



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

公司动态
证券研究报告

2011年6月20日

化工

研究部

高峰¹

分析师，SAC 执业证书编号：
S0080511010038
gaozheng@cicc.com.cn

推荐

中国玻纤 (600176.SH)

投资者策略会交流纪要

主要财务信息

(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	4,008	3,171	4,765	6,290	7,478
(+/-)	25%	-21%	50%	32%	19%
毛利	1,282	457	1,463	2,178	2,633
(+/-)	23%	-64%	220%	49%	21%
净利润	244	-155	206	989	1,336
每股收益(元)	0.57	-0.36	0.48	1.70	2.30
(+/-)	-21%	-163%	-233%	253%	35%
市盈率	48.1	n.m.	57.1	16.2	12.0
市净率	7.9	9.7	8.3	3.2	2.7
EV/EBITDA	15.2	27.4	13.0	9.9	8.2
净资产收益率	16.4%	-12.7%	14.5%	19.6%	22.4%
ROCE	3.1%	-2.2%	3.2%	11.4%	15.5%
现金分红收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	1.9%
每股经营现金流(元)	-1.07	-0.30	1.83	3.18	3.47
股价/经营现金	n.m.	n.m.	15.01	8.66	7.92

股票信息

	A股
当前股价	人民币27.7
股票代码	600176.SH
日成交量(百万股)	2.2
52周最高价/最低价	人民币33.25/15.16
发行股数(百万股)	427.39
其中:流通股(百万股)	427.39
总市值(百万元)	11,761.77
主要股东(持股比例)	中国建材股份有限公司(36.15%)

最近估值走势

	上周	过去一月	过去三月	年初至今
[600176.SH]	-1.03	-10.60	-4.94	+1.57
[上证A股指数]	-2.61	-7.82	-5.36	-1.17

最近估值走势



资料来源: Wind 资讯、公司信息、中金公司研究部

公司近况:

6月16日,中国玻纤高管参加了中金公司组织的上市公司与投资者交流会。主要交流要点如下:

1. 价格方面: 今年1-5月,经过提价后公司玻纤出厂价格恢复到6000元/吨左右,上半年毛利率可望达到35%以上;7月1日起继续上调价格10%~14%,毛利率将进一步提高。目前价格水平较金融危机前正常的均价6700~7800元/吨仍有一定差距。
2. 销量方面,预期本年将实现销售约90万吨,较10年76万吨有显著增长。一季度为传统淡季,公司已实现20万吨销售,二季度销售情况继续转好。
3. 供求方面,海水淡化、农田水利、管道建设及高铁枕木等领域可能为玻纤带来新的需求增长点;而各主要厂商目前无重大扩张计划及在建项目,未来产能增长有限。

盈利预测:

我们预计公司2011年销量90万吨,同比增长18.4%,平均价格上涨约12%,毛利率35%,每股收益1.70元。截至目前,公司量价均符合预期,我们维持公司2011~2012年业绩预测为1.70元和2.30元,目前股价对应PE分别为16和12倍。公司业绩弹性较大,中国玻纤业绩对于产品价格敏感,产品价格上升1%,对应EPS变动约5%。

估值与建议:

维持“推荐”评级。从季节性来看,三季度为传统的销售旺季,下半年销售量较上半年会有一定提升;同时7月1日起开始执行新的出厂价,价量齐升,预期公司盈利水平会有进一步提升。

风险:

- 1、欧盟反倾销力度加大;
- 2、全球经济二次探底;
- 3、市场估值中枢下行带来的系统性风险。

¹报告贡献人: 高兵、王子欣

2011年价量和吨毛利

今年上半年价格在去年基础上调价 7%~12%，综合平均价格达到或超过 6000 元/吨，但距历史平均价格 7000~8000 元/吨仍有一定差距。公司已公告于今年 7 月 1 日起继续提价 10%~14%。为控制下游经销商在提价前囤货，公司已采取限购措施。

