

2011年3月25日

中国铝业

冬天已经过去，春天还会远么

A 持有

601600.SS - 人民币 11.16

目标价格: 人民币 11.90 (↑9.68)

H 持有 (↑卖出)

2600.HK - 港币 7.23

目标价格: 港币 7.90 (↑4.58)

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

公司年报显示，在2010年氧化铝和电解铝等主要产品价格大幅反弹的推动下，公司一举扭亏为盈实现了每股盈利0.06元。此外公司压缩管理费用的举措取得了良好的成果，10年管理费用同比下降了近13%。我们相信未来氧化铝和电解铝价格将会逐步回升，这主要是因为在全球经济复苏的带动下铝的需求有望保持10%以上的较快增长，电价等成本上升也将对铝价形成有力支撑，而铝的ETF也呼之欲出。此外我们也注意到氧化铝“指数化”定价模式也可能推出，这可能会增加氧化铝的金融属性从而有利于价格走高，进而扩大公司氧化铝业务的盈利空间。由于提高了电解铝和氧化铝的价格预测，我们将公司2011-2012年盈利预测分别上调6.0%和7.4%。我们将A股目标价上调至11.90元，H股目标价上调至7.90港币，维持对公司A股的持有评级，并上调H股的评级为持有。

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 (%)	9	2	8	(14)
相对新华富时A50指数 (%)	6	0	6	(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)	13,524
流通股 (%)	30
流通股市值 (人民币 百万)	45,278
3个月日均交易额 (人民币 百万)	353
净负债比率 (%) (2010E)	46.9
主要股东 (%)	
中铝公司	36

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*李文宾为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

支撑评级的要点

- 经济复苏改善铝的供给过剩局面，铝价仍有上行空间。
- 定向增发重启有利于巩固氧化铝产能全球领先地位。
- 氧化铝“指数化”定价机制有望实施。

评级面临的主要风险

- 电价和人力成本在资源价格推动下上涨或将削弱公司盈利能力。
- 全球经济回暖放缓将拖累铝制品的需求回暖。

估值

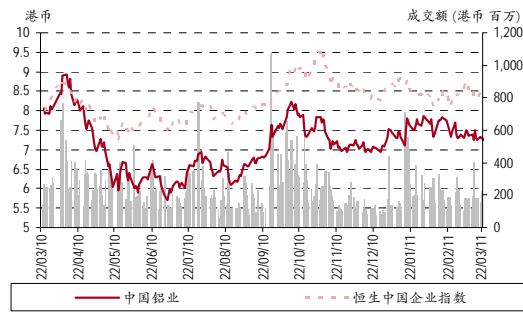
- 我们将A股的目标价上调约23%至11.90元人民币，这是基于3倍的2011年市净率，较同类公司的平均水平有18%的折价。我们同时将H股目标价上调72%至7.90港币，这是基于1.70倍2011年市净率。我们维持对公司A股持有评级，并将H股评级上调为持有。

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)	70,268	120,995	149,962	161,239	166,538
变动 (%)	-	72	24	8	3
净利润 (人民币 百万)	(4,646)	778	2,264	3,450	4,111
全面摊薄每股收益 (人民币)	(0.344)	0.058	0.167	0.238	0.283
变动 (%)	-	(116.7)	191.1	41.9	19.2
原先预测摊薄每股收益 (人民币)	-	-	0.158	0.221	-
调整幅度 (%)	-	-	6.0	7.4	N/A
核心每股收益 (人民币)	(0.344)	0.058	0.167	0.238	0.283
变动 (%)	-	(116.7)	191.1	41.9	19.2
全面摊薄市盈率 (倍)	N/M	194.0	66.7	47.0	39.4
核心市盈率 (倍)	N/M	194.0	66.7	47.0	39.4
每股现金流量 (人民币)	(0.05)	0.53	0.60	0.80	0.83
价格/每股现金流量 (倍)	(213.8)	21.2	18.6	13.9	13.4
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	72.4	19.5	18.6	15.6	14.4
每股股息 (人民币)	0.000	0.011	0.033	0.048	0.057
股息率 (%)	0.0	0.1	0.3	0.4	0.5

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 (%)	3	(0)	4	(10)
相对恒生中国企业指数 (%)	2	(7)	0	(16)

