

2010年11月1日

振华重工

盈利持续恶化，转型渐入佳境

A 持有(买入)

600320.SS - 人民币 7.49

目标价格: 人民币 7.25(▼11.70)

B 持有(买入)

900947.SS - 美元 0.66

目标价格: 美元 0.66(▼0.95)

史祺, CFA
 (8621) 6860 4866 分机 8368
 minle.xu@bocigroup.com
 证券投资咨询业务证书编号:

公司前三季度累积实现销售 127.96 亿元, 同比下降 41.3%, 归属母公司的净利润为 -4.62 亿元, 同比下降 145.5%, 对应每股收益 -0.11 元。港机产品毛利率及销售收入的下降和销售费率及管理费率的居高不下是造成亏损的主要原因。但是, 我们看好未来公司海上重工业务的发展和明年港机市场回暖的前景。基于 A 股 25 倍 2011 年预期市盈率和 B 股 15 倍 2011 年预期市盈率, 我们分别将 A 股和 B 股目标价格由 11.70 元人民币和 0.95 美元下调至 7.25 元人民币和 0.66 美元, 评级下调至持有。

季报要点

- 受金融危机持续的滞后影响, 公司前三季度收入下降 41.3%, 亏损 4.62 亿元。毛利率的下降、销售费率和管理费率的居高不下是公司出现亏损的主要原因。
- 公司转型升级渐入佳境, 海上重工业务板块将成为公司的盈利增长点。
- 预计明年港机市场需求将会回暖。

估值

- 我们对公司 2010-2012 年的每股收益预测为 -0.07 元、0.29 元和 0.47 元, 基于 A 股 25 倍 2011 年预期市盈率和 B 股 15 倍 2011 年预期市盈率, 我们分别将 A 股和 B 股目标价格由 11.70 元人民币和 0.95 美元下调至 7.25 元人民币和 0.66 美元, 评级均下调至持有。

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

| | 今年至今 | 1个月 | 3个月 | 12个月 |
|----------------|------|-----|-----|------|
| 绝对(%) | (28) | 20 | 7 | (25) |
| 相对新华富时A50指数(%) | (13) | 4 | (4) | (18) |

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

| | |
|------------------|--------|
| 发行股数(百万) | 4,390 |
| 流通股(%) | 46 |
| 流通股市值(人民币 百万) | 15,209 |
| 3个月日均交易额(人民币 百万) | 176 |
| 净负债比率(%) | 136 |
| 主要股东(%) | |
| 中交股份 | 46 |

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

图表 1. 投资摘要(A股)

| 年结日: 12月31日 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 销售收入(人民币 百万) | 27,443 | 27,564 | 16,574 | 21,289 | 25,513 |
| 变动(%) | 31 | 0 | (40) | 28 | 20 |
| 净利润(人民币 百万) | 2,551 | 840 | (318) | 1,274 | 2,055 |
| 全面摊薄每股收益(人民币) | 0.80 | 0.19 | (0.07) | 0.29 | 0.47 |
| 变动(%) | 27 | (76) | (138) | n.a. | 61 |
| 全面摊薄市盈率(倍) | 9 | 39 | (103) | 26 | 16 |
| 每股现金流量(人民币) | (1.27) | 0.13 | 1.63 | 0.26 | 0.48 |
| 价格/每股现金流量(倍) | (6) | 60 | 5 | 29 | 16 |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 17 | 25 | 46 | 18 | 14 |
| 每股股息(人民币) | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.04 | 0.07 |
| 股息率(%) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.6 | 0.9 |

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际证券有限责任公司

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>, thomsonreuters.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com.) 上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10%; 卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数在上下10%区间内波动

股价相对指数表现 (B 股)



资料来源：彭博及中银国际研究

股价表现 (B 股)

| | 今年至今 | 1 个月 | 3 个月 | 12 个月 |
|------------------|------|------|------|-------|
| 绝对 (%) | (22) | 23 | 25 | (20) |
| 相对恒生中国内地综合指数 (%) | (37) | 11 | 3 | (62) |

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据 (B 股)

| | |
|------------------|-------|
| 发行股数 (百万) | 4,390 |
| 流通股 (%) | 20 |
| 流通股市值 (美元百万) | 565 |
| 3 个月日均交易额 (美元百万) | 3 |
| 净负债比率 (%) | 136 |

