

2013年11月03日



史丹利 (002588.SZ) 化学肥料行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

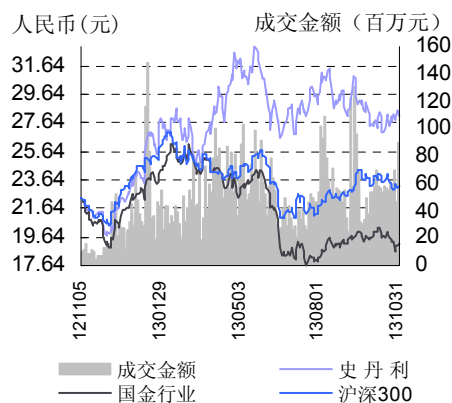
市价(人民币): 28.16元

目标(人民币): 34.20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)	71.14
总市值(百万元)	61.87
年内股价最高最低(元)	32.97/19.76
沪深300指数	2384.96
中小板指数	5795.64



刘波 分析师 SAC 执业编号: S1130511030010
(8621)61038283
liubo@gjzq.com.cn

周思捷 联系人
(8621)60753902
zhousijie@gjzq.com.cn

蒋明远 分析师 SAC 执业编号: S1130512040003
(8621)60753922
jiangmingyuan@gjzq.com.cn

定位清晰、营销领先的复合肥龙头

公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	1.887	1.725	1.817	2.282	2.970
每股净资产(元)	15.67	13.63	15.99	18.96	22.82
每股经营性现金流(元)	0.10	5.50	3.10	3.69	4.86
市盈率(倍)	19.08	18.04	15.90	12.66	9.72
行业优化市盈率(倍)	14.90	16.38	15.03	15.03	15.03
净利润增长率(%)	39.59%	18.83%	36.91%	25.63%	30.16%
净资产收益率(%)	12.04%	12.65%	14.77%	15.65%	16.92%
投资逻辑(元)	130.00	169.00	219.70	219.70	219.70

来源: 公司年报, 国金证券研究所

■ **复合肥行业集中度低, 区域竞争激烈。**复合肥是指氮、磷、钾三种养分中, 至少有两种养分标明量是由化学方法或掺混方法制成的肥料。2012年国内有生产许可证的复混(复合)肥企业4933家, 产能约2亿吨, 总产量达到5320万吨, 前10名市占率总和只有28%。行业资产轻, 表观生产门槛不高(实际做好也未必容易), 经济运输半径短(仅500公里), 以确定产是区别于其他大宗化工品的重要特征。随着我国农业需求持续增长, 土地通过流转加速集中, 复合肥需求也将保持长期稳定增长。

■ **公司定位清晰、擅长品牌营销, 近年在行业两极分化演变中脱颖而出。**依靠终端客户对化肥品牌的信赖度(一旦用好, 不轻易更换品牌), 不断开拓销售区域。公司广告深得宝洁等全球营销高手的精髓, 上至央视、地台有效黄金播放时段, 下至田间地头小广告。2012年投入广告费10116万元, 较2010年增长5159万元, 增额领先主要竞争对手。

公司大量投放名人代言广告, 并使用“百辆车体万面墙体”覆盖农村田间地头, “高”、“地”结合拉动销售增长。2008~2013年, 公司先后与国家杂交水稻、玉米、棉花工程技术研究中心战略合作, 进一步提升品牌形象, 并通过捐助“史丹利”奖学金、“史丹利*姚基金”希望小学, 迅速与地方市场拉近关系。渠道上, 公司提出“一县一户一品牌”战略, 推进扁平化, 严控串货并直派业务员辅助经销商推广。

■ **公司精于管理, 议价力较强。**公司2012、2013年末产能分别为220、460万吨, 仅次于金正大。今年以来, 单质肥价格连续走低, 但复合肥仅下调两次价格, 总体也比成本下降要少。我们从财务角度分析了公司营销推广的成果。从杜邦分析上看, 2012年公司ROE达13%, 同行业上市公司中排名第二, 仅次于金正大的16%, 这主要是因为公司新产能尚未有效投放导致资产周转率暂时落后。从现金循环周期看, 公司2012年数值为-2天, 远低于同行业上市公司33~161天的区间, 表明公司对上下游均具备较强话语权, 仅靠占用资金即可正常运营。公司优异的现金流将为未来发展带来充分保证。

投资建议

■ 我们预计随着明年公司在湖北、河南产能的有效释放, 销量可取得30%左右的增长。预计公司2013~2015年EPS1.82、2.28、2.97元/股, 给予公司2014年15倍PE, 目标价34.2元, “买入”评级。

风险

■ 单质肥持续低迷, 复合肥存在降价风险; 竞争激烈, 收入增长不达预期

内容目录

复合肥行业呈区域完全竞争格局，长期发展空间大	4
公司营销定位清晰，管理能力行业领先	6
侧重品牌、渠道，以营销、服务拉动销售	6
对上下游议价力强，管理效率业内领先	10
投资建议	13
风险提示	13
附录：三张报表预测摘要	14

