



股票代码	601238.CH	2238.HK
评级	持有	持有
收盘价	人民币 7.76	港币 7.31
目标价	人民币 8.10	港币 7.70
原目标价	人民币 7.70	港币 7.50
上/下浮比例	4%	5%
目标价格基础	20倍 2013年市 盈率	15倍 2013年市 盈率
板块评级	中立	中立

广汽集团

拐点确立，趋势向好

我们认为，公司经营拐点在2季度基本确立，且业绩改善趋势在下半年乃至明年将持续。一方面，两大日系合资恢复情况好于其他日系；尤其是广汽本田，随着日方态度积极转变并加大中国市场新车投放，广本有望迎来强势复苏。另一方面，自主品牌传祺后来居上，得益于GS5的超预期表现，今年有望提前实现或接近盈亏平衡。此外，对于另外两家新合资公司，我们认为广汽三菱受益于日元贬值以及新车劲炫上量，今年有望显著减亏；而广汽菲亚特由于首款车型菲翔销量不及预期，今年可能难有减亏；但2014-15年随着Jeep多款重量级SUV车型的导入，广菲有望迎来契机。我们上调公司2013-15年盈利预测至0.41元、0.57元和0.72元，并将A、H股目标价上调至8.10元和7.70港币；考虑到目前估值仍显偏贵，暂维持持有评级。

本报告要点

- 日系车销量恢复进程
- 公司旗下四大合资品牌销量、经营情况以及新车型投放计划
- 自主品牌传祺销量及新车型投放展望

股价表现



(%)	今年	1	3	12
	至今	个月	个月	个月
绝对	27	(2)	27	-
相对新华富时A50指数	46	4	43	-

发行股数(百万)	6,435
流通股(%)	3
总市值(人民币 百万)	49,936
3个月日均交易额(人民币 百万)	63
净负债比率(%) (2013E)	净现金
主要股东(%)	
广州汽车工业集团有限公司	59

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究
以2013年7月22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

楼佳

(8621) 2032 8525

Jia.lou@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300512060001

支撑评级的要点

- 今年上半年，日系车逐步恢复，6月单月轿车份额已回升至18.4%，接近2012年1-8月（钓鱼岛事件前）份额21.2%。而广丰、广本恢复好于其他日系，是上半年仅有的两家实现正增长的日系合资企业。
- 上半年，广汽本田销量同比小幅增长0.5%至17.7万台。我们认为下半年多款新车的投放并上量，有望带动销量进一步回升；如新车表现良好，则全年销量有望实现40万台的目标，同比增长25%左右。
- 上半年，广汽丰田销量同比增长6.3%至13.9万台，主力车型凯美瑞、汉兰达等都实现较好增长。我们预计全年有望达到29万台的销量目标，同比增长16%左右。
- 上半年，广汽菲亚特销量1.85万台，首款车型菲翔月均在3,000台左右徘徊，爬坡进程低于预期。我们预计今年可能难以减亏。
- 得益于GS5的超预期表现，上半年自主品牌传祺销量同比增长237%至3.3万台，预计全年销量有望达到7-8万台，进而实现或接近盈亏平衡。

评级面临的主要风险

- 中日关系不稳定导致日系车销售再受冲击；新车投放进度或销量不达预期。

估值

- 我们上调公司2013-15年的盈利预测至0.41元、0.57元和0.72元，当前A股和H股对应2013年市盈率分别为19.2倍和14.3倍，估值偏高。暂维持持有评级。我们将A、H股目标价由7.70元和7.50港币上调至8.10元和7.70港币。

投资摘要

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入(人民币 百万)	10,984	12,964	17,501	21,001	24,782
变动(%)	26	18	35	20	18
净利润(人民币 百万)	4,272	1,134	2,608	3,678	4,657
全面摊薄每股收益(人民币)	0.664	0.176	0.405	0.572	0.724
变动(%)	(0.5)	(73.5)	130.0	41.1	26.6
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.390	0.631	0.780
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.35	0.51	0.64
调整幅度(%)	-	-	14.5	12.1	12.4
核心每股收益(人民币)	0.664	0.176	0.405	0.572	0.724
变动(%)	(0.5)	(73.5)	130.1	41.0	26.6
全面摊薄市盈率(倍)	11.7	44.1	19.2	13.6	10.7
核心市盈率(倍)	11.7	44.1	19.1	13.6	10.7
每股现金流量(人民币)	(0.04)	0.15	(0.25)	0.00	0.03
价格/每股现金流量(倍)	(173.9)	52.2	(30.9)	(2,484.4)	260.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	(40.3)	(46.7)	(72.3)	(111.7)	(226.5)
每股股息(人民币)	0.270	0.090	0.162	0.229	0.289
股息率(%)	3.5	1.2	2.1	2.9	3.7

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

股价表现—H股


(%)	今年 至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	6	(1)	16	-
相对恒生中国企业指数	24	(2)	27	-

发行股数(百万)	6,435
流通股(%)	33
总市值(港币百万)	47,040
3个月日均交易额(港币百万)	58
净负债比率(%) (2013E)	净现金
主要股东(%)	
广州汽车工业集团有限公司	59

