

2011年3月29日

海螺水泥

业绩与市场预期基本一致

买入

A

600585.SS - 人民币 39.19

目标价格: 人民币 53.00 (▲31.50)

买入(▲持有)

H

0914.HK - 港币 43.55

目标价格: 港币 59.00 (▲35.80)

根据中国会计准则, 2010年海螺水泥的归属于母公司股东净利润同比增长74.1%至61.7亿人民币, 收入同比增长37.9%至340.36亿人民币。根据国际会计准则, 海螺水泥的归属于母公司股东净利润同比增长38%至345.08亿人民币, 收入同比增长75.8%至61.6亿人民币。业绩符合目前市场的预期。考虑到2011年海螺所处主要经营区域产能释放大幅放缓, 水泥价格维持高位的预期较明确。我们维持A股买入评级, 上调目标价至53.00元; 上调H股评级至买入, 上调目标价至59.00港币。

李攀

(8610) 6622 9073

pan.li@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300207090249

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(%)	32	13	40	78
相对新华富时A50指数(%)	27	11	33	88

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)	3,533
流通股(%)	58
流通股市值(人民币 百万)	80,303
3个月日均交易额(人民币 百万)	770
净负债比率(%) (2010E)	18
主要股东(%)	
海螺集团	36

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

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

- 年报水泥和熟料净销量 1.37 亿吨, 较上年同期增长 15.89%。
- 主要区域水泥价格受限电因素触发稳步上扬, 受供需关系改善和协同影响, 目前价格预计将维持在高位。
- 成本控制措施得力, 公司三项费用率下降了 1.51%。

评级面临的主要风险

- 受地产调控影响, 需求增长低于预期的风险

估值

- 我们调整 2011-2013 年 A 股盈利预测为 3.312、4.366 和 5.189 元, 调整 2011-2013 年 H 股盈利预测为 3.316、4.371 和 5.195 元。我们维持 A 股买入评级不变, 同时上调 H 股评级至买入。我们上调 A 股目标价至 53.00 元, 对应 2011 年 16 倍目标市盈率; 上调 H 股目标价至 59.00 港币, 对应 2011 年 15 倍目标市盈率。

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)	24,998	34,508	49,079	61,270	71,855
变动(%)	3	38	42	25	17
净利润(人民币 百万)	3,544	6,171	11,701	15,425	18,334
全面摊薄每股收益(人民币)	2.007	1.747	3.312	4.366	5.189
变动(%)	36.0	(12.9)	89.6	31.8	18.9
市场预期每股收益(人民币)	-	1.552	2.192	2.752	-
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	1.749	2.269	-
调整幅度(%)	-	-	89.4	92.4	N/A
核心每股收益(人民币)	1.907	1.652	3.192	4.233	5.049
变动(%)	40.8	(13.4)	93.2	32.6	19.3
全面摊薄市盈率(倍)	19.5	22.4	11.8	9.0	7.6
核心市盈率(倍)	20.5	23.7	12.3	9.3	7.8
每股现金流量(人民币)	3.98	1.70	4.31	5.57	6.58
价格/每股现金流量(倍)	9.8	23.0	9.1	7.0	6.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	12.0	14.8	8.1	5.9	4.6
每股股息(人民币)	0.350	0.300	0.828	1.092	1.557
股息率(%)	0.9	0.8	2.1	2.8	4.0

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(%)	19	17	24	75
相对恒生中国企业指数(%)	18	14	19	68

资料来源: 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)	24,998	34,508	48,853	60,988	71,524
变动(%)	-	38	42	25	17
净利润(人民币 百万)	3,506	6,163	11,713	15,441	18,352
全面摊薄每股收益(人民币)	1.985	1.745	3.316	4.371	5.195
变动(%)	-	(12)	90	32	19
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	2.5	3.5	4.5
调整幅度(%)	-	-	32.6	24.9	15.4
全面摊薄市盈率(倍)	18.5	21.0	11.1	8.4	7.1
每股现金流量(人民币)	3.688	1.502	4.142	5.451	6.473
价格/每股现金流量(倍)	9.9	24.4	8.8	6.7	5.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	21.3	16.9	7.4	5.4	4.2
每股股息(人民币)	0.350	0.300	0.828	1.092	1.557
股息率(%)	0.7	0.6	1.6	2.1	3.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

图表 2.业绩摘要(A股)

