

金正大(002470.SZ) 化学肥料行业

评级: 买入 首次评级

公司研究

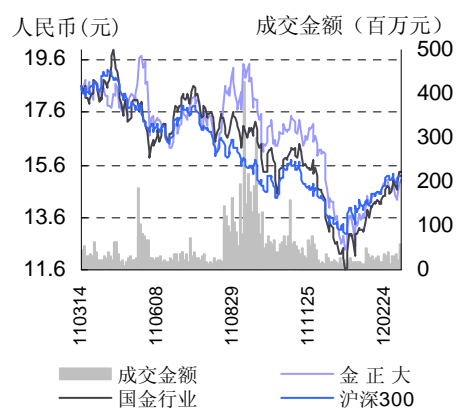
市价(人民币): 15.36元

缓控肥带动复合肥销售, 利润大幅增长

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

| | |
|--------------|-------------|
| 已上市流通A股(百万股) | 250.00 |
| 总市值(百万元) | 10,752.00 |
| 年内股价最高最低(元) | 19.77/12.34 |
| 沪深300指数 | 2901.22 |
| 中小板指数 | 6641.82 |



公司基本情况(人民币)

| 项目 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元) | 0.448 | 0.624 | 0.909 | 1.417 | 1.707 |
| 每股净资产(元) | 3.88 | 4.41 | 5.32 | 6.58 | 8.28 |
| 每股经营性现金流(元) | -0.54 | -0.39 | 1.56 | 1.07 | 1.54 |
| 市盈率(倍) | 42.94 | 31.00 | 21.25 | 13.64 | 11.33 |
| 行业优化市盈率(倍) | 31.30 | 28.54 | 28.54 | 28.54 | 28.54 |
| 净利润增长率(%) | 47.31% | 39.15% | 45.86% | 55.78% | 20.45% |
| 净资产收益率(%) | 11.53% | 14.14% | 17.10% | 21.54% | 20.60% |
| 总股本(百万股) | 700.00 | 700.00 | 700.00 | 700.00 | 700.00 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

■ **缓控肥受到国家政策推广支持。**缓控肥可显著提升肥料利用率, 2007年中国产能35万吨, 2010年已超100万吨, 约占世界缓控释肥总产量的1/2, 占中国化肥实物总产量1.5亿吨的0.7%, 复合肥实物总量5000万吨的2%, 发展空间很大。预计“十二五”期间末, 中国缓控释肥施用量将达到300万吨。

目前各国纷纷出台相关的产业政策支持控释肥产业的发展, 美国2009年10月出台控释肥国家补贴激励政策, 补贴水平约为每英亩12-22美元, 每个农户可连续申请5年, 每年的最高补贴为40,000美元。国内来看, 目前北京已经开始对控释肥按75元/亩每年标准进行补贴。

■ **缓控肥技术壁垒及品牌先导极其重要。**缓控肥由于价格比常规单质肥贵约20%, 推广前期受到阻碍。而不少缓控释肥以次充好, 仅仅在尿素外面包膜, 然后和磷、钾肥掺混, 缓释效果差。真正的缓控释肥技术壁垒高, 对膜材料的选择很有要求, 公司具有膜技术优势, 短期很难被超越。公司良好的试用示范作用及实际化肥成本节约, 树立了品牌优势。市场对品牌追捧, 又带动传统复合肥销量的增长, 而行业复合肥开工率仅30%左右。

■ **与其它新型肥料相比, 公司缓控肥有较大优势。**1) 多肽尿素, 优点是投资少、生产成本低, 缺点是成本单一, 无法完全满足作物的需求; 2) 水溶性肥料, 要与喷滴灌设施配套, 达到省水省肥的效果, 美国有30-40%肥料是水溶性肥料, 国内由于喷滴灌设备成本高, 不易被下游农户接受, 因此农业部目前主推缓控释肥。但从长期来看, 水溶性肥料和缓控释肥很有可能一同成为肥料行业的主流品种。

■ **公司产能今后两年翻番。**公司拥有复合肥210万吨, 缓控肥90万吨, 2012年本部60万吨控释肥4月底投产, 菏泽30万吨控释肥7月投产、30万吨硝基肥9月投产; 此外还有3个30万吨复合肥+10万吨控释肥基地投产, 加上河南贴牌的50万吨复合肥产能, 未来公司产能翻番。而瓮安规划的120万吨硝基复合肥+磷铵, 预计2014年发挥效益。

