



买入

20%↑

目标价格: 人民币18.00

002408.CH

价格: 人民币 14.99

目标价格基础: 15倍13年市盈率

板块评级: 增持

本报告要点

- 公司产品位于景气低点, 短期内涨价具有上涨空间和动力, 公司业绩弹性大

主要催化剂/事件

- 丁酮价格上涨
- 丁二烯价格上涨
- 公司新装置投产

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	0	5	(5)	2
相对新华富时A50指数	(6)	(6)	(17)	(3)

发行股数(百万)	560.65
流通股(%)	34.29
流通股市值(人民币 百万)	2,881.7
3个月日均交易额(人民币 百万)	58
净负债比率(%) (2012E)	净现金
主要股东(%)	
淄博齐翔石油化工有限公司	63.62

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2012年12月24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

化工: 石油化工

倪晓曼

(8621) 2032 8319

xiaoman.ni@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120010

*王喆为本报告重要贡献者

齐翔腾达

丁酮、丁二烯价差拉大增厚公司明年业绩

公司目前的主要产品丁酮和丁二烯目前都处在盈利低点, 上游LPG价格处于低位, 在苯、天然橡胶涨价的推动下, 预期丁酮和丁二烯价格上涨, 产品价差进一步增长。我们预测公司2010-2013年三年净利润年均复合增长将达到18%, 给予公司15倍2013年市盈率, 目标价为18.00元, 给予公司买入的首次评级。

支撑评级的要点

- 消费税征收新政即将执行, LPG需求受损, 价格将维持在低位。国家税务总局将于明年1月1日执行的液体类石油产品消费税征收政策将会导致山东地区LPG制混合芳烃的装置大面积停产, 使得LPG维持在低位。
- 苯系列原料供给瓶颈, 长期看仍供不应求, 苯价的上涨带动下游产品价格价格上涨。我国苯的自给率仅为41%, 且受到焦化产能总体受限、PX装置政策风险加大等的影响, 供不应求的局面仍将维持。今年苯价大幅上涨, 苯酚丙酮装置面临成本上涨的压力, 预计丙酮价格仍将进一步上涨。
- 丙酮价格上涨支撑丁酮价格上扬。丁酮和丙酮用途相近, 可互相替代。丁酮安全性较高等特点导致价格上较丙酮有一定的溢价。目前上扬的丙酮价格已经与丁酮价格持平, 预计价差将恢复到较为合理的水平。
- 橡胶市场回升将带动丁二烯回暖。到明年1季度末, 公司将拥有15万吨的丁二烯产能, 1,500美元的价位基本上是公司的成本线。在天然橡胶价格回升的带动下, 合成橡胶价格已逐步恢复, 我们预计将进一步传导到丁二烯产品上。

评级面临的主要风险

- 产品价格大幅下滑; 原料价格上涨; 项目进展低于预期。

估值

- 我们预计公司2012-2014年全面摊薄每股收益为0.64元、1.22元和1.47元。考虑到公司仍处在产能扩张的上升通道, 我们给予公司2013年15倍市盈率, 目标价为18.00元, 给予公司**买入**评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	2,360	2,788	3,257	4,101	5,312
变动(%)		18.1	16.8	25.9	29.5
净利润(人民币 百万)	420.0	506.4	357.0	682.1	823.7
全面摊薄每股收益(人民币)	0.75	0.90	0.64	1.22	1.47
变动(%)		20.6	(29.5)	91.1	20.8
市场预期每股收益(人民币)			0.66	1.05	1.30
核心每股收益(人民币)	0.75	0.90	0.64	1.22	1.47
变动(%)		20.6	(29.5)	91.1	20.8
全面摊薄市盈率(倍)	20.0	16.6	23.5	12.3	10.2
核心市盈率(倍)	20.0	16.6	23.5	12.3	10.2
每股现金流量(人民币)	1.50	(0.05)	0.84	1.03	1.20
价格/每股现金流量(倍)	10.0	(299.8)	17.8	14.6	12.5
每股股息(人民币)	0.00	0.00	0.18	0.13	0.24
股息率(%)	0.0	0.0	1.2	0.8	1.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

