

买入

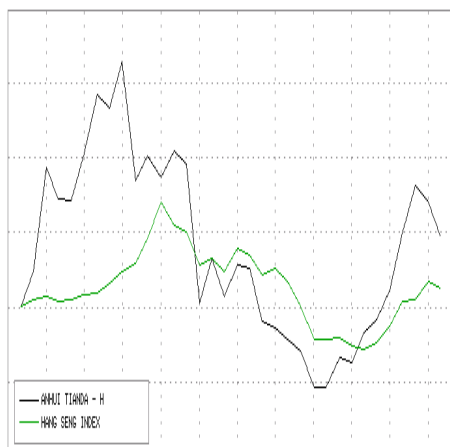
维持买入

股价	目标价
(2009年9月15日)	
2.59 港元	⇒ 3.50 港元

恒生指数

20,866 (2009年9月15日)

股价相对指数表现



公司数据

已发行股份	2.51 亿股
市值	19.72 亿港元
日均成交 (股)	987,000 股
52 周最高	3.46 港元
52 周最低	0.77 港元
自由流通量	27.1%

公司背景

安徽天大石油管材股份有限公司是中国领先的石油专用管生产商。其产品包括符合 API 标准的油井管。目前 API 产能 35 万吨, 将于 2010 年生产高端(非 API)油井管, 高端产能 30 万吨。

天大石油管材 839 HK

最坏的时间已过

2009年9月16日

- 2009 年上半年业绩在我们预测内。** 由于行政费用和财务费用降低, 天大石油管材(天大)2009 年上半年净利润达人民币 1.02 亿(同比增长 0.3%), 与我们的预测一致。2009 年上半年的毛利率 17.2%, 保持 2008 年上半年的水平。2009 年上半年总收入达人民币 9.43 亿, 同比下降 12.9%, 主要由于平均产品售价同比下降 25%左右, 而 2009 年上半年的总销量同比增长 10.6%。
- 美国和欧盟的反倾销影响甚小。** 2009 年 4 月 18 日美国提出了针对中国进口管材的反倾销税和反补贴措施诉讼, 2009 年 9 月 9 日美国初裁从中国进口到美国的石油管材必须上缴 10.9%至 30.6%的反倾销税。欧盟也于 2009 年 4 月 8 日对来自中国的进口无缝钢管初步裁定了 35%~51%的倾销幅度。天大从 2007 年已开始大力发展新兴市场, 已经在东南亚, 中东和非洲建立了稳固的市场地位。2008 年和 2009 年上半年对亚洲(不包含中国, 包含中东地区)的销售占总销售额分别达 13%和 15%。2009 年上半年天大对美国和欧盟的销售占总销售额为 16%。山东墨龙(568HK)和 WSP 控股(WH US) 对美国出口占比重大。山东墨龙 2009 年上半年收入中, 对美国的销售占 26%, 对欧盟的销售占 10%。我们估计凭借已建立的品牌和良好记录的优势, 天大 2009 年全年对亚洲(不包含中国, 包含中东地区)的销售可占总销售额的 20%。另外, 天大在去年初已开始大力发展非洲、南美、大洋州市场, 我们相信今年下半年天大在非洲、南美、大洋州的销售应开始有收成。天大最坏的时间是今年第 2 季。我们相信天大最坏的时间已过, 而山东墨龙和 WSP 控股最坏的时间很可能未过。
- 买入。** 鉴于山东墨龙和天大两者规模相当, 我们认为两者股值应相若。我们维持天大“买入”评级。目标价为 3.50 港元, 相等于 9.8 倍 09 年市盈率, 相当于山东墨龙 09 年市盈率。

估值表

年结: 12 月 31 日	2007	2008	2009 预测	2010 预测
净利润 (人民币百万元)	184	302	240	375
变动百份比(%)	55	64	(21)	57
每股盈利 (港元)	0.27	0.45	0.36	0.56
变动百份比(%)	(28)	68	(21)	57
每股股息 (港元)	0.06	0.10	0.08	0.13
市盈率 (倍)	9.7	5.7	7.2	4.6
股息率 (%)	2.3	4.0	3.1	4.9
市帐率 (倍)	2.0	1.6	1.4	1.2
净债务比率 (%)	Net cash	Net cash	58	38
股东回报率 (%)	19	25	17	23

资料来源: 公司资料、光大研究部估计

张春美

CE No.: AKO867

(852) 2830-8392

Nikita.zhang@everbright165.com

2009 年上半年财务要点

天大(839 HK)的 2009 年上半年财务要点

RMB 百万	2008 年上半年	2009 年上半年	变化(同比)
收入	1,083.1	943.2	-12.9%
销售成本	(896.5)	(780.6)	-12.9%
毛利	186.6	162.5	-12.9%
毛利率	17.2%	17.2%	+ 0 ppt
其他收入	2.9	28.7	902.5%
營業及銷售費用	(34.4)	(42.0)	22.3%
管理費用	(18.7)	(14.1)	-24.5%
其他費用	(0.1)	(1.1)	741.8%
營業利潤	136.2	134.0	-1.6%
營業利潤率	12.6%	14.2%	+ 1.6 ppt
財務收入	4.2	3.3	-21.5%
財務費用	(5.4)	(1.9)	-65.2%
除稅前利潤	135.0	135.4	0.3%
稅項	(33.4)	(33.4)	0.1%
净利润	101.7	102.0	0.3%
净利润率	9.4%	10.8%	+ 1.4 ppt

资料来源: 公司

天大(839 HK)的 2009 年上半年销量,按地区分类

	2008 年上半年销量(吨)	2009 年上半年销量(吨)	变化(同比)
中国	96,094	138,690	44.3%
出口	62,630	48,640	-22.3%
美国	16,431	6,897	-58.0%
欧盟	17,674	13,606	-23.0%
新兴市场和中东	28,525	28,137	-1.4%

