

2009 年 9 月 21 日

南玻

拥有玻璃和光伏两大完整产业链

下半年玻璃价格大幅上升，公司的玻璃业务增长势头强劲，明年公司玻璃产能还将有大幅度的提升。尽管公司致力于打造完整光伏产业链，但短期内对利润的贡献度有限。我们将公司 2009-2011 年的业绩预测调整为 0.52、0.75 和 0.90 元，目标价 17.10 元，维持**持有**评级；对南玻 B 股维持**持有**评级，目标价格 7.76 港币。

支撑评级的要点

- 四季度玻璃价格有望维持在八月初的高价。下半年以来，随着下游房地产等行业景气度的上升，普通玻璃价格上涨 20%。虽然近期价格有所回落，但由于去年停产的玻璃生产线短时间内无法完成复产，我们预计四季度玻璃价格有望维持在八月初的价格。随着去年停产的玻璃生产线的逐渐复产，我们认为玻璃价格明年春节左右可能有所回落。
- 公司玻璃产能大幅提升。今年，公司浮法玻璃的产能将比去年增加一倍，年产能将达到 220 万吨；随着下半年天津、吴江节能玻璃二期项目进入商业化运营，公司节能玻璃的产能规模已达到近 1,200 万平方米。产能的提升将有效提升公司的明年业绩。
- 公司近两年致力于打造“多晶硅材料→硅片→电池片及太阳能玻璃→光伏电池组件”完整光伏产业链。未来，公司完整太阳能光伏产业链的优势将逐渐显现，但短期内利润贡献有限。

评级面临的主要风险

- 玻璃价格下跌风险。

估值

- 我们调整对公司 2009-2011 年的业绩预测至 0.52、0.75 和 0.90 元。A 股目标价格不变，仍为 17.10 元，维持**持有**评级。基于较 A 股 40% 的折让，B 股目标价仍为 7.76 港币，维持**持有**评级。

图表 1. 投资摘要 (A 股)

年结日：12 月 31 日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入 (人民币 百万)	4,188	4,273	5,052	7,243	8,654
变动 (%)	41.3	2.0	18.2	43.4	19.5
净利润 (人民币 百万)	431	420	638	927	1114
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.35	0.34	0.52	0.75	0.90
变动 (%)	28.8	(2.6)	51.8	45.3	20.2
先前预测每股收益 (人民币)	-	-	0.51	0.66	0.8
调整幅度 (%)	-	-	1.1	13.5	12.5
市盈率 (倍)	46.0	47.3	31.2	21.4	17.8
每股现金流量 (人民币)	0.93	0.83	1.12	1.20	1.64
价格/每股现金流量 (倍)	17.31	19.29	14.33	13.38	9.77
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	30.0	43.2	28.1	19.6	15.5
每股股息 (人民币)	0.14	0.10	0.15	0.22	0.27
股息率 (%)	0.90	0.62	0.96	1.40	1.68

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

A	持有
000012.SZ – 人民币 16.06	
目标价格: 人民币 17.10	
B	持有
200012.SZ – 港币 7.08	
目标价格: 港币 7.76	

韩玲*

+8621 6860 4866 (8595)
ling.han@bocigroup.com

股价相对指数表现 (A 股)



资料来源：彭博及中银国际研究

股价表现 (A 股)

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对 (%)	89	6	(0)	95
相对新华富时 A50 指数 (%)	24	8	(2)	38

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据 (A 股)

发行股数 (百万)	1,237.10
流通股 (%)	93.53
流通股市值 (人民币 百万)	18,582.42
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	425
净负债比率 (%)	60.37
主要股东 (%)	
平安信托投资有限责任公司	6.47

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

*李博为本报告重要贡献者

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>，firstcall.com，Multex.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com) 上获取

买入 (BUY) 指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10%；卖出 (SELL) 指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。未有评级 (NR)。持有 (HOLD) 则指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数在上下 10% 区间内波动

股价相对指数表现 (B 股)



资料来源：彭博及中银国际研究

股价表现 (B 股)

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	91	1	15	72
相对深圳 B 股(%)	7	(5)	4	(12)

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据 (B 股)

