



买入

32% ↑

目标价格: 人民币7.55

原目标价格: 人民币6.30

600580.CH

价格: 人民币5.72

目标价格基础: 22倍2013年市盈率

板块评级: 中立

卧龙电气

已走出低谷, 转型推动成长

公司电机业务的产品结构继续改善, 盈利能力较高的高效工业马达、无刷直流电机业务占比持续提升, 驱动与控制类产品竞争力加强; ATB公司4月份以后订单情况逐步恢复, 盈利改善的空间较大。此外, 多元化业务的行业性不利因素已经消化完成。公司正处于通用电机向专特电机、电机本体制造为主向电机控制一体化制造、国内市场为主向全球布局转型的时期, 成长潜力大。综合公司及行业信息, 我们认为公司经营已走出低谷, 持续改善具备支撑; 维持买入评级, 上调目标价为7.55元。

支撑评级的要点

- 公司自身电机与控制业务核心竞争力加强。公司经营重心已回归电机主业, 在电机驱动与控制、汽车电机等领域的资源投入加大, 公司的控制电机、汽车电机业务竞争力加强。
- 进入了附加值较高的专用电机市场。公司电机下游主要为大众性中小电机, 竞争激烈; 并购ATB后, 公司产品进入到石化、矿山防爆电机等附加值较高的高压专用电机领域。伴随与ATB的品牌、制造、技术、市场的整合与协同, 未来整体盈利能力有望显著提高。
- 多元化业务的行业性不利因素消化完成。近2年严重拖累公司业绩的电池、变压器多元化业务的行业性不利因素已消化完成, 经营情况已出现实质好转。
- 电机与驱动控制行业仍有长期发展。电机是工业控制的“心脏”, 国内制造业人力成本持续走高及自动化产业的蓬勃发展, 将直接推动拉动电机及驱动控制产品需求; 过去高效电机政策未能达到效果, 但在制造业转型升级过程中, 伴随能源价格上涨以及新的强制能效管理的夹逼, 电机节能可能逐步实现。

评级面临的主要风险

- ATB在中国与北美市场开拓慢于预期。

估值

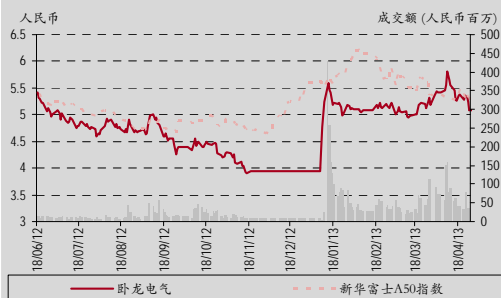
- 看好公司的成长潜质, 维持买入评级, 上调目标价为7.55元。预计公司2013-2015年摊薄后每股收益分别为0.34、0.46和0.60元, 基于2013年22倍市盈率, 维持买入评级, 目标价由6.3元上调到7.55元。

投资摘要 (ATB注入后)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入(人民币百万)	3,146.22	2,507.20	6,080.00	7,283.97	8,767.12
变动(%)	8.34	(20.31)	142.50	19.80	20.36
净利润(人民币百万)	111.02	117.51	379.00	509.35	664.92
全面摊薄每股收益(人民币)	0.16	0.17	0.34	0.46	0.60
变动(%)	(69.03)	5.85	100.64	34.39	30.54
全面摊薄市盈率(倍)	35.43	33.48	16.68	12.42	9.51
每股现金流量(人民币)	(0.15)	0.40	0.87	1.07	1.29
价格/每股现金流量(倍)	(38.47)	14.34	6.60	5.33	4.45
企业价值/息税折旧前利润(倍)	26.29	22.79	12.79	8.81	7.08
每股股息(人民币)	0.05	0.05	0.05	0.07	0.09
股息率(%)	0.87	0.96	0.90	1.21	1.58

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	45	9	14	6
相对新华富时A50指数	54	17	21	12

发行股数(百万)	687.7
流通股(%)	100
流通股市值(人民币百万)	3,934
3个月日均交易额(人民币百万)	33
净负债比率(%) (2013E)	净现金
主要股东(%)	
卧龙控股	25.5

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2013年6月18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: 电力设备及新能源

刘波

(8621) 2032 8929

bo.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512020001

*游家训为本报告重大贡献者

业绩持续改善具备支撑

2012 年下游需求疲软，公司多元化业务板块受到行业性不利因素影响，同期公司主动进行了业务调整，控制了低毛利订单，多重因素刺激下，2012 年经营业绩达到 2006 年以来的最低点。伴随行业性不利因素的消退，公司逐步走出谷底；而经过“瘦身”后，公司业务结构更健康、合理。