图表目录

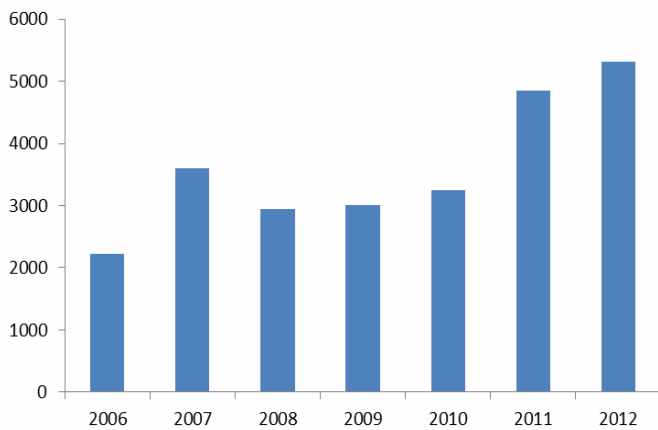
图表 1: 我国复合肥总产量 (万吨)	4
图表 2: 我国复合肥行业产量分布 (2012)	4
图表 3: 单质肥价格走势	4
图表 4: 复合肥市场价格走势 (山东, 元/吨)	4
图表 5: 农作物复合肥用量在缓慢提升 (公斤/亩)	5
图表 6: 复合化率在逐渐上升	5
图表 7: 各类农作物播种面积变化	5
图表 8: 各省施肥复合化率 (2011)	6
图表 9: 以 50%复合化率计算的各省复合肥市场空间 (万吨/年)	6
图表 10: 公司收入情况 (亿元)	7
图表 11: 公司收入构成	7
图表 12: 史丹利高塔复合肥	7
图表 13: 史丹利三安复合肥	7
图表 14: 范伟代言的史丹利广告	8
图表 15: 陈佩斯代言的史丹利广告	8
图表 16: 公司产品宣传车队	8
图表 17: 公司在农村的墙面广告	8
图表 18: 袁隆平成为公司特聘顾问	9
图表 19: 公司和国家玉米工程技术研究中心签约	9
图表 20: 史丹利·姚基金捐助的当阳希望小学揭牌	9
图表 21: 史丹利河南宁陵产能投产	9
图表 22: 公司季度盈利情况	10
图表 23: 公司季度三费比例	10
图表 24: 公司占用资金能力增加	10
图表 25: 公司占用上下游资金的总额变化 (百万元)	10
图表 26: 公司对上下游资金的占用情况 (百万元)	11

图表 27: 公司产能扩张规划 (万吨)	11
图表 28: 公司固定资产周转率情况	11
图表 29: 复合肥公司 ROE 比较	12
图表 30: 销售净利率比较	12
图表 31: 资产周转率比较	12
图表 32: 权益乘数比较	12
图表 33: 复合肥公司现金循环周期比较	13
图表 34: 净应收账款周转天数比较	13
图表 35: 存货周转天数比较	13
图表 36: 净应付周转天数 比较	13
图表 37: 可比上市公司估值	13

复合肥行业呈区域完全竞争格局，长期发展空间大

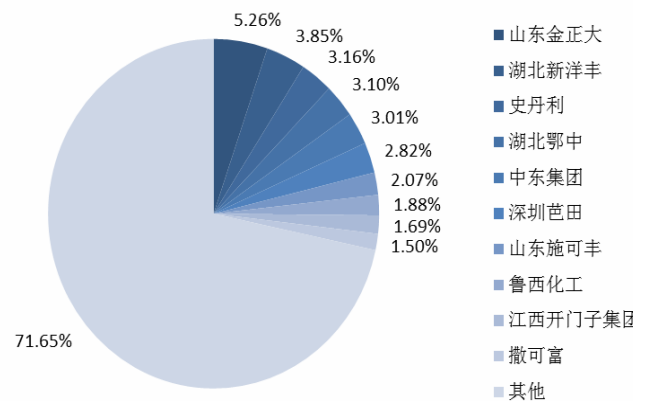
- **复合肥行业进入门槛低，竞争激烈，盈利总体稳定。**复合肥是指氮、磷、钾三种养分中，至少有两种养分标明量是由化学方法或掺混方法制成的肥料。与单质肥相比，复合肥具有平衡施肥、低氮环保、结构均匀和有效含量高的特点。我国复合肥行业起步较晚，上世纪八十年代中期才有少量复合肥料开始投放市场，但由于市场进入门槛低，固定资产投资小，我国复合肥产能迅速扩大，是一个集中度较低的完全竞争市场。
- 截至 2012 年，国内有生产许可证的复混（复合）肥企业 4933 家，产能约 2 亿吨，复合肥的总产量达到 5320 万吨，较 2011 年同比增长 9.85%。根据《复混肥料（复合肥料）生产准入条件》（初稿），目前新建和改扩建复肥装置的国家行业准入门槛是 20 万吨/年，现有复混肥生产装置采用团粒法圆盘造粒，或单套装置规模低于 5 万吨/年团粒法和挤压法工艺的，3 年内必须淘汰，这也使得部分中小产能在加紧上马新装置。近期行业产能过剩的现状不会改变。

