



买入

35% ↑

目标价格: 人民币 6.00

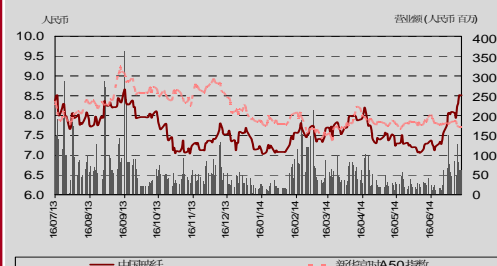
600210.CH

价格: 人民币 4.46

目标价格基础: 25 倍 15 年市盈率

板块评级: 中立

### 股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	12.4	16.7	8.0	(1.7)
相对新华富时 A50 指数	19.2	18.7	14.3	7.8

发行股数(百万)	1437
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	6,408
3 个月日均交易额(人民币 百万)	39
净负债比率(%) (2014E)	96
主要股东(%)	
上海紫江集团	23

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
以 2014 年 7 月 18 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

工业: 化工-新材料

苏文杰

(8610) 6622 9389

wenjie.su@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300511050001

## 紫江企业

### 铝塑膜有望成为公司新的亮点及增长点

聚合物锂电池具有安全性能好、更轻更薄、容量大等优点, 广泛应用于手机、笔记本电脑、平板电脑、电动汽车等领域。过去 6 年聚合物锂电池产量复合增速为 17.4%, 并且产量增速呈现扩大趋势, 2009 年聚合物锂电池产量增速为-2.9%, 2012 年增速达到 44.0%, 聚合物锂电池很多厂家扩产明确。铝塑复合膜是聚合物锂电池最关键也是技术难度最高的材料。据高工锂电调查, 2013 年中国锂电池铝塑膜市场规模为 15 亿元, 同比增长 30%, 全球铝塑膜市场约 25-30 亿元。目前全球锂电池铝塑膜生产地区主要集中于日本、韩国, 我国铝塑膜依赖进口, 日本 DNP 与昭和两家市场占有率超过 90%。紫江企业铝塑膜目前处于小批量供货阶段, 未来有望实现大规模放量, 铝塑膜有望成为公司新的亮点及业绩增长点。我们给予公司目标价 6.00 元, 首次评级为买入。

#### 支撑评级的要点

- 聚合物锂电池近几年产量增速呈现加快趋势, 扩产明确。聚合物锂电池具有安全性能好、更轻更薄、容量大等优点。过去 6 年聚合物锂电池产量复合增速为 17.4%, 并且产量增速呈现扩大趋势, 2009 年聚合物锂电池产量增速为-2.9%, 2012 年增速达到 44.0%。聚合物锂电池很多厂家扩产明确, 仅仅考虑在中国设厂的企业扩产完成, 2014 年底聚合物锂电池产能就将达到约 17 亿只, 同比 2012 年的产量增加约 60%。
- 铝塑膜是聚合物锂电池最关键、技术难度最高的材料, 目前依赖进口。铝塑复合膜是聚合物锂电池最关键也是技术难度最高的材料。据高工锂电调查, 2013 年中国锂电池铝塑膜的需求量为 3,650 万平方米, 同比增长 40%, 市场规模为 15 亿元, 同比增长 30%。全球铝塑膜市场约 25-30 亿元。目前全球锂电池铝塑膜生产地区主要集中于日本、韩国。我国铝塑膜依赖进口, 日本 DNP 与昭和两家市场占有率超过 90%。
- 公司铝塑膜逐渐开始量产, 进口替代空间巨大。紫江企业铝塑膜目前处于小批量供货阶段。目前国内尚无铝塑膜国产化, 紫江企业逐渐放量是进口替代的起点, 未来进口替代空间巨大。另外, 聚合物锂电池作为高速发展的产品, 公司铝塑膜有望呈现需求扩张、进口替代双增长状态。

#### 评级面临的主要风险

- 铝塑膜下游客户开拓不达预期; 铝塑膜价格变动超预期。

#### 估值

- 我们预计公司 2014-2016 年的每股收益分别为 0.18、0.24、0.31 元。考虑到公司铝塑膜逐渐开始量产, 后续有望大规模放量, 我们给予公司 2015 年 25 倍市盈率, 目标价为 6.00 元, 首次评级为买入。