图表 1. 公司 1 季度大致情况预估

(人民币, 亿元)	1 季度收入	1 季度新增订单	全年收入目标
工业电机	0.8	1	3
家电	1.2	1.8	4.6
武汉高压电机	0.16	0.3	1.2
振动电机	0.35	0.5	2
其余电机	0.5		
控制类 (与上述有重叠)	0.3	0.2	1.5
华泰地铁变	0.27	0.65	1.2
烟台电力变	0.6	2	4
银川铁路变	0.67	2.3	2.6

资料来源：中银国际研究

图表 2. 公司控制与汽车电机分类构成统计与预估

(人民币, 亿元)	2010	2011	2012	2013E
工缝伺服	0.2	0.2	0.3	0.35
控制类产品 (含伺服、无刷直流电机)		1	1.2	2
汽车电机	0.15	0.3	0.55	0.8

资料来源：中银国际研究

电机业务：公司 1 季度电机业务有 12-15%左右的收入增速，订单增速快于收入增速，由于公司控制了毛利率较低的家电机订单业务，整体毛利率同比、环比均保持增长。

4-5 月份，预计工业马达业务产能利用率接近 100%，高效类电机业务占比较去年有所提升。目前公司无刷直流电机订单形势良好，订单增长幅度超过 50%。公司目前无刷直流电机技术，一部分为自身储备，另外一部分引进自松下电机技术。

公司常规汽车电机主要为 ABS（防抱死）电机，年收入约 5,000-6,000 万元（计入工业电机类）；此外，公司目前电动汽车电机仅有零星订单，相关电机的月销售额度约百万元。

变压器业务：1 季度利润同比改善贡献最大的是变压器业务，特别是北京华泰与银川卧龙变压器，在铁路、轨道交通恢复的大环境下，经营恢复性改善会持续一个时期。

银川卧龙公司连续中标 2 亿元多的高铁变压器订单，华泰变压器的轨道交通变压器、整流等设备于去年 4 季度以来订单形势明显，华泰变压器产品还进入了南水北调等重大工程。

ATB 情况：ATB 欧洲板块业务 1 季度略降，其余市场略有增长。1 季度收入有所下降，利润下降略快，与去年 1 季度基数较大有关；1 季度内新增订单微增，4 月份形势好转较明显，4-5 月收入、经营业绩增长预计在 15-20%左右。

图表 3. 2013 年电机分类产品变动预估

	新签订单同比增减幅度 (%)	毛利率 (%)
塑壳电机	(30)	10-15
无刷直流	50 以上	24-33
高效节能 (2 级以上)	25	18-25
控制产品	20	18-30

资料来源: 中银国际研究

图表 4. 卧龙电气子公司销售收入规模

(人民币, 百万)	2009	2010	2011	2012	2013E
灯塔	408.8	324.2	257.9	236.7	317
银川	380.8	486.6	428.3	226.4	250
华泰	82.8	101.4	101.8	62.9	85
东源			397.9	344.6	330
浙江变					65
研究院	30.8	75.4	85.7	48.1	-
上海商务	257.9	381.2	441.2	273.3	-
浙江国贸	355.9	392.9	201.1	162.8	-
家用机	266.8	463.5	542.0	459.9	460
武汉	111.0	141.3	153.5	93.0	110
香港				166.5	
欧力	73.4	121.8	189.3	190.0	200

资料来源: 中银国际研究

图表 5. 卧龙电气子公司利润总额

(人民币, 百万)	2009	2010	2011	2012	2013E
灯塔	65.3	22.3	(21.4)	40.9	68
银川	68.9	63.1	(30.1)	(10.0)	5
华泰	13.1	0.9	(1.1)	(20.3)	(1)
东源			4.7	(10.1)	2
浙江变					(12)
研究院	(8.5)	10.2	2.9	4.5	
上海商务	(7.3)	0.3	0.1	0.5	
浙江国贸	6.8	1.7	4.6	2.6	
家用机	14.5	25.1	2.6	27.8	26
武汉	0.1	3.9	14.2	0.8	4
香港				(1.9)	
欧力	17.1	27.9	36.0	41.0	38

资料来源: 中银国际研究

注: 2012、2013 年卧龙灯塔公司利润总额包含其厂房处置收益

ATB 盈利改善空间较大

通过 2003 到 2006 年的快速扩张, ATB 成为了欧洲第三大电机制造企业 (不含发电机相关企业), 连续 4 年欧洲市场占有率稳定在 10% 以上, 产品供应海军舰船、核电、石油石化、矿井下防爆电机等场合。

