



买入

32% ↑

目标价格:人民币 18.70

002100.CH

价格:人民币 14.16

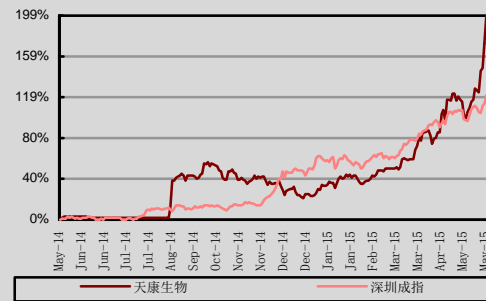
目标价格基础: 51倍 15年市盈率

板块评级: 未有评级

本报告要点

- 管理层与公司利益一致;
- 畜禽周期反转;
- 信息化布局的可能

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	133.1	35.3	106.3	193.8
相对深证成指	93.8	26.5	69.3	70.4

发行股数(百万)	868
流通股 (%)	88
流通股市值(人民币 百万)	10,850
3个月日均交易额(人民币 百万)	224
净负债比率(%) (2015E)	净现金
主要股东(%)	
新疆天康控股(集团)有限公司	34

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2015年5月22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

农林牧渔: 动物保健

杨天明

(0821)20328319

tianming.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300515050001

程一胜

(8621)20328595

yisheng.cheng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300515040001

天康生物

管理层与公司利益一致, 全产业链打通壮大

天康生物是全国饲料工业 30 强企业, 兽用生物制品企业 10 强, 是农业部在新疆唯一的兽用生物制品定点企业, 是农业部制定的口蹄疫疫苗、猪瘟疫苗、猪蓝耳病疫苗、小反刍兽疫疫苗的定点生产企业。我们对其给予买入的首次评级, 目标价格 18.70 元。

支撑评级的要点

- 管理层和公司利益一致。新疆建设兵团系统内的上市公司, 在股权激励和员工持股等方面受到的限制较多, 公司通过向兵团国资公司、中新建招商、天邦投资定向发行 1.92 亿股吸收天康控股之后, 使得管理层和公司利益一致化。
- 未合并之前, 上市公司主营业务是兽药、饲料, 而没有养殖和加工等环节。合并之后, 公司实现了现代畜牧业畜禽良种繁育-饲料与饲养管理-动物药品及疫病防治-畜产品加工配售 4 个关键环节的完整闭环, 全产业链顺利打通。且目前产业链各个环节公司都在寻求突破和加强。
- 畜禽周期反转、规模化持续。畜禽已经经过几年的价格低迷期, 存栏数下滑明显, 未来一段时期内价格上涨概率很大, 而价格上涨将带来存栏数的上升, 从而拉动疫苗饲料的整体需求。规模化又将带来疫苗饲料需求结构的优化。
- 信息化猜想。“互联网+”和全产业链趋势明显。上市公司中大北农、新希望已经开始布局, 唐人神、天邦股份等也在积极进入。作为西北地区的龙头, 天康生物已经完成了全产业链布局, 启动了向自治区外扩张的计划, 具备了农业信息化的基础。

评级面临的主要风险

- 食品安全等黑天鹅事件、畜禽板块周期反转时点推迟。

估值

- 我们预计 2015-2017 年公司实现净利润分别为 3.67 亿、4.23 亿、5.02 亿, 每股收益分别为 0.37 元、0.49 元和 0.57 元, 当前股价对应 2015 年市盈率约 37.9 倍, 首次覆盖给予买入评级, 目标价格 18.70 元。

投资摘要

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入(人民币 百万)	3,725	4,015	4,565	5,044	5,568
变动 (%)	12	8	14	11	10
净利润(人民币 百万)	160	196	367	423	502
全面摊薄每股收益(人民币)	0.391	0.478	0.374	0.492	0.574
变动 (%)	6.7	22.3	(21.8)	31.7	16.6
全面摊薄市盈率(倍)	36.2	29.6	37.9	28.8	24.7
价格/每股现金流量(倍)	67.9	12.7	156.1	15.3	63.6
每股现金流量(人民币)	0.21	1.12	0.09	0.93	0.22
企业价值/息税折旧前利润(倍)	46.9	34.4	24.8	19.4	16.8
每股股息(人民币)	0.120	0.100	0.081	0.120	0.128
股息率(%)	0.8	0.7	0.6	0.8	0.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