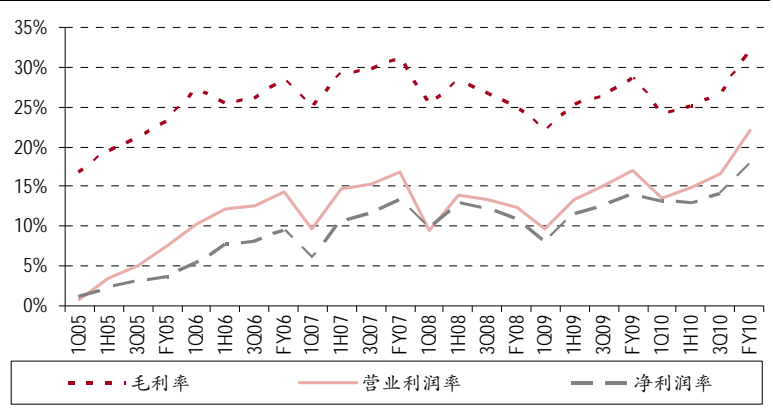
(人民币, 百万)	FY09	FY 10	同比变动%
营业收入	24,998	34,508	38.0
营业成本	(17,865)	(23,437)	31.2
营业税金及附加	(134)	(163)	21.5
销售费用	(1,420)	(1,546)	8.9
管理费用	(976)	(1,254)	28.5
财务费用	(356)	(481)	34.9
资产减值损失	(2)	(40)	n.m
公允价值变动	0	2	n.m
投资收益	16	27	71.0
营业利润	4,260	7,616	78.8
营业外收入	257	489	90.2
营业外支出	(41)	(27)	(33.9)
利润总额	4,477	8,078	80.5
所得税费用	(815)	(1,724)	111.6
净利润	3,662	6,354	73.5
少数股东损益	(118)	(183)	55.6
归属于母公司所有者的净利润	3,544	6,171	74.1

资料来源: 公司数据、中银国际研究

盈利预测及估值。年报业绩与市场预期基本一致。考虑到2011年海螺所处主要经营区域产能释放大幅放缓,预计水泥价格将维持高位。我们调整2011-2013年A股盈利预测为3.312、4.366和5.189元,调整2011-2013年H股盈利预测为3.316、4.371和5.195元。我们维持A股买入评级不变,同时上调H股评级至**买入**。我们上调A股目标价至53.00元,对应2011年16倍目标市盈率;上调H股目标价至59.00港币,对应2011年15倍目标市盈率。

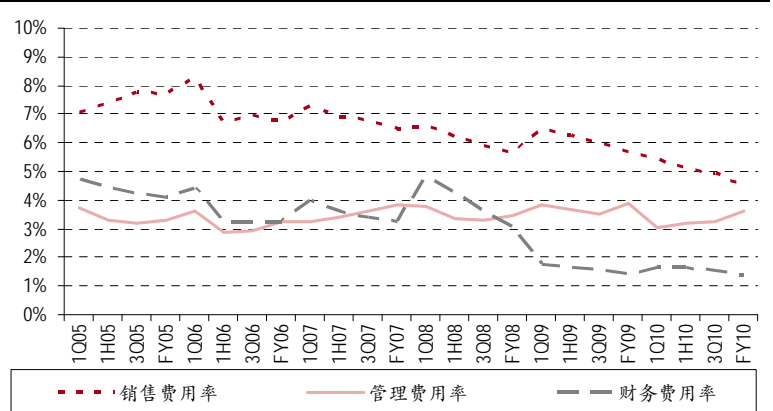
年报业绩同比增长74.1%。根据中国会计准则,2010年海螺水泥的归属于母公司股东净利润同比增长74.1%至61.7亿人民币,收入同比增长37.9%至340.36亿人民币。根据国际会计准则,海螺水泥的收入同比增长38%至345.08亿人民币,归属于母公司股东净利润同比增长75.8%至61.6亿人民币。该业绩基本符合市场预期。公司实现水泥和熟料净销量1.37亿吨,较上年增长15.89%。受限电因素影响,第四季度公司主要区域水泥价格大幅上涨,因此吨毛利水平有了明显的提高。产品分类来看,42.5和32.5级的水泥毛利率分别上升4.39%及5.63%,熟料的毛利率上升0.62%,且熟料在销售额中的比例上升了3.45%。成本控制措施得力,公司三项费用率下降了1.51%。2010年公司完成资本开支93亿元。2011年,公司计划安排资本性支出约90亿元,稳步推进祁阳海螺等新建水泥熟料生产线、礼泉海螺等续建水泥熟料生产线和芜湖海螺、铜陵海螺等3条日产12,000水泥熟料生产线及其配套的余热发电项目的建设,预计全年将新增熟料产能约3,180万吨,水泥产能约2,690万吨,新增余热发电装机容量约166MW。