在石油石化、电力、汽车等专用电机领域, 同类大型企业盈利能力保持在较高的水平。但为卧龙公司收购前, ATB 公司经营情况并不好。

图表 6. ATB 下属子公司产品示意

	摩特维克	安斯特克	诺登哈姆	啸驰	塞维尔	劳伦斯	莫利	特种电机	塔莫	伯顿
石油与天然气			◇	◆◆	◇	◇		◇	◇	◇
核动力船舶			◇	◆◆	◇				◇	◇
污水处理				◇	◆◆				◇	◇
发电 (含核电)				◇	◇	◆◆	◇			
矿业防爆					◇		◆◆			
OEM 电动产品	◇	◆◆	◆◆					◇	◇	◇
家用电器	◆◆								◇	◇
物流仓储		◇	◇							◆◆

资料来源: 中银国际研究

图表 7. ATB 经营情况分析

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
收入(美元, 百万)	171	225	263	378	502	577	428	408	470
息税折旧前利润(美元, 百万)	11.96	26.20	19.79	31.21	54.56	53.27	41.02	34.10	42.45
净利润(美元, 百万)	4	5	2	(4)	(58)	(60)	(33)	(133)	48
员工人数(人)	1400	3973	3603	6511	6339	5398	4356	4066	3554

资料来源: 中银国际研究

图表 8. 同类企业经营指标对比分析(2009-2011 年均值)

	收入 (美元, 百万)	员工数	人均产值 (万美元/人)	人力支出 比(%)	人均薪酬 (万美元/人)	人均 EBITDA (美元, 百万)
ABB	33,791	122,067	27.8	29.7	8.26	4.21
西门子	99,882	389,667	25.4	31.6	8.02	3.41
东元	763	3,033	25.1	9.5	2.41	1.65
WEG	2,581	19,256	13.4	21.0	2.79	2.38
ATB	435	3,992	10.6	37.2	4.08	0.95
RBC	2,291	19,400	12.1			1.57
NIDEC	6,840	92,976	7.4			1.23
BALDOR	1,741	7,441	23.4			4.25
德昌	1,995	37,667	5.4	20.6	1.11	0.65
卧龙	413	5,133	8.2	7.2	0.58	0.75
威灵	967	13,801	7.1	8.2	0.58	0.67
大洋	299	6,342	4.8	10.5	0.49	0.68

资料来源: 中银国际研究

注释: WEG (万高) 为巴西最大的电机企业, RBC 即雷勃电气 (雷戈博洛伊德电机) 为美国最大电机企业, NIDEC 为日电产公司, BALDOR 为葆德电机。

ATB 的经营困境: ATB 盈利能力较差的原因除扩张及金融危机环境下突发的资金链断裂外，制造、市场都没走出欧洲也是重要原因。

ATB 的母公司 A-TEC 在 2002-2007 年前后完成 6 个电机企业并购，在一连串收购后，A-TEC 尚未来得及对收购企业进行内部优化与整升。同时，不断的兼并收购也造成了公司资金紧张，金融危机后 A-TEC 母公司面临经营困境，信用评级下调，财务成本节节攀升。

ATB 主要品牌的市场始终高度集中于欧洲德、英、奥、波四国。由于欧洲发达国家自动化水平普遍较高，电机相关产需求相对较弱；而在亚太等电机需求巨大的新兴市场，市场布局未能跟上。

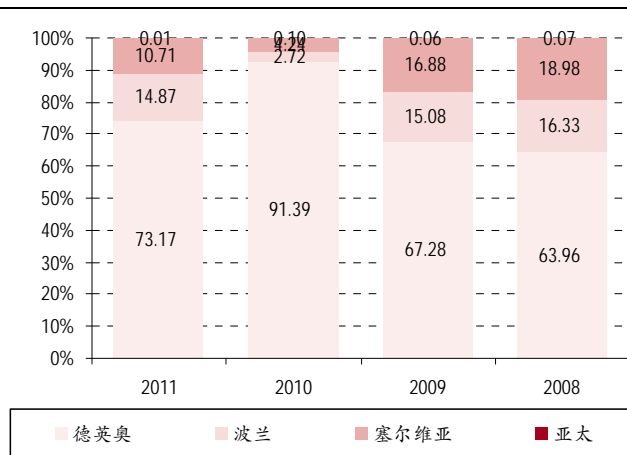
电机制造是劳动力相对比较密集的行业，对人力成本比较敏感；由于公司没有寻找到稳定的低成本制造基地，竞争优势在大型电机企业纷纷进行全球化制造优化的过程中被削弱。

图表 9. ATB 负债情况分析

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
总资产(美元, 百万)	220.41	602.45	622.67	549.51	489.03	322.20	406.08
负债率(%)	87.30	87.47	91.36	86.05	85.01	83.74	73.88
有息负债率(%)	70.99	75.68	79.03	74.96	75.91	68.27	63.82
财务费用率(%)	2.45	3.24	4.40	5.55	6.36	4.20	1.57

