



股票代码	601238.CH	2238.HK
评级	谨慎买入	买入
原评级	持有	持有
收盘价	人民币 8.06	港币 7.71
目标价	人民币 9.50	港币 9.30
原目标价	人民币 8.10	港币 7.70
上/下浮比例	18%	21%
目标价格基础	22倍 2013年市 盈率	17倍 2013年市 盈率
板块评级	中立	中立

广汽集团

2 季度业绩如期改善，向好趋势有望延续

广汽集团上半年实现营业总收入 82 亿元，同比增长 50.4%；实现归属于母公司净利润 12.2 亿元（对应每股收益 0.19 元），虽然因基数原因，同比仍呈现 17.8% 的负增长，但降幅已较 1 季度 (-47%) 明显收窄。分季度来看，得益于自主品牌传祺经营状况的改善，2 季度盈利环比 1 季度大幅提升 54.7%。总体来看，我们认为公司经营拐点在 2 季度基本确立，下半年乃至明年在传统两大日系品牌恢复以及自主品牌效益提升的带动下，业绩向好的趋势有望延续。我们将公司 2013-15 年每股盈利预测分别上调至 0.43 元、0.60 元和 0.79 元，并将 A 股和 H 股目标价格分别上调至 9.50 元和 9.30 港币，将 A 股和 H 股评级上调至 **谨慎买入** 和 **买入**。

支撑评级的要点

- 上半年，广汽集团总销量增长 15.5% 至 42.4 万台，其中广丰、广本分别增长 6.3% 和 0.5%；自主品牌传祺得益于 GS5 的超预期表现，销量较去年同期不足 1 万台大幅增长至 3.3 万台；另外，新合资品牌菲亚特、三菱上半年分别贡献 1.85 万和 1.4 万台的增量。
- 得益于销量大幅增长以及规模效益的显现，上半年并表企业的经营状况持续改善，尤其是 2 季度由于毛利率的大幅提升及费用率的缩减，合并层面亏损额由 1 季度的 5 亿元降至 1.4 亿元，这也是公司 2 季度整体盈利改善的重要原因。
- 上半年公司实现投资收益 18.5 亿元，同比下滑 14%。主要合资公司表现好坏参半，其中广丰、广本已逐步从去年 4 季度钓鱼岛事件的泥潭中恢复，上半年销量率先转正，盈利也已基本接近去年同期水平，预计下半年两者的改善趋势将更为明显；另一方面，新合资公司菲亚特和三菱由于品牌认知度、网络渠道等方面的薄弱，销量及盈利表现不及预期，尤其是广菲亏损负担偏重；但我们认为随着 2014-15 年 Jeep 多款重量级 SUV 车型的导入，广菲有望迎来契机。

评级面临的主要风险

- 中日关系不稳定导致日系销售再受冲击；新车投放进度或销量不达预期。

估值

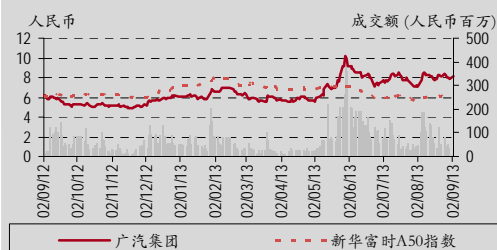
- 鉴于自主品牌传祺销量和盈利表现超出我们此前预期，我们将公司 2013-15 年每股盈利预测分别上调至 0.43 元、0.60 元和 0.79 元。
- 相应地，将 A 股和 H 股目标价分别由 8.10 元和 7.70 港币上调至 9.50 元和 9.30 港币，分别对应 2013 年 22 倍和 17 倍市盈率估值。同时上调 A 股和 H 股评级至 **谨慎买入** 和 **买入**。

