



600740.CH

买入

原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 10.89

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	8.7	(7.7)	(1.7)	57.6
相对上证指数	15.6	(2.8)	8.9	59.3

发行股数(百万)	1,432
流通股(%)	46
流通股市值(人民币 百万)	7,297
3 个月日均交易额(人民币 百万)	704
净负债比率(%) (2018E)	105
主要股东(%)	
山西焦化集团有限公司	54

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以 2018 年 4 月 20 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

采掘: 煤炭开采

唐倩

(8610)66229077

qian.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120036

山西焦化

积极进取, 持续转型升级

17 年实现归属母公司净利润 1 亿元, 同比增长 108%, 每股收益 0.12 元。从 18 年开始, 公司将一改过去产业链单一, 议价能力、盈利能力弱的加工型企业特征, 成为拥有稀缺资源、高盈利资产的多产业链公司, 传统焦炭行业逐渐淡化, 预计归母净利润将增长 8 倍。未来公司将致力于 60 万吨甲醇制烯烃项目建设, 未来将形成更完整、高效、先进的产业链, 进行产业的进一步升级与盈利的可持续发展。我们看好公司作为行业极少数拥有明显的转型并有后续发展接力的良好业务模式和其稀缺性。目前公司 18 年市盈率 10 倍, 我们认为作为一个有成长性的资源类公司, 公司被低估, 我们给予公司买入的首次评级。

支撑评级的要点

- 17 年实现归属母公司净利润 1 亿元, 同比增长 108%, 每股收益 0.12 元。17 年营业收入同比增长 48% 至 59.95 亿元, 营业成本增长 53% 至 54 亿元。毛利润增长 9% 至 5.24 亿元。期间费用率由 10% 下降至 7%, 毛利率由 11% 下降至 9%, 净利润率由 1.1% 升至 1.5%。每股经营活动产生的现金流量下降 65% 至 0.15 元, 净资产收益率由 1.45% 大幅升至 4.95%。净负债率仍然较高, 由 191% 下降至 188%, 中煤华晋的增发项目完成后, 预计可以大幅降至 100% 左右。减少财务费用 4500 万左右。
- 转型 1: 收购中煤华晋。即将并表的持股 49% 的中煤华晋公司 17 年归属母公司净利润 25.7 亿元, 比市场预期略低。高产高效现代化大型焦煤矿井, 以及低成本优势使得其吨煤净利预计高达 267 元, 几乎是行业最高盈利水平。18 年归属母公司净利润的 96% 将由中煤华晋 (投资收益) 提供, 成为其最重要的利润来源, 换句话说, 中煤华晋将为公司提供 8 倍的同比业绩增长。
- 转型 2: 甲醇制烯烃有望继续接力, 成为后续发展新动能。今年 60 万吨煤焦油制甲醇再制烯烃项目会全面开工, 19 年底有望投产产出烯烃, 2020 年后会成为公司新的利润增长点。煤焦油为原料制烯烃是烯烃生产工艺中成本最低的。预计每年将带来 50 亿元的收入, 净利 6 亿元左右, 除去少数股东权益, 增厚当年业绩 20% 左右。

评级面临的主要风险

- 焦炭价格下跌, 成本费用等计提超预期, 原材料的价格上涨导致成本的增加。

估值

- 近期焦炭价格下跌, 经济预期下行风险加剧, 贸易战等使得风险偏好下降, 目前是基本面和行业的低点, 估值下移, 是配置的好时机。目前公司 18 年市盈率 10 倍, 我们认为作为一个有成长性的资源类公司, 公司被低估, 我们给与行业平均 10% 的溢价, 基于 13.2 倍 18 年市盈率, 我们给与公司 14.5 元目标价, 首次评级为买入。

