

002080.SZ

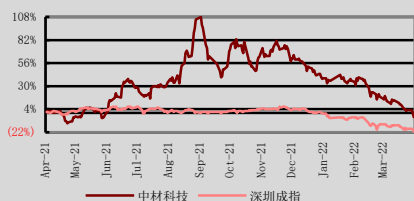
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 27.7

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(13.3)	0.9	32.5	2.9
相对深证成指	1.5	(0.6)	20.4	15.1

发行股数(百万)	1,678
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	46,484
3 个月日均交易额(人民币 百万)	711
净负债比率(%) (2022E)	净现金
主要股东(%)	
中国建材股份有限公司	60

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以 2022 年 8 月 17 日收市价为标准

相关研究报告

《中材科技: 玻纤、叶片行业龙头布局锂膜打造第三增长点》20220510

《中材科技: 玻纤、风电产能持续投放, 锂膜业务潜力巨大》20220422

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

建筑材料: 玻璃玻纤

证券分析师: 陈浩武

(8621)20328592

haowu.chen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300520090006

中材科技

三大业务产能持续投放, 锂膜盈利大幅提升

公司于 8 月 17 日发布 2022 年半年报, 公司上半年营收 99.2 亿元, 同比增长 6.0%; 归母净利 18.7 亿元, 同比增长 1.3%。公司三大业务中, 玻纤业绩稳健增长, 叶片业务上半年盈利受到较大挑战, 锂膜盈利明显改善。我们维持公司买入评级。

支撑评级的要点

- **Q2 营收及利润环比增长, 同比下降:** 公司上半年营收 99.2 亿元, 同比增长 6.0%; 归母净利 18.7 亿元, 同比增长 1.3%。单二季度营收 52.6 亿元, 归母净利 11.4 亿元, 环比分别增长 12.8%/54.9%, 同比分别下降 1.5%/9.6%。
- **玻纤:** 上半年玻纤行业景气度延续, 公司公告新产能建设计划: 22H1 公司玻纤业务收入 44.6 亿元, 同比增长 11.7%; 毛利率 37.9%, 同比下降 5.9pct。公司玻纤产能位居国内第二, 6 月公告计划投资 36.8 亿元建设年产 30 万吨高性能玻璃纤维智能制造生产线, 产品主要定位于热塑玻纤和建材玻纤市场, 公司产品结构将进一步优化。
- **叶片:** 招标价格大幅下降叠加原材料价格高位稳定, 盈利能力遭受挑战: 22H1 公司叶片业务收入 24.4 亿元, 同比减少 19.8%; 毛利率 7.5%, 同比下降 14.3pct。我们认为叶片价格存成本支撑, 低价难以长期保持; 且下半年叶片行业整体形势向好, 叶片业务盈利有望修复。
- **锂膜:** 公司产能快速扩张, 盈利明显改善: 2021 年末公司锂膜基膜产能超 10 亿平米, 目前产能超过 13 亿平米, 年底有效产能将达 17-18 亿平米。上半年公司锂膜销售 5 亿平米, 营收 7.2 亿元, 同比大幅增加 53.2%, 单平净利从 2021 年的 0.13 元提升至 0.28 元。

估值

- 叶片行业静待盈利修复, 我们小幅下调原有盈利预测。预计 2022-2024 年公司收入为 222.9、252.5、266.1 亿元; 归母净利分别为 36.3、42.0、48.0 亿元; EPS 分别为 2.16、2.51、2.86 元。维持公司买入评级。

评级面临的主要风险

- 玻纤产能超预期投放, 风电装机进度缓慢, 锂膜产能消化不及预期。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入(人民币 百万)	18,711	20,295	22,294	25,247	26,607
变动(%)	38	8	10	13	5
净利润(人民币 百万)	2,052	3,373	3,626	4,203	4,800
全面摊薄每股收益(人民币)	1.223	2.010	2.161	2.505	2.860
变动(%)	48.7	64.4	7.5	15.9	14.2
原先预测摊薄每股收益(人民币)			2.314	2.607	2.903
变动(%)			(6.6)	(3.9)	(1.5)
全面摊薄市盈率(倍)	22.3	13.6	12.6	10.9	9.5
价格/每股账面价值(倍)	34.9	21.6	11.6	9.1	8.0
每股现金流量(人民币)	0.78	1.26	2.35	3.00	3.41
企业价值/息税折旧前利润(倍)	11.5	7.9	7.0	6.2	5.5
每股股息(人民币)	0.40	0.64	0.65	0.75	0.86
股息率(%)	1.5	2.3	2.4	2.8	3.2