发行股数 (百万)	1,237.10
流通股 (%)	93.53
流通股市值 (港币 百万)	18,582.42
3 个月日均交易额 (港币 百万)	41
净负债比率 (%)	60.37

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

投资摘要 (B 股)

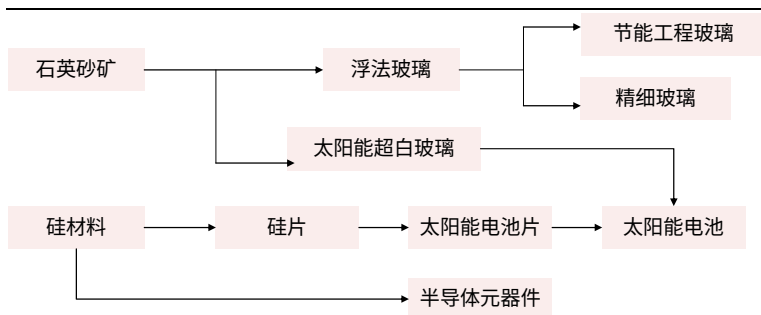
年结日: 12 月 31 日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入 (人民币 百万)	4,188	4,273	5,052	7,243	8,654
变动 (%)	41.3	2.0	18.2	43.4	19.5
净利润 (人民币 百万)	431	420	638	927	1,114
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.35	0.34	0.52	0.75	0.90
变动 (%)	28.8	(2.6)	51.8	45.3	20.2
市盈率 (倍)	17.86	18.35	12.08	8.32	6.92
每股现金流量 (人民币)	0.93	0.83	1.12	1.20	1.64
价格/每股现金流量 (倍)	17.31	19.29	14.33	13.38	9.77
企业价值/息税折旧前利润(倍)	30.0	43.2	28.1	19.6	15.5
每股股息 (人民币)	0.14	0.10	0.15	0.22	0.27
股息率 (%)	0.90	0.62	0.96	1.40	1.68

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

公司简介

中国南玻集团股份有限公司成立于 1984 年，为中外合资企业。集团总部位于深圳蛇口，在澳洲、中东和香港设有子公司。集团的十大生产和原材料基地分别位于深圳、东莞、广州、成都、天津、廊坊、吴江、宜昌、海南文昌、四川江油等地，形成了两大完整产业链：

图表 2. 公司已形成两大完整产业链



资料来源：公司资料，中银国际研究

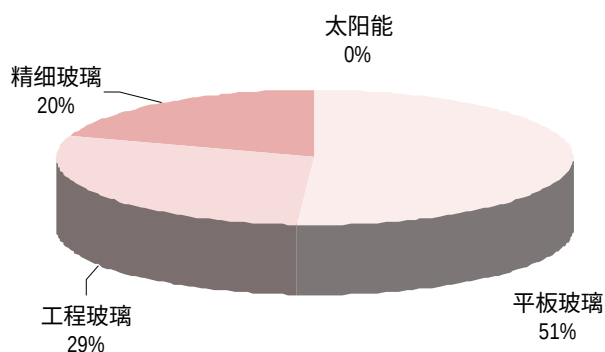
公司的经营业务主要分四块，分别为平板玻璃、工程玻璃、精细玻璃和太阳能业务。通过对比我们可以发现，工程玻璃 09 年上半年对利润的贡献度大幅上升。

玻璃业务受益于下半年玻璃价格上涨

平板玻璃产能相比去年翻番。下半年，随着成都 900T 浮法线的投产，公司浮法玻璃的产能将比去年增加一倍，年产能将达到 220 万吨。公司所产的平板玻璃中，20%-30%用于公司的工程玻璃，其余大部分为外销。由于玻璃行业是以产定销，因此产能的提升将有效提升公司的业绩。