评级面临的主要风险

- 经济下行加剧; 焦炭、焦煤价格下跌; 中煤华晋盈利低于预期; 烯烃项目进展缓慢

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	4,038	5,995	6,626	6,868	12,007
变动(%)	20.0	48.5	10.5	3.6	74.8
净利润(人民币 百万)	44	92	1,584	1,698	2,574
全面摊薄每股收益(人民币)	0.06	0.12	1.11	1.19	1.80
变动(%)	(105.3)	107.9	821.4	7.2	51.6
全面摊薄市盈率(倍)	183.2	88.1	9.6	8.9	5.9
价格/每股账面价值(倍)	1.48	0.51	1.16	1.27	0.90
每股现金流量(人民币)	7.1	20.6	9.1	8.3	11.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	410.3	242.4	55.6	50.7	0.0
每股股息(人民币)	0.00	0.00	0.33	0.36	0.42
股息率(%)	0.0	0.0	3.1	3.4	4.0

资料来源: 公司数据及中银证券预测

目录

受益于各产品价格大幅增长，17 年归母净利润同比增长 108%4

高盈利焦煤资产的注入，使得 18 年归母净利润将同比增长 8 倍以上，成为其业绩高位向好的定山石 7

甲醇制烯烃有望继续接力，成为后续发展新动能 9

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 2017 年业绩摘要.....	4
图表 2. 17 年 4 季度业绩摘要.....	5
图表 3. 各业务的产销数据.....	6
图表 4. 各业务的经营状况.....	6
图表 5. 各产品价格和生产成本.....	6
图表 6. 中煤华晋下属煤矿.....	7
图表 7. 公司所在地焦煤及焦炭价格.....	8
图表 8. 公司 60 万吨甲醇制烯烃项目情况.....	9
图表 9. 几种路径下的甲醇制烯烃成本比较.....	9
图表 10. 烯烃与油价关联度高.....	9
图表 11. 烯烃（乙烯）生产工艺占比.....	10
图表 12. 神华的煤制甲醇项目盈利情况.....	10
图表 13. 神华的聚烯烃价格.....	10
损益表(人民币 百万).....	12
资产负债表(人民币 百万).....	12
现金流量表(人民币 百万).....	12
主要比率 (%).....	12

受益于各产品价格大幅增长，17 年归母净利润同比增长 108%

山西焦化 17 年前实现归属母公司净利润 1 亿元，同比增长 108%，基本每股收益 0.12 元。2017 年不进行利润分配，不分红。Q1,Q2,Q3,Q4 的每股收益分别为 0.02 元,0.01 元,0.04 元,0.05 元。17 年营业收入同比增长 48%至 59.95 亿元，营业成本增长 53%至 54 亿元。毛利润增长 9%至 5.24 亿元。期间费用率由 10%下降至 7%，毛利率由 11%下降至 9%，，净利润率由 1.1%升至 1.5%。每股经营活动产生的现金流量下降 65%至 0.51 元，净资产收益率由 1.45%大幅升至 4.95%。净负债率仍然较高，由 191%下降至 188%，中煤华晋的增发项目完成后，预计可以大幅降至 100%左右。减少财务费用 4500 万左右。

图表 1. 2017 年业绩摘要

(人民币，百万)	2016 年	2017 年	同比变动(%)
营业收入	4,038	5,995	48
营业成本	3,556	5,439	53
毛利润	482	556	15
营业税金及附加	24	32	35
销售费用	64	58	(9)
管理费用	153	187	23
财务费用	193	195	1
资产减值损失	7	17	140
投资净收益	1	1	13
营业利润	43	77	79
营业外收入	11	2	(82)
营业外支出	8	3	(56)
税前利润	46	76	64
所得税	1	(17)	(2,463)
少数股东损益	1	1	(32.8)
归属于母公司所有净利润	44	92	108
每股收益(人民币，元)			
基本每股收益(元)	0.06	0.12	108
每股经营活动产生现金净流量(元)	1.48	0.51	(65)
毛利率(%)	12	9	
经营利润率(%)	1.1	1.3	
净利润率(%)	1.1	1.5	
期间费用率(%)	10	7	
净资产收益率-加权(%)	1.45	4.95	
有效税率(%)	1.6	(22.4)	

