

股票代码 000581.CH 200581.CH

评级	买入	买入
收盘价	人民币 39.80	港币 30.84
目标价	人民币 55.10	港币 41.28
原目标价	人民币 55.10	港币 41.28
上/下浮比例	38%	34%
目标价格基础	30倍13年市盈	18倍13年市盈
板块评级	增持	增持

相关报告

- 《威孚高科：国IV标准如期实施已无悬念，公司将进入爆发式增长期》-20130311
- 《威孚高科：有望受益于重卡销量反弹和国IV标准实施》-20121205

股价表现 — A股

(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对				
相对新华富时A50指数				

发行股数(百万)	680
流通股(%)	86
流通股市值(人民币 百万)	27,071
3个月日均交易额(人民币 百万)	
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2013年3月27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
胡文洲, CFA*
 (8621) 2032 8520
 eric.hu@bocichina.com
 证券投资咨询业务证书编号：S1300510120004

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

* 宋佳佳为本报告重要贡献者

威孚高科

年报符合预期，2季度起业绩有望持续高增长

2012年，威孚高科实现净利润8.9亿元，同比下滑26.2%，折合每股收益1.31元，业绩符合市场预期，公司拟每10股派送现金红利3元（含税），送红股5股。我们认为，重型商用车国IV排放标准如期实施已无悬念，在社会舆论对于商用车尾气污染的密切关注下，未来新排放标准有望从严实施。未来两年，公司高压共轨系统及SCR系统有望实现快速放量，公司业绩将进入爆发式增长期，未来公司还有望受益于轻型商用车国IV标准的实施。我们预计2012-14年公司业绩的复合增速将达到42%。公司股价对应2013年22倍预期市盈率，我们认为，考虑到公司的持续成长性以及环保属性，公司估值并不算贵，我们维持公司A股目标价55.10元，维持公司买入评级。

支撑评级的要点

- **传统燃油喷射系统业务业绩下滑重灾区。**2012年，受重卡市场深度回调影响，公司多缸泵、喷油器产品销量分别下滑15.2%和30.4%，同时毛利率持续走低，我们估算，2012年本部及威孚汽柴业务对公司盈利贡献约2.9亿元，同比下滑约42%。威孚金宁受益于VE分配泵持续旺销，净利润同比小幅下滑4.7%。
- **博世汽柴投资收益贡献大幅下滑31.7%。**2012年，博世汽柴销售收入40.4亿元，同比下滑20%，净利润率由2011年的14.8%下滑至11.4%，为公司贡献投资收益1.6亿元，同比下滑31.7%。我们预计随着重型商用车国IV标准的实施，博世汽柴2013-15年投资收益贡献分别达3.5亿元、6.8亿元和7.9亿元。
- **中联电子投资收益贡献同比下滑22.9%。**2012年，中联电子为公司贡献投资收益1.5亿元，同比下滑22.9%。受主流汽车厂商大力推进缸内直喷发动机技术，公司12年市场份额有所下滑。目前公司配套缸内直喷发动机的产能已经投产，未来盈利有望回归平稳增长。
- **SCR业务将为公司带来新的增长点。**2012年，威孚力达实现净利润9628万元，同比增长3.8%。预计随着国IV标准实施，2013-14年公司SCR系统销量将分别达到4.8万套、13.3万套，SCR业务为公司带来的增量利润将分别达到0.6亿元、2亿元。

评级面临的主要风险

- 国IV标准执行不严格；
- 国IV实现的技术路线改变；

估值

- 我们预计2013-15年公司每股收益分别为1.84元、2.65元和2.99元，维持公司A、B股**买入**评级，基于30倍和18倍2013年预期市盈率，维持A股目标价55.10元人民币、B股目标价41.28港币。