#### 投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币 百万)	8,057	8,626	9,059	9,600	10,230
变动(%)	(2)	7	5	6	7
净利润(人民币 百万)	162	228	261	345	449
全面摊薄每股收益(人民币)	0.113	0.159	0.182	0.240	0.312
变动(%)	(69.2)	40.9	14.4	32.3	30.1
市场预期每股收益(人民币)			0.18	0.24	0.31
核心每股收益(人民币)	0.103	0.158	0.175	0.233	0.306
变动(%)	(71.0)	54.5	10.2	33.6	31.1
全面摊薄市盈率(倍)	39.6	28.1	24.6	18.6	14.3
核心市盈率(倍)	43.5	28.1	25.5	19.1	14.6
每股现金流量(人民币)	0.78	0.73	0.50	0.70	0.74
价格/每股现金流量(倍)	5.7	6.1	8.9	6.3	6.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	9.1	9.6	8.9	7.7	6.5
每股股息(人民币)	0.101	0.107	0.100	0.100	0.100
股息率(%)	2.3	2.4	2.2	2.2	2.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 公司简介

上海紫江企业集团股份有限公司于 1999 年成功发行股票并在上海证券交易所挂牌上市。紫江企业一直致力于研究和发展具有环保概念的都市型新材料产业，现拥有容器包装、瓶盖标签、饮料 OEM 三个事业部、60 多家控股子公司。公司主营生产和销售各种 PET 瓶及瓶坯、瓶盖、标签、喷铝纸及纸板、BOPET 薄膜、CPP 薄膜、PA 薄膜、高档油墨、多色网印塑胶容器及其它新型材料，是当前沪深两市中规模最大、产品种类最齐全、盈利能力最强的包装材料制造企业。

## 聚合物锂电池安全性能好、更轻更薄、容量大

根据锂离子电池所用电解质材料不同，锂离子电池可以分为液态锂离子电池和聚合物锂离子电池两大类。聚合物锂离子电池所用的正负极材料与液态锂离子电池都是相同的，电池的工作原理也基本一致。它们的主要区别在于电解液的不同，锂离子电池使用的是液体电解液，而聚合物锂离子电池则以胶态聚合物电解液来代替。

图表 1. 聚合物锂电池与液态锂电池对比

性能	液态锂电池	聚合物锂电池
电解质	液态	聚合物或者凝胶质
安全性	会由于液体沸腾产生大量气体而爆炸	当液体沸腾时铝塑膜自然破裂，不会爆炸
重量	钢壳、铝壳外壳更重	质量更强的铝塑膜做电池外壳
超薄	在 3-6mm 之间	厚度可做到 1mm 以下
高容量		容量比液体锂电池高
工艺	分为圆柱、方形两种	分为卷绕式（索尼、东芝为代表）、叠片式（TCL、ATL 为代表）

资料来源：中银国际研究

## 锂聚合物电池优点：

### 1. 安全性能好

聚合物锂电池在结构上采用**铝塑膜**软包装，有别于液态电芯的金属外壳，一旦发生安全隐患，液态电芯容易爆炸，而聚合物电芯最多只会气鼓。

### 2. 厚度小，能做得更薄

普通液态锂电采用先定制外壳、后塞正负极材料的方法，厚度做到 3.6mm 以下存在技术瓶颈，聚合物电芯则不存在这一问题，厚度可做到 1mm 以下，符合时下手机等需求方向。

### 3. 重量轻

聚合物电池重量较同等容量规格的钢壳锂电轻 40%，较铝壳电池轻 20%。

### 4. 容量大

聚合物电池较同等尺寸规格的钢壳电池容量高 10-15%，较铝壳电池高 5-10%，成为彩屏手机及彩信手机的首选，现在市面上新出的彩屏和彩信手机大多采用聚合物电芯。

#### 5.内阻小

聚合物电芯的内阻较一般液态电芯小，目前国产聚合物电芯的内阻甚至可以做到  $35\text{m}\Omega$  以下，极大的减低了电池的自耗电，延长手机的待机时间，完全可以达到与国际接轨的水平。这种支持大放电电流的聚合物锂电更是遥控模型的理想选择，成为最有希望替代镍氢电池的产品。

#### 6.形状可定制

聚合物电池可根据客户的需求增加或减少电芯厚度，开发新的电芯型号，价格便宜，开模周期短，有的甚至可以根据手机形状量身定做，以充分利用电池外壳空间，提升电池容量。

#### 7.放电特性佳

聚合物电池采用胶体电解质，相比液态电解质，胶体电解质具有平稳的放电特性和更高的放电平台。

#### 8.保护板设计简单

由于采用聚合物材料，电芯不起火、不爆炸，电芯本身具有足够的安全性，因此聚合物电池的保护线路设计可考虑省略 PTC 和保险丝，从而节约电池成本。

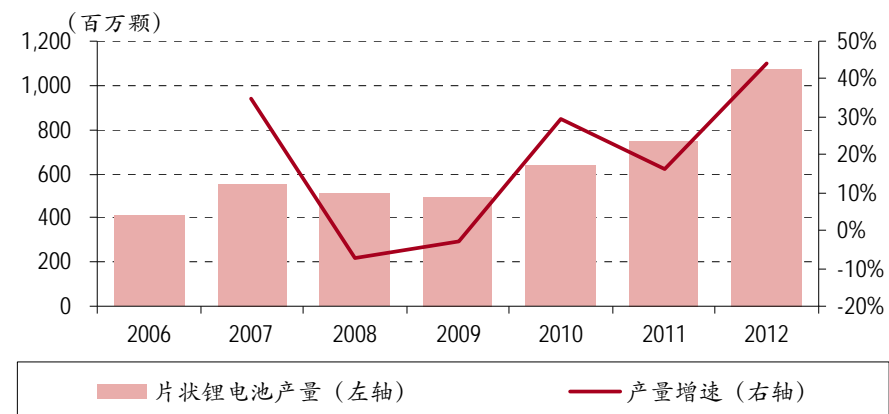
### 聚合物锂电池近几年产量增速呈现加快趋势，应用广泛

锂聚合物电池则由于其基质为聚合物形态，不含流质，不会流失与蒸发，所以只需要外加 1-2 层绝缘物包装即可（通常用铝塑膜和热收缩薄膜）。理论上锂聚合物电池可以做成任何形状，实用上一般做成长方形薄板状。

在电池产量统计中，片状(Laminate)锂电池一般指的是聚合物锂电池。2006 年全球聚合物锂电池产量为 4.1 亿颗，2012 年产量达到 10.7 亿颗，过去 6 年聚合物锂电池产量复合增速为 17.4%，并且最近几年产量增速呈现扩大趋势。2009 年聚合物锂电池产量增速为-2.9%，2012 年产量增速达到 44.0%。

从全球电池占比来看，片状电池 2006 年占比为 16.5%，2012 年占比为 23.3%，可以看出，片状锂电池的占比过去几年呈现增加趋势。

图表 2.全球聚合物锂电池产量近几年呈现增速加快趋势



资料来源：IEK、中银国际研究

聚合物锂电池应用广泛，既能在小型、中型领域，比如蓝牙耳机、移动电话、笔记本电脑、平板电脑、摄像机等，也能应用在电动汽车、通信站、UPS 等领域。就目前来看，全球聚合物锂电池出货量手机行业应用最多，其次分别为平板电脑、笔记本电脑、媒体播放器等。

**图表 3. 聚合物锂电池应用范围**

类型	容量 (mAh)	重量 (g)	应用范围
小型	30-1,000	1.2-22	蓝牙耳机、MP4、MD、数码相机、移动电话、无线鼠标等
中型	1,200-1,600	23-150	便携 DVD、笔记本电脑、平板电脑、通信装置、摄像机、仪器仪表、航模、车模、电动玩具、电动工具、矿灯等
大型	8-100Ah	1.8-45Kg	通信站、UPS、电动自行车、电动汽车、专用电力设备等

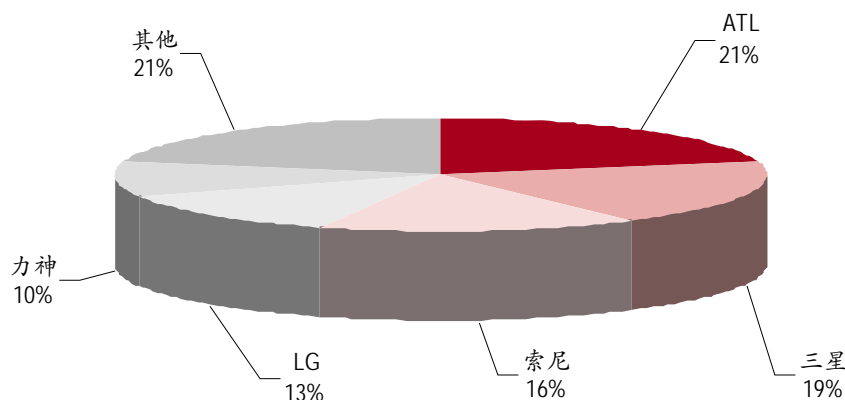
资料来源：《信息记录材料》，中银国际研究

### 聚合物锂电池很多厂家扩产明确，不完全统计 2014 年底产能达到 17 亿只

据统计，聚合物锂电池因独具的优势，全球出货量从 2010 年的 2,912MWh 增长到 2012 年的 7,676MWh，增长 62.36%，预计 2013 年达到 11,150MWh。

据亚化咨询的资料显示，全球主要软包电池生产企业包括东莞 ATL、三星 SDI、日本索尼、LG 和天津力神等。2012 年，以出货量计算，ATL 占 21%，三星占 19%，索尼占 16%，LG 占 13%，力神占 10%。各大软包电池生产企业，与下游的主要电子厂商如苹果、三星、华硕、东芝、宏基、联想等建立了上下游供应关系。

**图表 4. 2012 年全球聚合物锂电池市场份额情况**



资料来源：亚化咨询，中银国际研究

东莞新能源科技有限公司（ATL），目前软包锂电池年产能约 3.5 亿只。2012 年软包锂电池出货量达 21,600 万只，预计 2013 年底总产量增长 25% 以上。

三星 SDI 目前软包锂电池年产能约 2.7 亿只，2012 年软包锂电池出货量达 19,800 万只，将继续扩张软包锂电池产能。

索尼电子（无锡）有限公司规划新增产能以 2Ah 以上较大容量电池为主。

乐金（LG）化学（南京）信息材料有限公司目前软包锂电池年产能约 1.9 亿只。

天津力神，目前软包锂电池产能分布： $\geq 2,000\text{mAh}$ ，600 万只/月； $500\text{mAh}-2,000\text{mAh}$ ，800 万只/月； $\leq 500\text{mAh}$ ，500 万只/月。



珠海光宇(Coslight)，主要供应国产智能手机品牌如联想、华为、中兴通讯、魅族、酷派等。目前软包锂电池年产能约 7,200 万只，2013 年上半年软包锂电池产量为 2,426 万只，规划 2014 年底产能达 1,500 万只/月。

比克(BAK)，目前软包锂电池年产能约 3,600 万只，2012 年出货量约计 1,000 万只，计划提升日产能至 20 万只，约 7,200 万只/年。

比亚迪(BYD)，2011 年起重点做铝壳和软包。日产 20 万只软包锂电池生产线准备投入使用。

精进能源(AEE)，拥有顺德、深圳、重庆、南宁四大生产基地，目前软包锂电池年产量达 3000 多万颗。

东莞迈科，2012 年软包锂电池出货量约为 1,000 万只，拟扩建年产约 10,950 万只锂电池生产线。

美拜电子，从 2010 年左右开始布局聚合物锂离子电池，目前软包锂电池的产能已经达到 40 万 Ah/天。2013 年美拜电子将兴建锂电池产业园，计划将现有产能扩张十倍。

曙鹏科技，目前软包锂电池年产能约 3,600 万只，2013 年底产能提升至 430 万只/月，规划 2014 年达 1,120 万只/月。

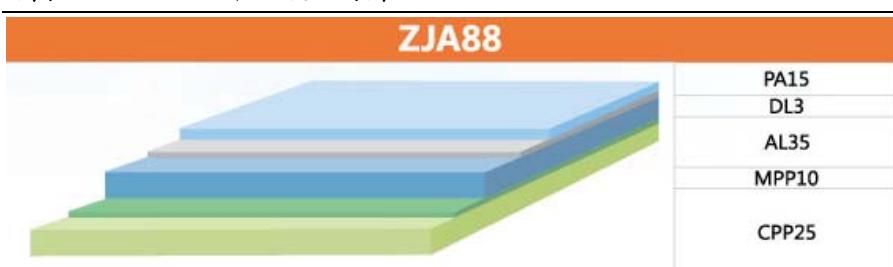
不考虑其他企业，仅仅上述这些企业扩产完成，那么 2014 年底聚合物锂电池产能就达到约 17 亿只，同比 2012 年 10.7 亿只的产量增加约 60%。

### 铝塑膜：聚合物锂电池最关键、技术难度最高的材料

软包锂电池与传统钢壳、铝壳锂电池的区别最大之处还是在于软包装材料（铝塑复合膜），这也是软包锂电池中最关键也是技术难度最高的材料。用于锂电池的软包装材料，如果不包括粘接层，通常分为三层：外阻层（一般为尼龙 BOPA 或 PET 构成的外层保护层）、阻透层（中间层铝箔）和内层（多功能高阻隔层）。

以紫江新材料 ZJA88 铝塑膜为例，具体结构为：PA15（尼龙 15mm）\DL3（干燥式铝塑复合膜粘合层 3mm）\AL35（铝箔 35mm）\MPP10（改性聚丙烯 10mm）\CPP25（未延伸的聚丙烯 25mm）。

图表 5.ZJA88mm 铝塑膜结构图



资料来源：紫江新材料网站、中银国际研究

其中，外阻层主要起到保护中间层铝箔不受划伤以及缓冲由于跌落等对电池内部造成的冲击震荡等，因此要求外阻层具有良好的抗冲击性能、耐穿刺性能、耐热及绝缘性能、耐摩擦性能。

阻透层（中间层铝箔）必须有良好的抗针孔性、稳定的可加工成型性和优良的双面复合性，以保证锂离子电池具备优良的耐水蒸气性能，良好的粘合强度，从而使其热封性能不受影响。

内层（多功能高阻隔层）在软包装材料中起关键阻隔作用，其技术是其中最为核心也是难度最高的。为了使锂离子电池具有较长的寿命，最内层材料需有良好的耐电解液（有机溶剂）性能；为了拥有良好的凹凸模压成型性能，最内层材料的摩擦系数不能过大；为了保持电池生产时候能够顺利稳定的进行，最内层材料的热粘性能要好，并且能够保持热封强度稳定。此外，由于抽真空时极耳所用金属表面的毛刺会对最内层材料产生不良后果，因此最内层材料的耐穿刺性能也要好。

### 铝塑膜：尚未国产化，目前依赖进口

据高工锂电产业研究所(GBII)调查, 2013 年中国锂电池铝塑膜的需求量为 3,650 万平方米（2013 年开始将 ATL 的使用量纳入高工锂电的使用统计范围），同比增长 40%；市场规模为 15 亿元，同比增长 30%。全球铝塑膜市场约 25-30 亿元。

目前全球锂电池铝塑膜生产地区主要集中于日本、韩国。日本锂电池铝塑膜生产企业包括 DNP、昭和电工、凸版印刷、大仓工业；韩国锂电池铝塑膜生产企业只有韩国栗村化学。

鉴于铝塑膜技能壁垒高，中国的铝塑膜商场根本被 DNP 和昭和电工等日本厂商独占。其中日本 DNP 与昭和两家市场占有率超过 90%。国内软包电池公司受成本压力，一直在呼吁推进铝塑膜的国产化。实际上，铝塑膜产品成为了软包锂电池所有原材料中最后国产化的重要原材料。铝塑膜产品要保证电池的长期、稳定、安全运行，铝塑膜需要具有极高的阻隔性、成型性、耐腐蚀性等诸多要求。为了满足以上要求。铝塑膜对材料和技术的要求比隔膜更高。

### 紫江企业：铝塑膜已经量产，进口替代空间巨大

上海紫江、江苏中金玛泰、佛塑科技等国内企业均推出了铝塑膜产品，都在积极开拓下游客户。从进程来看，紫江企业目前处于小批量供货阶段。铝塑膜对于聚合物锂电池的安全性非常重要，技术难度也更高，随着正负极、隔膜、电解液逐渐国产化，铝塑膜也有向国产化进军的趋势。目前国内尚无铝塑膜国产化，紫江企业的铝塑膜小规模放量是进口替代的起点，未来进口替代空间巨大。另外，聚合物锂电池作为高速发展的产品，公司铝塑膜有望呈现需求扩张、进口替代双增长状态。

公司铝塑膜目前产能约 100 万平米/月，未来有望继续扩产。目前铝塑膜盈利情况良好，我们通过假设计算发现，假设铝塑膜销售价格为 30 元/平米，假设销售净利率为 40%，当销量达到 2,200 万平米，可以增厚紫江企业 2013 年净利润一倍。

**图表 6. 铝塑膜业绩弹性计算**

	假设 1	假设 2	假设 3	假设 4	假设 5
铝塑膜销量(万平米)	100	500	1,000	2,000	3,000
销售价格(元/平米)	30	30	30	30	30
净利率(%)	40	40	40	40	40
销售收入(万元)	2,564	12,821	25,641	51,282	76,923
净利润(万元)	1,026	5,128	10,256	20,513	30,769
2013 年公司净利润	22,792	22,792	22,792	22,792	22,792
铝塑膜增厚公司 2013 年净利润比例(%)	5	23	45	90	135

资料来源：中银国际研究

### 公司包装业务稳定发展

公司包装业务主要产品为：PET 瓶及瓶坯、瓶盖、标签、喷铝纸及纸板、彩色纸包装印刷、薄膜等包装材料以及饮料 OEM。主要是为饮料食品等快速消费品提供配套包装。公司作为细分行业的龙头公司，主要产品一直稳居较高的市场占有率。公司 2013 年度先后荣获可口可乐“最佳供应商白金大奖”、达能“达能饮料卓越合作大奖”等供应商最高奖，在同行业中处于领先地位。

PET 瓶坯继续增长，PET 瓶基本稳定。以前公司 PET 瓶比较多，目前很多下游厂家自己吹瓶，需要公司给提供瓶坯。公司瓶坯业务客户有调整，从百事可乐转到达能、恒大等，达能增速很快，有 30% 以上增长，另外恒大冰泉的放量也很大。公司新的瓶坯生产线会跟客户要求有一定的稳定回报率才做。

公司快消品商贸业务最近 5 年投入比较大，商贸业务主要是给客户提高附加值，公司在浙江、江苏收购了 20 家代理商，公司目前是江浙两地最大的经销商。

彩色纸包装印刷应用面较广，市场空间较大，但竞争对手众多，可能出现低价格竞争。2013 年公司推出的精细瓦楞纸，由于其环保、轻便、缓冲能力强等特点，受到市场的青睐，销量稳步上升。公司瓶盖标签事业部主要产品为皇冠盖和标签，基本平稳。

### 公司估值：首次评级为买入

我们预计公司 2014-2016 年的每股收益分别为 0.18、0.24、0.31 元，按照 2014 年 7 月 18 日收盘价 4.46 元计算，对应的动态市盈率分别为 24.6 倍、18.6 倍和 14.3 倍。考虑到公司铝塑膜逐渐开始量产，后续有望大规模放量，我们给予公司 2015 年 25 倍市盈率，目标价为 6.00 元，首次评级**买入**。

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	8,057	8,626	9,059	9,600	10,230
销售成本	(6,675)	(7,148)	(7,523)	(7,905)	(8,367)
经营费用	(372)	(475)	(474)	(512)	(537)
息税折旧前利润	1,010	1,003	1,063	1,184	1,326
折旧及摊销	(497)	(497)	(500)	(520)	(537)
经营利润(息税前利润)	513	507	562	664	789
净利息收入/(费用)	(294)	(214)	(267)	(258)	(249)
其他收益/(损失)	72	37	43	42	42
税前利润	291	330	339	448	582
所得税	(93)	(77)	(78)	(103)	(134)
少数股东权益	(35)	(25)	0	0	0
净利润	162	228	261	345	449
核心净利润	147	228	251	335	440
每股收益(人民币)	0.113	0.159	0.182	0.240	0.312
核心每股收益(人民币)	0.103	0.158	0.175	0.233	0.306
每股股息(人民币)	0.101	0.107	0.100	0.100	0.100
收入增长(%)	(2)	7	5	6	7
息税前利润增长(%)	(33)	(1)	11	18	19
息税折旧前利润增长(%)	(20)	(1)	6	11	12
每股收益增长(%)	(69)	41	14	32	30
核心每股收益增长(%)	(71)	54	10	34	31

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	291	330	339	448	582
折旧与摊销	497	497	500	520	537
净利息费用	294	214	267	258	249
运营资本变动	177	100	(278)	(83)	(144)
税金	(93)	(77)	(78)	(103)	(134)
其他经营现金流	(45)	(15)	(30)	(30)	(31)
经营活动产生的现金流	1,120	1,047	720	1,010	1,060
购买固定资产净值	(416)	(591)	(200)	(200)	(200)
投资减少/增加	2	113	0	0	0
其他投资现金流	(246)	(341)	(570)	30	30
投资活动产生的现金流	(660)	(820)	(770)	(170)	(170)
净增权益	0	24	1,200	0	0
净增债务	(110)	485	199	(100)	(100)
支付股息	(115)	(145)	(153)	(144)	(144)
其他融资现金流	104	(695)	(276)	(258)	(249)
融资活动产生的现金流	(121)	(332)	970	(502)	(493)
现金变动	340	(104)	919	339	397
期初现金	638	973	878	1,797	2,136
公司自由现金流	463	276	(46)	847	900
权益自由现金流	57	500	(118)	482	540

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	975	879	1,220	1,579	2,005
应收帐款	1,542	1,599	1,755	1,816	1,947
库存	1,727	1,826	2,013	2,060	2,186
其他流动资产	0	71	34	39	55
流动资产总计	4,244	4,376	5,022	5,493	6,192
固定资产	4,447	4,378	4,078	3,757	3,421
无形资产	389	386	386	386	386
其他长期资产	1,200	1,503	1,503	1,503	1,503
长期资产总计	6,036	6,267	5,967	5,647	5,311
总资产	10,280	10,643	10,990	11,140	11,503
应付帐款	894	1,157	1,174	1,191	1,307
短期债务	2,512	3,393	3,392	3,392	3,392
其他流动负债	909	431	429	437	446
流动负债总计	4,316	4,981	4,995	5,020	5,144
长期借款	1,871	1,597	1,797	1,697	1,597
其他长期负债	31	48	52	56	61
股本	1,437	1,437	1,437	1,437	1,437
储备	2,185	2,220	2,337	2,538	2,842
股东权益	3,622	3,656	3,774	3,975	4,279
少数股东权益	440	360	372	391	421
总负债及权益	10,280	10,643	10,990	11,140	11,503
每股帐面价值(人民币)	2.52	2.54	2.63	2.77	2.98
每股有形资产(人民币)	2.25	2.28	2.36	2.50	2.71
每股净负债/(现金)(人民币)	2.37	2.86	2.76	2.44	2.08

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	12.5	11.6	11.7	12.3	13.0
息税前利润率(%)	6.4	5.9	6.2	6.9	7.7
税前利润率(%)	3.6	3.8	3.7	4.7	5.7
净利率(%)	2.0	2.6	2.9	3.6	4.4
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.0	0.9	1.0	1.1	1.2
利息覆盖率(倍)	1.7	2.3	2.0	2.5	3.0
净权益负债率(%)	83.9	102.4	95.8	80.4	63.5
速动比率(倍)	0.6	0.5	0.6	0.7	0.8
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	39.6	28.1	24.6	18.6	14.3
核心业务市盈率(倍)	43.5	28.1	25.5	19.1	14.6
目标价对应核心业务市盈率(倍)	58.5	37.9	34.4	25.7	19.6
市净率(倍)	1.8	1.8	1.7	1.6	1.5
价格/现金流(倍)	5.7	6.1	8.9	6.3	6.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	9.1	9.6	8.9	7.7	6.5
<b>周转率</b>					
存货周转天数	99.5	90.7	93.1	94.0	92.6
应收帐款周转天数	74.3	66.5	67.6	67.9	67.1
应付帐款周转天数	46.1	43.4	47.0	45.0	44.6
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	89.4	67.3	55.1	41.6	32.0
净资产收益率(%)	4.4	6.3	7.0	8.9	10.9
资产收益率(%)	3.4	3.7	4.0	4.6	5.4
已运用资本收益率(%)	6.3	5.9	6.2	7.2	8.4

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，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，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本人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 20%以上；  
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；  
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