

2011年3月24日

买入

A

600808.SS -人民币 3.76

目标价格: 人民币 4.24 (↓ 4.38)

持有

H

0323.HK -港币 4.15

目标价格: 港币 4.47 (↓ 4.68)

乐宇坤*

(8621) 6860 4866 分机 8559

yukun.le@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010044

股价相对指数表现(A股)



资料来源：彭博及中银国际研究

股价表现(A股)

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	10	5	5	(13)
相对新华富时A50指数(%)	6	2	3	(2)

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据(A股)

发行股数(百万)	7,70	1
流通股(%)		26
流通股市值(人民币 百万)	7,41	2
3个月日均交易额(人民币 百万)	132	
净负债比率%(2011E)		26
主要股东(%)		
马钢集团 50		

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

*梁颖璋是本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司

具备证券投资咨询业务资格

马钢股份

仍面临不确定性

马钢股份净利润同比增长180%至11亿人民币（在国际会计准则及中国会计准则下），比我们6.01亿人民币的预测高出83%。公司此前曾给出盈利同比增长50%以上的指导预测，而实际业绩远高于这一数值。差额主要来自于4.29亿人民币的铁矿石贸易所得及1.34亿人民币的兑汇收益。剔除这两项收益，则实际盈利与我们的预测相符。我们维持对A股的买入评级及对H股的持有评级。

支撑评级的要点

- 在我们看来，铁矿石及焦煤价格上涨仍是盈利面临的主要不确定因素。马钢认为，2011年对钢铁行业而言依然困难重重，公司将通过提高高端产品产量来应对利润率受挤压的威胁。但我们认为，高速车轮业务近期不会对公司盈利产生显著贡献。
- 2011年1-2月，公司销量依然欠佳，同比出现下滑；根据我们的渠道消息，我们预测销售均价总体上涨1%-2%。

估值

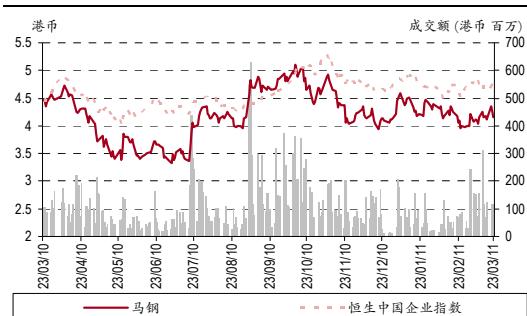
- 基于1.1倍2011年市净率（与此前净资产收益率亦为4-5%左右时期的水平相符），我们将目标价由4.68港币下调至4.47港币。我们重申对H股的持有评级。对于A股，我们仍然基于1.1倍2011年市净率，将目标价由4.38人民币下调至4.24人民币。鉴于估值具有吸引力，我们维持对A股的买入评级。

图表1. 投资摘要(A股)

年结日：12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	51,8	60	64,981 68,8	30	76,848 83,997
变动(%)	(27)	25	6	12	9
净利润(人民币 百万)	392	1,102 1,16	5	1,533	2,118
全面摊薄每股收益(人民币)	0.051	0.143 0.15	1	0.199	0.275
变动(%)	(44.7)	180.7	5.7	31.6	38.2
市场预测每股收益(人民币)-		0.162 0.31	1	0.315	-
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	- 0.14	7	0.233	-
调整幅度(%)	-	-	2.7	(14.5)	-
核心每股收益(人民币)	0.051	0.143 0.15	1	0.199	0.275
变动(%)	(44.7)	180.7	5.7	31.6	38.2
全面摊薄市盈率(倍)	73.8	26.3 24.9 18.9			13.7
核心市盈率(倍)	73.8	26.3 24.9 18.9			13.7
每股现金流量(人民币)	0.86	0.45 0.92		0.99	1.32
价格/每股现金流量(倍)	4.4	8.4 4.1		3.8	2.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)		7.4	5.4 5.4	4.3	2.7
每股股息(人民币)	0.04	0.050 0.06	1	0.078	0.104
股息率(%)		1.1	1.3 1.6	2.1	2.8

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

股价相对指数表现 (H股)