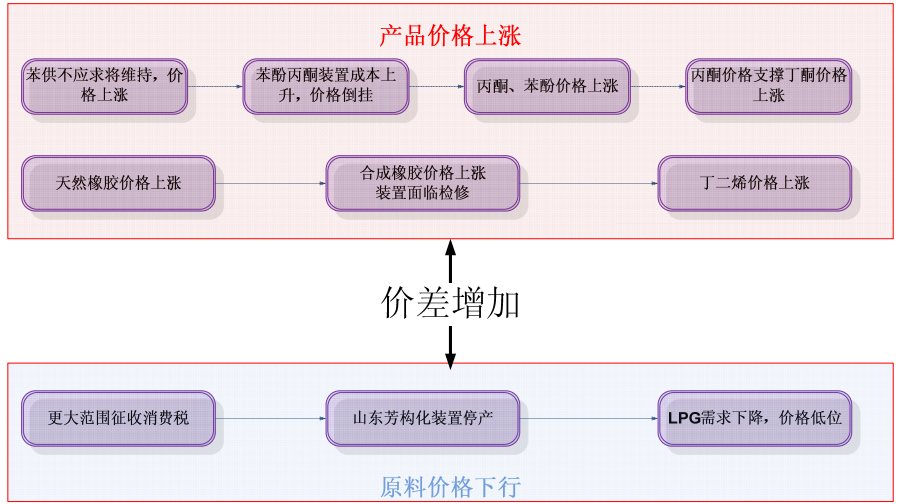
目录

投资逻辑	3
消费税征收新政即将执行, LPG 需求受损	4
苯系列原料供给瓶颈, 长期看仍供不应求	6
苯价上涨推动下游的产品成本上升	7
丙酮价格上涨支撑丁酮价格上扬	8
丁烷法顺酐, 成本优势凸显	10
丁酮、丁二烯价反弹, 公司明年业绩高速增长	11
估值及投资建议	12
研究报告中所提及的有关上市公司	13

投资逻辑

到明年1季度末公司将拥有18万吨丁酮和15万吨丁二烯产能，目前两个产品都在盈利低点。我们预计，上游LPG价格处于低位的情况下，在苯、天然橡胶涨价的推动下，丁酮和丁二烯价格将上涨，产品价差进一步增长。

图表 1. 投资逻辑图



资料来源：公司数据

消费税征收新政即将执行，LPG 需求受损

国家税务总局于 11 月发布 47 号文，调整了消费税的相关政策，将于 2013 年 1 月 1 日起向以原油或其他原料生产加工的在常温常压条件下呈液态状(沥青除外)的所有产品征收消费税。而在之前，非汽油、柴油、石脑油、溶剂油、航空煤油、润滑油和燃料油的部分液体产品以化工产品的名义通过调和的方式进入成品油中。随着这个政策的出台，未来这个缺口将被完全堵死。

目前国内，尤其是山东地区，自 2009 年齐旺达上马第一个芳构化装置后，芳构化装置在各地随之遍地开花，据不完全统计，截止到 2011 年末，山东地区就有 30 家左右，预计 2011 年产量在 160-180 万吨。这个装置主要的生产原料即从 MTBE 中产出的醚后碳四（烯烃含量 40%左右），下游即混合芳烃及清洁气。芳构化装置主要盈利点在混合芳烃（主要用于调油，目前未征收消费税）。我们预计目前混合芳烃 1 吨毛利润在 1,000 元/吨左右。本次近千元的消费税的征收，势必会将规模偏小、资金欠缺的厂家予以重击，相对较大的炼厂也将另谋出路向精细化工转型。

图表 2.石油化工项目消费税

序号	项目	标准税额 (元/L)	实际税额 (元/吨)
1	汽油	1.00	1388
2	柴油	0.80	940.8
3	航空煤油	0.80	996.8
4	石脑油	1.00	1385
5	溶剂油	1.00	1282
6	润滑油	1.00	1126
7	燃料油	0.80	812