资料来源: 公司

山东墨龙(568 HK)的 2009 年上半年财务要点

RMB 百万	2008 年上半年	2009 年上半年	变化(同比)
收入	1,052.0	896.5	-14.8%
销售成本	(852.0)	(695.9)	-18.3%
毛利	200.1	200.6	0.3%
毛利率	19.0%	22.4%	+3.4 ppt
其他收入	10.8	53.5	394.6%
營業及銷售費用	(25.1)	(42.5)	69.0%
管理費用	(22.8)	(30.4)	33.4%
其他費用	(0.7)	(3.1)	331.5%
營業利潤	162.3	178.1	9.8%
營業利潤率	15.4%	19.9%	+ 4.5 ppt
財務費用	(20.7)	(12.6)	-38.8%
除稅前利潤	141.6	165.7	17.0%
稅項	(1.3)	(24.4)	1818.3%
少数股东利益	0.3	1.2	282.8%
净利润	140.0	140.1	0.1%
净利润率	13.3%	15.6%	+ 2.3 ppt

资料来源: 公司

天大的最坏时期已过

从今年第3季开始，出口(除对美国，加拿大和欧盟)将一季比一季好

天大的最坏时期 - 今年第2季

正如我们年初所预测，世界油井管行业(包含中国)今年第2季受金融风暴的影响比较严重。国际油价由去年7月高位每桶126美元大幅下降至年底每桶32美元。超低油价迫使外国的石油公司大幅削减2009年上游资本开发。由于油井管发货比订货滞后2-6个月，我们看到大多数油井管公司从2009年第2季开始定单和毛利率大幅下滑，受金融风暴严重打击的影响明显显现出来。由于重要原材料钢坯的价格在2008年第4季大幅下挫，但定单价格依然高企，大多数油井管公司在2009年第1季的毛利率仍然很高，从而今年上半年平均毛利率环比也只小幅下降。API和非API的油井管售价在2009年第2季环比大幅下挫20%以上。非API的销量从2008年第4季已大幅直线下滑，2009年第1季度继续恶化，但2009年第2季未有改善。这是由于低油价使全世界的石油公司大幅降低对开采成本高的非常规油田的开采。但中国几家上市公司的API销量至今一直未受影响。这主要是几家上市公司纷纷转向发展强劲的国内市场，如中国石油巨头2009依然保持了稳定的资本开支，丝毫没有减少上游的开发。

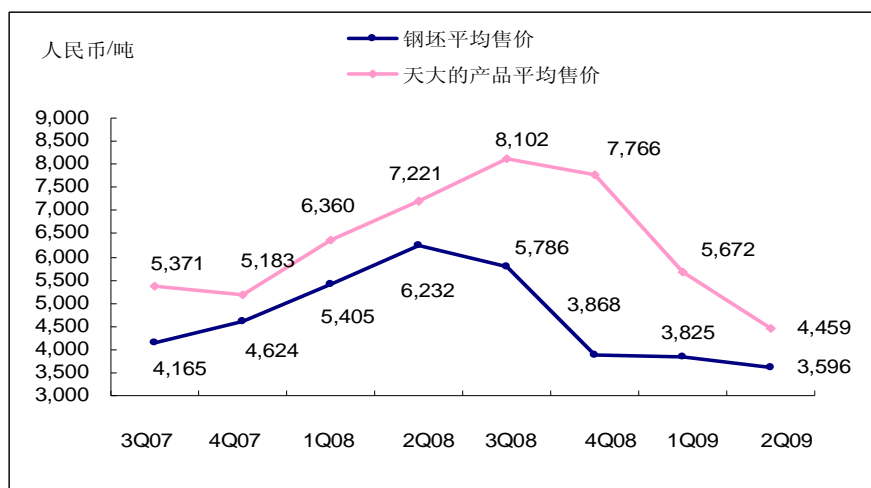
天大从今年第1季油井管平均售价开始明显下跌，几乎和重要原材料钢坯的平均售价下跌同步，出口量从今年第2季明显下跌。WSP控股(WH US)从今年第2季出口量和平均售价也明显同时大跌。但山东墨龙(568HK)今年第1和2季出口比重却达到46%，几乎保持2008年48%的出口比重。这3家公司之间的明显差别，我们认为主要是由于他们定单发货时间的分别。

API油井管出口(除对美国，加拿大和欧盟)今年第3季有好转

中国油井管公司50%的产品是出口的，API油井管出口在2009年第2季大幅减少。我们认为未来中国API油井管出口(除对美国，加拿大和欧盟国家外)会好转。全世界的石油公司每年下半年的上游资本开支占全年总开支的2/3，比上半年的上游资本开支高出85%以上。2009年下半年大幅上升的上游资本开支，将使API油井管公司的成本转嫁能力大大增强。事实上，我们从有些生产API产品的油井管公司了解到，API产品出口(除对美国，加拿大和欧盟外)今年7、8月的情况比今年第2季已有明显好转。

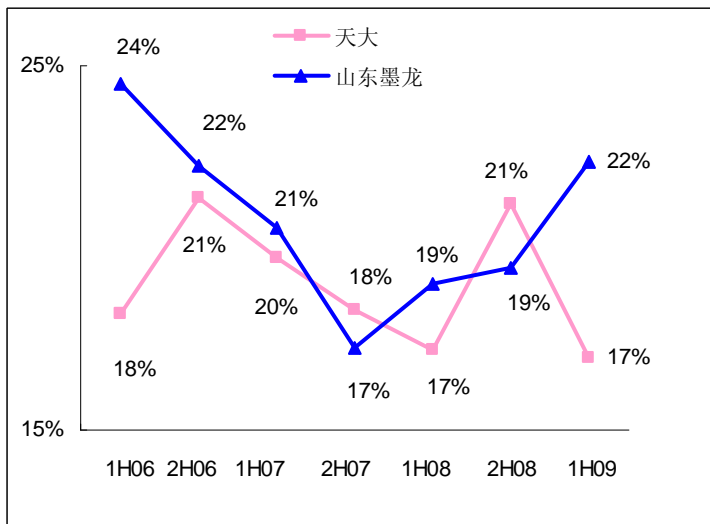
由于山东墨龙和WSP控股对美国出口比重较大，我们相信这两家在今年第3季出口量将继续下降。而天大的主要市场在新兴市场(东南亚、非洲等)，对美国的出口2009年上半年只占总销售的6.6%。新兴市场比如东南亚，非洲等今年下半年油井管进口恢复比较大。天大在新兴市场如东南亚的根底牢靠，该公司从2007年已开始大力发展东南亚市场等新兴市场。天大今年7、8月出口定单明显增加，这主要来自于新兴市场。我们相信天大最坏的时间已过，今年第3季的出口将比今年第2季明显改善。

