

上汽集团 (600104.SH) 轿车行业

评级: 增持 维持评级

业绩点评

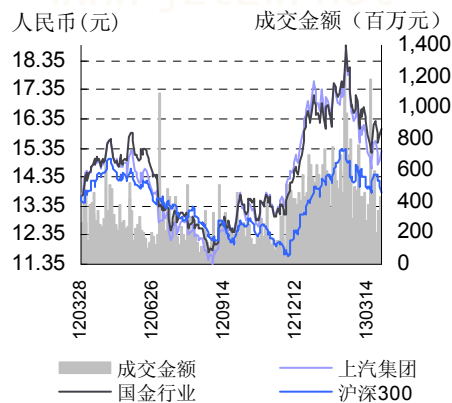
市价(人民币): 15.23元

业绩平稳估值低, 行业中流砥柱

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) | 9,170.32 |
| 总市值(百万元) | 1,679.19 |
| 年内股价最高最低(元) | 18.70/11.35 |
| 沪深 300 指数 | 2499.30 |
| 上证指数 | 2236.30 |



相关报告

1. 《当季业绩平稳, 已归还上海通用 1% 股权》, 2012.10.31
2. 《业绩增速放缓, 下半年将面临更大压力》, 2012.8.29
3. 《业绩增长仍明显强于行业整体水平》, 2012.5.1

公司基本情况(人民币)

| 项目 | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 摊薄每股收益(元) | 1.833 | 1.881 | 2.102 | 2.314 | 2.602 |
| 每股净资产(元) | 9.28 | 11.09 | 12.99 | 15.11 | 17.51 |
| 每股经营性现金流(元) | 1.83 | 1.78 | 3.91 | 2.15 | 2.63 |
| 市盈率(倍) | 7.71 | 9.38 | 7.25 | 6.58 | 5.85 |
| 行业优化市盈率(倍) | 6.51 | 6.21 | 5.83 | 5.83 | 5.83 |
| 净利润增长率(%) | 47.30% | 2.57% | 11.74% | 10.10% | 12.42% |
| 净资产收益率(%) | 19.76% | 16.96% | 16.18% | 15.32% | 14.86% |
| 总股本(百万股) | 11,025.57 | 11,025.57 | 11,025.57 | 11,025.57 | 11,025.57 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2012年, 上汽集团实现销售收入 4,809.8 亿元, 同比增长 10.62%; 实现归属母公司股东净利润 207.52 亿元, 同比增长 2.62%, 对应 EPS 为 1.88 元。第四季度, 公司营收同比增长 17.51%, 归属母公司股东净利润同比下滑 1.24%, 对应 EPS 为 0.42 元。

经营分析

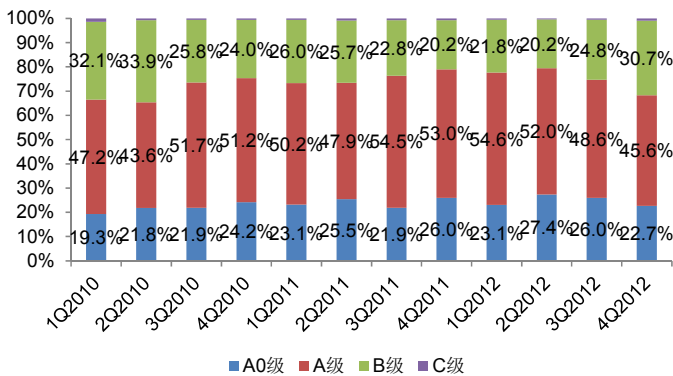
- 销量继续超越行业整体水平, 市场份额继续提升: 2012年, 上汽集团汽车销量达 444.9 万辆, 同比增加 12.0%。主要公司中, 上海大众、上海通用与上汽自主品牌销量分别增长 9.8%、13.1%与 23.4%, 均超过狭义乘用车行业 8.2%的增速水平; 上汽通用五菱与公司商用车销量分别增长 12.1%与 7.2%, 而同期微客仅增长 0.1%, 商用车则下滑 5.5%。2012年, 公司在汽车行业与乘用车市场份额分别达 22.7%与 27.1%, 较 2011年分别提升 1.6 与 1.7 个百分点, 龙头地位愈加稳固。
- 公司预计 2013 年行业销量增长 7.7%, 自身销量增长 9.1%, 提示限购扩散与价格战的潜在风险: 公司预测 2013 年国内汽车市场环境略好于 2012 年, 预测国内汽车销量约 2,080 万辆, 同比增长 7.7%; 其中乘用车(狭义)约 1,500 万辆, 同比增长 13.3%; 商用车(含微面)约 580 万辆, 同比下滑 4.4%。公司自身计划 2013 年销售汽车 490 万辆, 较 2012 年同比增长 9.1%; 营收 4,900 亿元, 同比增长 1.88%, 营业成本与毛利分别为 4,270 与 630 亿元, 但这两项变化主要受上海通用并表口径差异影响, 参考意义不大。与此同时, 公司提到 2013 年可能需要面对两大风险: 一是预计将有更多城市可能实施汽车限行限购, 使局部区域市场开拓难度加大, 市场竞争更趋激烈; 二是各厂商产能逐步释放, 以及日趋激烈的价格竞争, 可能给公司的经营业绩带来一定不利影响。