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	18,149	21,779	25,700
变动 (%)	26	18	40	20	18
净利润(人民币 百万)	4,272	1,134	2,792	3,873	5,072
全面摊薄每股收益(人民币)	0.664	0.176	0.434	0.602	0.788
变动 (%)	(0.5)	(73.5)	146.3	38.7	31.0
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.390	0.640	0.826
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.41	0.57	0.72
调整幅度 (%)	-	-	7.1	5.3	8.9
核心每股收益(人民币)	0.664	0.176	0.434	0.602	0.788
变动 (%)	(0.5)	(73.5)	146.4	38.7	31.0
全面摊薄市盈率(倍)	12.1	45.8	18.6	13.4	10.2
核心市盈率(倍)	12.1	45.8	18.6	13.4	10.2
每股现金流量(人民币)	(0.04)	0.15	(0.21)	0.04	0.09
价格/每股现金流量(倍)	(180.6)	54.2	(38.0)	182.9	88.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	(42.5)	(49.1)	(139.8)	(728.1)	146.9
每股股息(人民币)	0.270	0.090	0.174	0.241	0.315
股息率 (%)	3.3	1.1	2.2	3.0	3.9

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	33	13	(12)	32
相对新华富时 A50 指数	47	10	2	31

发行股数(百万)	6,435
流通股 (%)	8
总市值(人民币 百万)	51,866
3 个月日均交易额(人民币 百万)	69
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 8 月 29 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

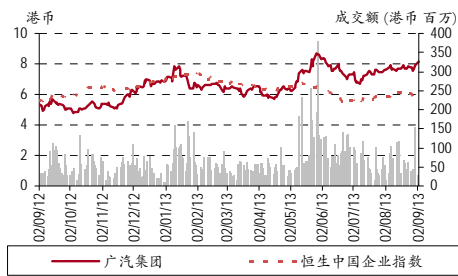
楼佳

(8621) 2032 8525

jia.lou@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512060001

股价表现—H股



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	18	7	(2)	50
相对恒生中国企业指数	31	4	4	43

发行股数(百万)	6,435
流通股(%)	33
总市值(港币百万)	49,614
3个月日均交易额(港币百万)	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8月29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	18,149	21,779	25,700
变动(%)	26	18	40	20	18
净利润(人民币百万)	4,272	1,134	2,792	3,873	5,072
全面摊薄每股收益(人民币)	0.664	0.176	0.434	0.602	0.788
变动(%)	(0.5)	(73.5)	146.3	38.7	31.0
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.384	0.570	0.663
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.41	0.57	0.72
调整幅度(%)	-	-	7.1	5.3	8.9
核心每股收益(人民币)	0.664	0.176	0.434	0.602	0.788
变动(%)	(0.5)	(73.5)	146.4	38.7	31.0
全面摊薄市盈率(倍)	9.2	34.5	14.0	10.1	7.7
核心市盈率(倍)	9.2	34.5	14.0	10.1	7.7
每股现金流量(人民币)	(0.04)	0.15	(0.21)	0.04	0.09
价格/每股现金流量(倍)	(136.3)	40.9	(28.7)	138.0	66.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	(28.4)	(33.6)	(95.6)	(483.2)	92.7
每股股息(人民币)	0.270	0.090	0.174	0.241	0.315
股息率(%)	4.4	1.5	2.9	4.0	5.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

图表 1. 广汽集团 2013 年中期业绩摘要

(人民币, 百万)	2012年 上半年	2013年 上半年	同比(%)	2012年 第2季度	2013年 第2季度	第2季度同 比(%)	2013年 第1季度	第2季度 环比(%)
营业总收入	5,482	8,247	50.4	3054	4230	38.5	4017	5.3
营业成本	5,131	7,338	43.0	2857	3718	30.1	3620	2.7
营业税金及附加	96	287	200.3	58	78	33.1	209	(62.8)
主营业务利润	255	623	143.7	138	435	214.2	187	132.1
销售费用	305	449	47.3	160	181	13.1	268	(32.5)
管理费用	614	672	9.5	344	334	(2.9)	338	(1.0)
财务费用	125	160	28.2	73	96	31.4	64	48.8
资产减值损失	3	39	1036.5	4	(2)	(138.5)	40	-
公允价值变动净收益	0	(0)	-	0	(0)	-	0	-
营业利润	(791)	(697)	-	(443)	(174)	-	(523)	-
投资收益	2,157	1,854	(14.0)	966	876	(9.4)	978	(10.5)
营业外收入	58	49	(15.8)	19	36	88.8	12	189.0
营业外支出	41	12	(69.9)	19	6	(67.8)	6	0.7
利润总额	1,382	1,193	(13.7)	523	731	39.8	462	58.4
所得税	(66)	32	(148.3)	(52)	19	(136.6)	13	44.4
少数股东损益	(33)	(57)	75.1	(4)	(28)	538.9	(30)	(7.2)
净利润	1,481	1,218	(17.8)	579	740	27.7	478	54.7
合并层面盈利	(675)	(636)	-	(387)	(136)	-	(500)	-