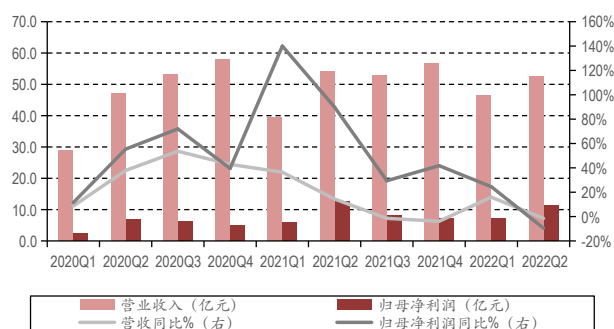
资料来源: 公司公告, 中银证券预测

一、Q2 营收和利润环比增幅较大，同比有所减少

事件：公司于 8 月 17 日发布 2022 年半年报，公司上半年营收 99.2 亿元，同比增长 6.0%；归母净利润 18.7 亿元，同比增长 1.3%；扣除非经常性损益的归母净利润 12.5 亿元，同比减少 20.8%。报告期内非经常损益 6.2 亿元，其中固定资产处置收益 5.1 亿元，主要为出售闲置锐粉所得。单二季度营收 52.6 亿元，归母净利润 11.4 亿元，环比分别增长 12.8% 及 54.9%，同比分别下降 1.5% 和 9.6%。Q2 公司现金流情况获得改善，销售商品提供劳务的现金 49.3 亿元，环比上涨 83.2%；经营活动现金净流量 18.7 亿元，环比由负转正。

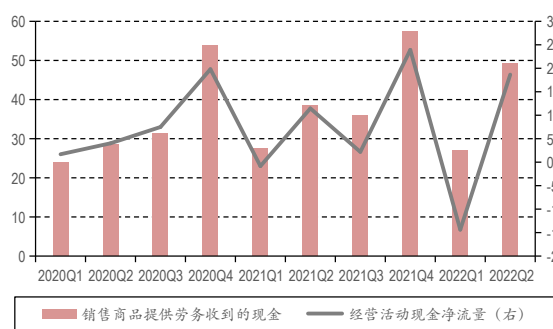
费用管控良好，利润率同比下滑较多：2022Q2 公司费用率 10.7%，同比下滑 0.7pct，环比下滑 1.7pct，费用管控良好。受电子纱价格下降及风机招标价格大幅下降拖累，公司玻纤和叶片业务毛利率同比分别下滑 5.9pct 和 14.3pct。公司 Q2 销售毛利率与净利率分别为 27.3% 与 22.7%，同比变化 -7.6pct 及 -1.5pct，环比分别变化 -2.5pct 及 6.0pct。