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

投资摘要 (B 股)

| 年结日：12 月 31 日 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|------------------|--------|--------|---------|---------|--------|
| 销售收入 (人民币百万) | 27,443 | 27,564 | 16,574 | 21,289 | 25,513 |
| 变动 (%) | 31 | 0 | (40) | 28 | 20 |
| 净利润 (人民币百万) | 2,551 | 840 | (318) | 1,274 | 2,055 |
| 全面摊薄每股收益 (人民币) | 0.795 | 0.191 | (0.072) | 0.290 | 0.468 |
| 变动 (%) | 27.3 | (75.9) | (137.9) | (500.7) | 61.2 |
| 全面摊薄市盈率 (倍) | 5.5 | 23.0 | N/M | 15.2 | 9.4 |
| 每股现金流量 (人民币) | (1.27) | 0.13 | 1.63 | 0.26 | 0.48 |
| 价格/每股现金流量 (倍) | (3.5) | 35.1 | 2.7 | 17.0 | 9.1 |
| 企业价值/息税折旧前利润 (倍) | 11.5 | 19.0 | 34.3 | 13.7 | 10.3 |
| 每股股息 (人民币) | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.044 | 0.070 |
| 股息率 (%) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 1.0 | 1.6 |

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

三季度业绩一览

图表 2. 2010 年第三季度业绩摘要

| (人民币, 百万) | 2009 年第三季度 | 2010 年第三季度 | 同比变动% |
|-----------|------------|------------|--------|
| 销售收入 | 6,509 | 3,811 | (41.5) |
| 销售成本 | (5,866) | (3,846) | (52.5) |
| 毛利润 | 643 | (35) | n.a. |
| 销售费用 | (16) | (14) | (12.5) |
| 管理费用 | (297) | (220) | (25.9) |
| 经营利润 | 330 | (269) | n.a. |
| 财务成本 | (186) | (16) | (91.4) |
| 其他 | (26) | (38) | 46.2 |
| 税前利润 | 118 | (323) | n.a. |
| 税金 | (5) | 49 | - |
| 少数股东权益 | 12 | (1) | n.a. |
| 净利润 | 125 | (275) | n.a. |

| 盈利能力 (%) | | | 百分点变动 |
|----------|-----|-------|--------|
| 毛利率 | 9.9 | (0.9) | (10.8) |
| 经营利润率 | 5.1 | (7.1) | (12.2) |
| 净利率 | 1.9 | (7.2) | (9.1) |

资料来源：公司数据

图表 3. 2010 年 1-3 季度业绩摘要

| (人民币, 百万) | 2009 年 1-3 季度 | 2010 年 1-3 季度 | 同比变动% |
|-----------|---------------|---------------|--------|
| 销售收入 | 21,791 | 12,796 | (41.3) |
| 销售成本 | (19,305) | (12,491) | (35.3) |
| 毛利润 | 2,486 | 305 | (87.7) |
| 销售费用 | (54) | (42) | (22.2) |
| 管理费用 | (946) | (573) | (39.4) |
| 经营利润 | 1,486 | (310) | n.a. |
| 财务成本 | (522) | (196) | (62.5) |
| 其他 | 42 | (52) | n.a. |
| 税前利润 | 1,006 | (558) | n.a. |
| 税金 | (32) | 83 | - |
| 少数股东权益 | 42 | 13 | (69.5) |
| 净利润 | 1,016 | (462) | n.a. |

| 盈利能力 (%) | | | 百分点变动 |
|----------|------|-------|-------|
| 毛利率 | 11.4 | 2.4 | (9.0) |
| 经营利润率 | 6.8 | (2.4) | (9.2) |
| 净利率 | 4.7 | (3.6) | (8.3) |