资料来源：彭博及中银国际研究

股价表现 (H股)

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	0	1	0	(7)
相对恒生中国企业指数(%)	(0)	(3)	(1)	(13)

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据 (H股)

发行股数(百万)	7,701
流通股(%)	26
流通股市值(港币 百万)	8,181
3个月日均交易额(港币 百万)	78
净负债比率(%)(2011E)	26

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

投资摘要 (H股)

年结日：12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	50,412	63,041	66,825	74,610	81,550
变动(%)	(28)	25	6	12	9
净利润(人民币 百万)	392	1,102	1,348	1,712	2,292
全面摊薄每股收益(人民币)	0.051	0.143	0.175	0.222	0.298
变动(%)	(44.7)	180.7	22.3	27.0	33.9
市场预测每股收益(人民币)	-0.	0.142	0.239	0.330	0.343
原先预测摊薄每股收益(人民币)	--	0.148	0.231	-	-
调整幅度(%)	-	18.2	(3.8)	-	-
全面摊薄市盈率(倍)	68.5	24.4	19.9	15.	1.7
每股现金流量(人民币)	0.	0.87	0.51	0.96	0.99
价格/每股现金流量(倍)	4.0	6.	9	3.6	3.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.7	5.	8	4.5	3.6
每股股息(人民币)	0.	0.040	0.050	0.061	0.078
股息率(%)	1.1	1.4	1.8	2.2	3.0

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

2010年下半年净利润环比下降 94%

马钢净利润同比上升 180%至 11亿人民币（在国际会计准则及中国会计准则下），比我们 6.01 亿人民币的预测高出 83%。这说明 2010 年下半年净利润实际环比下降 94%，仅为 6,000 万人民币。差距主要来自于 4.29 亿人民币的铁矿石贸易所得及 1.34 亿人民币的兑汇收益。如剔除这两项收益，实际盈利与我们的预测一致。此外，2010 年实际税率亦由 2009 年的 5%大幅上升至 30%，比我们的预测高出 5 个百分点。未来几年里，我们仍维持实际税率为 25% 的预测。

受销售均价同比上涨 29%至 4,015 人民币/吨左右（根据我们的计算）及销量同比上升 4%至 1,470 万吨的推动，营业收入同比增长 25.1%。我们计算线材销售均价上涨幅度最大，同比上涨 40%左右，而板材仅同比上涨 22%。2011 年 1-2 月，公司销量依然欠佳，同比出现下滑。根据我们的渠道消息，我们预测销售均价总体上涨 1-2%。

图表 2. 销量对比

销量(百万吨)	FY10 中的占比%	在总销量		同比变动 (%)	差异 (%)	FY09
		FY10E	FY10E			
板材	7.2	49%	10	7.2	0	6.54
型材 2.68		18%	2 2.73	(2)	2.62	
线材 4.62	31%	(4)	3.2	44	4.8	
车轮 0.17	1%	6 0.18	(6)	0.16		
总钢材 14.7	100%	4	13	10	14	

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

图表 3. 钢铁产品销售均价对比

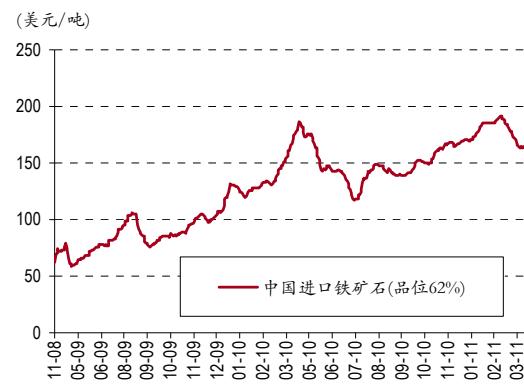
销售均价	销售均价	10 年		差异 (%)	同比增长 (%)	09 年销售均价	同比增长 (%)
		FY10E	FY10E				
板材 4,383	4,459	(2)	22	3,598	22		
型材 3,36	4	3,681	(9)	31 2,56	6	3	31
线材 3,718	3,653	2	39	2,668	39		
车轮 7,45	9	8,430	(12)	26 5,90	9	26	
总钢材 4,015	4,808	(16)	29	3,117	29		