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)	13,524
流通股 (%)	30
流通股市值 (港币 百万)	29,333
3 个月日均交易额 (港币 百万)	212
净负债比率 (%) (2011E)	46.9

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)	70,268	120,995	149,962	161,239	166,538
变动 (%)	-	72	24	8	3
净利润 (人民币 百万)	(4,643)	778	2,264	3,450	4,111
全面摊薄每股收益 (人民币)	(0.343)	0.058	0.167	0.238	0.283
变动 (%)	-	(116.7)	191.1	41.9	19.2
原先预测摊薄每股收益 (人民币)	-	-	0.158	0.221	-
调整幅度 (%)	-	-	6.0	7.4	N/A
核心每股收益 (人民币)	(0.343)	0.058	0.167	0.238	0.283
变动 (%)	-	(116.7)	191.1	41.9	19.2
全面摊薄市盈率 (倍)	N/M	105.33	36.58	25.67	21.59
核心市盈率 (倍)	N/M	105.33	36.58	25.67	21.59
每股现金流量 (人民币)	N/M	0.53	0.60	0.80	0.83
价格/每股现金流量 (倍)	N/M	11.5	10.2	7.6	7.4
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	44.98	39.24	14.33	10.97	9.74
每股股息 (人民币)	0.000	0.011	0.033	0.048	0.057
股息率 (%)	0.0	0.1	0.3	0.4	0.5

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

唱响春天的故事 - 电解铝价格回暖有望延续

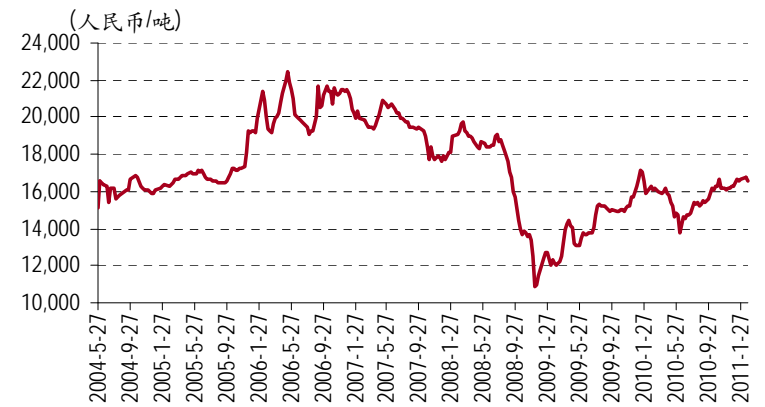
金融危机后全球电解铝价格走出了大幅跳水的态势。2009 年后随着全球经济的复苏，电解铝价格持续回暖。特别是 2011 年初 LME 电解铝价格更是创出了近 29 个月的新高。

图表 2. LME 铝价走势



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 3. 大陆现货市场铝价走势

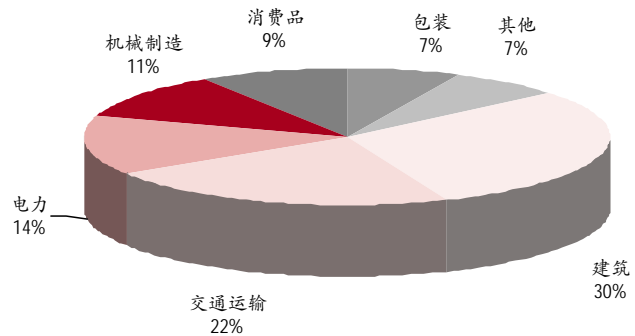


资料来源：公司数据，中银国际研究

我国电解铝的下游主要是建筑、交运、电力和机械制造等。据中国铝业数据显示，2010 年全球原铝虽然仍处于过剩的局面，但电解铝消费量同比增速高达 19.6%，远超产量 11.2% 的增速。

“十二五”期间，我国保障房和高铁建设将掀起高潮，同时汽车等行业也将继续增长，因此可以预计未来铝的需求将会保持较快增长。

图表 4. 中国铝下游需求



资料来源：安泰科，中银国际研究

同时值得注意的是据上海有色网 2 月 14 日消息，铝的 ETF 将会很快推出。铝 ETF 的推出将增加市场对铝的投资性需求，推动铝价的回暖。

此外目前铜价已长期处于高位盘整的态势，铜价的高企促使各国加快研制和推广铜的替代品。据美国铝业研究报告称，中国等发展中国家已加快使用铝替代铜。

基于对铝消费乐观的预期，我们上调了未来电解铝的价格预测：

图表 5. 电解铝价格预测

(人民币/吨)	2011E	2012E	2013E
原假设	15,050	16,550	-
最新假设	16,990	17,360	17,360
变动(%)	13	5	-