投资摘要 — A股

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入(人民币 百万)	5,898	5,015	5,815	6,352	6,772
变动(%)	10	(15)	16	9	7
净利润(人民币 百万)	1,205	889	1,249	1,802	2,033
全面摊薄每股收益(人民币)	1.771	1.308	1.837	2.650	2.989
变动(%)	(10.1)	(26.2)	40.5	44.3	12.8
市场预期每股收益(人民币)		1.316	1.807	2.488	
全面摊薄市盈率(倍)	22.5	30.4	21.7	15.0	13.3
每股现金流量(人民币)	0.48	1.71	1.01	1.42	0.67
价格/每股现金流量(倍)	83.0	23.2	39.2	28.0	59.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	21.9	34.7	29.4	22.6	19.3
每股股息(人民币)	0.360	0.300	0.459	0.663	0.747
股息率(%)	0.9	0.8	1.2	1.7	1.9

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

股价表现—B股

(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对				
相对深圳B股				
发行股数(百万)			680	
流通股(%)			17	
流通股市值(港币百万)			20,975	
3个月日均交易额(港币百万)				
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2013年3月27日收市价为标准

投资摘要—B股

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入(人民币百万)	5,898	5,015	5,815	6,352	6,772
变动(%)	10	(15)	16	9	7
净利润(人民币百万)	1,205	889	1,249	1,802	2,033
全面摊薄每股收益(人民币)	1.771	1.308	1.837	2.650	2.989
变动(%)	(10.1)	(26.2)	40.5	44.3	12.8
市场预期每股收益(人民币)		1.316	1.807	2.488	
全面摊薄市盈率(倍)	13.9	18.9	13.4	9.3	8.3
每股现金流量(人民币)	0.48	1.71	1.01	1.42	0.67
价格/每股现金流量(倍)	51.5	14.4	24.3	17.4	37.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	13.5	20.3	17.2	13.1	11.0
每股股息(人民币)	0.360	0.300	0.459	0.663	0.747
股息率(%)	1.5	1.2	1.9	2.7	3.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

2012年公司净利润同比下滑26.2%

2012年, 威孚高科实现营业收入50.2亿元, 同比下滑15%, 实现归属于母公司净利润8.9亿元, 同比下滑26.2%, 折合每股收益1.31元, 符合市场预期。公司拟每10股派送现金红利3元(含税), 送红股5股(含税)。

2012年4季度, 公司实现营业收入13.5亿元, 同比下滑6.4%, 环比提升29.7%, 4季度单季度实现归属于母公司净利润2.8亿元, 同比下滑19.7%, 环比提升72.3%, 折合每股收益0.41元。

图表1. 威孚高科2012年业绩摘要

(人民币, 百万)	2011年	2012年	同比增长 (%)	2012年 4季度	同比增长 (%)	环比增长 (%)
营业收入	5898	5015	(15.0)	1351	(6.4)	29.7
营业成本	4315	3773	(12.5)	1036	0.9	29.1
营业税金及附加	33	32	(3.5)	9	10.3	26.2
主营业务利润	1550	1210	(22.0)	307	(24.9)	32.0
销售费用	227	191	(16.0)	47	(68.0)	(16.9)
管理费用	428	445	3.9	116	145.3	7.8
财务费用	26	(75)	(386.5)	(52)	815.3	388.5
资产减值损失	6	21	226.0	20	213.3	(1796.3)
营业利润	863	629	(27.1)	176	(18.0)	118.5
投资收益	498	396	(20.4)	130	0.2	21.5
营业外收入	44	21	(52.9)	15	(57.1)	1700.0
营业外支出	7	8	5.5	3	77.7	55.7
利润总额	1397	1038	(25.7)	318	(15.9)	70.9
所得税	141	104	(26.6)	28	52.0	91.0
少数股东损益	51	45	(11.8)	10	(10.7)	9.1
净利润	1205	889	(26.2)	280	(19.7)	72.3
每股收益(元)	1.77	1.31		0.41		