资料来源：公司数据，中银证券

图表 2. 17 年 4 季度业绩摘要

(人民币, 百万)	2017 年 3 季度	2017 年 4 季度	环比变动 (%)
营业收入	1,630	1,694	4
营业成本	1,483	1,549	4
毛利润	147	145	(1)
营业税金及附加	7	8	16
销售费用	15	16	8
管理费用	32	81	155
财务费用	62	34	(44)
资产减值损失	0	2	
投资净收益	1	(1)	(206)
营业利润	33	11	(67)
营业外收入	33	11	(67)
营业外支出	2	(16)	(773)
税前利润	33	23	(30)
所得税	0	(17)	(7,036)
少数股东损益	0	0	(19)
归属于母公司所有净利润	32	40	24
每股收益(人民币, 元)			
毛利率(%)	9	9	
经营利润率(%)	2.0	0.7	
净利润率(%)	2.0	2.4	
期间费用率(%)	7	8	
净资产收益率-加权(%)	2.6	5.0	
有效税率(%)	1	(75)	

资料来源：公司数据，中银证券

产销量大幅下降 15%，焦炭价格大幅上涨 78%，吨焦毛利大幅增长 80%至 194 元/吨。

因环保限产，系统低负荷生产，以及贯彻供给侧改革去产能政策，17 年焦炭产量同比下降 15.61%至 280 万吨，其中 1、2、3、4 季度分别为 59 万吨、70 万吨、71 万吨、80 万吨，32、3、4 季度环比分别增加 6%、2.6%和 12%。；焦炭销量同比下降 15.8%至 282.91 万吨。但焦炭的营业收入增加 49.53%至 42.7 亿元。主要原因是焦炭价格的上升。焦炭产品的价格由于受到上游煤炭价格上涨的影响以及下游钢铁行业生产增加而导致需求增加的影响而持续增长 77.7%至 1510 元/吨。吨焦毛利大幅增加 80%至 194 元。但是随着原材料价格的上涨导致营业成本增加 49.21%至 37 亿元。从而毛利率仅增加 0.19 个百分点至 12.8%。

甲醇产销量 15.万吨，同比大幅下降 27%。主要由于环保限产、焦炉煤气停产、二系统停车。这导致化工业务亏损，毛利润率由去年同期的 10%下降至-0.2%。受益于供给侧改革和环保限产，其他产品价格也大幅增长，化工品价格大幅上涨 64%至 4470 万吨。

总体来看，18 年公司的现有业务将会比较平稳运行，目前各产品价格虽有回落，但由于去年上半年基数不高，预计业绩同比变化不大。

图表 3. 各业务的产销数据

产销量数据	2016	2017	同比变动 (%)
焦炭：产量	293.46	280	(4.6)
销量	336.17	282.91	(15.8)
甲醇：产量	21.02	15.28	(27.3)
销量	20.83	15.11	(27.5)
炭黑：产量	6.42	6.59	2.6
销量	6.6	6.49	(1.7)
沥青：销量	9.14	8.59	(6.0)
焦化甲苯；销量	5.93	7.55	27.3

资料来源：公司数据，中银证券

图表 4. 各业务的经营状况

各业务收入占比(%)	2016	2017
焦炭	71	71
化工	29	28
其他业务	1	1
各业务毛利润占比(%)		
焦炭	75	99
化工	24	(1)
其他业务	1	1
各业务毛利率(%)	11.9	9.6
焦炭	12.7	12.8
化工	10.0	(0.9)
其他业务	22.6	25.0

资料来源：公司数据，中银证券

图表 5. 各产品价格和生产成本

价格 (元/吨)	2016	2017	同比变动 (%)
焦炭	850	1,510	77.7
化工产品 (甲醇、焦炭黑、沥青、焦化甲苯)	2,725	4,470	64.1
原材料价格	702	1,380	96.5
单位成本 (元/吨)			
焦炭	850	1,330	56.4
甲醇和炭黑	3,800	7,736	103.6

资料来源：公司数据，中银证券

高盈利焦煤资产的注入，使得 18 年归母净利润将同比增长 8 倍以上，成为其业绩高位向好的定山石

历经数年和坎坷，在 18 年初公司终于完成了中煤华晋公司 49% 股权的注入。这是一块非常优质的焦煤资产，代表了中国盈利最高的焦煤矿。15 年是煤炭行业最惨淡的时候，在全行业巨亏的时候，中煤华晋仍能有 6 亿元的盈利，净利润率 17%，吨煤净利 60 元左右，令人印象深刻。