天大的API产品平均售价



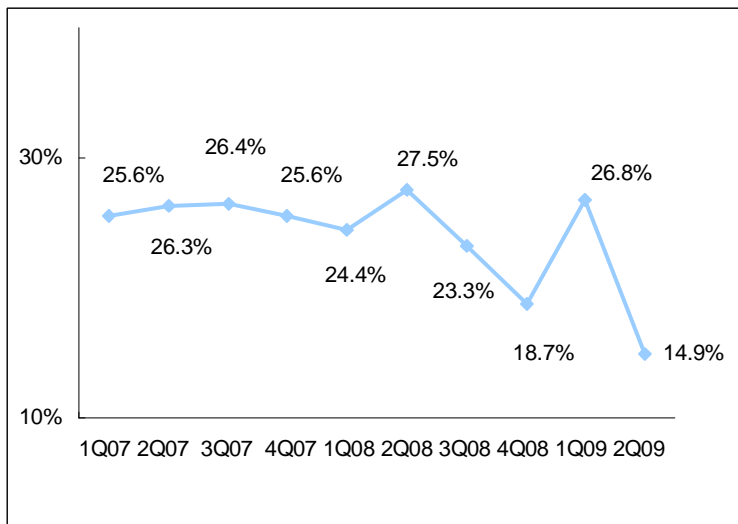
资料来源: 公司

天大和山东墨龙的半年度毛利率



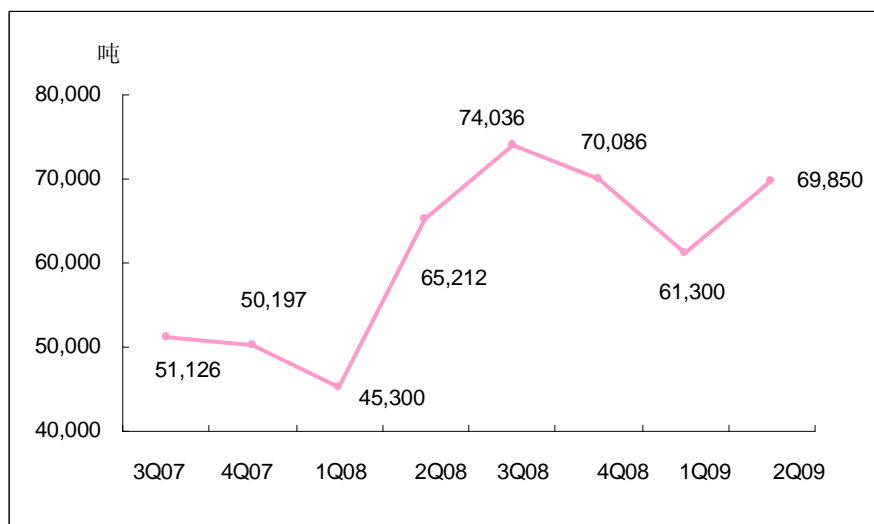
资料来源: 公司

WSP 控股季度毛利率



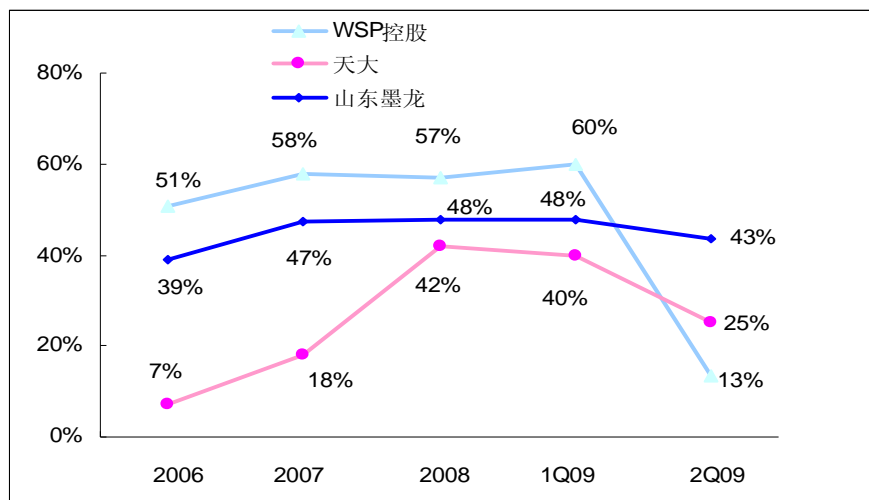
资料来源: 公司

天大的 API 油井管销量



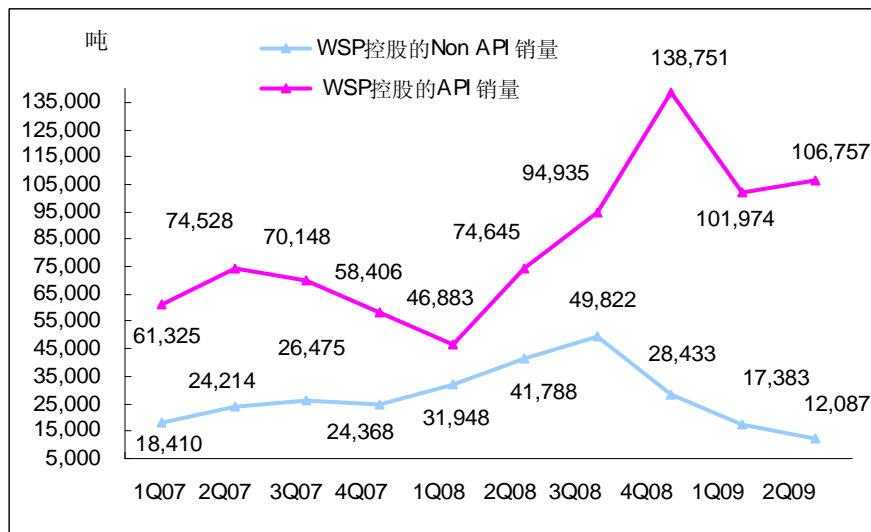
资料来源: 公司

中国油井管公司的出口比重在下降



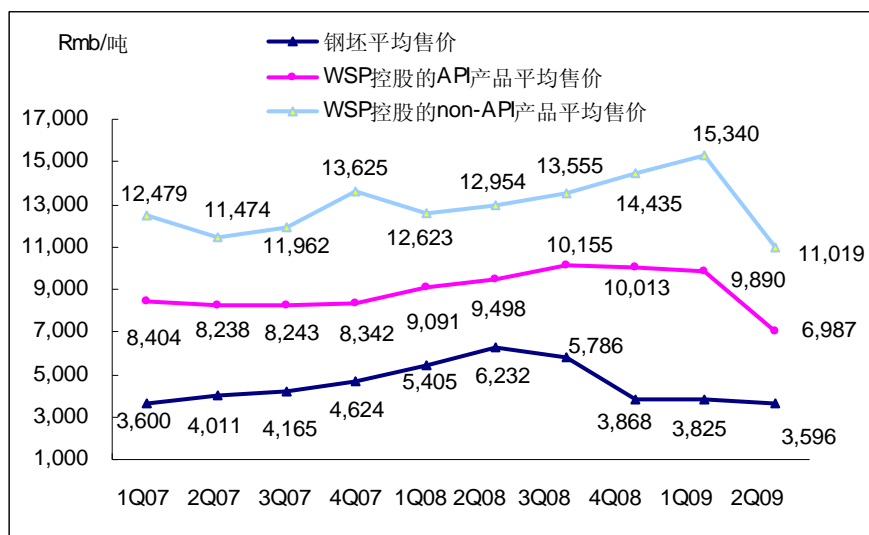
资料来源: 公司

WSP 控股(WH US)的 Non-API 油井管销量在 2009 年第 2 季大跌



资料来源: 公司

WSP 控股(WH US)的 Non-API 和 API 油井管价格在 2009 年第 2 季大跌



资料来源: 公司

中石油 2009 年下半年上游资本开支

人民币百万元	2009 预测	2009 年上半年	2009 年下半年预测