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

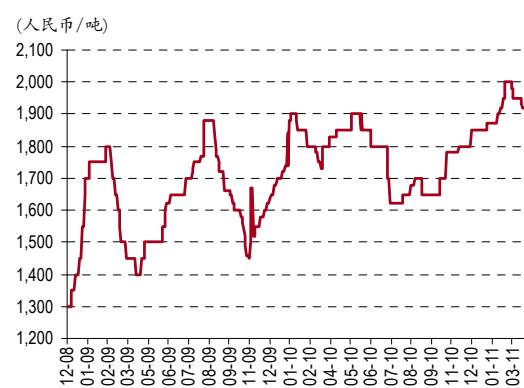
图表 4. 钢材毛利率对比

毛利率	FY09	FY10	变动(百分点)
板材 1.87		5.98	4.11
型材 7.93		3.02	(4.91)
线材 4.34		6.59	2.25
车轮 37.5	1	10.33	(27.18)

资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 5. 中国铁矿石进口价格(含铁量 62%)


资料来源:彭博, 中银国际研究

图表 6. 中国焦煤天津港口价


资料来源:彭博, 中银国际研究

总体而言,考虑到公司改善产品组合的预期,我们预测今年的利润率将维持在 5.4%,较去年上升 0.1 个百分点。此外,将铁矿石贸易获利计算在内,我们将 2011 年盈利预测上调 18%。我们依然认为,利润率较高的车轮产品近期对盈利的贡献甚微,铁矿石及焦煤价格上涨仍是盈利面临的主要不确定因素。

分析员会议摘要

马钢高速列车车轮产品的生产时间表是会议关注的焦点,这类产品的利润率远高于马钢的其他主要钢材产品。目前,大功率动车车轮已投入测试,公司亦希望于 2011 年下半年取得 250 公里时速车轮的生产许可。更为先进的 350 公里时速车轮产品目前正处于开发阶段。

在被问及马钢是否会加大对日本重建的出口力度时,公司称,这取决于定价及需求情况,因为公司相信日本钢铁厂亦可迅速恢复生产,以满足当地的需求。总而言之,鉴于贸易保护及人民币升值带来的影响,公司仍对今年的出口增长持谨慎态度。

马钢认为,2011 年对钢铁行业而言依然困难重重,但公司将通过提高冷轧汽车板、家电板、环保镀锌面板等高端产品的产量来应对利润率受挤压的威胁。2010 年马钢汽车板及家电板产量分别上升 55% 及 71% 至 75 万吨及 100 万吨,占马钢钢材总产量的 5.1% 及 6.8%。

建筑用钢价格反弹, 汽车板价格依旧疲软

上周,受日本地震影响,大多数钢材价格反弹了 1.5-3.7%。这是自 2 月初以来首周价格上涨。其中,热轧板及建筑用钢(如螺纹钢)上涨幅度最大,分别环比上涨 3.7% 及 2.1%,而冷轧板(用于汽车制造)价格连续第四周下滑,与我们此前的预测相符。未来,由于众多汽车制造商在地震后暂停生产,我们预测冷轧板及镀锌板价格将受到拖累。我们对建筑用钢(螺纹钢及线材)持乐观态度。此外,由于日本供应下滑推动韩国需求上升,我们认为钢材的出口价(主要是热轧钢卷)有望走强。2010 年韩国是日本钢材的最大出口国,中国其次。实际上,日本是全球最大的钢材出口国,占海运市场总出口量的 15%。

日本地震撼动铁矿石价格，但影响难以持久

另一方面，从印度进口的铁矿石（品位 63%，湿基）价格本周环比下降 2% 左右至 188 美元/吨。3 月 11 日，即地震发生当天，伦敦 4 月交货掉期合同价格下降 4.2%，创 2011 年以来的最大当日跌幅。实际上，日本是全球主要铁矿石消费国之一，2010 年铁矿石总进口量达 1.34 亿吨，主要矿石来源地是巴西及澳大利亚。2009 年，日本占全球海运铁矿石总量的 11.2%。由于港口码头设备在地震中严重受损，几家主要的钢铁厂（包括 JFE、新日铁及住友鹿岛钢铁厂）要停产几个月，我们预测日本铁矿石需求约降低 127 万吨，仅占全球铁矿石市场的 0.1%。因此，我们相信地震对铁矿石价格的影响不会持久，一旦建筑用钢需求上升，铁矿石价格将恢复上涨。