细纱价格波动剧烈，本年已经自去年高位明显回落，但公司细纱不占主导地位，影响有限。

产能方面，公司目前有 13 条生产线，分别位于浙江桐乡、江西九江及四川成都。本年产能维持在 93.5 万吨，其中细纱产能仅 1 万吨左右。公司长远规划在十二五内扩建产能至 150 万吨（“再造巨石”），但近期无具体的扩产计划。

销量方面，公司 2010 年实现销售 76 万吨，计划 2011 年实现销售 90 万吨。目前，一季度（传统淡季）已实现销售 20 万吨，二季度已经开始明显回升。预期全年可以完成既定销售计划，充分利用现有产能。

销售结构方面，公司目前出口占到总量的近 50%。去年 12 月欧盟反倾销税率最终自 43.6% 降低至 13.8%，说明来自欧洲的需求强劲，目前价格有较强支撑。

毛利率方面，公司继续坚持技术革新，如采用纯氧燃烧等技术节约单位天然气能耗超过 60%，成本控制力强，同时公司为行业龙头，议价能力较强，今年两次提价后，毛利率预期可以超过 35%，达到 37%~38%，高于行业平均水平。

玻纤行业的高集中度及进入壁垒

玻纤行业发展历史短，技术壁垒高，行业呈现明显的寡头垄断态势，行业集中度高。目前全球主要的玻纤生产企业有六家，中国玻纤、欧文斯康宁(OVC)、美国匹兹堡(PPG)、JohnsManivel、重庆国际复合材料有限公司和泰山玻纤，六大企业集中全球玻纤产能的约 80%，其中中国三家企业产能占比即超过 50%。

玻纤行业的进入壁垒较高，主要体现在以下几个方面：

1. 技术难度较高，且现有技术大都有专利保护；
2. 资金需求量大，目前发改委要求新建玻纤项目需要 3 万吨电子纱或 5 万吨粗纱的生产能力，资金需求至少 10 亿元人民币；
3. 人才稀缺，高校中无对口专业，20 年以上的从业人员屈指可数；
4. 需要在长期合作中获取下游客户的认可，变更供应商难度大。

玻纤行业需求及供给现状

玻纤行业市场较小，目前全球生产及消费量均不足 500 万吨/年。中国为玻纤大国，2010 年产量及消费量分别达到 250 万吨及 120 万吨左右，其余均用于出口。

玻纤主要分为粗纱及细纱，其中细纱主要用于电子电器行业的集成电路板，粗纱则用途广泛，适用于交通、建筑、电子电器、管道、造船、风电等领域的 35,000 种产品，一般用作复合材料的复合基材。即使在经济危机阶段，玻纤的市场需求仍保持旺盛，如中国玻纤 09 年的销量仍较上年增长了约 6%。随着欧美主要经济体的复苏及中国等新兴市场的发展，玻纤的需求量将逐年增长，且增长速度远高于平均经济增速。预计未来 3 年全球玻纤需求年复合增长率在 9%，相当于 1.8 倍的全球 GDP 增速；中国玻纤需求年复合增长率在 16%，相当于 1.8 倍的 GDP 增速水平。

产能方面，国际玻纤生产商由于经济危机的冲击及中国企业的成本优势压制，近年来扩产缓慢；同时包括中国玻纤在内的国内厂商最近也没有重大的扩产计划，各厂商的扩张更可能通过海内外并购来实施。目前的在建产能主要为大陆及台湾地区的细纱扩产项目，合计约 16.5 万吨。

未来下游需求的增长可能

预期未来的下游需求新增长点来自以下几个方面：

1. 农田水利：本年中央一号文要求加强农田水利设施建设，而玻纤产品在水利基建的防水及增强材料、给排水设施中应用广泛。
2. 海水淡化：预期下半年可能推出海水淡化的鼓励政策。而海水淡化管道对玻璃纤维的需求量巨大。
3. 玻璃钢管道：玻纤可用于新型玻璃钢管道的增强材料，寿命长、投资少，耐酸碱腐蚀，毒性低，维护成本低、输送效率高、耗电少。
4. 高铁枕木：新建及替代需求。价格是混凝土制品的一倍，但寿命长一倍、维护成本低、施工便利。