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

2012年燃油喷射系统业务盈利能力大幅下滑

燃油喷射系统业务收入同比下滑 15.3%: 2012年, 公司燃油喷射系统业务收入为 36.7 亿元, 同比下滑 15.3%。分产品看, 受下游重卡深度回调影响, 2012 年公司多缸泵销售 139 万台, 同比下滑 15.2%, 喷油器销量 505 万台, 同比下滑 30.4%。威孚金宁的 VE 分配泵产品实现逆势增长, 主要是受益于轻型车市场高端化发展, 以及 VE 分配泵市场份额的提升。

2012 年, 公司燃油喷射系统业务毛利率由 2011 年的 31.4% 下降至 28.1%, 下降幅度为 3.3 个百分点, 毛利率下降主要是受产销规模大幅缩减、市场竞争日趋激烈以及盈利能力较强的喷油器产品下滑幅度较大影响。

受销量和毛利率双双下滑影响, 燃油喷射系统业务成为公司盈利下滑重灾区。我们测算, 2012 年本部和威孚汽柴为公司贡献净利润 2.9 亿元左右, 同比下滑 42%。而威孚金宁受益于 VE 分配泵持续旺销, 盈利能力仍维持在较高水平, 2012 年为公司贡献净利润 1.49 亿元, 同比下滑 4.7%。

后处理系统业务收入下滑 3.9%: 2012 年威孚力达共销售净化器 123 万套, 同比下滑 0.8%; 实现营业收入 8.3 亿元, 同比下滑 3.9%。与此同时, 威孚环保催化剂公司实现营业收入 9.2 亿元, 同比下滑 8.8%, 其中内部配套约 5.2 亿元, 占比 56%。公司后处理产品主要配套国内自主品牌乘用车厂商。

2012 年, 公司毛利率较 2011 年提升 2.2 个百分点至 16.9%。2012 年, 威孚力达实现净利润 9628 万元, 较 2011 年 9274 万元的净利润, 同比小幅提升 3.8%。

进气系统业务收入同比增长 0.3%: 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 20 万台销量和 1.53 亿元销售收入规模。2012 年公司增压器销量达到 23 万台, 同比增长 15%, 但营业收入仅同比增长 0.3% 至 1.54 亿元。同时增压器业务毛利率由 2011 年的 37.6% 下降至 2012 年的 26.3%。

图表 2. 公司主营业务收入及毛利率情况

	营业收入 (百万元)		毛利 (百万元)		毛利率 (%)		同比变化	
	2011 年	2012 年	2011 年	2012 年	2011 年	2012 年	2011 年	2012 年
汽车燃油喷射系统	4,330	3,667	1,359	1,030	31.4%	28.1%	(24.2)	(3.3)
进气系统	153	154	58	40	37.6%	26.3%	(29.9)	(11.3)
汽车后处理系统	864	830	127	140	10.5%	16.9%	10.5	2.2
主营合计	5,347	4,179	1,544	1,210	28.9%	26.0%	(21.6)	(2.9)
其他业务	551	364	40	32	7.2%	8.7%	(20.4)	1.5
总计	5,898	4,543	1,583	1,242	26.8%	24.8%	(21.6)	(2.1)

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

2012 年公司投资收益同比下滑 20.4%

2012 年, 公司实现投资收益 3.96 亿元, 其中博世汽柴贡献 1.6 亿元; 中联电子贡献 1.5 亿元; 威孚环保催化剂公司贡献 0.39 亿元。2012 年, 公司投资收益同比下滑 20.4%, 下滑主要是由于参股公司博世汽柴及中联电子业绩均出现明显下降。

博世汽柴投资收益下滑 31.7%. 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, 2012 年博世汽柴重型高压共轨系统销量出现下滑, 且销售单价下降。2012 年博世汽柴实现销售收入 40.4 亿元, 同比下滑 20%, 净利润率为 11.4%, 较 2011 年下滑 3.4 个百分点。为上市公司贡献的投资收益 1.5 亿元, 同比下滑 31.7%。