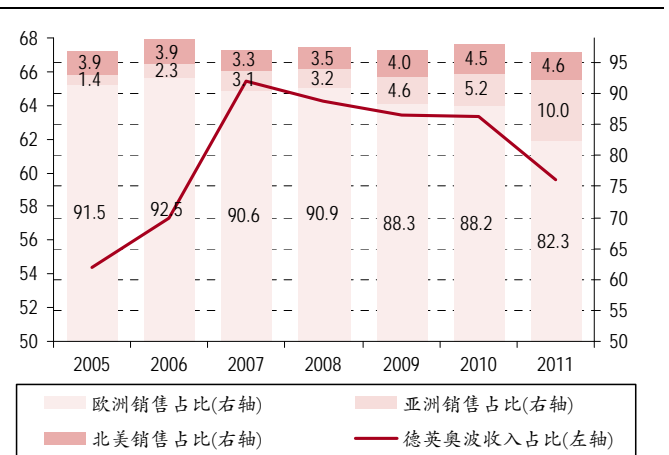
资料来源：中银国际研究

图表 10. 公司制造固定资产分布



资料来源：中银国际研究

图表 11. 公司收入区域分布



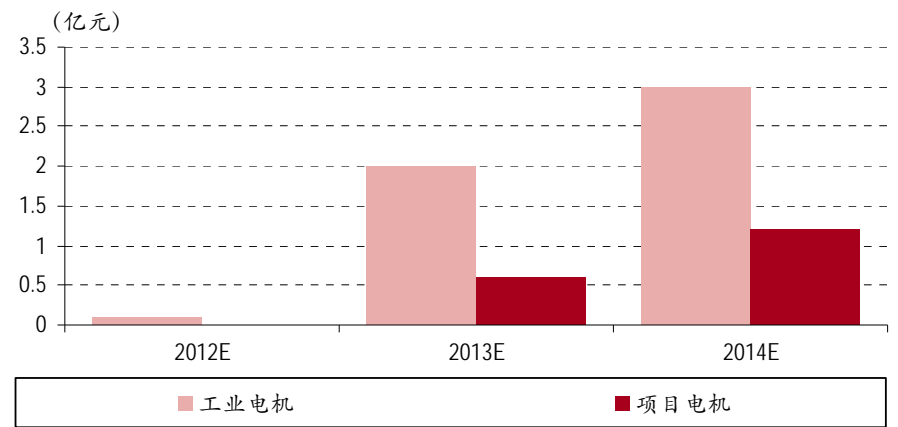
资料来源：中银国际研究

与公司的市场、制造协同将显著改善 ATB 整体盈利水平: ATB 综合的人力支出成本始终维持在较高水平，其人力总成本在收入中占比基本处于 34-38% 的水平；而国内电机相关制造业人力成本收入占比一般在 8-11% 水平。公司人力薪酬支出占比维持了稳定的增长态势，2012 年已上升到 10% 左右的水平，但较 ATB 仍有巨大的成本优势。

图表 12. 公司人力支出情况比较

项目	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005
收入(美元, 百万)	469.87	407.94	427.81	577.13	502.26	378.06	262.71
ATB 薪酬福利支出(美元, 百万)	163.73	154.44	166.72	203.81	171.91	130.80	91.46
人力支出营收中占比(%)	34.85	37.86	38.97	35.32	34.23	34.60	34.81
收入(美元, 百万)	485.34	427.78	325.43	306.44	190.77	146.82	93.40
卧龙 薪酬福利支出(美元, 百万)	41.80	28.07	20.67	16.04	11.00	7.39	5.52
人力支出营收中占比(%)	8.61	6.56	6.35	5.24	5.76	5.03	5.91

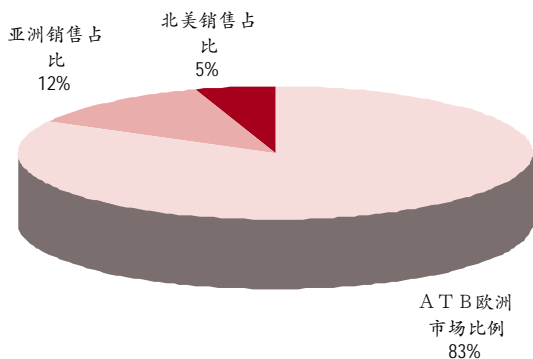
资料来源: 中银国际研究

图表 13. 制造转移市场规模预估


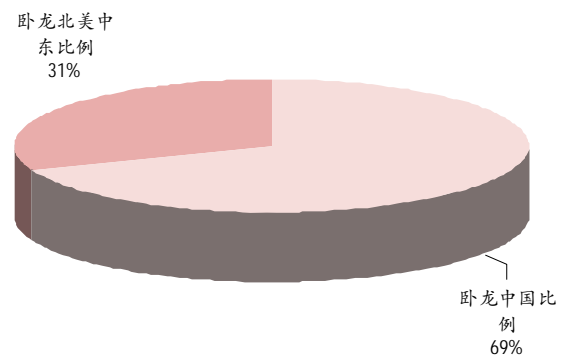
资料来源: 中银国际研究

ATB 与卧龙公司在现有渠道上有较好的互补性, 卧龙主要渠道在中国市场与北美区域, 这正是 ATB 的弱势区域; 未来在市场营销、下游客户培育中, 公司将与 ATB 分享资源, 共同拓展。