17 年中煤华晋业绩略低于市场预期。

即将并表的中煤华晋公司 17 年归属母公司净利润 25.7 亿元，比市场预期略低。预计其 17 年煤炭产量 960 万吨，吨煤净利高达 267 元，与上市公司平均不到百元的吨煤净利相比，几乎是 A 股盈利最高的上市公司煤炭资产。预计 18 年归属母公司净利润的 96% 将由中煤华晋提供，成为其最重要的利润来源，换句话说，中煤华晋将为公司提供 8 倍的同比业绩增长。

高产高效现代化大型焦煤矿井

高品质稀缺的煤质使得煤价很高，矿龄较轻，现代化的大型开采，以及很低的成本支撑了中煤华晋出众的业绩。以占 60% 产能的王家岭矿为例，它是 13 年投产的新建现代化矿井，是年产 600 万吨的特大型高产高效的焦煤矿，生产优质的低硫低灰炼焦精煤和主焦煤。煤矿技术和工艺在我国煤炭企业中居于领先地位。

再比如，300 万吨的华宁煤矿 17 年前 9 个月的净利润率高达 41%，吨煤净利 284 元。

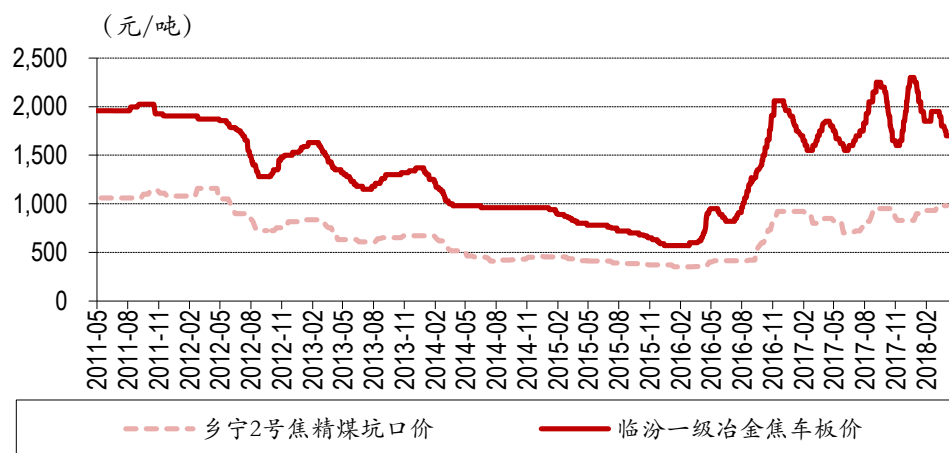
低成本优势明显：与常见的几十万吨的偏老焦煤矿不同，中煤华晋主要是大型现代化新矿矿井，瓦斯含量不高，开采成本得到较好的摊薄。此外，公司是类似民营企业的管理，人员少，没有企业办社会，没有国企的养老，效率较高。中煤华晋 2000 多人，人均采煤量 5000 吨/年，是我国大型煤炭企业人均采煤量的 2 倍以上，全国人均采煤量的 5 倍以上。

图表 6. 中煤华晋下属煤矿

煤矿	股权 (%)	产能 (万吨)	地点	投产日	煤种	经营情况	荣誉
王家岭煤矿	100	600	山西省临汾市乡宁县	新建矿, 2013/10/1	焦精煤	N.A	连续三年“国家一级安全质量标准化矿井”及“山西省现代化示范矿井”
华宁矿	51	300	山西省临汾市乡宁县	兼并重组整合矿, 17 年初投产	焦精煤	2017 年 1-9 月, 实现营业收入 16.17 亿元, 净利润 7.68 亿元, 净利率 47%	山西省一级安全质量标准化矿井, “山西省现代化示范矿井” “行业安全高效矿井”
韩咀矿	100	120	山西省临汾市乡宁县	兼并重组整合矿, 16 年投产	焦精煤	2017 年 1-9 月, 营业收入 3.27 亿元, 净利润 0.49 亿元, 净利率 15%	“行业安全高效矿井”等