资料来源：中银国际研究部

氧化铝新定价机制呼之欲出

目前多数第三方氧化铝售价大多根据伦敦金融交易所（LME）铝价的一定比例来确定（目前一般是三月期铝价的 17%-18%）。这种将氧化铝和电解铝价格相挂钩的机制未能真实反映氧化铝的供需状况和生产成本，尤其是铝土矿成本。

铝土矿是氧化铝的主要原材料之一，每吨氧化铝约消耗 2.5-3 吨铝土矿，近几个月内铝土矿成本在氧化铝总成本的 30% 附近。我们注意到最近 5 个月内中国铝业氧化铝出厂价在 2,900-3,000 元/吨，而与此同时铝土矿价格却处于稳步提升的阶段。据亚洲金属网数据，铝土矿价格已经在过去半年内上涨了近 10%，我国从印尼进口的铝土矿已从 42.5 美元/吨攀升至 47 美元/吨。铝土矿、人工等主要成本的走高打压了氧化铝企业的盈利空间。

根据上海金属网信息，从 2010 年年初至今全球包括力拓、美铝等各大主要氧化铝供应商纷纷对外释放将逐步采取新的氧化铝“指数化”定价机制的信息。我们估计该机制有望逐步实施。变革后的氧化铝的定价模式价格一是要反映供需面，二是反映成本的变化。指数定价机制使得氧化铝长协价格与现货市场价格趋向靠拢。通过指数定价，氧化铝合同价格跟随了现货价格的趋势，但又同时消除了短期内现货市场价格的大幅波动。我们认为氧化铝新定价机制将推高氧化铝的售价，由此我们调整未来公司氧化铝价格的预测：

图表 6. 氧化铝价格预测

(人民币/吨)	2011E	2012E	2013E
原假设	2,517	2,769	-
最新假设	3,000	3,150	3,150
变动 (%)	19	14	-

资料来源：中银国际研究部

氧化铝和电解铝项目陆续投产，巩固公司龙头地位

公司遵义和重庆氧化铝分公司各 80 万吨氧化铝项目于 2010 年底建成投产，2011 年公司氧化铝产能有望增长 13% 至 1,380 万吨。

此外公司连城分公司 38 万吨和甘肃华鹭 7 万吨电解铝产能将于 2011 年建成，届时公司电解铝产能将增长 11.25% 至 450 万吨。

重启非公开增发项目进一步巩固氧化铝龙头地位

2011 年 1 月 31 日中国铝业发布了非公开增发预案，将非公开发行不超过 10 亿 A 股，募集资金投入以下项目：

图表 7.2011 年 1 月非公开募投项目预案

项目名 (人民币, 亿元)	资金需要数量	募集资金拟投入数量	项目内容	预计建设期 (年)
中国铝业兴县氧化铝项目	52.30	48.00	建设 80 万吨冶金级氧化铝产能	2
中国铝业中州分公司选矿拜耳法系统扩建项目	29.92	24.00	新增 70 万吨氧化铝产能	2
补充流动资金	18.00	90.00		

资料来源：公司数据，中银国际研究部

此次非公开增发的两个氧化铝项目基本和 2009 年 6 月公司非公开项目相一致。此次公司再次重启这一非公开增发项目彰显了公司继续做大氧化铝产业的决心，并进一步巩固公司全国最大、全球第二大氧化铝生产商的地位。我们预计，募投项目建成达产后公司氧化铝产能将从目前的约 1,380 万吨增加约 11% 至 1,530 万吨。

多元化发展大迈步—涉足铁矿石和煤矿

为贯彻公司业务多元化的战略目标，实现公司战略转型和提高整体竞争力，公司于 2010 年中起正式涉足铁矿石和煤炭两大产业，以期通过改变业务结构，分散投资风险，达到提升盈利能力的目的。

