

# 中牧股份 (600195.SH) 生物技术行业

评级: 买入 维持评级

公司研究简报

市价(人民币): 13.06元

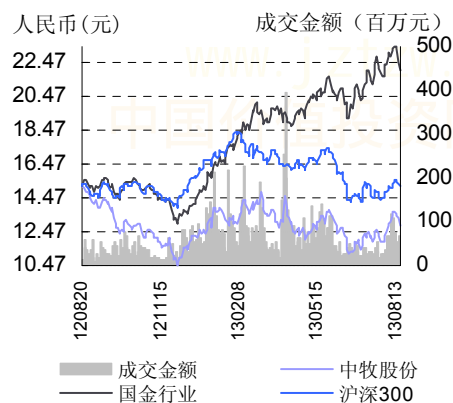
目标(人民币): 20.36元

## 低估值品种, 14年定义成长元年;

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)	390.00
总市值(百万元)	49.84
年内股价最高最低(元)	15.18/10.47
沪深300指数	2331.43
上证指数	2085.60



### 公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	1.156	0.601	0.745	0.916	1.101
每股净资产(元)	4.75	4.96	5.71	6.62	7.72
每股经营性现金流(元)	0.97	-0.09	1.00	1.01	1.19
市盈率(倍)	15.00	20.98	17.54	14.26	11.86
行业优化市盈率(倍)	24.42	33.55	51.89	51.89	51.89
净利润增长率(%)	45.38%	-47.98%	23.79%	22.98%	20.28%
净资产收益率(%)	24.34%	12.12%	13.05%	13.83%	14.26%
总股本(百万股)	390.00	390.00	390.00	390.00	390.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

- **估值具安全边际, 关注估值提升因素:** 目前公司的股价对应 13PE 为不到 18X, 与可比公司相比处于低位, 另增发底价 12.22 元有望提供安全边际; 此外, 公司具有估值提升因素, 第一: 公司市场苗业务将于 14 年开始发力, 由政府苗企业向市场苗企业转变有望提升公司的估值水平, 第二: 公司作为央企当中的动保行业平台, 未来有望得到国有资本金项目的支持, 且有望通过外延式收购提供新的增长源泉, 第三: 公司有望在销售队伍完成市场化激励之后, 在管理层与核心技术人员方面, 同样在体制范围内加大激励, 从而部分打消市场对核心人员激励不足的担忧而给予的估值折价。
- **政府苗企稳回升:** 上半年公司口蹄疫、禽流感疫苗价格均得到提升, 口蹄疫收入更是同比增长 16.6%, 随着产能瓶颈的缓解以及工艺提升, 公司的价、量均有望稳步提升; 另外, 公司通过产品结构升级, 价格有内在提升的动力; 第三, 优质优价的趋势已经行业, 全行业政府苗价格有望步入缓慢上升的通道, 公司将从其中受益。
- **市场苗从 14 年开始发力:** 14 年以前, 受制于产能影响, 公司仅能采取见缝插针式生产市场苗产品, 生产的产品种类受限, 同时由于生产的不连续性影响了市场开拓, 随着 14 年下半年产能的逐步达产, 产能瓶颈将会打破, 公司的产品种类有望从目前的 20 种左右进一步提升, 此外, 从 13 年开始, 以猪圆环病毒、腹泻二联、ST 猪瘟等为代表的潜力品种将成为市场苗新增长极, 产能瓶颈打破以后, 14 年开始将会呈现出“填空式”增长, 市场苗有望开始快速成长。

### 投资建议

- 我们预计公司 13-15 年 EPS 分别达到 0.75、0.92、1.10 元, 给予公司 14 年 22 倍的估值, 维持“买入”评级, 目标价 20.36 元。

### 相关报告

1. 《主业稳健成长, 估值具备吸引力》, 2013.8.13
2. 《增发注入新活力, 关注市场苗 14 年表现》, 2013.7.31

### 钟凯锋 联系人

(8621)60870959  
zhongkf@gjzq.com.cn

### 黄挺

分析师 SAC 执业编号: S1130511030028  
(8621)61038218  
huangting@gjzq.com.cn

## 内容目录

政府苗：稳定增长态势明确.....	3
13H1，价、量稳步提升 .....	3
价、量提升料能进一步持续.....	4
市场苗：13年蓄势，14年为高成长元年.....	5
13年蓄势 .....	5
14年为高成长元年.....	5
市场苗行业：疫病+规模化带动行业持续增长 .....	6
公司：产能瓶颈突破+新文号产品带来“真空式”增长.....	7
投资建议：估值具有安全边际，关注估值提升触发因素，目标价 20.36元 .....	8
估值具有安全边际，关注估值提升因素.....	8
盈利预测与估值.....	8
附录：三张报表预测摘要 .....	9

## 图表目录

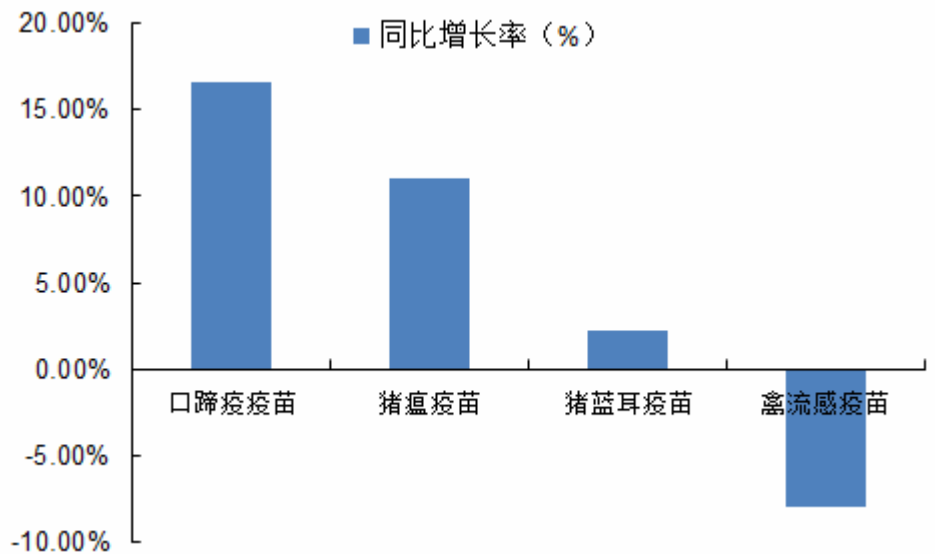
图表 1：13H1 各强免品种同比变化情况.....	3
图表 2：2012 各强免品种销售收入 .....	3
图表 3：口蹄疫招采苗市占率得到回升.....	3
图表 4：公司已经拥有了悬浮培养工艺技术.....	4
图表 5：强免疫苗市场增长驱动因素 .....	4
图表 6：产能限制，市场苗还未放开手脚 .....	5
图表 7：公司增发项目一览.....	5
图表 8：兽用疫苗收入较快增长 .....	6
图表 9：近年来疫病频发推动疫苗行业发展.....	6
图表 10：规模化比例快速提升 .....	6
图表 11：医疗防疫费用占比较低 .....	7
图表 12：我们认为养殖户完全愿意为疫苗支付溢价.....	7
图表 13：产品技术准备就绪.....	7
图表 14：未来几年主要品种.....	7
图表 15：公司估值具有安全边际 .....	8

## 政府苗：稳定增长态势明确

### 13H1，价、量稳步提升

- 上半年，公司强免品种当中，口蹄疫疫苗增长 16.6%，猪瘟疫苗增长 11%，猪蓝耳疫苗增长了 2.2%，禽流感疫苗增长-8%。禽流感疫苗受禽类总数减少影响同比下滑，但其它强免品牌都呈现稳定增长态势，其中口蹄疫、禽流感疫苗价格都有较为明显的提升，而除禽流感疫苗以外，公司的其它三种疫苗产品也呈现了稳定的量方面的增长。

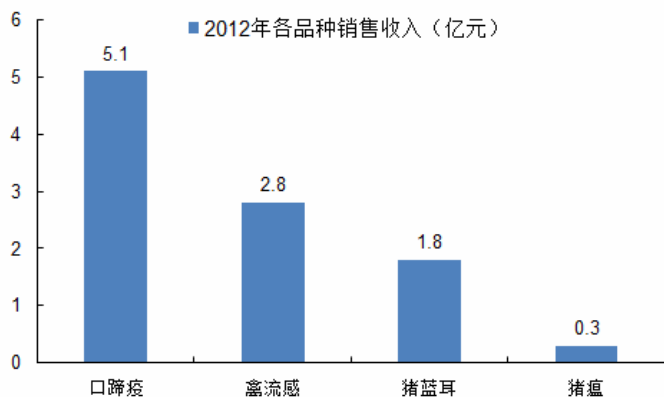
图表1: 13H1 各强免品种同比变化情况



来源：国金证券研究所，公司资料

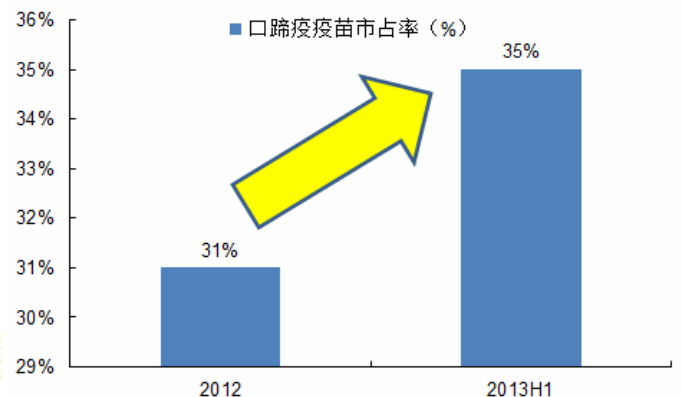
- 产能瓶颈得到一定缓解助推销量回升。去年由于产能瓶颈问题，口蹄疫市占率仅为 31%，去年 9 月公司改造了一个小车间，产能瓶颈得到一定缓解，13H1，公司的口蹄疫产品市占率强势回升到 35%。

图表2: 2012 各强免品种销售收入



来源：国金证券研究所，公司资料

图表3: 口蹄疫招采苗市占率得到回升

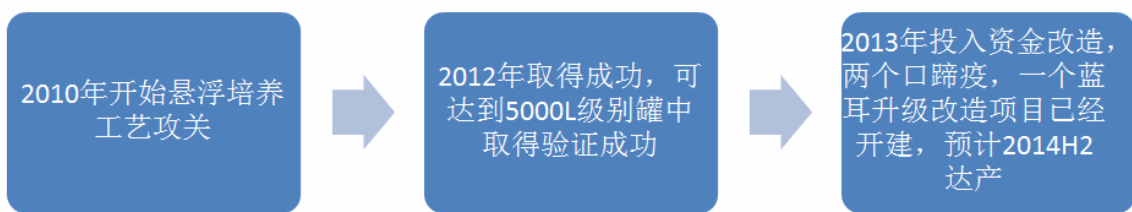


- 优质优价助推价格回升。13H1，招采价格有所回升，其中公司回升最为明显的是口蹄疫与禽流感疫苗，值得注意的是优质优价体现，公司上半年口蹄疫合成肽疫苗销售约 1 个亿，而且上半年基本上卖的都是双毒株疫苗，销售产品结构的变化对应了产品售价的提升，助推上半年整体价格的回升。

价、量提升料能进一步持续

- 我们认为：中牧股份强大的产品力在悬浮工艺改造完成后会进一步加强，市场份额将呈现稳中略升的态势，而在价格方面，优质优价在行业内已呈现较为明显的态势，各厂商通过工艺提升、毒株更新、产品结构向多价化转化等形式，能够实现价格的稳步提升。
- 公司悬浮工艺改造预计将于 14 年完成。公司从 2010 年开始研发，到 2012 年已经验证成功，悬浮工艺技术的攻克成功，将进一步提升公司的产品力，弥补与主要厂家在工艺方面的差距，而且公司所站在的起点更高，采用的是无血清而非低血清培养，之前由于工艺方面的差距而损失的部分份额有望重新回归。

图表4：公司已经拥有了悬浮培养工艺技术



来源：国金证券研究所，公司公告

- 受益于优质优价，价格将进一步回升。优质优价是目前业内讨论的重点，我们认为基于以下几个方面，优质优价能够持续的体现。第一：目前招采价格已经非常低，竞争也已经足够激烈，如果不再盲目增加新的批文，保证目前竞标厂商数量上的稳定性，价格下跌的空间已经很小；第二：国家已经充分意识到了目前“低价-低质”传导的问题所在，提升口蹄疫标准由“3PD50-6PD50”就是体现，因此，在招采价格方面也更加注重“优质优价”的实现，优质优价符合政府的期望；第三：多家厂商提升产品品质，产品价格有内在的提升动力，金宇率先完成了悬浮培养工艺改造，天康、中牧也完成了验证，另外，多家企业也将产品结构由单价向多价转变，防疫的范围扩大，除此之外，在毒种优化、配苗工艺提升（如中牧部分禽苗产品超过了法国梅里亚）等等方面，各大企业都在做相应的提升，作为科研含量较高的疫苗产品，每一次产品升级突破往往都意味着价格提升，这本身就体现了优质优价。

图表5：强免疫苗市场增长驱动因素

		驱动因素类别	空间	现状
		强免疫苗	快速增长驱动因素	强免疫病种类增加
疫苗价格提升	部分强免品种市场苗是政府苗价格10倍甚至以上，上升空间巨大			招标体制决定价格难以快速提升，需要政策积极引导
稳健增长驱动因素	应免动物头数		从人均消费量的角度来看仍有空间	多年来稳定低速增长，预计这一势头仍将保持
	免疫次数变化		空间不大，主要靠规模户比例提升带来结构性提升	规模户免疫次数略多，靠规模户比例提升驱动，预计稳定低速增长

来源：国金证券研究所，公开信息

## 市场苗：13年蓄势，14年为高成长元年

### 13年蓄势

- 受制于产能，公司在市场苗方面一直未能放开手脚，但这一问题有望14年得到解决，目前市场苗处于高速扩容阶段，公司有望充分享受这一块市场的高速发展。
- 公司市场苗受制于产能。公司近三年产能利用率一直在130.68%以上，在作为政治性任务色彩浓厚的政府苗产能不足的状态下，市场苗的产能更是受到极大限制，在严重的产能瓶颈之下，公司只能见缝插针式的生产一些市场苗产品，公司的市场苗产品文号约有100个，但只生产了其中的20多个，而且由于市场苗产品生产往往要让渡于政府苗生产，导致产品生产不连续，也制约了产品的销售。

图表6：产能限制，市场苗还未放开手脚

禽苗	畜苗
9000万左右	猪乙脑、伪狂犬、猪细小病毒疫苗达到千万量级水平
1、共约100个市场苗文号，生产约20个产品	
2、受制于产能，产品赶在政府苗生产间歇生产	
3、产能利用率过去三年一直在130.68%以上	
4、因为间歇生产性质，供货连续性受到影响，影响了市场苗销售	

来源：国金证券研究所，公司资料

- 增发项目解决产能问题。本次增发项目当中的重点之一在于工艺提升与产能提升，预计完成要在14H2，届时产能问题将会得到大大的缓解，目前公司的多款产品已经做好充分的准备，在2012年公司1.79亿元的市场苗产品当中，禽苗产品占据了其中的9000万元左右，猪乙脑、伪狂犬、猪细小病毒等疫苗产品也达到了千万量级。

图表7：公司增发项目一览

业务板块	序号	项目名称	项目总投资额 (万元)	拟使用募集资金 (万元)
生物制品业务板块	1	保山生物药厂悬浮培养工艺口蹄疫疫苗生产车间新建项目	9,270.00	9,241.06
	2	兰州生物药厂家畜疫苗灭活苗车间(技改)项目	11,597.00	11,597.00
	3	成都药械厂高致病性猪繁殖与呼吸综合征活疫苗车间项目	7,997.00	7,992.75
	4	兰州生物药厂研发及质检综合设施项目	7,410.00	7,219.20
		小计	36,274.00	36,050.01
兽药制剂业务板块	1	黄冈兽药制剂生产基地项目	11,000.00	10,993.00
		小计	11,000.00	10,993.00
饲料业务板块	1	武汉华罗预混料厂建设项目	8,439.54	6,224.34
	2	长春华罗预混料厂建设项目	8,031.52	7,237.88
		小计	16,471.06	13,462.22
	合计		63,745.06	60,505.23

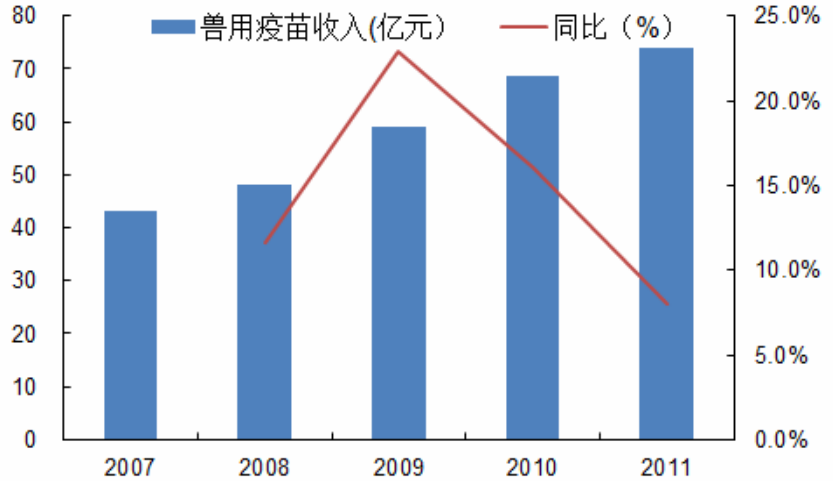
来源：国金证券研究所，公司公告

### 14年为高成长元年

市场苗行业：疫病+规模化带动行业持续增长

- 兽用疫苗市场容量增长较快。2007 年以来，兽用疫苗市场保持 15%左右的较快增长，其中市场苗的发展功不可没。由于 2004 年以来，疫病频发，提高了养殖户对疫病的重视程度，同时，得益于规模化养殖的发展，疫苗的普及率得到了进一步的渗透发展。

图表8：兽用疫苗收入较快增长



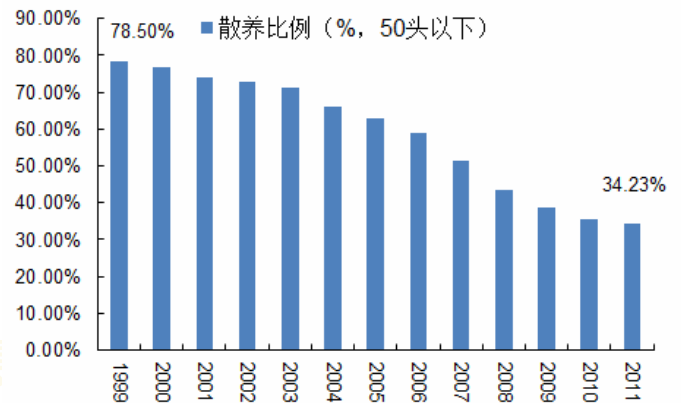
来源：wind，国金证券研究所

- 疫病推动。2004 年的禽流感、2006 年以来的蓝耳病等等，对养殖户带来了明显的冲击，也直接推动了动物疫苗行业的发展，特别是 2006 年以来，我国疫情持续处于高发的状态，使得养殖户对疫情的重视程度提升，疫病推动是我们认为近年来动物疫苗快速发展的第一因素。
- 规模化养殖户比例提升。规模户养殖数量较大，意味着风险也较大，再加上规模户养殖、管理更加规范，对于必要的疫苗支出更愿意承担，而不像散养户有时存在侥幸的心理，此外，规模化养殖户更关注产品质量，正像我们前文提到的例子一样，由于整体来看疫苗支出性价比较高，规模户愿意为优质疫苗提供溢价，促进了市场苗的快速发展。

图表9：近年来疫病频发推动疫苗行业发展

时间	类别
2004年	禽流感事件
2006年5-10月	高致病性蓝耳病
2007年3-8月	高致病性蓝耳病
2008年	较为平稳
2009年	甲型H1N1流感
2009年7-9月	高热病综合症
2010年2-9月	口蹄疫、蓝耳病、圆环病毒感染
2010年11月-2011年5月	流行性腹泻
2011年11月至2012年4月	流行性腹泻

图表10：规模化比例快速提升



来源：国金证券研究所 畜牧年鉴

- 市场苗下一阶段增长：价、量皆仍能快速成长，尤其是价。市场上对于动物疫苗发展重心向市场苗发展的大趋势发展较为认同，我们同样认同此观点，我们提示投资者的是价格比量更加值得关注，量上面随着规模户比例的提升，会有进阶性增长，而价方面，我们认为，可能会有 5-10 倍的增长空间，核心逻辑在于疫苗投入性价比很高，根据我们的了解，养殖户的

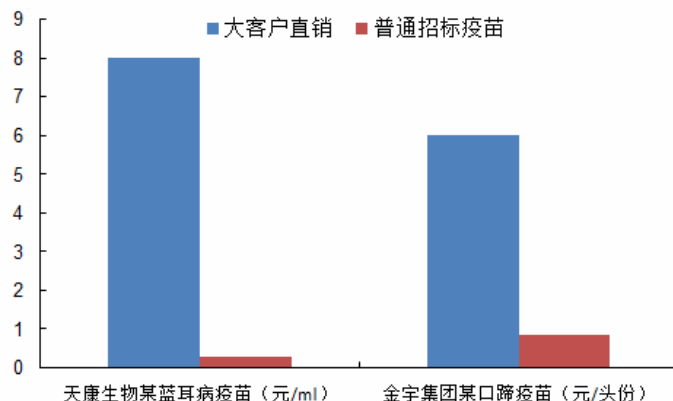
心理承受范围还在目前的疫苗的价格（主要是招标价）之上，价格的增长可能会成长市场苗增长主要亮点。

- **价格提升：划算的买卖，想象空间大。**疫苗支出占比很低，据全国农产品成本收益资料汇编数据显示，医疗防疫费仅占成本 2% 不到。我们认为，在 2006 年以来疫病频繁发生的背景下，1400 元的生猪养殖成本中不到 20 元的医疗防疫费用显得有些过低，这也造成一些强免品种市场苗价远高于政府苗，如金宇集团的口蹄疫苗，如果 6 元/头份的支出能带来 1400 元成本的安全保障，仍然是完全可以接受的。因此我们对疫苗价格的上涨空间非常乐观，并且认为市场苗的价格给出了一个上升空间的参考，价格上涨 10 倍也并非遥不可及！

图表11：医疗防疫费用占比较低

项目	医疗防疫费（元/头、元/羽）	
	散养生猪	规模肉猪
2006	9.28	10.68
2007	14.95	14.54
2008	15.09	15.78
2009	13.54	16.1
2010	13.53	17.14
2011	14.42	18.86
单头生猪养殖成本（元/头）	1400	
2011年医疗防疫费比例（%）	1.03%	1.35%

图表12：我们认为养殖户完全愿意为疫苗支付溢价



来源：国金证券研究所，畜牧业年鉴，公开资料

公司：产能瓶颈突破+新文号产品带来“填空式”增长

- **填空式增长第一维：产能瓶颈突破，渠道协同性强填空可期。**前面提到的 100 个文号产品，公司只生产了 20 个左右，还有大量的优质产品由于产能限制没有形成贡献，随着产能的突破，这些产品有望实现新的增长极，值得一提的是，目前公司市场苗渠道协同性没有问题，实际上，终端用户对于全产品线的期望值较高，因此，当公司产品更加丰富完整之后不仅不会面临销售协同的问题，反而有望因此而增加对客户的粘性和新客户开拓。
- **填空式增长第二维：持续潜力品种文号的获得提供新增长极。**今年刚刚上市的猪圆环病毒苗反响良好，年底还有望上市的品种包括 ST 猪瘟、腹泻二联疫苗品种，明年有望上市包括猪瘟-猪蓝耳二联苗、喘气病疫苗、牛传鼻等品种。这些品种包括市价卖到 8-10 元/头份，15 亿市场容量能看到 12 亿的猪圆环病毒苗，也包括公司具有明显优势的腹泻二联等品种，足以提供公司市场苗新增长极。

图表13：产品技术准备就绪

新产品引进、开发	新工艺改造
猪圆环疫苗、腹泻二联、蓝耳-猪瘟二联、喘气病、牛传鼻、鸡新城疫-传染性法氏囊-关节炎三联灭活疫苗、禽网状内皮组织增生病基因工程亚单位疫苗	浓缩、纯化工艺的使用大大提升产品品质、降低副反应、提高产品性价比。禽用疫苗毒种优化、配苗工艺改进使得产品达到或超过国外动物企业水平

图表14：未来几年主要品种

2013年上市或拟上市品种	猪圆环病毒疫苗、ST猪瘟疫苗、腹泻二联疫苗
2013年拟上市品种	喘气病疫苗、牛传鼻疫苗、猪瘟-猪蓝耳二联苗
大市场容量品种	猪圆环病毒疫苗
独家或少数企业拥有品种	牛传鼻、腹泻二联、喘气病等

来源：国金证券研究所，公司资料

**投资建议：估值具有安全边际，关注估值提升触发因素，目标价 20.36 元**

**估值具有安全边际，关注估值提升因素**

- 在动保行业的五家公司当中，按一致性预期，公司估值仅为 17.75X，可比公司当中，金宇集团排除房地产一次性收益估值超过 35X。公司处于强免疫市场龙头地位，我们认为不到 20 倍的估值具有安全边际。

图表15：公司估值具有安全边际

公司名称	13EPS	收盘价 (2013/8/16)	13PE	市场苗占比 (2012, %)	备注
金宇集团	0.85	23.22	27.32	28%	13年房地产一次性投资收益贡献约0.25元
天康生物	0.35	8	22.86	4%	兽用生物制品利润占比60%
大华农	0.43	7.62	17.72	NA	兽用生物制品利润占比66%
瑞普生物	1.01	21.2	20.99	83%	兽用生物制品占利润62%
中牧股份	0.72	12.78	17.75	15%	兽用生物制品占利润85%

来源：国金证券研究所，公开信息

- **估值提升因素：**政府苗公司向市场苗公司转身，内生外延并举整合动保行业，大股东支持力度加大，寻求在体制范围内提升公司激励水平等等都有望成为公司估值提升的因素。
  - 2012 年，公司市场苗业务占比为 15%，瑞普市场苗业务为 83%，随着 2014 年公司战略性进驻市场苗行业之后，估值有望得到进一步提升。
  - 公司下一步不仅通过产能提升取得内生性增长，对于以化药子行业为代表的目前格局较为散乱的行业，公司有望通过并购等方式丰富自身的产品线，达到化药全国排名第一的目标，除此之外，依托公司独特的央企背景，公司有望得到国有资本金项目的支持，我们认为公司作为央企动保行业整合平台，将进一步夯实动保行业的龙头地位。
  - 央企体制使得市场对公司的效率有所疑虑从而影响估值，下一步公司将进一步在体制范围内提升效率，一方面，在销售层面上，已经率先实现了市场化的激励机制，另一方面，在管理层与核心人员方面，公司也有望在体制内范围内加大激励，改善传统的央企体制束缚激励的形象。

**盈利预测与估值**

- 我们预计公司 13-15 年 EPS 分别达到 0.75、0.92、1.10 元，给予公司 14 年 22 倍的估值，维持“买入”评级，目标价 20.36 元。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net