厉叶淼 联系人
(8621)61038244
liy@gjzq.com.cn

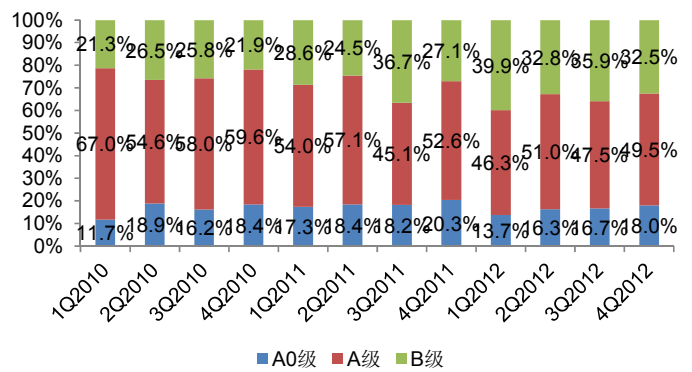
吴文钊 分析师 SAC 执业编号: S1130511040006
(8621)61038231
wuwz@gjzq.com.cn

- **上海大众 2012 年量利双升，2013 年增速将有所放缓：**2012 年，上海大众销量为 128.0 万辆，同比增长 9.8%；分车型看，全年增量主要来自途观与帕萨特两款车型，同比增速分别达 33.9%与 40.7%；受此带动，公司 B 级车销量占比提升 6.1 个百分点，2012 年全年达 35.3%，盈利能力显著提升，整体呈现量利双升的局面。考虑到 DSG 风波的影响，以及翼虎等竞品车型陆续上市对途观的影响，我们认为 2013 年途观与帕萨特的增速将明显放缓；2013 年，大众销量增长将主要依靠斯柯达的 YETI 与 Rapid 两款车型，但因两款小车净利率较为平庸，故预计大众 2013 年盈利能力将承受一定压力。综合来看，我们预测大众 2013 年销量应该在公司制定的 142 万辆目标值附近，同比增速约 11%。
- **上海通用 2012 年量升利跌，2013 年有望平稳增长：**2012 年，上海通用销量为 139.3 万辆，同比增长 13.1%。分车型看，新赛欧、英朗与爱唯欧等老车型贡献较多增量，迈锐宝与科帕奇等车型亦有销量贡献；“双君”整体较为低迷，合计销量下滑 5.9%，其中君越更是下滑 16.7%，使上海通用 2012 年净利润有所下滑。2013 年，迈锐宝、科帕奇与昂科拉三款新车与次车型已陆续放量，尽管“双君”仍将较为平庸，但这三款车型放量仍可推动公司整体销量实现 150 万辆的销量目标。盈利能力方面，三款放量车型的净利率均可达 B 级的水准，故预计上海通用 2013 年净利润亦有望实现小幅增长。