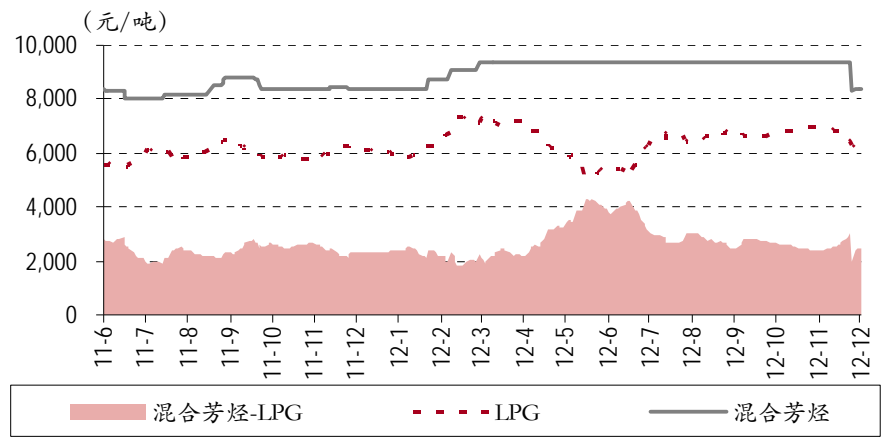
资料来源：中银国际研究

2011 年全国 LPG 产量为 2,181 万吨，山东地区芳构化的需求量约占 8%。LPG 芳构化的操作成本约为 1,500 元左右，如果加上逾千元的消费税，将会出现价格倒挂。山东芳构化装置大批量停车，沿海主要仓储装置中混合芳烃的库存也在不断下降，一些大的芳构化企业在考虑产品转型。

我们认为短期内消费税政策将极大地影响山东地区 LPG 的消费情况，近期山东地区 LPG 价格大幅下挫。我们认为山东地区明年的 LPG 价格将在低位徘徊。

此外，山东地区 LPG 整体供应偏紧的局面将发生改观，也有利于公司进一步扩大原料来源。

图表 3.LPG 和混合芳烃价差



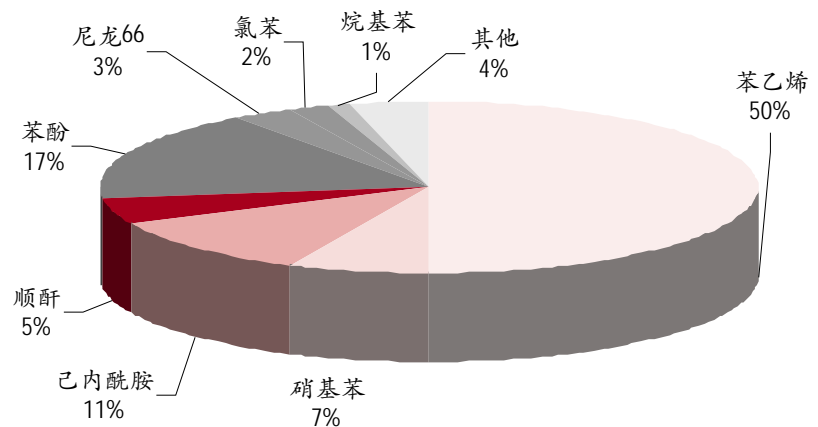
资料来源：百川资讯，中银国际研究

苯系列原料供给瓶颈，长期看仍供不应求

芳烃最主要的来源来自炼厂的催化重整装置，即芳潜含量较高的石脑油等进料，生产出混合芳烃，再通过歧化、抽提等装置生产苯、甲苯和二甲苯产品。乙烯裂解装置也会副产部分芳烃。此外，生产焦炭的过程中会副产焦化苯，焦化苯由于纯度的问题价格上较石油苯有一定的差距，但目前通过大型加氢精致装置的处理后，基本可以满足下游化工装置的需求。

截至 2011 年底，我国的纯苯产能为 980 万吨，其中石油路线的约占 80%。产量为 666，当量消费量为 1,620 万吨，自给率仅为 41%。未来几年苯产能的增长将主要集中在石油苯领域，一些大型的炼化一体化项目的建设，预计到 2015 年我国苯装置的产能将达到 1,375 万吨。

