

安琪酵母 (600298.SH)**调味发酵品行业**

评级：买入 维持评级

公司研究简报

市价（人民币）：27.69元
 目标（人民币）：39.20元

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)	271.40
总市值(百万元)	9,127.52
年内股价最高最低(元)	37.41/24.09
沪深 300 指数	2901.22
上证指数	2612.19

**相关报告**

- 《糖蜜采购趋于尾声,成本弹性进一步确定》, 2012.3.16
- 《2011为业绩低点,2012看酵母衍生品》, 2012.3.12
- 《国内增长引擎切换,海外备战准备充分》, 2011.12.26

公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.931	0.905	1.398	1.805	2.257
每股净资产(元)	4.73	7.54	10.48	12.03	14.01
每股经营性现金流(元)	1.14	0.45	2.25	1.80	2.20
市盈率(倍)	47.55	39.84	20.72	16.05	12.83
行业优化市盈率(倍)	132.98	102.88	102.88	102.88	102.88
净利润增长率(%)	35.59%	4.71%	54.40%	29.10%	25.06%
净资产收益率(%)	19.70%	12.01%	12.45%	14.00%	15.04%
总股本(百万股)	306.05	329.63	329.63	329.63	329.63

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑：扎实的公司+明确的趋势

- 所谓扎实，在于国内稳定的提价能力和海外市场的拓展。公司产品价格稳步上调，近几年提升了 15-20%，在 2012 年一季度对重点产品进行了价格调整，凸显行业地位和品牌力。国际市场发展顺利，在经历了 2011 年的低点之后，增长趋势明显回升至往年正常水平，并在 2011 年市场不好的情况下趁机夯实基础性工作，借助渠道的加宽加深以及新品种的推广将增长的延续性进一步提升。公司目前在重点国家市场市占率可观，而目前公司产品在全球 290 个国家地区中进入了 120 多个，未来仍有巨大潜力。
- 所谓趋势，在于借力食品安全大趋势，民用品和衍生品占比稳步提升。公司产品为传统食品注入生命力，民用产品占比提升迅速。营销上，公司从之前的强调工业化到目前强调民用渠道，使用复合营销方式（工业+民用+电子商务）加速向消费品转型。从占比上看，B-C 产品占比在 2011 年有 7 个点左右的提升，占比接近四分之一，向民用品转型的过程在稳步推进。目前，食品行业安全问题已十分严重，行业安全化趋势为公司发展带来良机。公司在把握行业趋势方面具有相当经验，从发展酵母产业到发展酵母衍生品，从服务制胜工业客户到健康引领大众消费。我们认为，在目前食品安全问题频出的情况下，对食品安全的认识进入了迅速提升的阶段，公司产品在去铝害、减盐、去掉动物源在饲料方面的污染方面十分突出。

盈利预测和投资建议

- 2012-2013 年的收入预计为 30.90 亿/38.72 亿，EPS 预计为 1.40 元/1.80 元。我们给予公司未来 6-12 个月 39.2 元的目标价，相当于 28.05x2012E PE 和 0.85xPEG，维持买入评级。

风险

- 海外国家市场增长进一步放缓，中东地区政治动荡升级；产能投放低于预期。

赵晓媛 联系人
 (8621)61038227
 zhaoxy@gjzq.com.cn

陈钢 分析师 SAC 执业编号：S1130511030031
 (8621)61038215
 cheng@gjzq.com.cn

肖喆 联系人
 (8621)61038276
 xiaozhe@gjzq.com.cn

钟凯锋 联系人
 (8621)60870959
 zhongkf@gjzq.com.cn

安琪酵母股东大会交流要点总结 4 点：

(我们在 2012.3.30 参加了安琪的股东大会并与公司高管进行了交流，将相关情况要点总结如下，交流纪要请见后文)

1、为传统食品注入生命力，2011 年来看，民用产品占比提升迅速

- 营销上，公司从之前的强调工业化到目前强调民用渠道，使用复合营销方式（工业+民用+电子商务）加速向消费品转型。民用市场上的产品主要包括两大系列：粮食制品原料和 YE 复合调味品。从占比上来看，B-C 产品占比在 2011 年有 7 个点左右的提升，接近销售收入的四分之一，向民用品转型的过程在稳步推进。
- 粮食制品原料品类的开发复合传统食品现代化的趋势，包括酵母粉、无铝油条粉、甜酒曲，以及能够实现即时加工的预拌粉系列（如发糕粉等）。YE 复合调味品品类的开发复合健康调味的发展趋势，YE 是目前三大鲜味物质（YE、谷氨酸钠、I+G）中唯一具有食品属性的调味物质。公司 YE 调味产品原主打工业用户，现在则以绿色健康为基调，进行一系列营销活动在民用市场进行推广。在我们对宜昌超市的走访中，发现公司的两大系列产品以专柜方式陈列，产品品类丰富陈列整齐鲜明，对相关产品消费者有相当吸引力。

2、酵母衍生品需求形成趋势，进入 2 季度新品开始进攻

- 食品行业安全问题已十分严重，行业安全化趋势为公司发展带来良机。公司在把握行业趋势方面具有相当经验，从发展酵母产业到发展酵母衍生品，从服务制胜工业客户到健康引领大众消费。我们认为，在目前食品安全问题频出的情况下，对食品安全的认识进入了迅速提升的阶段，公司的烘焙产品解决了普遍存在的发酵食品铝超标问题，YE 调味产品实现了低盐无添加的绿色调味，而 YE 培养基和动物营养产品则在源头上杜绝了动物源蛋白质对产业链的污染（如饲料行业普遍存在的用血制品做添加剂的问题）。健康安全趋势会为公司烘焙产品和酵母衍生产品发展提供长久需求支撑。
- 保健品渠道扎实、产品过硬，先借电子商务发力，大规模营销还未开展。公司保健产品的实力强，拿到了 18 个保健食品批文，依靠生物技术底蕴做保健品，擅长在质量上的保障。公司 2011 年保健品销售接近 1.2 亿，仍主推重点省份，以做扎实核心市场渠道为重，还未进行全面范围内的大范围营销，先以电子商务发力保健品的渠道和营销建设，总体来讲投入步伐谨慎，以稳固基础和长远发展考虑为先。

3、国际市场发展顺利，重点国家市场市占率可观

- 出口见底，全年增速恢复历史上的高增长趋势。公司出口市场扎实，截至 2011 年底，有稳定合作的 120 多个国家和地区。但是受到 2011 年重要市场政治经济动荡和发达国家经济增速放缓影响，出口收入增长出现较大幅度下降。从去年 10 月份开始，出口增长开始显著恢复，预计 2012 年全年可恢复到 25% 的增长。
- 人员上，形成全公司支持的框架，加大新地区和新客户的开发，利用品牌效应挑选各个地区最优秀的经销商。公司在全球市场的开发能力卓越，在东南亚等历史较长的市场市占率已经超过接近 2/3，公司未来的两新在于开发新地区和老地区的新客户，以全公司形成支持平台，以出口部常驻人员的单兵作战能力进行突破形成国际市场框架。
- 产品上，烘焙仍然为主，开发新品类并逐步提高新产品占比。公司烘焙产品的国际竞争力强，性价比突出；YE 整体产品水平还不能领先行业，但有核心的低盐产品打开局面，争取国际大客户。目前，烘焙产品占比在 75-80%，YE 产品占比今年预计会从 12-13% 提高到 15% 以上。

4、价格稳步上调，凸显行业地位和品牌力

- 国内价格方面，2月份对小包装产品进行上调，3月份扩大价格上调的产品范围，调价幅度在0-10%。国内价格的上调主要考虑因素是成本上升、下游产品价格上升和消费者的接受能力，总体来看，公司产品国内的价格弹性不高，公司近几年国内销售均价在销量稳步增长的情况下稳步上升，干酵母销售价格近几年提价幅度在15-20%，领先行业内的国际性企业，品牌效应明显。
- 国外价格方面，虽然2011年产品销售均价有所下降，但公司海外市场开发步伐坚定，市场储备充分，我们预计，随着海外市场的需求放量以及埃及产能在下半年的释放，海外销售价格有进一步上调的动力。

安琪酵母股东大会重点问题沟通：

Q: B-C 的营销问题，国内外产品价格问题

A: 从以前的强调工业化到现在强调民用，复合营销的方式。民用市场产品上形成了两大系列：粮食制品原料；YE 复合调味品。粮食制品原料已经形成了一个系列，无水油条、酵母粉、甜酒曲，同时包括一些能够即使加工的预拌粉系列，窝窝头、米发糕等，传统食品的现代化。

国际市场，从去年开始进行了市场储备，市占率目前不是太高，加快对这些市场的开发。考虑到埃及产能的释放在市场上采取了很多措施，下一步市场上的空间会慢慢形成，对部分市场价格进行上调。国内价格方面，3月份已经开始上调价格了，小包装市场从2月份已经进行了上调。公司在消费者市场进行一系列的动作，因为品牌效应市场价格调控比较容易。民用市场还在进行开发，如调味品、食品原料。

Q: 出厂和终端价格，经销商毛利率，政府补助

A: 一批的毛利不是特别高，都是走量。从09年到现在干酵母终端价格已经提了很多，4年提了15-20%。很多产品是国家级新产品，同时是国家级技术中心，国家博士后科研工作站，研发、新产品相关的政府补助，还有一些跟税收相关的，税收返还，还有节能减排，和项目相关的（已经投产的）政府贴息。

Q: 提价情况，公司长远发展战略

A: 有些价格刚才已经做了沟通，要看产品或者品种在市场上的竞争能力。机构今年很关注我们的成本，今年比去年要好的多。去年是最高的年份，今年价格还是能够锁定，从趋势上来看还是大大降低的。但是也不等于说糖蜜价格降了其他就都降了，除了主要原料外还有其他的，但是对我们来说总体上来说，由于主要成本下降，还是有利的。在市场上，要寻求一切机会调高价格。这两年还有很多产能投入市场，这个调整应该是事实、恰当的，不能抑制自己的销量。总体来说，国内比国际市场更容易把握。实际上，也有一些国际市场在调。前十年是国际化专业化酵母大公司，但是十二五有转变，要全面实现前一个，然后迈向全球生物性大公司的新征程。

Q: 关注到一个现象，销售额是25亿，二级市场市值87亿。汤臣倍健6个亿销售，一百二十多亿的市值。我们在保健品发展速度没有做起来，我们一直有一种期待。

A: 我们公司这么多年秉承着自己的追求，要依靠发展生物技术创新健康生活，励志做健康生活的创新者。市场上总的共识是做产品肯定不错，质量上肯定没有问题，安全性、成长型比较好，这一点我们听到许多。但是另一方面我们做终端消费品方面的积累还是远远低于做工业用户的能力。我们自己有检讨，保健食品那么好，已经拿到国家18个保健食品批文，这些年做的还不

是很大，我自己没有关注。进入十二五，我们要在 B-C 方面多下工夫，多投入资源。今年我们仍然还是打基础，把渠道、网络进一步建设好，大的宣传还是明年来做。说实在还是不敢太大规模投入，看赶集网，觉得姚晨广告做的很好，但是马上得到了不同的信息。我们也在思考，就是火候还不到，就是基础工作没做好就投入会出问题。汤臣倍健值得我们学习，市场做的很好，市值很高，但是这个不是光想就行的，要进一步夯实产品和基础，追求长远。总的来说，消费品会更加重视，也会学习好的企业的好做法。

Q: 产能扩张，出口增长，成本，新产品

A: 产能方面，今年投入的产能还是比较多的。酵母肯定在下半年，但是实际上在产能上也做了小的技术改造，这会贡献一些产能在干酵母上。在工艺上、技术上有进步。在生物产业园上，YE 调味品前面已经有小型生产线，这些已经开始贡献收入了。再加上下半年投入至少 4-5 个月，多少还是有些贡献的。今年 20% 的目标肯定要积极努力的实现。

另外一个关于出口的工作，我们十分关注，从前年下半年以来增速就不像往年那么快了，分析原因，国际上经济形势是最大的影响。在另外一个就是中东、北非的问题，另外还有一些包括汇率的变动，去年在汇率方面上升了 4 点几。但是总体来说，我们产品在国际上良好发展趋势是没有改变的。我们想在酵母抽提物方面做到全球第一，觉得还是很有希望的。

成本方面，应该总的来说糖蜜不会在出现去年那样高的价格了，去年是一个特别的年份，今年采取的最主要的措施是进口糖蜜，通过进口糖蜜将国内供应商的预期降下来了。今年糖蜜价格下降一方面有糖蜜本身原因，但是我们认为是我们的主观努力使价格下来，这个也包括进口。我们也期望政府加大对环保治理的管理。因为现在跟我们竞争糖蜜最大的资源是酒精，但是实际上酒精这些企业做环保是做不起的。现在很多酵母流向了很多小酒精行业，环保做的不好，大糖厂受关注酒精都停掉了，小酒精厂打一枪换一个地方，现在有个好的趋势，广西有个隔环保问题，最近广西自治区加强了对环保的管理。如果将来都加强了，那么对我们是一件好事。所以，一是两个渠道的平衡，二是政府环保管理，三是采购策略上要多一些方法。

过去的蓬松剂都是含铝的，最近卫生部也做了一个调查，铝害非常严重，油条是大家很喜爱的一个产品，我们赋予了传统食品新的生命力。所以我们在超市里面除了酵母、无铝油条蓬松剂、无铝泡打粉，无铝泡打粉根本不需要促销。YE 今后肯定会超过食品发酵的体量。动物营养也会大幅增长。

Q: 酶制剂的发展状况

A: 现在还在中式生产线进一步完善，部分产品销售。趋势没有改变，要等正式生产线建成之后才可以扩大。特别是核酸酶，很好。乙酸脱卤核酸酶中式已经完成，现在开始小规模生产了。

Q: 出口的基本情况

A: 一季度出口已经好转。现在各个业务单元领域都在加速扩展。酵母抽提物、酿酒、营养健康、动物营养、酶制剂。构建国际市场框架，YE 和动物营养的出口很好。在人员配备方面，强调单兵作战能力，强调个人的素质和能力。08 年做了国际市场开发框架平台，是市场、物流、研发、人力、后勤服务都涵盖了进去，这个平台是支撑整个国际市场的，进一步强调了市场支持，各个事业部除了出口的人之外，还有各个事业部和研发团队形成的团队作战。

Q: 出口人员的绩效考核、产品竞争力、国际地位

A: 出口人员的绩效考核：和整个公司营销人员考核机制一致，以净毛利考核，以前是销量和销售收入，现在 70% 考核来自销售净毛利，其次才是销售收入，再一个就是新产品的进展和开发。

关于竞争格局的问题，无论是烘培还是 YE 而言，竞争格局没有发生根本性的变化，烘培还是玛丽、乐斯福、安琪、土耳其，微小变化是中国小厂和低价的品牌，这种竞争对手的压力减弱，国际同行的竞争加大。抽提物同样如此，前年底，几大巨头新增产能逐步释放，在抽提物上的竞争也在加剧，但是 YE 和前面产品不同的是技术门槛高，比烘培高。酵母产品不是价格弹性很大的产品，与品牌和知名度有一定关系。国际上 13 年打造品牌美誉度和知名度，目前来看收到了比较好的效果，有一定的价格话语权，品牌知名度提升后，和客户关系的稳定度也在提高。

Q: 埃及生产基地建设以及产品销售

A: 埃及是全球的采购招标。主体糖蜜还是当地供应，当地有足够的糖蜜资源的供应。埃及工厂供应的国别，第一是关税，第二是运费划分。原产地在埃及，对很多地方关税比中国有优惠。埃及 6 月试车，第三季度开始生产，投入到市场上的不会太大。埃及本国 2000-3000 吨中的 80%，其次是埃及的周边国家。

Q: 酵母抽提物的产能、市场前景及竞争格局

研发开始的早，但是近几年才开始高速发展。YE 目前是 2.6 万世界第二，在柳州完成后到 4.5-4.6 万吨。抽提物目前主要是面向两大客户群：工业和民用。工业最大是食品调味，联合利华等。第二是生物发酵及培养基行业，近四年有了迅速发展。通过进入民用市场，未来前景会无限广大。近两年在民用这块，从 2008 年，食品工业面临了很大危机，安琪在民用这块进入，围绕健康和天然，所有产品都是围绕 YE 来做。MSG（味精），I+G，生物抽提物。很多民用可以替代，比如包子，外面的包子香精的味道非常重，目前有 1800 多种香精香料，现在只有 100 多种通过了印证，其他都是非法的。

Q: 研发费用这一块

A: 3%，和国际接轨，同行的研究机构也去看过，如森欣，其实他们的人员和配备都差不多，不比我们好很多，欧洲研发在装备上更新。我们现在的研发大楼受局限，将来会有新的研发大楼。公司从来不会吝啬花钱的。收入看，出口占 45%，今年有可能超过国内。研究主要是自己人在做，不排除上海、北京这些城市进去后会进些更高层次的人才。

Q: 保健食品的销售，电子商务体系构建

A: 去年下半年成立的电子商务。十几个网站，领域很多，每个业务领域都有专业网站，去年 12.28 融合在一起，现在新的网站从运营开始起不到 4 个月时间。浏览量 5000 多次，很多产品并没有低价考虑，整体运营遵照公司稳健经营的思路，不像团购网站有很大规模的投入。主打的还是家庭烘培核心板块，和公司业务领域紧密相关。线上线下联动。线上消费，线下体验。依托北京、上海、伊利、宜昌做体验中心，从运行效果看很多地方需要改进，但是整体还可以。从网络销售看，面粉和蛋糕粉在网络上受追捧程度高。各个地方网络布局已经完成。主要渠道是药线，第二是母婴渠道、亲子店，从婴童店的增长趋势来看，增长很迅速，第三是安琪纽特的专卖店，目前专卖店 50 家。去年重庆做了些食品的打黑工作，对整个行业影响比较大，经过 1-2 个月之后，发现对公司自己是很好的机会，反而迎来了很好的发展。行业越规范对公司越是好事情。保健品要多产品，品类丰富能够提升销量，去年纽帮的销售量突破了快 1000 万，乐韦氏（贴牌，纯进口的）4 月底上市。硒和铬对糖尿病和癌症有很好的辅助治疗方式。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	1,686.3	2,101.0	2,505.8	3,089.9	3,871.6	4,839.6
增长率	24.6%	19.3%	23.3%	25.3%	25.0%	
主营业务成本	-1,066.3	-1,391.8	-1,767.8	-1,983.9	-2,484.4	-3,105.6
% 销售收入	63.2%	66.2%	70.5%	64.2%	64.2%	64.2%
毛利	620.1	709.2	738.0	1,106.0	1,387.2	1,734.0
% 销售收入	36.8%	33.8%	29.5%	35.8%	35.8%	35.8%
营业税金及附加	-11.6	-11.9	-15.9	-18.5	-23.2	-29.0
% 销售收入	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	-199.9	-211.2	-271.6	-355.3	-445.2	-556.5
% 销售收入	11.9%	10.1%	10.8%	11.5%	11.5%	11.5%
管理费用	-88.0	-90.6	-110.2	-136.0	-170.4	-212.9
% 销售收入	5.2%	4.3%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%
息税前利润 (EBIT)	320.6	395.4	340.3	596.2	748.4	935.5
% 销售收入	19.0%	18.8%	13.6%	19.3%	19.3%	19.3%
财务费用	-28.6	-39.8	-47.7	-27.6	-7.6	-5.4
% 销售收入	1.7%	1.9%	1.9%	0.9%	0.2%	0.1%
资产减值损失	-5.9	-3.6	-17.2	-3.8	-1.0	-1.2
公允价值变动收益	-0.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	6.1	1.9	1.3	5.0	5.0	5.0
% 销售收入	2.0%	0.5%	0.3%	0.8%	0.6%	0.5%
净利润	291.5	353.9	276.8	569.7	744.9	933.9
营业利润率	17.3%	16.8%	11.0%	18.4%	19.2%	19.3%
营业外收支	18.9	38.9	94.6	30.0	30.0	30.0
税前利润	310.4	392.8	371.4	599.7	774.9	963.9
利润率	18.4%	18.7%	14.8%	19.4%	20.0%	19.9%
所得税	-11.1	-57.0	-42.1	-84.0	-108.5	-134.9
所得税率	3.6%	14.5%	11.3%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润	299.3	335.7	329.3	515.8	666.4	829.0
少数股东损益	89.1	50.7	30.9	55.0	71.5	85.0
归属于母公司的净利润	210.2	285.0	298.4	460.8	594.9	744.0
净利率	12.5%	13.6%	11.9%	14.9%	15.4%	15.4%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	299	336	329	516	666	829
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	125	139	183	160	182	206
非经营收益	17	42	44	12	-21	-21
营运资金变动	-193	-169	-407	106	-191	-236
经营活动现金净流	249	349	149	794	637	778
资本开支	-266	-322	-509	-546	-479	-380
投资	5	-36	0	-1	0	0
其他	0	16	0	5	5	5
投资活动现金净流	-261	-343	-509	-542	-474	-375
股权募资	0	0	805	792	0	0
债权募资	-178	516	7	-878	0	1
其他	235	-455	-127	-26	-60	-60
筹资活动现金净流	58	61	684	-111	-60	-59
现金净流量	45	66	324	141	102	344

资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	89	167	492	633	736	1,079
应收款项	136	195	448	442	554	692
存货	410	477	623	652	817	1,021
其他流动资产	44	131	142	200	250	313
流动资产	680	971	1,705	1,928	2,357	3,105
% 总资产	29.1%	33.1%	42.3%	41.4%	43.5%	48.8%
长期投资	0	38	40	41	40	40
固定资产	1,560	1,777	2,134	2,580	2,903	3,102
% 总资产	66.7%	60.6%	53.0%	55.4%	53.6%	48.7%
无形资产	87	138	135	105	112	119
非流动资产	1,661	1,963	2,324	2,729	3,057	3,263
% 总资产	70.9%	66.9%	57.7%	58.6%	56.5%	51.2%
资产总计	2,341	2,934	4,029	4,657	5,414	6,368
短期借款	490	602	857	0	0	0
应付款项	547	296	347	502	629	786
其他流动负债	91	33	6	86	96	108
流动负债	1,128	930	1,210	588	725	894
长期贷款	0	429	180	180	180	181
其他长期负债	16	28	21	0	0	0
负债	1,144	1,386	1,411	768	905	1,075
普通股股东权益	1,041	1,447	2,485	3,701	4,250	4,948
少数股东权益	156	100	133	188	260	345
负债股东权益合计	2,341	2,934	4,029	4,657	5,414	6,368

比率分析						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	0.774	0.931	0.905	1.398	1.805	2.257
每股净资产	3.834	4.728	7.538	10.477	12.031	14.008
每股经营现金流	0.916	1.140	0.451	2.247	1.803	2.203
每股股利	0.130	0.130	0.150	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	20.20%	19.70%	12.01%	12.45%	14.00%	15.04%
总资产收益率	8.98%	9.71%	7.41%	9.89%	10.99%	11.68%
投入资本收益率	18.33%	13.11%	8.26%	12.60%	13.72%	14.70%
增长率						
主营业务收入增长率	28.60%	24.59%	19.27%	23.31%	25.30%	25.00%
EBIT增长率	66.55%	23.34%	-13.94%	75.19%	25.53%	25.00%
净利润增长率	101.15%	35.59%	4.71%	54.40%	29.10%	25.06%
总资产增长率	15.06%	25.33%	37.33%	15.59%	16.26%	17.62%
资产管理能力						
应收账款周转天数	18.4	22.3	41.9	45.0	45.0	45.0
存货周转天数	133.8	116.3	113.5	120.0	120.0	120.0
应付账款周转天数	49.9	47.1	46.8	40.0	40.0	40.0
固定资产周转天数	323.0	283.5	257.2	225.9	191.9	160.9
偿债能力						
净负债/股东权益	33.52%	55.75%	20.80%	-11.66%	-12.32%	-16.98%
EBIT利息保障倍数	11.2	9.9	7.1	21.6	99.1	174.4
资产负债率	48.87%	47.26%	35.02%	16.49%	16.71%	16.89%

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	1	11	11	12	24
买入	0	4	5	5	12
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.25	1.28	1.29	1.31

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2011-08-08	买入	35.36	46.80 ~ 46.80
2 2011-10-17	买入	29.55	46.80 ~ 46.80
3 2011-12-01	买入	32.01	N/A
4 2011-12-26	买入	29.69	N/A
5 2012-03-12	买入	29.78	39.20 ~ 39.20
6 2012-03-16	买入	31.04	N/A

来源：国金证券研究所

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形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靠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为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

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

电话：(8621)-61038271
传真：(8621)-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-6621 6979
传真：010-6621 5599-8803
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100032
地址：中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话：0755-33516015
传真：0755-33516020
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518026
地址：深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B