图表1：上海通用各级别车型当季销量占比



图表2：上海大众各级别车型当季销量占比



来源：中汽协、国金证券研究所

- **上汽通用五菱：三大车类均实现较快增长：**2012 年，上汽通用五菱销量达 145.8 万辆，同比增长 12.1%。分车型看，微客销量达 124.1 万辆，同比增长 11.5%，远超微客行业 0.1%的增速，增量主要来自五菱宏光；轿车销量达 11.54 万辆，同比增长 30.1%，增量主要来自宝骏 630；微货销量达 13.56 万辆，同比大幅增长 62.9%，远超行业 8.7%的增幅。2013 年，预计宝骏系列仍将快速增长，微客与微货增速则将较为平缓，预计实现自身 150 万辆的销量目标将不成问题。
- **小型车推动自主品牌 2012 年增长，公车采购点燃未来希望：**公司自主品牌 2012 年销量为 20.0 万辆，同比增长 23.4%，大幅超越行业增速。分车型看，荣威 350 与 MG3 两款小型车合计销量达 11.15 万辆，同比增长 30.7%，二者销量占比也从 52.6%提升至 55.7%，荣威 550 同比下滑 6.7%。2013 年，定位公务车市场的高端车荣威 950 已经上市，随着公车采购向自主品牌偏斜，以荣威较好的知名度与较高的品牌定位，有望较大幅度受益公车采购，预计全年销量在 24 万辆的目标附近。

图表3: 上汽各子公司分季度汽车销量(辆)

| | 1Q2011 | 2Q2011 | 3Q2011 | 4Q2011 | 1Q2012 | 2Q2012 | 3Q2012 | 4Q2012 |
|-------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 上海大众 | 286,781 | 576,851 | 859,592 | 1,165,827 | 319,888 | 636,691 | 949,212 | 1,280,008 |
| 上海通用 | 313,651 | 612,072 | 927,344 | 1,231,539 | 347,121 | 671,530 | 1,020,533 | 1,392,658 |
| 上汽乘用车 | 45,274 | 80,395 | 120,498 | 162,142 | 39,635 | 90,035 | 135,221 | 200,017 |
| 狭义乘用车 | 645,706 | 1,269,318 | 1,907,434 | 2,559,508 | 706,644 | 1,398,256 | 2,104,966 | 2,872,683 |
| 通用五菱 | 361,364 | 647,781 | 953,130 | 1,301,118 | 391,751 | 750,788 | 1,080,182 | 1,458,188 |
| 乘用车 | 1,007,070 | 1,917,099 | 2,860,564 | 3,860,626 | 1,098,395 | 2,149,044 | 3,185,148 | 4,330,871 |
| 上汽商用车 | 373 | 373 | 373 | 373 | 1,098 | 2,742 | 4,930 | 7,069 |
| 申沃客车 | 362 | 1,403 | 2,267 | 3,152 | 603 | 1,522 | 2,320 | 3,250 |
| 依维柯红岩 | 12,245 | 22,707 | 26,606 | 31,500 | 4,355 | 9,063 | 12,330 | 17,008 |
| 南汽依维柯 | 35,852 | 62,815 | 89,750 | 113,827 | 37,043 | 70,226 | 100,610 | 132,283 |
| 商用车 | 48,832 | 87,298 | 118,996 | 148,852 | 43,099 | 83,553 | 120,190 | 159,610 |
| 总销量 | 1,055,902 | 2,004,397 | 2,979,560 | 4,009,478 | 1,141,494 | 2,232,597 | 3,305,338 | 4,490,481 |

来源: 公司公告、国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

- **资产减值损失影响当季度 EPS 达 0.14 元，2012 年影响 EPS 为 0.174 元：**第四季度，公司计提资产减值损失达 18.76 亿元，扣税后影响 EPS 达 0.14 元，去年同期与第三季度分别仅有 0.02 与 0.05 元。公司 2012 年资产减值损失总额达 22.97 亿元，扣税后影响 EPS 达 0.174 元，而 2011 年该项目仅有 9.93 亿元，对 EPS 影响仅有 0.075 元，两年相差约 0.10 元。分项目来看，2012 年资产减值包括对持有的通用汽车股票 6.52 亿元的减值、5.74 元存货跌价 2.45 亿元的其他非流动资产减值等。
- **盈利能力数据可比性较差，资产减值损失对净利率影响较大：**上海通用 1% 股权已在 8 月 8 日完成转让，9 月 1 日起上海通用不再直接合并报表；根据公司此前公司公告，预计上市公司已通过上海通用销售公司对上海通用的营收进行并表，其净利润则通过投资收益项目并表，公司毛利率、各项费率、少数股东权益等指标均失去比较意义。从归属母公司股东净利润口径看，第四季度上汽净利率为 3.62%，同比与环比分别下滑 0.69 与 0.93 个百分点（预测上海通用 1% 股权在第四季度影响净利润约 4,000 万元，影响几乎可以忽略）；如上文所述，第四季度计提的 18.76 亿元减值损失对当季净利率达 1.47 个百分点，是拖累盈利能力的主要因素。
- **股利政策：**每 10 股派送现金 6 元（含税），不进行公积金转增股本。