估值及推荐

根据 2010 年业绩，我们将 2011 年盈利预测下调 18%，并将 2012 年盈利预测略微下调 4%。基于 1.1 倍 2011 年市净率（等同于此前净资产收益率亦为 4-5% 左右的时期的水平），我们将 H 股目标价由 4.68 港币下调为 4.47 港币。我们仍相信生产成本面临不确定性，因此维持对 H 股的 **持有** 评级。但是，如利润率较高的产品能于今年内投入生产，我们可能会对该股票重新评级。另一方面，基于 1.1 倍 2011 年市净率，我们亦将 A 股目标价由 4.38 人民币下调为 4.24 人民币。维持对 A 股的 **买入** 评级。

图表 7. 业绩对比(环比)

(人民币，百万)	10 年上半年	10 年下半年	环比变动%
营业收入	30,193	32,848	8.8
营业成本	(27,894)	(31,782)	13.9
毛利润	2,299	1,066	(53.6)
销售费用	(289)	(215)	(25.6)
管理费用	(571)	(662)	15.9
其他经营收入/(亏损)	383	409	6.7
息税前利润	1,822	598	(67.2)
财务费用	(435)	(478)	9.9
应占联营公司盈亏	83	122	47.0
营业外收入/(费用)	-	-	
税前净利润	1,470	241	(83.6)
所得税	(390)	(129)	(66.9)
净利润	1,079	112	(89.6)
少数股东权益	(38)	(52)	37.3
应占净利润	1,042	60	(94.2)

资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 8. 业绩对比(同比)

(人民币, 百万)	2009	2010	同比变动(百分点)	2010E	差异(百分点)	评论
营业收入	50,412	63,041	25.1	63,992	(1)	销售均价同比上涨 29%, 销量同比增长 4%
营业成本 (47,675)	(59,676)		25.2	(60,522)	(1)	由于铁矿石(同比上涨 45%)及焦煤价格大幅上升(同比上涨 26.4%)
毛利润	2,737	3,365	22.9	3,470	(3)	毛利率收缩 0.1 个百分点至 5.34% (比我们的预测低 0.1 个百分点)
销售费用	(449)	(504)	12.4	(288)	75	
管理费用	(1,171)	(1,233)	5.3	(1,152)	7	
其他经营收入/(成本) 266	792		197.6	(383)	(307)	包括铁矿石贸易收益(4.29 亿人民币)及兑汇收益(1.342 亿人民币), 而去年这两项收益为零
息税前利润	1,384	2,420	74.9	1,647	47	如剔除 5.63 亿人民币的铁矿石贸易收益及兑汇收益, 比我们的预测高 12.7%
财务费用	(1,004)	(914)	(9.0)	(790)	16	
应占联营公司盈亏	183	205	-			
税前净利润	563	1,711	204.0	857	100	
所得税	(29)	(520)	1,690.8	(214)	142	2011 年实际税率由 5% 上升为 30%, 比我们的预测高出 5 个百分点
净利润 534	1,192		123.2	643	85	
少数股东权益	(141)	(90)	(36.5)	(42)	112	
应占净利润	392	1,102	180.7	601	83	剔除 5.63 亿人民币的铁矿石贸易收益及兑汇收益, 净利润应为 5.39 亿人民币
比率	2009	2010	同比变动(百分点)	2010E	差异(百分点)	
毛利率	5.43	5.34	(0.09)	5.42	(0.09)	
息税前利润率 2.74		3.84	1.1	2.57	1.26	
净利率	0.78	1.75	1.0	0.94	0.81	
净资产收益率 1.5		4.0	2.5	2.2	1.82	