资料来源：公司数据

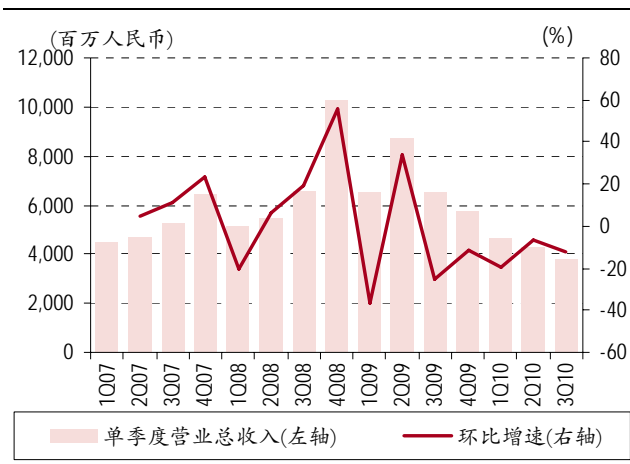
第三季度公司盈利进一步恶化

2010 年第三季度公司销售收入仅为 38.11 亿元，较去年同期下降 41.5%，归属母公司的净利润为-2.75 亿元，较去年同期下降 320%，连续 2 个季度负盈利，且亏幅有所扩大。公司前三季度累积实现销售 127.96 亿元，同比下降 41.3%，归属母公司的净利润为-4.62 亿元，同比下降 145.5%，对应每股收益-0.11 元。

金融危机阴霾不散，盈利能力直线下滑

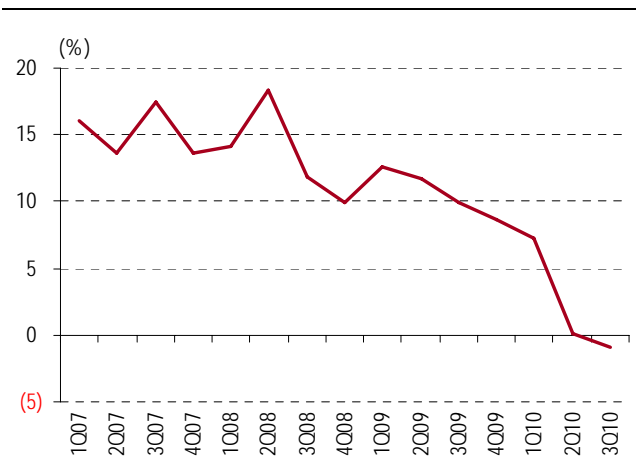
公司的主营产品大型港口集装箱起重机和散货装卸机械属港口重型机械，一次性资本投入高，折旧和更新速度慢，其需求明显滞后经济周期的波动。受国际金融危机滞后影响，全球港机市场需求不振，传统港口机械订单的下降造成了公司前三季度销售收入的明显下滑。同时由于需求萎靡造成港机价格的直线下跌吞噬了公司港机业务的毛利率空间，直接拉低了公司的综合毛利率水平。另外，近3年公司固定资产投资的成倍增长导致折旧费用的增加，对公司综合毛利率水平的负面影响不可小觑。

图表 4. 公司营业收入明显下滑



资料来源：公司数据、中银国际研究

图表 5. 公司单季度综合毛利水平下降显著



资料来源：公司数据、中银国际研究

转型升级渐入佳境

在不断巩固全球港口装卸装备市场领导者地位的同时，公司加快转型升级的步伐，整合产业优势，大力开拓海上重工市场和钢结构市场，争取短时期内在海工市场取得重大突破的同时，开展包括风电、核电和桥梁等大型钢结构市场，并尝试拓展电器和机电配套市场。

海上重工业务将驱动未来盈利增长

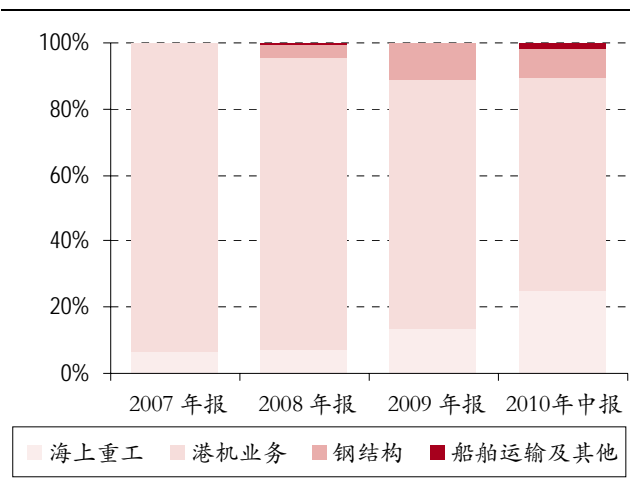
海洋油气田开发向深海进军已成全球趋势，而我国原油需求高达51%的对外依存度、大陆原油产量的增幅有限和南海丰富的海洋油气资源等多方面因素决定了开发利用海洋油气资源是我国的必然选择。随着海洋油气向深海进军，海工装备市场迎来了发展良机。

