



股票代码	000581.CH	200581.CH
评级	持有	持有
收盘价	人民币 27.06	港币 17.80
目标价	人民币 25.07	港币 18.90
原先目标价	人民币 24.00	港币 20.00
上/下浮比例	-7%	+6%
目标价格基础	17倍12年市盈	10.5倍12年市盈
板块评级	中立	中立

威孚高科

上半年净利润同比下滑 30.8%

2012年上半年,威孚高科营业收入26.2亿元,同比下滑20%,实现归属于母公司净利润4.46亿元,同比下滑30.8%,每股收益0.66元;2季度实现净利润1.99亿元,同比下滑43.7%,环比1季度下滑19.4%,折合每股收益0.29元。公司业绩下滑超出预期,主要是由于上半年博世汽柴贡献的投资收益大幅下滑61.8%。我们认为,下半年商用车市场难言乐观,预计公司全年业绩将延续下滑。2013年起,随着国IV标准逐步实施,公司IV高压共轨系统及相关零部件、SCR系统及WAPS系统产品有望快速放量,推动公司进入新一轮业绩增长期。我们将公司2012年每股收益下调至1.47元,维持A股和B股持有评级,将目标价格分别调整至25.07元和18.90港币。

支撑评级的要点

- 上半年,公司营业收入为26.2亿元,同比下降20%,其中燃油喷射系统业务、后处理系统业务同比分别下滑21.3%、8.6%,进气系统业务收入同比增长9.6%。毛利率同比小幅提升0.2个百分点至26.2%。
- 上半年,公司投资收益为1.6亿元,同比下滑45.5%,其中博世汽柴投资收益下滑61.8%,中联电子同比下滑23.9%,威孚环保催化剂下滑13.7%。受中重卡行业销量下滑、高压共轨技术路线市场份额缩减等影响,上半年博世汽柴重型高压共轨系统销量下滑显著,营业收入同比大幅下滑33.1%,净利润率为10.3%,较去年同期下滑7.5个百分点。
- 销售费用方面,由于三包费用增加,公司销售费用率较去年同期提升1.8个百分点;管理费用率较去年同期下滑0.4个百分点。同时,由于公司非公开发行募集资金到位,2季度公司银行存款利息收入大幅增加,财务费用率由去年同期的0.6%下降至-0.5%。公司期间费用率较去年同期提升0.3个百分点。

评级面临的主要风险

- 国IV标准实施时间推迟;商用车行业持续低迷。

估值

- 我们将公司2012-2014年每股收益下调至1.47元、2.05元、2.69元。公司A股和B股股价分别对应18倍和10倍2012年预期市盈率,估值适中。我们维持A股和B股持有评级,将A股目标价由24.00元上调至25.07元, B股目标价由20.00港币下调至18.90港币。

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)	5,371	5,898	5,337	7,000	8,650
变动(%)	74	10	(10)	31	24
净利润(人民币 百万)	1,340	1,205	1,003	1,394	1,830
全面摊薄每股收益(人民币)	1.971	1.771	1.474	2.050	2.691
变动(%)	199.0	(10.1)	(16.8)	39.0	31.3
市场预期每股收益(人民币)	-	-	1.897	2.453	3.301
先前预测每股收益(人民币)	-	-	1.600	2.400	2.820
调整幅度(%)	-	-	(7.9)	(14.6)	(4.6)
全面摊薄市盈率(倍)	13.7	15.3	18.4	13.2	10.1
每股现金流量(人民币)	0.79	0.48	1.11	1.45	1.87
价格/每股现金流量(倍)	34.3	56.4	24.4	18.7	14.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	15.8	14.9	16.6	12.1	8.7
每股股息(人民币)	0.435	0.360	0.295	0.410	0.538
股息率(%)	1.6	1.3	1.1	1.5	2.0

资料来源:公司数据及中银国际研究预测

股价表现—A股



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(20)	6	(19)	(24)
相对新华富时A50指数	(16)	11	(5)	(7)

发行股数(百万)	680
流通股(%)	60
流通股市值(人民币 百万)	11,068
3个月日均交易额(人民币 百万)	73
净负债比率(%) (2012E)	净现金
主要股东(%)	
无锡产业发展集团有限公司	20