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究
以2013年7月22日收市价为标准

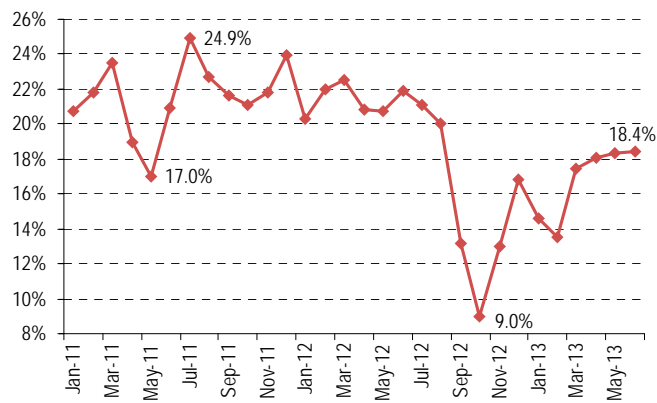
投资摘要—H股

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入(人民币百万)	10,984	12,964	17,501	21,001	24,782
变动(%)	26	18	35	20	18
净利润(人民币百万)	4,272	1,134	2,608	3,678	4,657
全面摊薄每股收益(人民币)	0.664	0.176	0.405	0.572	0.724
变动(%)	(0.5)	(73.5)	130.0	41.7	26.6
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.377	0.560	0.643
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.35	0.51	0.64
调整幅度(%)	-	-	14.5	12.1	12.4
核心每股收益(人民币)	0.664	0.176	0.405	0.572	0.724
变动(%)	(0.5)	(73.5)	130.1	41.0	26.6
全面摊薄市盈率(倍)	8.7	32.8	14.3	10.1	8.0
核心市盈率(倍)	8.7	32.8	14.3	10.1	8.0
每股现金流量(人民币)	(0.04)	0.15	(0.25)	0.00	0.03
价格/每股现金流量(倍)	(129.6)	38.9	(23.0)	(1,851.8)	194.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	(26.2)	(31.2)	(48.4)	(72.5)	(139.9)
每股股息(人民币)	0.270	0.090	0.162	0.229	0.289
股息率(%)	4.7	1.6	2.8	4.0	5.0

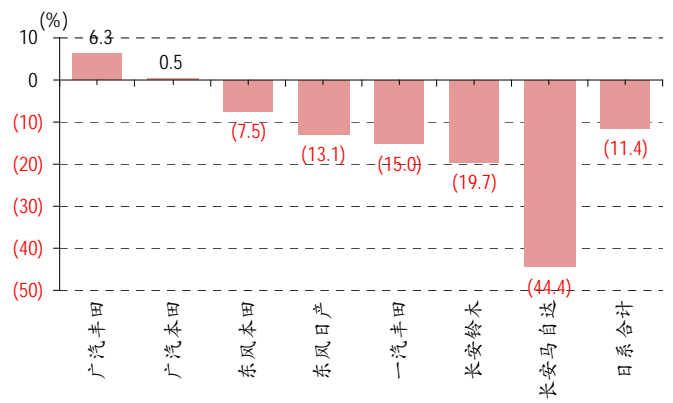
资料来源：公司数据及中银国际研究预测

概述

今年上半年，日系品牌乘用车累计销量同比下滑11.4%，但与去年9月钓鱼岛事件爆发后的情况相比，已有很大改观；从趋势上看日系份额呈现逐月恢复态势。6月单月日系轿车份额已回升至18.4%，接近12年1-8月（钓鱼岛事件前）份额21.2%。而广汽集团旗下广汽本田和广汽丰田的恢复情况要明显好于其他日系合资企业，其中广丰累计销量增长6.3%、广本累计增长0.5%，是上半年仅有的两家实现正增长的日系合资企业。

图表1. 日系轿车份额月度变化趋势


资料来源：公司数据，中银国际研究

图表2. 日系主流合资企业上半年累计销量增速比较


资料来源：公司数据，中银国际研究

上半年，广汽集团合计总销量增长 15.5%至 42.4 万台，除广丰、广本恢复增长外，新合资企业广汽菲亚特和广汽三菱也分别贡献 1.85 万和 1.4 万台的增量。此外，自主品牌传祺上半年合计销量较去年同期不足 1 万台增长 236.5%至 3.3 万台，主要得益于 GS5 的超预期表现。

分季度来看，2 季度广汽集团合计销量环比 1 季度增长 19.4%，其中两大主力合资企业广丰和广本分别环比增长 15.2%和 28.3%；广汽三菱 2 季度环比 1 季度增长 21%，月销稳步爬坡；广汽菲亚特销量相对稳定。

图表 3. 广汽集团各分部销量

(台)	2011 年	2012 年	2012 年 1-6 月	2013 年 1-6 月	累计同比(%)
广汽本田	362,294	316,405	176,324	177,160	0.5
广汽丰田	274,417	250,088	131,005	139,212	6.3
本田汽车 (中国)	24,249	29,034	14,116	11,922	(15.5)
广汽吉奥	24,984	36,808	18,652	15,274	(18.1)
广汽菲亚特	-	11,290	-	18,527	-
广汽三菱	-	2,491	-	14,035	-
广汽乘用车	48,202	58,683	24,297	45,432	87.0
乘用车小计	734,146	704,799	364,394	421,562	15.7
广汽日野	4,549	5,752	2,784	2,199	(21.0)
广汽客车	1,699	1,603	419	646	54.2
商用车小计	6,248	7,355	3,203	2,845	(11.2)
汽车合计	740,394	712,154	367,597	424,407	15.5
五羊-本田摩托	900,099	967,836	472,085	479,061	1.5