海上重工是振华重工的新兴战略业务，公司组建了海上重工设计研究院，获批成立国家级海上铺管技术研究中心。通过自主研发和消化吸收国外先进海工技术，相继推出了海洋石油铺管船铺管设备加工线、动力定位系统和重型锚机，拥有一批海工核心技术。公司在浮吊和铺管船等领域优势明显。2008年，公司自主研发的7500吨全回转浮吊“蓝鲸”号交付使用，一举打破欧美企业在大型浮吊领域的垄断。2010年10月27日，公司向卢森堡MSC公司交付了装备先进的“Fortuna”号起重铺管船，开创了我国本土企业向国际用户成功交付铺管船的先河。

公司的控股股东中交股份于今年8月成功收购了全球领先的海上钻井平台设计服务和装备供货商F&G公司，我们认为F&G将与公司产生极大的协同效应，有利于增强公司在钻井平台详细设计和工程设计等方面的实力，同时为公司带来更多的海工装备订单。

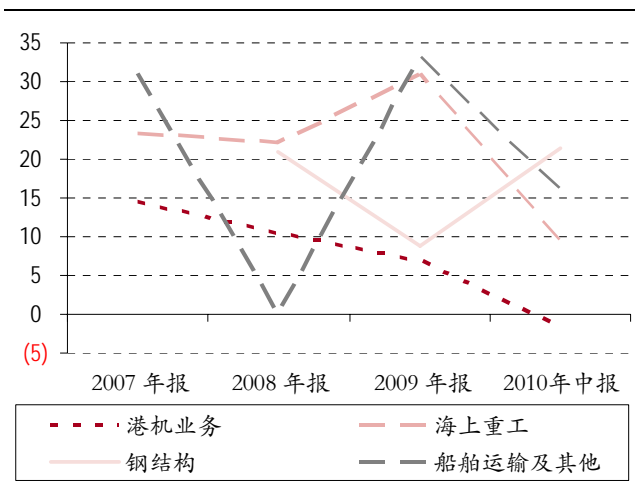
我们认为全球尤其是我国海洋工程装备市场在金融危机之后将进入黄金发展时期，我们看好公司在铺管船、浮吊和自升式海洋钻井平台等海洋工程装备领域的发展前景。海工装备属高端制造业，海洋地质环境的差异也对海工装备的特性有不同需求，一般来说，海工装备的附加值和毛利率水平较其他装备制造业要高许多。我们认为海工装备业务将成为公司未来盈利增长的强力引擎。

图表 6. 海工装备业务收入占比显著提升



资料来源：公司数据、中银国际研究

图表 7. 海工业务毛利率水平较高



资料来源：公司数据、中银国际研究

港机业务来年回暖是大概率事件

公司今年港机业务的大幅度下滑主要是因为 09 年新增订单的严重不足。公司半年报称，2010 年上半年公司新签合同近 15 亿美元，同比增长 170%。从七月份至今，公司国内外市场捷报频传，相继获得宁波港、虎门港、印度 L&T shipbuiding 公司、巴西 Libra 和马来西亚港等重大港机合同。以集装箱为代表的全球海运市场于今年上半年率先强力反弹，全球各大港口的吞吐量也接近危机前水平。我们认为，港机市场的需求具有一定的滞后性，但随着全球各大港口业务的持续繁荣，明年港机市场也将恢复活力，量价齐升将是大概率事件，作为全球港机市场占有率第一的公司，振华重工的业绩将得到有力支撑。公司高价钢材库存的消化也有利于公司港机业务毛利水平的回升。