资料来源:公司数据,彭博及中银国际研究
以2012年8月28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

汽车:汽车

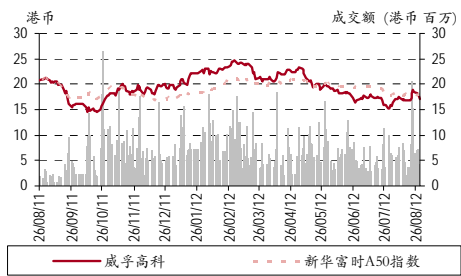
王玉笙*

(8621) 2032 8523
yusheng.wang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号: S1300510120041

胡文洲,CFA

(8621) 2032 8520
eric.hu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号: S1300510120004

*宋佳佳为本报告重要贡献者

股价表现—B股


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(10)	7	(14)	(18)
相对深圳B股	(13)	9	(4)	(4)

发行股数(百万)	680
流通股(%)	17
流通股市值(港币 百万)	2,046
3个月日均交易额(港币 百万)	7
净负债比率(%) (2012E)	净现金

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2012年8月28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)	5,371	5,898	5,337	7,000	8,650
变动(%)	74	10	(10)	31	24
净利润(人民币 百万)	1,340	1,205	1,003	1,394	1,830
全面摊薄每股收益(人民币)	1.971	1.771	1.474	2.050	2.691
变动(%)	199.0	(10.1)	(16.8)	39.0	31.3
市场预期每股收益(人民币)	-	-	1.897	2.453	3.301
先前预测每股收益(人民币)	-	-	1.600	2.400	2.820
调整幅度(%)	-	-	(7.9)	(14.6)	(4.6)
全面摊薄市盈率(倍)	7.4	8.2	9.9	7.1	5.4
每股现金流量(人民币)	0.79	0.48	1.11	1.45	1.87
价格/每股现金流量(倍)	18.5	30.4	13.1	10.1	7.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.5	8.0	7.4	5.0	3.1
每股股息(人民币)	0.435	0.360	0.295	0.410	0.538
股息率(%)	3.0	2.5	2.0	2.8	3.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中报业绩低于预期

2012年上半年, 威孚高科实现营业收入26.2亿元, 同比下滑20%, 实现归属于母公司净利润4.46亿元, 同比下滑30.8%, 折合每股收益0.66元。2季度公司营业收入12.8亿元, 同比下滑22.7%, 环比1季度下滑4.3%, 实现归属于母公司净利润1.99亿元, 同比下滑43.7%, 环比1季度下滑19.4%, 折合每股收益0.29元。公司业绩小幅低于预期。

图表 1. 威孚高科2012年半年报数据

(人民币, 百万)	2011年 上半年	2012年 上半年	同比增长 (%)	2012年 2季度	同比增长 (%)	环比增长 (%)
营业收入	3,278	2,623	(20.0)	1,282	(22.7)	(4.3)
营业成本	2,426	1,936	(20.2)	975	(21.5)	1.4
营业税金及附加	18	16	(11.7)	8	(17.3)	(12.9)
主营业务利润	833	671	(19.5)	300	(26.6)	(19.0)
销售费用	51	88	74.1	56	204.1	73.3
管理费用	289	221	(23.6)	127	(8.4)	34.1
财务费用	20	(12)	(161.6)	(17)	(258.0)	(500.8)
资产减值损失	0	2	3,788.5	2	192.9	(5,099.7)
营业利润	473	372	(21.3)	133	(45.2)	(44.7)
投资收益	294	160	(45.5)	104	(43.3)	87.2
营业外收入	7	4	(41.3)	2	(67.7)	14.5
营业外支出	4	3	(21.3)	2	(18.8)	6.5
利润总额	770	533	(30.7)	237	(44.9)	(19.8)
所得税	95	60	(36.7)	24	(61.7)	(36.2)
少数股东损益	30	27	(10.2)	15	(3.4)	23.2
净利润	645	446	(30.8)	199	(43.7)	(19.4)
每股收益(元)	0.95	0.66		0.29		