资料来源: 产销快讯, 中银国际研究

* 广汽乘用车包含原广汽长丰和传祺品牌

图表 4. 广汽集团月均销量

季度月均数据(台)	12 年 1 季度	12 年 2 季度	12 年 3 季度	12 年 4 季度	13 年 1 季度	13 年 2 季度	13 年 2 季度	13 年 2 季度
	月均	月均	月均	月均	月均	月均	同比 (%)	环比 (%)
广汽本田	25,706	33,068	23,537	23,157	25,869	33,185	0.4	28.3
广汽丰田	21,412	22,256	23,901	15,793	21,564	24,840	11.6	15.2
本田汽车 (中国)	2,430	2,275	2,771	2,202	1,927	2,047	(10.0)	6.2
广汽吉奥	1,977	4,241	3,917	2,135	2,863	2,228	(47.5)	(22.2)
广汽菲亚特	-	-	934	3,452	3,069	3,107	-	1.2
广汽三菱	-	-	254	661	2,117	2,561	-	21.0
广汽乘用车	3,200	4,899	5,079	6,383	6,681	8,463	72.7	26.7
乘用车小计	54,725	66,739	59,685	53,783	64,091	76,430	14.5	19.3
广汽日野	379	549	556	433	226	507	(7.7)	124.3
广汽客车	77	63	169	226	166	49	(21.8)	(70.5)
商用车小计	456	611	725	659	393	556	(9.1)	41.5
汽车合计	55,182	67,351	60,410	54,443	64,483	76,986	14.3	19.4
五羊-本田摩托 (广州)	79,798	77,564	86,059	79,191	81,232	78,455	1.1	(3.4)

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

广汽本田

今年上半年，广汽本田累计总销量 17.7 万台，主要车型都已基本恢复至钓鱼岛事件前水平。其中锋范月均销量都达到万台以上，歌诗图稳定在 4,000 台左右；小型车飞度自去年官方统一降价 1 万元后，销量有起色，近几个月销量也保持在 3,000-4,000 台；雅阁由于全新换代 9 月推出，故老款销量有所萎缩。我们认为伴随多款新车陆续投放及上量，下半年销量有望进一步回升；如新车表现良好，则全年销量有望实现 40 万台的目标水平，同比增长 25%左右。

图表 5. 广汽本田销量分车型列示

(台)	2010	2011	2012	2013 年 1-6 月	累计同比(%)
雅阁	171,728	160,735	104,114	52,011	(10.0)
飞度	33,575	21,043	35,920	21,191	10.2
奥德赛(MPV)	45,816	30,404	20,900	11,993	(4.0)
锋范	132,648	123,502	96,913	55,469	(1.0)
诗歌图	2,264	1,914	33,982	22,895	54.9
理念 S1	-	24,696	24,576	10,494	(34.4)
凌派				3,107	
合计	386,031	362,294	316,405	177,160	0.5

资料来源: 产销快讯, 中银国际研究

新车方面, 理念 S1 中期改款已于 5 月正式上市, 新款理念采用了全新造型设计, 配置上也进行了全面升级, 是一款近乎换代的全新车型。另一款全新 A+ 级轿车凌派也于 6 月底上市, 这款车是本田针对中国市场全新开发的车型, 不同于以往直接将现有车型拿到合资公司国产化的做法。我们预计凌派有望替代锋范, 成为广本的主力车型, 月销有望达到 1.0-1.5 万台。此外, 第 9 代雅阁预计于 9 月份上市。2014 年, 一直缺少 SUV 的广汽本田有望推出首款 SUV 车型, 即为基于飞度平台开发的小型 SUV。另外, 奥德赛换代车型也将于明年上市。

图表 6. 广汽本田 2013-14 年新车型规划

新车型	上市时间 (含预计)	备注
理念 S1 升级换代	2013 年 5 月	外观和内饰都更具个性化
凌派	2013 年 6 月	全新紧凑型 A+ 级轿车, 尺寸比思域略大; 专门为中国市场开发
第九代雅阁	2013 年 9 月	搭载了本田全新的 2.4L Earth Dreams 发动机
本田小型 SUV	2014 年年中	基于飞度平台开发
奥德赛 (换代)	2014 年	

资料来源: 公开资料, 中银国际研究预测

产能方面, 目前广汽本田两大基地 (黄埔和增城) 总产能为 48 万台。新工厂 (增城三期工程) 已于 5 月底奠基, 预计 2015 年 1 季度投产 (初期产能 12 万台), 与该项目同步的还有 24 万台的发动机工厂, 预计将早于整车工厂投产。按照规划, 未来该工厂将生产专门为中国市场开发的小型车。