2012 年, ATB 公司加快了市场布局进度, 目前已进入美国、中国、印度、俄罗斯等以往的直销“盲区”; 卧龙电气公司也在原美国办事处的基础上成立美国销售公司, 并也开始进入哈萨克斯坦、印度等国。

图表 14. ATB 收入区域分布


资料来源: 中银国际研究

图表 15. 卧龙收入区域分布


资料来源: 中银国际研究

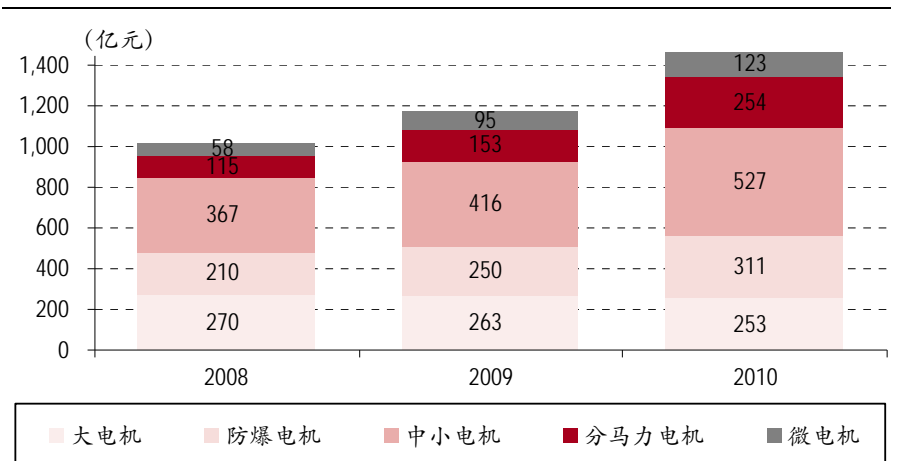
图表 16. 卧龙电气与 ATB 销售网络布局与进展

	2011	2012	2013	2014
ATB	成立3家美国销售公司 成立中国、俄罗斯销售公司	成立集团营销中心 成立印度、意大利办事处 健全IM分销体系	健全中国直销渠道 拓展南美、非洲销售网络	
卧龙电气	成立哈萨克斯坦办事处 成立印度、美国办事处 成立美国销售子公司	协同ATB拓展矿山、石化行业 健全北美渠道 拓展中东销售网络	与ATB整合销售体系	

资料来源：中银国际研究

国内电机市场仍将有较快增长

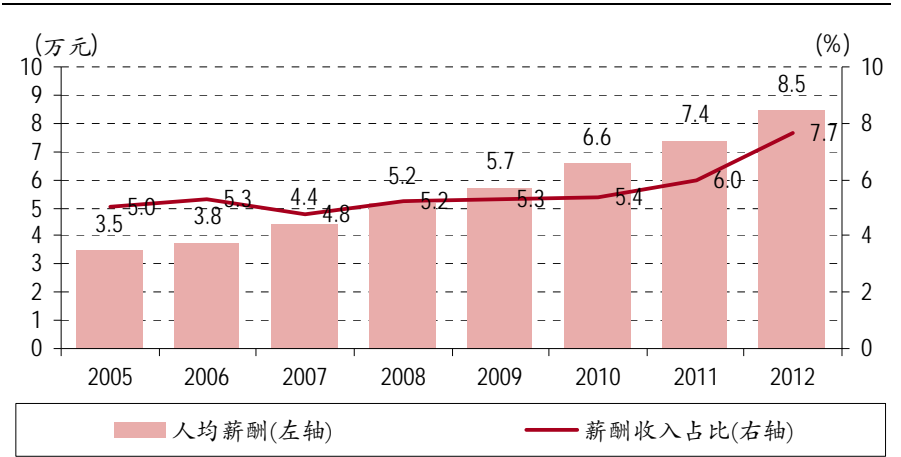
电动机是工业控制的“心脏”，是动力基础，电机市场总体需求的增长一方面来自电力装机容量、电力等能源消费增长带来的同步增长，同时还将有自动化需求带动的电机需求，以及高效电机应用带来的替换需求。