资料来源:公司数据, 中银国际研究

损益表—A股(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	51,860	64,981	68,830	76,848	83,997
销售成本	(49,326)	(61,439)	(65,240)	(72,094)	(78,181)
经营费用 3,39	6	3,394	3,297	2,932	3,372
经营利润(息税前利润)	1,109	2,078	1,986	2,665	3,532
折旧及摊销	(4,821)	(4,858)	(4,901)	(5,021)	(5,655)
息税折旧前利润	5,930	6,936	6,887	7,686	9,188
净利息收入/(费用)	(939)	(732)	(881)	(1,016)	(1,082)
其他收益/(损失) 393		365	647	647	712
税前利润	563	1,711	1,752	2,297	3,163
所得税	(29)	(520)	(438)	(574)	(791)
少数股东权益	(141)	(90)	(150)	(190)	(255)
净利润	392	1,102	1,165	1,533	2,118
核心净利润	392	1,102	1,165	1,533	2,118
每股收益(人民币) 0.05	1	0.143	0.151	0.199	0.275
核心每股收益(人民币) 0.05	1	0.143	0.151	0.199	0.275
每股股息(人民币) 0.04	0	0.050	0.061	0.078	0.104
收入增长(%)	(27)	25	6	12	9
息税前利润增长(%)	(46)	87	(4)	34	33
息税折旧前利润增长(%)	(11)	17	(1)	12	20
每股收益增长(%)	(45)	181	6	32	38
核心每股收益增长(%)	(45)	181	6	32	38

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物 8,70	0	6,383	14,496	20,481	28,484
应收帐款 5,26	9	9,591	7,323	8,176	8,937
库存 8,98	9	12,452	12,420	13,724	14,883
其他流动资产 1,09	2	2,089	1,567	2,090	3,675
流动资产总计	24,049	30,515	35,806	44,472	55,979
固定资产 40,2	94	36,190	32,887	29,455	23,378
无形资产	0	0	0	0	0
其他长期资产 3,63	9	3,398	3,378	3,398	3,378
长期资产总计	43,934	39,588	36,265	32,853	26,756
总资产	67,983	70,103	72,071	77,325	82,735
应付帐款 11,7	15	10,820	12,122	12,438	13,488
短期债务 1,17	3	977	8,517	11,956	14,019
其他流动负债 8,56	1	17,370	9,189	10,203	11,159
流动负债总计	21,450	29,166	29,828	34,596	38,666
长期借款 18,7	69	12,367	12,528	10,647	8,626
其他长期负债 580		573	573	573	573
股本 7,70	1	7,701	7,701	7,701	7,701
储备 18,7	64	19,593	20,738	23,104	26,466
股东权益	26,465	27,294	28,439	30,805	34,166
少数股东权益 720		705	705	705	705
总负债及权益	67,984	70,105	72,072	77,326	82,736
每股帐面价值(人民币) 3.44		3.54	3.69	4.00	4.44
每股有形资产(人民币) 3.44		3.54	3.69	4.00	4.44
每股净负债/(现金)(人民币) 1.84		1.03	0.98	0.40	(0.63)

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润 563			1,711	1,752	2,297
折旧与摊销 4,82	1	4,858	4,901	5,021	5,655
净利息费用 939			732	881	1,016
运营资本变动 528			(3,043)	(501)	(700)
税金 (29)			(520)	(438)	(574)
其他经营现金流 (222)			(290)	498	544
经营活动产生的现金流	6,599	3,449	7,093	7,603	10,127
购买固定资产净值 (1,613)			(2,091)	(2,000)	(1,000)
投资减少/增加 12			27	(402)	(412)
其他投资现金流 (2,042)			56	435	187
投资活动产生的现金流	(3,643)	(2,008)	(1,967)	(2,225)	(1,239)
净增权益 0			0	0	0
净增债务 141			(1,274)	4,339	2,221
支付股息 (1,533)			(62)	(471)	(598)
其他融资现金流 (1,242)			(503)	(881)	(1,016)
融资活动产生的现金流	(2,633)	(1,838)	2,987	607	(885)
现金变动 322			(397)	8,114	5,985
期初现金 5,43		7	5,781	5,385	13,498
公司自由现金流 2,95		6	1,441	5,127	5,378
权益自由现金流 1,86		5	(335)	8,585	6,583