目录

投资摘要	3
天康生物：三大逻辑	4
盈利预测与估值	9

投资摘要

天康生物在全国拥有饲料生产企业二十余家，是全国饲料工业 30 强企业，是农业部在新疆唯一的兽用生物制品定点企业，是全国七家口蹄疫疫苗定点生产企业之一，是农业部制定的猪瘟疫苗、猪蓝耳病疫苗、小反刍兽疫疫苗的定点生产企业，目前公司已进入全国兽用生物制品企业 10 强。

三大逻辑支持

1、管理层和公司利益一致。新疆建设兵团系统内的上市公司，在股权激励和员工持股等方面受到的限制较多，公司通过向兵团国资公司、中新建招商、天邦投资定向发行 1.92 亿股吸收天康控股之后，使得管理层和公司利益一致化。

2、未合并之前，上市公司主营业务是兽药、饲料，而没有养殖和加工等环节。合并之后，公司实现了现代畜牧业畜禽良种繁育-饲料与饲养管理-动物药品及疫病防治-畜产品加工配售 4 个关键环节的完整闭合，全产业链顺利打通。且目前产业链各个环节公司都在寻求突破和加强。

3、畜禽周期反转、规模化持续。畜禽已经经过几年的价格低迷期，存栏数下滑明显，未来一段时期内价格上涨概率很大，而价格上涨将带来存栏数的上升，从而拉动疫苗饲料的整体需求。规模化又将带来疫苗饲料需求结构的优化。

其他猜想

1、“互联网+”和全产业链趋势明显。上市公司中大北农、新希望已经开始布局，唐人神、天邦股份等也在积极进入。作为西北地区的龙头，天康生物已经完成了全产业链布局，启动了向自治区外扩张的计划，具备了农业信息化的基础。

盈利预测与估值

我们预计 2015-2017 年公司实现净利润分别为 3.67 亿、4.23 亿、5.02 亿，每股收益分别为 0.37 元、0.49 元和 0.57 元，当前股价对应 2015 年市盈率约 37.9 倍，首次覆盖给予 **买入** 评级，目标价格 18.7 元。

“互联网+”概念吸引市场眼球，特别是发展水平落后的农业，碰上高精尖的互联网，迸发出耀眼的光芒。天康生物作为西北地区疫苗和饲料龙头，在集团整体注入的情况下，打通了从疫苗、饲料到下游加工的整条产业链，具备了全产业链的基础，管理层和公司利益一致又将推动公司的进一步发展。

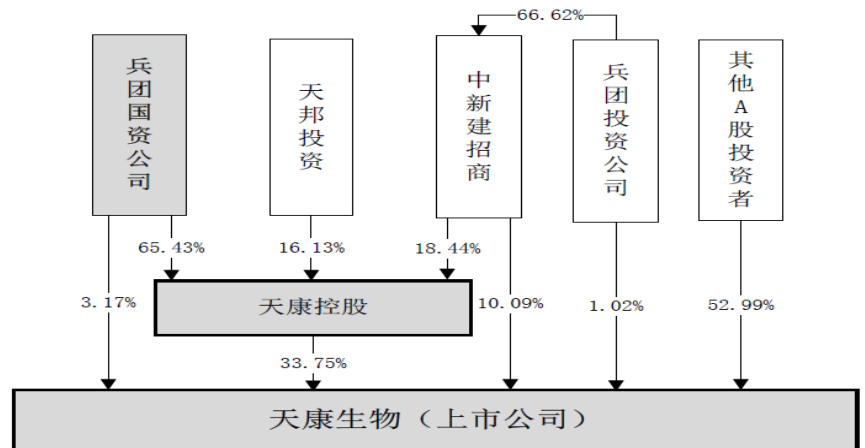
天康生物：三大逻辑

1. 集团注入、管理层和公司利益一致

新疆建设兵团系统内的上市公司，在股权激励和员工持股等方面受到的限制较多，公司通过向兵团国资公司、中新建招商、天邦投资定向发行 1.92 亿股吸收天康控股之后，使得管理层和公司利益一致化。