图表 3. 主要利润率趋势



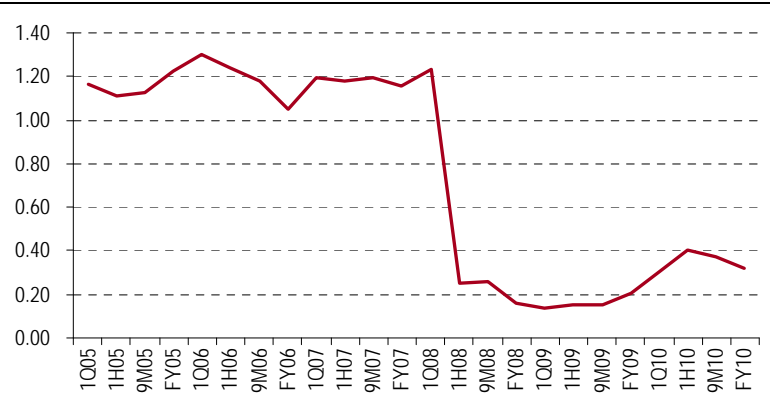
资料来源：公司数据

图表 4. 主要费用率趋势



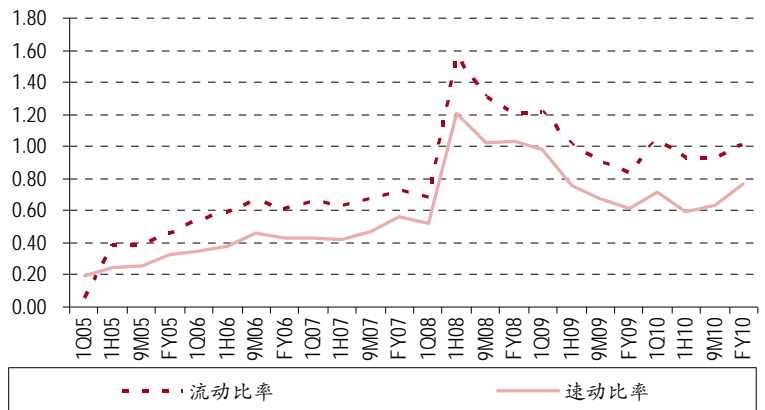
资料来源：公司数据

图表 5. 净负债权益比率趋势



资料来源：公司数据

图表 6. 流动比率和速动比率趋势



资料来源：公司数据

图表 7. 华东水泥价格变动



资料来源：数字水泥网

图表 8. 华南水泥价格变动



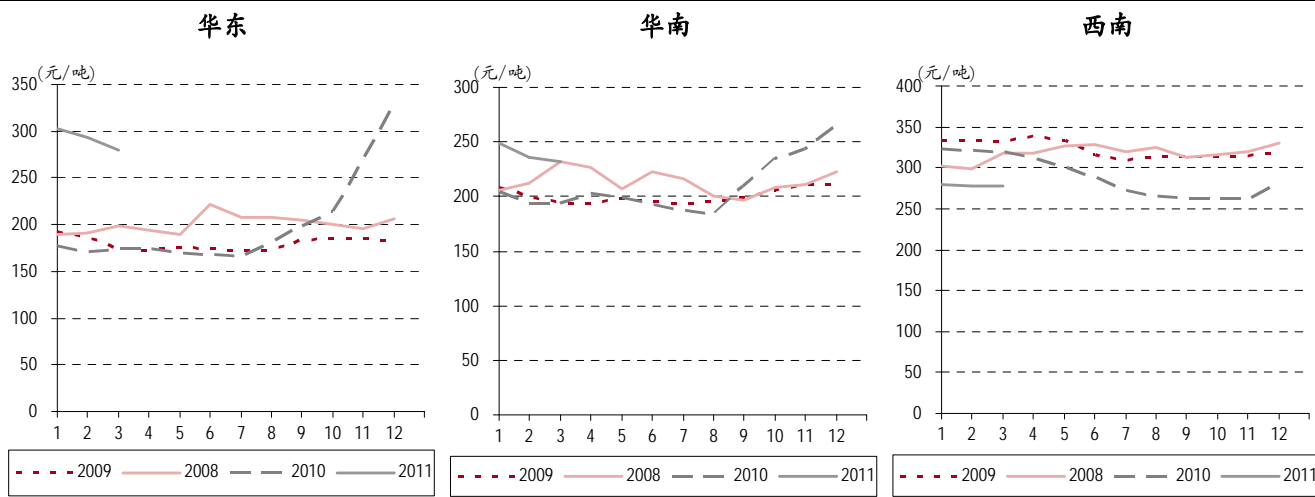
资料来源：数字水泥网

图表 9. 西南地区水泥价格变动



资料来源: 数字水泥网

图表 10. 水泥与煤炭价差



资料来源: 数字水泥网

余热发电及垃圾处理项目进展。2010年, 公司共有平凉海螺、达州海螺、临湘海螺等 11 套余热发电机组投入运行, 新增余热发电装机容量 108MW, 全年余热发电并网电量约 36 亿千瓦时。截至 2010 年底, 公司已累计建成 43 套余热发电机组, 总装机容量达 623MW。同时, 铜陵海螺利用日产 5,000 吨熟料生产线处理城市生活垃圾工程正式投入运行, 日处理生活垃圾 300 吨。

产能扩张进展。2010年达州海螺、广元海螺、重庆海螺、临湘海螺等 14 条 5,000t/d 熟料生产线, 以及平凉海螺、达州海螺、赣江海螺等 37 台水泥磨建成投产, 新增熟料产能 2,520 万吨、水泥产能 4,010 万吨。截至 2010 年底, 公司熟料产能达 1.3 亿吨, 水泥产能达 1.5 亿吨。2010 年全年, 公司共生产熟料 1.15 亿吨, 同比增长 18%; 生产水泥 1.1 亿吨, 同比增长 12%。