图表1：我国复合肥总产量（万吨）



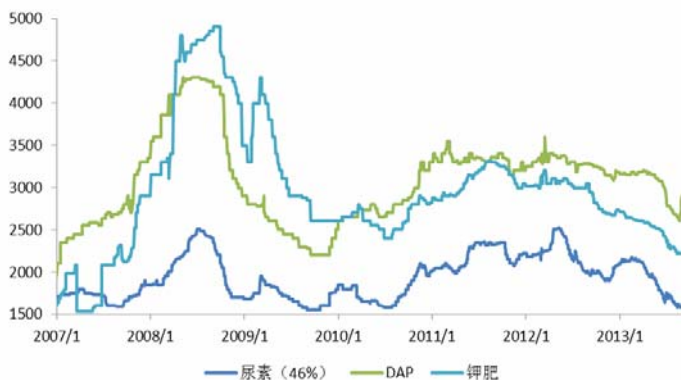
来源：百川资讯，公司公告，国金证券研究所

图表2：我国复合肥行业产量分布（2012）



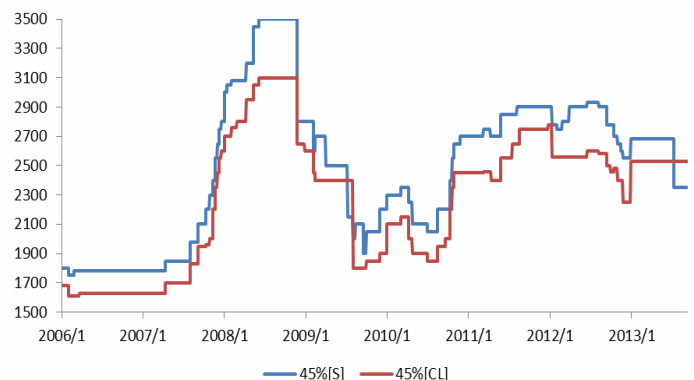
- 复合肥价格与单质肥相关程度较强，行业盈利通常不会出现强周期特征，是一个市场跟随化肥、农业需求持续稳定增长行业。从历史价格变化中可见，复合肥价格总体和单质肥走势一致。

图表3：单质肥价格走势



来源：化工在线、百川资讯，国金证券研究所

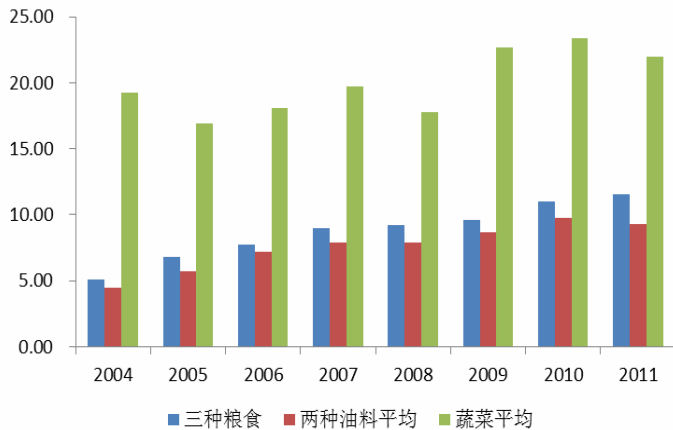
图表4：复合肥市场价格走势（山东，元/吨）



- **从长远看，我国复合肥发展仍具有较大空间。**这主要体现在 1) 我国粮食需求将持续增长，对应化肥需求增长；2) 与发达国家相比，我国农业集中程度低，化肥施用的复合化率也较低，未来提升的空间较大。近年来，瓜果蔬菜等高附加值的经济作物的种植面积扩大，对肥料质量的要求提供，细分市场的需求不断增长，缓释肥，水溶肥，硝基肥，生物肥等新产

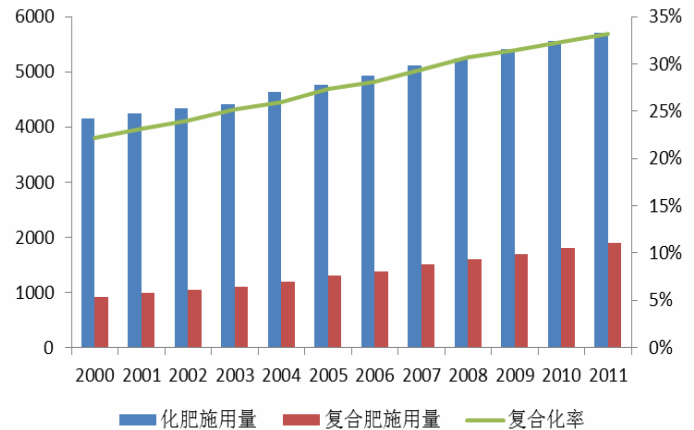
品层出不穷。从我国农作物总播种面积看，2005年以来一直保持1%~2%左右的增速，为复合肥行业的长期发展提供了保证。

图表5: 农作物复合肥用量在缓慢提升(公斤/亩)

