

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

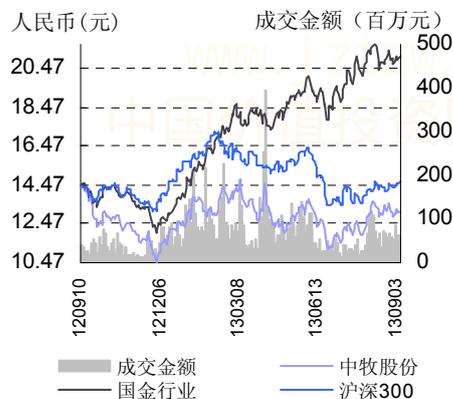
市价(人民币): 13.04元

目标(人民币): 20.36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)	390.00
总市值(百万元)	50.86
年内股价最高最低(元)	14.79/10.47
沪深300指数	2357.78
上证指数	2139.99



相关报告

- 《产品可落地,渠道可嫁接,增长可持续》, 2013.8.27
- 《低估值品种,14年定义成长元年;》, 2013.8.19
- 《主业稳健成长,估值具备吸引力;》, 2013.8.13

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

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

- **内在改变悄然进行。**市场苗引致行业快速扩容给公司提出了新的要求,行业标准提升促使公司进行工艺提升,竞争对手多点开花给公司带来了行业地位、市值等多维的压力,公司改变应运而生。从战略上,公司战略性加码市场苗,外延式收购增强化药板块,巩固发展饲料板块的当前地位,朝着养殖业集成服务提供商的定位推进。从战术上,生物制品板块方面,公司凭借自身研发实力储备了足够的品种,从渠道上公司建立起了600个经销商(包括生物制品和化药,二者有较强协同性)的营销网络,同时大客户服务体系也于12年逐步开始建立推广开来,从产能上,公司完成了悬浮工艺的升级改造,产能瓶颈将在14H2得到解决;化药板块方面,外延式扩张成为主要增长因素,渠道、品牌优势将发挥“乘数放大器”的作用,此外,产品结构调整由原料药向化药延伸,提升毛利率水平;饲料板块方面,通过扩产解决产能瓶颈问题,此外,饲料板块定位侧重落脚于“卫星”,围绕着生物制品这一“核心”配套满足养殖客户的需求。
- **外源环境逐步优化。**首先在政策环境方面,生物制品的外源环境正在逐步优化,被养殖户诟病的“低质低价”问题正逐步突显,迭加市场上出现的“强免苗市场化销售”现象,相关部委正在逐步加大对这一问题的关注与重视,口蹄疫效力标准、内毒素标准提升已经于今年9月1日开始施行,杂蛋白含量标准也将于2015年逐步实施,标准提升对于价格战乱象能够得到有效制止,行业将会回归到“品质制胜”的轨道上来,此外,1899号文将优化生物制品竞争生态,对于以研发与产品线优势健长的公司将最为受益,中牧股份在未来3年将会有持续的优势品种推出,将充分受益于1899号文。第二在大股东支持方面,公司作为农发旗下唯一生物制品企业,将会持续得到中农发的支持,包括国有资本金项目的支持,与外资合作、渠道开拓方面也将充分受益。

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。

内容目录

外源内因皆助力，拐点型公司轮廓渐清晰	3
内在变化：悄然发生的改变，足够的产品、渠道支撑	3
行业变局带来竞争压力，明晰战略整装再出发	3
战略落地：产品储备、渠道辅垫、产能准备稳步推进	4
外源变化：优质优价正在发生，1899 号文有望优化新产品竞争生态	6
投资建议：拐点型公司有望迎来 EPS、估值双提，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：公司生物制品收入规模明显领先	4
图表 2：公司市值规模与市场地位并不匹配	4
图表 3：公司规划不同板块发展目标	4
图表 4：公司有望出现多个 5000 万级的品种	5
图表 5：乾元浩净利润已经开始回升	6
图表 6：口蹄疫标准有所提高	7
图表 7：主要强免苗品种主要生产厂家	7
图表 8：猪瘟、蓝耳疫苗生产厂家众多造成价格压制	7
图表 9：1899 号文有望改变新产品的竞争生态	8