图表 17. 国内行业协会统计企业市场结构（仅含上报统计的数据）


资料来源：中银国际研究

自动化的蓬勃发展将拉动电机需求向上：国内人力成本在过去 5 年中出现了快速增长过程，给制造企业带来了较大的压力，但要想回到早先廉价劳动力阶段已无可能。

随着人力成本的攀升，各个行业的自动化需求会加速。工控的大脑是电力电力技术与信息技术，而工控的心脏在大部分场合仍然是各式各样的电动机。

图表 18. 制造及加工行业 30 家典型企业过去 8 年薪酬总支出变动


资料来源：中银国际研究

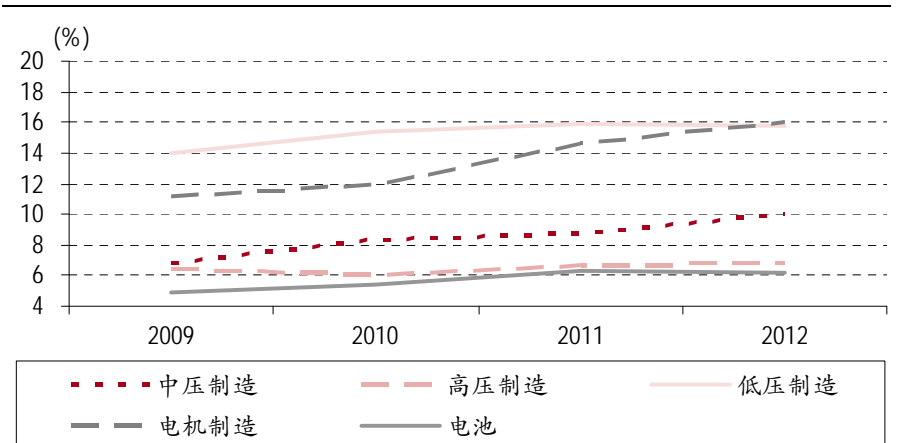
注：成分中包含了汽车、机械、农业、纺织、建筑建材、家电各 3 家企业；

年化员工人数仍为 $0.7 \times \text{上一年员工数} + 0.3 \times \text{当年员工数}$ ；

算法为各个企业年度数值再取算术均值

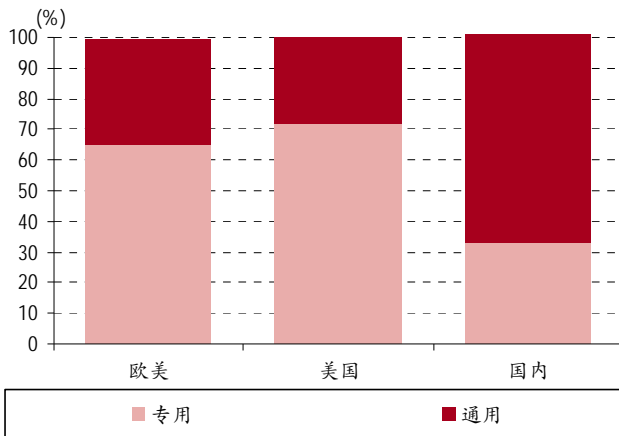
全球电机产业链有望继续向国内转移：电机广泛地应用于各个领域，随着下游需求的精密化、智能化、个性化发展趋势，电机的通用性逐步向专用性方面发展，过去一类电机在不同性质、不同场合通用的局面被打破，电机产品正向着专业性、特殊性、个性化方面发展。

在此趋势下，单一产品批量可能更小，完全自动化设备可能难以适应多样化产品需求，电机制造的半自动、柔性自动化设备有望更多，劳动力密集的特色难以彻底改变，电机制造在未来很长时期内，都将属于劳动力密集、对人力成本较敏感的行业。

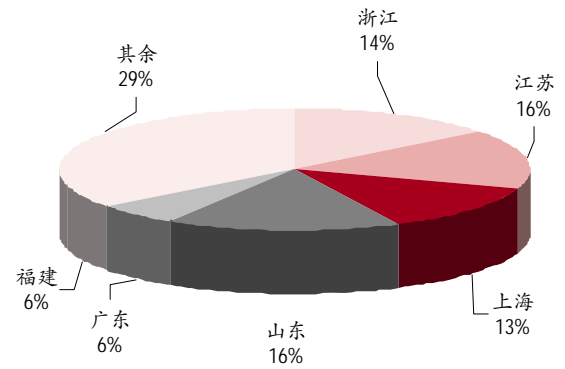
图表 19. 类比行业人力支出在收入中占比


资料来源：中银国际研究

同时，中国已经具有齐全的专业配套产业群。在过去几十年的快速发展中，在长三角、山东等区域/省市形成了强大的电机企业，围绕这些电机企业，在当地形成了涵盖机座、定转子、线圈等配套产业集群，目前仅仅在电机定转子环节，已经出了 10 亿元收入规模的企业，这些产业集群不仅在国内最齐全，在世界上也比较少见。