(1) 原有的股权结构：

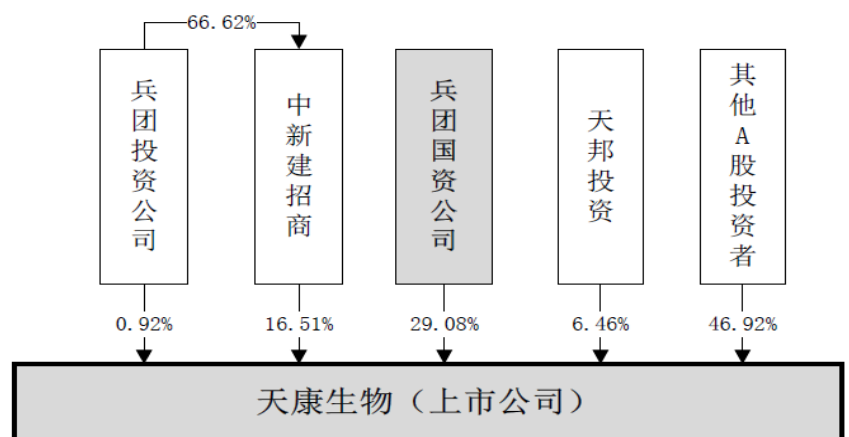
图表 1. 天康生物原有股权结构



资料来源：公司公告，中银国际研究

(2) 合并后的股权结构

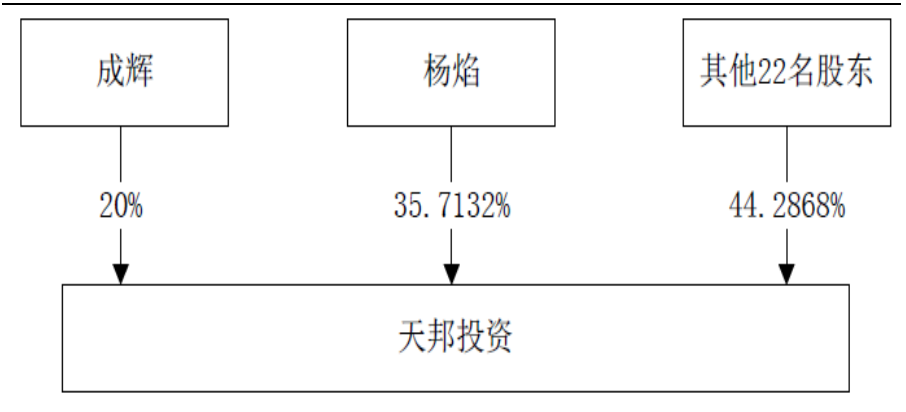
图表 2. 合并后股权结构



资料来源：公司公告，中银国际研究

未合并前，公司管理层主要持有天邦投资的股权，天邦股份不直接持有天康生物股份，利益趋同性较差。

图表 3. 天邦投资股权结构



资料来源：公司公告，中银国际研究

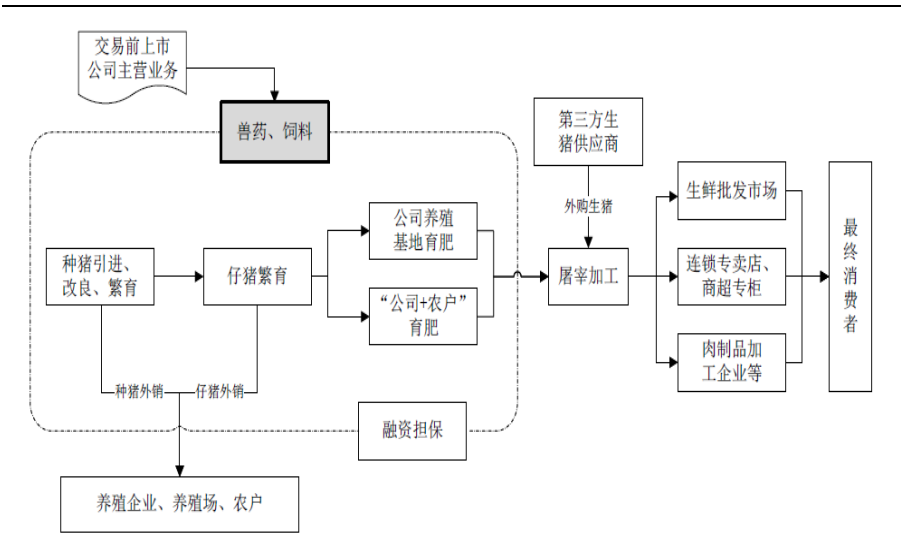
而合并天康控股之后，天邦投资将直接持有上市公司 3,099 万股，占比达到 6.46%。杨焰持有 1,107 万股，成辉持有 620 万股，其他 22 名股东持有 1,373 万股。

2. 全产业链打通、全产业链扩展

2.1 畜禽全产业链

未合并之前，上市公司主营业务是兽药、饲料，而没有养殖和加工等环节。合并之后，公司实现了现代畜牧业畜禽良种繁育-饲料与饲养管理-动物药品及疫病防治-畜产品加工配售 4 个关键环节的完整闭合，全产业链顺利打通。

图表 4. 公司全产业链打通



资料来源：公司公告，中银国际研究

畜禽养殖：天康畜牧科技，天康生物原出资比例 44.44%，合并后比例扩至 100%，是新疆地区最大的生猪养殖企业，按照“农户+公司”和养殖基地育肥相结合的运作模式，实行“猪苗、技术、防疫、饲料、生产同意、统一回收”六统一，现在吐鲁番市拥有 60 亩基地一个、昌吉玛纳斯县 100 亩基地一个、石河子基地 2 个（共 330 亩），2014 年商品猪总产量 20 万头左右。另外公司还计划在河南扩展种猪和养殖板块。预计 2015 年出栏 25 万头，2-3 年出栏数扩展到 50 万头左右。