投资建议及估值

■ 我们给予公司未来6-12个月19.09元目标价位, 相当于21x12PE和13.5x13PE。

风险

■ 原材料价格大幅波动; 品牌假冒; 竞争对手涌现。

刘波

分析师 SAC 执业编号: S1130511030010
(8621)61038283
liubo@gjzq.com.cn

余媛媛

联系人
(8621)61038225
yuyy@gjzq.com.cn

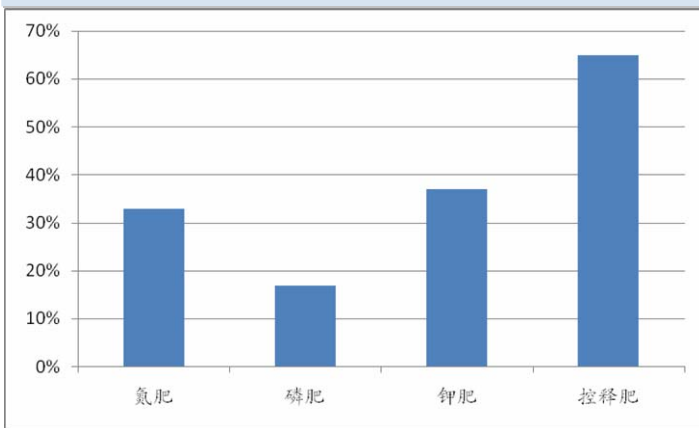
张苏予

联系人
(8621)61038274
zhangsy@gjzq.com.cn

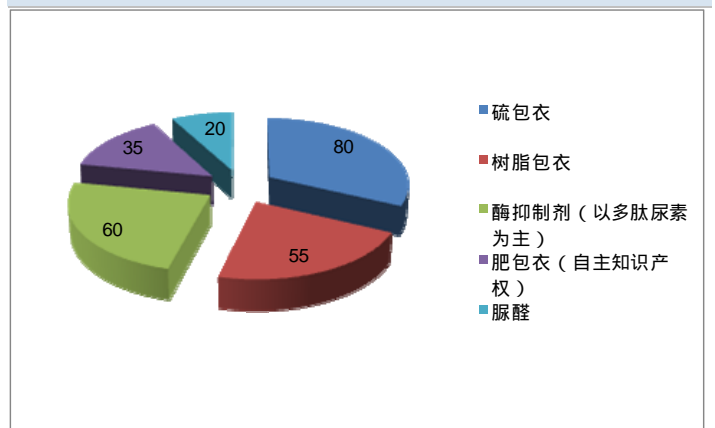
缓控释肥减量增效，多重因素支持其快速发展

- 缓控释肥是目前较热门的解决肥料利用率低的新颖肥料，可显著提升肥料利用率，并且能部分解决复合肥产能过剩的问题，近几年受到国家政策支持快速发展。2005年我国缓控释肥产量约为3-5万吨，2007年达到35万吨，到2010年已超过100万吨，约占世界缓控释肥总产量的1/2，而同期传统化肥年均增长率仅3%-4%。与常规肥相比，控释肥优势在于：
 - **提高肥效：**据中国农业科学院、农业部全国农业技术推广服务中心、国家杂交水稻工程技术研究中心等单位的试验示范推广结果表明，控释肥可将肥料利用率由原来的30%提高到60%-70%左右，在同等量的情况下，施用控释肥的作物较施用普通肥料能平均提高作物达10%以上，最高达到40%。

图表1：各种肥料当季利用率比较



图表2：国内缓控释肥分品种生产能力（2009，万吨）



来源：中国农资、国金证券研究所

- **节能减污染：**据资料显示，农业造成的污染中1/3~2/3来源于化肥的过量施用和流失，化肥的过量施用还会造成水体的富营养化。控释肥使氮肥流失率显著降低，节省氮肥用量30%-50%。以2009年全国氮肥施用量2,800万吨(折纯)为例，如果以控释肥代替传统氮肥的50%，可减少氮投入约350万吨，相当于节约675万吨标准煤，14亿立方米天然气，41亿度电，并有效减轻了氮肥流失引起的地下水污染和地表水富营养化。
- 目前缓控释肥产量仅占我国化肥实物总产量1.5亿吨的0.7%，复合肥实物总产量5000万吨的2%。预计“十二五”期间，我国缓控释肥需求继续快速增长，施用量将达到300万吨，发展空间大。
- 缓控释肥有很多品种，根据作用机理的不同分添加剂类缓控释肥、包膜类缓控释肥、合成有机缓控施肥多。目前国内缓控释肥产能合计在300万吨左右，主要集中在包膜类，生产企业有山东金正大、汉枫缓释肥料有限公司、中农润田、北京首创等，另外芭田股份也计划新建60万吨包膜类缓控释肥（原材料脲甲醛和纳米添加剂）。
- 目前各国纷纷出台相关的产业政策支持控释肥产业的发展，美国2009年10月出台控释肥国家补贴激励政策，补贴水平约为每英亩12-22美元，每个农户可连续申请5年，每年的最高补贴为40,000美元。国内来看，目前北京已经开始对控释肥按75元/亩每年标准进行补贴。我们认为，未来国家对于控释肥推广的支持将逐步由政策指导深入到给农户具体的财政补贴上。在国家政策积极支持以及控释肥成本降低下，发展空间广阔，未来3-5年仍会以30%以上的速度增长。