盈利预测

- 我们预测公司 2013-2015 可实现归属母公司净利润 231.8、255.2、286.9 亿元，同比分别增长 11.7%、10.1%与 12.4%，对应 EPS 分别为 2.10、2.31、2.60 元。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

投资建议

- 公司当前股价对应 2013 年 PE 为 7.3 倍，作为行业的中流砥柱，公司当前估值水平已具有一定的安全边际，我们维持其“增持”评级。

图表4: 上海汽车分业务收入与毛利预测

| 项 目 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|----------|
| 整车制造 | | | | | | | | |
| 收入(百万元) | 84,935 | 114,912 | 285,659 | 342,104 | 373,658 | 407,600 | 449,451 | 503,653 |
| 增速 | | 35.3% | 148.6% | 19.8% | 9.2% | 9.1% | 10.3% | 12.1% |
| 营业成本 | 76,853 | 101,268 | 232,275 | 281,163 | 318,043 | 371,412 | 408,556 | 456,627 |
| 毛利率 | 9.52% | 11.87% | 18.69% | 17.81% | 14.88% | 8.88% | 9.10% | 9.34% |
| 毛利润(百万) | 8,082 | 13,644 | 53,384 | 60,941 | 55,615 | 36,187 | 40,895 | 47,026 |
| 增速 | | 68.8% | 291.3% | 14.2% | -8.7% | -34.9% | 13.0% | 15.0% |
| 零部件+贸易 | | | | | | | | |
| 收入(百万元) | 20,470 | 23,964 | 79,325 | 90,992 | 104,775 | 118,477 | 133,927 | 144,256 |
| 增速 | | 17.1% | 231.0% | 14.7% | 15.1% | 13.1% | 13.0% | 7.7% |
| 营业成本 | 16,382 | 22,372 | 62,936 | 70,707 | 82,521 | 94,162 | 107,358 | 115,806 |
| 毛利率 | 19.97% | 6.64% | 20.66% | 22.29% | 21.24% | 20.52% | 19.84% | 19.72% |
| 毛利润(百万) | 4,088 | 1,592 | 16,389 | 20,284 | 22,254 | 24,315 | 26,569 | 28,450 |
| 增速 | | -61.1% | 929.7% | 23.8% | 9.7% | 9.3% | 9.3% | 7.1% |
| 金融业 | | | | | | | | |
| 销售收入(百万元) | 487 | 760 | 741 | 1,708 | 2,547 | 3,566 | 4,636 | 6,026 |
| 增长率(YOY) | n/a | 56.24% | -2.53% | 130.53% | 49.09% | 40.00% | 30.00% | 30.00% |
| 毛利率 | 30.00% | 36.93% | 38.48% | 81.32% | 75.48% | 75.00% | 75.00% | 75.00% |
| 销售成本(百万元) | 340.66 | 479.55 | 455.96 | 319.14 | 624.47 | 891.48 | 1,158.93 | 1,506.61 |
| 增长率(YOY) | n/a | 40.77% | -4.92% | -30.01% | 95.67% | 42.76% | 30.00% | 30.00% |
| 毛利(百万元) | 146 | 281 | 285 | 1,389 | 1,923 | 2,674 | 3,477 | 4,520 |
| 增长率(YOY) | n/a | 92.33% | 1.55% | 387.24% | 38.39% | 39.10% | 30.00% | 30.00% |
| 占总销售额比重 | 0.46% | 0.54% | 0.20% | 0.39% | 0.53% | 0.67% | 0.79% | 0.92% |
| 占主营业务利润比重 | 1.19% | 1.81% | 0.41% | 1.68% | 2.41% | 4.23% | 4.90% | 5.65% |
| 销售总收入(百万元) | 105,892 | 139,636 | 365,724 | 434,804 | 480,980 | 529,642 | 588,014 | 653,936 |
| 销售总成本(百万元) | 93,576 | 124,119 | 295,667 | 352,189 | 401,188 | 466,466 | 517,073 | 573,940 |
| 毛利(百万元) | 12,316 | 15,516 | 70,058 | 82,615 | 79,792 | 63,177 | 70,941 | 79,996 |
| 平均毛利率 | 11.63% | 11.11% | 19.16% | 19.00% | 16.59% | 11.93% | 12.06% | 12.23% |