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

上半年营业收入同比下滑 20%

公司上半年实现营业收入 26.2 亿元，其中燃油喷射系统、后处理系统、进气系统收入分别为 19.3 亿元、4.3 亿元和 0.85 亿元，占比分别达到 73.4%、16.3%、3.3%。

燃油喷射系统业务收入同比下滑 21.3%: 2012 年上半年，国内商用车市场同比下滑 10.4%，其中重卡销量同比大幅下滑 31.6%。受行业低迷影响，公司燃油喷射系统业务出现显著下滑，实现营业收入 19.3 亿元。毛利率为 30.1%，同比小幅下滑 0.2 个百分点。

后处理系统业务收入同比下滑 8.6%: 威孚力达及环保催化剂公司占据国内自主品牌乘用车催化剂市场约 50% 的份额。2012 年上半年，威孚力达实现销售收入 4.3 亿元，同比下滑 8.6%。毛利率小幅提升 1.1 个百分点至 15.3%。

进气系统业务收入增长 9.6%: 自 2010 年底收购宁波天力后，公司增压器业务快速发展，2011 年增压器业务已形成 1.53 亿元的销售收入，毛利率高达 37.6%。2012 年上半年，进气系统业务增速放缓，同时受行业竞争激烈影响，产品价格下降，毛利率较去年同期下挫 12.2 个百分点至 29.1%。

图表 2. 公司主营业务收入及毛利率情况

	营业收入(人民币, 百万)			毛利率(%)		
	2011 年 上半年	2012 年 上半年	同比增长 (%)	2011 年 上半年	2012 年 上半年	同比变化 (百分点)
汽车燃油喷射系统	2,447	1,926	(21.3)	30.3	30.1	(0.2)
进气系统	78	85	9.6	41.3	29.1	(12.2)
汽车后处理系统	467	426	(8.6)	14.2	15.3	1.1
主营合计	2,991	2,438	(18.5)	28.1	27.5	(0.6)
其他业务	286	185	(35.4)	4.2	9.4	5.2
总计	3,278	2,623	(20.0)	26.0	26.2	0.2

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

上半年投资收益同比下滑 45.5%

2012 年上半年，公司实现投资收益 1.6 亿元，其中博世汽柴贡献 0.64 亿元；中联电子贡献 0.64 亿元；威孚环保催化剂公司贡献 0.22 亿元。上半年，公司投资收益同比下滑 45.5%，主要是由于参股公司博世汽柴业绩大幅下降。

博世汽柴投资收益同比下滑 61.8%. 由于中重卡行业销量下滑、高压共轨技术路线市场份额缩减等原因，上半年博世汽柴重型高压共轨系统销量下滑显著，上半年博世汽柴实现营业收入 19.6 亿元，同比下滑 33.1%。实现净利润 2.02 亿元，同比下滑 61.2%。净利润率为 10.3%，较去年同期下滑 7.5 个百分点。

中联电子投资收益同比下滑 23.9%. 上半年，国内乘用车市场增幅收窄，且竞争日趋激烈，受此影响，中联汽车电子上半年实现净利润 3.2 亿元，同比下滑 23.9%。为公司贡献 0.64 亿元投资收益。

威孚环保催化剂投资收益下滑 13.7%. 环保催化剂公司 2012 年上半年实现营业收入 5.4 亿元，同比下滑 4.7%，其中内部配套约 3 亿元，占比 56%。实现净利润 0.49 亿元，同比下滑 12%。公司净利润率为 9.1%，较去年同期下滑 0.8 个百分点。

图表 3. 参股公司投资收益情况

(人民币, 百万)	2011 年上半年	2012 年上半年	同比增长 (%)
博世汽柴	167	64	(61.8)
中联电子	84	64	(23.9)
威孚精密机械	7	3	(55.4)
威孚奥特凯姆精密	10	6	(41.7)
威孚环保催化剂	26	22	(13.7)
其他	(0)	1	-
投资收益总计	294	160	(45.5)

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 4. 参股公司营业收入及净利润率情况

	营业收入(百万元)			净利润率(%)		
	2011 年上半年	2012 年上半年	同比增长 (%)	2011 年上半年	2012 年上半年	同比变化 (百分点)
博世汽柴	2,929	1,959	(33.1)	17.8	10.3	(7.5)
威孚精密机械	160	127	(20.8)	21.0	11.6	(9.4)
威孚奥特凯姆精密	90	78	(13.3)	22.4	15.1	(7.3)
威孚环保催化剂	566	540	(4.7)	9.9	9.1	(0.8)