图表 4. 苯消费结构



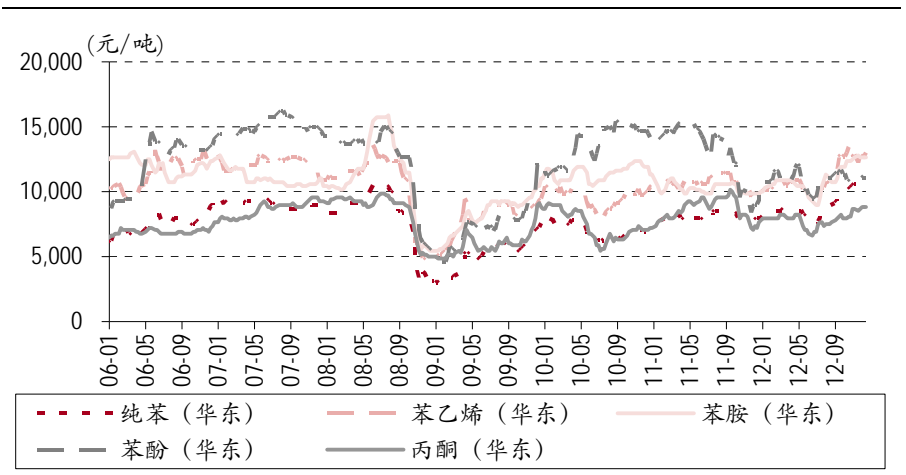
资料来源：中银国际研究

近几年，我国的苯产品供给都偏紧，由于中石化、中石油的大部分产品都自用，市场上能够买到的商品量比较少；加之国内近几年PX项目的风波，预计在短期内新上PX项目的政策风险仍将较大，未来产能的扩张有限；而且焦化行业近些年来严格的产业政策导致产能增长缓慢，上大压小后新上企业都将化产利用作为重点项目发展，我们预计未来苯资源市场供给将更为紧俏。

苯价上涨推动下游的产品成本上升

苯下游的主要产品苯乙烯、苯酚、苯胺等的价格和苯基本同周期波动。受到下游需求的影响，大部分苯下游的装置盈利状况下滑，有些装置目前已出现产品价格倒挂的状况。

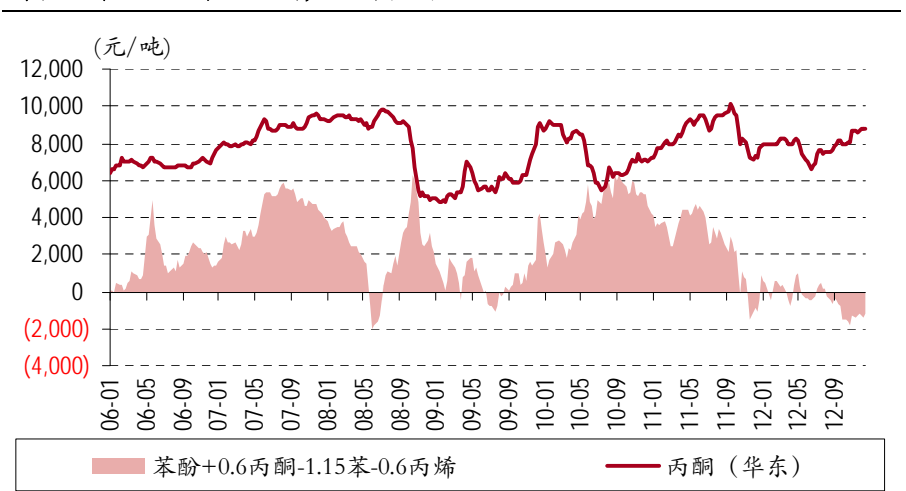
图表 5. 苯及其下游产品价格走势



资料来源：中银国际研究

苯酚丙酮装置是利用苯和丙烯通过共氧化后生成，也是苯酚和丙酮的主要来源。今年以来由于纯苯价格大幅上涨，而苯酚价格长期疲软，导致装置盈利状况很差。尤其是下半年以来，产品价格严重倒挂。这也将进一步推动苯酚和丙酮价格上涨。

图表 6. 苯酚丙酮装置目前产品价格倒挂



资料来源：中银国际研究

丙酮价格上涨支撑丁酮价格上涨

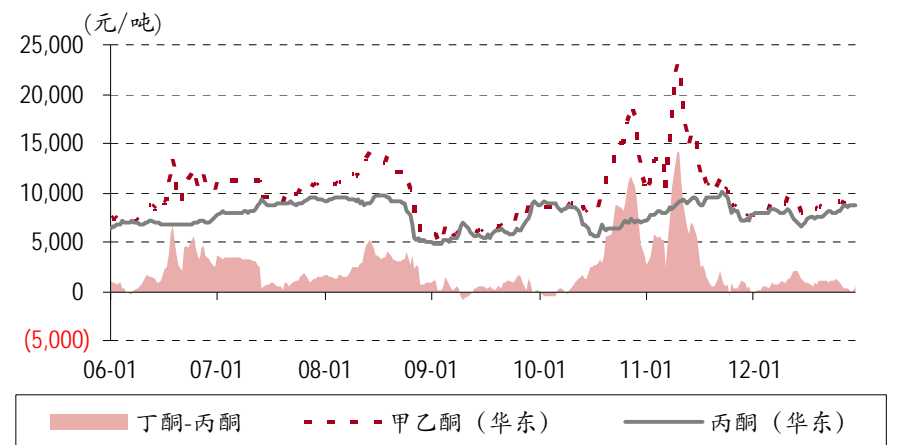
丙酮、丁酮和三苯在涂料和粘合剂大部分领域中可以互相替代，目前国内已立法禁止纯苯溶剂的使用，并对传统涂料的总有机挥发量、溶剂毒性做出了一定限制，苯系溶剂在涂料、粘合剂的领域中的应用比重在下降。而丙酮和丁酮作为传统溶剂的代表，预期未来的市场份额仍将进一步增长。