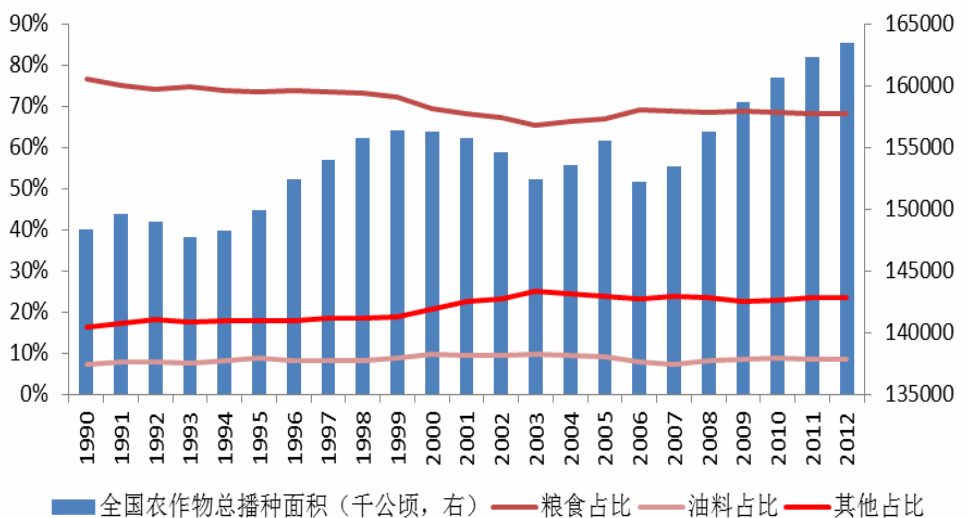


来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表6: 复合化率在逐渐上升



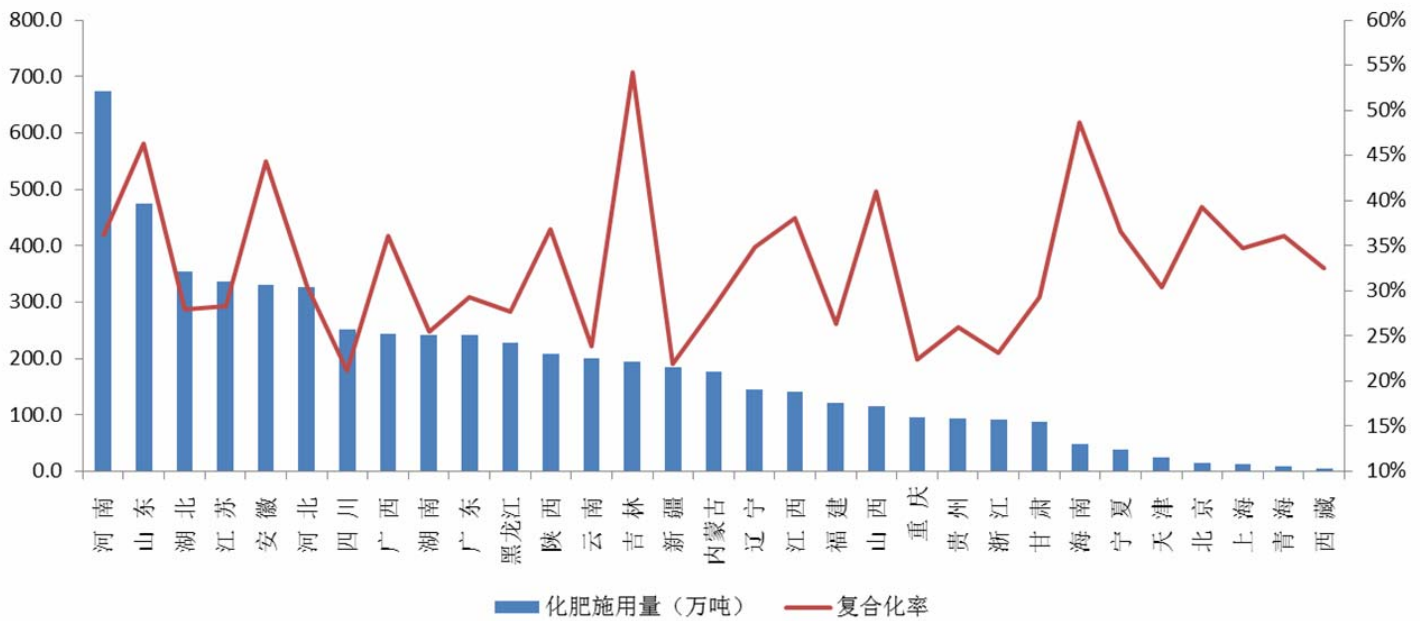
图表7: 各类农作物播种面积变化



来源: 同花顺, 国金证券研究所

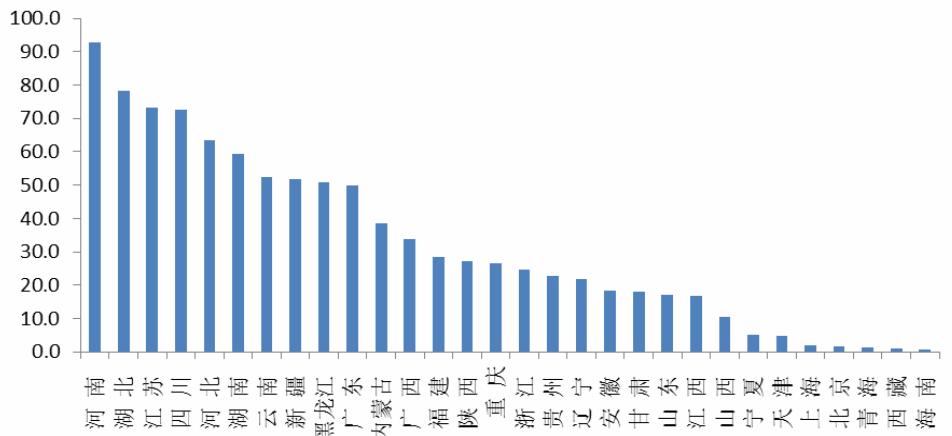
- 复合肥跨地运输成本较高, 运输经济半径为 500 公里, 行业竞争的区域性明显。从各省的角度看, 化肥使用量最大的河南、湖北、江苏也是复合肥市场空间最大的省份。以 50% 的复合化率计算, 河南还有 93 万吨/年的空间, 湖北、江苏、四川、河北等省的空间也均在 70 万吨/年左右。为在竞争中取得先机, 在目标市场的 500 公里半径范围内设立生产基地是龙头企业的最佳选择。

图表8: 各省施肥复合化率 (2011)



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表9: 以 50%复合化率计算的各省复合肥市场空间 (万吨/年)



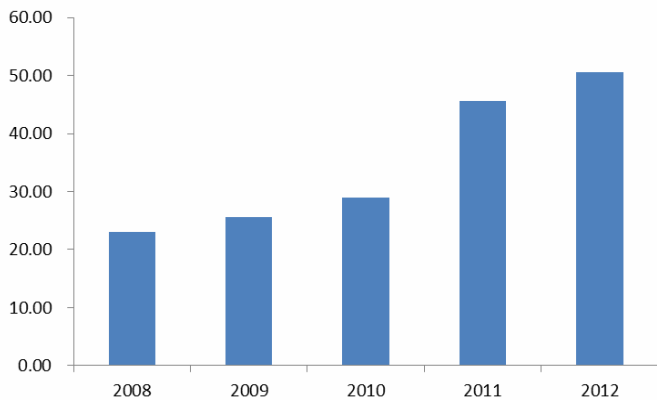
来源: 国家统计局, 国金证券研究所

公司营销定位清晰, 管理能力行业领先

侧重品牌、渠道, 以营销、服务拉动销售

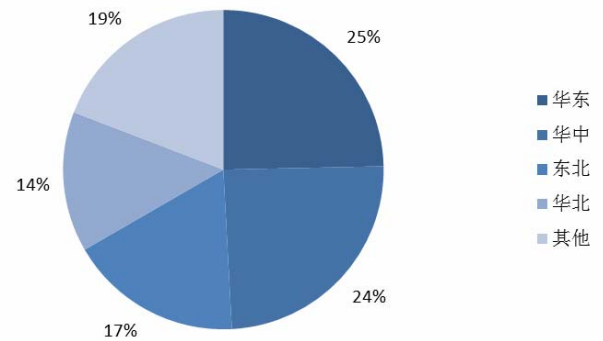