图表 1. Q2 营收及利润环比大幅增长，同比有所下滑



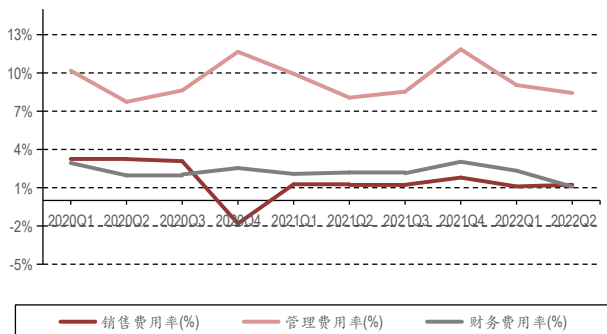
资料来源：公司公告，中银证券

图表 2. Q2 现金流情况获得改善（单位：亿元）



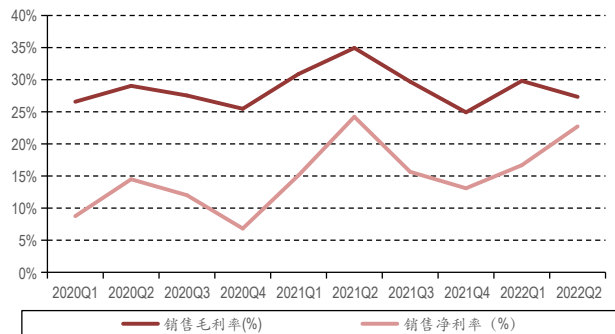
资料来源：公司公告，中银证券

图表 3. Q2 费用率同比基本持平，环比下降



资料来源：公司公告，中银证券

图表 4. Q2 毛利率与净利率同比下滑较多



资料来源：公司公告，中银证券

二、公告 30 万吨玻纤新产能，产品结构持续优化

上半年玻纤行业景气度延续，玻纤业务营收同比增长：22H1 公司销售玻纤及制品 51.5 万吨，环比减少 2.8%；销售收入 44.6 亿元，同比增长 11.7%。玻纤及制品销售均价 8,660 元/吨，同比上涨 8.3%。玻纤业务在营收中占比 41.8%，同比上升 0.7pct。毛利率 37.9%，同比下降 5.9pct。

玻纤产能国内第二：据卓创资讯，截至 2022 年 7 月，公司在产产线 16 条，合计产能约 110 万吨，规模位居国内第二，仅次于中国巨石（260 万吨）。国内产能 3-5 名的公司为重庆国际（90 万吨）、山东玻纤（43 万吨）以及长海股份（30 万吨）。

公告新产线投资计划：公司于今年6月公告计划投资36.8亿元建设年产30万吨高性能玻璃纤维智能制造生产线，产品主要定位于热塑玻纤和建材玻纤市场；公司于今年4月公告产线改造项目，计划投资6.2亿元将2015年停产的邹城2线改造为年产6万吨高模高强玻璃纤维生产线，新线产品将主要应用于大功率风电叶片及海上风电等领域。上述项目建成后将进一步优化泰山玻纤产品结构，提升公司综合竞争力。

玻纤需求预期仍旺盛，但年内新点火产能较多：据卓创资讯数据，受玻纤及制品高价驱动，2021年国内主要玻纤企业新增产能78万吨；截至7月中旬，今年已点火新增玻纤产能71万吨，大部分产能于5-6月点火，经历产能爬坡后将于7-8月释放增量，供给持续增加将给价格带来较大压力。需求端，玻纤出口持续景气，据卓创资讯数据，2022年我国上半年玻纤出口量107.8万吨，同比增长42%；受华东地区疫情影响，二季度国内基建、风电、汽车等领域对玻纤的需求未能充分释放，我们预计下半年国内需求将会有所修复，且在双碳大背景下，风力发电、新能源汽车、以及绿色节能建材等市场有望持续拉动玻纤需求。

图表 5.2022-2023 年新增产能及其他在建拟建产能（万吨）

2022 年新增产能					
点火时间	公司	产线名称	产能	产品	产能冲击
2022/1/10	建滔化工	新建线 6 线	6.0	电子纱	5.0
2022/3/28	邢台金牛	4 线	10.0	无碱粗纱	6.0
2022/5/20	四川裕达	1 线	3.0	无碱粗纱	1.5
2022/5/28	中国巨石	成都 3 线	15.0	短切纱为主	7.5
2022/6/18	中国巨石	智能电子纱 3 线	10.0	电子纱	3.0
2022/6/27	重庆三磊	黔江区 2 线	10.0	无碱粗纱	4.0
2022/6/29	重庆国际	F12	15.0	无碱粗纱	5.0
2022/7/8	四川威远	泰国 1 线	5.0	无碱粗纱	2.0
预计年内投产	江西元源	2 线	8.0	无碱粗纱	2.0
2022Q4	中材科技	邹城 2 线	6.0	高强高模玻纤	1.0
预计 2022 年年底投产	中国巨石	埃及 4 线	12.0	无碱粗纱	0.0
国内合计			85.0		35.0
合计			102.0		37.0

其他在建拟建产能				
建设进展	公司	产线名称	产能	产品
审批中	长海股份	高性能玻璃纤维智能制造基地	60.0	无碱玻纤粗纱
具体点火时间暂不确定	安徽丹凤	3 线	2.0	电子纱
准备募资	邢台金牛	5 线	15.0	无碱粗纱
准备募资	邢台金牛	6 线	15.0	无碱粗纱
预计 2022 开工、2023 投产	中国巨石	九江 3 线	20.0	无碱粗纱
预计 2023 开工、2024 投产	中国巨石	九江 4 线	20.0	无碱粗纱
2022 年 6 月 24 日公告	山东玻纤	目标“十四五”末玻纤产能达 100 万吨		
20.5 万吨产能已点火	重庆三磊	高性能玻纤生产基地	50.0	无碱粗纱、短切毡
2022 年 6 月 30 日公告	中材科技	高性能玻纤智能制造生产线	30.0	