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率 11.4		10.7	10.0	10.0	10.9
息税前利润率 2.1		3.2	2.9	3.5	4.2
税前利润率 1.1		2.6	2.5	3.0	3.8
净利润率 0.8		1.7	1.7	2.0	2.5
流动性(倍)					
流动比率 1.1		1.0	1.2	1.3	1.4
利息覆盖率 1.2		2.8	2.3	2.6	3.3
净权益负债率 (%)	52.1	28.4	25.9	9.9	净现金
速动比率 0.7		0.6	0.8	0.9	1.1
估值(倍)					
市盈率 73.8		26.3	24.9	18.9	13.7
核心业务市盈率 73.8		26.3	24.9	18.9	13.7
目标价对应核心业务市盈率 83.2		29.6	28.0	21.3	15.4
市净率 1.1		1.1	1.0	0.9	0.8
价格/现金流 4.4		8.4	4.1	3.8	2.9
企业价值/息税折旧前利润 7.4		5.4	5.4	4.3	2.7
周转率					
存货周转天数 69.7		63.7	69.6	66.2	66.8
应收账款周转天数 25.2		41.7	44.8	36.8	37.2
应付账款周转天数 71.4		63.3	60.8	58.3	56.3
回报率(%)					
股息支付率 78.5		34.9	40.4	39.0	37.8
净资产收益率 1.5		4.1	4.2	5.2	6.5
资产收益率 1.6		2.1	2.1	2.7	3.3
已运用资本收益率 2.3		4.7	4.3	5.1	6.3

资料来源: 公司数据, 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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	50,412	63,041	66,825	74,610	81,550
销售成本	(47,675)	(59,676)	(63,206)	(69,845)	(75,741)
经营费用 3,46	7	3,913	3,944	3,579	4,084
经营利润(息税前利润)	1,384	2,420	2,663	3,323	4,238
折旧及摊销	(4,821)	(4,858)	(4,901)	(5,021)	(5,655)
息税折旧前利润	6,204	7,278	7,563	8,344	9,893
净利润收入/(费用)	(1,004)	(914)	(881)	(1,016)	(1,082)
其他收益/(损失) 183	205	215	228	239	
税前利润	563	1,711	1,996	2,536	3,396
所得税	(29)	(520)	(499)	(634)	(849)
少数股东权益	(141)	(90)	(150)	(190)	(255)
净利润	392	1,102	1,348	1,712	2,292
核心净利润	392	1,102	1,348	1,712	2,292
每股收益(人民币) 0.05	1	0.143	0.175	0.222	0.298
核心每股收益(人民币) 0.05	1	0.143	0.175	0.222	0.298
每股股息(人民币) 0.04	0	0.050	0.061	0.078	0.104
收入增长(%)	(28)	25	6	12	9
息税前利润增长(%)	(43)	75	10	25	28
息税折旧前利润增长(%)	(12)	17	4	10	19
每股收益增长(%)	(45)	181	22	27	34
核心每股收益增长(%)	(45)	181	22	27	34

资料来源: 公司数据, 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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润 563		1,711	1,996	2,536	3,396
折旧与摊销 4,82	1	4,858	4,901	5,021	5,655
净利息费用 1,00	4	914	881	1,016	1,082
运营资本变动 716		(3,043)	(501)	(700)	145
税金 (158)	(260)	(250)	(634)	(849)	
其他经营现金流 (277)	(283)	368	420	749	
经营活动产生的现金流 6,669	3,897	7,396	7,658	10,177	
购买固定资产净值 (1,613)	(2,091)	(2,000)	(2,000)	(1,000)	
投资减少/增加 12	27	(402)	(412)	(422)	
其他投资现金流 (2,125)	2,401	132	132	132	
投资活动产生的现金流 (3,726)	337	(2,269)	(2,280)	(1,290)	
净增权益 0	0	0	0	0	0
净增债务 (1,447)	(276)	4,339	2,221	997	
支付股息 (10)	(78)	(471)	(598)	(801)	
其他融资现金流 (1,163)	(4,277)	(881)	(1,016)	(1,082)	
融资活动产生的现金流 (2,620)	(4,630)	2,987	607	(885)	
现金变动 323	(397)	8,113	5,985	8,003	
期初现金 5,43	7	5,781	5,385	13,498	19,484
公司自由现金流 2,94	2	4,233	5,126	5,379	8,888
权益自由现金流 264		3,454	8,584	6,584	8,804