图表3: 我国缓控释肥主要生产企业

| 生产企业 | 产能(万吨) | 产品种类 |
|------------|--------|---------|
| 金正大 | 90 | 聚合物包膜 |
| 中农润田 | 30 | 多肽尿素 |
| 加拿大汉枫 | 40 | 硫包衣尿素 |
| 圃乐特控释肥料公司 | 10 | 聚合物包膜 |
| 山东施可丰 | 10 | 聚合物包膜 |
| 北京首创 | 20 | 聚合物包膜 |
| 郑州乐喜施 | 10 | 肥包肥 |
| 湖北三宁化工 | 20 | 缓控释复合肥 |
| 山东天山丰耘生态肥业 | 20 | 缓控释复合肥 |
| 湖北三宁化工 | N/A | 多肽尿素 |
| 江西开门子肥业 | N/A | 稳定长效缓释肥 |
| 河南心连心化肥公司 | N/A | 多肽尿素 |
| 鲁西化工 | N/A | 多肽尿素 |
| 华昌化工 | N/A | 多肽尿素 |
| 四川美丰 | N/A | 多肽尿素 |
| 安徽中盐红四方 | N/A | 多肽尿素 |

来源: 国金证券研究所

图表4: 不同品种缓控释肥性能比较

| 缓控释肥品种 | | 作用机理 | 优缺点 | |
|----------|-----------------|---|---|--------------------------------------|
| 添加剂类缓控释肥 | 添加脲酶或硝化抑制剂的缓释肥料 | 调节土壤微生物的活性, 减缓尿素的水解和对铵态氮的硝化-反硝化作用, 从而达到肥料氮素缓慢释放和减少损失目的。 | 抑制剂成本高, 不经济 | |
| | 添加控失剂的控释肥料 | 控失剂形成的互穿分子网可捕住养分。 | 不可用于高塔熔体造粒尿素, 由于温度太高, 控失剂会失去效果。国内发展不成熟, 仅山东金沂蒙可生产 | |
| | 添加金融蛋白酶的多肽尿素 | 在普通尿素生产过程中加入金属蛋白酶, 不但能促进农作物对尿素的全面吸收, 而且还能促进土壤中氮、磷、钾及微量元素的分解吸收, 提高农作物品质和产量 | 长期施用能对农作物进行生理调控, 对土壤酸碱度进行调节。 | |
| 包衣类缓控释肥 | 硫包衣 | 在尿素外面包裹硫磺、微晶蜡密封剂, 密封剂的数量决定氮素的释放特性。 | 灵活多变, 通过调节包膜的厚度和材料可以调控内核肥料养分的溶解释放, 使之适应不同作物的养分需求。 | 硫包膜容易破碎, 为了保证包衣效果, 往往增加包膜使用量, 生产成本高。 |
| | 聚合物包膜 | 在尿素外面包裹热塑性包裹材料而制成的。 | | 包膜本身难以降解, 长期形成污染。 |
| | 肥包肥 | 以无机肥料逐层包裹水溶性肥料核芯, 在包裹过程中形成了缓效复合肥料, 通过调节包裹层组成及厚度来制得不同养分配比的缓效增值复合肥料。 | | 以肥料为包裹层, 不会产生污染。 |
| | 涂层缓释尿素 | 采用与氮、磷、钾肥料颗粒表面具有较强的亲和能力和成膜特性的涂层材料, 分别涂在不同肥料颗粒表面, 形成一层或多层包膜 | | 需要新建装置, 投资成本高。 |
| 合成有机缓释肥料 | 脲醛类肥料 | 由尿素与甲醛反应制得, 靠土壤微生物分解释放氮素。 | 最早商品化的缓控释肥、生产中需要消耗大量甲醛, 成本高; 后续的甲醛释放对环境和人体健康不利。 | |