损益表—A股(人民币百万)

| 年结日: 12月31日 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|--------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 销售收入 | 27,443 | 27,564 | 16,574 | 21,289 | 25,513 |
| 销售成本 | (23,921) | (24,583) | (15,840) | (18,500) | (21,570) |
| 经营费用 | (570) | (592) | 466 | 340 | 244 |
| 经营利润(息税前利润) | 2,952 | 2,390 | 1,199 | 3,129 | 4,187 |
| 折旧及摊销 | (965) | (1,120) | (1,322) | (1,482) | (1,616) |
| 息税折旧前利润 | 1,988 | 1,270 | (124) | 1,647 | 2,571 |
| 净利息收入(费用) | (154) | (622) | (216) | (265) | (317) |
| 其他收益/(损失) | 990 | 117 | (25) | 76 | 97 |
| 税前利润 | 2,824 | 764 | (364) | 1,458 | 2,351 |
| 所得税 | (252) | 15 | 19 | (76) | (122) |
| 少数股东权益 | (21) | 61 | 27 | (108) | (174) |
| 净利润 | 2,551 | 840 | (318) | 1,274 | 2,055 |
| 核心净利润 | 2,317 | 639 | (354) | 1,144 | 1,899 |
| 每股收益(人民币) | 0.795 | 0.191 | (0.072) | 0.290 | 0.468 |
| 核心每股收益(人民币) | 0.722 | 0.145 | (0.081) | 0.261 | 0.433 |
| 每股股息(人民币) | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.044 | 0.070 |
| 收入增长(%) | 31 | 0 | (40) | 28 | 20 |
| 息税前利润增长(%) | (24) | (36) | (110) | (1,433) | 56 |
| 息税折旧前利润增长(%) | (6) | (19) | (50) | 161 | 34 |
| 每股收益增长(%) | 27 | (76) | (138) | (501) | 61 |
| 核心每股收益增长(%) | 17 | (80) | (155) | (423) | 66 |

资料来源: 公司数据, 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 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 现金及现金等价物 | 4,999 | 1,878 | 2,980 | 2,962 | 3,581 |
| 应收帐款 | 7,110 | 6,723 | 4,244 | 5,415 | 6,446 |
| 库存 | 7,743 | 7,559 | 4,871 | 5,688 | 6,821 |
| 其他流动资产 | 15,758 | 13,421 | 11,215 | 11,440 | 11,700 |
| 流动资产总计 | 35,609 | 29,580 | 23,309 | 25,505 | 28,549 |
| 固定资产 | 15,247 | 19,058 | 20,032 | 20,847 | 20,928 |
| 无形资产 | 2,379 | 2,231 | 2,670 | 2,707 | 2,938 |
| 其他长期资产 | 348 | 197 | 246 | 261 | 278 |
| 长期资产总计 | 17,974 | 21,486 | 22,948 | 23,815 | 24,145 |
| 总资产 | 53,583 | 51,066 | 46,257 | 49,320 | 52,693 |
| 应付帐款 | 8,174 | 4,418 | 3,047 | 3,494 | 3,959 |
| 短期债务 | 17,627 | 21,487 | 18,687 | 20,187 | 20,687 |
| 其他流动负债 | 6,059 | 2,636 | 2,543 | 2,277 | 2,148 |
| 流动负债总计 | 31,860 | 28,541 | 24,277 | 25,958 | 26,794 |
| 长期借款 | 5,338 | 6,036 | 5,836 | 5,836 | 6,336 |
| 其他长期负债 | 602 | 326 | 326 | 326 | 326 |
| 股本 | 3,207 | 4,390 | 4,390 | 4,390 | 4,390 |
| 储备 | 12,113 | 11,422 | 11,104 | 12,378 | 14,242 |
| 股东权益 | 15,321 | 15,812 | 15,494 | 16,768 | 18,632 |
| 少数股东权益 | 462 | 352 | 325 | 433 | 606 |
| 总负债及权益 | 53,583 | 51,066 | 46,257 | 49,320 | 52,693 |
| 每股帐面价值(人民币) | 4.78 | 3.60 | 3.53 | 3.82 | 4.24 |
| 每股有形资产(人民币) | 4.04 | 3.09 | 2.92 | 3.20 | 3.57 |
| 每股净负债/(现金)(人民币) | 6.02 | 5.84 | 4.91 | 5.26 | 5.34 |