水泥行业展望。

来自《数字水泥》和《中国建材报》的数据显示，2010年，国家对保障性住房建设及高速铁路、能源基地等基础设施的投资增加，促进水泥需求同比增长15.53%。同时，注重调整经济结构和优化产业升级，继续限制水泥项目审批，加快落后水泥产能淘汰，水泥行业投资增速明显放缓，全年水泥投资同比仅增长3.19%，增速较上年大幅回落了58.6个百分点；新型干法水泥产能比重达到80%；国内前20家水泥企业年熟料生产能力占比已达到45%。总体来说，中国水泥行业结构得到明显优化，集中度不断提高，供求关系持续改善。

根据国务院2011年1号文件《关于加快水利改革发展的决定》，未来5-10年将加大水利基础设施建设，预计投资将达到4万亿元；同时，国家将加大对保障性住房建设的政策支持和财政支持，计划未来5年内投资建设保障性住房3,600万套，2011年开工建设1,000万套，以改善民生。这一系列政策的实施，都将促进水泥需求的稳定增长。

图表 11. 盈利预测主要假设：

(人民币, 百万)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
吨水泥和熟料毛利 (元)	60	81	114	125	130
吨水泥和熟料净利润 (元)	30	44	68	76	78
水泥产能 (百万吨)	106	150	177	210	235
水泥熟料销量 (百万吨)	118	137	170	202	232
水泥和熟料均价 (元/吨)	209	248	286	300	306
水泥和熟料综合毛利率%	29	32	40	42	42