总资本开支	232,214	78,080	154,134
上游资本开支	157,023	38,806	118,217
上游所占比重	67.6%	49.7%	76.7%

资料来源: 中石油

中石化 2009 年下半年上游资本开支

人民币百万元	2009 预测	2009 年上半年	2009 年下半年预测
总资本开支	111,800	38,982	72,818
上游资本开支	55,000	19,438	35,562
上游所占比重	49.2%	49.9%	48.8%

资料来源: 中石化

中石油和中石化上游资本开支

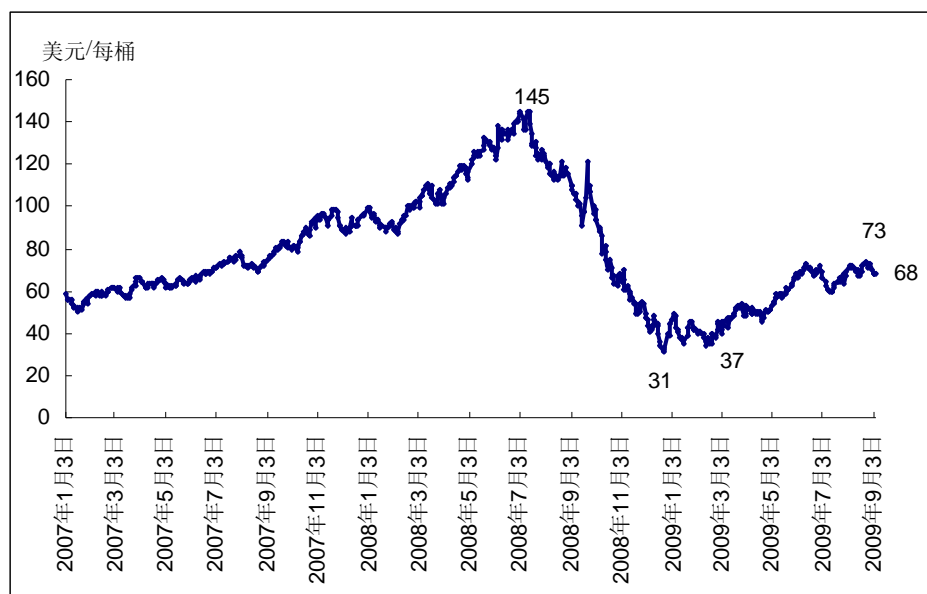
人民币百万元	2004	2005	2006	2007	2008	2009 预测
中石油	62,868	83,214	105,192	134,256	157,023	162,470
中石化	22,557	23,095	31,734	54,498	57,646	55,000
总计	85,425	106,309	136,926	188,754	214,669	217,470