- 公司将自身定位于销售型公司。复合肥轻资产的特性决定了行业以销定产, 营销具有重要地位, 通常 200 万吨的尿素企业只需要销售人员十几人, 而复合肥企业 160 万吨的销量需要 600 多销售人员。公司对营销的重要性有深刻认识, 曾多次提出, 将自身定义为流通性的销售型而非生产型的企业, 把营销及渠道作为发展重点。

图表10: 公司收入情况 (亿元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表11: 公司收入构成



- **优质产品是公司立身的基础。**公司以高塔复合肥生产起家, 2004 年建成了国内首条高塔复合肥生产线, 生产实力处于国际领先水平。技术方面, 公司具有高浓度、生态、多元素、长效化、专用化等多种复合肥产品的生产能力, 拥有“一种熔体料浆塔式造粒复合肥及其制造方法”和“一种生物腐殖酸复合肥及其制造方法”等国家发明专利, 生产的高塔熔体造粒复合肥、两步氨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”。这为公司提供了在激烈竞争中生存的基础。

图表12: 史丹利高塔复合肥



所属类别	复合肥
产品名称	高塔复合肥
产品描述	

颜色为白色, 本产品采用的生产工艺为喷浆造粒, 水份含量低, 具有颗粒圆滑, 养分充足, 释放快吸收快, 质量稳定等优点, 配方合理, 适用范围广, 能满足不同作物生长发育期的养分需求。

图表13: 史丹利三安复合肥



所属类别	复合肥
产品名称	三安复合肥
产品描述	

颜色为咖啡色, 本产品采用的生产工艺为干粉物理团粒法, 是目前国内养分含量最高配比, 养分充足、施用量少且效果明显, 有助于作物的生长发育。建议施肥量40~50公斤/亩为宜。