来源: 国金证券研究所

发展环境友好的缓控释肥包膜是关键

- 包膜类缓控释肥具有灵活多变的配方，通过调整包膜厚度和材料可以调控内核肥料的溶解释放，使之适合不同作物的需求。包膜类缓控释肥的另一个优点在于可以将作物需要的各种养料包裹起来（甚至是杀虫剂、保水剂），全面促进作物生长。因此，包膜类是近几年国内外发展最快的缓控释肥品种，占全球缓控释肥比重超过 50%。可以说，缓控释肥的发展就是包膜材料不断研究和创新的过程。
- 尽管包膜类缓控释肥在全球范围内迅速推广，但是由于采用大量有机溶剂，在包膜过程中，设备要求高，溶剂难以全部回收，因此价格比普通肥料高 2-8 倍，很大程度上限制其应用。目前，全球缓控释肥消费量最大的美国（占总量的 60%），主要用于园艺和大型农场的现代化耕作系统，一般农业应用较少；日本是消费量第二的国家，年需求 20 万吨，主要用于蔬菜、水稻和水果；再次是欧洲，年消费量 15 万吨，主要用在苗圃、园林、花卉、高尔夫球场草坪等非农作物。此外，膜材料多采用合成树脂，难以降解，长期会对环境造成污染。因此，缓控释肥未来发展方向是研制出低成本、环境友好的膜材料。分品种看，由于硫包衣容易破碎，聚合物树脂包膜和肥料包裹型将成为包膜类发展的重点。
- 公司是国内缓控释肥的绝对龙头。由于公司成功研制出热塑性树脂、热固性树脂、硫磺、硫加树脂等多种膜材料，质量已达到国外同类产品标准，成本较国外产品明显降低，施用量也有所减少（相同养分含量的控释肥价格仅比普通单质肥高 20%，可减少化肥施用量 30%左右）。而且经过国家有关方面检测，公司包膜残留对土壤损害不大。

公司产品和其他新型肥料比较，彰显缓控释肥发展前景巨大

- 尽管近年投产缓控释肥的企业很多，但是对公司基本不构成威胁，原因在于这些厂商生产的缓控释肥多数是在尿素外面包层膜，然后和磷肥、钾肥掺混在一起，缓释效果有限。
- **多肽尿素成分单一，无法满足作物对磷、钾等其他元素的需求，因此应用范围较为有限。**近几年，一些尿素生产企业如鲁西化工、华昌化工、四川美丰推出了多肽尿素。多肽尿素属于添加剂类缓控释肥，是在传统尿素的基础上添加多肽增效剂，能使作物平衡生长、养分长效缓释不挥发。工艺简单，只要在原尿素生产装置添加部分装置（3-6 个月可收回投资），在原装置尿素生产过程中添加多肽液即可，能随时生产、随时停产。成本较低，按每吨尿素添加 3kg 多肽液、每公斤多肽液价格 20 元计算，每吨多肽尿素添加多肽液增加的成本为 60 元，再加上电费、折旧、利息、维修、人工等费用，每吨多肽尿素较普通尿素增加仅成本 60-80 元。因此，多肽尿素适合有尿素装置的企业生产。
- **未来随着全国灌溉面积逐渐扩大，水溶性肥料将获得更多的重视和认可，和缓控释肥一起成为市场主流品种。**2011 年，芭田股份使用增发募集资金，新建 12 万吨粉状水溶性肥、10 万吨料浆全溶灌溉复合肥、20 万吨高塔全溶灌溉复合肥及年推广 100 万亩灌溉施肥设备项目。水溶性肥料是一种完全溶于水的多元复合肥料，容易被作物吸收，更关键的是它可以应用于喷滴灌等设施农业，实现水肥一体化，达到省水省肥省工的效能。2009 年我国水肥一体化应用面积的比例仅为 2.59%。与国外发达国家相比，还有很大的提升空间（美国水溶性肥料占肥料总量的 30-40%）。目前缓控释肥和水溶性肥料各有专长，应用区域有很大不同。在有喷滴灌设施配套的地区，水溶肥更受农户青睐，如新疆、内蒙古、海南、广东；在大水漫灌的地区，往往是缓控释肥的天下。农业部目前主要推缓控释肥。

发展硝基复合肥符合行业趋势，将成为公司新的利润增长点

- 2009 年底我国复合肥企业多达 5,587 家，设计产能 3.7 亿多吨，大部分是成本低、工艺简单、投资低的复合肥装置，低端产品产能过剩。而高端产品如硝基复合肥每年仍需大量进口。最新的数据表明，复合肥开工率仅在 33% 左右，大部分企业亏损停产。
- 氮肥分铵态氮肥和硝态氮肥，其中硝态氮肥肥效快，能在较短时间供给植物营养，广泛应用于各种农作物的基肥和追肥。之前硝态氮肥主要是硝酸铵，2002 年起国家明令禁止硝酸铵用于生产化肥，使得我国含硝态氮肥发展大大落后。中国硝态氮肥在全部氮肥中占的比例比其他国家低很多。