来源: 公司公告、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

| 损益表 (人民币百万元) | | | | | | |
|--------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
| 主营业务收入 | 313,376 | 434,804 | 480,980 | 529,642 | 588,014 | 653,936 |
| 增长率 | | 38.7% | 10.6% | 10.1% | 11.0% | 11.2% |
| 主营业务成本 | -252,223 | -352,189 | -401,188 | -466,466 | -517,073 | -573,940 |
| % 销售收入 | 80.5% | 81.0% | 83.4% | 88.1% | 87.9% | 87.8% |
| 毛利 | 61,154 | 82,615 | 79,792 | 63,177 | 70,941 | 79,996 |
| % 销售收入 | 19.5% | 19.0% | 16.6% | 11.9% | 12.1% | 12.2% |
| 营业税金及附加 | -8,172 | -11,054 | -7,975 | -1,059 | -1,176 | -1,308 |
| % 销售收入 | 2.6% | 2.5% | 1.7% | 0.2% | 0.2% | 0.2% |
| 营业费用 | -21,076 | -22,851 | -27,208 | -27,541 | -30,577 | -34,005 |
| % 销售收入 | 6.7% | 5.3% | 5.7% | 5.2% | 5.2% | 5.2% |
| 管理费用 | -11,442 | -19,116 | -18,535 | -16,949 | -18,816 | -20,926 |
| % 销售收入 | 3.7% | 4.4% | 3.9% | 3.2% | 3.2% | 3.2% |
| 息税前利润 (EBIT) | 20,462 | 29,594 | 26,073 | 17,627 | 20,372 | 23,757 |
| % 销售收入 | 6.5% | 6.8% | 5.4% | 3.3% | 3.5% | 3.6% |
| 财务费用 | -387 | -43 | 115 | 1,459 | 964 | 656 |
| % 销售收入 | 0.1% | 0.0% | 0.0% | -0.3% | -0.2% | -0.1% |
| 资产减值损失 | -1,922 | -994 | -2,297 | -798 | -737 | -696 |
| 公允价值变动收益 | 115 | -326 | 7 | -292 | -286 | -225 |
| 投资收益 | 8,722 | 13,452 | 15,429 | 18,919 | 20,984 | 23,489 |
| % 税前利润 | 32.7% | 32.0% | 38.4% | 50.0% | 49.6% | 48.9% |
| 营业利润 | 26,990 | 41,683 | 39,328 | 36,915 | 41,297 | 46,982 |
| 营业利润率 | 8.6% | 9.6% | 8.2% | 7.0% | 7.0% | 7.2% |
| 营业外收支 | -321 | 331 | 817 | 898 | 988 | 1,087 |
| 税前利润 | 26,669 | 42,014 | 40,145 | 37,814 | 42,285 | 48,069 |
| 利润率 | 8.5% | 9.7% | 8.3% | 7.1% | 7.2% | 7.4% |
| 所得税 | -3,852 | -7,039 | -6,628 | -6,428 | -7,611 | -9,133 |
| 所得税率 | 14.4% | 16.8% | 16.5% | 17.0% | 18.0% | 19.0% |
| 净利润 | 22,817 | 34,976 | 33,517 | 31,385 | 34,674 | 38,936 |
| 少数股东损益 | 9,104 | 14,768 | 12,776 | 8,210 | 9,158 | 10,251 |
| 归属于母公司的净利润 | 13,713 | 20,208 | 20,741 | 23,176 | 25,516 | 28,685 |
| 净利率 | 4.4% | 4.6% | 4.3% | 4.4% | 4.3% | 4.4% |

| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | | |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
| 净利润 | 22,833 | 34,990 | 33,528 | 31,385 | 34,674 | 38,936 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非现金支出 | 8,042 | 8,641 | 8,910 | 7,075 | 8,757 | 10,846 |
| 非经营收益 | -10,624 | -13,460 | -18,224 | -10,644 | -21,621 | -24,286 |
| 营运资金变动 | 5,689 | -12,331 | -464 | 15,259 | 1,879 | 3,525 |
| 经营活动现金净流 | 25,940 | 17,840 | 23,750 | 43,077 | 23,690 | 29,021 |
| 资本开支 | -6,752 | -14,946 | -15,285 | -10,513 | -7,511 | -12,913 |
| 投资 | -5,615 | 902 | -5,111 | -1 | 0 | 0 |
| 其他 | 5,437 | 9,028 | 12,343 | 18,627 | 20,698 | 23,264 |
| 投资活动现金净流 | -6,930 | -5,016 | -8,053 | 8,113 | 13,188 | 10,351 |
| 股权募资 | 9,993 | 404 | 688 | 0 | 0 | 0 |
| 债权募资 | 3,696 | -2,851 | -1,632 | -5,799 | 0 | 0 |
| 其他 | -6,256 | -13,793 | -14,353 | -1,355 | -2,271 | -2,271 |
| 筹资活动现金净流 | 7,433 | -16,240 | -15,297 | -7,154 | -2,271 | -2,271 |
| 现金净流量 | 26,442 | -3,416 | 400 | 44,036 | 34,607 | 37,101 |

| 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | | |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
| 货币资金 | 61,262 | 72,159 | 60,846 | 104,882 | 139,489 | 176,590 |
| 应收款项 | 32,314 | 53,432 | 44,274 | 63,651 | 70,449 | 78,186 |
| 存货 | 18,162 | 29,257 | 24,951 | 35,247 | 40,055 | 44,096 |
| 其他流动资产 | 31,702 | 38,488 | 59,083 | 57,766 | 59,790 | 62,064 |
| 流动资产 | 143,439 | 193,336 | 189,155 | 261,546 | 309,783 | 360,936 |
| % 总资产 | 63.7% | 62.1% | 58.7% | 66.9% | 70.5% | 73.0% |
| 长期投资 | 32,254 | 49,636 | 70,502 | 70,503 | 70,502 | 70,502 |
| 固定资产 | 33,171 | 45,521 | 32,826 | 39,212 | 39,392 | 42,975 |
| % 总资产 | 14.7% | 14.6% | 10.2% | 10.0% | 9.0% | 8.7% |
| 无形资产 | 7,327 | 10,263 | 7,117 | 5,864 | 6,164 | 6,431 |
| 非流动资产 | 81,751 | 117,925 | 132,820 | 129,328 | 129,806 | 133,656 |
| % 总资产 | 36.3% | 37.9% | 41.3% | 33.1% | 29.5% | 27.0% |
| 资产总计 | 225,191 | 311,260 | 321,974 | 390,874 | 439,589 | 494,593 |
| 短期借款 | 9,918 | 11,550 | 17,941 | 12,142 | 12,142 | 12,142 |
| 应付款项 | 80,332 | 113,515 | 95,548 | 138,609 | 153,687 | 170,645 |
| 其他流动负债 | 53,359 | 48,002 | 37,498 | 39,955 | 41,123 | 42,437 |
| 流动负债 | 143,609 | 173,066 | 150,987 | 190,706 | 206,952 | 225,225 |
| 长期贷款 | 2,530 | 1,863 | 947 | 947 | 947 | 947 |
| 其他长期负债 | 8,988 | 17,122 | 11,044 | 11,044 | 11,044 | 11,044 |
| 负债 | 155,126 | 192,051 | 162,978 | 202,697 | 218,943 | 237,216 |
| 普通股股东权益 | 66,170 | 102,362 | 122,291 | 143,262 | 166,573 | 193,053 |
| 少数股东权益 | 15,579 | 30,754 | 22,669 | 30,879 | 40,036 | 50,287 |
| 负债股东权益合计 | 236,875 | 325,168 | 307,938 | 376,838 | 425,553 | 480,556 |

