,952 | 24,774 | 26,857 |
| 应付帐款            | 2,513  | 2,866  | 3,210  | 3,776  | 4,419  |
| 短期债务            | 1,860  | 3,691  | 3,791  | 3,841  | 3,681  |
| 其他流动负债          | 741    | 757    | 716    | 839    | 979    |
| 流动负债总计          | 5,114  | 7,314  | 7,717  | 8,457  | 9,079  |
| 长期借款            | 6,831  | 5,420  | 5,430  | 5,505  | 5,752  |
| 其他长期负债          | 220    | 412    | 428    | 456    | 487    |
| 股本              | 404    | 935    | 935    | 935    | 935    |
| 储备              | 4,621  | 6,825  | 7,508  | 8,351  | 9,368  |
| 股东权益            | 5,025  | 7,760  | 8,443  | 9,286  | 10,303 |
| 少数股东权益          | 623    | 823    | 934    | 1,070  | 1,234  |
| 总负债及权益          | 17,812 | 21,730 | 22,952 | 24,774 | 26,857 |
| 每股帐面价值(人民币)     | 6.22   | 8.30   | 9.03   | 9.93   | 11.02  |
| 每股有形资产(人民币)     | 4.40   | 6.39   | 7.11   | 8.01   | 9.10   |
| 每股净负债/(现金)(人民币) | 8.59   | 6.78   | 8.51   | 8.90   | 8.93   |

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率 - B 股**

| 年结日: 12 月 31 日  | 2010  | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-----------------|-------|------|-------|-------|-------|
| <b>盈利能力</b>     |       |      |       |       |       |
| 息税折旧前利润率(%)     | 19.5  | 23.8 | 20.4  | 20.0  | 19.5  |
| 息税前利润率(%)       | 11.2  | 16.0 | 11.7  | 11.6  | 11.5  |
| 税前利润率(%)        | 9.8   | 12.7 | 9.0   | 9.4   | 9.7   |
| 净利率(%)          | 6.8   | 8.5  | 6.3   | 6.5   | 6.8   |
| <b>流动性</b>      |       |      |       |       |       |
| 流动比率(倍)         | 0.8   | 0.8  | 0.7   | 0.6   | 0.7   |
| 利息覆盖率(倍)        | 3.0   | 3.8  | 2.9   | 3.3   | 3.7   |
| 净权益负债率(%)       | 122.8 | 73.9 | 84.9  | 80.3  | 72.4  |
| 速动比率(倍)         | 0.6   | 0.7  | 0.5   | 0.5   | 0.5   |
| <b>估值</b>       |       |      |       |       |       |
| 市盈率(倍)          | 20.7  | 12.8 | 16.7  | 13.6  | 11.3  |
| 核心业务市盈率(倍)      | 25.6  | 13.8 | 19.8  | 16.1  | 13.2  |
| 目标价对应核心业务市盈率(倍) | 27.5  | 14.9 | 21.2  | 17.3  | 14.2  |
| 盈率(倍)           |       |      |       |       |       |
| 市净率(倍)          | 2.4   | 1.8  | 1.6   | 1.5   | 1.3   |
| 价格/现金流(倍)       | 7.7   | 7.3  | 5.8   | 4.5   | 4.0   |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 11.8  | 7.0  | 8.4   | 7.5   | 6.6   |
| <b>周转率</b>      |       |      |       |       |       |
| 存货周转天数          | 41.4  | 38.7 | 40.9  | 39.8  | 39.9  |
| 应收帐款周转天数        | 33.1  | 43.4 | 60.3  | 60.9  | 61.0  |
| 应付帐款周转天数        | 97.9  | 77.7 | 84.6  | 82.7  | 83.0  |
| <b>回报率</b>      |       |      |       |       |       |
| 股息支付率(%)        | 14.1  | 13.0 | 20.0  | 20.0  | 20.0  |
| 净资产收益率(%)       | 12.0  | 16.8 | 10.2  | 11.4  | 12.4  |
| 资产收益率(%)        | 4.6   | 7.7  | 5.4   | 5.9   | 6.3   |
| 已运用资本收益率(%)     | 7.4   | 12.7 | 8.6   | 9.4   | 10.2  |

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

## **免责声明**

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为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，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邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均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，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论有无修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团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，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团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。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

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。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，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咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 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