外源内因皆助力，拐点型公司轮廓渐清晰

- **我们认为中牧股份是一家正在发生改变的拐点型公司。**改变的来源包括两个层面：首先来源于内在改变，行业的迅速扩容与竞争对手的压力给公司带来了压力，公司藉此进一步清晰化战略发展目标，分享行业发展的成果；其次在外源性因素方面，低价低质以及由此引致的“强免苗市场化销售”正在引起相关部门的重视，标准逐步提升有望迎来全面的“优质优价”时代，1899号文进一步规范市场，利于真正拥有研发优势的企业，中牧股份竞争生态将进一步优化。
- **内在改变悄然进行。**市场苗引致行业快速扩容给公司提出了新的要求，行业标准提升促使公司进行工艺提升，竞争对手多点开花给公司带来了行业地位、市值等多维的压力，公司改变应运而生。从战略上，公司战略性加码市场苗，外延式收购增强化药板块，巩固发展饲料板块的当前地位，朝着养殖业集成服务提供商的定位推进。从战术上，生物制品板块方面，公司凭借自身研发实力储备了足够的品种，从渠道上公司建立起了600个经销商（包括生物制品和化药，二者有较强协同性）的营销网络，同时大客户服务体系也于12年逐步开始建立推广开来，从产能上，公司完成了悬浮工艺的升级改造，产能瓶颈将在14H2得到突破；化药板块方面，外延式扩张成为主要增长因素，渠道、品牌优势将发挥“乘数放大器”的作用，此外，产品结构调整由原料药向化药延伸，提升毛利率水平；饲料板块方面，通过扩产解决产能瓶颈问题，此外，饲料板块定位侧重落脚于“卫星”板块，围绕着生物制品这一“核心”配套满足养殖客户的需求。
- **外源环境逐步优化。**首先在政策环境方面，生物制品的外源环境正在逐步优化，被养殖户诟病的“低质低价”问题正逐步突显，迭加市场上出现的“强免苗市场化销售”现象，相关部委正在逐步加大对这一问题的关注与重视，口蹄疫效力标准、内毒素含量标准提升已经于今年9月1日开始施行，杂蛋白含量标准也将于2015年逐步实施，标准提升对于价格战乱象能够得到有效制止，行业将会回归到“品质制胜”的轨道上来，此外，1899号文将优化生物制品竞争生态，对于以研发与产品线优势健长的公司将最为受益，中牧股份在未来3年将会有持续的优势品种推出，将充分受益于1899号文。第二在大股东支持方面，公司作为中农发旗下唯一生物制品企业，将会持续得到中农发的支持，包括国有资本金项目的支持，与外资合作、渠道开拓方面也将充分受益。
- **13年蓄势，14年待发。**目前股对应13年PE不到20X，我们认为，公司的拐点正在逐步清晰，14年将会逐步体现，逐步迎来盈利与估值双升的局面，维持公司2014年月20.36的目标价，继续给予“买入”评级。