资料来源：公司数据

图表 12. 历史经营数据-A 股

	2006	2007	2008	2009	2010
产量及产能					
熟料产量(百万吨)	60	70	82	95	115
水泥产量(百万吨)	57	64	77	97	110
熟料产能 (百万吨)	59	69	86	102	130
水泥产能 (百万吨)	65	81	95	106	150
余热发电总装机容量(万千瓦)	4	17	40	52	62
水泥熟料销量(百万吨)	76	87	102	118	137
其中: 内销(百万吨)	62	74	90	111	129
出口(百万吨)	14	13	12	7	8
内销占比(%)	82	85	88	94	94
出口占比(%)	18	15	12	6	6
水泥和熟料销售收入(百万元)	15,246	18,511	23,927	24,684	34,036
其中:32.5	4,793	5,639	6,948	7,497	9,056
42.5	6,940	8,597	11,920	13,310	18,460
熟料	3,513	4,276	5,058	3,877	6,521
其中: 华东	6,580	7,325	10,406	10,100	13,015
中部	3,082	4,637	5,987	7,166	10,073
华南	2,272	3,626	4,716	5,568	7,735
西部			120	394	1,526
出口	3,312	2,923	2,697	1,455	1,687
占比(%)					
其中:32.5	31	30	29	30	27
42.5	46	46	50	54	54
熟料	23	23	21	16	19
其中: 华东	43	40	44	41	38
中部	20	25	25	29	30
华南	15	20	20	23	23
西部			1	2	4
出口	22	16	11	6	5
增长率(%)					
其中: 32.5		18	23	8	21
42.5		24	39	12	39
熟料		22	18	(23)	68
其中: 华东		11	42	(3)	29
中部		50	29	20	41
华南		60	30	18	39
西部				228	287
出口		(12)	(8)	(46)	16
价格					
水泥和熟料平均价格(元/吨)	202	214	234	209	248
出口平均价格(元/吨)	237	225	225	206	209
内销平均价格(元/吨)	194	212	236	209	251
价格增长率(%)					
综合售价		6	10	(11)	19
出口平均价格		(5)	0	(8)	1
内销平均价格		9	11	(11)	20
毛利率(%)					
32.5	—	36	32	32.8	38.4
42.5	—	31	23	27.3	31.7
熟料	30	27	21	25.5	26.1
水泥业务毛利率	29	33	26	29.3	34
水泥和熟料业务综合毛利率	29.5	31.5	25.1	28.7	32.4
水泥和熟料总成本	10,744	12,679	17,921	17,599	23,001
水泥和熟料单位成本(元/吨)	142	147	176	149	168

资料来源: 公司数据

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	24,998	34,508	49,079	61,270	71,855
销售成本	(17,865)	(23,437)	(29,591)	(35,886)	(41,675)
经营费用	(878)	(944)	(1,302)	(1,806)	(2,274)
经营利润(息税前利润)	6,255	10,128	18,185	23,577	27,906
折旧及摊销	(1,652)	(2,019)	(2,457)	(2,795)	(3,123)
息税折旧前利润	4,603	8,108	15,728	20,782	24,784
净利息收入(费用)	(356)	(481)	(871)	(1,071)	(1,265)
其他收益/(损失)	230	451	589	651	683
税前利润	4,477	8,078	15,446	20,362	24,201
所得税	(815)	(1,724)	(3,398)	(4,480)	(5,324)
少数股东权益	(118)	(183)	(347)	(457)	(543)
净利润	3,544	6,171	11,701	15,425	18,334
核心净利润	3,369	5,838	11,277	14,954	17,839
每股收益(人民币)	2.007	1.747	3.312	4.366	5.189
核心每股收益(人民币)	1.907	1.652	3.192	4.233	5.049
每股股息(人民币)	0.350	0.300	0.828	1.092	1.557
收入增长(%)	3	38	42	25	17
息税前利润增长(%)	25	76	94	32	19
息税折旧前利润增长(%)	22	62	80	30	18
每股收益增长(%)	36	(13)	90	32	19
核心每股收益增长(%)	41	(13)	93	33	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	3,573	2,691	7,236	14,381	26,331
应收帐款	3,377	6,770	9,629	12,020	14,097
库存	2,172	2,493	3,148	3,817	4,433
其他流动资产	975	1,274	1,408	1,544	1,670
流动资产总计	10,097	13,228	21,420	31,763	46,531
固定资产	31,954	39,426	47,201	52,928	56,323
无形资产	2,080	2,784	2,787	2,794	2,799
其他长期资产	3,017	4,974	5,077	5,190	5,314
长期资产总计	37,052	47,183	55,065	60,912	64,436
总资产	47,148	60,412	76,485	92,675	110,967
应付帐款	4,832	4,768	6,142	7,487	8,710
短期债务	4,199	3,251	3,851	3,951	4,251
其他流动负债	3,042	5,058	7,124	8,863	10,368
流动负债总计	12,073	13,077	17,116	20,301	23,329
长期借款	5,394	10,971	11,971	11,971	12,171
其他长期负债	379	732	778	825	869
股本	1,766	3,533	3,533	3,533	3,533
储备	26,993	31,470	42,111	54,611	69,089
股东权益	28,760	35,003	45,644	58,144	72,622
少数股东权益	543	629	975	1,433	1,976
总负债及权益	47,148	60,412	76,485	92,675	110,967
每股帐面价值(人民币)	16.28	9.91	12.92	16.46	20.56
每股有形资产(人民币)	15.10	9.12	12.13	15.67	19.76
每股净负债(现金)(人民币)	3.41	3.26	2.43	0.44	(2.80)