丁酮与丙酮相比，沸点高（丙酮的沸点很低，易燃，在使用时的要求相对较高），溶解度略差（但是加入部分无水乙醇后可以达到丙酮的效果），相对挥发速度仅低于丙酮，应用领域也侧重在高档溶剂型环保涂料，如聚氨酯涂料、环氧树脂涂料、丙烯酸酯涂料以及乙烯基涂料等溶剂。

观察长期丙酮、丁酮的价格走势可以发现，丁酮价格高于丙酮价格。2010年7月到2011年6月，由于大连港码头爆炸和日本大地震的影响导致丁酮供给紧张，价格大幅上涨。剔除了该时间段，近6年的平均价差为1,500元/吨。

在丙酮价格提高后，目前丁酮和丙酮价格基本持平。我们认为在丙酮上涨的趋势下，将带动丁酮价格上涨，使价差恢复到较为合理的水平。

图表 7. 丁酮、丙酮价格



资料来源：百川资讯，中银国际研究

图表 8. 常用溶剂的化学特性

溶剂	沸点℃	溶解度参数	相对挥发速度
丙酮	56.5	10	7.2
丁酮	79.57	9.3	4.65
醋酸乙酯	77.15	9	5.3
醋酸丁酯	126.5	8.5	1
甲苯	110.6	8.9	1.95
二甲苯	135-145	8.8	0.68
碳酸二甲酯	90.2	9.9	3.4

资料来源：中银国际研究

橡胶市场回升将带动丁二烯回暖

今年丁二烯的价格也经历了过山车的变化，从去年11月的1,560美元/吨迅速上涨到今年2月底的接近4,000美元后，就一路下滑到目前1,500美元的水平，目前的价位也基本回到了前期的低点。而目前的价位也基本上是公司装置的成本线附近。

天然橡胶目前价格已经企稳，而合成胶尚处在低位。一般规律而言，合成橡胶的价格随着天然橡胶的价格波动，预计在国内汽车等行业逐步回升的情况下，合成橡胶的价格也将上行，进而带动丁二烯价格的上涨。

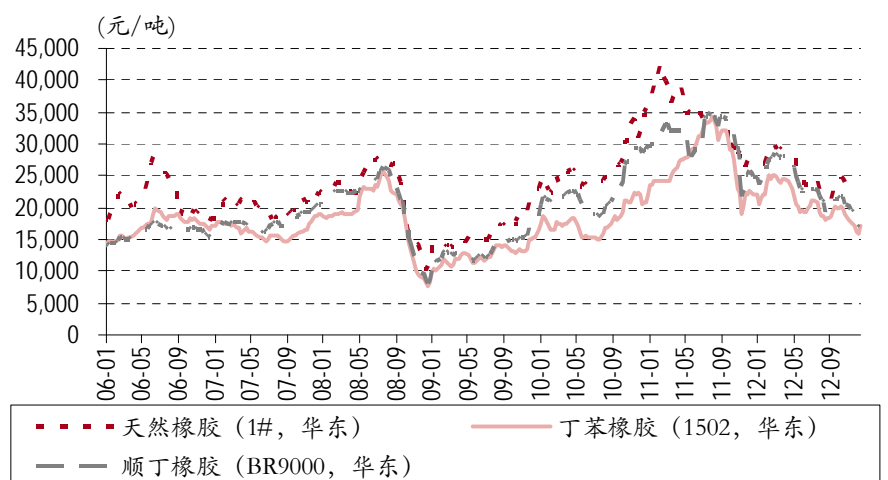
齐翔腾达的丁二烯装置目前运行状况良好，5万吨的二期装置也即将于2013年投产，装置建成后将形成15万吨的产能，对业绩的弹性将进一步增长。