公司未来规划

公司未来以结构调整为主，新建为辅。大型池窑(10 万吨级别以上)一般不会再建，主要侧重产量小、技术含量高的池窑。计划提高制品比重至 30% (目前 10%)、中高端产品比重至 90% (目前 50%)。

盈利预测

我们预计公司 2011 年销量 90 万吨，同比增长 18.4%，平均价格上涨约 12%，毛利率 35%，每股收益 1.70 元。截至目前，公司量价均符合预期，预计上半年业绩符合预期。我们维持公司 2011~2012 年业绩预测为 1.70 元和 2.30 元，目前股价对应 PE 分别为 16 和 12 倍。

投资建议

维持“推荐”评级。从季节性来看，三季度为传统的销售旺季，下半年销售量较上半年会有一定提升；同时 7 月 1 日起开始执行新的出厂价，价量齐升，预期公司盈利水平会有进一步提升。

风险：

- 1、欧盟反倾销力度加大；
- 2、全球经济二次探底；
- 3、市场估值中枢下行带来的系统性风险。

图表1：历史及未来财务数据、主要假设及敏感性分析

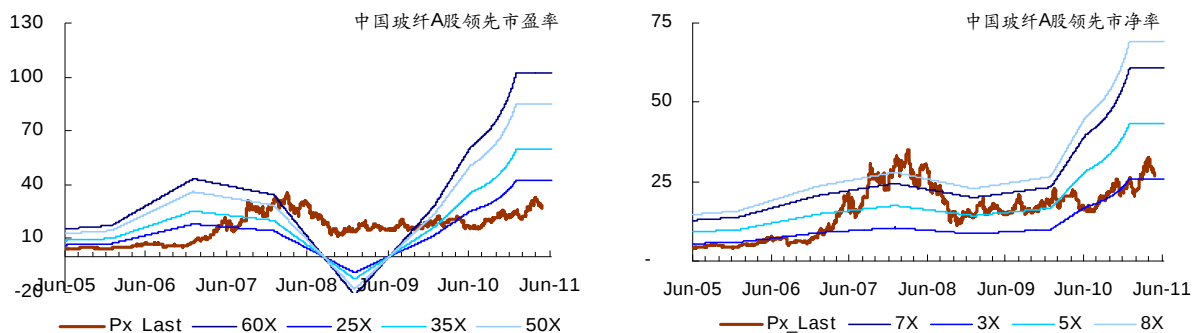
损益表（百万元）					
主营业务收入净额	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务利润	1282	457	1,463	2,178	2,632
营业费用	79	81	121	132	153
管理费用	214	315	425	503	598
财务费用	332	474	481	433	363
营业利润	610	-399	464	1,110	1,518
所得税	115	-34	65	175	236
净利润	244	-155	206	989	1,336
现金流量表（百万元）					
经营活动现金流净额	-457	-127	784	1,847	2,019
投资活动现金流净额	-2,635	-1,346	-823	-545	-545
融资活动现金流净额	3,393	2,091	-450	2,116	-1,055
货币资金增加额	300	618	-501	3,419	419
资产负债表（百万元）					
流动资产	3785	4,588	4,598	8,394	9,449
固定资产	8640	8,654	10,599	10,637	10,675
流动负债	5033	6,768	9,221	10,622	11,776
长期负债	4401	4,347	3,377	2,000	1,000
股东权益	1492	1,218	1,422	5,041	5,976
总资产	12797	13,708	15,639	19,281	20,370
财务指标					
主营业务利润率	32.0%	14.4%	30.7%	34.6%	35.2%
息税前利润率	24.7%	1.9%	19.2%	24.5%	25.2%
净利润率	6.1%	-4.9%	4.3%	15.7%	17.9%
净资产收益率	16.4%	-12.7%	14.5%	19.6%	22.4%
总资产收益率	1.9%	-1.1%	1.3%	5.1%	6.6%
总资产负债率	73.7%	81.1%	80.6%	65.5%	62.7%
净资产负债率	632.1%	912.6%	885.7%	250.4%	213.8%
流动比率	0.8	0.7	0.5	0.8	0.8
速动比率	0.6	0.5	0.4	0.7	0.7
应收账款周转期	137	202	141	133	133
存货周转期	82	103	85	60	60
分红比例	0.0%	0.0%	30.0%	30.0%	30.0%