资料来源：万得，中银证券

图表 7. 公司所在地焦煤及焦炭价格



资料来源：万得，中银证券

根据敏感度分析，假设煤价上涨 10%，中煤华晋的归母净利润将上涨 28%，假设焦炭价格也会跟涨 10% 以及其原料煤也上涨 10%，则公司归属母公司净利润将增长 28%。

与动力煤的大幅回调形成对比，作为稀缺的焦煤资源，中煤华晋所在地的焦煤价格目前为近 6 年新高。随着去产能的深入与新增资源量很有限，我们看好中长期焦煤市场供应偏紧的格局，焦煤价格有望继续维持高位。这将为公司带来较为持续的丰厚的盈利。

甲醇制烯烃有望继续接力，成为后续发展新动能

公司目前在建 60 万吨焦炉煤气制甲醇再制烯烃项目，根据 17 年年报，目前建设进度为 20%，只比 16 年的建设进度提高了 1 个百分点，进度慢的原因主要是公司集中精力进行做中煤华晋资产注入且注资过程比较坎坷。根据公司信息，今年烯烃项目会全面开工，19 年底有望投产产出烯烃，2020 年后会成为公司新的利润增长点。

焦炉煤气生产甲醇的成本低

不同于常见的煤制甲醇，公司的甲醇是焦炉煤气生产的，由于焦炉煤气是炼焦的副产品，因此甲醇的成本很低，明显的低于油制烯烃以及煤制烯烃等。

烯烃价格与石油价格的相关度很高，高油价下烯烃的成本支撑较好

近 80% 的烯烃是油制的，因此石油价格与烯烃价格的关联度很高，见下图。由于油制烯烃的成本较高且占比近 80%，是主流，较高的油价将较好支撑烯烃的价格，以及支撑低成本焦炉煤企制烯烃项目的更大的盈利空间。

图表 8. 公司 60 万吨甲醇制烯烃项目情况

持股	产品	项目总投资	项目进度(%)	预计投产	筹资方式	制造甲醇工艺	制造烯烃工艺	技术
51%，另外 49% 是山西焦煤交通能源投资有限公司	30 万吨聚乙烯、30 万吨聚丙烯	170 亿元	20	2020 年	战略投资者、金融机构等	焦炉煤气（炼焦副产品）	70% 左右甲醇，30% 左右煤炭	大连物化所