图表 9. 丁二烯价格走势



资料来源：百川资讯，中银国际研究

图表 10. 橡胶产品价格走势



资料来源：百川资讯，中银国际研究

丁烷法顺酐，成本优势凸显

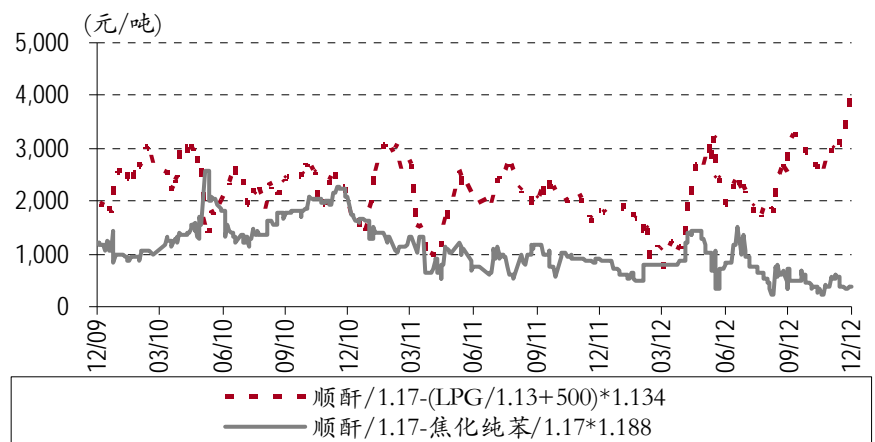
公司公告，拟建设 10 万吨/年正丁烷法顺酐装置。目前国内顺酐产能约为 110 万吨左右，期中苯法顺酐占绝对多数，正丁烷法顺酐仅有 4 套装置，产能为 6 万吨。顺酐产能过剩严重，2011 年产量仅为 60 万吨，开工率不足 60%。

正丁烷法顺酐是目前顺酐生产最为合理的工艺技术，也是目前顺酐技术发展的方向。该法具有温度控制容易、能量利用率高、设备少、单台反应器能力大的优点，但也存在着收率较低、操作复杂、催化剂损失大的缺点。苯氧化法也是顺酐生产的主要方法，它是国内顺酐生产的主要工艺，其特点是工艺简单、操作容易、投资省、收率高，但缺点是装置规模小，催化剂装卸麻烦。

从装置的规模来看，由于正丁烷法的投资较大（正丁烷法吨投资 0.6 万元，苯法吨投资 0.3 万元），因此，必须建设大型装置以降低成本，提高产品的竞争力。目前国外的装置规模一般在 4-10 万 t/a 之间，而苯氧化法的规模受反应器的制造和反应热移出的限制，一般在 1-3 万 t/a 之间。

目前国内的几家正丁烷法顺酐装置规模偏小，操作成本较高，经济效益一般。但是随着丁烷法顺酐装置大型化，如果操作成本能降低到 2,000 元/吨以下水平（目前苯法顺酐的操作成本 1,000 元/吨左右），以两种路线今年平均价差 1,500 元/吨来看，具有一定的优势，但是随着苯系列产品迅速上涨，目前价差已达到 3,500 元，将会给公司带来很好的收益。

图表 11. 苯法顺酐于丁烷法顺酐价差比较



资料来源：百川资讯，中银国际研究

丁酮、丁二烯价反弹，公司明年业绩高速增长

到明年1季度末，公司目前拥有18万吨丁酮和15万吨丁二烯产能。此外5万吨顺丁橡胶和10万吨丁烷法顺酐产能也将在明后年分别建成投产。

丁酮价格和丁二烯价格弹性较大，丁二烯价格每涨1,000元，对明年业绩的影响为 $12 \times 1,000 / 1.17 \times 0.75 / 56,065 = 0.137$ 元/股；丁酮价格每涨1,000元，对明年业绩的影响为 $18 \times 1,000 / 1.17 \times 0.75 / 56,065 = 0.206$ 元/股。