资料来源: 中石油, 中石化

高油价将使外国的石油公司加大上游资本开支

2009 年第 1 季 WTI 国际油价在每桶 35-50 美元之间。2009 年第 2 季 WTI 国际油价攀升至每桶 50-70 美元之间。自 2009 年 7 月国际油价稳企在美元 60/每桶上方以来, 现在已经升至每桶 70 美元左右。国际能源组织和国际石油专家预测 2009 年余下时间国际油价将在每桶 70-80 美元之间震荡。我们估计 2009 年下半年平均油价约每桶 70 美元, 基本和国际石油专家预测一致。我们相信 2010 年全球经济将全面复苏, 国际油价可高达每桶 100 美元, 国际能源组织和大多数国际知名投资银行都期望国际平均油价 2010 年高达每桶 80 美元以上。高油价将刺激外国石油公司从 2009 年第 4 季或 2010 年初大幅增长上游资本开支, 特别是非常规油田的开采。

WTI 国际油价从低位反弹



资料来源: 彭博

API 油井管平均售价今年第 3 或 4 季有好转

我们认为油井管公司如天大(839HK)在今年第 3 季的 API 油井管售价会比今年第 2 季有些上升, 但有些油井管公司如山东墨龙(568HK)和 WSP 控股(WH US)可能要等到今年第 4 季 API 油井管的售价才会增加。我们期望今年下半年石油管材行业 API 油井管的平均售价同比下降 25-35%, 因为去年下半年 API 油井管的平均售价处于历史最高峰。

大多数情况下油井管行业成本有转嫁能力

生产油井管的其中一样重要原材料是钢坯, 约占天大总销售成本的 80%。过去, 天大(839HK), 山东墨龙(568HK)和 WSP 控股(WH US)都能成功转嫁上升的成本。今年第 2 季金融危机造成油井管公司的毛利率大幅下降。虽然山东墨龙的 2009 年上半年毛利率仍有 22.4%, 但我们相信墨龙 2009 年第 2 季毛利率将比第 1 季大幅下降。WSP 控股(WH US)公布的季度毛利率已充分反映大多数油井管公司的情况。宝钢((600019CH)的高层在 2009 年中报路演时向投资者透露在今年 7、8 月其无缝钢管(多数是高端油井管)的毛利率维持在 16%以上。我们相信油井管行业在今年第 3 季的毛利率可能比今年第 2 季略有上升, 但今年第 4 季的毛利率很大可能会比第 3 季改善很多。

美国和欧盟对中国进口管材反倾销对天大的影响甚小

2009年4月18日美国提出对中国进口管材的反倾销税和反补贴措施诉讼

2009年4月18日，美国石油管材和美国钢铁工人联合会联合向美国商务部和美国国际贸易委员会提出了针对中国进口管材的反倾销税和反补贴措施诉讼，要求美国对其石油管材(OCTG)的贸易伙伴中国进行调查。华尔街日报的报道称该“双反”诉讼的金额高达27亿美元，代表美国钢铁制造商和钢铁工人的律师称，这是迄今为止美国对中国提出的规模最大的反倾销申诉之一，有可能是一系列针对中国钢铁倾销申诉的开始。据中国海关统计数据，2008年中国出口到美国的钢材为501.63万吨，其中钢管出口229万吨；2009年1月，中国出口到美国的钢材为18.50万吨，其中钢管出口为10.10万吨；2009年2月，出口到美国的钢材为13.78万吨，其中钢管出口为6.90万吨。

2009年9月9日，美国商务部就对华油井管反补贴案作出初裁，裁定中国涉案企业构成10.9%至30.6%不等的补贴幅度，即从中国进口到美国的石油管材必须上缴10.9%至30.6%的反倾销税。

2009年11月6日，美国将公布反倾销诉讼调查结果。

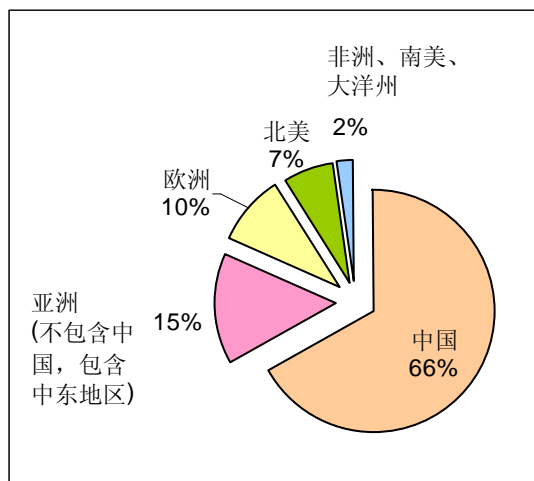
欧盟对来自中国的进口无缝钢管初步裁定了35%~51%的倾销幅度

加拿大两年前已对来自中国的管材产品征收非常高的反倾销和反补贴税，欧盟也于2009年4月8日对来自中国的进口无缝钢管初步裁定了35%~51%的倾销幅度。中国去年向欧盟的出口超过了60万吨。

我们认为美国，加拿大和欧盟的反倾销将严重影响中国对其出口。山东墨龙(568HK)和WSP控股(WH US)对美国出口占比重较大。山东墨龙2009年上半年收入中，对美国的销售占26%，对欧盟的销售占10%。而天大2009年上半年收入中，对美国的销售占7%，对欧盟的销售占10%。