每股收益(元)	0.23	0.19		0.09	0.11		0.07	
---------	------	------	--	------	------	--	------	--

重要比率(%)	百分点变动		百分点变动		百分点变动	
毛利率	6.4	11.0	4.6	6.4	12.1	5.7
销售费率	5.6	5.4	(0.1)	5.2	4.3	(1.0)
管理费率	11.2	8.2	(3.0)	11.3	7.9	(3.4)
财务费率	2.3	1.9	(0.3)	2.4	2.3	(0.1)

资料来源: 公司数据及中银国际研究

图表 2. 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

图表 3. 广汽集团季度月均销量

季度月均数据(台)	12年1季度 月均	12年2季度 月均	12年3季度 月均	12年4季度 月均	13年1季度 月均	13年2季度 月均	13年2季度 同比(%)	13年2季度 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, 产销快讯, 中银国际研究

图表 4. 广汽集团盈利预测拆分表

(人民币, 百万)	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
广汽本田	2,437	2,050	1,100	1,778	2,161	2,530
广汽丰田	2,308	2,100	1,500	1,740	1,984	2,250
本田中国	13	2	10	10	10	10
广汽菲亚特	(5)	(150)	(350)	(400)	(300)	(100)
广汽三菱	-	-	(250)	(50)	50	100
其他	22	(8)				
乘用车小计	4,820	3,994	2,010	3,078	3,905	4,790
零部件板块小计	977	639	550	700	800	900
商用车板块小计	(95)	(75)	(50)	(40)	(30)	(20)
其他业务小计	(14)	79	80	80	80	80
投资收益-合联营贡献	5,688	4,636	2,590	3,818	4,755	5,750
其他收益	91	14	54			
投资收益总计	5,779	4,651	2,644	3,818	4,755	5,750
合并层面盈利	(1,485)	(379)	(1,510)	(1,026)	(882)	(678)
归属母公司净利润	4,294	4,272	1,134	2,792	3,873	5,072

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

注: 2010年数据为公司披露数据; 2011年除各业务板块小计数摘自年报外, 其余数据为中银国际估值;

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	18,149	21,779	25,700
销售成本	(10,518)	(12,286)	(16,788)	(19,928)	(23,258)
经营费用	(1,368)	(1,498)	(1,649)	(1,903)	(2,206)
息税折旧前利润	(1,409)	(1,488)	(998)	(904)	(758)
折旧及摊销	(508)	(668)	(711)	(852)	(993)
经营利润(息税前利润)	(901)	(820)	(288)	(52)	235
净利息收入/(费用)	(57)	(199)	(187)	(157)	(104)
其他收益/(损失)	5,524	2,687	3,878	4,815	5,810
税前利润	4,057	1,000	2,693	3,754	4,948
所得税	110	65	(34)	(30)	(24)
少数股东权益	104	69	133	149	148
净利润	4,272	1,134	2,792	3,873	5,072
核心净利润	4,272	1,134	2,793	3,873	5,072
每股收益(人民币)	0.664	0.176	0.434	0.602	0.788
核心每股收益(人民币)	0.664	0.176	0.434	0.602	0.788
每股股息(人民币)	0.270	0.090	0.174	0.241	0.315
收入增长(%)	26	18	40	20	18
息税前利润增长(%)	134	6	(33)	(9)	(16)
息税折旧前利润增长(%)	122	(9)	(65)	(82)	(552)
每股收益增长(%)	(1)	(73)	146	39	31
核心每股收益增长(%)	(1)	(73)	146	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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
税前利润	4,057	1,000	2,693	3,754	4,948
折旧与摊销	508	668	711	852	993
净利息费用	57	199	187	157	104
运营资本变动	(418)	1,513	92	672	701
税金	110	65	(34)	(30)	(24)
其他经营现金流	(4,602)	(2,488)	(5,012)	(5,122)	(6,135)
经营活动产生的现金流	(287)	956	(1,364)	284	588
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	3,818	4,755	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)	2,288	3,226	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)	(1,117)	(1,549)
其他融资现金流	(735)	(144)	(413)	(157)	(104)
融资活动产生的现金流	(668)	(1,838)	(1,507)	(1,274)	(1,653)
现金变动	1,516	(1,598)	(583)	2,235	3,155
期初现金	15,624	17,140	15,542	14,959	17,195
公司自由现金流	2,184	240	924	3,509	4,807
权益自由现金流	2,591	65	223	3,352	4,704

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	14,959	17,195	20,349
应收帐款	1,125	1,486	1,945	2,333	2,754
库存	1,537	1,397	2,612	3,108	3,634
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	21,830	24,950	29,050
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	51,756	55,554	60,190
应付帐款	2,974	4,920	6,389	7,579	8,841
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	9,389	10,579	11,841
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	26,868	29,624	33,146
股东权益	29,159	31,090	33,303	36,059	39,581
少数股东权益	976	922	789	640	492
总负债及权益	44,337	49,382	51,756	55,554	60,190
每股帐面价值(人民币)	4.53	4.83	5.18	5.60	6.15
每股有形资产(人民币)	3.93	3.83	4.06	4.40	4.86
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.26)	(1.95)	(1.94)	(2.28)	(2.77)

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)	(1.6)	(0.2)	0.9
息税前利润率(%)	(12.8)	(11.5)	(5.5)	(4.1)	(3.0)
税前利润率(%)	36.9	7.7	14.8	17.2	19.3
净利率(%)	38.9	8.7	15.4	17.8	19.7
流动性					
流动比率(倍)	3.7	2.3	2.3	2.4	2.5
利息覆盖率(倍)	(24.6)	(7.5)	(5.3)	(5.7)	(7.3)
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)	12.1	45.8	18.6	13.4	10.2
核心业务市盈率(倍)	12.1	45.8	18.6	13.4	10.2
目标价对应核心业务市盈率(倍)	14.3	53.9	21.9	15.8	12.1
市净率(倍)	1.8	1.7	1.6	1.4	1.3
价格/现金流(倍)	(180.6)	54.2	(38.0)	182.9	88.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	(42.5)	(49.1)	(139.8)	(728.1)	146.9
周转率					
存货周转天数	50.1	43.6	43.6	52.4	52.9
应收帐款周转天数	29.3	36.8	34.5	35.8	36.1
应付帐款周转天数	78.0	111.1	113.7	117.0	116.6
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	8.7	11.2	13.4
资产收益率(%)	(3.4)	(3.2)	(1.9)	(1.7)	(1.3)
已运用资本收益率(%)	(4.7)	(4.4)	(2.8)	(2.4)	(1.9)

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	18,149	21,779	25,700
销售成本	(10,518)	(12,286)	(16,788)	(19,928)	(23,258)
经营费用	(1,368)	(1,498)	(1,649)	(1,903)	(2,206)
息税折旧前利润	(1,409)	(1,488)	(998)	(904)	(758)
折旧及摊销	(508)	(668)	(711)	(852)	(993)
经营利润(息税前利润)	(901)	(820)	(288)	(52)	235
净利息收入/(费用)	(57)	(199)	(187)	(157)	(104)
其他收益/(损失)	5,524	2,687	3,878	4,815	5,810
税前利润	4,057	1,000	2,693	3,754	4,948
所得税	110	65	(34)	(30)	(24)
少数股东权益	104	69	133	149	148
净利润	4,272	1,134	2,792	3,873	5,072
核心净利润	4,272	1,134	2,793	3,873	5,072
每股收益(人民币)	0.664	0.176	0.434	0.602	0.788
核心每股收益(人民币)	0.664	0.176	0.434	0.602	0.788
每股股息(人民币)	0.270	0.090	0.174	0.241	0.315
收入增长(%)	26	18	40	20	18
息税前利润增长(%)	134	6	(33)	(9)	(16)
息税折旧前利润增长(%)	122	(9)	(65)	(82)	(552)
每股收益增长(%)	(1)	(73)	146	39	31
核心每股收益增长(%)	(1)	(73)	146	39	31

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	2,693	3,754	4,948
折旧与摊销	508	668	711	852	993
净利息费用	57	199	187	157	104
运营资本变动	(418)	1,513	92	672	701
税金	110	65	(34)	(30)	(24)
其他经营现金流	(4,602)	(2,488)	(5,012)	(5,122)	(6,135)
经营活动产生的现金流	(287)	956	(1,364)	284	588
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	3,818	4,755	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)	2,288	3,226	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)	(1,117)	(1,549)
其他融资现金流	(735)	(144)	(413)	(157)	(104)
融资活动产生的现金流	(668)	(1,838)	(1,507)	(1,274)	(1,653)
现金变动	1,516	(1,598)	(583)	2,235	3,155
期初现金	15,624	17,140	15,542	14,959	17,195
公司自由现金流	2,184	240	924	3,509	4,807
权益自由现金流	2,591	65	223	3,352	4,704

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	14,959	17,195	20,349
应收帐款	1,125	1,486	1,945	2,333	2,754
库存	1,537	1,397	2,612	3,108	3,634
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	21,830	24,950	29,050
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	51,756	55,554	60,190
应付帐款	2,974	4,920	6,389	7,579	8,841
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	9,389	10,579	11,841
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	26,868	29,624	33,146
股东权益	29,159	31,090	33,303	36,059	39,581
少数股东权益	976	922	789	640	492
总负债及权益	44,337	49,382	51,756	55,554	60,190
每股帐面价值(人民币)	4.53	4.83	5.18	5.60	6.15
每股有形资产(人民币)	3.93	3.83	4.06	4.40	4.86
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.26)	(1.95)	(1.94)	(2.28)	(2.77)

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)	(1.6)	(0.2)	0.9
息税前利润率(%)	(12.8)	(11.5)	(5.5)	(4.1)	(3.0)
税前利润率(%)	36.9	7.7	14.8	17.2	19.3
净利率(%)	38.9	8.7	15.4	17.8	19.7
流动性					
流动比率(倍)	3.7	2.3	2.3	2.4	2.5
利息覆盖率(倍)	(24.6)	(7.5)	(5.3)	(5.7)	(7.3)
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)	9.2	34.5	14.0	10.1	7.7
核心业务市盈率(倍)	9.2	34.5	14.0	10.1	7.7
目标价对应核心业务市盈率(倍)	11.1	41.7	16.9	12.2	9.3
盈率(倍)					
市净率(倍)	1.3	1.3	1.2	1.1	1.0
价格/现金流(倍)	(136.3)	40.9	(28.7)	138.0	66.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	(28.4)	(33.6)	(95.6)	(483.2)	92.7
周转率					
存货周转天数	50.1	43.6	43.6	52.4	52.9
应收帐款周转天数	29.3	36.8	34.5	35.8	36.1
应付帐款周转天数	78.0	111.1	113.7	117.0	116.6
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	8.7	11.2	13.4
资产收益率(%)	(3.4)	(3.2)	(1.9)	(1.7)	(1.3)
已运用资本收益率(%)	(4.7)	(4.4)	(2.8)	(2.4)	(1.9)

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資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

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(“上市集团”)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