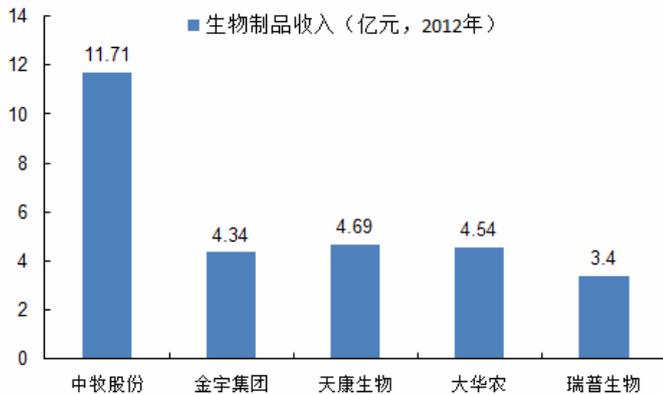
内在变化：悄然发生的改变，足够的产品、渠道支撑

行业变局带来竞争压力，明晰战略整装再出发

- **行业变局推动公司变革。**公司近年来感受到了越来越大的压力，首先：表现在新兴领域--市场苗开拓成果方面，动保行业在近几年发生了比较明显的变革，最大的变化在于规模化养殖比例提升之后，以养殖户自主需求出发的市场化疫苗的需求快速增长，战略布局市场苗较早的公司获得了快速增长，呈现多点开发的态势，公司作为传统龙头感受到了明显的压力；第二：表现在工艺技术水平方面，金宇率先实现悬浮培养工艺，提升产品品质，并且获得了相当的市场认同，作为龙头企业的中牧步伐稍显落后，给予了公司很大的压力，再加上国家提高部分强免苗的标准，进一步推动了公司工艺上的变革；第三：体现为资本市场认知度方面，公司作为龙头企业，无论从产品线、市占率、收入规模、品牌影响力等方面，都处于市场领先，而目前公司的市值仅为50.86亿元，与公司的龙头地位并不匹配，

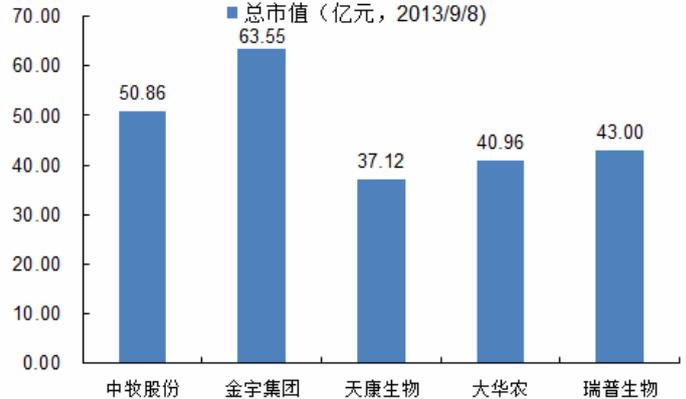
出于行业地位、市值考核等因素，公司面临着资本市场认知度方面的压力。

图表1：公司生物制品收入规模明显领先



来源：国金证券研究所 公司公告，同花顺

图表2：公司市值规模与市场地位并不匹配



- **战略明晰化。**根据目前行业的变化，顺应当前的形势，公司定位养殖业集成服务提供商，在此定位当中，公司仍然强调和突出生物制品板块这一“核心业务”，战略性加码市场苗，同时，根据目前养殖户“一篮子需求”的状况，公司同时加码“卫星业务”来匹配养殖户的需求，化药板块预计将通过外延式收购为主的方式增加公司的产品线广度，饲料板块通过产能自建为主的方式进一步巩固维护公司目前的市场地位。

图表3：公司规划不同板块发展目标

单位 (亿元)	2012年	2015年规划
生物制品	11.71	18
强免疫苗	9.92	12
市场苗	1.79	6
化药	2	6到8亿
饲料 (万吨)	6	18万吨左右

来源：国金证券研究所，公开信息

战略落地：产品储备、渠道辅垫、产能准备稳步推进

- 围绕着公司的战略目标，公司已经开始进行各项准备，从时间维度上来看，13年将会是主要准备工作接近尾声的一年，14年将会是逐步打开局面的一年。卫星板块：化药通过收购来丰富产品线，公司600个经销商的“乘数放大器”作用将会显现，化药有望新增部分千万量级的品种，饲料板块包括贸易都将配套规模户的需求，通过自建产能的形式继续辅助生物制品板块业务。核心板块方面公司将从以下几个方面做足准备：
- **产品储备：大牲畜苗有望带来持续增长，禽苗亦有看点。**我们于之前的报告提过，从行业层面来看，大牲畜苗是我们最为看好的子行业，详见我们之前的报告（2012/8/26，《产品可落地、渠道可嫁接、增长可持续》），具体到公司，雄厚的产品实力有望保障公司充分享受大牲畜苗的快速发展；同时在禽苗板块当中，公司也具有亮点。
- **产品储备1：大牲畜苗方面有望出现多个5000万量级品种。**公司的产品力被市场广泛认同，但我们仍然强调两点，一是目前公司的几个大品种仍然未完全放开手脚，原因是产能限制，像伪狂犬、猪乙脑、猪细小病毒这样的过千万收入疫苗品种供货往往处于紧张的状态；二是公司后续的品种仍然值得期待，我们在之前的报告中已经多有提及，包括今年刚上市的ST猪瘟、猪圆环等疫苗品种，以及随后的腹泻二