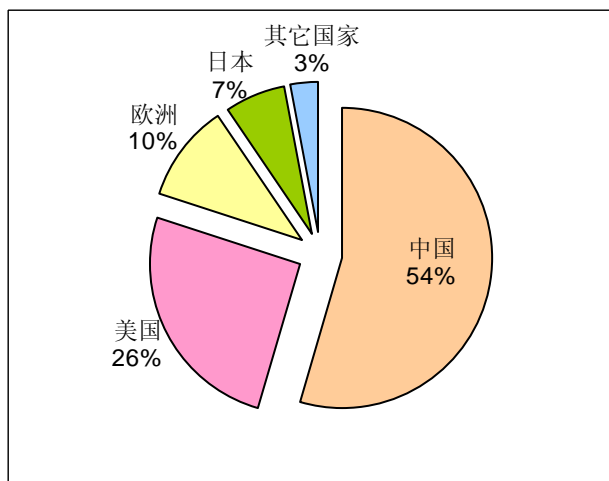
由此可见，美国和欧盟对中国进口管材反倾销对天大的影响甚小。

天大 2009 年上半年财年收入，按地区分类



资料来源：公司资料

山东墨龙 2009 年上半年财年收入，按地区分类



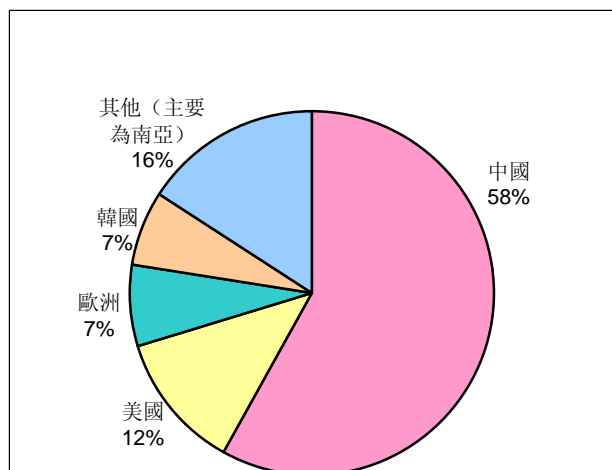
资料来源：公司资料

新兴市场是中国油井管未来出口最大增长点

天大最早洞察新兴市场的巨大发展潜力

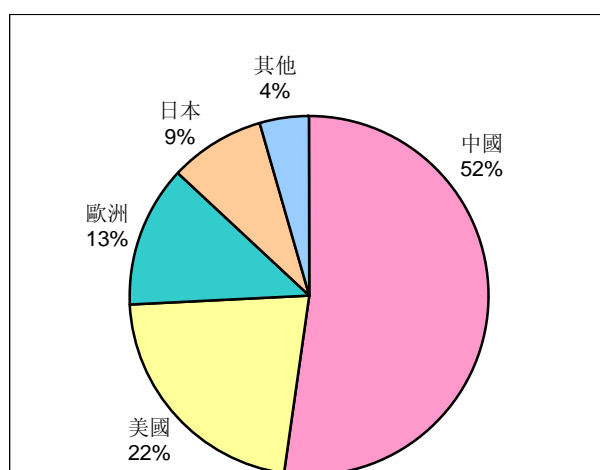
天大的主席在两年前加拿大对来自中国的管材产品征收非常高的反倾销和反补贴税时，已觉悟到美国会迟早效仿，从而欧盟会跟随美国。天大在 2006 年的出口只占总销售额的 7%。天大从 2007 年已开始大力开发新兴市场即东南亚、韩国、非洲和中东。相比之下山东墨龙和 WSP 控股仍坚守美国和欧洲市场。

天大 2008 年财年收入，按地区分类



资料来源：公司资料

山东墨龙 2008 年财年收入，按地区分类



资料来源：公司资料

油井管公司在大力加大新兴市场开发

山东墨龙(568HK)和 WSP 控股(WH US)从今年第 2 季开始大力开发新兴市场(比如东南亚, 南美和非洲)和中东。而天大则早已在该市场特别是东南亚和中东建立稳固的地位。我们认为新兴市场是中国油井管出口最大增长市场。这些新兴市场国家在加大石油开采来满足日益增长的能源需求。中国已经在非洲大力投资石油上游。我们认为这些新兴市场国家不会提出对中国进口管材的反倾销税和反补贴措施诉讼，因为他们的油井管工业还处于零或刚刚发展阶段，采购价廉物美的产品对新兴市场国家的石油公司是最重要。

我们从天大过去 1 年半的按地区分类销售额可以明显看出，天大在亚洲(不包含中国，包含中东地区;即东南亚，韩国和中东) 已建立稳固的地位。我们相信 2009 年全年凭据已建立的品牌和良好记录的优势，天大对亚洲(不包含中国，包含中东地区)的销售可占总销售额的 20%。另外，天大在去年初已开始大力发展非洲、南美、大洋州市场，我们相信今年下半年天大在非洲、南美、大洋州的销售应开始有收成。

天大的销售额按地区分类

	2008	2009 年 上半年	2009 预测
中国	58%	66.6%	60%
亚洲(不包含中国，包含中东地区)	12.9%	15.0%	20%
欧洲	15.5%	9.6%	5%
北美	12.5%	6.6%	3%
非洲、南美、大洋州	1.1%	2.2%	12%

资料来源：公司资料、光大研究部估计

开发新市场需 6 个月至 1 年以上才会初见成效

中国油井管公司的出口一般都是找海外的知名石油管材代理商代理销售。新品牌的油井管产品要通过在海外油田一段时间(3-6 个月或 1 年)的试用、审核和认证后才会被海外油田接受,从而新品牌才有被海外油田大量采购的机会。我们相信山东墨龙(568HK)和 WSP 控股(WH US)最快今年年底才会看到从新兴市场的定单有明显增加。

未来盈利增长动力

861 行动计划：非 API 油井管

861 行动计划一期的设计年产能为 300,000 吨,预期将于 2010 年初试投产。二期产能能够进一步扩充至 650,000 吨。861 行动计划一期的总投资额约为人民币 7.9 亿元。天大引进德国 SMS MEER Gmbh 公司最先进的 Premium Quality Finishing PQF®三辊式六机架连轧管机设备(油井管生产线中最为关键的主体设备),该设备代表世界最新、最高水平,引进该设备提升了天大的制管工艺、技术水平和产品的品质以及附加值,同时提高了天大油井管的产能,增强了公司在国内外市场的竞争能力。天大又从美国 Natural Oilwell Varco LP 分部 NOV Tuboscope 购置超声波检测仪器。