加工端：天康生物是乌鲁木齐认定的三家生猪定点屠宰企业（天康生物、新疆蓝希络食品、新皖生猪定点屠宰场）之一，具备年屠宰加工生猪 100 万头的能力，“天康放心肉”是乌鲁木齐唯一指定“放心肉”品牌。由于猪肉销售存在明显的季节因素，全年产能利用率不均衡，产能利用率在 30%左右。

2.2.原有产业链扩展

(1) 前端：饲料、疫苗

公司饲料板块主要分为西北区、中原区和东北区。2014 年总计销售 88.6 万吨，其中西北区销售 57.2 万吨。

西北区：拥有 100 万吨饲料加工能力，生产配合料、浓缩料、预混料等，涉及石河子、乌鲁木齐、武威分公司等。

中原区：河南宏展农牧集团

东北区：2011 年设立，主要以沈阳天康饲料（产能 30 万吨）为母体公司，其下属三家子公司为唐山天康（产能 18 万吨）、通辽天康（产能 18 万吨）、北京天康正源饲料。

疫苗板块是公司的主要利润来源。以 2014 年为例（未合并前），兽用医药制品毛利占比达到 62.7%。

公司目前是农业部制定的口蹄疫、猪瘟、猪蓝耳、小反刍兽疫疫苗的定点生产企业，是全国兽用生物制品企业 10 强。

公司目前在乌鲁木齐拥有两个兽用疫苗生产基地-经济开发区&高新区北区，子公司吉林冠界。

经济开发区主要用于生产口蹄疫疫苗。拥有 6 条 GMP 车间，年产能 60 亿毫升左右，目前有 2 个车间悬浮培养工艺改造已完成，口蹄疫灭活疫苗三车间无血清悬浮培养生产线技术改造正在进行。