中联电子投资收益下滑 22.9%. 2012 年, 受主流乘用车企业 (如一汽大众、上海大众) 大力推行缸内直喷发动机技术影响, 联合汽车电子在欧美系乘用车市场份额出现一定下降, 净利润也出现较为明显的下滑。2012 年, 中联电子为上市公司贡献投资收益 1.5

亿元，同比下滑22.9%。

威孚环保催化剂投资收益下滑5.1%。环保催化剂公司2011年实现营业收入约9.2亿元，其中内部配套约5.2亿元，占比56%。2012年，环保催化剂公司实现净利润9628万元，同比增长13.6%。公司净利率为10.5%，较11年提升2.1个百分点。

图表3. 参股公司投资收益情况

(人民币, 百万)	2011年	2012年	2012年/2011年(%)
博世汽柴	234	160	(31.7)
中联电子	194	150	(22.9)
威孚精密机械	13	7	(47.4)
威孚奥特凯姆精密	17	14	(14.8)
威孚环保催化剂	41	39	(5.1)
其他	(0)	27	-
投资收益总计	498	396	(20.4)

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率率情况

	营业收入(百万)			净利率率(%)		
	2011年	2012年	2012年/2011年(%)	2011年	2012年	同比变化(百分点)
博世汽柴	5,044	4,038	(19.9)	14.8	11.4	(3.4)
威孚精密机械	301	221	(26.8)	21.1	15.0	(6.1)
威孚奥特凯姆精密	169	170	1.0	19.8	16.7	(3.1)
威孚环保催化剂	1,007	919	(8.8)	8.4	10.5	2.1

资料来源：公司数据，中银国际研究

2012年期间费用率稳中有降

2012年，公司销售费用总计1.91亿元，较2011年下降3624万元，同比下降16%。销售费用下降主要是由于2012年受公司产销规模缩减影响，公司三包费用由2011年的1.5亿元下降至2012年的1.15亿元。2012年，公司销售费用率为3.8%，与2011年基本持平。

2012年，公司管理费用为4.45亿元，较2011年增加1660万元，同比上升3.9%。管理费用上升主要是由于公司管理人员工资、折旧费用等仍保持平稳增长势头。2012年，公司管理费用率大幅提升1.6个百分点至8.9%。

2012年，公司实现财务净收益7549万元，较2011年增加1.02亿元。财务收益增加主要是由于2012年公司现金流充裕，银行存款利息收入大幅增加。公司财务费用率由2011年的0.4%下降至2012年的-1.5%。

总体而言，受益于公司利息收入的大幅增加，公司期间费用率水平由2011年的11.5%下降至2012年的11.2%。

盈利预测与估值

我们认为，目前重型柴油车国IV排放标准如期实施已无悬念，在大气污染问题持续恶化以及社会舆论对汽车尾气排放问题密切关注下，国IV标准严格实施的可能性较大。作为最受益于国IV标准实施的企业，博世汽柴高压共轨系统业务销量和盈利有望大幅超出预期。我们维持公司2013-2014年每股收益预测1.84元、2.65元不变，2012-2014年公司净利润的复合增速将达到42%。

公司当前A股股价对应2013年22倍预期市盈率，我们认为公司当前估值不贵，主要是由于：1) 短期看，公司2013-14年业绩增速有望保持在40%以上，公司A股股价对应2014年仅15倍市盈率；2) 长期看，作为国内内燃机燃油喷射系统龙头及高压共轨系统市场的垄断厂商，公司将持续受益于国内柴油机排放标准的升级和环保法规的严格

执行，公司长期成长性明确；3) 目前大气污染治理类上市公司 2013 年平均估值在 30 倍左右，公司具备一定的环保股属性，因此可享受环保股估值水平。

我们维持公司 A、B 股买入评级，基于 30 倍和 18 倍 2013 年预期市盈率，维持公司 A 股目标价至 55.10 元人民币、B 股目标价至 41.28 港币不变。