来源: 公司网站, 国金证券研究所

- **“高空”、“地面”宣传并举, 公司采取大规模轰炸的营销策略。**据我们分析, 公司的高空广告策略采取高密度、大宣传、请名人的方式, 博取大量眼球, 树立公司产品的正面形象, 并主打史丹利单一品牌, 在央视和各大卫视投放高密度的广告, 这与加多宝、脑白金等成功营销的思路有一致之处。

图表14: 范伟代言的史丹利广告



来源: 网络媒体, 国金证券研究所

图表15: 陈佩斯代言的史丹利广告



- 在地面端, 公司针对农村市场的特点, 制定“百辆车体万面墙体”的深度传播计划, 农村田间地头的公司宣传车、宣传广告随处可见。

图表16: 公司产品宣传车队



来源: 网络媒体, 国金证券研究所

图表17: 公司在农村的墙面广告



- 公司与多个国家级农业研发机构合作, 科学用肥形象深入人心。2008年, 公司率先提出了“良种良肥良法”的农业合作模式, 先后与国家杂交水稻工程技术研究中心、国家玉米工程技术研究中心、国家小麦工程技术研究中心、国家棉花工程技术研究中心签订战略合作签约仪式, 聘请袁隆平、金涌成为公司特聘顾问。与国内顶尖农业专家签约, 实现良种良肥的科学配套, 使得公司优质肥料的形象深入人心。

图表18: 袁隆平成为公司特聘顾问


来源：网络媒体，国金证券研究所

图表19: 公司和国家玉米工程技术研究中心签约


- 公司宣传向树立负责任的公众形象侧重，迅速与地方拉近关系。2013年1月，公司向河南农业大学捐赠“史丹利”奖学金50万元。5月19日，著名篮球运动员姚明代表当阳市史丹利·姚基金向湖北省青基会捐赠100万元，用于资助当阳草埠湖镇中心小学新教学楼建设，宜昌、当阳市委领导均出席捐助仪式。当晚“魅力史丹利、情系三农、幸福当阳”大型公益演出由王小丫主持，谢霆锋、韩红、吉克隽逸等当红明星出演，其中穿插着明星们对史丹利各类产品的介绍、推广，使得史丹利品牌迅速在当地深入人心。

图表20: 史丹利·姚基金捐助的当阳希望小学揭牌


来源：网络媒体，国金证券研究所

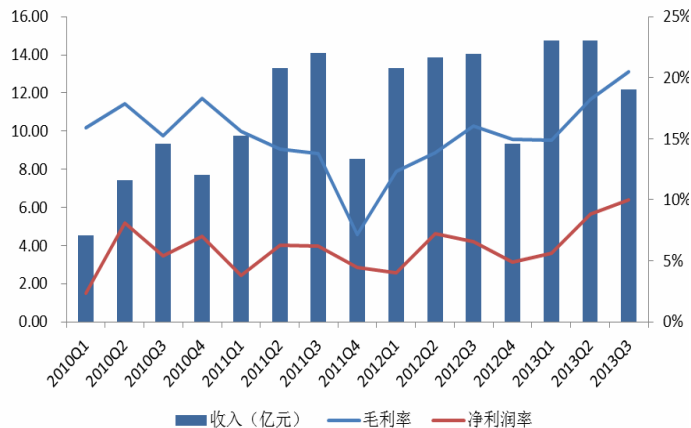
图表21: 史丹利河南宁陵产能投产


- 渠道方面，公司提出“一县一户一品牌”战略，即在每个县仅设一名一级经销商，并配备一名业务员。经销商负责铺建渠道，而公司业务员负责协助经销商进行布点规划、培训销售人员，并监督经销商的串货行为。目前公司拥有一支900多人的具有丰富销售经验的销售队伍，建立了覆盖全国大部分省级区域的销售网络，发展了许多实力强、信用好、在当地优势突出的一级经销商。目前行业处于困难期，主要因为2012年以来单质肥一直呈下跌趋势，价格与复合肥价差拉大，导致经销商由于担心存货跌价而不愿大力推广。公司计划在明年进一步推动渠道下沉，采用公司出基本工资，经销商出奖金提成的方式招募更多销售人员，通过更深入的服务打开市场。

对上下游议价力强，管理效率业内领先

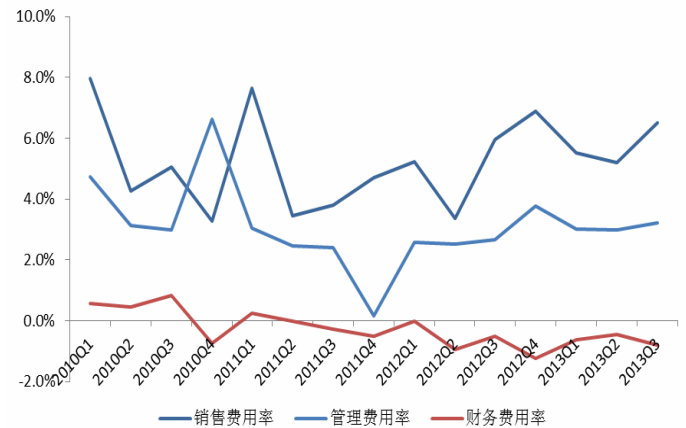
- 强大品牌使得公司议价力较强，对上下游资金均有所占用，减轻自身运营负担。公司具体营销推广、渠道管控的效果如何？我们用几组财务数据来说明问题。公司上市以来，销售费用率稳中有升，但毛利率、净利率自2013年以来也保持了明显的上升态势，总体盈利不断增长。