主要假设	2011E	2012E
销售量(千吨)	900.0	1,000.0
玻纤制品		
销售单位含税价(元/吨)		
玻纤制品	7,850	8,400
毛利率		
玻纤制品	35%	36%

2011年玻纤价格敏感性分析			
玻纤含税单价(元/吨)	EPS	EPS变动	
7541	1.39	-0.31	
7617	1.46	-0.24	
7694	1.54	-0.16	
7772	1.62	-0.08	
7850	1.70	0.00	
7929	1.78	0.08	
8008	1.86	0.16	
8088	1.94	0.24	
8169	2.02	0.32	

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表2：中国玻纤PE、PB Band 走势



资料来源：Bloomberg，公司公告，中金公司研究部

图表3：行业可比公司估值表

公司名称	代码	货币	评级	股价		市盈率				市净率				EV/EBITDA			
				2011-6-17	2009A	2010A	2011E	2012E	2009A	2010A	2011E	2012E	2009A	2010A	2011E	2012E	
国内化肥公司																	
云天化	600096 CH	CNY	审慎推荐	18.66	142.4	30.7	19.5	11.7	2.5	2.4	2.2	1.9	16.8	11.1	9.1	7.3	
盐湖股份	000792 CH	CNY	推荐	56.48	35.3	39.1	22.8	17.9	14.3	11.2	6.5	5.4	39.4	47.8	20.7	16.3	
四川美丰	000731 CH	CNY	审慎推荐	6.20	22.5	30.8	20.5	16.1	1.8	1.6	1.6	1.5	n.a.	8.4	5.8	5.4	
华鲁恒升	600426 CH	CNY	推荐	15.27	17.8	29.8	19.0	11.5	2.7	1.6	1.1	1.0	12.2	14.0	10.4	7.8	
六国化工	600470 CH	CNY	中性	7.79	32.4	24.3	15.7	14.3	2.3	1.2	1.1	1.0	31.5	17.7	13.2	11.7	
冠农股份	600251 CH	CNY	推荐	29.08	383.4	1775.8	26.7	22.2	12.9	12.9	8.6	6.2	320.6	241.6	n.a.	631.8	
建峰化工	000950 CH	CNY	审慎推荐	7.78	27.6	35.2	23.8	18.0	1.3	2.0	1.9	1.8	15.5	19.6	10.2	7.6	
玖源集团	827 HK	HKD	推荐	0.17	n.m.	n.a.	10.2	7.0	1.1	1.1	1.0	0.8	60.7	17.6	3.8	2.9	
中化化肥	297 HK	HKD	推荐	3.39	n.m.	37.8	12.9	10.7	1.7	1.6	1.4	1.2	n.m.	23.8	11.2	9.4	
中海石油化学	3983 HK	HKD	推荐	6.15	25.2	20.5	14.0	11.1	2.6	2.3	2.0	1.7	13.7	11.2	8.2	6.5	
平均					85.8	224.9	18.5	14.0	4.3	3.8	2.7	2.3	63.8	41.3	10.3	70.7	
中间值					30.0	30.8	19.3	13.0	2.4	1.8	1.8	1.6	24.2	17.6	10.2	7.7	