资料来源: 公司数据, 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 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 税前利润 | 2,824 | 764 | (364) | 1,458 | 2,351 |
| 折旧与摊销 | 965 | 1,120 | 1,322 | 1,482 | 1,616 |
| 净利息费用 | 154 | 622 | 216 | 265 | 317 |
| 运营资本变动 | (8,111) | 1,738 | 5,903 | (2,052) | (2,108) |
| 税金 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他经营现金流 | 92 | (3,694) | 80 | (14) | (55) |
| 经营活动产生的现金流 | (4,076) | 550 | 7,157 | 1,138 | 2,121 |
| 购买固定资产净值 | (5,634) | (4,216) | (2,800) | (2,400) | (2,000) |
| 投资减少/增加 | 53 | 135 | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | (30) | 7 | (31) | 5 | 4 |
| 投资活动产生的现金流 | (5,611) | (4,074) | (2,831) | (2,395) | (1,996) |
| 净增权益 | 1,000 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 净增债务 | 9,935 | (1,257) | (3,000) | 1,500 | 1,000 |
| 支付股息 | 0 | 0 | 0 | 0 | (191) |
| 其他融资现金流 | 729 | 2,988 | (224) | (261) | (314) |
| 融资活动产生的现金流 | 11,664 | 1,732 | (3,224) | 1,239 | 495 |
| 现金变动 | 1,978 | (1,792) | 1,102 | (18) | 620 |
| 期初现金 | 1,676 | 3,654 | 1,862 | 2,963 | 2,945 |
| 公司自由现金流 | (9,161) | (3,538) | 4,590 | (970) | 411 |
| 权益自由现金流 | (270) | (5,420) | 1,111 | (22) | 808 |

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

主要比率—A股

| 年结日: 12月31日 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------------|-------|-------|---------|-------|-------|
| 盈利能力(%) | | | | | |
| 息税折旧前利润率 | 10.8 | 8.7 | 7.2 | 14.7 | 16.4 |
| 息税前利润率 | 7.2 | 4.6 | (0.7) | 7.7 | 10.1 |
| 税前利润率 | 10.3 | 2.8 | (2.2) | 6.8 | 9.2 |
| 净利率 | 9.3 | 3.0 | (1.9) | 6.0 | 8.1 |
| 流动性(倍) | | | | | |
| 流动比率 | 1.1 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 1.1 |
| 利息覆盖率 | 10.8 | 2.0 | (0.5) | 5.0 | 6.8 |
| 净权益负债率(%) | 122.4 | 158.8 | 136.3 | 134.2 | 121.9 |
| 速动比率 | 0.9 | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 0.8 |
| 估值(倍) | | | | | |
| 市盈率 | 9.4 | 39.2 | N/M | 25.8 | 16.0 |
| 核心业务市盈率 | 10.4 | 51.5 | N/M | 28.7 | 17.3 |
| 目标价对应核心业务市盈率 | 9.1 | 37.9 | (100.1) | 25.0 | 15.5 |
| 市净率 | 1.6 | 2.1 | 2.1 | 2.0 | 1.8 |
| 价格/现金流 | (5.9) | 59.8 | 4.6 | 28.9 | 15.5 |
| 企业价值/息税折旧前利润 | 14.8 | 24.6 | 45.6 | 18.0 | 13.6 |
| 周转率 | | | | | |
| 存货周转天数 | 71.6 | 113.6 | 143.2 | 104.2 | 105.8 |
| 应收帐款周转天数 | 73.2 | 91.6 | 120.8 | 82.8 | 84.8 |
| 应付帐款周转天数 | 82.8 | 83.4 | 82.2 | 56.1 | 53.3 |
| 回报率(%) | | | | | |
| 股息支付率 | 0.0 | 0.0 | n.a. | 15.0 | 15.0 |
| 净资产收益率 | 19.3 | 5.4 | (2.0) | 7.9 | 11.6 |
| 资产收益率 | 4.4 | 2.4 | (0.3) | 3.3 | 4.8 |
| 已运用资本收益率 | 6.7 | 3.1 | (0.2) | 4.1 | 5.9 |