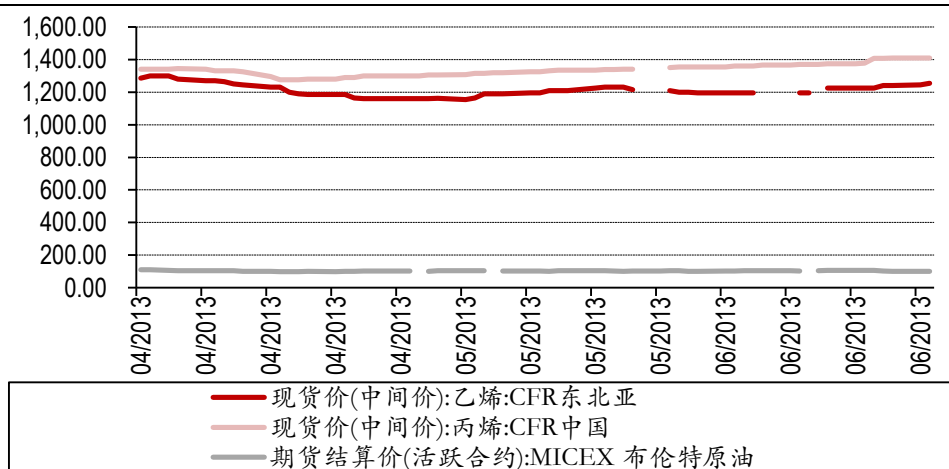
资料来源：万得，中银证券

图表 9. 几种路径下的甲醇制烯烃成本比较

	甲醇价格（元/吨）	烯烃成本（元/吨）
外购甲醇	2,411	8,015.2
煤制烯烃	1,304	4,472.8
焦炉气制甲醇	1,122	3,890.4

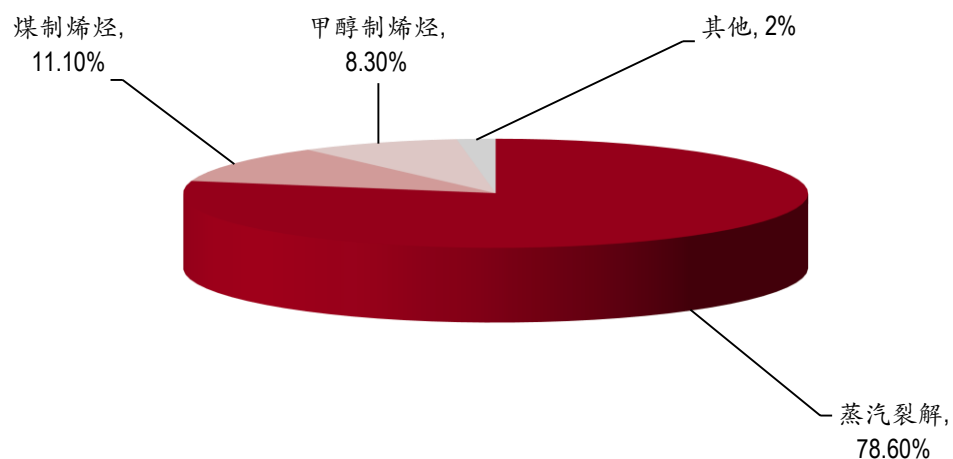
资料来源：万得，中银证券

图表 10. 烯烃与油价关联度高



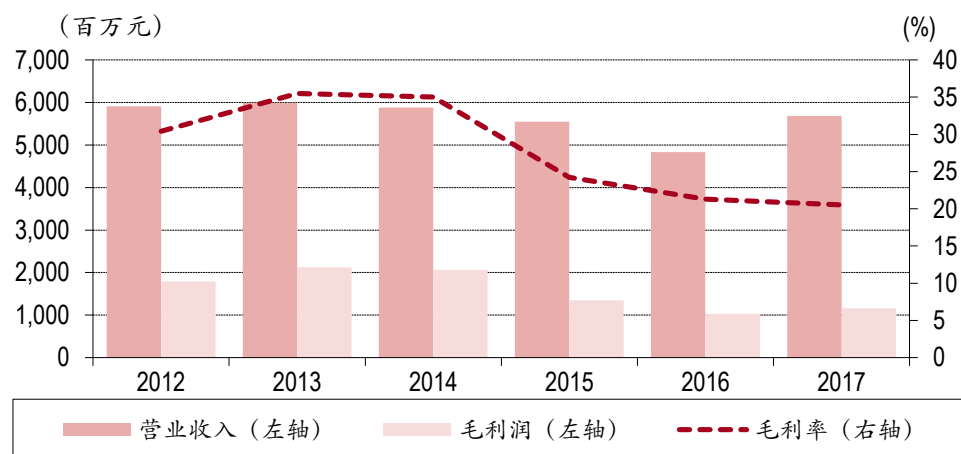
资料来源：万得，中银证券

图表 11. 烯烃（乙烯）生产工艺占比



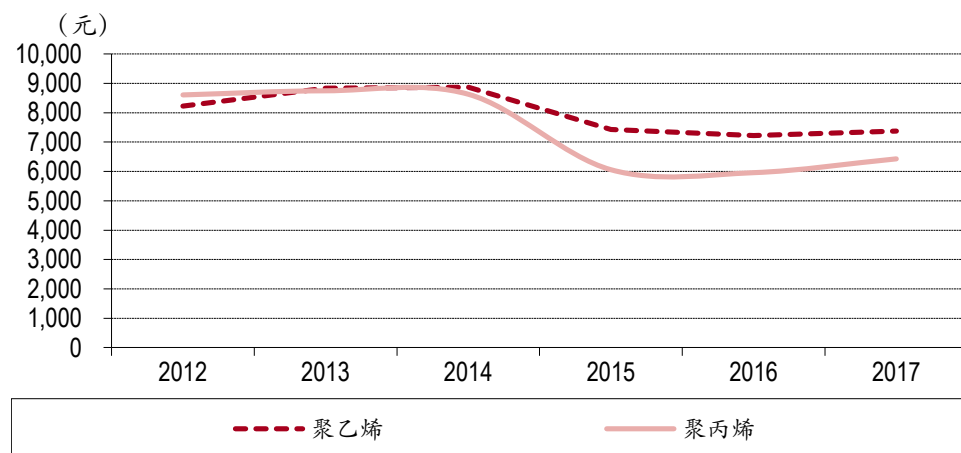
资料来源：万得，中银证券

图表 12. 神华的煤制甲醇项目盈利情况



资料来源：万得，中银证券

图表 13. 神华的聚烯烃价格



资料来源：万得，中银证券

由于神华是煤制烯烃，而公司的焦油制甲醇制烯烃的工艺成本更低，我们预计公司烯烃项目正常运转效益将好于神华的煤质烯烃。我们预计公司的烯烃项目 2020 年后可以投产，预计每年带来 50 亿元的收入，约增加收入 70% 左右，预计净利 3 亿元左右，增厚当年业绩 20% 左右。

此外，由于少数股东权益占比较大，我们不排除公司会在项目投产后收购剩余 49% 的少数股东权益，盈利空间有望继续提升的可能性。

从今年开始，山西焦化将一改过去产业链单一，议价能力、盈利能力弱的加工型企业特征，成为拥有稀缺资源、高盈利资产的多产业链公司，传统焦炭行业逐渐淡化。未来公司还将通过低成本的甲醇制烯烃项目形成更完整、高效、先进的产业链，进行产业的进一步升级与盈利的可持续发展。受制于诸多局限，近年来传统的煤焦企业成功转型的很少，大都仍从事原有的业务，或者是新业务不成规模，难以独挡一面，一煤独大仍较为突出。