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

期间费用总体保持平稳

2012 年上半年, 公司销售费用总计 0.88 亿元, 较去年同期增加 0.37 亿元, 同比增长 74.1%, 主要是由于三包费用大幅增加。公司销售费用率同比增长 1.8 个百分点至 3.4%。管理费用为 2.21 亿元, 较去年同期减少 0.68 亿元, 同比下滑 23.6%。管理费用率较去年同期下滑 0.4 个百分点。同时, 由于公司非公开发行募集资金到位, 2 季度公司银行存款利息收入大幅增加, 上半年公司实现财务收益 0.12 亿元, 财务费用率由去年同期的 0.6% 下降至 -0.5%。公司总体期间费用率较去年同期提升 0.3 个百分点。

估值

考虑到重卡及工程机械市场持续低迷, 我们预计公司全年业绩将出现明显下滑。我们认为, 如果 2013 年 7 月商用车国 IV 排放标准能够顺利实施且严格执行, 公司高压共轨系统及相关零部件、SCR 系统及 WAPS 系统等产品有望快速放量, 从而推动公司业绩快速回升。我们将公司 2012-2014 年每股收益下调至 1.47 元、2.05 元、2.69 元。公司 A 股和 B 股股价分别对应 18 倍和 10 倍 2012 年预期市盈率, 估值适中。我们维持 A 股和 B 股**持有**评级, 将 A 股目标价由人民币 24.00 元上调至人民币 25.07 元, B 股目标价由 20.00 港币下调至 18.90 港币。

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	5,371	5,898	5,337	7,000	8,650
销售成本	(3,911)	(4,348)	(3,938)	(5,156)	(6,429)
经营费用	(491)	(523)	(476)	(643)	(703)
息税折旧前利润	969	1,028	923	1,201	1,518
折旧及摊销	(140)	(139)	(175)	(211)	(240)
经营利润(息税前利润)	829	889	748	990	1,278
净利息收入/(费用)	(33)	(26)	67	77	75
其他收益/(损失)	704	534	370	562	766
税前利润	1,500	1,397	1,185	1,629	2,119
所得税	(118)	(141)	(123)	(161)	(204)
少数股东权益	(41)	(51)	(59)	(73)	(85)
净利润	1,340	1,205	1,003	1,394	1,830
核心净利润	1,341	1,208	1,003	1,395	1,831
每股收益(人民币)	1.971	1.771	1.474	2.050	2.691
核心每股收益(人民币)	1.972	1.777	1.475	2.051	2.692
每股股息(人民币)	0.435	0.360	0.295	0.410	0.538
收入增长(%)	74	10	(10)	31	24
息税前利润增长(%)	569	7	(16)	32	29
息税折旧前利润增长(%)	251	6	(10)	30	26
每股收益增长(%)	199	(10)	(17)	39	31
核心每股收益增长(%)	199	(10)	(17)	39	31

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	1,500	1,397	1,185	1,629	2,119
折旧与摊销	140	139	175	211	240
净利息费用	33	26	(67)	(77)	(75)
运营资本变动	(82)	(628)	(127)	193	219
税金	(118)	(141)	(123)	(161)	(204)
其他经营现金流	(936)	(466)	(288)	(808)	(1,027)
经营活动产生的现金流	536	326	755	986	1,272
购买固定资产净值	(231)	(553)	(782)	(487)	(487)
投资减少/增加	172	577	366	553	760
其他投资现金流	41	13	0	0	0
投资活动产生的现金流	(18)	37	(416)	66	274
净增权益	3	10	2,866	0	0
净增债务	(263)	225	(498)	0	0
支付股息	(85)	(247)	(204)	(201)	(279)
其他融资现金流	96	39	29	77	75
融资活动产生的现金流	(249)	27	2,193	(124)	(204)
现金变动	269	390	2,532	928	1,342
期初现金	328	465	855	3,387	4,315
公司自由现金流	518	363	339	1,052	1,546
权益自由现金流	222	562	(91)	1,129	1,620