2010 年 7 月 29 日公司公告，将与力拓 (Rio Tinto) 共同出资成立新公司以共同开发位于非洲几内亚的西芒杜优质露天煤矿。其中中国铝业将出资 13.5 亿美金，在新的合资子公司中占据 47% 的股权。基于 JORC 标准，西芒杜项目拥有推断的铁矿石资源量总计大约为 22.5 亿公吨，铁矿石的品位预计为 66%-67% 之间。

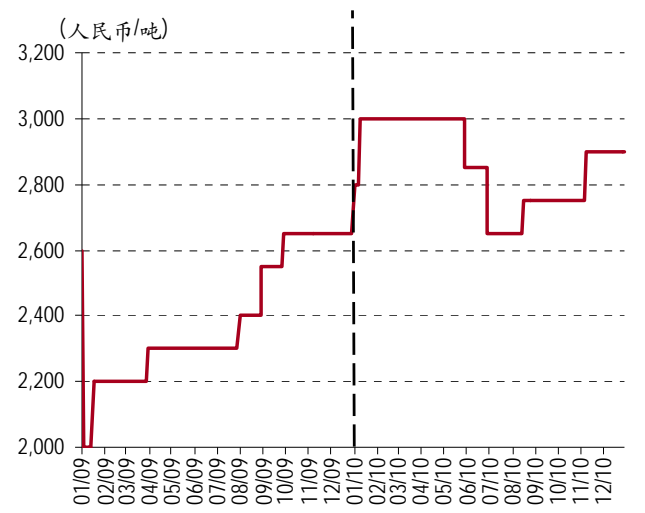
公司 2010 年 10 月 28 日公告称，中国铝业股份公司和附属企业山西铝厂共同出资参与成立山西介休鑫峪沟煤业，以参与山西省内煤炭企业的整合。其中中国铝业股份公司将持股 34%，山西铝业持股 16%，即中国铝业将通过直接和间接方式控股介休鑫峪沟煤业 50% 的股份。介休鑫峪沟煤业拥有保有资源储量约 3 亿吨，全部为国内稀缺资源优质主焦煤，可开采约 75 年。

2010 年业绩扭亏为盈

2010 年公司业绩扭亏为盈主要依靠氧化铝和电解铝等产品价格和销量的提升，内部挖潜大幅度压缩管理费用，以及营业外利润的增长（包括固定资产处置利得，政府补助以及出售上市公司焦作万方股份等）。

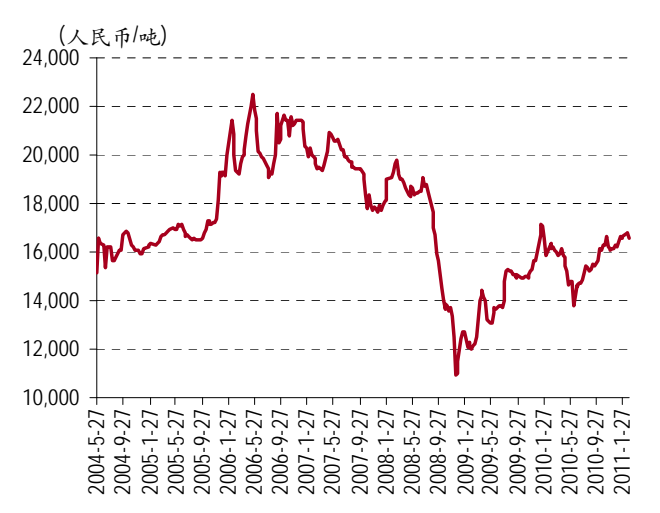
2010 年中国铝业氧化铝含税价虽然随市多次提价和降价，但均价仍高达 2,787 元/吨，同比抬升近 21.9%。此外公司 2010 年电解铝含税价也同比上涨 14.4% 至 15,793 元/吨。值得注意的是公司 2010 年氧化铝和电解铝业务毛利率也分别创下 2008 年以来的高点。

图表 8. 中国铝业氧化铝含税价



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 9. 大陆现货市场铝价走势



资料来源：公司数据，中银国际研究

11 年氧化铝产量仍有较大增长

据公司 2010 年年报数据，公司 2010 年生产氧化铝 1,089 万吨，同比上升 30.2%；电解铝产量 432 万吨，同比上扬 11.6%；铝加工材 72 万吨，同比攀升近 44%。