自 2007 年起,天大开始开发 9Cr-L80、13Cr-L80、C90 及 T95 等系列抗腐蚀性(H₂S 及 CO₂)油井管,这些产品能够达到特殊螺纹接头油套管所需要的强度。

估值及建议

估值低估

山东墨龙（568 HK）是最接近天大的可比较公司。然而，山东墨龙估值高于天大。我们认为天大的估值水平应该与墨龙一致，因两者规模相当。市场预计山东墨龙 2009 年每股盈利同比倒退 10%，我们认为此预测过于乐观和高估。

我们维持天大“买入”评级。目标价为 3.50 港元，相等于 9.8 倍 09 年市盈率，相当于山东墨龙的 09 年市盈率。

同业估值比较（截至 2009 年 9 月 15 日股价）

公司名称	股份代号	市值 (百万美元)	市盈率（倍）			权益回报率（%）		
			2008	2009 预测	2010 预测	2008	2009 预测	2010 预测
H 股上市公司								
天大	839 HK	289	5.7	7.2	4.6	25	17	23
山东墨龙	568 HK	440	8.8	9.8	8.0	33	22	28
平均			7.3	8.5	6.3	29	20	25
海外上市公司								
Tenaris	TS US	19,621	22.9	17.0	15.0	28	13	14
US Steel	X US	6,696	2.6	NA	42.6	41	(35)	10
National Oilwell Varco Inc	NOV US	17,150	8.4	11.6	13.5	20	11	8
Cameron International Corp.	CAM US	8,412	14.0	17.6	19.2	27	17	14
Vallourec	VK FP	9,108	6.4	14.3	17.1	33	13	10
TMK	TRMKG RU	2,757	15.5	6.1	4.3	10	5	6
WSP Holdings Ltd	WH US	501	5.1	7.1	NA	24	22	NA
平均			10.7	12.3	18.6	26	7	11
全球平均			9.0	10.4	12.5	27.7	13.2	17.9

资料来源：公司资料、彭博、光大研究部估计

天大的平均产品售价

	3Q07	4Q07	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	3Q09 预测	4Q09 预测
平均产品售价(人民币/吨)	5,371	5,183	6,360	7,221	8,102	7,766	5,672	4,459	4,682	5,150
环比		-4%	23%	14%	12%	-4%	-27%	-21%	5%	10%
同比					51%	50%	-11%	-38%	-42%	-34%

资料来源：公司资料、光大研究部估计

利润表（人民币百万元）

年结：12月31日	2006	2007	2008	2009 预测	2010 预测
营业额	1,265	1,575	2,637	2,240	2,975
销售成本	(1,014)	(1,277)	(2,120)	(1,822)	(2,273)
毛利	252	299	517	417	702
其他	(57)	(80)	(135)	(112)	(204)
营业利润	195	219	382	305	498
其他非经营项目	0	0	0	0	0
应占联营企业盈利(亏损)	(0)	0	0	0	0
净利息开支	(4)	(3)	(5)	(23)	(57)
非经常性收益 / (亏损)	0	0	0	0	0
除税前利润	191	216	377	282	441
税项	(72)	(32)	(75)	(42)	(66)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	118	184	302	240	375

资料来源：公司资料、光大研究部估计

资产负债表（人民币百万元）

年结：12月31日	2006	2007	2008	2009 预测	2010 预测
有形固定资产净额	342	453	742	1,810	1,804
无形固定资产净额	0	0	0	0	0
于联营及合资公司的投资	0	0	0	0	0
其他长期资产	28	30	31	42	60
存货	202	372	287	300	455
现金	436	293	247	131	138
应收账款	93	66	109	123	163
其他流动资产	58	153	337	169	42
总资产	1,159	1,367	1,754	2,574	2,662
长期债务	35	15	49	555	465
其他长期负债	0	0	0	0	0
短期债务	70	70	20	370	310
其他流动负债	216	286	428	276	224
股东权益	837	996	1257	1374	1664
少数股东权益	0	0	0	0	0
总资本及负债	1,159	1,367	1,754	2,574	2,662

资料来源：公司资料、光大研究部估计

现金流量表（人民币百万元）

年结：12月31日	2006	2007	2008	2009 预测	2010 预测
营业利润	191	216	377	282	441
折旧及摊销	22	31	37	40	107
营运资金变动净额	(125)	(194)	(2)	(9)	(121)
其他	(3)	(27)	(37)	(19)	(9)
经营活动之现金净额	85	26	376	293	418
资本开支净额	(122)	(137)	(357)	(1075)	(100)
其他投资净额	(331)	229	9	6	1
投资活动之现金净额	(453)	92	(348)	(1,069)	(99)
已付股息	(2)	(25)	(69)	(54)	(85)
净债务变动	(5)	(20)	214	710	(150)
发行股票所得收益	461	10	0	0	0
其他	(13)	(5)	(218)	4	(76)
融资活动之现金净额	441	(41)	(73)	659	(312)
现金流净额	73	77	(46)	(116)	7

资料来源：公司资料、光大研究部估计

比率

年结：12月31日	2006	2007	2008	2009 预测	2010 预测
增长率 (%)					
- 销售	40	25	67	-15	33
- EBITDA	83	15	67	-18	75
- 营业利润	95	12	74	-20	63
- 净利润	65	55	64	-21	57
利润率 (%)					
- 毛利率	20	19	20	19	24
- 经营利润率	15	14	14	14	17
- 净利润率	9	12	11	11	13
覆盖比率 (x)					
- 利息覆盖比率	46	69	81	13	9
- 股息保障倍数	5	5	4	4	4
- 股息支付比率 (%)	21	22	23	23	23
效益 (%)					
- 股东回报率	15	19	25	17	23
- 资产回报率	10	13	17	9	14
- 已动用资本回报率	22	22	29	16	23
- 资产周转率 (x)	1.1	1.2	1.5	0.9	1.1
- 存货周转率 (日)	73	106	57	60	73
- 应收帐款天数(日)	27	15	12	20	20
资本及流动性 (x)					
- 流动比率	2.8	2.5	2.2	1.1	1.5
- 净债务权益比率	2.0	1.4	1.5	0.7	0.6
- 资本开支对债务比率	Net cash	Net cash	Net cash	58%	38%