我们看好公司作为行业极少数拥有明显的转型并有后续发展接力的良好业务模式和其作为稀缺的有成长性和产业升级的行业投资标的。目前公司 18 年市盈率 10 倍，我们认为作为一个有成长性的资源类公司，山西焦化股价被低估，我们给予公司 **买入** 的首次评级。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	4,038	5,995	6,447	6,683	11,817
销售成本	(3,556)	(5,439)	(5,598)	(5,789)	(9,933)
经营费用	(433)	(473)	(505)	(525)	(816)
息税折旧前利润	49	83	344	369	1,069
折旧及摊销	311	308	303	319	347
经营利润(息税前利润)	365	400	656	696	1,424
净利息收入/(费用)	(193)	(195)	(150)	(158)	(165)
其他收益/(损失)	365	400	656	696	1,424
税前利润	46	76	1,852	1,985	2,685
所得税	(1)	17	(278)	(298)	(403)
少数股东权益	(1)	(1)	(1)	(1)	280
净利润	44	92	1,573	1,686	2,562
核心净利润	44	92	1,573	1,686	2,562
每股收益(人民币)	0.058	0.120	1.098	1.177	1.789
核心每股收益(人民币)	0.058	0.120	1.098	1.177	1.789
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.330	0.354	0.419
收入增长(%)	20	48	8	4	77
息税前利润增长(%)	(107)	70	312	7	190
息税折旧前利润增长(%)	(185)	10	64	6	104
每股收益增长(%)	(105)	108	815	7	52
核心每股收益增长(%)	(105)	108	815	7	52