图表 11. 威孚高科盈利预测表

(人民币, 百万)	2012 年 预测	2012 年实 际	变化幅度 (%)	2013E	2014E	2015E
本部及威孚汽柴	282	291	3.3	309	354	359
威孚金宁	154	149	(3.2)	190	202	239
威孚力达 (含威孚环保)	92	91	(0.8)	164	305	376
博世汽柴	157	160	1.7	352	676	785
中联电子	179	150	(16.4)	208	230	243
其他投资收益	20	48	141.3	25	35	35
净利润合计	884	889	0.6	1249	1803	2036
每股收益 (元)	1.30	1.31		1.84	2.65	2.99

资料来源: 公司资料, 中银国际研究预测

损益表 - A股 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入	5,898	5,015	5,815	6,352	6,772
销售成本	(4,348)	(3,805)	(4,386)	(4,735)	(4,996)
经营费用	(523)	(494)	(582)	(538)	(535)
息税折旧前利润	1,028	716	847	1,080	1,241
折旧及摊销	(139)	(163)	(191)	(256)	(318)
经营利润(息税前利润)	889	554	655	823	923
净利息收入(费用)	(26)	75	76	86	103
其他收益/(损失)	534	409	701	1,127	1,275
税前利润	1,397	1,038	1,432	2,036	2,300
所得税	(141)	(104)	(120)	(148)	(170)
少数股东权益	(51)	(45)	(63)	(86)	(97)
净利润	1,205	889	1,249	1,802	2,033
核心净利润	1,208	891	1,251	1,806	2,036
每股收益(人民币)	1.771	1.308	1.837	2.650	2.989
核心每股收益(人民币)	1.777	1.309	1.839	2.655	2.994
每股股息(人民币)	0.360	0.300	0.459	0.663	0.747
收入增长(%)	10	(15)	16	9	7
息税前利润增长(%)	7	(38)	18	26	12
息税折旧前利润增长(%)	6	(30)	18	28	15
每股收益增长(%)	(10)	(26)	40	44	13
核心每股收益增长(%)	(10)	(26)	40	44	13

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
税前利润	1,397	1,038	1,432	2,036	2,300
折旧与摊销	139	163	191	256	318
净利息费用	26	(75)	(76)	(86)	(103)
运营资本变动	(628)	325	(434)	38	(628)
税金	(141)	(104)	(120)	(148)	(170)
其他经营现金流	(466)	(181)	(304)	(1,130)	(1,264)
经营活动产生的现金流	326	1,166	690	966	454
购买固定资产净值	(553)	(256)	(1,076)	(1,264)	(779)
投资减少/增加	591	(1,425)	681	1,081	1,235
其他投资现金流	(2)	24	0	0	0
投资活动产生的现金流	37	(1,658)	(395)	(183)	456
净增权益	10	2,863	0	0	0
净增债务	225	(428)	(70)	0	0
支付股息	(247)	(204)	(204)	(312)	(451)
其他融资现金流	39	116	(32)	86	104
融资活动产生的现金流	27	2,347	(307)	(226)	(347)
现金变动	390	1,855	(11)	556	563
期初现金	465	746	2,601	2,589	3,146
公司自由现金流	363	(492)	295	783	909
权益自由现金流	562	(844)	301	869	1,012