图表22：公司季度盈利情况



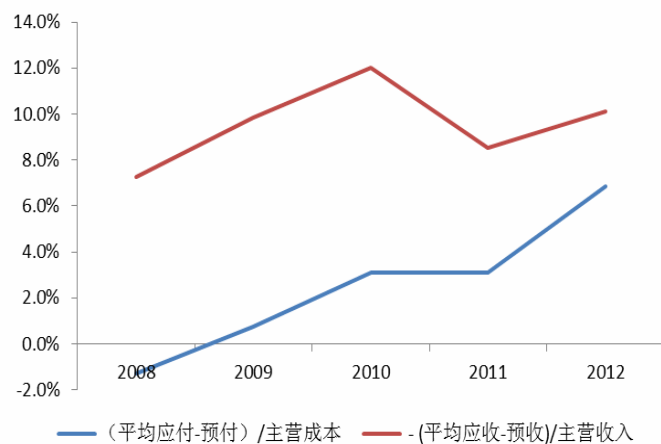
来源：国金证券研究所

图表23：公司季度三费比例



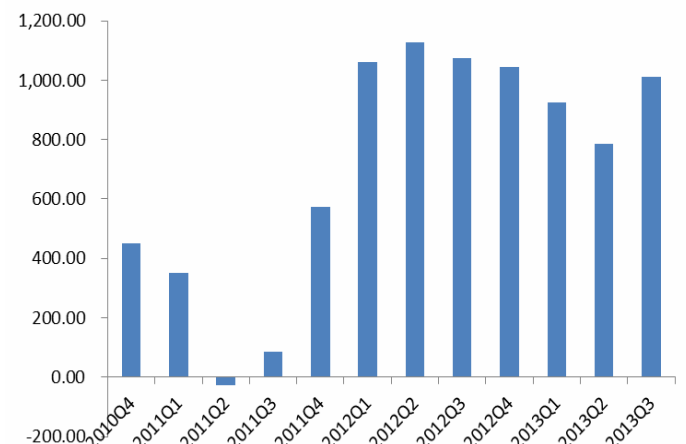
- 我们用“净应付款”（应付账款+应付票据-预付款项）代表公司对上游（单质肥）欠款的能力，用“净应收款”（应收账款+应收票据-预收款项）代表下游（经销商）对公司欠款的能力，并用“净应付-净应收”来代表公司对上下游总的欠款能力。从下图中可见，公司对上游的欠款能力自2008年以来连续提升，占主营业务成本的比例不断提高；对下游，则经历了2011年的下滑后，2012年重回上升轨道。从季度占用资金总额中可见，公司2012年以来占用总资金一直维持高位，对上下游的强势地位稳固。

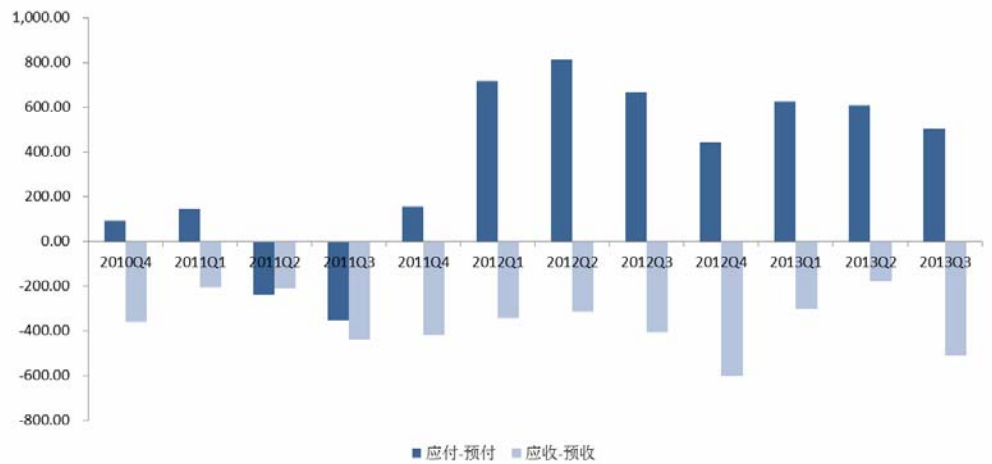
图表24：公司占用资金能力增加



来源：公司公告，国金证券研究所

图表25：公司占用上下游资金的总额变化（百万元）



图表26: 公司对上下游资金的占用情况 (百万元)