资料来源：公司资料、光大研究部估计

分析员分工

中国光大资料研究有限公司 – 香港

唐焱 +852 2530-8310 Tony.Tong@everbright165.com ■ 银行 ■ 保险	韩翠茵 +852 2860-1172 Barbara.Hon@everbright165.com ■ 工业 ■ 中、小市值股	冯键嵘 +852 2823-2663 Wayne.Fung@everbright165.com ■ 金属及货品
梁嘉诚 +852 2530-8390 Ric.Leung@everbright165.com ■ 交通 ■ 建筑及机械	周健锋 +852 2530-8226 Patrick.Chow@everbright165.com ■ 房地产 ■ 综合企业	张春美 +852 2530-8392 Nikita.Zhang@everbright165.com ■ 石油、天然气 煤、能源
谭思晋 +852 2530-8394 Kevin.Tam@everbright165.com ■ 电讯业 ■ 媒体		

光大证券研究所 – 上海

赵强 +8621 50816904 zhaoqiang@ebscn.com ■ 房地产	华光磊 +8621 50818887-251 huagl@ebscn.com ■ 房地产	翁非玉 +8621 50818887-266 wengfy@ebscn.com ■ 商业地产
金麟 +8621 50818887-213 jinlin@ebscn.com ■ 银行	蔡荣 +8621 50818887-232 cairong@ebscn.com ■ 银行	肖超虎 +8621 50818887-257 xiaoch@ebscn.com ■ 保险
沉维 +8621 50818887-216 shenwei@ebscn.com ■ 运输服务	蒋小东 +8621 50818887-236 jiangxd@ebscn.com ■ 农林牧渔	朱毅 +8621 50818887-218 zhuyi_yjs@ebscn.com ■ 电子和电器设备
彭丹雪 +8621 50818887-221 pengdx@ebscn.com ■ 食品饮料	黄志刚 +8621 50818887-239 huangzg@ebscn.com ■ 零售	姚杰 +8621 50818887-274 yaoj@ebscn.com ■ 医药
张美云 +8621 50818887-238 zhangmy@ebscn.com ■ 医药	冯志刚 +8621 50818887-234 fengzg@ebscn.com ■ 港口水运	李军 +8621 50818887-222 lijun1978@ebscn.com ■ 航空机场
崔玉芹 +8621 50818887-231 cuiyq@ebscn.com ■ 公用事业	开文明 +8621 50818887-255 kaiwm@ebscn.com ■ 环保水务	邱世梁 +8621 50818887-256 qiushiliang@ebscn.com ■ 机械
恽敏 +8621 50818887-263 yunmin@ebscn.com ■ 机械	杨华超 +8621 50818887-279 yanghc@ebscn.com ■ 汽车	王海生 +8621 50818887-253 haisheng.wang@ebscn.com ■ 电力设备
赵湘鄂 +8621 50818887-268 zhaoxe@ebscn.com ■ 钢铁	郭国栋 +8621 50818887-229 guogd@ebscn.com ■ 煤炭 ■ 军工	张力扬 +8621 50818887-227 zhangly@ebscn.com ■ 化工
王峰 +8621 50818887-250 wangfeng@ebscn.com ■ 有色金属	许雯 +8621 50818887-212 xuwen@ebscn.com ■ 建材	程杲 +8621 50818887-228 chenggao@ebscn.com ■ 化工
周励谦 +8621 50818887-225 zhoulqian@ebscn.com ■ 通讯	谢锋 +8621 50818887-226 xiefeng@ebscn.com ■ 电子元器件	陈勇 +8621 50818887-223 chen Yong_yjs@ebscn.com ■ 计算机
范敏 +8621 50818887-219 fanmin@ebscn.com ■ 传媒		

光大控股证券公司评级

买入	未来六个月的投资收益率领先相关行业指数 15%以上
增持	未来六个月的投资收益率领先相关行业指数 5%至 15%
持有	未来六个月的投资收益率与相关行业指数变动幅度相差-5%至 5%
减持	未来六个月的投资收益率落后相关行业指数 5%至 15%
沽出	未来六个月的投资收益率落后相关行业指数 15%以上

披露事项

在评论中，本公司并无拥有相当于所分析上市公司 1%或以上市值的财务权益(包括持股)，与有关上市公司并无投资银行关系，亦无进行有关股份的庄家活动。本公司员工均非该上市公司的雇员。上述分析员并无于本报告所载的上市公司中拥有财务权益。

免责声明

本报告由中国光大资料研究有限公司所提供。本报告之内容不是为任何投资者的投资目标、需要及财政状况而编写。本报告期内所载之资料乃得自可靠之来源,惟并不保证此等资料之完整及可靠性,亦不存有招揽任何人参与证券或期货等衍生产品买卖的企图。本报告期内之意见可随时更改而毋须事先通知任何人。中国光大资料研究有限公司并不会对任何人士因使用本报告而引起之直接或间接之损失负责。

中国光大资料研究有限公司不排除其员工及有关公司的员工对有关报告内容提及的投资工具及产品有其个人投资兴趣。

本报告乃属于中国光大资料研究有限公司之财产,未经本公司事前书面同意,任何人仕或机构均不得复制、分发、传阅、广播或作任何商业用途。

本公司乃受香港证券及期货监察委员会所监管,并受香港证券及期货条例及有关附属条例约束。

地址: 香港夏慤道 16 号远东金融中心 40 楼

联络电话: 2530 8288 2530 8287