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	865	3,101	2,589	3,146	3,709
应收帐款	1,179	1,047	1,163	1,270	1,354
库存	884	760	817	871	904
其他流动资产	1,410	1,187	1,608	1,608	1,608
流动资产总计	4,338	6,094	6,177	6,895	7,575
固定资产	1,456	1,470	2,258	3,180	3,560
无形资产	349	650	740	825	905
其他长期资产	1,786	2,841	2,841	2,841	2,841
长期资产总计	3,591	4,962	5,839	6,847	7,307
总资产	7,929	11,056	12,016	13,742	14,882
应付帐款	1,874	1,768	1,892	2,042	1,502
短期债务	498	70	0	0	0
其他流动负债	123	94	0	0	0
流动负债总计	2,495	1,932	1,892	2,042	1,502
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	94	163	55	55	56
股本	567	680	680	680	680
储备	4,497	7,976	9,021	10,511	12,094
股东权益	5,064	8,656	9,701	11,191	12,774
少数股东权益	276	305	368	454	550
总负债及权益	7,929	11,056	12,016	13,742	14,882
每股帐面价值(人民币)	8.93	12.73	14.26	16.45	18.78
每股有形资产(人民币)	8.31	11.75	13.16	15.20	17.37
每股净负债(现金)(人民币)	(0.63)	(3.72)	(3.81)	(4.63)	(5.45)

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	17.4	14.3	14.6	17.0	18.3
息税前利润率(%)	15.1	11.0	11.3	13.0	13.6
税前利润率(%)	23.7	20.7	24.6	32.1	34.0
净利率(%)	20.4	17.7	21.5	28.4	30.0
流动性					
流动比率(倍)	1.7	3.2	3.3	3.4	5.0
利息覆盖率(倍)	33.7	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
速动比率(倍)	1.4	2.8	2.8	2.9	4.4
估值					
市盈率(倍)	22.5	30.4	21.7	15.0	13.3
核心业务市盈率(倍)	22.4	30.4	21.6	15.0	13.3
目标价对应核心业务市盈率(倍)	31.0	42.1	30.0	20.8	18.4
市净率(倍)	4.5	3.1	2.8	2.4	2.1
价格/现金流(倍)	83.0	23.2	39.2	28.0	59.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	21.9	34.7	29.4	22.6	19.3
周转率					
存货周转天数	75.6	78.8	65.6	65.1	64.9
应收帐款周转天数	67.6	81.0	69.3	69.9	70.7
应付帐款周转天数	120.0	132.5	114.9	113.0	95.5
回报率					
股息支付率(%)	16.9	22.9	25.0	25.0	25.0
净资产收益率(%)	26.3	13.0	13.6	17.3	17.0
资产收益率(%)	10.9	5.2	5.2	5.9	6.0
已运用资本收益率(%)	17.0	7.4	6.9	7.6	7.4

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入	5,898	5,015	5,815	6,352	6,772
销售成本	(4,348)	(3,805)	(4,386)	(4,735)	(4,996)
经营费用	(523)	(494)	(582)	(538)	(535)
息税折旧前利润	1,028	716	847	1,080	1,241
折旧及摊销	(139)	(163)	(191)	(256)	(318)
经营利润(息税前利润)	889	554	655	823	923
净利息收入(费用)	(26)	75	76	86	103
其他收益/(损失)	534	409	701	1,127	1,275
税前利润	1,397	1,038	1,432	2,036	2,300
所得税	(141)	(104)	(120)	(148)	(170)
少数股东权益	(51)	(45)	(63)	(86)	(97)
净利润	1,205	889	1,249	1,802	2,033
核心净利润	1,208	891	1,251	1,806	2,036
每股收益(人民币)	1.771	1.308	1.837	2.650	2.989
核心每股收益(人民币)	1.777	1.309	1.839	2.655	2.994
每股股息(人民币)	0.360	0.300	0.459	0.663	0.747
收入增长(%)	10	(15)	16	9	7
息税前利润增长(%)	7	(38)	18	26	12
息税折旧前利润增长(%)	6	(30)	18	28	15
每股收益增长(%)	(10)	(26)	40	44	13
核心每股收益增长(%)	(10)	(26)	40	44	13