高新区北区生物制药工业园年产能疫苗 6.3 亿头份的疫苗，主要用于公司除口蹄疫以外的疫苗。

吉林冠界：目前有 2 个禽流感疫苗车间，年产能 10 亿羽份。

公司 2014 年兽药收入 7.4 亿元，其中市场苗销售 1.2 亿元左右（小反刍有 3,000 万元左右在 15 年确认），较 2013 年增长 64.4%。

另外在疫苗储备和研发方面，公司预计有禽流感重组感病毒 H5 亚型二价灭活疫苗、猪瘟病毒 E2 重组杆病毒灭活疫苗、猪口蹄疫 O 型三组分组合成肽疫苗按 2015 年获得生产批准批号，另有猪圆环病毒 2 型重组杆状病毒亚单位灭活疫苗、猪支原体肺炎灭活疫苗、口蹄疫 O 型、亚洲 I 型二价合成肽疫苗、口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗、牛布氏菌病活疫苗等正在试验过程中。

图表 5. 公司疫苗储备情况

疫苗	技术特点	优点	现状
禽流重组感病毒 H5 亚型二价灭活疫苗	采用 MDCK 细胞传代培养增殖禽流重组感病毒 H5 亚型制备疫苗	该疫苗采用的全悬浮细胞培养工艺具有工艺简单快捷, 成本低, 培养条件易控, 不易被污染; 无血清或者低血清培养, 不仅降低动物成分, 而且不良反应小等优势。尤其是该疫苗还克服了现有鸡胚源疫苗存在的大规模生产时供给不足和潜在外源病毒污染及后期鸡胚处理的污染环境等问题, 是禽用疫苗工艺的一次革命。	预计 2015 年 5 月-7 月取得新兽药证书及生产批准文号。
猪瘟病毒 E2 重组杆状病毒灭活疫苗	应用分子生物学技术将猪瘟病毒 E2 基因重组于杆状病毒内, 由昆虫细胞表达猪瘟病毒 E2 蛋白制成的的新型基因工程疫苗。	1、可区分疫苗免疫和野毒感染产生的抗体, 可用于猪瘟病毒的净化。2、具有良好的安全性, 不存在因突变或与野毒发生重组使其毒力返强的危险。3、对妊娠母猪是安全的, 在妊娠期间免疫母猪可为仔猪提供高水平的母源抗体, 可持续 70~84 日。4、猪瘟病毒 E2 的有效蛋白含量高, 不受母源抗体的影响。	预计 2015 年 5 月-7 月取得新兽药证书及生产批准文号。
猪口蹄疫 O 型三组分合成肽疫苗 (多肽谱系的老毒株和 TC98+TC93+TC07)	该疫苗抗原覆盖了缅甸 98 谱系毒株、中国毒株的亚谱系毒株。	该疫苗不使用活毒生产, 生物安全性好; 免疫注射几乎没有副反应, 对免疫动物具有良好的安全性; 抗原含量精确, 免疫效果稳定; 将免疫动物和自然感染动物进行鉴别。	预计 2015 年 5 月-7 月取得新兽药证书及生产批准文号。
猪圆环病毒 2 型重组杆状病毒亚单位灭活疫苗	该疫苗是应用分子生物学技术将猪圆环病毒 2 型 Cap 基因重组于杆状病毒内, 在昆虫细胞上培养表达 PCV2-rCap 蛋白而制成的亚单位疫苗。	1、以当前的优势基因型毒株 PCV2b 基因序列做参考, 经杆状病毒系统表达出类似病毒样颗粒(VLPs)的蛋白, 抗原的表达量较高。能高效诱导机体产生良好的体液免疫与细胞免疫。2、具有良好的安全性, 接种后不会发生急性、持续或潜伏感染。使用上不存在生物安全风险。3、疫苗不受母源抗体的影响, 免疫 14 天后, 抗体水平就显著升高, 免疫 28 天后, 抗体转阳率为 100%。	目前, 该疫苗已获得农业部临床试验批准, 预计 2015 年 10 月完成临床试验。