图表 7. 广汽本田产能布局

生产基地	产能 (含规划)	投产时间	生产车型
整车:			
黄埔基地	24 万	1999 年	飞度、锋范、理念 S1、凌派
增城一期	12 万	2006 年 9 月	奥德赛、雅阁
增城二期	12 万	2011 年底	诗歌图、雅阁
增城三期	24 万 (初期 12 万)	2015 年 1 季度	专门为中国市场开发, 以小型车为主
发动机:	24 万	2014 年	配套新工厂投放车型

资料来源: 公司资料, 中银国际研究预测

总体而言, 从今后几年的新车规划来看, 我们认为广汽本田已逐步转变了过去在中国市场的保守态度。新车的密集推出和产能建设的有序进行, 有助于其销量和盈利实现较快的恢复。

广汽丰田

与广本相比，今明两年广汽丰田计划投放的新车较少，今年仅有一款雅力士（换代）计划4季度上市；预计明年有一款中级车（类似卡罗拉尺寸）投放。

我们认为，今年广丰的主要精力还是集中在主力车型凯美瑞的销售上。目前看，新老凯美瑞销量恢复情况好于预期，月销水平已达到1.5万台水平。而另一款主力SUV汉兰达6月销量已超过9,000台，为近两年来月销最好水平。另外，我们认为，如果新能源补贴政策能够按照节油率划分，则凯美瑞混动版的销售有望受益（目前混动版月销在300-400台）。上半年广汽丰田合计销量接近14万台，我们预计全年有望实现29万台的销量目标，同比增长16%左右。

图表 8. 广汽丰田销量分车型列示

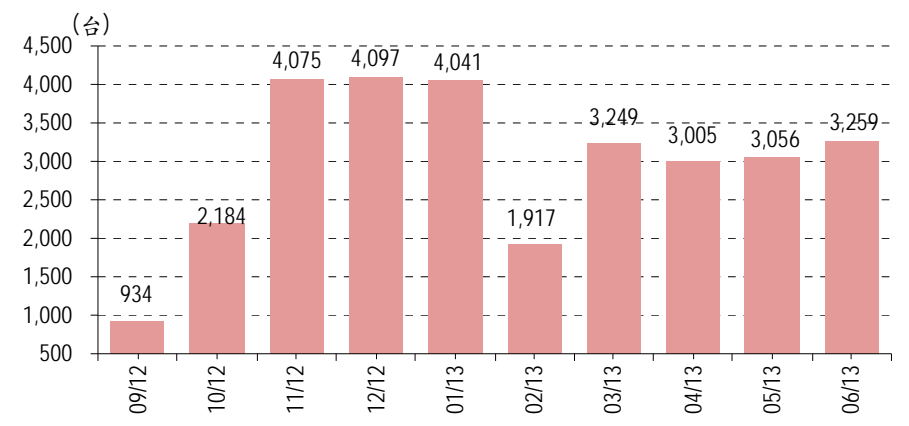
(台)	2010	2011	2012	2013年1-6月	累计同比(%)
凯美瑞	161,411	143,720	145,402	80,224	3.9
雅力士	27,062	19,324	12,341	7,724	12.3
汉兰达(SUV)	80,956	94,635	75,059	42,708	11.1
逸志 (MPV)	0	16,738	17,286	8,556	0.6
合计	269,429	274,417	250,088	139,212	6.3

资料来源: 产销快讯, 中银国际研究

广汽菲亚特

广汽菲亚特是去年6月底建成投产的新合资公司，去年9月投放了首款A级车菲翔。1-6月广汽菲亚特累计销量1.85万台，菲翔的月均销量在3,000台左右徘徊，爬坡进程比此前预期低。我们认为，虽然菲翔瞄准了市场需求最大的A级轿车市场，但由于欧美系车型占据主流，消费者对新进入的意系车的接受程度并不高。

图表 9. 广汽菲翔上市以来月销量走势



资料来源: 公司数据, 中银国际研究

从目前情况来看，原定今年7万台的销售目标，实现难度可能较大。此外，原本计划下半年投产的菲翔（两厢版）可能会推迟到年底推出。因此总体来看，我们预计今年菲亚特销量在4万台左右，较目前单班7万台的产能仍有较大缺口。考虑到折旧负担和较低的产能利用率，我们估计今年广菲减亏的可能性不大。

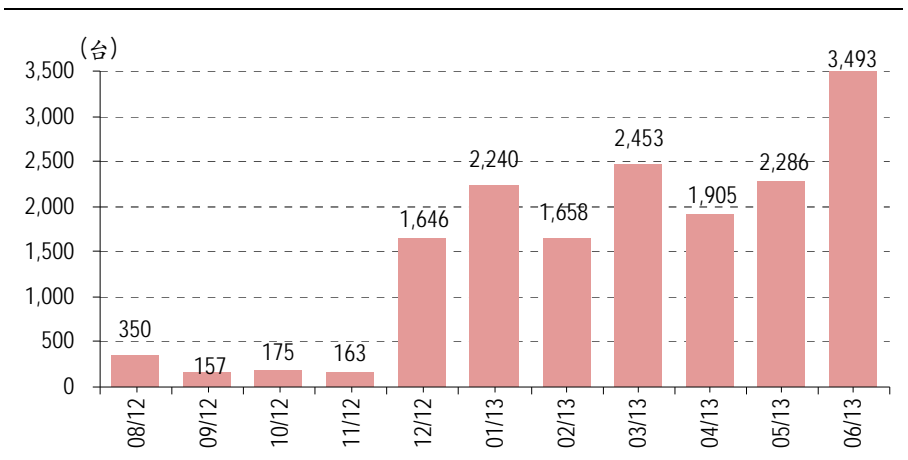
我们认为，公司未来主要增长看点还在于 JEEP 品牌的国产化。按照规划，未来将有三款 Jeep 的 SUV 车型（B 级、C 级、D 级）陆续导入合资公司，并按照每年至少一款的进度投放上市；首款国产车型为 D 级 SUV 自由光，预计将于明年底投产。按乐观预期，我们认为广汽菲亚特盈利的大幅改善要等到 2015 年或之后。