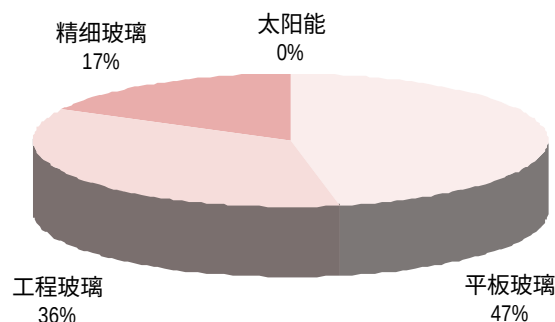
工程玻璃产能将达到 1,200 万平方米。公司的工程玻璃业务主要是玻璃加工工艺，随着下半年天津、吴江节能玻璃二期项目进入商业化运营，公司节能玻璃的产能规模已达到近 1,200 万平方米。公司将在推进公建市场差异化策略的同时，加大节能玻璃在民用市场的开拓力度，为该业务的增长开辟了新的市场。另外，由于公司优化生产流程，进一步提升了成本优势，该产品的毛利率有望进一步得到提升。

图表 3.2007 年毛利构成



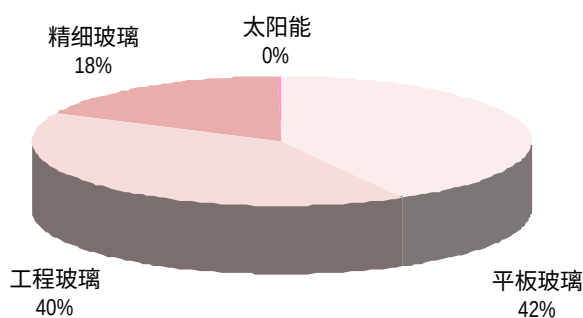
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 4.2008 年上半年毛利构成



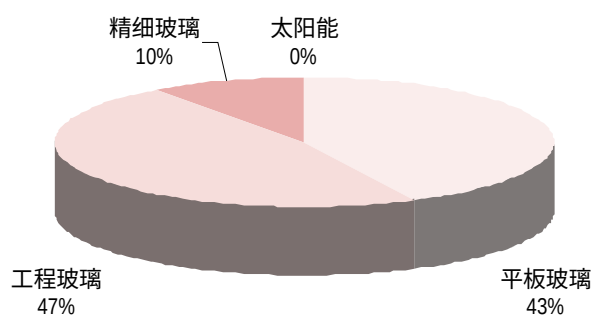
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 5.2008 年毛利构成



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 6.2009 年上半年毛利构成



资料来源：公司数据，中银国际研究

精细玻璃业务萎缩，未来利润贡献度将不断降低。由于显示器件行业上半年大面积亏损，再加上精细玻璃产品价格不断下降及海外需求不振的压力，公司上半年精细玻璃的盈利情况大幅下滑。由于短期内行业复苏的可能性不大，我们将公司今年该部分的收入增长率下调为-20%，毛利率下调至 36%。但由于精细玻璃过去对公司利润贡献不大，因此这块业务的下滑对公司业绩的负面影响不大。

下半年玻璃价格有望维持在八月初的高价。尽管出口市场仍处于负增长，但国内的需求已经逐步回升，整个平板玻璃行业的需求已经企稳。下半年以来，随着下游房地产等行业景气度的上升，玻璃行业的经济运行环境已经开始明显好转，玻璃行业景气度有所回升，普通玻璃价格上涨 20%。虽然近期价格有所回落，但由于去年停产的玻璃生产线短时间内无法完成复产，我们预计下半年玻璃价格有望维持在八月初的价格。

明年，随着去年停产的玻璃生产线的逐渐复产，我们认为玻璃行业仍将处于整体产能过剩的局面，如果下游需求没有明显增长的话，玻璃价格明年春节左右价格可能有所回落。

图表 7.公司玻璃相关业务业绩预测

	2008	2009E	2010E	2011E
平板玻璃				
产量 (万吨)	105	130	180	210
销售收入 (百万元)	2,288	2,493	3,521	4,190
毛利率(%)	23.01	24.76	24.76	24.76
贡献每股收益	0.14	0.22	0.33	0.40
占比(%)	41.17	42.05	43.85	44.23
工程玻璃				
产量 (万平方米)	875	1,150	1,300	1,450
销售收入 (百万元)	1,560	1,845	2,358	2,663
毛利率(%)	32.42	34.67	34.67	34.67
贡献每股收益	0.13	0.22	0.30	0.34
占比(%)	39.53	43.58	39.95	38.24
精细玻璃				
销售收入 (百万元)	518	414	435	457
毛利率(%)	42.98	36.00	38.00	40.00
贡献每股收益	0.06	0.05	0.06	0.07
占比(%)	17.40	10.16	8.08	7.57