图表5：世界一些国家硝态氮肥在全部氮肥中占的比例

| 国家 | 硝态氮肥占氮肥总产量的比例/% | 国家 | 硝态氮肥占氮肥总产量的比例/% |
|-----|-----------------|------|-----------------|
| 俄罗斯 | 27 | 德国 | 14 |
| 波兰 | 64 | 埃及 | 15 |
| 法国 | 76 | 南非 | 100 |
| 英国 | 39 | 乌克兰 | 22 |
| 美国 | 31 | 中国 | 3 |
| 荷兰 | 54 | 世界平均 | 14 |

来源：行业资料、国金证券研究所

图表6：2008-2009 年我国氮肥产品产量情况

| 肥料品种 | 2008 年产量 | | | 2009 年产量 | | | 同比/% |
|------|----------|---------|------|----------|---------|------|-------|
| | 实物/万t | 折N/万t | 占/% | 实物/万t | 折N/万t | 占/% | |
| 尿素 | 5 104.1 | 2 363.2 | 64.9 | 5 544.9 | 2 567.3 | 66.5 | 8.6 |
| 碳铵 | 3 153.1 | 545.5 | 15.0 | 2 632.0 | 453.4 | 11.7 | -16.8 |
| 氯化铵 | 863.1 | 206.9 | 5.7 | 918.5 | 220.5 | 5.7 | 6.5 |
| 硝铵 | 363.9 | 127.4 | 3.5 | 335.7 | 117.5 | 3.0 | -7.7 |
| 其他 | | 395.6 | 10.9 | | 502.3 | 13.0 | 27.0 |
| 总计 | | 3 638.6 | | | 3 861 | | 5.4 |

- 由于硝态氮肥的肥效已经得到业内专家一致认可，能够承担起硝态氮肥发展重任的产品只有硝基复合肥。据统计，国内目前硝基复合肥产能约为 250-290 万吨/年，在建产能全部释放后，预计总产能超过 1000 万吨，而从市场需求来看，每年我国玉米、棉花、烟草、油菜种植面积对硝基复合肥的需求量高达 3000 万吨，供需缺口依然很大。公司在菏泽和贵州分别在建 120 万吨/年的产能，预计今年菏泽 30 万吨开始投产，由于硝基复合肥毛利率在 20% 以上，价格超过 3000 元/吨，远高于公司现有的缓控释肥和复合肥。未来该业务将成为公司新的利润增长点。
- 公司与贵州省瓮安县人民政府签订了《关于磷资源循环经济产业园项目的合作协议书》，拟在贵州省瓮安县工业园精细磷化工区投资 59.6 亿元建设磷资源循环经济产业园项目，五年内分布完成。初步规划建设为 60 万吨/年磷酸一铵、60 万吨/年磷酸二铵、40 万吨/年磷酸二氢钙、60 万吨/年硝基复合肥、20 万吨/年磷酸二氢钾、2 万吨/年氟化盐、80 万吨/年模具石膏。

图表7: 2010年底国内硝基复合肥主要生产企业

| 生产企业 | 年产能 (万吨) | 硝基复合肥主要品种 |
|-----------|-------------|--------------------|
| 四川金象化工 | 60 | 硝酸铵、硝酸铵钾、硝酸铵钙、硝酸铵锌 |
| 河北冀衡赛瑞化工 | 60 | 高塔熔体造粒硝基复合肥 |
| 陕西兴福肥业 | 40 | 高浓度高塔造粒硝基复合肥 |
| 成都新都化工 | 20 | 高塔熔体造粒硝基复合肥 |
| 云天化 | 11 | 硝酸铵锌 |
| 山西天脊煤化工集团 | 90 | 硝酸磷肥 |
| 合计 | 281 | - |