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	606	865	3,387	4,315	5,657
应收帐款	1,007	1,179	1,025	1,344	1,661
库存	918	884	718	986	1,267
其他流动资产	940	1,410	1,500	1,500	1,500
流动资产总计	3,471	4,338	6,630	8,146	10,085
固定资产	1,252	1,456	1,965	2,203	2,414
无形资产	146	349	440	478	513
其他长期资产	1,892	1,786	1,786	1,786	1,786
长期资产总计	3,291	3,591	4,192	4,468	4,714
总资产	6,762	7,929	10,821	12,613	14,799
应付帐款	2,005	1,874	1,698	2,223	2,773
短期债务	270	498	0	0	0
其他流动负债	106	123	3	3	3
流动负债总计	2,381	2,495	1,702	2,227	2,776
长期借款	3	0	0	0	0
其他长期负债	32	94	55	55	55
股本	567	567	680	680	680
储备	3,539	4,497	8,049	9,242	10,794
股东权益	4,106	5,064	8,729	9,922	11,474
少数股东权益	240	276	336	409	494
总负债及权益	6,762	7,929	10,821	12,613	14,799
每股帐面价值(人民币)	7.24	8.93	12.83	14.59	16.87
每股有形资产(人民币)	6.98	8.31	12.19	13.87	16.07
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.57)	(0.63)	(4.98)	(6.34)	(8.32)

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
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	18.0	17.4	17.3	17.2	17.6
息税前利润率(%)	15.4	15.1	14.0	14.1	14.8
税前利润率(%)	27.9	23.7	22.2	23.3	24.5
净利率(%)	25.0	20.4	18.8	19.9	21.2
流动性					
流动比率(倍)	1.5	1.7	3.9	3.7	3.6
利息覆盖率(倍)	24.9	33.7	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.1	1.4	3.5	3.2	3.2
估值					
市盈率(倍)	13.7	15.3	18.4	13.2	10.1
核心业务市盈率(倍)	13.7	15.2	18.3	13.2	10.1
目标价对应核心业务市盈率(倍)	12.7	14.1	17.0	12.2	9.3
盈率(倍)					
市净率(倍)	3.7	3.0	2.1	1.9	1.6
价格/现金流(倍)	34.3	56.4	24.4	18.7	14.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	15.8	14.9	16.6	12.1	8.7
周转率					
存货周转天数	70.3	75.6	74.2	60.3	64.0
应收帐款周转天数	59.7	67.6	75.4	61.8	63.4
应付帐款周转天数	111.6	120.0	122.2	102.2	105.4
回报率					
股息支付率(%)	18.4	16.9	20.0	20.0	20.0
净资产收益率(%)	38.5	26.3	14.5	14.9	17.1
资产收益率(%)	12.9	10.9	7.1	7.6	8.4
已运用资本收益率(%)	20.1	17.0	10.0	10.2	11.5

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	5,371	5,898	5,337	7,000	8,650
销售成本	(3,911)	(4,348)	(3,938)	(5,156)	(6,429)
经营费用	(491)	(523)	(476)	(643)	(703)
息税折旧前利润	969	1,028	923	1,201	1,518
折旧及摊销	(140)	(139)	(175)	(211)	(240)
经营利润(息税前利润)	829	889	748	990	1,278
净利息收入/(费用)	(33)	(26)	67	77	75
其他收益/(损失)	704	534	370	562	766
税前利润	1,500	1,397	1,185	1,629	2,119
所得税	(118)	(141)	(123)	(161)	(204)
少数股东权益	(41)	(51)	(59)	(73)	(85)
净利润	1,340	1,205	1,003	1,394	1,830
核心净利润	1,341	1,208	1,003	1,395	1,831
每股收益(人民币)	1.971	1.771	1.474	2.050	2.691
核心每股收益(人民币)	1.972	1.777	1.475	2.051	2.692
每股股息(人民币)	0.435	0.360	0.295	0.410	0.538
收入增长(%)	74	10	(10)	31	24
息税前利润增长(%)	569	7	(16)	32	29
息税折旧前利润增长(%)	251	6	(10)	30	26
每股收益增长(%)	199	(10)	(17)	39	31
核心每股收益增长(%)	199	(10)	(17)	39	31