我们按照明年LPG价格6,000元、丁二烯全年15,000元/吨、甲乙酮10,000元/吨计算，预计公司全年业绩为1.22元，目前股价相当于12倍市盈率。

我们认为甲乙酮价格上涨是大概率事件，加上明年1季度韩国、日本的部分丁二烯检修，将会给丁二烯供给带来影响，届时丁二烯产品也可能短期内有较大幅度的上涨。

图表 12. 公司丁二烯产品敏感性分析

		丁二烯价格(元/吨)										
		10,000	11,000	12,000	13,000	14,000	15,000	16,000	17,000	18,000	19,000	20,000
液化 气 价 格 (元 / 吨)	5,000	(0.03)	0.10	0.24	0.38	0.52	0.65	0.79	0.93	1.06	1.20	1.34
	5,500	(0.12)	0.02	0.16	0.29	0.43	0.57	0.71	0.84	0.98	1.12	1.25
	6,000	(0.20)	(0.07)	0.07	0.21	0.35	0.48	0.62	0.76	0.89	1.03	1.17
	6,500	(0.29)	(0.15)	(0.01)	0.12	0.26	0.40	0.53	0.67	0.81	0.95	1.08
	7,000	(0.37)	(0.24)	(0.10)	0.04	0.18	0.31	0.45	0.59	0.72	0.86	1.00
	7,500	(0.46)	(0.32)	(0.18)	(0.05)	0.09	0.23	0.36	0.50	0.64	0.78	0.91
	8,000	(0.54)	(0.41)	(0.27)	(0.13)	0.00	0.14	0.28	0.42	0.55	0.69	0.83
	8,500	(0.63)	(0.49)	(0.36)	(0.22)	(0.08)	0.06	0.19	0.33	0.47	0.61	0.74
	9,000	(0.71)	(0.58)	(0.44)	(0.30)	(0.17)	(0.03)	0.11	0.25	0.38	0.52	0.66
	9,500	(0.80)	(0.66)	(0.53)	(0.39)	(0.25)	(0.11)	0.02	0.16	0.30	0.43	0.57
	10,000	(0.89)	(0.75)	(0.61)	(0.47)	(0.34)	(0.20)	(0.06)	0.08	0.21	0.35	0.49

资料来源：中银国际研究

图表 13. 公司丁酮产品敏感性分析

		丁酮价格(元/吨)										
		7,000	7,500	8,000	8,500	9,000	9,500	10,000	10,500	11,000	11,500	12,000
液化 气 价 格 (元 / 吨)	5,000	0.21	0.31	0.41	0.51	0.62	0.72	0.82	0.93	1.03	1.13	1.24
	5,500	0.11	0.22	0.32	0.42	0.53	0.63	0.73	0.83	0.94	1.04	1.14
	6,000	0.02	0.12	0.23	0.33	0.43	0.54	0.64	0.74	0.85	0.95	1.05
	6,500	(0.07)	0.03	0.14	0.24	0.34	0.44	0.55	0.65	0.75	0.86	0.96
	7,000	(0.16)	(0.06)	0.04	0.15	0.25	0.35	0.45	0.56	0.66	0.76	0.87
	7,500	(0.25)	(0.15)	(0.05)	0.05	0.16	0.26	0.36	0.47	0.57	0.67	0.77
	8,000	(0.35)	(0.24)	(0.14)	(0.04)	0.06	0.17	0.27	0.37	0.48	0.58	0.68
	8,500	(0.44)	(0.34)	(0.23)	(0.13)	(0.03)	0.08	0.18	0.28	0.38	0.49	0.59
	9,000	(0.53)	(0.43)	(0.33)	(0.22)	(0.12)	(0.02)	0.09	0.19	0.29	0.40	0.50
	9,500	(0.62)	(0.52)	(0.42)	(0.31)	(0.21)	(0.11)	(0.01)	0.10	0.20	0.30	0.41
	10,000	(0.72)	(0.61)	(0.51)	(0.41)	(0.30)	(0.20)	(0.10)	0.00	0.11	0.21	0.31

资料来源：中银国际研究

风险

产品价格大幅下滑；原料价格上涨；项目进展低于预期。

估值及投资建议

我们按照明、后年丁二烯 15,000 元/吨、丁酮 10,000 元/吨、LPG6,000 元/吨计算，预计公司 2012-2014 年的营业收入分别为 32.6、41.0 和 53.1 亿元，净利润分别为 3.6、6.8 和 8.2 亿元，每股收益分别为 0.64、1.22 元和 1.47 元。按照 2012 年 12 月 24 日收盘价 14.99 元计算，对应的动态市盈率分别为 24 倍、12 倍和 10 倍。

考虑到公司仍处在产能扩张的上升通道，我们给予 2013 年公司 15 倍市盈率，目标价为 18.00 元，给予公司**买入**评级。

研究报告中所提及的有关上市公司

齐翔腾达 (002408.CH/人民币 14.99, 买入)