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)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	2,661	2,842	3,109	3,443	3,893	4,432	货币资金	909	745	543	700	862	1,159
增长率		6.8%	9.4%	10.7%	13.1%	13.8%	应收款项	271	214	475	354	401	456
主营业务成本	-1,672	-1,917	-2,278	-2,492	-2,806	-3,193	存货	460	383	392	512	576	656
%销售收入	62.8%	67.5%	73.3%	72.4%	72.1%	72.0%	其他流动资产	35	45	203	226	255	289
毛利	989	925	831	951	1,088	1,239	流动资产	1,674	1,386	1,614	1,793	2,094	2,560
%销售收入	37.2%	32.5%	26.7%	27.6%	27.9%	28.0%	%总资产	57.6%	68.5%	70.5%	55.4%	57.5%	61.1%
营业税金及附加	-13	-12	-12	-15	-17	-20	长期投资	212	390	399	400	399	399
%销售收入	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	774	16	22	879	997	1,097
营业费用	-340	-299	-308	-324	-362	-399	%总资产	26.6%	0.8%	1.0%	27.1%	27.4%	26.2%
%销售收入	12.8%	10.5%	9.9%	9.4%	9.3%	9.0%	无形资产	184	178	202	163	146	132
管理费用	-279	-263	-268	-286	-311	-346	非流动资产	1,231	639	676	1,444	1,544	1,630
%销售收入	10.5%	9.2%	8.6%	8.3%	8.0%	7.8%	%总资产	42.4%	31.5%	29.5%	44.6%	42.5%	38.9%
息税前利润 (EBIT)	356	351	243	327	397	475	<b>资产总计</b>	<b>2,905</b>	<b>2,025</b>	<b>2,290</b>	<b>3,237</b>	<b>3,638</b>	<b>4,191</b>
%销售收入	13.4%	12.4%	7.8%	9.5%	10.2%	10.7%	短期借款	400	0	20	57	0	0
财务费用	-16	-8	3	0	1	4	应付款项	602	473	570	561	631	716
%销售收入	0.6%	0.3%	-0.1%	0.0%	0.0%	-0.1%	其他流动负债	131	131	121	135	152	173
资产减值损失	-9	-4	-4	-2	0	0	流动负债	1,133	604	711	752	783	889
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	51	192	41	32	40	48	其他长期负债	38	88	117	0	0	0
%税前利润	12.8%	35.2%	14.3%	8.9%	9.1%	9.1%	<b>负债</b>	<b>1,171</b>	<b>692</b>	<b>827</b>	<b>752</b>	<b>783</b>	<b>890</b>
营业利润	383	532	283	356	438	526	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,519</b>	<b>1,852</b>	<b>1,935</b>	<b>2,226</b>	<b>2,583</b>	<b>3,012</b>
营业利润率	14.4%	18.7%	9.1%	10.3%	11.2%	11.9%	少数股东权益	214	212	247	259	273	289
营业外收支	19	13	7	4	4	4	<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,905</b>	<b>2,756</b>	<b>3,009</b>	<b>3,237</b>	<b>3,638</b>	<b>4,191</b>
税前利润	402	546	290	360	442	530	<b>比率分析</b>						
利润率	15.1%	19.2%	9.3%	10.5%	11.3%	12.0%		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
所得税	-60	-84	-48	-58	-71	-85	<b>每股指标</b>						
所得税率	14.9%	15.3%	16.4%	16.0%	16.0%	16.0%	每股收益	0.795	1.156	0.601	0.745	0.916	1.101
净利润	342	462	243	302	371	446	每股净资产	3.894	4.750	4.963	5.707	6.623	7.724
少数股东损益	32	11	8	12	14	16	每股经营现金净流	1.334	0.973	-0.089	1.001	1.015	1.190
归属于母公司的净利润	310	451	235	290	357	430	每股股利	0.150	0.300	0.400	0.000	0.000	0.000
净利率	11.7%	15.9%	7.5%	8.4%	9.2%	9.7%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	20.42%	24.34%	12.12%	13.05%	13.83%	14.26%
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	总资产收益率	10.68%	16.36%	7.79%	8.97%	9.82%	10.25%
净利润	342	462	243	302	371	446	投入资本收益率	14.21%	14.25%	9.12%	10.80%	11.69%	12.09%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	89	84	95	106	119	134	主营业务收入增长率	26.54%	6.81%	9.38%	10.74%	13.08%	13.84%
非经营收益	-42	-145	-31	-5	-42	-52	EBIT增长率	9.53%	-1.38%	-30.90%	34.56%	21.60%	19.64%
营运资金变动	131	-22	-341	-13	-52	-64	净利润增长率	48.96%	45.38%	-47.98%	23.79%	22.98%	20.28%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>520</b>	<b>380</b>	<b>-35</b>	<b>390</b>	<b>396</b>	<b>464</b>	总资产增长率	14.36%	-5.11%	9.18%	41.36%	12.40%	15.20%
资本开支	-34	-57	-170	-200	-215	-216	<b>资产管理能力</b>						
投资	0	2	1	-1	0	0	应收账款周转天数	36.9	21.4	29.0	25.0	25.0	25.0
其他	4	57	55	32	40	48	存货周转天数	97.3	80.2	62.1	75.0	75.0	75.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-30</b>	<b>3</b>	<b>-114</b>	<b>-169</b>	<b>-175</b>	<b>-168</b>	应付账款周转天数	37.9	28.6	26.1	27.0	27.0	27.0
股权募资	48	0	32	0	0	0	固定资产周转天数	103.0	#DIV/0!	#DIV/0!	89.7	89.4	86.0
债权募资	-2	-400	20	-56	-57	1	<b>偿债能力</b>						
其他	-89	-146	-110	-8	-2	0	净负债/股东权益	-29.35%	-36.09%	-23.98%	-25.89%	-30.18%	-35.07%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-43</b>	<b>-546</b>	<b>-58</b>	<b>-65</b>	<b>-59</b>	<b>1</b>	EBIT利息保障倍数	22.1	45.1	-71.4	930.1	-460.1	-135.7
<b>现金净流量</b>	<b>447</b>	<b>-164</b>	<b>-207</b>	<b>157</b>	<b>162</b>	<b>297</b>	资产负债率	40.33%	25.11%	27.49%	23.25%	21.51%	21.24%

来源：公司年报、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

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
买入	2	3	3	3	4
增持	4	9	11	11	13
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.67	1.72	1.75	1.76	1.76

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 2013-07-31	增持	11.89	13.32 ~ 13.32
2 2013-08-13	买入	13.47	20.36 ~ 20.36

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“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4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 = 买入; 1.01~2.0=增持; 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



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:

- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%；
- 中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以下。

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