资料来源：公司数据及中银国际研究

光伏业务明年将大幅增长，但短期内利润贡献有限

公司近两年在光伏领域投资了包括多晶硅、硅片、电池片、太阳能组件封装玻璃、组件项目，致力于打造“多晶硅材料→硅片→电池片及太阳能玻璃→光伏电池组件”完整光伏产业链。未来，公司完整太阳能光伏产业链的优势将逐渐显现，但短期内利润贡献有限。

图表 8.公司在建光伏产业项目及建设进度

项目名称	项目金额 (万元)	项目进度
1500 吨/年多晶硅项目	134,100	项目于 2008 年 11 月投料试生产，第一炉高纯多晶硅产品已于 2008 年 12 月顺利出炉，目前系统处于工艺优化过程中，旨在进一步提高产成品率及持续降低成本。预计下半年将进入商业化运营。
宜昌南玻 160MW 硅片加工项目	69,500	计划建设规模为年产能 160MW 的太阳能级电池硅片加工项目，该项目一期 60MW 工程于 2009 年 6 月启动。
太阳能光伏电池扩产项目	15,600	计划建设年产 75MW 的生产线。由于市场原因，该项目拟先行投资 25MW 多晶硅电池线一条，与已投产的 25MW 单晶硅电池线互为配套。目前机器设备已经到场，外围配套工程已经完成，预计将于第三季度末建成投产。

资料来源：公司数据及中银国际研究

预计多晶硅下半年可实现销售。公司及南玻(香港)有限公司分别持有该公司 68.97%和 25%股权，持股比例总计 93.97%。宜昌多晶硅项目 2009 年进入试生产阶段以来，通过生产工艺的不断改善与优化，生产技术指标均有较大改善，我们预计下半年可实现销售，预计 09-10 年产量可分别达到 350 吨和 900 吨。

图表 9.公司光伏产业盈利分析

	2009E	2010E	2011E
多晶硅			
销量	350	900	1200
销售收入	155	369	451
毛利率(%)	15.4	13.3	12.7
硅片			
销量		40	55
销售收入		178	231
毛利率(%)		18.0	19.0
电池片			
销量	15	35	80
销售收入	225	383	710
毛利率(%)	7.0	16.0	16.0
贡献每股收益	0.01	0.05	0.08
占比(%)	2.7	7.0	8.9

资料来源：公司数据及中银国际研究

太阳能电池项目进展顺利。目前公司拥有 25MW 的单晶硅电池生产线，该项目通过不断的工艺改进，太阳能电池的转化效率也提高到 17.3% 以上，各项性能参数和质量水平已经达到了目前国内同行先进水平。另外，公司还计划建设年产 75MW 的生产线。由于市场原因，该项目拟先行投资 25MW 多晶硅电池线一条。

硅片加工项目已动工兴建。此外，宜昌南玻 160MW 硅片加工项目一期 60MW 项目也于今年 6 月份启动。8 月 17 日，宜昌南玻 160 兆瓦硅片项目正式开工。160 兆瓦硅片项目总投资 6.95 亿元，建成后将年产硅片 5,000 万片，一期 60 兆瓦硅片项目预计在 2010 年一季度全面投产。该项目是南玻集团光伏产业链上下游完成对接的关键，它的建成将彻底打通南玻集团这一完整的太阳能产业链，极大提升集团太阳能产业的综合竞争能力。

目前估值合理，持有评级，维持目标价 17.10 元

我们调整对公司 2009-2011 年的业绩预测为 0.52、0.75 和 0.90 元。尽管公司致力于打造完整光伏产业链，但短期内光伏产业贡献利润有限，未来三年公司的主要利润来源仍将集中于玻璃业务。A 股目标价格不变，仍为 17.10 元，维持**持有**评级。基于较 A 股 40% 的折让，B 股目标价仍为 7.76 港币，维持**持有**评级。