来源: 国金证券研究所

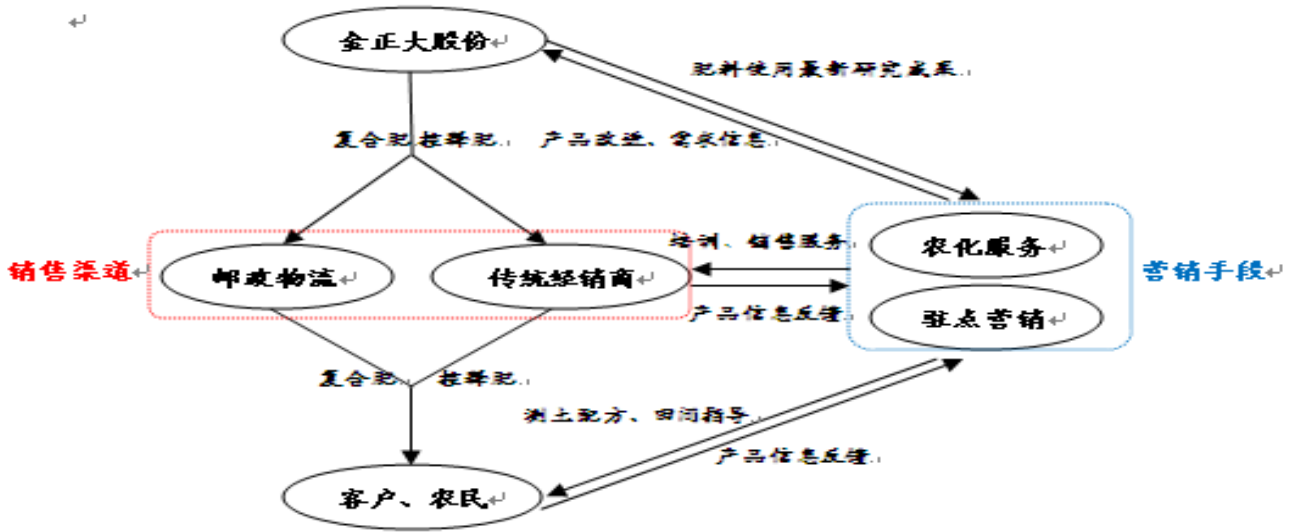
图表8: 国内硝基复合肥在建产能

| 生产企业 | 新建产能 (万吨) | 拟建设地址 |
|------------|--------------|-------|
| 山西天脊煤化工集团 | 140 | 山西晋城 |
| 四川金象化工 | 60 | 新疆阿克苏 |
| 河南晋开化工投资集团 | 60 | 河南开封 |
| 河南骏马化工 | 50 | 河南洛阳 |
| 安徽淮化 | 40 | 安徽淮南 |
| 青上化工 | 20 | 广东佛山 |
| 广西柳化集团 | 20 | 广西柳州 |
| 重庆赛瑞华强化肥 | 100 | 重庆 |
| 河南永昌硝基肥 | 100 | 河南辉县 |
| 成都新都化工 | 60 | 湖北应城 |
| 金圣胡杨化工 | 120 | 新疆 |
| 山东金正大 | 120 | 山东菏泽 |
| 山东金正大 | 120 | 贵州瓮安 |
| 甘肃刘化集团 | 25 | 甘肃 |
| 合计 | 1035 | |

公司十分注重营销服务增值

- **多渠道创新型营销。**公司一直坚持“营销优先”的原则，采用多渠道创新式营销，主要表现在：
 - **政府推广与自身营销相结合。**作为行业龙头，公司利用良好的政策环境，于2008年4月作为唯一的生产企业和全国农技推广中心签署了合作协议，联合开展控释肥的试验示范、培训宣传等推广工作。全国农业技术推广服务中心在2008-2010年分别下发开展“金正大”缓控释肥料示范的通知，对公司生产的控释肥产品予以示范推广，目前已经推广到全国20个省市。
 - **示范田建设与农化服务营销相结合。**报告期内，公司通过经销商、科研院所、全国农业技术推广服务中心及其下属的各地土肥站在全国20余个省市进行示范区（田）建设，累计建立示范区（田）23,000余亩，并有100余名的专职技术人员在田间为农民现场指导，推广公司产品。
 - **传统经销商与邮政物流相结合。**邮政物流因其营销终端网点多、覆盖范围广、辐射程度深，以及来源于中国邮政，在农村地区具有较高的认知度等原因，受到生产企业的重视。公司于2005年起与相关邮政物流公司合作，与公司签署协议的邮政物流单位达300家以上，覆盖山东、河南、河北等25个省、市、区。传统经销商方面，经过10年的建设，公司目前已建立以2,000多个县级经销商为中心、辐射数万个销售网点的传统营销系统。以山东、河南、河北、江苏、安徽等省份作为传统经销商渠道重点服务区域。两种营销模式相互补充，实现了公司产品多层次营销覆盖。

图表9: 营销模式



来源: 公司招股书

股票估值和定价

- 我们预计 2012-2014 年公司营业收入分别为 10,075、13,230、15,369 百万元，归属于母公司的净利润 637、992、1,195 百万元，对应 EPS 分别为 0.909、1.417、1.707 元。
- 基于公司快速扩张及利润大幅增长的背景，给予公司未来 6-12 个月 19.09 元目标价位，相当于 21x12PE 和 13.5x13PE。

风险提示

原料价格大幅波动

- 公司复合肥、控释肥主要原料为单质肥，其成本约占公司生产成本的 80% 以上。若原料价格大幅波动，将显著影响公司的业绩。
- 品牌假冒。目前还没出现这一明显迹象，但随着公司品牌的深入，不排除未来有这个可能，给公司造成负面影响。
- 竞争对手涌现。由于技术扩散，可能竞争对手仿制公司产品，低价倾销，打乱公司部署，这点还未出现，公司也在积极稳定技术及营销人员，不排除对他们进行激励。

附录：三张报表预测摘要

| 损益表 (人民币百万元) | | | | | | | 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | | |
|-----------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E | | 2009 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
| 主营业务收入 | 4,159 | 5,479 | 7,627 | 10,075 | 13,230 | 15,369 | 货币资金 | 1,137 | 1,700 | 1,301 | 1,786 | 2,213 | 3,391 |
| 增长率 | | 31.7% | 39.2% | 32.1% | 31.3% | 16.2% | 应收款项 | 8 | 7 | 21 | 19 | 25 | 29 |
| 主营业务成本 | -3,703 | -4,788 | -6,622 | -8,734 | -11,395 | -13,210 | 存货 | 787 | 1,161 | 1,729 | 1,675 | 2,185 | 2,533 |
| %销售收入 | 89.0% | 87.4% | 86.8% | 86.7% | 86.1% | 86.0% | 其他流动资产 | 307 | 692 | 1,261 | 1,312 | 1,711 | 1,983 |
| 毛利 | 456 | 692 | 1,005 | 1,341 | 1,835 | 2,159 | 流动资产 | 2,238 | 3,559 | 4,312 | 4,793 | 6,135 | 7,937 |
| %销售收入 | 11.0% | 12.6% | 13.2% | 13.3% | 13.9% | 14.0% | %总资产 | 73.6% | 81.7% | 78.5% | 78.8% | 81.6% | 87.3% |
| 营业税金及附加 | 0 | 0 | -1 | -1 | -1 | -2 | 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 |
| %销售收入 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 固定资产 | 706 | 705 | 1,064 | 1,178 | 1,273 | 1,043 |
| 营业费用 | -145 | -240 | -357 | -413 | -463 | -523 | %总资产 | 23.2% | 16.2% | 19.4% | 19.4% | 16.9% | 11.5% |
| %销售收入 | 3.5% | 4.4% | 4.7% | 4.1% | 3.5% | 3.4% | 无形资产 | 95 | 93 | 117 | 105 | 106 | 106 |
| 管理费用 | -62 | -75 | -117 | -151 | -172 | -200 | 非流动资产 | 802 | 798 | 1,182 | 1,286 | 1,381 | 1,151 |
| %销售收入 | 1.5% | 1.4% | 1.5% | 1.5% | 1.3% | 1.3% | %总资产 | 26.4% | 18.3% | 21.5% | 21.2% | 18.4% | 12.7% |
| 息税前利润 (EBIT) | 249 | 377 | 531 | 776 | 1,198 | 1,435 | 资产总计 | 3,040 | 4,358 | 5,494 | 6,079 | 7,516 | 9,088 |
| %销售收入 | 6.0% | 6.9% | 7.0% | 7.7% | 9.1% | 9.3% | 短期借款 | 40 | 5 | 370 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | -7 | 7 | 6 | 20 | 41 | 58 | 应付款项 | 1,845 | 1,602 | 1,387 | 1,729 | 2,263 | 2,626 |
| %销售收入 | 0.2% | -0.1% | -0.1% | -0.2% | -0.3% | -0.4% | 其他流动负债 | 1 | 21 | 57 | 68 | 89 | 103 |
| 资产减值损失 | -3 | 0 | 3 | 0 | 0 | 0 | 流动负债 | 1,886 | 1,628 | 1,815 | 1,796 | 2,352 | 2,729 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 长期贷款 | 150 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 其他长期负债 | 2 | 10 | 529 | 495 | 495 | 495 |
| %税前利润 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 负债 | 2,038 | 1,638 | 2,343 | 2,292 | 2,847 | 3,225 |
| 营业利润 | 238 | 383 | 539 | 796 | 1,240 | 1,493 | 普通股股东权益 | 1,003 | 2,719 | 3,086 | 3,722 | 4,604 | 5,799 |
| 营业利润率 | 5.7% | 7.0% | 7.1% | 7.9% | 9.4% | 9.7% | 少数股东权益 | 0 | 0 | 65 | 65 | 65 | 65 |
| 营业外收支 | 5 | 7 | 7 | 0 | 0 | 0 | 负债股东权益合计 | 3,040 | 4,358 | 5,494 | 6,079 | 7,516 | 9,088 |
| 税前利润 | 243 | 390 | 547 | 796 | 1,240 | 1,493 | 比率分析 | | | | | | |
| 利润率 | 5.8% | 7.1% | 7.2% | 7.9% | 9.4% | 9.7% | | 2009 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
| 所得税 | -30 | -76 | -110 | -159 | -248 | -299 | 每股指标 | | | | | | |
| 所得税率 | 12.5% | 19.6% | 20.1% | 20.0% | 20.0% | 20.0% | 每股收益 | 0.304 | 0.448 | 0.624 | 0.909 | 1.417 | 1.707 |