在此基础上，公司规划 2011 年氧化铝产量同比增长约 18.1% 至 1,280 万吨，电解铝产量同比增长约 4.86% 至 452.5 万吨。

大力控制成本

同时值得注意的是,公司在2009年全球铝业市场陷入冰点时起大力挖掘自身潜力,通过推行内部离岗退养计划和积极压缩可控费用等方法大幅压缩管理费用。2010年公司管理费用减少3.62亿元人民币,同比下降12.86%。据我们估算,2010年管理费用的压缩为公司贡献税后每股盈利约0.038元。

此外包括固定资产处置利得和政府补助在内的营业外收入同比大幅增长236%,为公司增加税前利润近3亿元。

图表 10.10 年业绩摘要

(人民币, 百万)	2009	2010	同比变化(%)
销售收入	70,268	120,995	72.2
销售成本	69,046	113,188	63.9
营业税	279	342	22.5
毛利润	943	7,464	691.6
其他营业收入	(34)	56	
分销费用	1,265	1,573	24.4
管理费用	2,816	2,454	(12.9)
资产减值损失	670	891	33.0
经营利润	(3,842)	2,602	(167.7)
财务费用	2,169	2,536	16.9
投资收入	492	879	78.7
其它非经营性收入	129	435	236.3
税前利润	(5,391)	1,380	(125.6)
税金	(708)	411	(158.1)
少数股东权益	(37)	191	(620.8)
净利润	(4,646)	778	(116.7)
全面摊薄每股收益	(0.344)	0.06	(116.7)
盈利能力 (%)			
毛利率	1.3	6.2	
经营利润率	(5.5)	2.2	
净利率	(6.6)	0.6	

资料来源: 公司数据

上调中国铝业盈利预测

我们相信在全球经济复苏的过程中,电解铝价格将会得到较好支撑。

而我们认为氧化铝新价格机制将使中国铝业受益,但电力和燃料等成本随煤、石油等各类资源价格的上涨而持续攀升,而人工成本也将在未来有一定的上涨。总体而言我们认为未来公司电解铝业务盈利会受成本上升影响,相对而言氧化铝业务盈利则更为乐观。

我们假设公司 2012 年将完成非公开增发 10 亿 A 股的计划，综合考虑我们上调了电解铝和氧化铝价格预测，我们将公司 2011-2012 年盈利预测调整至 0.167 和 0.238 元，即分别上调 6.0% 和 7.4%。

维持 A 股持有评级，上调 H 股评级至持有

考虑到公司经历了 2009 年的巨幅亏损后，目前仍在盈利复苏期中，因此出于谨慎考虑我们给予中国铝业 A 股 3 倍的 2011 年市净率估值（较 A 股铝业上市公司均值有近 18% 的折价），对应的目标价上调约 23% 至 11.90 元人民币。维持 A 股**持有**评级。

图表 11.A 股铝业上市公司估值（2011 年 3 月 23 日）

证券简称	证券代码	收盘价	每股收益(元/股)			市盈率(倍)		市净率(倍)	
			2009	2010E	2011E	2010E	2011E	2010E	2011E
云铝股份	000807.SZ	12.370	0.04	0.02	0.16	618.5	77.3	3.69	3.54
中孚实业	600595.SS	11.480	0.47	0.25	0.32	45.9	35.9	4.67	4.17
焦作万方	000612.SZ	20.370	0.40	0.24	0.90	84.5	22.6	3.99	3.26
平均			0.30	0.17	0.46	65.2*	29.3	4.12	3.66
中国铝业	601600.SS	11.160	(0.34)	0.06	0.17	186.0	67.2	2.88	2.76

资料来源：中银国际研究部；*指剔除云铝股份

2010 年 10 月初至 2011 年 3 月 23 日共约 6 个月中，A 和 H 股同时上市的三家有色金属企业：江西铜业（600362.SS/人民币 39.67；0358.HK/港币 23.90，买入），中国铝业和紫金矿业（601899.SS/人民币 7.87，未有评级；2899.HK/港币 6.00，买入），H 股股价相对 A 股股价有约 30%-50% 的折价。考虑到市场对各公司 A 股和 H 股的折价有所区别，因此我们以 1.70 倍 2011 年市净率（即 H 股相对 A 股折价 43%）给予中国铝业 H 股估值，相对应的 H 股股价为 7.90 元港币（上调约 72%）。我们将 H 股评级上调为**持有**。