以 2012 年 12 月 24 日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	2,360	2,788	3,257	4,101	5,312
销售成本	(1,761)	(2,020)	(2,604)	(3,051)	(3,964)
经营费用	(93)	(151)	(140)	(175)	(233)
息税折旧前利润	505	617	513	875	1,115
折旧及摊销	(4)	(6)	(10)	(14)	(19)
经营利润(息税前利润)	501	611	502	861	1,096
净利息收入/(费用)	(3)	(5)	56	40	25
其他收益/(损失)	9	19	(112)	(48)	(91)
税前利润	508	625	446	853	1,030
所得税	(88)	(119)	(89)	(171)	(206)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	420	506	357	682	824
核心净利润	420	506	357	682	824
每股收益(人民币)	1.618	1.084	0.637	1.217	1.469
核心每股收益(人民币)	1.618	1.084	0.637	1.217	1.469
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.181	0.127	0.243
收入增长(%)	82	18	17	26	30
息税前利润增长(%)	107	22	(18)	71	27
息税折旧前利润增长(%)	106	22	(17)	71	27
每股收益增长(%)	336	(33)	(41)	91	21
核心每股收益增长(%)	336	(33)	(41)	91	21

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	508	625	446	853	1,030
折旧与摊销	4	6	10	14	19
净利息费用	3	5	(56)	(40)	(25)
运营资本变动	0	0	0	0	0
税金	(88)	(119)	(89)	(171)	(206)
其他经营现金流	(86)	(536)	121	(78)	(142)
经营活动产生的现金流	340	(19)	432	578	675
购买固定资产净值	(45)	(277)	(508)	(956)	(371)
投资减少/增加	0	7	0	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(45)	(270)	(508)	(956)	(371)
净增权益	1,735	(277)	0	0	0
净增债务	(327)	129	142	(325)	(325)
支付股息	0	0	(101)	(71)	(136)
其他融资现金流	7	17	54	47	52
融资活动产生的现金流	1,415	(130)	95	(350)	(409)
现金变动	1,710	(420)	18	(728)	(105)
期初现金	174	1,887	1,463	1,481	754
公司自由现金流	296	(289)	(18)	(333)	332
权益自由现金流	(34)	(166)	122	(663)	4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	1,887	1,463	1,481	754	648
应收帐款	89	122	184	187	255
库存	305	471	415	578	777
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产总计	2,282	2,056	2,081	1,519	1,680
固定资产	461	954	1,387	2,200	2,398
无形资产	18	49	52	103	157
其他长期资产	2	2	2	3	3
长期资产总计	481	1,005	1,442	2,306	2,558
总资产	2,763	3,061	3,522	3,825	4,238
应付帐款	76	106	149	156	213
短期债务	0	0	150	125	100
其他流动负债	84	27	48	57	51
流动负债总计	160	133	346	338	364
长期借款	0	0	(8)	(308)	(608)
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	260	467	561	561	561
储备	2,344	2,461	2,623	3,234	3,921
股东权益	2,604	2,928	3,184	3,795	4,482
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	2,763	3,061	3,522	3,825	4,238
每股帐面价值(人民币)	10.03	6.27	5.68	6.77	7.99
每股有形资产(人民币)	9.96	6.16	5.59	6.58	7.71
每股净负债/(现金)(人民币)	(7.27)	(3.13)	(2.39)	(1.67)	(2.06)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	21.4	22.1	15.7	21.3	21.0
息税前利润率(%)	21.2	21.9	15.4	21.0	20.6
税前利润率(%)	21.5	22.4	13.7	20.8	19.4
净利率(%)	17.8	18.2	11.0	16.6	15.5
流动性					
流动比率(倍)	14.3	15.4	6.0	4.5	4.6
利息覆盖率(倍)	188.4	121.7	184.7	185.5	311.3
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)	12.4	11.9	4.8	2.8	2.5
估值					
市盈率(倍)	20.0	16.6	23.5	12.3	10.2
核心业务市盈率(倍)	20.0	16.6	23.5	12.3	10.2
目标价对应核心业务市盈率(倍)	24.0	19.9	28.3	14.8	12.3
盈率(倍)					
市净率(倍)	1.5	2.4	2.6	2.2	1.9
价格/现金流(倍)	10.0	(299.8)	17.8	14.6	12.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	12.0	20.9	31.0	18.6	14.4
周转率					
存货周转天数	40.4	70.2	62.1	59.4	62.3
应收帐款周转天数	13.7	13.8	17.2	16.5	15.2
应付帐款周转天数	11.9	11.9	14.3	13.6	12.7
回报率					
股息支付率(%)	0.0	0.0	1.2	0.8	1.6
净资产收益率(%)	27.2	18.3	11.7	19.5	19.9
资产收益率(%)	23.1	17.0	12.2	18.7	21.7
已运用资本收益率(%)	30.1	22.1	18.0	26.1	29.6

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。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10% 以上；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10% 区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10% 以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

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特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

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士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。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证券分析师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) 3988 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) 3988 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 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 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