资料来源：卓创资讯，各公司公告，中银证券

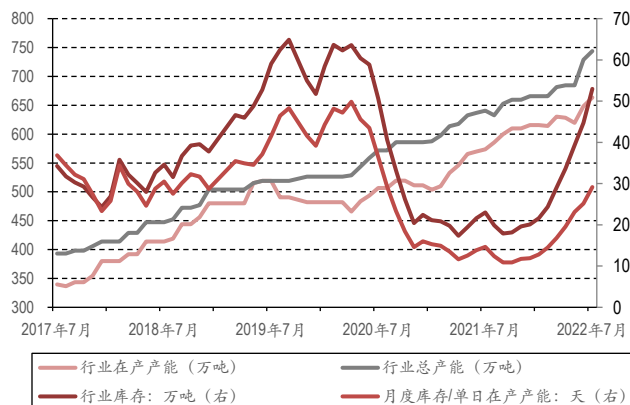
2022 年 8 月中旬，无碱玻纤纱主流产品 2400tex 均价 4,800-5,300 元/吨，环比下调 7.8%；电子纱价格从 2021 年 17,000 元/吨高位回落至 9,000 元/吨低点后触底回升，目前价格稳定在 9,500 元/吨；玻纤行业库存有所上升，2022 年 7 月行业库存 53.0 万吨，环比上涨 18.6%/8.6 万吨；经我们测算，目前玻纤行业库存天数 29.2 天，环比增加 15.9%/4.0 天。

图表 6. 2400tex 缠绕直接纱均价



资料来源：卓创资讯、中银证券

图表 7. 国内玻纤行业库存天数有所上升



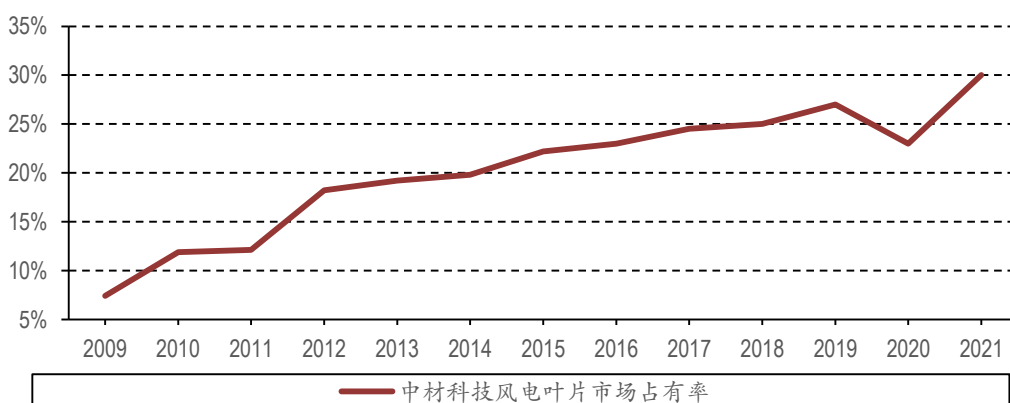
资料来源：卓创资讯、中银证券

三、叶片下半年盈利有望修复，产能持续扩张稳固龙头地位

风机招标价格大幅下降叠加原材料价格高位稳定，盈利能力遭受挑战：22H1 公司叶片销量 5GW，同比增长 10.3%；收入 24.4 亿元，同比减少 19.8%。叶片销售均价 48.6 万元/MW，同比下降 28.2%。毛利率 7.5%，同比下降 14.3pct。据公司公告，中材叶片作为行业龙头企业，今年上半年仅能维持盈亏平衡，叶片价格存成本支撑，低价难以长期保持；且目前子公司北玻院模具厂订单同比大幅增长，是叶片行业的先行指标，预计下半年叶片行业整体形势向好，叶片业务盈利有望修复。

公司叶片产能继续扩张：截至 2021 年末，公司拥有七个生产基地，叶片年产 4,300 套，产能位列全国第一。2021 年 12 月，公司公告计划投资 2,878 万美元在巴西建设年产 260 套风电叶片制造基地项目；2022 年 3 月，公司公告计划分别投资 4.9 亿元和 3.8 亿元，在广东阳江建设年产 200 套海上风电叶片制造基地项目以及在陕西榆林建设年产 300 套风电叶片制造基地项目。在叶片大型化趋势下，三四线叶片制造商将因为技术、成本、客户资源劣势逐步淘汰出局，龙头企业市占率有望提升。