资料来源: 公司数据, 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 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|--------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 销售收入 | 27,443 | 27,564 | 16,574 | 21,289 | 25,513 |
| 销售成本 | (23,921) | (24,583) | (15,840) | (18,500) | (21,570) |
| 经营费用 | (570) | (592) | 466 | 340 | 244 |
| 经营利润(息税前利润) | 2,952 | 2,390 | 1,199 | 3,129 | 4,187 |
| 折旧及摊销 | (965) | (1,120) | (1,322) | (1,482) | (1,616) |
| 息税折旧前利润 | 1,988 | 1,270 | (124) | 1,647 | 2,571 |
| 净利息收入(费用) | (154) | (622) | (216) | (265) | (317) |
| 其他收益/(损失) | 990 | 117 | (25) | 76 | 97 |
| 税前利润 | 2,824 | 764 | (364) | 1,458 | 2,351 |
| 所得税 | (252) | 15 | 19 | (76) | (122) |
| 少数股东权益 | (21) | 61 | 27 | (108) | (174) |
| 净利润 | 2,551 | 840 | (318) | 1,274 | 2,055 |
| 核心净利润 | 2,317 | 639 | (354) | 1,144 | 1,899 |
| 每股收益(人民币) | 0.795 | 0.191 | (0.072) | 0.290 | 0.468 |
| 核心每股收益(人民币) | 0.722 | 0.145 | (0.081) | 0.261 | 0.433 |
| 每股股息(人民币) | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.044 | 0.070 |
| 收入增长(%) | 31 | 0 | (40) | 28 | 20 |
| 息税前利润增长(%) | (24) | (36) | (110) | (1,433) | 56 |
| 息税折旧前利润增长(%) | (6) | (19) | (50) | 161 | 34 |
| 每股收益增长(%) | 27 | (76) | (138) | (501) | 61 |
| 核心每股收益增长(%) | 17 | (80) | (155) | (423) | 66 |

资料来源: 公司数据, 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 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 现金及现金等价物 | 4,999 | 1,878 | 2,980 | 2,962 | 3,581 |
| 应收帐款 | 7,110 | 6,723 | 4,244 | 5,415 | 6,446 |
| 库存 | 7,743 | 7,559 | 4,871 | 5,688 | 6,821 |
| 其他流动资产 | 15,758 | 13,421 | 11,215 | 11,440 | 11,700 |
| 流动资产总计 | 35,609 | 29,580 | 23,309 | 25,505 | 28,549 |
| 固定资产 | 15,247 | 19,058 | 20,032 | 20,847 | 20,928 |
| 无形资产 | 2,379 | 2,231 | 2,670 | 2,707 | 2,938 |
| 其他长期资产 | 348 | 197 | 246 | 261 | 278 |
| 长期资产总计 | 17,974 | 21,486 | 22,948 | 23,815 | 24,145 |
| 总资产 | 53,583 | 51,066 | 46,257 | 49,320 | 52,693 |
| 应付帐款 | 8,174 | 4,418 | 3,047 | 3,494 | 3,959 |
| 短期债务 | 17,627 | 21,487 | 18,687 | 20,187 | 20,687 |
| 其他流动负债 | 6,059 | 2,636 | 2,543 | 2,277 | 2,148 |
| 流动负债总计 | 31,860 | 28,541 | 24,277 | 25,958 | 26,794 |
| 长期借款 | 5,338 | 6,036 | 5,836 | 5,836 | 6,336 |
| 其他长期负债 | 602 | 326 | 326 | 326 | 326 |
| 股本 | 3,207 | 4,390 | 4,390 | 4,390 | 4,390 |
| 储备 | 12,113 | 11,422 | 11,104 | 12,378 | 14,242 |
| 股东权益 | 15,321 | 15,812 | 15,494 | 16,768 | 18,632 |
| 少数股东权益 | 462 | 352 | 325 | 433 | 606 |
| 总负债及权益 | 53,583 | 51,066 | 46,257 | 49,320 | 52,693 |
| 每股帐面价值(人民币) | 4.78 | 3.60 | 3.53 | 3.82 | 4.24 |
| 每股有形资产(人民币) | 4.04 | 3.09 | 2.92 | 3.20 | 3.57 |
| 每股净负债/(现金)(人民币) | 6.02 | 5.84 | 4.91 | 5.26 | 5.34 |