图表 10. 重点上市公司估值表

公司名称	评级	价格 (人民币)	每股收益(人民币)			市盈率(倍)			净利润增长率(%)	
			2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2009E	2010E
天威保变	600550.SS	34.16	0.81	0.77	1.02	42.17	44.36	33.49	(4.94)	32.47
金晶科技	600586.SS	15.50	0.19	0.34	0.52	81.58	45.59	29.81	78.95	52.94
拓日新能	002218.SZ	26.45	0.25	0.14	0.35	104.29	190.37	75.43	(45.22)	152.40
孚日股份	002083.SZ	8.42	0.13	0.13	0.21	64.77	64.77	40.10	0.00	61.54
泰豪科技	600590.SS	12.34	0.24	0.39	0.55	51.42	31.64	22.44	62.50	41.03
平均						68.8	75.3	40.3	18.3	68.1
南玻 A	000012.SZ	16.06	0.34	0.52	0.75	47.24	30.88	21.41	52.94	44.23

资料来源：中银国际研究 *H 股以港币计

损益表 — A 股 (人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入	4,188	4,273	5,052	7,243	8,654
销售成本	(2,910)	(2,994)	(3,554)	(5,155)	(6,190)
经营费用	(570)	(735)	(177)	(364)	(436)
息税折旧前利润	708	543	1,320	1,725	2,027
折旧及摊销	0	0	(489)	(556)	(612)
经营利润(息税前利润)	708	543	831	1,169	1,415
净利息收入/(费用)	(142)	(160)	(114)	(116)	(143)
其他收益/(损失)	68	118	13	7	3
税前利润	634	502	730	1,060	1,274
所得税	(67)	(2)	(51)	(74)	(89)
少数股东权益	(136)	(80)	(41)	(59)	(71)
净利润	431	420	638	927	1,114
核心净利润	431	420	638	927	1,114
每股收益(人民币)	0.35	0.34	0.52	0.75	0.9
核心每股收益(人民币)	0.35	0.34	0.52	0.75	0.9
每股股息(人民币)	0.15	0.1	0.15	0.22	0.27
收入增长(%)	41	2	18	43	19
息税前利润增长(%)	33	(23)	53	41	21
息税折旧前利润增长(%)	33	(23)	143	31	18
每股收益增长(%)	29	(3)	52	45	20
核心每股收益增长(%)	29	(3)	52	45	20

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

资产负债表 — A 股 (人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	1,278	1,034	1,233	1,832	2,830
应收帐款	323	241	277	397	474
库存	325	326	386	559	672
其他流动资产	175	155	226	418	568
流动资产总计	2,134	1,800	2,175	3,283	4,636
固定资产	5,971	8,163	8,477	8,620	8,435
无形资产	297	311	311	311	311
其他长期资产	52	102	86	85	83
长期资产总计	6,319	8,576	8,875	9,017	8,829
总资产	8,453	10,376	11,049	12,299	13,465
应付帐款	1,048	1,262	1,412	1,977	2,239
短期债务	2,015	2,797	2,712	2,594	2,461
其他流动负债	536	310	284	379	566
流动负债总计	3,599	4,369	4,408	4,950	5,265
长期借款	514	1,142	1,292	1,292	1,292
其他长期负债	54	52	47	47	47
股本	1,188	1,237	1,237	1,237	1,237
储备	2,815	3,322	3,756	4,405	5,184
股东权益	4,007	4,545	4,993	5,642	6,421
少数股东权益	279	268	309	368	439
总负债及权益	8,453	10,376	11,049	12,299	13,465
每股帐面价值(人民币)	3.37	3.67	4.04	4.56	5.19
每股有形资产(人民币)	3.14	3.42	3.78	4.31	4.94
每股净负债/(现金)(人民币)	1.05	2.35	2.24	1.66	0.75