图表 8. 公司风电叶片市占率不断提升



资料来源：公司公告、中银证券

四、锂膜产能迅速扩张，盈利能力快速提升，潜力较大

锂膜产能迅速扩张：2021 年末，公司锂膜基膜产能超过 10 亿平米，目前产能超过 13 亿平米。新建产能中，内蒙二期 3.2 亿平米项目预计在年内建成投产，年底有效产能将达 17-18 亿平米。今年上半年公司锂膜销售 5 亿平米，同比增长 42.9%；营收 7.2 亿元，同比增长 53.2%；净利润 1.4 亿元，单平净利从 2021 年的 0.13 元提升至 0.28 元。

生产效率提升，综合成本下降，盈利能力快速提升：公司新产线的成本在行业内竞争力较强，随着新产线陆续投产，公司综合生产效率提升，成本下降明显。据公司7月公告，公司21年良率在70-80%水平，目前已稳定在90%以上；21年公司锂膜单平净利约为0.13元，目前已超过0.35元，且仍有较大提升空间。

锂膜业务潜力较大：公司正在筹建中的项目还有滕州三期5.6亿平米产线，内蒙三期7.2亿平米产线以及南京基地10.4亿平米产线，预计于2023年释放产能。公司隔膜产业的发展得到了中国建材集团的大力支持，目前在建产能约30亿平米，“十四五”末计划达到超过70亿平米产能。锂膜作为公司重点发展的第三大业务，业绩弹性较大。

图表 9.公司在产锂膜产线梳理

	产线名称	设计产能 (亿平方米)	项目地点	技术路线	公告时间	投产时间	投资额 (亿元)	单线投资额 (亿元)	每亿平方米投资 额 (亿元)
中材锂膜	1 线	0.6	山东滕州	湿法同步	2017	2017	9.95	2.49	4.15
	2 线	0.6	山东滕州	湿法同步	2017	2017		2.49	4.15
	3 线	0.6	山东滕州	湿法同步	2017	2018		2.49	4.15
	4 线	0.6	山东滕州	湿法同步	2017	2018		2.49	4.15
	滕州二期-5 线	0.68	山东滕州	湿法同步	2019	2021	15.50	2.58	3.79
	滕州二期-6 线	0.68	山东滕州	湿法同步	2019	2021		2.58	3.79
	滕州二期-7 线	0.68	山东滕州	湿法同步	2019	1H2022		2.58	3.79
	滕州二期-8 线	0.68	山东滕州	湿法同步	2019	1H2022		2.58	3.79
	滕州二期-9 线	0.68	山东滕州	湿法同步	2019	1H2022		2.58	3.79
	滕州二期-10 线	0.68	山东滕州	湿法同步	2019	1H2022		2.58	3.79
湖南中锂	1-6 线	7.2	湖南基地	湿法异步		2017			
	6-12 线		湖南基地	湿法异步					
	13-14 线		湖南基地	湿法异步			2.89	1.45	
	15-16 线		湖南基地	湿法异步			2.80	1.40	
	17 线	0.6	湖南基地			2021	2.80	1.40	2.33
	18 线	0.6	湖南基地			2021		1.40	2.33
	19 线	0.6	湖南基地			2021	3.35	1.68	2.79
	20 线	0.6	湖南基地			2021		1.68	2.79
	21-24 线		湖南基地			2021			

资料来源：公司公告，中银证券

图表 10.公司在建锂膜产线梳理

	产线名称	设计产能 (亿平方米)	项目地点	技术路线	公告时间	预计投产时间	投资额 (亿元)	单线投资额 (亿元)	每亿平方米投资 额 (亿元)
中材锂膜	滕州三期	5.6	山东滕州	湿法同步	2022		15.71	3.93	2.81
内蒙中锂	内蒙二期	3.2	内蒙古呼和浩特	湿法异步	2021	2022	8.95	2.24	2.80
	内蒙三期	7.2	内蒙古呼和浩特	湿法异步	2021		23.03	3.84	3.20
南京锂膜	年产 10.4 亿平方米锂离子电 池隔膜生产线	10.4	江苏南京	湿法异步	2021		37.53	3.13	3.61