广汽三菱

我们认为，由于广汽三菱有 30% 左右的零部件是日元进口，故今年以来日元的贬值有利于降低公司进口部件的采购成本。销量方面，目前合资公司在售两款车型劲炫和帕杰罗，今年上半年月累计共销售 1.4 万台，其中主要贡献来自劲炫。由于劲炫生产线 5 月下旬起由单班调整至双班，6 月销量从此前 2,000 台的月均水平爬升到 3,000 多台，我们预计下半年月销有望保持在 3,000-4,000 台的水平，全年销量有望达到 3-4 万台。盈利方面，由于公司厂房和产能建设方面的投资规模初期较小，故盈亏平衡点较低（5 万台），同时受益于日元贬值，我们预计今年广汽三菱有望大幅减亏。

产能方面，目前正在通过技改扩充，预计明年 1 季度总产能将由目前双班 5 万台提升至 13 万台。同时，伴随新产能的扩充，预计明年会推出三菱全球战略小型车 Mirage，另外 SUV 欧蓝德也可能投放。

图表 10. 广汽三菱成立以来月销量走势



资料来源：公司数据，中银国际研究

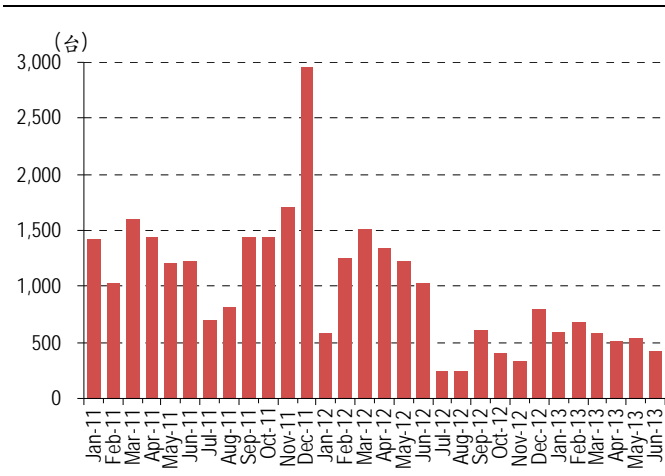
自主品牌传祺

广汽自主品牌传祺是较晚推出的自主品牌之一，首款轿车 GA5 于 2010 年底才推出，但上市以来销量表现并不如意，高峰时期月销不过 1,000 多台，目前已滑落至 500 台左右水平。另一款在售车型 GS5 是去年 4 月推出的中高档 SUV，也是目前自主品牌 SUV 中市场定位最高的 SUV 之一，12-23 万元的价位区间已直逼合资品牌。由于精准的市场定位和较强的产品竞争力，GS5 上市以来持续热销，目前月销稳定在 5,000-6,000 台。

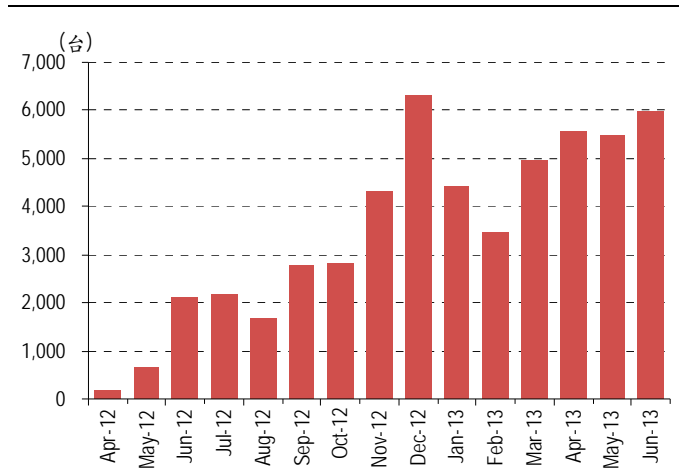
图表 11. 广汽传祺销量分车型列示

(台)	2011	2012	2012年 1-6月	2013年 1-6月	累计增速 (%)
传祺 GA5	17,006	9,612	6,950	3342	(51.9)
传祺 GS5	-	16,682	2,923	29,884	922.4
合计	17,006	26,294	9,873	33,226	236.5