国内材料公司																	
烟台万华	600309 CH	CNY	审慎推荐	17.03	26.6	18.5	16.8	13.1	5.6	4.6	4.2	3.2	25.5	20.5	11.4	8.8	
新安股份	600596 CH	CNY	审慎推荐	10.40	24.0	42.1	25.9	19.9	0.8	1.8	1.7	1.6	14.2	18.0	12.3	10.3	
*ST新材	600299 CH	CNY	中性	11.93	n.m.	82.6	54.2	34.6	2.2	2.2	2.1	2.0	28.0	13.9	9.7	7.8	
三爱富	600636 CH	CNY	推荐	35.03	2087.6	264.5	18.4	14.6	16.4	15.5	8.4	5.3	49.6	25.5	10.5	8.3	
巨化股份	600160 CH	CNY	推荐	28.37	170.7	29.6	15.3	11.8	7.9	7.1	6.4	4.6	51.3	20.6	11.2	8.9	
山西三维	000755 CH	CNY	中性	11.23	495.2	157.9	50.9	38.0	2.4	2.4	2.3	2.2	22.5	14.9	14.7	12.9	
沈阳化工	000698 CH	CNY	审慎推荐	8.59	82.8	26.4	13.9	10.7	2.0	1.9	1.7	1.5	20.7	10.5	6.7	5.9	
澄星股份	600078 CH	CNY	中性	8.99	102.2	126.5	45.4	28.9	3.8	3.7	3.5	3.1	22.1	18.3	12.0	10.3	
兴发集团	600141 CH	CNY	审慎推荐	19.11	49.5	37.6	26.0	23.8	5.6	4.1	3.7	3.3	26.8	14.8	10.9	9.3	
云维股份	600725 CH	CNY	中性	9.37	61.5	31.2	23.5	18.3	2.4	2.2	2.1	1.9	20.6	12.8	9.8	8.4	
丹化科技	600844 CH	CNY	推荐	16.30	n.m.	934.0	39.6	10.2	10.1	5.6	8.0	4.6	7819.5	401.8	15.8	5.9	
丹科B	900921 CH	USD	推荐	0.81	n.m.	46.5	2.0	0.5	0.5	0.3	0.4	0.2	1211.3	62.2	2.4	0.9	
烟台氨纶	002254 CH	CNY	推荐	17.10	25.6	17.4	12.1	9.9	1.8	2.6	2.3	2.0	23.4	13.8	9.8	7.7	
普利特	002324 CH	CNY	审慎推荐	14.31	20.1	19.2	28.4	19.3	1.9	1.8	3.4	3.0	33.0	35.3	21.7	14.7	
中国玻纤	600176 CH	CNY	推荐	27.52	n.m.	57.1	16.2	12.0	9.7	8.3	3.2	2.7	27.4	12.5	9.4	8.1	
天晟新材	300169 CH	CNY	推荐	27.88	55.1	40.1	37.5	26.5	9.5	7.7	4.0	3.6	57.6	41.7	21.8	15.8	
平均					266.7	120.7	26.6	18.3	5.2	4.5	3.6	2.8	590.8	46.1	11.9	9.0	
中间值					58.3	41.1	24.7	16.5	3.1	3.2	3.3	2.8	27.1	18.2	11.1	8.6	