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

现金流量表 — A 股 (人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
税前利润	634	502	730	1,060	1,274
折旧与摊销	350	400	489	556	612
净利息费用	54	75	119	121	148
运营资本变动	114	(66)	41	195	123
税金	(67)	(2)	(51)	(74)	(89)
其他经营现金流	16	121	59	(373)	(34)
经营活动产生的现金流	1,102	1,030	1,387	1,485	2,034
购买固定资产净值	(1,425)	(2,684)	(820)	(390)	(430)
投资减少/增加	28	44	20	20	10
其他投资现金流	57	77	(44)	0	0
投资活动产生的现金流	(1,340)	(2,563)	(844)	(370)	(420)
净增权益	173	0	0	0	0
净增债务	86	1,163	(19)	(118)	(134)
支付股息	(178)	(124)	(191)	(278)	(334)
其他融资现金流	944	(359)	(132)	(121)	(148)
融资活动产生的现金流	1,025	680	(343)	(516)	(616)
现金变动	787	(853)	200	598	998
期初现金	539	1,278	1,034	1,233	1,832
公司自由现金流	(235)	(1,523)	580	1,156	1,661
权益自由现金流	(293)	(530)	409	881	1,337

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

主要比率 — A 股

年结日：12 月 31 日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	25.3	22.1	26.1	23.8	23.4
息税前利润率	16.9	12.7	16.5	16.1	16.3
税前利润率	15.1	11.7	14.4	14.6	14.7
净利率	10.3	9.8	12.6	12.8	12.9
流动性(倍)					
流动比率	0.6	0.4	0.5	0.7	0.9
利息覆盖率	4.9	3.2	5.5	7.5	7.4
净权益负债率(%)	29.2	60.4	52.3	34.2	13.5
速动比率	0.5	0.3	0.4	0.5	0.7
估值(倍)					
市盈率	46.0	47.3	31.2	21.4	17.8
核心业务市盈率	46.0	47.3	31.2	21.4	17.8
目标价对应核心业务市盈率					
率	50.3	51.6	34.0	23.4	19.5
市净率	4.8	4.4	4.0	3.5	3.1
价格/现金流	(65.1)	(37.5)	48.6	22.5	14.9
企业价值/息税折旧前利润	20.1	24.9	17.7	13.3	10.8
周转率					
存货周转天数	44.8	44.3	41.5	38.0	41.2
应收帐款周转天数	28.2	20.6	18.7	17.0	18.4
应付帐款周转天数	91.4	107.8	96.6	85.4	88.9
回报率(%)					
股息支付率	41.3	29.4	30.0	30.0	30.0
净资产收益率	10.8	9.2	13.4	17.4	18.5
资产收益率	7.5	5.2	7.2	9.3	10.2
已运用资本收益率	10.4	6.3	9.6	12.6	14.2

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

损益表 — B 股 (人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入	4,188	4,273	5,052	7,243	8,654
销售成本	(2,910)	(2,994)	(3,554)	(5,155)	(6,190)
经营费用	(570)	(735)	(177)	(364)	(436)
息税折旧前利润	708	543	1,320	1,725	2,027
折旧及摊销	0	0	(489)	(556)	(612)
经营利润(息税前利润)	708	543	831	1,169	1,415
净利息收入/(费用)	(142)	(160)	(114)	(116)	(143)
其他收益/(损失)	68	118	13	7	3
税前利润	634	502	730	1,060	1,274
所得税	(67)	(2)	(51)	(74)	(89)
少数股东权益	(136)	(80)	(41)	(59)	(71)
净利润	431	420	638	927	1,114
核心净利润	431	420	638	927	1,114
每股收益(人民币)	0.35	0.34	0.52	0.75	0.9
核心每股收益(人民币)	0.35	0.34	0.52	0.75	0.9
每股股息(人民币)	0.15	0.1	0.15	0.22	0.27
收入增长(%)	41	2	18	43	19
息税前利润增长(%)	33	(23)	53	41	21
息税折旧前利润增长(%)	33	(23)	143	31	18
每股收益增长(%)	29	(3)	52	45	20
核心每股收益增长(%)	29	(3)	52	45	20