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	1,500	1,397	1,185	1,629	2,119
折旧与摊销	140	139	175	211	240
净利息费用	33	26	(67)	(77)	(75)
运营资本变动	(82)	(628)	(127)	193	219
税金	(118)	(141)	(123)	(161)	(204)
其他经营现金流	(936)	(466)	(288)	(808)	(1,027)
经营活动产生的现金流	536	326	755	986	1,272
购买固定资产净值	(231)	(553)	(782)	(487)	(487)
投资减少/增加	172	577	366	553	760
其他投资现金流	41	13	0	0	0
投资活动产生的现金流	(18)	37	(416)	66	274
净增权益	3	10	2,866	0	0
净增债务	(263)	225	(498)	0	0
支付股息	(85)	(247)	(204)	(201)	(279)
其他融资现金流	96	39	29	77	75
融资活动产生的现金流	(249)	27	2,193	(124)	(204)
现金变动	269	390	2,532	928	1,342
期初现金	328	465	855	3,387	4,315
公司自由现金流	518	363	339	1,052	1,546
权益自由现金流	222	562	(91)	1,129	1,620

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	606	865	3,387	4,315	5,657
应收帐款	1,007	1,179	1,025	1,344	1,661
库存	918	884	718	986	1,267
其他流动资产	940	1,410	1,500	1,500	1,500
流动资产总计	3,471	4,338	6,630	8,146	10,085
固定资产	1,252	1,456	1,965	2,203	2,414
无形资产	146	349	440	478	513
其他长期资产	1,892	1,786	1,786	1,786	1,786
长期资产总计	3,291	3,591	4,192	4,468	4,714
总资产	6,762	7,929	10,821	12,613	14,799
应付帐款	2,005	1,874	1,698	2,223	2,773
短期债务	270	498	0	0	0
其他流动负债	106	123	3	3	3
流动负债总计	2,381	2,495	1,702	2,227	2,776
长期借款	3	0	0	0	0
其他长期负债	32	94	55	55	55
股本	567	567	680	680	680
储备	3,539	4,497	8,049	9,242	10,794
股东权益	4,106	5,064	8,729	9,922	11,474
少数股东权益	240	276	336	409	494
总负债及权益	6,762	7,929	10,821	12,613	14,799
每股帐面价值(人民币)	7.24	8.93	12.83	14.59	16.87
每股有形资产(人民币)	6.98	8.31	12.19	13.87	16.07
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.57)	(0.63)	(4.98)	(6.34)	(8.32)

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
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	18.0	17.4	17.3	17.2	17.6
息税前利润率(%)	15.4	15.1	14.0	14.1	14.8
税前利润率(%)	27.9	23.7	22.2	23.3	24.5
净利率(%)	25.0	20.4	18.8	19.9	21.2
流动性					
流动比率(倍)	1.5	1.7	3.9	3.7	3.6
利息覆盖率(倍)	24.9	33.7	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.1	1.4	3.5	3.2	3.2
估值					
市盈率(倍)	7.4	8.2	9.9	7.1	5.4
核心业务市盈率(倍)	7.4	8.2	9.9	7.1	5.4
目标价对应核心业务市	7.9	8.7	10.5	7.6	5.8
盈率(倍)					
市净率(倍)	2.0	1.6	1.1	1.0	0.9
价格/现金流(倍)	18.5	30.4	13.1	10.1	7.8
企业价值/息税折旧前利	8.5	8.0	7.4	5.0	3.1
润(倍)					
周转率					
存货周转天数	70.3	75.6	74.2	60.3	64.0
应收帐款周转天数	59.7	67.6	75.4	61.8	63.4
应付帐款周转天数	111.6	120.0	122.2	102.2	105.4
回报率					
股息支付率(%)	18.4	16.9	20.0	20.0	20.0
净资产收益率(%)	38.5	26.3	14.5	14.9	17.1
资产收益率(%)	12.9	10.9	7.1	7.6	8.4
已运用资本收益率(%)	20.1	17.0	10.0	10.2	11.5

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。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%以上；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

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 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

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 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