猪支原体肺炎灭活疫苗 (CJ 株)	该疫苗是用猪肺炎支原体 CJ 株接种适宜培养基培养, 收获培养物, 经甲醛溶液灭活, 与氢氧化铝胶混合制成。	1、菌株培养时间短, 在无细胞培养基中培养 2-3 日, 含菌量不低于 1.0×10^9 CCU/ml; 2、菌株是从国内商品猪上分离得到的, 对商品仔猪具有良好的免疫原性; 3、使用甲醛灭活, 灭活时间短, 且兼顾了防腐作用, 减少了用量以及对动物的不良反应; 4、使用氢氧化铝胶作为佐剂, 安全, 副作用小, 制苗时间短, 方法简便; 5、疫苗安全有效, 对商品仔猪的保护效力与进口灭活疫苗无显著差异; 6、疫苗通过肌肉注射, 操作方便, 易于推广。	该疫苗于 2014 年 11 月获得农业部临床试验批准, 现正进行临床试验。
口蹄疫 O 型、亚洲 I 型二价合成肽疫苗	该疫苗是以牛口蹄疫 O 型病毒株与亚洲 1 型病毒株 VP1 结构性蛋白 129-169 位氨基酸序列为基础。	该疫苗在免疫牛、羊后可以抵抗 O 型和 Asia 1 型口蹄疫病毒的攻击。该疫苗不使用活毒生产, 生物安全性好; 免疫注射几乎没有副反应, 试验获批后, 现已开展对免疫动物具有良好的安全性; 抗原含量精确, 免疫效果稳定; 将免疫动物和自然感染动物进行鉴别。	该疫苗 2014 年 8 月临床试验获批后, 现已开展临床试验, 计划 2015 年 6 月进行新兽药申报。
口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗 (OHM/02 株+AKT-III 株)	疫苗是应用无血清全悬浮培养工艺制备的口蹄疫灭活疫苗。	1、种毒的优势: 该疫苗选用 O 型口蹄疫 OHM/02 株作为生产毒株, 与口蹄疫流行毒株 O/HB/07-4 株、OR/80 株、O/XJ/10-11 株和 ORZ/93 株的交叉保护试验表明, 该毒株制备的灭活疫苗半数保护量均在 6 个 PD50 以上。该疫苗选用 A 型口蹄疫 AKT-III 株作为生产毒株, 效力试验显示, 该毒株制备的灭活疫苗可以抵抗 A 型口蹄疫病毒 XJNC/2010 株的攻击, 保护效力远高于国标的 6 个 PD50。2、生产工艺的优势: 使用无血清悬浮培养工艺, 可以有效的控制每一批疫苗质量的稳定性, 降低总蛋白含量, 增大抗原纯度。	现该疫苗已完成所有的试验室研究工作, 并完成中试生产, 于 2015 年 1 月向农业部提交了临床试验申请材料。
牛布氏菌病活疫苗 (A19 株)	该疫苗以我国布氏菌活疫苗 (A19 株) 为亲本株, 应用基因同源重组方法, 构建含有缺物失布鲁氏菌四型分泌系统中 VirB12 基因的自杀质粒。	该疫苗免疫动物后不仅可以获得免疫保护, 而且还能将疫苗免疫动物和自然感染动物进行区别, 有利于临床患病动物的检测和淘汰, 从而保护人们的健康和安全。	2014 年 6 月完成生物安全评价三个阶段的试验, 同年 12 月获得农业转基因生物安全证书。目前正在申报临床试验。

资料来源: 公司公告、中银国际研究

3. 行业层面: 畜禽板块反转、规模养殖继续

最近几年, 由于消费下降等原因, 生猪价格一直处于低位。2014 年年底甚至出现旺季价格下降的态势。而价格低迷情况带来的结果是:

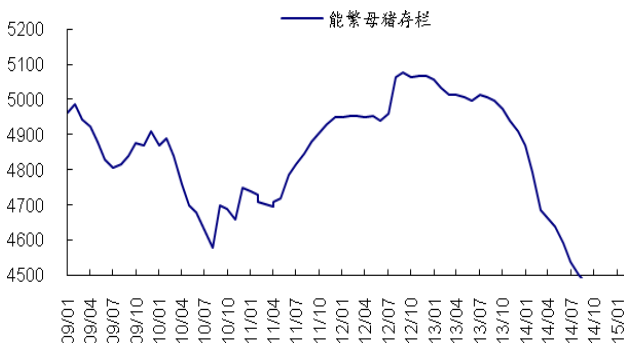
存栏数下滑和养殖盈利低迷

能繁母猪存栏：2015年3月能繁母猪存栏数已经下滑到4,040万头，较高点下降了20.4%，达到近10年来最低值。

生猪存栏：2015年3月生猪存栏3.87亿头，较高点下降了18.1%，也达到了近6年来最低值。

生猪养殖盈利：自繁自育养殖盈利3年来都没有大的起色，特别是2015年春节前后，甚至达到了亏损200元/头的程度。

图表 6. 能繁母猪存栏 (万头)



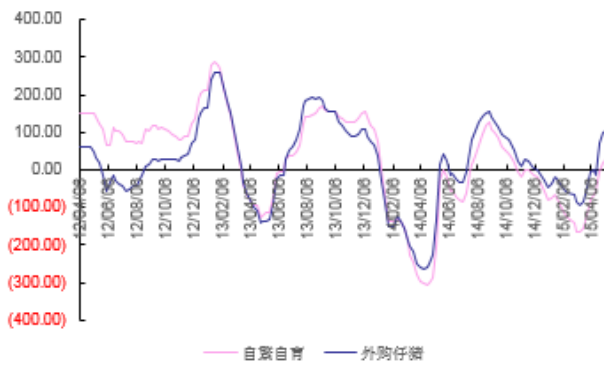
资料来源：研究、中银国际研究

图表 7. 生猪存栏 (万头)



资料来源：研究、中银国际研究

图表 8. 养殖盈利 (元/头)



资料来源：研究、中银国际研究

图表 9. 猪粮比



资料来源：研究、中银国际研究

虽然这个生猪周期有很多不同，生猪周期规律很多指标也失效。但我们只需要坚定一个看法，那就是畜禽养殖板块周期性的特征无法改变，符合蛛网模型理论。价格和存栏数的传导逻辑：价格低迷-存栏数下降-供需格局改善-价格回升-存栏数上升-供需格局转坏-价格低迷是不变的。

从我们目前跟踪的情况来看，经过3年养殖低迷，很多养殖户面临资金压力越来越大，很大比例的中小养殖户已经退出，甚至有些地区出现屠宰怀孕母猪（具体情况可见此前我们发布的生猪草根调研等资料），我们认为畜禽养殖面临周期反转的局面。

我们畜禽养殖规模化进程继续，宠物量提升等都将对疫苗产生利好（具体分析见我们后续动保行业报告）。

盈利预测与估值

我们预计 2015-2017 年公司实现净利润分别为 3.67 亿、4.23 亿、5.02 亿，每股收益分别为 0.37 元、0.49 元和 0.57 元，当前股价对应 2015 年市盈率约 37.9 倍，首次覆盖给予**买入**评级，目标价格 18.70 元。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入	3,725	4,015	4,565	5,044	5,568
销售成本	(3,100)	(3,229)	(3,620)	(3,944)	(4,321)
经营费用	(358)	(429)	(473)	(530)	(592)
息税折旧前利润	267	357	472	570	655
折旧及摊销	(91)	(103)	(100)	(101)	(101)
经营利润(息税前利润)	176	254	372	469	554
净利息收入/(费用)	(28)	(26)	(9)	(1)	0
其他收益/(损失)	35	2	35	14	14
税前利润	182	230	398	483	569
所得税	(17)	(28)	(46)	(58)	(68)
少数股东权益	(5)	(6)	15	(2)	2
净利润	160	196	367	423	502
核心净利润	161	197	369	425	504
每股收益(人民币)	0.391	0.478	0.374	0.492	0.574
核心每股收益(人民币)	0.371	0.454	0.425	0.489	0.581
每股股息(人民币)	0.120	0.100	0.081	0.120	0.128
收入增长(%)	12	8	14	11	10
息税前利润增长(%)	23	45	46	26	18
息税折旧前利润增长(%)	28	34	32	21	15
每股收益增长(%)	7	22	(22)	32	17
核心每股收益增长(%)	6	23	(6)	15	19