资料来源: 公司数据, 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 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 税前利润 | 2,824 | 764 | (364) | 1,458 | 2,351 |
| 折旧与摊销 | 965 | 1,120 | 1,322 | 1,482 | 1,616 |
| 净利息费用 | 154 | 622 | 216 | 265 | 317 |
| 运营资本变动 | (8,111) | 1,738 | 5,903 | (2,052) | (2,108) |
| 税金 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他经营现金流 | 92 | (3,694) | 80 | (14) | (55) |
| 经营活动产生的现金流 | (4,076) | 550 | 7,157 | 1,138 | 2,121 |
| 购买固定资产净值 | (5,634) | (4,216) | (2,800) | (2,400) | (2,000) |
| 投资减少/增加 | 53 | 135 | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | (30) | 7 | (31) | 5 | 4 |
| 投资活动产生的现金流 | (5,611) | (4,074) | (2,831) | (2,395) | (1,996) |
| 净增权益 | 1,000 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 净增债务 | 9,935 | (1,257) | (3,000) | 1,500 | 1,000 |
| 支付股息 | 0 | 0 | 0 | 0 | (191) |
| 其他融资现金流 | 729 | 2,988 | (224) | (261) | (314) |
| 融资活动产生的现金流 | 11,664 | 1,732 | (3,224) | 1,239 | 495 |
| 现金变动 | 1,978 | (1,792) | 1,102 | (18) | 620 |
| 期初现金 | 1,676 | 3,654 | 1,862 | 2,963 | 2,945 |
| 公司自由现金流 | (9,161) | (3,538) | 4,590 | (970) | 411 |
| 权益自由现金流 | (270) | (5,420) | 1,111 | (22) | 808 |

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

主要比率—B股

| 年结日: 12月31日 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 盈利能力(%) | | | | | |
| 息税折旧前利润率 | 10.8 | 8.7 | 7.2 | 14.7 | 16.4 |
| 息税前利润率 | 7.2 | 4.6 | (0.7) | 7.7 | 10.1 |
| 税前利润率 | 10.3 | 2.8 | (2.2) | 6.8 | 9.2 |
| 净利率 | 9.3 | 3.0 | (1.9) | 6.0 | 8.1 |
| 流动性(倍) | | | | | |
| 流动比率 | 1.1 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 1.1 |
| 利息覆盖率 | 10.8 | 2.0 | (0.5) | 5.0 | 6.8 |
| 净权益负债率(%) | 122.4 | 158.8 | 136.3 | 134.2 | 121.9 |
| 速动比率 | 0.9 | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 0.8 |
| 估值(倍) | | | | | |
| 市盈率 | 5.5 | 23.0 | N/M | 15.2 | 9.4 |
| 核心业务市盈率 | 6.1 | 30.3 | N/M | 16.9 | 10.2 |
| 目标价对应核心业务市盈率 | 5.5 | 23.0 | N/M | 15.0 | 9.3 |
| 市净率 | 0.9 | 1.2 | 1.2 | 1.2 | 1.0 |
| 价格/现金流 | (3.5) | 35.1 | 2.7 | 17.0 | 9.1 |
| 企业价值/息税折旧前利润 | 11.5 | 19.0 | 34.3 | 13.7 | 10.3 |
| 周转率 | | | | | |
| 存货周转天数 | 71.6 | 113.6 | 143.2 | 104.2 | 105.8 |
| 应收帐款周转天数 | 73.2 | 91.6 | 120.8 | 82.8 | 84.8 |
| 应付帐款周转天数 | 82.8 | 83.4 | 82.2 | 56.1 | 53.3 |
| 回报率(%) | | | | | |
| 股息支付率 | 0.0 | 0.0 | n.a. | 15.0 | 15.0 |
| 净资产收益率 | 19.3 | 5.4 | (2.0) | 7.9 | 11.6 |
| 资产收益率 | 4.4 | 2.4 | (0.3) | 3.3 | 4.8 |
| 已运用资本收益率 | 6.7 | 3.1 | (0.2) | 4.1 | 5.9 |

资料来源: 公司数据, 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 2010 年 10 月 28 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，豁免批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、材料或内容只提供给阁下作参考之用，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。

在没有影响上述免责声明的情况下，如果阁下是根据新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定义下的“合格投资人”或“专业投资人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍将(1)因为 FAR 之 Regulation 34 而获豁免按 FAA 第 27 条之强制规定作出任何推荐须有合理基础；(2)因为 FAR 之 Regulation 35 而获豁免按 FAA 第 36 条之强制规定披露其在本报告中提及的任何证券(包括收购或出售)之利益，或其联系人或关联人士之利益。

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 2010 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