资料来源：Wind，中金公司研究部

图表4：国际化工公司估值表

	代码	货币	股价	市盈率					市净率				EV/EBITDA			
			2011-6-17	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012	
国际化肥公司																
Potashcorp	POT CN	CAD	50.99	45.94	25.00	15.12	13.08	7.03	6.39	4.74	3.53	44.12	18.00	10.61	9.39	
Agrium	AGU CN	CAD	80.06	34.36	17.67	10.70	10.42	2.74	2.37	1.94	1.59	15.97	9.50	7.30	7.06	
美国化肥公司																
Mosaic	MOS US	USD	61.63	33.13	n.a.	14.41	10.82	3.15	n.a.	2.43	2.00	14.62	n.a.	8.02	6.2	
Terra Industry	TRA US	USD	n.a.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	
Terra Nitrogen	TNH US	USD	122.751	22.73	15.32	n.a.	n.a.	16.07	10.92	n.a.	n.a.	12.86	9.41	n.a.	n.a.	
欧洲化肥公司																
URALKALIY-CLS	URKA RU	USD	8.85	57.70	31.50	0.25	0.11	12.14	9.34	n.a.	n.a.	32.22	21.71	9.12	4.95	
Yara	YAR NO	NOK	301.5	23.05	9.97	9.04	9.73	3.03	2.47	2.03	1.75	25.68	9.59	6.40	6.86	
K+S	SDF GR	EUR	52.56	90.62	22.46	13.72	11.52	4.81	3.80	3.30	2.81	22.08	10.24	7.75	6.86	
Israel Chemicals	ICL IT	ILs	5050	23.89	17.98	12.21	10.65	6.77	7.18	5.72	4.87	4.58	3.62	2.58	2.33	
平均				41.43	19.99	10.78	9.47	6.97	6.07	3.36	2.76	21.52	11.72	7.40	6.24	
中间值				33.13	17.83	12.97	10.73	4.81	5.10	2.86	2.41	15.97	9.54	7.53	6.86	
国际材料公司																
聚氨酯公司																
Bayer AG	BAY GR	EUR	56.43	33.19	35.94	11.71	10.62	2.47	2.48	2.40	2.18	7.33	6.09	7.13	6.55	
BASF AG	BAS GR	EUR	61.95	40.23	12.49	9.31	8.94	3.26	2.66	2.39	2.11	8.14	5.82	5.67	5.19	
Dow Chemical Co	DOW US	USD	34.43	107.59	19.67	11.65	9.38	2.39	2.25	1.68	1.50	15.12	10.39	6.94	6.35	
平均				60.34	22.70	10.89	9.64	2.71	2.46	2.16	1.93	10.20	7.43	6.58	6.03	
中间值				40.23	19.67	11.65	9.38	2.47	2.48	2.39	2.11	8.14	6.09	6.94	6.35	
有机硅公司																
Daikin Industries Ltd	6367 JP	JPY	2760	41.54	40.50	17.44	13.45	1.62	1.65	1.52	1.40	10.64	8.07	7.88	6.64	
Asahi Glass Co Ltd	5201 JP	JPY	902	52.69	8.55	8.51	7.81	1.39	1.30	1.13	1.02	6.52	4.30	4.43	4.09	
Solvay SA	SOLB BB	EUR	104.7	16.67	4.79	20.80	13.68	1.81	1.34	1.30	1.23	12.55	9.13	7.68	5.54	
3M Co.	MMM US	USD	91.58	20.08	16.01	14.51	12.92	5.10	4.16	3.75	3.24	11.16	9.47	8.46	7.73	
平均				32.75	17.46	15.31	11.97	2.48	2.11	1.93	1.72	10.22	7.74	7.11	6.00	
中间值				30.81	12.28	15.98	13.19	1.72	1.49	1.41	1.31	10.90	8.60	7.78	6.09	
有机硅公司																
GE Co.	GE US	USD	18.44	18.26	17.40	13.33	11.05	1.68	1.65	1.56	1.46	24.37	20.67	15.65	15.13	
Shin-etsu Chemicals	4063 JP	JPY	4080	20.66	17.30	15.42	13.20	1.21	1.21	1.14	1.07	7.10	5.99	5.60	4.94	
Rhodia SA	RHA FP	EUR	31.28	n.m.	12.27	9.72	9.15	n.m.	n.m.	n.m.	13.61	8.83	4.84	4.47	4.31	
Cabot Corp	CBT US	USD	37.45	n.m.	15.80	11.56	10.17	2.16	1.88	1.75	n.a.	13.25	6.58	5.57	5.09	
平均				19.46	15.69	12.51	10.89	1.68	1.58	1.48	5.38	13.39	9.52	7.82	7.36	
中间值				19.46	16.55	12.45	10.61	1.68	1.65	1.56	1.46	11.04	6.29	5.58	5.01	
环氧树脂公司																
Nanya Technology Corp	2408 TT	TWD	9.35	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	0.85	1.15	n.a.	n.a.	n.m.	17.13	n.a.	n.a.	
Mitsui Chemicals Inc	4183 JP	JPY	263	n.m.	10.60	11.50	9.21	0.70	0.69	0.65	0.62	11.84	6.74	5.98	5.53	
Sunoco Inc	SUN US	USD	39.15	n.m.	20.08	54.45	17.07	1.79	1.55	1.51	1.40	11.25	5.80	8.20	6.63	
平均				n.m.	15.34	32.98	13.14	1.11	1.13	1.08	1.01	11.54	9.89	7.09	6.08	
中间值				n.m.	15.34	32.98	13.14	0.85	1.15	1.08	1.01	11.54	6.74	7.09	6.08	