| 比率分析 | | | | | | |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
| 每股指标 | | | | | | |
| 每股收益 | 1.484 | 1.833 | 1.881 | 2.102 | 2.314 | 2.602 |
| 每股净资产 | 7.159 | 9.284 | 11.092 | 12.994 | 15.108 | 17.510 |
| 每股经营现金净流 | 2.702 | 1.833 | 1.777 | 3.907 | 2.149 | 2.632 |
| 每股股利 | 0.200 | 0.300 | 0.000 | 0.200 | 0.200 | 0.200 |
| 回报率 | | | | | | |
| 净资产收益率 | 20.75% | 19.76% | 16.96% | 16.18% | 15.32% | 14.86% |
| 总资产收益率 | 5.80% | 6.22% | 6.74% | 6.15% | 6.00% | 5.97% |
| 投入资本收益率 | 17.46% | 16.06% | 13.20% | 7.77% | 7.57% | 7.47% |
| 增长率 | | | | | | |
| 主营业务收入增长率 | 124.42% | 38.75% | 10.62% | 10.12% | 11.02% | 11.21% |
| EBIT增长率 | 897.91% | 44.62% | -11.90% | -32.39% | 15.57% | 16.62% |
| 净利润增长率 | 108.26% | 47.30% | 2.57% | 11.74% | 10.10% | 12.42% |
| 总资产增长率 | 97.73% | 37.27% | -5.30% | 21.40% | 12.46% | 12.51% |
| 资产管理能力 | | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 4.4 | 6.5 | 10.4 | 9.0 | 9.0 | 9.0 |
| 存货周转天数 | 19.2 | 24.6 | 24.7 | 28.0 | 29.0 | 29.0 |
| 应付账款周转天数 | 56.0 | 65.5 | 55.1 | 68.0 | 68.0 | 68.0 |
| 固定资产周转天数 | 33.2 | 30.8 | 18.8 | 18.7 | 18.2 | 17.8 |
| 偿债能力 | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | -54.00% | -40.37% | -28.97% | -52.74% | -61.20% | -67.21% |
| EBIT利息保障倍数 | 52.9 | 691.8 | -226.3 | -12.1 | -21.1 | -36.2 |
| 资产负债率 | 65.49% | 59.06% | 52.93% | 53.79% | 51.45% | 49.36% |

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 | 9 | 12 | 21 | 55 |
| 买入 | 0 | 4 | 5 | 6 | 45 |
| 持有 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 卖出 | 1.00 | 1.29 | 1.29 | 1.26 | 1.38 |
| 评分 | 0 | 1.00 | 1.00 | 1.04 | 1.14 |

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 2011-04-28 | 增持 | 16.94 | N/A |
| 2 2011-08-28 | 增持 | 15.47 | N/A |
| 3 2011-10-27 | 增持 | 15.64 | N/A |
| 4 2012-03-29 | 增持 | 13.85 | N/A |
| 5 2012-05-01 | 增持 | 14.92 | N/A |
| 6 2012-08-29 | 增持 | 11.71 | N/A |
| 7 2012-10-31 | 增持 | 12.96 | N/A |

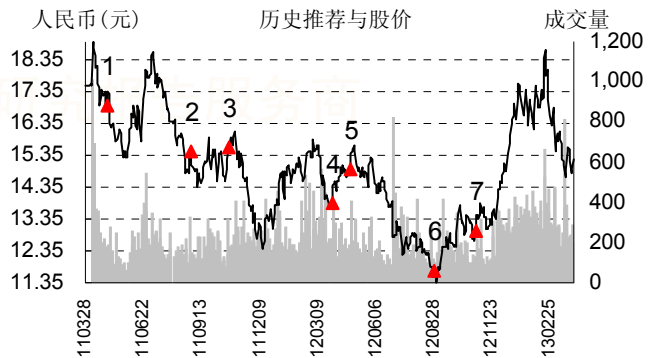
来源：国金证券研究所

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。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

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为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

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 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 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

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net