联、猪蓝耳-猪瘟二价苗、喘气病、牛传鼻等疫苗品种, 我们提示这些品种基本上都是国内具有核心竞争力的品种, 预计拥有生产能力的基本上在两三家, 预计都将会是约 6 元/头份的品种, 如按目标客户群体 (5 万头以上猪场生猪出栏量+母猪存栏量) 来计算, 这些品种都有望在 2015 年达到 5000 万级收入的品种 (详见下表)。具体来看: 如喘气病品种采用肌肉注射, 相比其它胸腔注射产品具有优势; 如牛传鼻品种目前在国内中牧股份处于绝对领先, 预计该品种 15 年将上市; 再如 ST 猪瘟品种, 普通脾淋苗品种定价约在 0.3 元/头份左右, 公司的品种能卖到 0.9 元/头份左右, 此外 1899 号文将在政策层面上保障这些品种的增长, 我们将在后续进一步详述。

图表4: 公司有望出现多个 5000 万级的品种

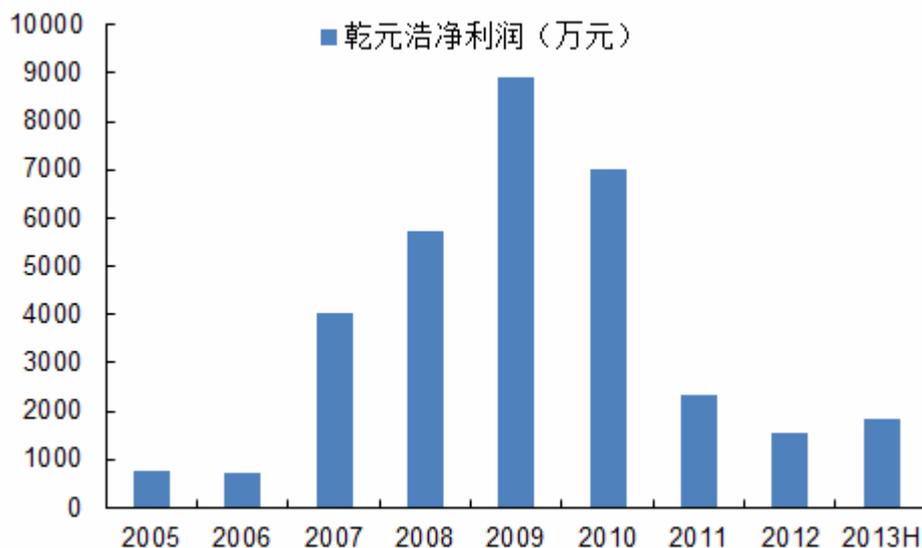
数据项目	数据	备注
5万头以上规模出栏量 (万头)	927	2010年数据
免疫次数 (次/年)	1	
市场渗透率 (%)	30%	2015年预测值
后备母猪存栏量 (万头)	1500	
能繁母猪存栏量 (万头)	5000	
免疫次数 (次/年)	2	
市场渗透率 (%)	30%	2015年预测值
潜在市场容量 (亿头份)	0.42	
中牧股份占有率 (%)	25%	1899号文有望提供部分保障
中牧股份潜在销量 (万头份)	1044.53	
疫苗预计定价 (元/头份)	6	估计值
潜在品种销售规模 (万元)	6267.15	