图表 12. A/H 股有色金属公司股价

证券简称	A 股		H 股		H/A 股股价比*(%)
	证券代码	证券代码	A 股价(人民币)	H 股股价(港币)	
江西铜业	600362.SS	358.HK	40.40	24.312	50.85
中国铝业	601600.SS	2600.HK	10.98	7.491	57.65
紫金矿业	601899.SS	2899.HK	8.40	6.983	70.20
平均					59.60

资料来源：中银国际研究部，*计入汇率因素，10 年 10 月初-11 年 3 月 23 日均价

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	70,268	120,995	149,962	161,239	166,538
销售成本	(69,046)	(113,188)	(139,806)	(149,311)	(154,084)
经营费用	1,502	1,759	(249)	(149)	16
息税折旧前利润	2,725	9,565	9,908	11,779	12,471
折旧及摊销	(6,075)	(6,084)	(5,383)	(5,736)	(5,876)
经营利润(息税前利润)	(3,351)	3,481	4,525	6,042	6,595
净利息收入(费用)	(2,169)	(2,536)	(1,359)	(1,353)	(1,021)
其他收益/(损失)	129	435	144	236	272
税前利润	(5,391)	1,380	3,310	4,926	5,846
所得税	708	(411)	(827)	(1,231)	(1,462)
少数股东权益	37	(191)	(218)	(244)	(273)
净利润	(4,646)	778	2,264	3,450	4,111
核心净利润	(4,646)	778	2,264	3,450	4,111
每股收益(人民币)	(0.344)	0.058	0.167	0.238	0.283
核心每股收益(人民币)	(0.344)	0.058	0.167	0.238	0.283
每股股息(人民币)	0.000	0.011	0.033	0.048	0.057
收入增长(%)	n.a.	72	24	8	3
息税前利润增长(%)	n.a.	(204)	30	34	9
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	251	4	19	6
每股收益增长(%)	n.a.	(117)	191	42	19
核心每股收益增长(%)	n.a.	(117)	191	42	19

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	7,935	9,496	11,997	13,222	14,156
应收帐款	1,417	1,288	2,399	2,902	3,331
库存	20,423	21,780	25,165	28,369	30,817
其他流动资产	6,558	8,760	14,768	16,875	18,513
流动资产总计	36,334	41,324	54,329	61,368	66,816
固定资产	70,200	72,722	77,940	76,030	72,195
无形资产	4,993	5,215	5,072	4,930	4,787
其他长期资产	22,448	22,061	17,649	17,966	19,059
长期资产总计	97,641	99,997	100,661	98,926	96,040
总资产	133,975	141,322	154,990	160,294	162,856
应付帐款	4,441	4,339	8,388	8,959	9,245
短期债务	22,993	20,590	19,165	6,268	2,163
其他流动负债	12,596	30,805	36,614	43,327	49,033
流动负债总计	40,030	55,734	64,168	58,554	60,441
长期借款	25,899	18,808	20,636	22,465	23,606
其他长期负债	12,465	9,594	10,931	6,795	2,768
股本	13,524	13,524	13,524	14,524	14,524
储备	36,876	38,084	39,933	51,914	55,203
股东权益	50,401	51,608	53,458	66,438	69,727
少数股东权益	5,180	5,579	5,797	6,041	6,314
总负债及权益	133,975	141,322	154,990	160,294	162,856
每股帐面价值(人民币)	3.73	3.82	3.95	4.57	4.80
每股有形资产(人民币)	3.36	3.43	3.58	4.23	4.47
每股净负债/(现金)(人民币)	3.03	2.21	2.06	1.07	0.80

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	(5,391)	1,380	3,310	4,926	5,846
折旧与摊销	6,075	6,084	5,383	5,736	5,876
净利息费用	2,238	2,581	1,359	1,353	1,021
运营资本变动	3,696	14,409	9,838	(2,814)	(6,375)
税金	708	(411)	(827)	(1,231)	(1,462)
其他经营现金流	(8,033)	(16,940)	(10,937)	3,695	7,182
经营活动产生的现金流	(706)	7,104	8,125	11,665	12,088
购买固定资产净值	(9,906)	(8,380)	(5,225)	(3,260)	(2,445)
投资减少/增加	528	991	0	0	0
其他投资现金流	(99)	(871)	(338)	(161)	122
投资活动产生的现金流	(9,477)	(8,260)	(5,563)	(3,421)	(2,323)
净增权益	0	0	0	10,220	0
净增债务	1,678	39	404	(11,068)	(2,965)
支付股息	0	(153)	(453)	(690)	(822)
其他融资现金流	(101)	2,832	(13)	(5,481)	(5,043)
融资活动产生的现金流	1,577	2,718	(61)	(7,019)	(8,830)
现金变动	(8,606)	1,561	2,501	1,225	934
期初现金	16,541	7,935	9,496	11,997	13,222
公司自由现金流	(10,183)	(1,153)	2,563	8,245	9,764
权益自由现金流	(10,675)	(3,651)	2,948	(2,842)	6,785

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	3.9	7.9	6.6	7.3	7.5
息税前利润率	(4.8)	2.9	3.0	3.7	4.0
税前利润率	(7.7)	1.1	2.2	3.1	3.5
净利率	(6.6)	0.6	1.5	2.1	2.5
流动性(倍)					
流动比率	0.9	0.7	0.8	1.0	1.1
利息覆盖率	(1.5)	1.4	3.2	4.3	6.2
净权益负债率(%)	73.8	52.3	46.9	21.4	15.3
速动比率	0.4	0.4	0.5	0.6	0.6
估值(倍)					
市盈率	N/M	194.0	66.7	47.0	39.4
核心业务市盈率	N/M	194.0	66.7	47.0	39.4
目标价对应核心业务市盈率	N/M	206.9	71.1	50.1	42.0
市净率	3.0	2.9	2.8	2.4	2.3
价格/现金流	(213.8)	21.2	18.6	13.9	13.4
企业价值/息税折旧前利润	72.4	19.5	18.6	15.6	14.4
周转率					
存货周转天数	108.0	68.0	61.3	65.4	70.1
应收帐款周转天数	7.4	3.9	4.5	6.0	6.8
应付帐款周转天数	23.1	13.1	15.5	19.6	19.9
回报率(%)					
股息支付率	n.a.	19.7	20.0	20.0	20.0
净资产收益率	(9.2)	1.5	4.3	5.8	6.0
资产收益率	(2.5)	1.7	2.3	2.9	3.1
已运用资本收益率	(3.2)	3.6	4.7	6.1	6.5

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	70,268	120,995	149,962	161,239	166,538
销售成本	(69,079)	(113,188)	(139,806)	(149,311)	(154,084)
经营费用	2,158	1,759	(249)	(149)	16
息税折旧前利润	(3,279)	9,565	9,908	11,779	12,471
折旧及摊销	(6,626)	(6,084)	(5,383)	(5,736)	(5,876)
经营利润(息税前利润)	3,346	3,481	4,525	6,042	6,595
净利息收入/(费用)	(2,138)	(2,536)	(1,359)	(1,353)	(1,021)
其他收益/(损失)	27	435	144	236	272
税前利润	(5,391)	1,380	3,310	4,926	5,846
所得税	711	(411)	(827)	(1,231)	(1,462)
少数股东权益	37	(191)	(218)	(244)	(273)
净利润	(4,643)	778	2,264	3,450	4,111
核心净利润	(4,643)	778	2,264	3,450	4,111
每股收益(人民币)	(0.343)	0.058	0.167	0.238	0.283
核心每股收益(人民币)	(0.343)	0.058	0.167	0.238	0.283
每股股息(人民币)	0.000	0.011	0.033	0.048	0.057
收入增长(%)	(8)	72	24	8	3
息税前利润增长(%)	(279)	(204)	30	34	9
息税折旧前利润增长(%)	(54)	251	4	19	6
每股收益增长(%)	(24,705)	(117)	191	42	19
核心每股收益增长(%)	(24,705)	(117)	191	42	19