资料来源：公司公告，中银证券

五、风险提示

玻纤产能超预期投放，风电装机进度缓慢，锂膜产能消化不及预期。

图表 11. 2022Q2 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2021Q2	2022Q2	同比增长(%)
营业收入	5,418.39	5,258.67	(2.95)
营业税及附加	55.16	49.30	(10.63)
净营业收入	5,363.23	5,209.37	(2.87)
营业成本	3,525.02	3,821.49	8.41
销售费用	65.87	64.75	(1.71)
管理费用	436.89	443.15	1.43
财务费用	118.90	56.83	(52.21)
资产减值损失	31.50	0.42	(98.65)
营业利润	1,525.72	1,408.81	(7.66)
营业外收入	18.90	30.06	59.04
营业外支出	3.57	7.61	112.96
利润总额	1,541.04	1,431.26	(7.12)
所得税	228.72	236.63	3.46
少数股东损益	46.12	57.56	24.81
归属母公司股东净利润	1,266.21	1,137.07	(10.20)
扣除非经常性损益的净利润	1,026.13	646.81	(36.97)
每股收益(元)	0.75	0.68	(9.33)
扣非后每股收益(元)	0.61	0.39	(36.07)
毛利率(%)	34.94	27.33	减少 7.61 个百分点
净利率(%)	24.22	22.72	减少 1.50 个百分点
销售费用率(%)	1.22	1.23	增加 0.02 个百分点
管理费用率(%)	8.06	8.43	增加 0.36 个百分点
财务费用率(%)	2.19	1.08	减少 1.11 个百分点

资料来源: 万得, 中银证券

图表 12. 2022H1 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2021H1	2022H1	同比增长(%)
营业收入	9,359.37	9,920.41	5.99
营业税及附加	95.80	95.25	(0.58)
净营业收入	9,263.57	9,825.17	6.06
营业成本	6,248.75	7,093.38	13.52
销售费用	116.88	116.02	(0.73)
管理费用	836.51	864.88	3.39
财务费用	202.63	165.61	(18.27)
资产减值损失	28.57	(1.12)	(103.94)
营业利润	2,219.11	2,311.94	4.18
营业外收入	32.85	48.78	48.50
营业外支出	4.90	8.32	69.91
利润总额	2,247.06	2,352.40	4.69
所得税	338.89	380.38	12.24
少数股东损益	61.25	100.59	64.21
归属母公司股东净利润	1,846.91	1,871.43	1.33
扣除非经常性损益的净利润	1,576.44	1,248.39	(20.81)
每股收益(元)	1.10	1.12	1.82
扣非后每股收益(元)	0.94	0.74	(21.28)
毛利率(%)	33.24	28.50	减少 4.74 个百分点
净利率(%)	20.39	19.88	减少 0.51 个百分点
销售费用率(%)	1.25	1.17	减少 0.08 个百分点
管理费用率(%)	8.94	8.72	减少 0.22 个百分点
财务费用率(%)	2.17	1.67	减少 0.50 个百分点

资料来源: 万得, 中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入	18,711	20,295	22,294	25,247	26,607
销售成本	13,636	14,207	15,595	16,964	17,512
经营费用	1,310	1,484	1,516	1,717	1,809
息税折旧前利润	3,986	5,801	6,575	7,430	8,273
折旧及摊销	1,121	1,292	1,857	2,069	2,261
经营利润(息税前利润)	2,866	4,509	4,718	5,361	6,012
净利息收入/(费用)	(433)	(487)	(437)	(400)	(349)
其他收益/(损失)	45	73	657	57	57
税前利润	2,433	4,022	4,281	4,961	5,663
所得税	381	649	655	758	863
少数股东权益	(83)	102	86	90	93
净利润	2,052	3,373	3,626	4,203	4,800
核心净利润	2,007	3,301	2,969	4,146	4,742
每股收益(人民币)	1.223	2.010	2.161	2.505	2.860
核心每股收益(人民币)	1.196	1.967	1.769	2.471	2.826
每股股息(人民币)	0.400	0.635	0.650	0.750	0.860
收入增长(%)	38	8	10	13	5
息税前利润增长(%)	41	57	5	14	12
息税折旧前利润增长(%)	27	46	13	13	11
每股收益增长(%)	49	64	7	16	14
核心每股收益增长(%)	83	64	(10)	40	14