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	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税前利润	182	230	398	483	569
折旧与摊销	91	103	100	101	101
净利息费用	28	26	9	1	(0)
运营资本变动	(35)	99	(211)	241	(194)
税金	(22)	(34)	(58)	(57)	(69)
其他经营现金流	(154)	61	(160)	39	(213)
经营活动产生的现金流	91	485	79	806	193
购买固定资产净值	6	64	8	10	10
投资减少/增加	(68)	21	0	0	0
其他投资现金流	(180)	(243)	(36)	(20)	(20)
投资活动产生的现金流	(242)	(158)	(29)	(10)	(10)
净增权益	(52)	(43)	(71)	(105)	(112)
净增债务	(255)	(113)	91	113	149
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	347	(61)	499	(104)	(221)
融资活动产生的现金流	40	(190)	572	8	38
现金变动	(111)	136	622	804	221
期初现金	395	284	420	1,041	1,846
公司自由现金流	(151)	326	50	796	183
权益自由现金流	(378)	240	150	910	332

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	2013	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	284	449	1,051	1,859	2,084
应收帐款	170	116	225	157	255
库存	742	724	889	859	1,075
其他流动资产	229	201	230	274	273
流动资产总计	1,425	1,491	2,394	3,148	3,687
固定资产	1,116	1,155	998	846	694
无形资产	119	183	182	184	185
其他长期资产	163	150	150	150	150
长期资产总计	1,398	1,489	1,331	1,181	1,030
总资产	2,876	3,011	3,820	4,482	4,928
应付帐款	207	185	236	235	279
短期债务	480	415	250	250	250
其他流动负债	332	413	296	507	368
流动负债总计	1,019	1,013	781	992	897
长期借款	25	0	222	350	500
其他长期负债	112	128	117	119	121
股本	434	434	868	868	868
储备	1,260	1,416	1,796	2,119	2,506
股东权益	1,695	1,850	2,665	2,988	3,375
少数股东权益	26	20	35	33	35
总负债及权益	2,876	3,011	3,820	4,482	4,928
每股帐面价值(人民币)	3.9	4.26	3.07	3.44	3.89
每股有形资产(人民币)	3.63	3.84	2.86	3.23	3.67
每股净负债/(现金)(人民币)	0.51	(0.01)	(0.66)	(1.43)	(1.52)

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	2013	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	7.2	8.9	10.3	11.3	11.8
息税前利润率(%)	4.7	6.3	8.1	9.3	10.0
税前利润率(%)	4.9	5.7	8.7	9.6	10.2
净利率(%)	4.3	4.9	8.0	8.4	9.0
流动性					
流动比率(倍)	1.4	1.5	3.1	3.2	4.1
利息覆盖率(倍)	6.2	9.6	40.8	858.1	n.a.
净权益负债率(%)	12.9	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.7	0.8	1.9	2.3	2.9
估值					
市盈率(倍)	36.2	29.6	37.9	28.8	24.7
核心业务市盈率(倍)	38.2	31.2	33.3	29.0	24.4
目标价对应核心业务市盈率(倍)	50.5	41.1	44.0	38.2	32.2
市净率(倍)	3.6	3.3	4.6	4.1	3.6
价格/现金流(倍)	67.9	12.7	156.1	15.3	63.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	46.9	34.4	24.8	19.4	16.8
周转率					
存货周转天数	78.4	82.9	81.3	80.9	81.7
应收帐款周转天数	14.8	13.0	13.6	13.8	13.5
应付帐款周转天数	18.3	17.8	16.8	17.0	16.8
回报率					
股息支付率(%)	32.6	22.2	19.2	24.7	22.2
净资产收益率(%)	11.0	11.0	16.3	15.0	15.8
资产收益率(%)	5.9	7.6	9.6	9.9	10.4
已运用资本收益率(%)	2.0	2.3	3.0	3.1	3.2

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，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
西单北大街 110 号 7 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