图表 20. 电机专用化结构占比


资料来源：中银国际研究

图表 21. “十一五”规模以上电机企业收入分布


资料来源：中银国际研究

图表 22. 国际电机企业估值情况

公司	市值(美元, 亿元)	市盈率(倍)			收入增长		净利润增长	
		2011	2012	2013E	2011 增长(%)	2012 增长(%)	2011 增长(%)	2012 增长(%)
RBC	30.21	14.41	14.36	15.19	25.49	12.77	1.95	28.44
WEG	79.30	25.41	26.52	21.98	18.16	18.97	12.92	11.76
德昌	22.62	11.81	11.92	12.38	20.85	1.75	136.09	2.74
东元	18.51	18.42	19.11	15.71	10.98	(1.31)	11.70	6.52
ABB	521.86	19.44	17.25	15.04	20.26	3.54	23.70	(14.65)
SIEMENS	943.54	14.13	13.03	14.61	6.23	6.85	57.60	(27.45)
日电产	96.12	99.43	20.36	155.58	17.20	(0.90)	0.72	(22.17)

资料来源：中银国际研究

盈利预测与假设

图表 23. 卧龙电气公司盈利预测

(人民币, 百万)		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
电机及控制装置	营业收入	775.3	1,195.1	1,394.8	1,203.3	1,504.2	1,955.4	2,502.9
	同比增长(%)		54.1	16.7	(13.7)	25.0	30.0	28.0
	营业成本	611.1	961.9	1,108.1	894.6	1,105.6	1,417.7	1,814.6
	毛利率(%)	21.2	19.5	20.5	25.7	26.5	27.5	27.5
变压器	营业收入	458.8	563.5	834.5	608.7	730.5	803.5	924.1
	同比增长(%)		22.8	48.1	(27.0)	20.0	10.0	15.0
	营业成本	300.1	424.2	755.0	510.5	595.4	650.9	748.5
	毛利率(%)	34.6	24.7	9.5	16.1	18.5	19.0	19.0
蓄电池	营业收入	407.0	312.3	241.6	226.1	316.6	411.5	493.8
	同比增长(%)		(23.3)	(22.6)	(6.4)	40.0	30.0	20.0
	营业成本	280.8	247.5	217.2	196.9	261.2	325.1	390.1
	毛利率(%)	31.0	20.8	10.1	12.9	17.5	21.0	21.0
其他	营业收入	5.5	12.3	21.2	31.9	43.1	56.0	67.2
	同比增长(%)		123.2	71.6	50.6	35.0	30.0	20.0
	营业成本	4.4	10.0	16.3	22.9	31.0	40.3	48.4
	毛利率(%)	21.0	19.3	23.3	28.3	28.0	28.0	28.0
贸易	营业收入	539.5	725.4	551.5	356.7	428.1	449.5	449.5
	同比增长(%)		34.5	(24.0)	(35.3)	20.0	5.0	0.0
	营业成本	517.7	697.8	533.4	343.2	411.8	432.4	432.4
	毛利率(%)	4.0	3.8	3.3	3.8	3.8	3.8	3.8
ATB	营业收入					3,057.6	3,608.0	4,329.6
	同比增长(%)					12.0	18.0	20.0
	营业成本					2,323.8	2,669.9	3,160.6
	毛利率(%)					24.0	26.0	27.0
合计	营业收入	2,232.2	2,903.9	3,146.2	2,507.2	6,080.0	7,284.0	8,767.1
	同比增长(%)		30.1	8.3	(20.3)	142.5	19.8	20.4
	营业成本	1,744.7	2,395.1	2,697.6	2,025.6	4,728.7	5,536.3	6,594.6
	综合毛利率(%)	21.8	17.5	14.3	19.2	22.2	24.0	24.8
	销售费用率(%)	5.1	4.3	5.1	5.9	6.1	6.0	6.0
	管理费用率(%)	5.5	4.8	5.6	7.5	7.4	7.1	7.1
	财务费用率(%)	0.9	0.7	2.0	2.7	1.9	1.9	1.6
	实际所得税率(%)	11.5	8.2	5.1	10.3	11.3	10.3	10.3
	净利润率(%)	10.1	8.4	4.1	5.4	7.1	8.1	8.8