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	4,477	8,078	15,446	20,362	24,201
折旧与摊销	1,652	2,019	2,457	2,795	3,123
净利息费用	356	481	871	1,071	1,265
运营资本变动	1,280	(2,886)	(164)	(66)	(48)
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	(736)	(1,682)	(3,398)	(4,470)	(5,310)
经营活动产生的现金流	7,029	6,010	15,212	19,693	23,231
购买固定资产净值	(8,002)	(9,267)	(10,281)	(8,586)	(6,585)
投资减少/增加	(63)	(518)	0	0	0
其他投资现金流	252	(556)	(58)	(66)	(75)
投资活动产生的现金流	(7,813)	(10,341)	(10,339)	(8,652)	(6,660)
净增权益	1	0	0	0	0
净增债务	(1,252)	4,566	1,600	100	500
支付股息	(530)	(618)	(1,060)	(2,925)	(3,856)
其他融资现金流	(614)	(501)	(868)	(1,071)	(1,264)
融资活动产生的现金流	(2,395)	3,447	(328)	(3,896)	(4,621)
现金变动	(3,178)	(884)	4,545	7,145	11,950
期初现金	6,751	3,573	2,689	7,235	14,379
公司自由现金流	(686)	(4,286)	4,892	11,115	16,732
权益自由现金流	(2,389)	(234)	5,602	10,070	15,805

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	25.0	29.3	37.1	38.5	38.8
息税前利润率	18.4	23.5	32.0	33.9	34.5
税前利润率	17.9	23.4	31.5	33.2	33.7
净利率	14.2	17.9	23.8	25.2	25.5
流动性(倍)					
流动比率	0.8	1.0	1.3	1.6	2.0
利息覆盖率	10.1	15.4	17.4	17.9	17.1
净权益负债率(%)	20.5	32.4	18.4	2.6	净现金
速动比率	0.7	0.8	1.1	1.4	1.8
估值(倍)					
市盈率	19.5	22.4	11.8	9.0	7.6
核心市盈率	20.5	23.7	12.3	9.3	7.8
目标价格对应核心市盈率	27.8	32.1	16.6	12.5	10.5
市净率	2.4	4.0	3.0	2.4	1.9
价格/现金流	9.8	23.0	9.1	7.0	6.0
企业价值/息税折旧前利润	12.0	14.8	8.1	5.9	4.6
周转率					
存货周转天数	41.3	36.3	34.8	35.4	36.1
应收帐款周转天数	56.8	53.7	61.0	64.5	66.3
应付帐款周转天数	64.6	50.8	40.6	40.6	41.1
回报率(%)					
股息支付率	17.4	17.2	25.0	25.0	30.0
净资产收益率	13.2	19.4	29.0	29.7	28.0
资产收益率	8.4	11.9	17.9	19.2	19.0
已运用资本收益率	12.5	18.4	28.1	30.3	30.0