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

资产负债表 — B 股(人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	1,278	1,034	1,233	1,832	2,830
应收帐款	323	241	277	397	474
库存	325	326	386	559	672
其他流动资产	175	155	226	418	568
流动资产总计	2,134	1,800	2,175	3,283	4,636
固定资产	5,971	8,163	8,477	8,620	8,435
无形资产	297	311	311	311	311
其他长期资产	52	102	86	85	83
长期资产总计	6,319	8,576	8,875	9,017	8,829
总资产	8,453	10,376	11,049	12,299	13,465
应付帐款	1,048	1,262	1,412	1,977	2,239
短期债务	2,015	2,797	2,712	2,594	2,461
其他流动负债	536	310	284	379	566
流动负债总计	3,599	4,369	4,408	4,950	5,265
长期借款	514	1,142	1,292	1,292	1,292
其他长期负债	54	52	47	47	47
股本	1,188	1,237	1,237	1,237	1,237
储备	2,815	3,322	3,756	4,405	5,184
股东权益	4,007	4,545	4,993	5,642	6,421
少数股东权益	279	268	309	368	439
总负债及权益	8,453	10,376	11,049	12,299	13,465
每股帐面价值(人民币)	3.37	3.67	4.04	4.56	5.19
每股有形资产(人民币)	3.14	3.42	3.78	4.31	4.94
每股净负债/(现金)(人民币)	1.05	2.35	2.24	1.66	0.75

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

现金流量表 — B 股 (人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
税前利润	634	502	730	1,060	1,274
	350	400	489	556	612
净利息费用	54	75	119	121	148
运营资本变动	114	(66)	41	195	123
税金	(67)	(2)	(51)	(74)	(89)
其他经营现金流	16	121	59	(373)	(34)
经营活动产生的现金流	1,102	1,030	1,387	1,485	2,034
购买固定资产净值	(1,425)	(2,684)	(820)	(390)	(430)
投资减少/增加	28	44	20	20	10
其他投资现金流	57	77	(44)	0	0
投资活动产生的现金流	(1,340)	(2,563)	(844)	(370)	(420)
净增权益	173	0	0	0	0
净增债务	86	1,163	(19)	(118)	(134)
支付股息	(178)	(124)	(191)	(278)	(334)
其他融资现金流	944	(359)	(132)	(121)	(148)
融资活动产生的现金流	1,025	680	(343)	(516)	(616)
现金变动	787	(853)	200	598	998
期初现金	539	1,278	1,034	1,233	1,832
公司自由现金流	(235)	(1,523)	580	1,156	1,661
权益自由现金流	(293)	(530)	409	881	1,337

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

主要比率 — B 股

年结日：12 月 31 日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	25.3	22.1	26.1	23.8	23.4
息税前利润率	16.9	12.7	16.5	16.1	16.3
税前利润率	15.1	11.7	14.4	14.6	14.7
净利率	10.3	9.8	12.6	12.8	12.9
流动性(倍)					
流动比率	0.6	0.4	0.5	0.7	0.9
利息覆盖率	4.9	3.2	5.5	7.5	7.4
净权益负债率 (%)	29.2	60.4	52.3	34.2	13.5
速动比率	0.5	0.3	0.4	0.5	0.7
估值(倍)					
市盈率	46.0	47.3	31.2	21.4	17.8
核心业务市盈率	46.0	47.3	31.2	21.4	17.8
目标价对应核心业务市盈率					
率	50.3	51.6	34.0	23.4	19.5
市净率	4.8	4.4	4.0	3.5	3.1
价格/现金流	(65.1)	(37.5)	48.6	22.5	14.9
企业价值/息税折旧前利润	20.1	24.9	17.7	13.3	10.8
周转率					
存货周转天数	44.8	44.3	41.5	38.0	41.2
应收帐款周转天数	28.2	20.6	18.7	17.0	18.4
应付帐款周转天数	91.4	107.8	96.6	85.4	88.9
回报率(%)					
股息支付率	41.3	29.4	30.0	30.0	30.0
净资产收益率	10.8	9.2	13.4	17.4	18.5
资产收益率	7.5	5.2	7.2	9.3	10.2
已运用资本收益率	10.4	6.3	9.6	12.6	14.2

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 17 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。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、材料或内容只提供給閣下作参考之用，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邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团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，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团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。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

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。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，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咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 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) 2867 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) 2867 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 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 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