资料来源: 中银国际研究

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入	3,146	2,507	6,080	7,284	8,767
销售成本	(2,698)	(2,026)	(4,729)	(5,536)	(6,595)
经营费用	(240)	(270)	(712)	(859)	(1,061)
息税折旧前利润	209	212	639	889	1,111
折旧及摊销	(61)	(73)	(120)	(131)	(146)
经营利润(息税前利润)	148	139	519	757	965
净利息收入/(费用)	(54)	(67)	(115)	(136)	(142)
其他收益/(损失)	51	80	81	38	38
税前利润	137	151	485	659	861
所得税	(7)	(16)	(55)	(68)	(89)
少数股东权益	(19)	(18)	(51)	(82)	(107)
净利润	111	118	379	509	665
核心净利润	111	118	379	509	665
每股收益(人民币)	0.16	0.17	0.34	0.46	0.6
核心每股收益(人民币)	0.16	0.17	0.34	0.46	0.6
每股股息(人民币)	0.05	0.05	0.05	0.07	0.09
收入增长(%)	8	(20)	143	20	20
息税前利润增长(%)	(43)	(6)	273	46	27
息税折旧前利润增长(%)	(31)	2	201	39	25
每股收益增长(%)	(47)	6	101	34	31
核心每股收益增长(%)	37	6	223	34	31

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
税前利润	137	151	485	659	861
折旧与摊销	61	73	120	131	146
净利息费用	74	96	115	136	142
运营资本变动	(491)	192	(278)	95	56
税金	(7)	(16)	(55)	(68)	(89)
其他经营现金流	123	(222)	210	(216)	(232)
经营活动产生的现金流	(102)	274	596	738	884
购买固定资产净值	(14)	(21)	0	0	0
投资减少/增加	32	18	31	31	21
其他投资现金流	(18)	(64)	0	0	0
投资活动产生的现金流	0	(68)	31	31	21
净增权益	259	0	418	0	0
净增债务	823	(651)	226	339	(138)
支付股息	(34)	(38)	(57)	(76)	(100)
其他融资现金流	(301)	268	(190)	(661)	158
融资活动产生的现金流	747	(420)	397	(398)	(80)
现金变动	645	(214)	1,024	370	825
期初现金	1,223	1,053	967	1,086	1,163
公司自由现金流	(82)	236	642	780	913
权益自由现金流	667	(511)	738	971	625

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	1,053	967	1,086	1,163	1,251
应收帐款	762	745	1,508	1,606	1,884
库存	646	607	1,205	1,436	1,753
其他流动资产	388	265	244	470	819
流动资产总计	2,855	2,594	4,060	4,745	5,733
固定资产	797	994	1,702	1,836	1,742
无形资产	255	257	420	420	420
其他长期资产	918	929	762	531	518
长期资产总计	1,970	2,180	2,883	2,788	2,681
总资产	4,825	4,773	6,943	7,533	8,413
应付帐款	646	658	1,052	1,375	1,734
短期债务	1,140	633	834	1,168	1,031
其他流动负债	258	668	830	764	747
流动负债总计	2,044	1,959	2,716	3,308	3,511
长期借款	60	25	25	25	25
其他长期负债	0	0	626	118	133
股本	688	688	1,106	1,106	1,106
储备	1,798	1,867	2,189	2,622	3,187
股东权益	2,484	2,553	3,295	3,728	4,293
少数股东权益	237	236	282	355	452
总负债及权益	4,825	4,773	6,943	7,533	8,413
每股帐面价值(人民币)	3.61	3.71	2.98	3.37	3.88
每股有形资产(人民币)	3.21	3.21	2.28	2.67	3.18
每股净负债/(现金)(人民币)	0.21	(0.45)	(0.21)	0.03	(0.18)

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	6.6	8.5	10.5	12.2	12.7
息税前利润率(%)	4.7	5.5	8.5	10.4	11.0
税前利润率(%)	4.4	6.0	8.0	9.1	9.8
净利率(%)	3.5	4.7	6.2	7.0	7.6
流动性					
流动比率(倍)	1.4	1.3	1.5	1.4	1.6
利息覆盖率(倍)	2.0	1.4	4.0	5.1	6.4
净权益负债率(%)	5.4	净现金	净现金	0.8	净现金
速动比率(倍)	1.1	1.0	1.0	1.0	1.1
估值					
市盈率(倍)	35.4	33.5	16.7	12.4	9.5
核心业务市盈率(倍)	35.4	33.5	16.7	12.4	9.5
目标价对应核心业务市盈率(倍)	46.8	44.2	22.0	16.4	12.6
市净率(倍)	1.6	1.5	1.9	1.7	1.5
价格/现金流(倍)	(38.5)	14.3	6.6	5.3	4.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	26.3	22.8	12.8	8.8	7.1
周转率					
存货周转天数	88.3	110.9	105.9	105.9	103.9
应收帐款周转天数	88.4	108.5	105.5	105.5	105.5
应付帐款周转天数	75.0	95.6	101.6	101.6	101.6
回报率					
股息支付率(%)	31.0	32.2	15.0	15.0	15.0
净资产收益率(%)	4.8	4.6	13.0	14.5	16.6
资产收益率(%)	2.9	2.6	7.8	9.3	10.9
已运用资本收益率(%)	4.3	4.9	13.3	15.7	17.7

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，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，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本人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、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