资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表5：国际化工公司分类估值表

分地区估值	P/E				P/B				EV/EBITDA			
	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012
美国特殊化学品	23.8	33.8	14.2	12.5	4.5	3.9	3.4	2.9	11.7	9.6	7.9	7.2
美国大宗化学品	33.8	37.4	12.9	9.6	3.7	3.3	2.2	1.9	11.3	9.0	6.1	5.5
欧洲化工	39.4	15.7	13.0	11.4	4.0	2.8	2.6	2.9	13.2	8.6	7.5	6.8
日本化工	51.7	17.8	13.0	11.0	1.1	1.1	1.1	1.0	7.0	5.3	5.0	4.6
亚太化工	20.8	14.6	12.3	37.0	2.2	2.0	1.7	9.0	12.2	10.2	8.2	7.3
平均	34.6	22.2	13.1	15.7	3.1	2.5	2.1	3.0	11.1	8.3	6.9	6.3
中间值	24.7	17.3	12.4	10.8	2.2	2.1	1.8	1.6	10.5	7.4	6.6	6.0
分类别估值												
	P/E				P/B				EV/EBITDA			
	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012
多元化工	30.1	14.6	11.9	29.3	2.1	1.7	1.6	5.4	10.9	7.3	6.8	6.1
工业气体	21.2	16.2	13.7	12.1	1.3	1.1	0.8	0.8	9.4	7.8	8.0	7.3
大宗化学品	31.6	30.4	12.9	10.1	3.3	2.9	2.1	1.8	11.8	8.8	6.4	5.8
特殊化学品	42.6	25.1	14.3	12.6	4.2	3.3	2.9	3.0	11.6	9.0	7.2	6.6
平均	34.6	22.2	13.1	15.7	3.1	2.5	2.1	3.0	11.1	8.3	6.9	6.3
中间值	24.7	17.3	12.4	10.8	2.2	2.1	1.8	1.6	10.5	7.4	6.6	6.0
流通市值分类估值												
	P/E				P/B				EV/EBITDA			
	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012
大盘公司	30.6	17.4	13.1	19.3	3.3	2.8	2.3	3.6	12.1	8.9	7.4	6.8
中盘公司	31.4	32.9	11.9	10.2	3.0	2.2	1.7	2.2	9.2	7.1	6.0	5.4
小盘公司	62.4	19.2	16.9	12.0	2.3	2.2	2.2	2.0	12.4	8.2	6.8	5.9
平均	34.6	22.2	13.1	15.7	3.1	2.5	2.1	3.0	11.1	8.3	6.9	6.3
中间值	24.7	17.3	12.4	10.8	2.2	2.1	1.8	1.6	10.5	7.4	6.6	6.0

资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20%以上为“推荐”、10%~20%为“审慎推荐”、-10%~10%为“中性”、-20%~-10%为“减持”、-20%以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED