

分析师：宋颖

执业证书编号：S0270511060002

电话：021-60883486

邮箱：songying@wlzq.com.cn

发布日期：2012年06月19日

强势品牌与产能扩张并行打造未来巨头

——史丹利（002588）深度报告

公司深度报告

增持（维持）

研究助理：谢裕青

电话：021-60883497

邮箱：xieyuq@wlzq.com.cn

市场数据（2012年6月18日）

收盘价（元）	26.62
一年内最高/最低（元）	46.44/25.52
上证指数	2316.05
市净率（倍）	2.15
流通市值（亿元）	14.59

基础数据（2012年6月18日）

每股净资产（元）	12.4
每股经营现金流（元）	3.21
毛利率（%）	13.05%
净资产收益率（%）	12.05%
资产负债率（%）	45.36%
总股本/流通股（万股）	16900/5481
B股/H股（万股）	/

个股相对沪深300指数表现



相关研究

报告关键要素：

史丹利是国内复合肥行业产销能力位居前列的企业。我们判断复合肥行业近年来稳健增长势头将持续，行业整合将令市场逐步变为寡头垄断。史丹利的品牌战略以及产能布局符合未来复合肥行业发展方向。目前公司估值偏低，年底新项目投产，公司产能倍增有望于明年贡献业绩。

投资要点：

- **复合肥行业稳健增长**：化肥产业升级带来的是复合肥子行业的成长壮大。我们预计2012-2015年复合肥行业复合增长在7%以上。行业中没有技术，规模和品牌优势的企业将逐步被淘汰，随着业内竞争逐步有序化，我们预期复合肥市场最终将会成为寡头垄断的形态。
- **强势品牌与产能扩张并行**：史丹利在竞争中扮演进攻者角色，不仅在山东基地，在吉林，湖北，河南和广西也正在产能布局，覆盖面广，节省了长途运输的费用。结合在全国性媒体投放广告和“一县一户一品牌”的专营店模式，具备相当的品牌优势。
- **未来寡头垄断者的主要候选人**：史丹利在全国范围内品牌优势明显，规模较大，技术领先，具备未来行业寡头垄断型态下竞争者相应的要素。
- **盈利预测与投资建议**：我们预测2012，2013，2014年EPS分别为1.81，2.50，3.16元，对应于目前股价市盈率分别为14.7，10.6，8.4倍。维持“增持”评级，年底新项目有望成为股价催化剂。
- **风险因素**：原材料价格大幅波动，农业用肥需求低于预期，计划产能未能如期投放

	2011年	2012E	2013E	2014E
营业收入(亿元)	45.7	54.4	86.6	113.8
增长比率(%)	57.5%	19.1%	59.1%	31.4%
净利润(亿元)	2.45	3.06	4.23	5.34
增长比率(%)	39.2%	24.9%	38.2%	26.2%
每股收益(元)	1.89	1.81	2.50	3.16
市盈率(倍)	18.3	14.7	10.6	8.4

投资核心观点

- **公司整体判断**：史丹利复合肥产能位居国内前列，产品主要由滚筒复合肥和高塔复合肥为主。公司上市以来，在全国分散布局，并延续了过去一贯的强势品牌打造差异化战略，我们认为史丹利是未来复合肥领军企业的有力竞争者。
- **差异化观点**：史丹利未来的增长将主要来源于两个方面：我国化肥复合化率的提升以及行业落后产能的淘汰。随着公司营销战略的逐步实施和全国布局新产能的投放，公司的品牌和渠道优势将进一步显现，长期来看发展空间较大。
- **估值和评级**：我们预测2012，2013，2014年EPS分别为1.81，2.50，3.16元，对应于目前股价市盈率分别为14.7，10.6，8.4倍。维持“增持”评级。
- **股价触发因素**：年底河南湖北新项目顺利投产，复合肥价格上涨
- **风险提示**：原材料价格大幅波动，农业用肥需求低于预期，计划产能未能如期投放

目录

1、强势品牌结合产能增长.....	4
1.1 史丹利复合肥产品介绍.....	4
1.2 品牌与技术优势.....	6
1.3 毛利率回升，盈利能力增强.....	6
2、竞争力分析——未来寡头垄断者的主要候选人.....	8
2.1 化肥行业内竞争——产业升级带来新机遇.....	8
2.2 上游企业——总体产能过剩，供方议价能力弱.....	9
2.3 下游市场——增长平稳，空间较大，经销商与终端用户分散.....	10
2.4 新进入者——低端市场壁垒较低，品牌，规模与技术是关键.....	11
2.5 替代品——无.....	12
3、今年业绩确定性较强，明年有望迎来大幅增长.....	13
3.1 强势品牌与产能布局更适应未来竞争.....	13
3.2 相比同行业估值具备优势.....	13
3.3 低 PE 与明年高成长预期或成为催化剂.....	14
图 1 我国粮食产量与化肥施用量关系.....	4
图 2 复合肥上下游产业链.....	5
图 3 2010 年以来史丹利营业收入及毛利率（分季度）.....	7
图 4 2010 年以来史丹利经营性现金流量（分季度）.....	7
图 5 一年以来史丹利对沪深 300 走势.....	8
图 6 2006 年以来尿素，磷酸一铵价格走势.....	9
图 7 2006 年以来磷酸二铵，氯化钾价格走势.....	10
图 8 我国复合肥施用量及复合化率变化及 2012-2015 年预测值.....	11
图 9 史丹利竞争优势.....	12
表 1 史丹利主要产品.....	5
表 2 史丹利与其他复合肥企业 EPS 与 PE 比较.....	13
表 3 预测报表输出.....	15

1、强势品牌结合产能增长

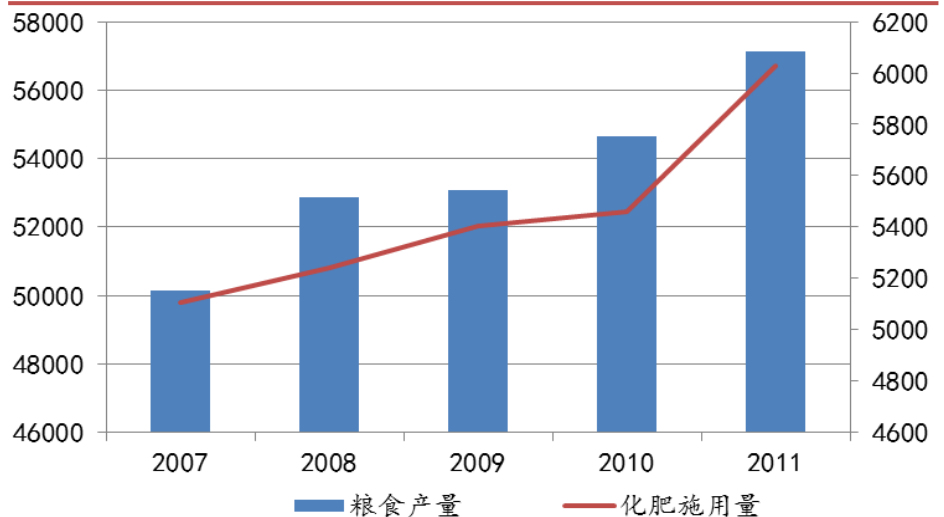
史丹利复合肥产能位居国内前列，产品主要由滚筒复合肥和高塔复合肥为主。公司上市以来，在全国分散布局，并延续了过去一贯的强势品牌打造差异化战略，我们认为史丹利是未来复合肥领军企业的有力竞争者。

1.1 史丹利复合肥产品介绍

化肥行业由来已久，作为“粮食的粮食”，一直受到重视。因此化肥具有养分含量高，施用量少的特点，化肥的养分含量一般比农家肥高20倍以上，个别高效化肥甚至高百倍以上。此外，化肥肥效快，大多数易溶于水，能很快被作物吸收利用，一般施肥后3-5天便可见效。尽管近期对于食品添加剂与化肥的争议不断，但是优质化肥的合理使用对于农作物生产和国家经济的重要作用无可替代。

图1 我国粮食产量与化肥施用量关系

单位:万吨

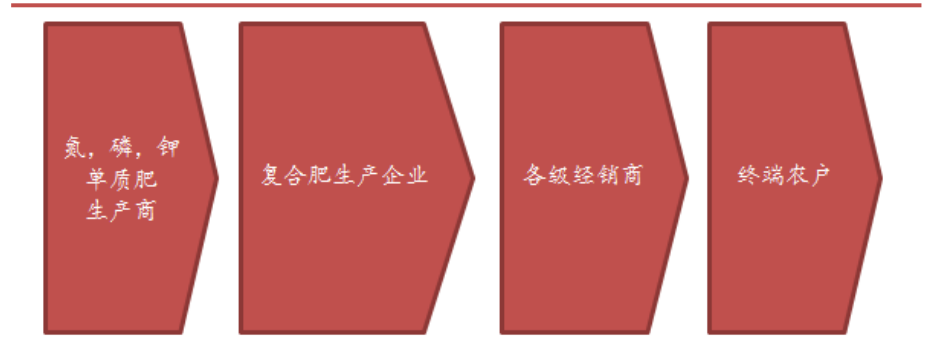


资料来源：万联证券研究所，公司招股书

复合肥是指氮、磷、钾三种养分中，至少有两种养分，仅由化学方法制成的肥料，是复混肥料的一种。与氮、磷、钾三种传统单质肥料相比，复合肥具备养分含量高、副成分少且物理性状好等优点，对于平衡施肥，提高肥料利用率，促进作物的高产稳产有着十分重要的作用。

史丹利具备成熟的高塔和滚筒生产复合肥的技术。对于不同种类农作物需求，有氯基以及硫基二个品种，形成了以滚筒氯基和高塔氯基为主，滚筒硫基与高塔硫基为辅的不同产品。通过对配方的调整可以适应全国区域内不同季节，土壤和作物的具体情况和需求。目前史丹利拥有220万吨产能，在产能分布上，史丹利重视全国分散布局。目前的产能分布于山东，广西，东北等地区。未来将进一步进行拓展。

图2 复合肥上下游产业链



资料来源：万联证券研究所

复合肥的购买使用者是终端农户。绝大部分的复合肥通过多级经销商对农户进行销售。肥料的实际使用效果，价格和生产方和经销商对于肥料的推广介绍是农户选择产品的重要依据。因此复合肥具备非常明显的消费品特征，品牌占据着重要的地位，复合肥销售对于经济周期不敏感，市场需求量波动不大。另外，由于耕作施肥的季节性因素，令复合肥的销售也出现了较强的季节性特征。以往化肥企业均采取“淡储旺销”的策略，不到旺季就开始进行生产。近年来随着原材料价格波动增大，企业倾向于维持较少的库存。

表1 史丹利主要产品

高塔氯基复合肥	<ol style="list-style-type: none"> 1、采用公司具有自主知识产权的高塔熔体造粒复合肥生产工艺生产。整个生产过程没有水分引入，没有烘干过程，节约了能量消耗；生产操作环境好，无三废排放，属清洁生产工艺；装置自动化程度高，技术含量高，产品质量稳定。 2、产品的养分分布均匀，便于为作物提供完全的养分，提高肥料利用率。 3、含氮量为目前国内复合肥制造领域最高，最高含氮量已经达到 32%。 4、颗粒上有小孔，易吸收并存储水分，利于作物对其养分的吸收，在干旱地区使用效果特别好；同时，其他工艺无法产生小孔，不能仿冒高塔造粒工艺。 5、颗粒均匀，表面光滑，水分含量低，抗压强度高，不易板结，适用于各类施肥方式，尤其是机械施肥。 6、使用比较广泛，既可以做底肥也可以做追肥，还可做冲施肥。
高塔硫基复合肥	<ol style="list-style-type: none"> 1、生产工艺特点与高塔氯基复合肥相同。 2、产品氯含量低于 3%。 3、特别适合烟草、果树等高价经济作物施用。
滚筒氯基复合肥	<ol style="list-style-type: none"> 1、采用滚筒工艺造粒，养分含量涵盖高、中、低浓度，最高可达 54%。 2、产品种类多，适用面广，外观为白色、橙色或咖啡色颗粒。 3、目前最广泛应用的肥料，除果树、烟草等忌氯作物外都可使用。

<p>滚筒硫基复合肥</p>	<p>1、采用获得国家专利的氯化滚筒造粒工艺进行生产的两步氯化法新型硫酸钾复合肥，生产过程较传统工艺更加节能、环保。 2、产品具有颗粒均匀、外观光滑圆润、透明有光泽、水分低、强度高、不结块、肥效长、便于机械化施肥等特点。 3、产品氯含量低于3%。 4、适用于果树、烟草、甜菜等经济作物。</p>
<p>其他系列复合肥</p>	<p>1、专用肥。各种专用肥和满足用户个性化需求而制定的产品。本公司与小麦中心、玉米中心和水稻中心合作生产专用肥。如小麦专用肥、玉米专用肥、水稻专用肥等。 2、生物腐殖酸复合肥为采用公司自主开发、获得国家专利的工艺技术进行生产的一种产品，可以改良土壤，提高土壤的保水、保肥性能和供肥性能，减少铝离子的毒害和盐分浓度过高的毒害。</p>

资料来源：万联证券研究所，公司招股书

1.2 品牌与技术优势

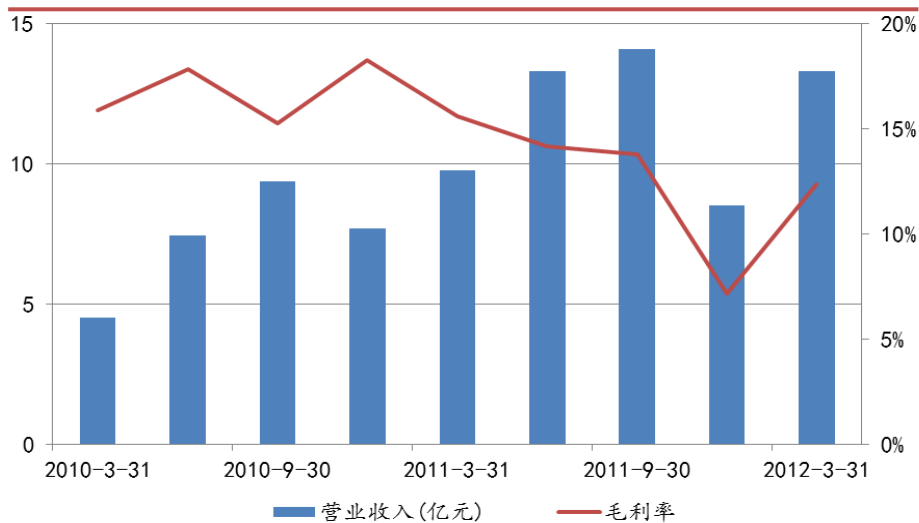
销售策略方面，史丹利采取“一县一户一品牌”的专营店模式，在巩固传统市场优势的前提下，拓展东北及华南市场。公司在全国绝大多数省区建立了销售网络，发展县级经销商1400多家。公司率先使用品牌代言人，在央视等全国性媒体上投放广告，塑造了良好的品牌知名度。公司“史丹利”牌复合肥是全国复合肥中单一品牌销量最大的品牌之一，获得的称号有：“中国农民喜爱的农资品牌”、“中国二十大畅销农资品牌”、“中国化工卓越品牌”等。公司商标2007年被国家工商行政管理总局认定为“中国驰名商标”。

技术方面，滚筒复合肥是传统的复合肥生产技术，相对比较成熟，产量较大。史丹利高塔复合肥使用全国领先的高塔造粒技术，优点包括熔融料浆来源广泛、能量消耗少、能实现高氮复混肥的生产、无需干燥过程、外观好看、无“三废”排放、产品小孔在一定程度上具有防伪功能等优点。史丹利在2004年成功首创国内第一条高塔熔融造粒复合肥生产线，技术处于领先水平，申请了关于高塔造粒和生物制肥的若干项国家发明专利，产品高塔熔体造粒复合肥、两步氯化法新型硫酸钾复合肥、多元素高效缓释复合肥和同步缓释型水稻专用肥被国家科技部、商务部、质检总局、环保部联合认定为“国家重点新产品”。

1.3 毛利率回升，盈利能力增强

2011年化工行业整体呈现前高后低的态势，下半年尤其是四季度全行业需求不佳，再加上每年四季度均是复合肥的需求淡季，因此公司的销售收入和毛利率均大幅下滑。今年一季度化肥春耕行情启动，公司平原和贵港新项目产能放量，价格也有所上涨，毛利率由7.2%回升至12.4%。

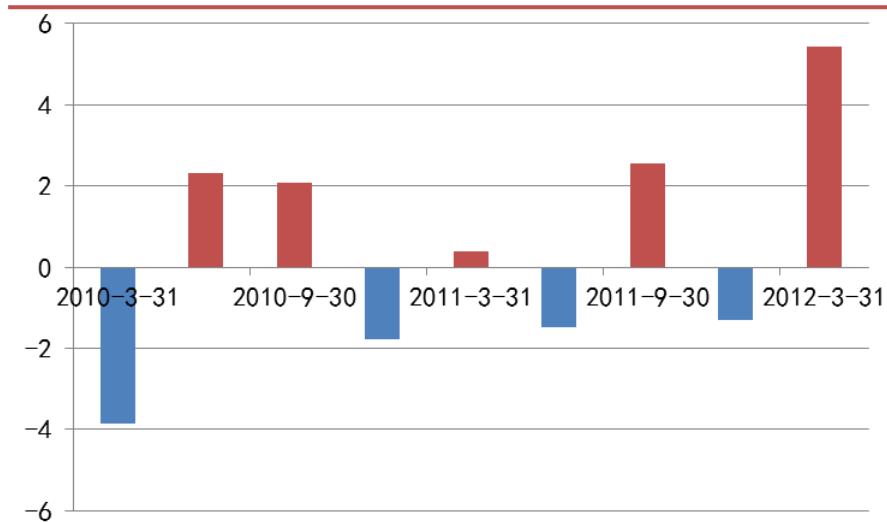
图3 2010年以来史丹利营业收入及毛利率（分季度）



资料来源：万联证券研究所，同花顺

今年一季度经营性现金流的同比大幅改善也凸显了行业随着春季到来逐步恢复。公司由于销售情况良好，预收贷款增加，导致现金增加。这一指标显示春季经销商打款较为积极，市场人士对于复合肥后市普遍看好，这一预期在后来的化肥销售数据中得到了体现。

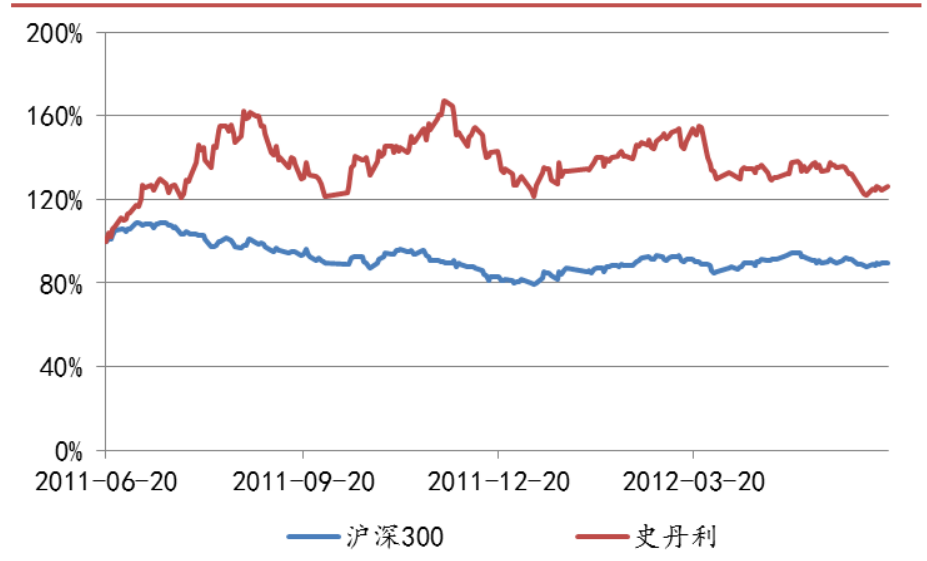
图4 2010年以来史丹利经营性现金流量（分季度）



资料来源：万联证券研究所，同花顺

走势方面，史丹利上市以来呈现宽幅震荡的态势，相对沪深300具备36%的超额收益，显示了公司业绩成长为市场所认可。

图5 一年以来史丹利对沪深300走势



资料来源：万联证券研究所，同花顺

2、竞争力分析——未来寡头垄断者的主要候选人

2.1 化肥行业内竞争——产业升级带来新机遇

随着市场的发展，我国的复合肥厂家数量近年来扩张迅速。据公司统计，截至2009年末我国获得许可的复合肥生产企业已达到4,400多家，实物产能约为2亿吨，说明我国复合肥行业集中度低。在这数千家企业中，由于多数厂商的产量较低，品质较差，生产能力利用率因而非常低下。2009年的折纯产量仅为1,699万吨，实物产量约4,247.5万吨，行业平均产能利用率仅为21%。2010年的折纯产量为1799万吨，产能利用率基本没有改善。

从肥料施用效果及对作物的安全性上来说，金正大，史丹利，撒可富等具有良好品牌和口碑的产品远远好于家庭作坊式的低端企业，规模效应也可以令这些大企业具有良好的成本控制能力。尽管复合肥低端产品进入门槛不高，但是无品牌的小厂商不具备规模效应，质量和成本都无法和大企业进行竞争，很多低端竞争者目前只能采取相似品牌，包装甚至仿冒的形式生存。尽管目前业内公司良莠不齐，竞争较为无序，但我们判断今后市场的竞争者不断减少，有序程度将增加，达到寡头垄断的态势。

品牌和渠道建设方面，行业内其他复合肥企业往往依据产品成分，适用作物不同，地区不同，将旗下的产品分为几个不同品牌。因此每个品牌均需单独进行宣传，较不容易形成重点和品牌效应。史丹利鉴于过去的经验，使用统一品牌进行宣传。具体手段上，在肥料企业中首创了聘请影视明星作为代言人的方法，在央视等全国性媒体上进行广告投放，从费用的角度来说与相似

企业差别不大，而品牌建设方面得到了更好的效果。从营销渠道的建设上，公司努力维护“一县一户一品牌”，即限定区域的专营经销商模式，避免了同一区域同一品牌的恶性竞争，通过公司近年来的品牌建设，树立了史丹利复合肥较为高端的品牌形象和稳定的价格体系，为公司今后的扩张与市场份额的占领打下了良好的基础。

我们判断，化肥产业尽管是一个成熟市场，但是正在进行的化肥产业升级带来的是复合肥子行业的成长壮大。随着业内竞争逐步有序化，我们预期复合肥市场最终将会成为寡头垄断的形态，因此眼下市场中具备技术领先以及规模优势的企业有望成为未来寡头的有力竞争者。而如前章节所述，史丹利在全国范围内品牌优势明显，规模较大，技术领先，因此具备相应的品牌、技术和规模要素。

2.2 上游企业——总体产能过剩，供方议价能力弱

史丹利复合肥的主要原料是尿素，磷酸一铵，氯化钾等基础单质肥，通过公司生产加工，通过经销商进行下游销售。上游的基础化肥行业除了钾肥之外均处于产能过剩状态，钾肥进口依存度较高，但随着国内钾肥产能的扩张，国内供给有望改善。因此复合肥生产企业议价能力将维持较强的局面。

氮肥方面，我们预计产能过剩的问题将长期存在，令复合肥企业的采购压力变小。2011年全国尿素产能7300万吨，总产量仅达到5000万吨，开工率低于70%。随着部分厂家仍然在新增尿素装置，2012年底，我国尿素产能将比2011年新增520万吨，供应过剩愈演愈烈。今年以来随着春耕行情的展开，尿素行情一路上行，但复合肥企业有能力向下游转嫁成本的上升，维持一定的毛利。

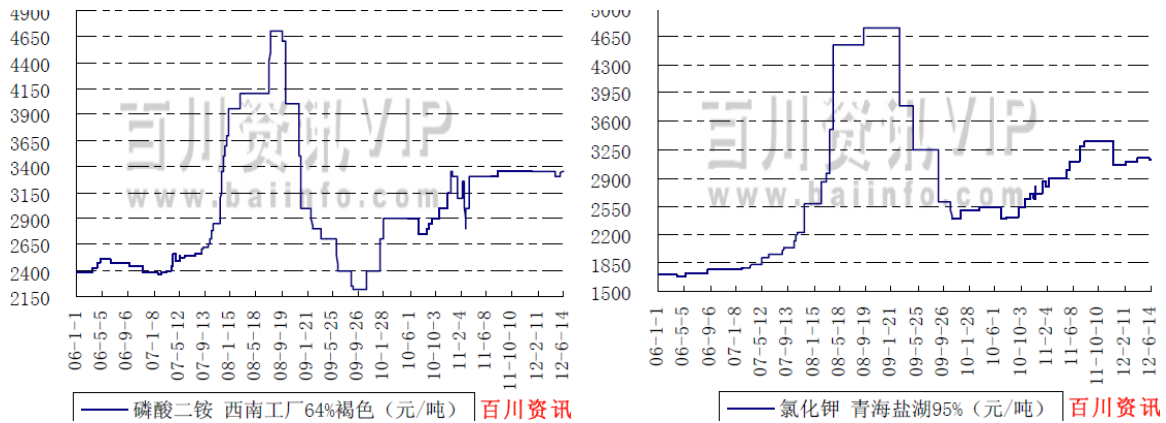
图6 2006年以来尿素，磷酸一铵价格走势



资料来源：万联证券研究所，百川资讯

同样的，我国磷肥产能过剩的问题突出，2011年磷肥折纯总产能超过2100万吨，国内需求不到1300万吨，余量用于出口。然而随着对磷矿石资源管控日益严格，部分磷肥品种出口关税和配额进一步调整，国内磷肥的销售压力长期来看将进一步增加。

图7 2006年以来磷酸二铵，氯化钾价格走势



资料来源：万联证券研究所，百川资讯

钾肥传统上资源属性较强，毛利一直处于高位。由于钾肥进口比例接近一半，国内钾肥的价格除了受国内市场供求直接影响之外，还受到国际钾肥大合同谈判的价格影响。2012年春季国内钾肥旺季并未呈现出明显的旺季特征，目前价格持稳。长期来看我国钾肥进口依存度随着国内产能的逐步释放将逐步下降，因此钾肥方面原材料成本的压力将逐步减弱。

总的来看，复合肥企业主要采购三种上游基础肥料，公司对氮肥和磷肥的供应方议价能力均较强，国内钾肥进口依存度逐步下降对公司也有利于公司采购。另外，公司目前采取与数家供应商签订长期大合同的方式，可以在相当程度上避免成本大幅波动风险。

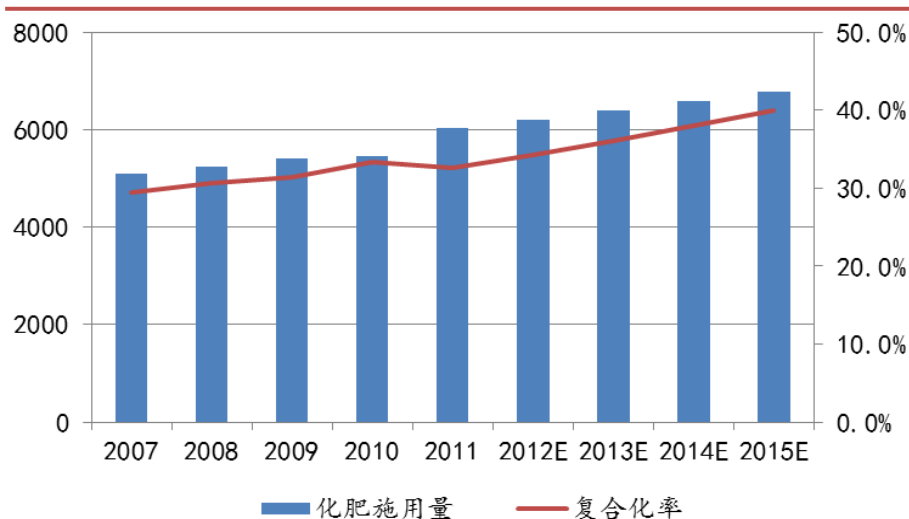
2.3 下游市场——增长平稳，空间较大，经销商与终端用户分散

在具体的销售过程中，复合肥厂家通过下游经销商向广大终端用户，即农户推销，公司具有销售价格制定权。在复合肥的销售过程中，农户在购买过程中基本作为价格接受者，需求方议价能力弱。对于上游成本的变动，公司可以调整价格从而保持相对固定的毛利，实现较为平稳的利润增长。

由于复合肥相对于传统单质肥的优越性，近年来国内施用量逐年增长，化肥复合化率逐年提升。按照中国石化协会发布的《石油和化工产业结构调整指导意见》中提出的目标，至2015年我国施肥复合率有望达到40%。比目前的水平增长10%左右。2011年我国化肥施用量6027万吨，假设我国肥料施用量年增长率为3%，2015年将达6783万吨，按上述复合化率40%计算，复合肥

市场总量达到2713万吨。2012-2015年期间复合增长率在8%以上。如果复合肥的普及不达预期，按复合化率35%计算，复合增长率也将达到7%。我们认为复合肥市场将在未来数年间将平稳较快增长。

图8 我国复合肥施用量及复合化率变化及2012-2015年预测值



资料来源：万联证券研究所

在国外，复合肥对于传统单质肥的替代早已开始进行。目前世界化肥平均的复合化率是50%，发达国家可达80%。我国在此方面起步较晚，目前施用化肥主要是单质肥，复合肥在2009年仅占30%。相比发达国家80%以上的复合化率有较大增长空间。

政策方面，我国对于复合肥采取扶植措施，进行农村财政投入，减免增值税，用电以及铁路运输费用均有优惠。测土施肥的推广也将为复合肥的成长创造新的机会。

结合议价能力，市场成长以及政策因素，我们认为复合肥市场的快速发展以及国家对农业的重视保障了行业需求。史丹利的专营经销商-用户模式也加固了公司与用户之间的联系，对下游具有掌控作用。

2.4 新进入者——低端市场壁垒较低，品牌，规模与技术是关键

复合肥所需的固定资产成本较低，低端复合肥不具备技术门槛，因而目前复合肥行业的进入壁垒较低。但去年四月中国磷肥工业协会起草了《复混肥料（复合肥料）生产准入条件》初稿，据报道在规模与工艺的限制中，新建和改扩建复混肥装置的生产规模必须达到20万吨/年以上。为实现产业结构优化，现有复混肥生产装置采用团粒法圆盘造粒或者单套装置规模低于5万吨/

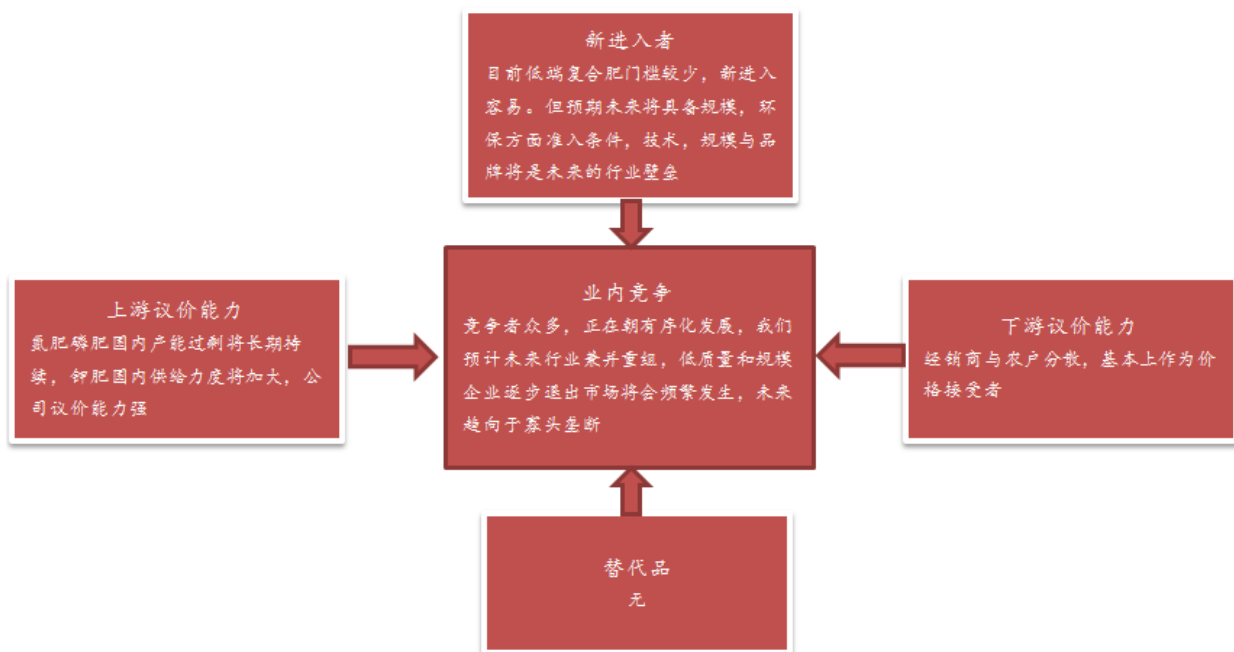
年团粒法和挤压法工艺的，3年内必须淘汰。另外还规定了新建项目所需的资源，环保，副产物处理等配套设施。随着行业集中度的提高，行业规范逐步加强，我们认为复合肥行业的进入壁垒将日渐提高。

我们认为，未来由于该行业轻资产，重品牌的特性，品牌，规模与技术将成为未来寡头垄断市场的主要壁垒。如前所述，公司在上述几个方面具备优势。尽管按行业现状这些优势不足以充分吓阻潜在竞争者的进入，但我们认为，随着行业集中度的提升，那些不具备品牌与质量的新进入者将迅速被淘汰或合并。

2.5 替代品——无

目前复合肥正处在代替传统单质肥的过程中，短期内难以出现威胁复合肥行业增长的新产品。

图9 史丹利竞争优势



资料来源：万联证券研究所

3、今年业绩确定性较强，明年有望迎来大幅增长

3.1 强势品牌与产能布局更适应未来竞争

随着市场的不断成熟，竞争的深化，远期出现利润率下降和大级别的兼并重组将是大概率事件。由于复合肥稳定的需求和较强的消费品特性，我们认为将来复合肥业内竞争的主战场将是品牌战略。目前看来，大部分重要企业均在不遗余力进行市场工作，但我们认为，史丹利的竞争策略具备优势。

首先，公司在全国范围内进行布局，已经在山东，广西，东北等地区拥有总计220万吨产能，华东，华北，东北，华南均已经有效覆盖，今年准备集中精力在年底优先完成河南和湖北的三个各80万吨的项目，布局华中。由于运输费用占比较大，单个复合肥生产厂具有一定的半径限制，如果产地与目的地之间相距较远，物流费用将明显侵蚀利润。史丹利在全国范围内分开布局，相比于其他产能集中一地的企业更有效地利用新建产能，充分辐射全国。

第二，公司聘请著名电影演员作为品牌代言人在全国性电视台上发布“史丹利”单一品牌广告，相比于其他复合肥企业多品牌占领地方电视台的广告策略，能够更有效利用所投入的资源对公司本身进行宣传，更好的配合上述全国范围布局的思路。

第三，史丹利以县为单位推广唯一经销商，避免了经销商之间竞争可能带来的压低自己产品市场价的问题，构建了自身产品稳定的价格体系。

3.2 相比同行业估值具备优势

从相对估值角度进行分析，我们将史丹利的预测市盈率与市场一致预期其他几家复合肥上市公司的市盈率进行比较，从估值指标来看公司具备优势。

表2 史丹利与其他复合肥企业EPS与PE比较

证券代码	证券名称	收盘价	每股收益				市盈率			
			2011	2012E	2013E	2014E	2011	2012E	2013E	2014E
002170.SZ	芭田股份	9.33	0.16	0.35	0.61	0.85	56.84	26.34	15.25	11.00
002470.SZ	金正大	14.41	0.62	0.86	1.20	1.49	23.09	16.71	12.02	9.69
002538.SZ	司尔特	12.90	0.55	0.74	1.06	1.35	23.58	17.41	12.20	9.57
002539.SZ	新都化工	11.38	0.75	0.80	0.96	1.07	15.26	14.15	11.83	10.63
002588.SZ	史丹利	26.62	1.45	1.81	2.50	3.16	18.33	14.71	10.65	8.42

资料来源：万联证券研究所，WIND

3.3 低 PE 与明年高成长预期或成为催化剂

如上所述，相对于其他复合肥企业，公司PE偏低，具备一定估值优势，二季度业务顺利发展增大全年业绩确定性。我们认为公司的业务模式将令竞争力随着时间发展逐步提升，具备长期投资价值。

其次，年底河南以及湖北的项目如果顺利落成，明年公司产能将倍增，如市场需求继续向好，对明年业绩预期或将大幅调升，按目前股价PE将非常具有吸引力。

史丹利未来的增长将主要来源于两个方面：我国化肥复合化率的提升以及行业落后产能的淘汰。随着公司营销战略的逐步实施和全国布局新产能的投放，公司的品牌和渠道优势将进一步显现，长期来看发展空间较大，将是复合肥行业领军企业的有力竞争者。我们预测2012，2013，2014年EPS分别为1.81，2.50，3.16元，对应于目前股价市盈率分别为14.7，10.6，8.4倍。维持“增持”评级。

风险提示：原材料价格大幅波动，农业用肥需求低于预期，计划产能未能如期投放

表3 预测报表输出

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2011	2012E	2013E	2014E		2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	1325	1014	950	1066	营业收入	4569	5442	8657	11378
应收款项	27	27	43	57	营业成本	3972	4726	7591	9998
存货净额	1149	1407	2264	2986	营业税金及附加	1	0	0	0
其他流动资产	395	544	866	1138	销售费用	214	256	407	535
流动资产合计	2895	2993	4124	5247	管理费用	98	118	182	236
固定资产	395	661	618	573	财务费用	(6)	16	17	17
无形资产及其他	213	204	195	187	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	3	3	3	3	资产减值及公允价值变动	(1)	0	0	0
长期股权投资	4	4	4	4	其他收入	0	44	51	54
资产总计	3511	3865	4945	6013	营业利润	288	371	512	646
短期借款及交易性金融负债	340	340	340	340	营业外净收支	10	0	0	0
应付款项	540	642	1034	1363	利润总额	298	371	512	646
其他流动负债	529	505	813	1072	所得税费用	53	64	89	112
流动负债合计	1410	1488	2187	2775	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	245	306	423	534
其他长期负债	64	64	64	64					
长期负债合计	64	64	64	64	现金流量表 (百万元)				
负债合计	1473	1552	2250	2838	净利润	245	306	423	534
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	(1)	(1)	0	0
股东权益	2038	2313	2694	3175	折旧摊销	38	44	51	54
负债和股东权益总计	3511	3865	4945	6013	公允价值变动损失	1	0	0	0
					财务费用	(6)	16	17	17
关键财务与估值指标					营运资本变动	(291)	(330)	(496)	(419)
	2011	2012E	2013E	2014E	其它	1	1	0	(0)
每股收益	1.89	1.81	2.50	3.16	经营活动现金流	(7)	20	(22)	169
每股红利	0.21	0.18	0.25	0.32	资本开支	(95)	(300)	0	0
每股净资产	15.67	13.69	15.94	18.79	其它投资现金流	1	0	0	0
ROIC	14%	13%	18%	19%	投资活动现金流	(95)	(300)	0	0
ROE	12%	13%	16%	17%	权益性融资	1097	0	0	0
毛利率	13%	15%	13%	13%	负债净变化	0	0	0	0
EBIT Margin	6%	7%	6%	6%	支付股利、利息	(27)	(31)	(42)	(53)
EBITDA Margin	7%	8%	7%	6%	其它融资现金流	(21)	0	0	0
收入增长	57%	19%	59%	31%	融资活动现金流	1023	(31)	(42)	(53)
净利润增长率	40%	25%	38%	26%	现金净变动	922	(310)	(64)	116
资产负债率	42%	40%	46%	47%	货币资金的期初余额	403	1325	1014	950
息率	0.8%	0.9%	1.2%	1.5%	货币资金的期末余额	1325	1014	950	1066
P/E	18.3	14.7	10.6	8.4	企业自由现金流	(65)	(266)	(7)	184
P/B	1.7	1.9	1.7	1.4	权益自由现金流	(86)	(280)	(22)	169
EV/EBITDA	15.4	14.0	11.6	10.2					

资料来源：万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

基准指数：沪深300指数

证券分析师承诺

姓名：宋颖

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可登录www.wlzq.cn万联研究栏目查询静默期安排。对于本公司持有比例超过已发行数量1%（不超过3%）的投资标的，将会在涉及的研究报告中进行有关的信息披露。

免责声明

本报告仅供万联证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

万联证券有限责任公司 研究所

上海 世纪大道1528号陆家嘴基金大厦603

电话：021-60883487 传真：021-60883484

广州 中山二路18号电信广场36层

电话：020-37865161 传真：020-22373718-1008