资料来源: 产销快讯, 中银国际研究

图表 12. 广汽传祺轿车 GA5 上市以来月销量


资料来源: 产销快讯, 中银国际研究

图表 13. 广汽传祺 GS5 上市以来月度销量


资料来源: 产销快讯, 中银国际研究

新车方面, 我们预计今年下半年将推出一款 A 级轿车 GA3, 搭载广汽自主研发的 1.6L 发动机; 另一款定位高于现款 GA5 的 B+ 级轿车 GA7 预计将于 2014 年投放市场, 主攻公务车市场。SUV 方面, 目前在研产品包括从小型到大型的多款车型, 其中紧凑型 SUV 传祺 GS3 有望于明年底率先问世。

图表 14. 广汽集团传祺品牌产品布局 (含规划)

	车型	级别	(预计) 上市时间	排量	指导价 (万元)	备注
目前在售	GA5	B 级轿车	2010 年 12 月	1.8L, 2.0L	10.58-18.98	基于菲亚特旗下阿法罗密欧 166 平台开发
	GS5	中型 SUV	2012 年 4 月	1.8T, 2.0L	12.38-22.98	今年 1 月增配 1.8T 款, 以同级别合资品牌 SUV 为竞争对手
计划上市	GA3	A 级轿车	2013 年 8 月	1.6L, 1.3T	预售 8 万左右	搭载自主研发的 1.6L 发动机, 竞争车型包括日产骐达、丰田卡罗拉等
	GA7	B+ 级轿车	2014 年	-	-	定位高于现款传祺 GA5, 主打公务车市场
	GS3	紧凑型 SUV	2014 年下半年	1.5T	-	搭载增压引擎, 对手锁定在比亚迪 S6 和海马 S7 等车型

资料来源: 公开资料, 中银国际研究

由于 GS5 销量的超预期表现, 我们认为今年传祺品牌的经营情况将好于我们此前预期。预计全年销量有望达到 7-8 万台, 增长主要来自 GS5 以及下半年新推出的轿车 GA3。盈利方面, 得益于传祺品牌销量的大幅增长, 我们预计其产能利用率有望由去年 30% 多大幅提升至 70% 以上, 进而实现或接近盈亏平衡。

盈利预测及估值

整体而言，我们认为公司经营拐点在2季度基本确立，且业绩改善的趋势将在下半年乃至明年持续。一方面，两大日系合资广汽丰田、广汽本田销量持续回升，且恢复进度好于其他日系合资企业；尤其是广汽本田，本田态度由保守向开放的积极转变，将加大在中国市场新车型的研发和投放，广本有望迎来强势复苏。另一方面，对于两家新成立的合资公司，我们认为广汽三菱受益于日元贬值以及新车劲炫的逐步上量，今年有望大幅减亏；而广汽菲亚特，由于初期投资额较大且新车菲翔表现不及预期，我们估计今年业绩可能难有减亏；但2014-15年，随着Jeep多款重量级SUV车型的相继导入，广菲有望扭转颓势，迎来发展契机。此外，自主品牌（传祺）后来居上，得益于SUV车型GS5的超预期表现，今年有望提前实现或接近盈亏平衡。

总体来看，考虑到公司日系合资品牌恢复情况以及自主品牌传祺销量超出此前预期，我们将公司2013-15年盈利预测分别上调至0.41元、0.57元和0.72元。当前A股和H股股价对应2013年市盈率分别为19.2倍和14.3倍。基于20倍和15倍2013年市盈率估值，我们将A股和H股的目标价分别上调至8.10元和7.70港币。考虑到目前估值仍显偏贵，我们暂维持**持有**评级。

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	10,984	12,964	17,501	21,001	24,782
销售成本	(10,518)	(12,286)	(16,451)	(19,426)	(22,675)
经营费用	(1,368)	(1,498)	(1,582)	(1,899)	(2,253)
息税折旧前利润	(1,409)	(1,488)	(1,243)	(1,176)	(1,140)
折旧及摊销	(508)	(668)	(711)	(852)	(993)
经营利润 (息税前利润)	(901)	(820)	(532)	(324)	(147)
净利息收入/(费用)	(57)	(199)	(188)	(162)	(113)
其他收益/(损失)	5,524	2,687	3,956	4,914	5,810
税前利润	4,057	1,000	2,525	3,575	4,557
所得税	110	65	(41)	(38)	(36)
少数股东权益	104	69	124	141	136
净利润	4,272	1,134	2,608	3,678	4,657
核心净利润	4,272	1,134	2,609	3,679	4,657
每股收益(人民币)	0.664	0.176	0.405	0.572	0.724
核心每股收益(人民币)	0.664	0.176	0.405	0.572	0.724
每股股息(人民币)	0.270	0.090	0.162	0.229	0.289
收入增长(%)	26	18	35	20	18
息税前利润增长(%)	134	6	(16)	(5)	(3)
息税折旧前利润增长(%)	122	(9)	(35)	(39)	(55)
每股收益增长(%)	(1)	(73)	130	41	27
核心每股收益增长(%)	(1)	(73)	130	41	27