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	24,998	34,508	48,853	60,988	71,524
销售成本	(17,971)	(23,566)	(29,591)	(35,886)	(41,675)
经营费用	(2,397)	(2,841)	(3,517)	(4,300)	(5,042)
经营利润(息税前利润)	4,629	8,101	15,744	20,802	24,807
折旧及摊销	(1,605)	0	(2,457)	(2,795)	(3,123)
息税折旧前利润	6,234	8,101	18,202	23,597	27,930
净利息收入(费用)	(353)	(469)	(856)	(1,054)	(1,246)
其他收益/(损失)	232	484	619	691	727
税前利润	4,508	8,115	15,507	20,439	24,288
所得税	(882)	(1,770)	(3,402)	(4,484)	(5,329)
少数股东权益	(121)	(182)	(347)	(457)	(543)
净利润	3,506	6,163	11,758	15,498	18,415
每股收益(人民币)	1.985	1.745	3.316	4.371	5.195
每股股息(人民币)	0.350	0.300	0.828	1.092	1.557
收入增长(%)		38	42	25	17
息税前利润增长(%)		75	94	32	19
息税折旧前利润增长(%)		30	125	30	18
每股收益增长(%)		(12)	90	32	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	3,573	2,689	6,570	13,196	24,704
应收帐款	3,510	6,739	9,584	11,965	14,032
库存	2,172	2,493	3,148	3,817	4,433
其他流动资产	1,254	1,580	1,981	2,391	2,768
流动资产总计	10,509	13,502	21,283	31,370	45,938
固定资产	32,985	40,998	48,774	54,501	57,895
无形资产	476	782	885	992	1,097
其他长期资产	3,034	4,985	5,087	5,200	5,324
长期资产总计	36,495	46,765	54,746	60,692	64,316
总资产	47,004	60,266	76,029	92,063	110,254
应付帐款	4,275	4,002	5,053	6,127	7,116
短期债务	4,199	3,184	3,784	3,884	4,184
其他流动负债	3,599	5,891	7,985	9,854	11,501
流动负债总计	12,073	13,077	16,822	19,865	22,801
长期借款	5,394	10,971	11,971	11,971	12,171
其他长期负债	712	1,110	1,127	1,144	1,160
股本	1,766	3,533	3,533	3,533	3,533
储备	26,521	30,955	41,609	54,125	68,620
股东权益	28,287	34,488	45,142	57,657	72,153
少数股东权益	537	620	967	1,424	1,968
总负债及权益	47,004	60,266	76,029	92,063	110,254
每股帐面价值(人民币)	16	10	13	16	20
每股有形资产(人民币)	16	10	13	16	20
每股净负债/(现金)(人民币)	nm	nm	nm	nm	2

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	4,508	8,115	15,462	20,382	24,225
折旧与摊销	1,605	0	2,457	2,795	3,123
净利息费用	353	469	856	1,054	1,246
运营资本变动	1,322	(1,481)	(739)	(499)	(408)
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	(1,273)	(1,797)	(3,402)	(4,474)	(5,315)
经营活动产生的现金流	6,515	5,306	14,634	19,258	22,870
购买固定资产净值	(7,628)	0	(10,381)	(8,686)	(6,685)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	(185)	(1,904)	(57)	(66)	(75)
投资活动产生的现金流	(7,813)	(1,904)	(10,438)	(8,752)	(6,760)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(1,252)	(1,100)	1,600	100	500
支付股息	(530)	(618)	(1,060)	(2,925)	(3,856)
其他融资现金流	(99)	(469)	(871)	(1,071)	(1,265)
融资活动产生的现金流	(1,881)	(2,188)	(331)	(3,896)	(4,622)
现金变动	(3,178)	1,215	3,866	6,610	11,489
期初现金	6,751	3,573	2,689	6,570	13,196
公司自由现金流	(1,200)	3,447	4,215	10,580	16,272
权益自由现金流	(2,903)	1,833	4,925	9,535	15,345

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	24.9	23.5	37.3	38.7	39.0
息税前利润率	18.5	23.5	32.2	34.1	34.7
税前利润率	18.0	23.5	31.7	33.4	33.9
净利率	14.0	17.9	24.0	25.3	25.7
流动性(倍)					
流动比率	0.9	1.0	1.3	1.6	2.0
净权益负债率(%)	0.2	0.3	0.2	0.0	nm
速动比率	0.7	0.8	1.1	1.4	1.8
估值(倍)					
市盈率	18.5	21.0	11.1	8.4	7.1
市净率	2.3	3.8	2.9	2.2	1.8
价格/现金流	9.9	24.4	8.8	6.7	5.7
企业价值/息税折旧前利润	21.3	16.9	7.4	5.4	4.2
周转率					
存货周转天数	41	36	35	35	36
应收帐款周转天数	59	54	61	64	66
应付帐款周转天数	57	44	34	33	34
回报率(%)					
股息支付率	17.6	17.2	25.0	25.0	30.0
净资产收益率	13.3	19.6	29.4	30.0	28.3
资产收益率	8.1	11.8	17.7	18.9	18.7
已运用资本收益率	12.8	18.6	28.4	30.5	30.2

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