| 净利润 | 213 | 314 | 437 | 637 | 992 | 1,195 | 每股净资产 | 1.671 | 3.885 | 4.408 | 5.318 | 6.577 | 8.284 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股经营现金净流 | 1.654 | -0.540 | -0.386 | 1.561 | 1.069 | 1.543 |
| 归属于母公司的净利润 | 213 | 314 | 436 | 637 | 992 | 1,195 | 每股股利 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 |
| 净利率 | 5.1% | 5.7% | 5.7% | 6.3% | 7.5% | 7.8% | 回报率 | | | | | | |
| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | | | 净资产收益率 | 21.24% | 11.53% | 14.14% | 17.10% | 21.54% | 20.60% |
| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E | 总资产收益率 | 7.00% | 7.20% | 7.94% | 10.47% | 13.20% | 13.14% |
| 净利润 | 213 | 314 | 437 | 637 | 992 | 1,195 | 投入资本收益率 | 18.27% | 11.12% | 10.56% | 14.50% | 18.56% | 18.06% |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 增长率 | | | | | | |
| 非现金支出 | 65 | 67 | 73 | 89 | 117 | 132 | 主营业务收入增长率 | 14.44% | 31.74% | 39.19% | 32.10% | 31.31% | 16.17% |
| 非经营收益 | 13 | 7 | 28 | 8 | 0 | 0 | EBIT增长率 | -11.20% | 51.39% | 40.89% | 46.18% | 54.42% | 19.77% |
| 营运资金变动 | 701 | -766 | -807 | 359 | -360 | -247 | 净利润增长率 | -9.70% | 47.31% | 39.15% | 45.86% | 55.78% | 20.45% |
| 经营活动现金净流 | 993 | -378 | -270 | 1,093 | 748 | 1,080 | 总资产增长率 | 77.94% | 43.32% | 26.07% | 10.65% | 23.64% | 20.92% |
| 资本开支 | -156 | -65 | -718 | -193 | -212 | 98 | 资产管理能力 | | | | | | |
| 投资 | 0 | 0 | -5 | -1 | 0 | 0 | 应收账款周转天数 | | | | | | |
| 其他 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 存货周转天数 | 74.9 | 74.3 | 79.7 | 70.0 | 70.0 | 70.0 |
| 投资活动现金净流 | -156 | -65 | -723 | -194 | -212 | 98 | 应付账款周转天数 | 5.1 | 4.7 | 7.8 | 8.0 | 8.0 | 8.0 |
| 股权募资 | 0 | 1,403 | 40 | 0 | -110 | 0 | 固定资产周转天数 | 54.7 | 45.9 | 34.7 | 34.0 | 29.6 | 23.6 |
| 债权募资 | -180 | -185 | 861 | -400 | 0 | 0 | 偿债能力 | | | | | | |
| 其他 | -54 | -9 | -143 | -13 | 0 | 0 | 净负债/股东权益 | -94.43% | -62.32% | -13.83% | -34.09% | -36.79% | -49.39% |
| 筹资活动现金净流 | -234 | 1,209 | 758 | -413 | -110 | 0 | EBIT利息保障倍数 | 34.6 | -54.0 | -89.2 | -39.2 | -29.0 | -24.7 |
| 现金净流量 | 603 | 766 | -236 | 486 | 427 | 1,178 | 资产负债率 | 67.03% | 37.60% | 42.65% | 37.70% | 37.88% | 35.48% |

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|----|------|------|------|------|------|
| 强买 | 3 | 4 | 4 | 4 | 6 |
| 买入 | 1 | 7 | 8 | 9 | 11 |
| 持有 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 卖出 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 1.25 | 1.53 | 1.59 | 1.63 | 1.63 |

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

| 上海 | 北京 | 深圳 |
|--------------------------------|---------------------------------|----------------------------|
| 电话: (8621)-61038271 | 电话: 010-6621 6979 | 电话: 0755-33516015 |
| 传真: (8621)-61038200 | 传真: 010-6621 5599-8803 | 传真: 0755-33516020 |
| 邮箱: researchsh@gjzq.com.cn | 邮箱: researchbj@gjzq.com.cn | 邮箱: researchsz@gjzq.com.cn |
| 邮编: 201204 | 邮编: 100032 | 邮编: 518026 |
| 地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼 | 地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层 | 地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B |