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	4,057	1,000	2,525	3,575	4,557
折旧与摊销	508	668	711	852	993
净利息费用	57	199	188	162	113
运营资本变动	(418)	1,513	61	627	691
税金	110	65	(41)	(38)	(36)
其他经营现金流	(4,602)	(2,488)	(5,062)	(5,198)	(6,127)
经营活动产生的现金流	(287)	956	(1,618)	(20)	192
购买固定资产净值	(2,205)	(2,971)	(1,529)	(1,529)	(1,530)
投资减少/增加	4,134	1,548	3,896	4,854	5,750
其他投资现金流	542	707	0	0	0
投资活动产生的现金流	2,472	(716)	2,366	3,324	4,220
净增权益	279	19	0	0	0
净增债务	464	24	(515)	0	0
支付股息	(676)	(1,737)	(579)	(1,043)	(1,471)
其他融资现金流	(735)	(144)	(415)	(162)	(113)
融资活动产生的现金流	(668)	(1,838)	(1,509)	(1,205)	(1,585)
现金变动	1,516	(1,598)	(761)	2,099	2,827
期初现金	15,624	17,140	15,542	14,782	16,880
公司自由现金流	2,184	240	748	3,304	4,411
权益自由现金流	2,591	65	45	3,142	4,298

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	17,140	15,542	14,782	16,880	19,707
应收帐款	1,125	1,486	1,875	2,250	2,655
库存	1,537	1,397	2,561	3,030	3,543
其他流动资产	2,091	1,849	2,314	2,314	2,314
流动资产总计	21,893	20,274	21,531	24,475	28,220
固定资产	4,150	5,730	5,838	5,904	5,929
无形资产	3,859	6,444	7,155	7,767	8,278
其他长期资产	14,435	16,933	16,933	16,933	16,933
长期资产总计	22,444	29,107	29,926	30,604	31,140
总资产	44,337	49,382	51,457	55,078	59,360
应付帐款	2,974	4,920	6,265	7,393	8,624
短期债务	2,100	2,515	2,000	2,000	2,000
其他流动负债	897	1,432	1,000	1,000	1,000
流动负债总计	5,972	8,868	9,265	10,393	11,624
长期借款	484	505	505	505	505
其他长期负债	7,746	7,998	7,771	7,771	7,771
股本	6,148	6,435	6,435	6,435	6,435
储备	23,011	24,655	26,683	29,319	32,504
股东权益	29,159	31,090	33,118	35,754	38,939
少数股东权益	976	922	798	656	520
总负债及权益	44,337	49,382	51,457	55,078	59,360
每股帐面价值(人民币)	4.53	4.83	5.15	5.56	6.05
每股有形资产(人民币)	3.93	3.83	4.03	4.35	4.76
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.26)	(1.95)	(1.91)	(2.23)	(2.67)

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(%)	(8.2)	(6.3)	(3.0)	(1.5)	(0.6)
息税前利润率(%)	(12.8)	(11.5)	(7.1)	(5.6)	(4.6)
税前利润率(%)	36.9	7.7	14.4	17.0	18.4
净利率(%)	38.9	8.7	14.9	17.5	18.8
流动性					
流动比率(倍)	3.7	2.3	2.3	2.4	2.4
利息覆盖率(倍)	(24.6)	(7.5)	(6.6)	(7.2)	(10.1)
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)	3.4	2.1	2.0	2.1	2.1
估值					
市盈率(倍)	11.7	44.1	19.2	13.6	10.7
核心业务市盈率(倍)	11.7	44.1	19.1	13.6	10.7
目标价对应核心业务市盈率(倍)	12.2	46.0	20.0	14.2	11.2
盈率(倍)					
市净率(倍)	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3
价格/现金流(倍)	(173.9)	52.2	(30.9)	(2,484.4)	260.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	(40.3)	(46.7)	(72.3)	(111.7)	(226.5)
周转率					
存货周转天数	50.1	43.6	43.9	52.5	52.9
应收帐款周转天数	29.3	36.8	35.0	35.8	36.1
应付帐款周转天数	78.0	111.1	116.6	118.7	118.0
回报率					
股息支付率(%)	40.7	51.1	40.0	40.0	40.0
净资产收益率(%)	15.6	3.8	8.1	10.7	12.5
资产收益率(%)	(3.4)	(3.2)	(2.4)	(2.2)	(2.0)
已运用资本收益率(%)	(4.7)	(4.4)	(3.5)	(3.1)	(2.8)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

损益表 - H股 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入	10,984	12,964	17,501	21,001	24,782
销售成本	(10,518)	(12,286)	(16,451)	(19,426)	(22,675)
经营费用	(1,368)	(1,498)	(1,582)	(1,899)	(2,253)
息税折旧前利润	(1,409)	(1,488)	(1,243)	(1,176)	(1,140)
折旧及摊销	(508)	(668)	(711)	(852)	(993)
经营利润 (息税前利润)	(901)	(820)	(532)	(324)	(147)
净利息收入/(费用)	(57)	(199)	(188)	(162)	(113)
其他收益/(损失)	5,524	2,687	3,956	4,914	5,810
税前利润	4,057	1,000	2,525	3,575	4,557
所得税	110	65	(41)	(38)	(36)
少数股东权益	104	69	124	141	136
净利润	4,272	1,134	2,608	3,678	4,657
核心净利润	4,272	1,134	2,609	3,679	4,657
每股收益(人民币)	0.664	0.176	0.405	0.572	0.724
核心每股收益(人民币)	0.664	0.176	0.405	0.572	0.724
每股股息(人民币)	0.270	0.090	0.162	0.229	0.289
收入增长(%)	26	18	35	20	18
息税前利润增长(%)	134	6	(16)	(5)	(3)
息税折旧前利润增长(%)	122	(9)	(35)	(39)	(55)
每股收益增长(%)	(1)	(73)	130	41	27
核心每股收益增长(%)	(1)	(73)	130	41	27