资料来源: 公司数据, 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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物 8,70	1	6,384	14,497	20,4	82
应收帐款 5,24	4	9,472	7,323	8,17	6
库存 8,83	6	12,321	12,289	13,5	80
其他流动资产 1,41	1	2,629	2,077	2,27	0
流动资产总计	24,192	30,806	36,186	44,509	54,590
固定资产 40,2	94	36,190	32,887	29,4	55
无形资产 109		168	168	168	
其他长期资产 3,53	0	3,230	3,209	3,23	0
长期资产总计	43,934	39,588	36,265	32,853	26,756
总资产	68,126	70,394	72,452	77,362	81,346
应付帐款 11,7	15	10,820	12,122	12,4	38
短期债务 1,98	9	8,835	8,517	11,9	56
其他流动负债 7,88	7	9,802	9,189	10,2	03
流动负债总计	21,592	29,457	29,828	34,596	38,666
长期借款 18,7	69	12,367	12,528	10,6	47
其他长期负债 580		573	573	1,16	5
股本 7,70	1	7,701	7,701	7,70	1
储备 18,7	64	19,593	21,118	22,5	49
股东权益	26,465	27,294	28,819	30,249	32,198
少数股东权益 720		705	705	705	705
总负债及权益	68,126	70,395	72,452	77,362	81,346
每股帐面价值(人民币) 3.44	3.54	3.74	3.93	4.18	
每股有形资产(人民币) 3.42	3.52	3.72	3.91	4.16	
每股净负债/(现金)(人民币) 1.95	2.05	0.98	0.40	(0.63)	

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

主要比率—H股

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率 12.3	11.5	11.3	11.2	12.1	
息税前利润率 2.7	3.8	4.0	4.5	5.2	
税前利润率 1.1	2.7	3.0	3.4	4.2	
净利润率 0.8	1.7	2.0	2.3	2.8	
流动性(倍)					
流动比率 1.1	1.0	1.2	1.3	1.4	
利息覆盖率 1.4	2.6	3.0	3.3	3.9	
净权益负债率 (%)	55.1	56.5	25.6	10.1	净现金
速动比率 0.7	0.6	0.8	0.9	1.0	
估值(倍)					
市盈率 68.5	24.4	19.9	15.7	11.7	
核心业务市盈率 68.5	24.4	19.9	15.7	11.7	
目标价对应核心业务市盈率 73.8	26.3	21.5	16.9	12.6	
市净率 1.0	1.0	0.9	0.9	0.8	
价格/现金流 4.0	6.9	3.6	3.5	2.6	
企业价值/息税折旧前利润 6.7	5.8	4.5	3.6	2.2	
周转率					
存货周转天数 71.0	64.7	71.1	67.6	68.2	
应收帐款周转天数 25.8	42.6	45.9	37.9	38.3	
应付帐款周转天数 73.5	65.2	62.7	60.1	58.0	
回报率(%)					
股息支付率 78.5	34.9	34.9	34.9	34.9	
净资产收益率 1.5	4.1	4.8	5.8	7.3	
资产收益率 2.0	2.4	2.8	3.3	4.0	
已运用资本收益率 2.9	5.0	5.3	6.4	7.8	

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。

根据中国证券监督管理委员会《发布证券研究报告暂行规定》等法律法规和监管规定，中银国际证券有限责任公司确认以下事项：在本报告首次发布时，中银国际证券有限责任公司证券自营账户持有本报告评论的上市公司股份未达到/或超过该上市公司已发行股份的1%。

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客户发布。

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。所有本报告内使用的商标、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中银国际集团成员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 2011 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