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
税前利润	1,397	1,038	1,432	2,036	2,300
折旧与摊销	139	163	191	256	318
净利息费用	26	(75)	(76)	(86)	(103)
运营资本变动	(628)	325	(434)	38	(628)
税金	(141)	(104)	(120)	(148)	(170)
其他经营现金流	(466)	(181)	(304)	(1,130)	(1,264)
经营活动产生的现金流	326	1,166	690	966	454
购买固定资产净值	(553)	(256)	(1,076)	(1,264)	(779)
投资减少/增加	591	(1,425)	681	1,081	1,235
其他投资现金流	(2)	24	0	0	0
投资活动产生的现金流	37	(1,658)	(395)	(183)	456
净增权益	10	2,863	0	0	0
净增债务	225	(428)	(70)	0	0
支付股息	(247)	(204)	(204)	(312)	(451)
其他融资现金流	39	116	(32)	86	104
融资活动产生的现金流	27	2,347	(307)	(226)	(347)
现金变动	390	1,855	(11)	556	563
期初现金	465	746	2,601	2,589	3,146
公司自由现金流	363	(492)	295	783	909
权益自由现金流	562	(844)	301	869	1,012

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	865	3,101	2,589	3,146	3,709
应收帐款	1,179	1,047	1,163	1,270	1,354
库存	884	760	817	871	904
其他流动资产	1,410	1,187	1,608	1,608	1,608
流动资产总计	4,338	6,094	6,177	6,895	7,575
固定资产	1,456	1,470	2,258	3,180	3,560
无形资产	349	650	740	825	905
其他长期资产	1,786	2,841	2,841	2,841	2,841
长期资产总计	3,591	4,962	5,839	6,847	7,307
总资产	7,929	11,056	12,016	13,742	14,882
应付帐款	1,874	1,768	1,892	2,042	1,502
短期债务	498	70	0	0	0
其他流动负债	123	94	0	0	0
流动负债总计	2,495	1,932	1,892	2,042	1,502
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	94	163	55	55	56
股本	567	680	680	680	680
储备	4,497	7,976	9,021	10,511	12,094
股东权益	5,064	8,656	9,701	11,191	12,774
少数股东权益	276	305	368	454	550
总负债及权益	7,929	11,056	12,016	13,742	14,882
每股帐面价值(人民币)	8.93	12.73	14.26	16.45	18.78
每股有形资产(人民币)	8.31	11.75	13.16	15.20	17.37
每股净负债(现金)(人民币)	(0.63)	(3.72)	(3.81)	(4.63)	(5.45)

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	17.4	14.3	14.6	17.0	18.3
息税前利润率(%)	15.1	11.0	11.3	13.0	13.6
税前利润率(%)	23.7	20.7	24.6	32.1	34.0
净利率(%)	20.4	17.7	21.5	28.4	30.0
流动性					
流动比率(倍)	1.7	3.2	3.3	3.4	5.0
利息覆盖率(倍)	33.7	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
速动比率(倍)	1.4	2.8	2.8	2.9	4.4
估值					
市盈率(倍)	13.9	18.9	13.4	9.3	8.3
核心业务市盈率(倍)	13.9	18.9	13.4	9.3	8.2
目标价对应核心业务市盈率(倍)	18.6	25.2	18.0	12.4	11.0
市净率(倍)	2.8	1.9	1.7	1.5	1.3
价格/现金流(倍)	51.5	14.4	24.3	17.4	37.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	13.5	20.3	17.2	13.1	11.0
周转率					
存货周转天数	75.6	78.8	65.6	65.1	64.9
应收帐款周转天数	67.6	81.0	69.3	69.9	70.7
应付帐款周转天数	120.0	132.5	114.9	113.0	95.5
回报率					
股息支付率(%)	16.9	22.9	25.0	25.0	25.0
净资产收益率(%)	26.3	13.0	13.6	17.3	17.0
资产收益率(%)	10.9	5.2	5.2	5.9	6.0
已运用资本收益率(%)	17.0	7.4	6.9	7.6	7.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

HYBY 2013-03-28 15:01

删除的内容: 7

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20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来12个月内上涨10%-20%；
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、ODII 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，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