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	46	76	1,852	1,985	2,685
折旧与摊销	(315)	(316)	(312)	(327)	(355)
净利息费用	193	195	150	158	165
运营资本变动	540	(304)	(74)	(75)	(940)
税金	1	(17)	278	298	403
其他经营现金流	673	760	(208)	(231)	(682)
经营活动产生的现金流	1,137	393	1,685	1,806	1,276
购买固定资产净值	(229)	(145)	(400)	(600)	(800)
投资减少/增加	24	9	0	0	0
其他投资现金流	(205)	(136)	(400)	(600)	(800)
投资活动产生的现金流	0	0	0	0	0
净增权益	4,252	4,704	4,800	5,000	5,700
净增债务	361	334	622	664	766
支付股息	(5,254)	(5,157)	(6,295)	(6,270)	(7,167)
其他融资现金流	(640)	(120)	(872)	(606)	(701)
融资活动产生的现金流	291	137	413	600	(224)
现金变动	1,292	1,583	1,721	2,134	2,733
期初现金	932	257	1,285	1,206	476
公司自由现金流	4,991	4,766	5,935	6,049	6,011
权益自由现金流	46	76	1,852	1,985	2,685

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	3,253	3,755	4,134	4,733	4,509
应收帐款	984	800	860	891	1,576
库存	384	340	350	362	621
其他流动资产	77	83	71	73	115
流动资产总计	4,692	4,973	5,409	6,054	6,816
固定资产	5,621	5,742	5,922	6,576	6,492
无形资产	374	374	365	348	323
其他长期资产	18	37	40	41	42
长期资产总计	6,013	6,153	6,328	6,965	6,858
总资产	10,708	11,125	12,911	14,299	15,631
应付帐款	3,552	3,473	3,473	3,443	3,489
短期债务	5,497	6,353	6,370	6,497	6,797
其他流动负债	(2,543)	(2,770)	(2,770)	(2,682)	(2,818)
流动负债总计	6,506	7,056	7,073	7,259	7,469
长期借款	1,083	451	450	470	470
其他长期负债	499	904	904	904	904
股本	766	766	1,432	1,432	1,432
储备	1,274	1,367	2,469	3,651	5,053
股东权益	2,040	2,133	3,901	5,083	6,485
少数股东权益	580	581	582	583	303
总负债及权益	10,708	11,125	12,911	14,299	15,631
每股帐面价值(人民币)	2.66	2.79	2.72	3.55	4.53
每股有形资产(人民币)	2.17	2.29	2.46	3.29	4.28
每股净负债/(现金)(人民币)	4.34	3.98	1.88	1.56	1.93

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	9.0	6.7	10.2	10.4	12.0
息税前利润率(%)	1.2	1.4	5.3	5.5	9.0
税前利润率(%)	1.1	1.3	28.7	29.7	22.7
净利率(%)	1.1	1.5	24.4	25.2	21.7
流动性					
流动比率(倍)	0.7	0.7	0.8	0.8	0.9
利息覆盖率(倍)	0.3	0.4	2.3	2.3	6.5
净权益负债率(%)	190.7	187.3	104.5	74.7	70.1
速动比率(倍)	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8
估值					
市盈率(倍)	183.2	88.1	9.6	9.0	5.9
核心业务市盈率(倍)	183.2	88.1	9.6	9.0	5.9
市净率(倍)	4.0	3.8	3.9	3.0	2.3
价格/现金流(倍)	7.1	20.6	9.0	8.4	11.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	410.3	242.4	57.6	52.5	0.0
周转率					
存货周转天数	31.7	24.3	22.5	22.5	18.1
应收帐款周转天数	107.2	54.3	47.0	47.8	38.1
应付帐款周转天数	308.9	213.8	196.6	188.9	107.1
回报率					
股息支付率(%)	0.0	0.0	30.0	30.0	23.4
净资产收益率(%)	2.2	4.4	52.1	37.5	44.3
资产收益率(%)	0.5	0.8	2.6	2.5	6.8
已运用资本收益率(%)	0.5	0.9	3.3	3.1	8.0

资料来源: 公司数据及中银证券预测

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。

中银国际证券股份有限公司同时声明，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，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限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股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限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。

中银国际证券股份有限公司不得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。中银国际证券股份有限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。中银国际证券股份有限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，中银国际证券股份有限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股份有限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。中银国际证券股份有限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股份有限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。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

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 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

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

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
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) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371