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 - H股 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
税前利润	4,057	1,000	2,525	3,575	4,557
折旧与摊销	508	668	711	852	993
净利息费用	57	199	188	162	113
运营资本变动	(418)	1,513	61	627	691
税金	110	65	(41)	(38)	(36)
其他经营现金流	(4,602)	(2,488)	(5,062)	(5,198)	(6,127)
经营活动产生的现金流	(287)	956	(1,618)	(20)	192
购买固定资产净值	(2,205)	(2,971)	(1,529)	(1,529)	(1,530)
投资减少/增加	4,134	1,548	3,896	4,854	5,750
其他投资现金流	542	707	0	0	0
投资活动产生的现金流	2,472	(716)	2,366	3,324	4,220
净增权益	279	19	0	0	0
净增债务	464	24	(515)	0	0
支付股息	(676)	(1,737)	(579)	(1,043)	(1,471)
其他融资现金流	(735)	(144)	(415)	(162)	(113)
融资活动产生的现金流	(668)	(1,838)	(1,509)	(1,205)	(1,585)
现金变动	1,516	(1,598)	(761)	2,099	2,827
期初现金	15,624	17,140	15,542	14,782	16,880
公司自由现金流	2,184	240	748	3,304	4,411
权益自由现金流	2,591	65	45	3,142	4,298

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 - H股 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	17,140	15,542	14,782	16,880	19,707
应收帐款	1,125	1,486	1,875	2,250	2,655
库存	1,537	1,397	2,561	3,030	3,543
其他流动资产	2,091	1,849	2,314	2,314	2,314
流动资产总计	21,893	20,274	21,531	24,475	28,220
固定资产	4,150	5,730	5,838	5,904	5,929
无形资产	3,859	6,444	7,155	7,767	8,278
其他长期资产	14,435	16,933	16,933	16,933	16,933
长期资产总计	22,444	29,107	29,926	30,604	31,140
总资产	44,337	49,382	51,457	55,078	59,360
应付帐款	2,974	4,920	6,265	7,393	8,624
短期债务	2,100	2,515	2,000	2,000	2,000
其他流动负债	897	1,432	1,000	1,000	1,000
流动负债总计	5,972	8,868	9,265	10,393	11,624
长期借款	484	505	505	505	505
其他长期负债	7,746	7,998	7,771	7,771	7,771
股本	6,148	6,435	6,435	6,435	6,435
储备	23,011	24,655	26,683	29,319	32,504
股东权益	29,159	31,090	33,118	35,754	38,939
少数股东权益	976	922	798	656	520
总负债及权益	44,337	49,382	51,457	55,078	59,360
每股帐面价值(人民币)	4.53	4.83	5.15	5.56	6.05
每股有形资产(人民币)	3.93	3.83	4.03	4.35	4.76
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.26)	(1.95)	(1.91)	(2.23)	(2.67)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率 - H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(%)	(8.2)	(6.3)	(3.0)	(1.5)	(0.6)
息税前利润率(%)	(12.8)	(11.5)	(7.1)	(5.6)	(4.6)
税前利润率(%)	36.9	7.7	14.4	17.0	18.4
净利率(%)	38.9	8.7	14.9	17.5	18.8
流动性					
流动比率(倍)	3.7	2.3	2.3	2.4	2.4
利息覆盖率(倍)	(24.6)	(7.5)	(6.6)	(7.2)	(10.1)
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)	3.4	2.1	2.0	2.1	2.1
估值					
市盈率(倍)	8.7	32.8	14.3	10.1	8.0
核心业务市盈率(倍)	8.7	32.8	14.3	10.1	8.0
目标价对应核心业务市盈率(倍)	9.2	34.6	15.0	10.7	8.4
盈率(倍)					
市净率(倍)	1.3	1.2	1.1	1.0	1.0
价格/现金流(倍)	(129.6)	38.9	(23.0)	(1,851.8)	194.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	(26.2)	(31.2)	(48.4)	(72.5)	(139.9)
周转率					
存货周转天数	50.1	43.6	43.9	52.5	52.9
应收帐款周转天数	29.3	36.8	35.0	35.8	36.1
应付帐款周转天数	78.0	111.1	116.6	118.7	118.0
回报率					
股息支付率(%)	40.7	51.1	40.0	40.0	40.0
净资产收益率(%)	15.6	3.8	8.1	10.7	12.5
资产收益率(%)	(3.4)	(3.2)	(2.4)	(2.2)	(2.0)
已运用资本收益率(%)	(4.7)	(4.4)	(3.5)	(3.1)	(2.8)

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。所有本报告期内使用的商标、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、材料或内容只提供給閣下作参考之用，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(无论与否修改)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、会计或税务建议或任何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