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	7,859	9,496	11,997	13,222	14,156
应收帐款	3,203	1,288	2,399	2,902	3,331
库存	20,423	21,780	25,165	28,369	30,817
其他流动资产	4,849	8,760	14,768	16,875	18,513
流动资产总计	36,334	41,324	54,329	61,368	66,816
固定资产	89,661	72,722	77,940	76,030	72,195
无形资产	3,049	5,215	5,072	4,930	4,787
其他长期资产	4,931	22,061	17,649	17,966	19,059
长期资产总计	97,641	99,997	100,661	98,926	96,040
总资产	133,975	141,322	154,990	160,294	162,856
应付帐款	6,172	4,339	8,388	8,959	9,245
短期债务	25,820	20,590	19,165	6,268	2,163
其他流动负债	8,038	30,805	36,614	43,327	49,033
流动负债总计	40,030	55,734	64,168	58,554	60,441
长期借款	37,804	18,808	20,636	22,465	23,606
其他长期负债	560	9,594	10,931	6,795	2,768
股本	13,524	13,524	13,524	14,524	14,524
储备	36,876	38,084	39,933	51,914	55,203
股东权益	50,401	51,608	53,458	66,438	69,727
少数股东权益	5,180	5,579	5,797	6,041	6,314
总负债及权益	133,975	141,322	154,990	160,294	162,856
每股帐面价值(人民币)	3.73	3.82	3.95	4.57	4.80
每股有形资产(人民币)	3.50	3.43	3.58	4.23	4.47
每股净负债/(现金)(人民币)	4.12	2.21	2.06	1.07	0.80

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	(5,391)	1,380	3,310	4,926	5,846
折旧与摊销	6,626	6,084	5,383	5,736	5,876
净利息费用	2,138	2,581	1,359	1,353	1,021
运营资本变动	(4,337)	14,409	9,838	(2,814)	(6,375)
税金	(201)	(411)	(827)	(1,231)	(1,462)
其他经营现金流	(2,706)	(16,940)	(10,937)	3,695	7,182
经营活动产生的现金流	(3,872)	7,104	8,125	11,665	12,088
购买固定资产净值	(10,297)	(8,380)	(5,225)	(3,260)	(2,445)
投资减少/增加	39	991	0	0	0
其他投资现金流	0	(871)	(338)	(161)	122
投资活动产生的现金流	(10,259)	(8,260)	(5,563)	(3,421)	(2,323)
净增权益	0	0	0	10,220	0
净增债务	5,291	39	404	(11,068)	(2,965)
支付股息	(59)	(153)	(453)	(690)	(822)
其他融资现金流	460	2,908	(13)	(5,481)	(5,043)
融资活动产生的现金流	5,692	2,794	(61)	(7,019)	(8,830)
现金变动	(8,439)	1,637	2,501	1,225	934
期初现金	16,297	7,859	9,496	11,997	13,222
公司自由现金流	(14,131)	(1,153)	2,563	8,245	9,764
权益自由现金流	(8,839)	(3,651)	2,948	(2,842)	6,785

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	3.9	7.9	6.6	7.3	7.5
息税前利润率	(4.8)	2.9	3.0	3.7	4.0
税前利润率	(7.7)	1.1	2.2	3.1	3.5
净利率	(6.6)	0.6	1.5	2.1	2.5
流动性(倍)					
流动比率	0.9	0.7	0.8	1.0	1.1
利息覆盖率	(1.5)	1.4	3.2	4.3	6.2
净权益负债率(%)	73.8	52.3	46.9	21.4	15.3
速动比率	0.4	0.4	0.5	0.6	0.6
估值(倍)					
市盈率	N/M	105.33	36.58	25.67	21.59
核心业务市盈率	N/M	105.33	36.58	25.67	21.59
目标价对应核心业务市盈率	N/M	115.86	40.24	28.24	23.75
市净率	1.64	1.60	1.55	1.34	1.27
价格/现金流	N/M	11.5	10.2	7.6	7.4
企业价值/息税折旧前利润	(44.98)	39.24	13.71	10.75	9.52
周转率					
存货周转天数	108.0	68.0	61.3	65.4	70.1
应收帐款周转天数	7.4	3.9	4.5	6.0	6.8
应付帐款周转天数	23.1	13.1	15.5	19.6	19.9
回报率(%)					
股息支付率	n.a.	19.7	20.0	20.0	20.0
净资产收益率	(9.2)	1.5	4.3	5.8	6.0
资产收益率	(2.5)	1.7	2.3	2.9	3.1
已运用资本收益率	(3.2)	3.6	4.7	6.1	6.5

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。

本报告期内含保密信息，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