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税前利润	2,433	4,022	4,281	4,961	5,663
折旧与摊销	1,121	1,292	1,857	2,069	2,261
净利息费用	433	487	437	400	349
运营资本变动	545	300	(234)	(92)	(157)
税金	980	1,314	448	403	554
其他经营现金流	(1,120)	(3,142)	(1,380)	(802)	(1,027)
经营活动产生的现金流	3,301	3,672	5,878	7,123	7,957
购买固定资产净值	1,709	1,693	2,028	2,219	2,417
投资减少/增加	276	(86)	(27)	(27)	(27)
其他投资现金流	(7)	54	62	109	162
投资活动产生的现金流	(1,992)	(1,553)	(1,939)	(2,083)	(2,228)
净增权益	(120)	(1,908)	0	0	0
净增债务	868	339	0	0	0
支付股息	671	1,066	1,091	1,259	1,443
其他融资现金流	17	281	(489)	(498)	(500)
融资活动产生的现金流	94	(2,354)	(1,580)	(1,757)	(1,943)
现金变动	1,373	(258)	2,359	3,284	3,786
期初现金	1,655	2,933	2,635	5,594	8,877
公司自由现金流	1,309	2,119	3,939	5,041	5,730
权益自由现金流	2,194	2,739	3,450	4,542	5,229

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	2,933	2,635	5,594	8,877	12,664
应收帐款	3,525	4,164	4,526	5,068	5,303
库存	2,109	2,250	2,458	2,768	2,903
其他流动资产	4,628	5,330	5,330	5,330	5,330
流动资产总计	13,196	14,379	17,907	22,044	26,200
固定资产	14,798	17,883	18,939	19,330	19,533
无形资产	1,229	1,280	1,365	1,357	1,320
其他长期资产	4,472	4,085	3,115	2,881	2,871
长期资产总计	20,500	23,247	23,419	23,569	23,725
总资产	33,695	37,627	41,326	45,612	49,924
应付帐款	6,033	7,172	7,780	8,380	8,621
短期债务	2,312	1,888	1,888	1,888	1,888
其他流动负债	4,056	4,522	4,717	5,062	5,349
流动负债总计	12,401	13,583	14,386	15,331	15,858
长期借款	5,499	3,371	3,371	3,371	3,371
其他长期负债	1,742	5,061	5,337	5,644	5,979
股本	1,678	1,678	1,678	1,678	1,678
储备	12,375	13,933	16,554	19,589	23,039
股东权益	14,053	15,611	18,233	21,267	24,717
少数股东权益	920	1,442	1,528	1,618	1,711
总负债及权益	33,695	37,627	41,326	45,612	49,924
每股帐面价值(人民币)	7.83	8.44	9.95	11.71	13.71
每股有形资产(人民币)	19.10	21.37	23.60	26.18	28.78
每股净负债/(现金)(人民币)	3.95	4.58	2.98	1.21	(0.85)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	21.3	28.6	29.5	29.4	31.1
息税前利润率(%)	15.3	22.2	21.2	21.2	22.6
税前利润率(%)	13.0	19.8	19.2	19.6	21.3
净利率(%)	10.5	17.1	16.6	17.0	18.4
流动性					
流动比率(倍)	1.1	1.1	1.2	1.4	1.7
利息覆盖率(倍)	9.2	11.9	15.0	18.6	23.7
净权益负债率(%)	47.1	49.2	27.4	9.5	(5.8)
速动比率(倍)	0.9	0.9	1.1	1.3	1.5
估值					
市盈率(倍)	22.3	13.6	12.6	10.9	9.5
核心业务市盈率(倍)	22.8	13.8	15.4	11.0	9.6
市净率(倍)	3.5	3.2	2.7	2.3	2.0
价格/现金流(倍)	34.9	21.6	11.6	9.1	8.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	11.5	7.9	7.0	6.2	5.5
周转率					
存货周转天数	41.1	40.5	40.2	40.0	39.8
应收帐款周转天数	68.8	74.9	74.1	73.3	72.7
应付帐款周转天数	161.5	184.3	182.1	180.3	179.7
回报率					
股息支付率(%)	32.7	31.6	30.1	29.9	30.1
净资产收益率(%)	14.0	22.3	20.4	20.2	19.8
资产收益率(%)	5.8	9.2	9.0	9.4	9.8
已运用资本收益率(%)	10.2	14.6	13.9	14.1	14.2

资料来源: 公司公告, 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，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他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：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 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 6-12 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 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 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 6-12 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，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