来源: 国金证券研究所, 畜牧年鉴

- 产品储备 2: 禽苗亦有新的看点。**公司禽苗产品主要依托乾元浩, 上半年禽流感疫苗价格回升 8.8%。关注到市场苗部分, 2012 年销售收入约 9000 万元, 主打产品包括马立克 (千万级产品)、新城疫-流感二价苗、新城疫-法氏囊二价、新城疫-支气管炎-流感三价、新-支-减蛋综合症三价等疫苗产品。关于禽苗我们认为有以下几个亮点: 首先, 公司目前已经实现禽苗全部产品 SPF 化 (2011 年), 处于行业内的领先地位, 产品品质具有优势, 据目前市场上情况来看, 禽苗市场苗“优质优价”也在逐步形成, 公司的 SPF 化下生产的产品品质正在得到认同, 未来可能会有一定的提价动作; 第二: 未来两年上市新产品包括新-法-关节炎三价、法氏囊三价等五个产品, 有望提供新增增长动力; 第三: 乾元浩的管理层于去年底发生了变化, 去年乾元浩业绩不佳, 净利润为 1531.33 万元, 其中四季度亏损是公司整体去年四季度单季度 EPS 为 -0.03 元的主要原因, 今年上半年, 公司止住颓势, 实现净利润达 1824.71 万元, 我们认为今年虽然能否完成目标仍需观察, 但公司向好的迹象已经显现。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

图表5: 乾元浩净利润已经开始回升



来源: 国金证券研究所, 公司公告

- 渠道准备: 常规渠道嫁接性强, 服务型直销渠道开始建设。**公司目前拥有经销商 1500 余家, 其中兽药 (包括生物制品和化药) 约 600 家, 公司的经销商渠道体系已经建立, 按国内地级区划 332 个计算, 已经实现地级市均 2 家的渠道深度; 同时, 公司筛选出了 45 家大型集团客户, 如中粮集团、正大集团、双汇集团、山东六和、双胞胎集团、首农集团、雏鹰农牧、正邦集团、扬翔集团、温氏集团、新五丰集团、长江食品集团等, 针对这些客户提供 1VS1 的服务, 包括方案设计, 技术服务, 一篮子产品供给等等, 目前这一模式从去年开始推广, 目前仍然处于起步阶段, 已经与一家大型企业签订了战略协议, 同时, 公司依托中农发与一省份的畜牧协会合作, 从对全省 20 万头以上养殖规模户入手, 推广公司的产品, 目前已经进入实质推广阶段。
- 产能准备: 工艺提升&产能扩充。**关于公司的产能准备问题, 我们已于前面的报告多次提及, 我们补充说明的是: 公司的产能近年来维持在 130% 以上, 而行业中的正常水平在 70-80% 之间。由于要保障政府苗的供应, 市场苗只能见缝插针式的生产, 加上生产线需要经过清洗洁等步骤才能进行市场苗生产, 中间会有一个月左右的时滞, 因此, 市场苗的产能受到明显的压缩, 体现为公司的销售人员反馈产品供货不稳定的问题频繁出现。工艺方面, 公司悬浮培养技术是无血清培养, 而且除口蹄疫之外, 公司的猪蓝耳、禽流感也验证成功了, 通过了验收, 猪瘟、伪狂犬也正在验证, 因此, 悬浮培养技术公司已经重新走在了前列, 为配合公司的战略目标打下了坚实的基础。

外源变化: 优质优价正在发生, 1899 号文有望优化新产品竞争生态

- 政策环境推动“优质优价”。**被养殖户诟病的“低质低价”问题正逐步突显, 迭加市场上出现的“强免疫苗市场化销售”现象, 相关部委正在逐步加大对这一问题的关注, 口蹄疫效力检测标准、内毒素标准提升已经于今年 9 月 1 日开始施行, 杂蛋白含量标准也将于 2015 年逐步实施, 标准提升对于价格战乱象能够得到有效制止, 行业将会回归到“品质制胜”的轨道上来。

图表6: 口蹄疫标准有所提高

为落实《国家疫病防控中长期规划》，促进口蹄疫防控工作开展，自2013年9月1日起，国家强制免疫用口蹄疫疫苗将逐步执行新的疫苗质量标准。为确保新标准顺利实施，现将有关事项通知如下：

一、标准修订参数和实施时间。在现有口蹄疫疫苗质量标准的基础上，提高效力检验标准，增加内毒素和总蛋白检测参数。

(一) 自2013年9月1日起，新生产的口蹄疫灭活疫苗及合成肽疫苗效力检验标准由每头份3PD50提高到6PD50；新生产的口蹄疫灭活疫苗内毒素每头份疫苗不超过50EU。

(二) 口蹄疫灭活疫苗总蛋白检测参数分两个阶段实施，自2014年1月1日起，对总蛋白含量实施不定期抽样检测，并公开检测结果；2015年1月1日起，总蛋白含量每mL疫苗不高于500ug。

(三) 新的检测参数实施前生产的产品，可在产品有效期内流通使用，并按原质量标准进行监督检验。

二、请中国兽药药品监察所组织拟订效力检验、内毒素和总蛋白检测标准，修订口蹄疫灭活疫苗及合成肽疫苗质量标准，尽快报我部发布执行。同时，要加强口蹄疫疫苗新质量标准执行中的监督与指导，及时收集和反馈相关问题和意见。

三、各口蹄疫疫苗生产企业要结合自身实际，尽快组织企业生产和质量检验人员，认真学习、准确理解新增检测参数，掌握检验技术，确保口蹄疫疫苗质量标准提升工作顺利实施。

农业部办公厅

2013年6月4日

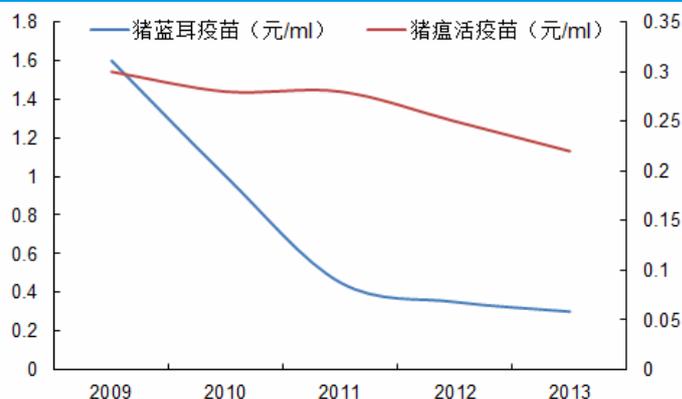
来源：国金证券研究所，农业部

图表7: 主要强免疫苗品种主要生产厂家

疫苗种类	生产家数	行业内主要生产企业
口蹄疫	6	中牧股份、天康生物、金宇集团等
猪蓝耳灭活苗	20	中牧股份、金宇集团、洛阳普莱柯等
猪蓝耳活疫苗	19	中牧股份、金宇集团、大华农等
猪瘟	≥25	中牧股份、广东永顺、武汉中博等
禽流感	8	青岛易邦、中牧股份（乾元浩）、大华农

来源：国金证券研究所，广东省政府采购网

图表8: 猪瘟、蓝耳疫苗生产厂家众多造成价格压制



- **等待进一步政策明确，市场化高端口蹄疫产品可应声推出。**随着悬浮培养工艺的攻克，再加上公司具有优势的合成肽疫苗技术，公司具备了进入高端口蹄疫市场苗的能力，悬浮培养工艺方面，公司具备了足够的竞争力（详见前文），合成肽技术方面，公司是行业内仅有的三家之一，而且可以适应流行毒株的新型合成肽疫苗目前处于绝对领先，合成肽凭借其负反应小，不存在散毒风险，没有杂蛋白的优势同样有实力进入到高端口蹄疫市场苗当中。

- **1899 号文将优化生物制品竞争生态。**2013 年 2 月 16 日的文件明确了新兽药的生产企业数量为最多不超过 3 家，对于以研发与产品线优势健长的公司将最为受益，中牧股份在未来 3 年将会有持续的优势品种推出，将充分受益于 1899 号文，目前已经上市的 ST 猪瘟、猪圆环等产品因在规定前

已经拿到新兽药证书, 不在规定范围之内, 但随后推出的腹泻二联、喘气病、猪蓝耳-猪瘟二价苗、牛传鼻等品种将充分受益。

图表9: 1899 号文有望改变新产品的竞争生态

中华人民共和国农业部公告 第1899号

为加强兽药管理, 保证兽药安全有效, 根据《兽药管理条例》规定, 现就新兽药监测期等有关问题公告如下。

一、新兽药监测期自新兽药批准生产之日起计算。

二、监测期内的新兽药, 每个品种, 包括同一品种的不同规格, 只能由新兽药注册企业生产, 但最多不超过3家(必要时, 按注册排序确定); 新兽药注册单位中无相应生产条件的, 可以转让1家其他企业生产。

三、在产品监测期内, 生产企业应当收集该新兽药的疗效、不良反应等资料, 每满1年向农业部兽药评审中心报送一次监测情况总结报告, 直至监测期结束。报告内容应当真实、完整、准确。

四、农业部兽药评审中心对收到的监测情况总结报告进行评价, 并及时提出评价意见报农业部。农业部根据评价意见, 可以要求企业开展药品安全性、有效性相关研究, 提供相关材料; 对发现药效不确定、不良反应大以及可能对养殖业、人体健康造成危害的兽药, 依法撤销产品批准文号。

五、国内动物疫病防控急需兽药, 依照现有法规规定执行。

六、生产企业违反监测期管理规定的, 依据《兽药管理条例》有关规定实施处罚。

本公告自公布之日起执行。此前已获新兽药证书的, 监测期内企业文号的申领仍按原有规定执行。

农业部

2013年2月16日

来源: 国金证券研究所, 农业部

投资建议: 拐点型公司有望迎来 EPS、估值双提, 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 18.11X, 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。公司处于强免疫苗市场龙头地位, 我们认为不到 20 倍的估值具有安全边际。
- **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。

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	资产总计	2,905	2,025	2,290	3,237	3,638	4,191
%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%	负债	1,171	692	827	752	783	890
营业利润	383	532	283	356	438	526	普通股股东权益	1,519	1,852	1,935	2,226	2,583	3,012
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	负债股东权益合计	2,905	2,756	3,009	3,237	3,638	4,191
税前利润	402	546	290	360	442	530	比率分析						
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	每股指标						
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%	回报率						
							净资产收益率	20.42%	24.34%	12.12%	13.05%	13.83%	14.26%
							总资产收益率	10.68%	16.36%	7.79%	8.97%	9.82%	10.25%
							投入资本收益率	14.21%	14.25%	9.12%	10.80%	11.69%	12.09%
							增长率						
							主营业务收入增长率	26.54%	6.81%	9.38%	10.74%	13.08%	13.84%
							EBIT增长率	9.53%	-1.38%	-30.90%	34.56%	21.60%	19.64%
							净利润增长率	48.96%	45.38%	-47.98%	23.79%	22.98%	20.28%
							总资产增长率	14.36%	-5.11%	9.18%	41.36%	12.40%	15.20%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	36.9	21.4	29.0	25.0	25.0	25.0
							存货周转天数	97.3	80.2	62.1	75.0	75.0	75.0
							应付账款周转天数	37.9	28.6	26.1	27.0	27.0	27.0
							固定资产周转天数	103.0	#DIV/0!	#DIV/0!	89.7	89.4	86.0
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-29.35%	-36.09%	-23.98%	-25.89%	-30.18%	-35.07%
							EBIT利息保障倍数	22.1	45.1	-71.4	930.1	-460.1	-135.7
							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	0	5	5	5	6
增持	0	4	11	11	13
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.44	1.60	1.63	1.65

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
3 2013-08-19	买入	13.06	20.36 ~ 20.36
4 2013-08-27	买入	13.52	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