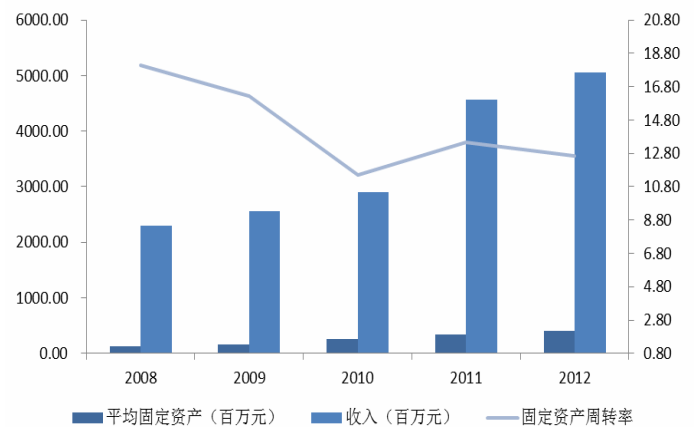
来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 公司现产能为 220 万吨, 今年底部分项目投产后可达到 460 万吨。从固定资产周转率上看, 公司 2010 年以来的周转速度与 2008、2009 年相比有所减缓, 这也是因为公司需以销定产, 通过激发农民需求来拉动自身开工率提升, 这也是行业区别于传统化工行业之处。

图表27: 公司产能扩张规划 (万吨)

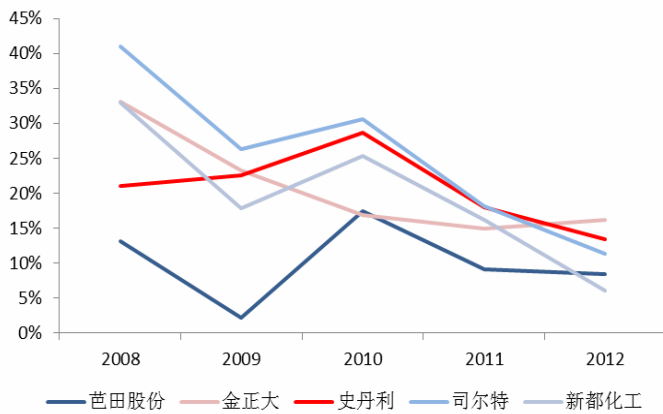
	2011	2012	2013	2014E
山东临沂	120	120	120	170
吉林	20	20	20	20
湖北当阳			80	80
河南遂平			80	80
河南宁陵			80	80
山东平原	50	50	50	60
广西贵港	30	30	30	40
共计	220	220	460	530

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表28: 公司固定资产周转率情况

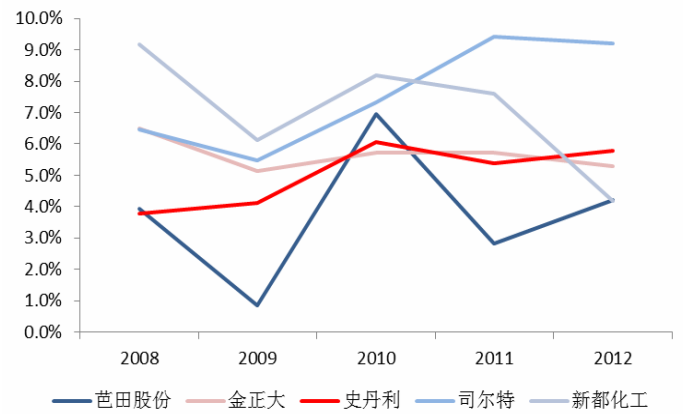
- 从 2008~2012 的年度数据中, 亦可见公司 ROE 在行业内处于领先地位。使用杜邦分析对行业中各上市公司进行拆分, 可见公司的销售净利率与同行相比较为平稳, 而资产周转率和权益乘数呈缓慢下降趋势。这也和公司原有产能布局到位, 市场竞争趋于激烈有关。公司明年新产能有效投放后, 前期铺垫的销售投入效果将显现, 拉动销售收入增长, 资产周转率将重回升势。

图表29: 复合肥公司 ROE 比较

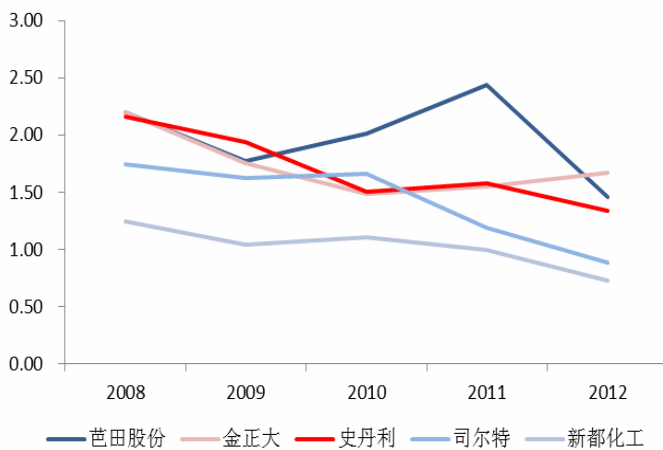


来源: 同花顺, 国金证券研究所

图表30: 销售净利率比较

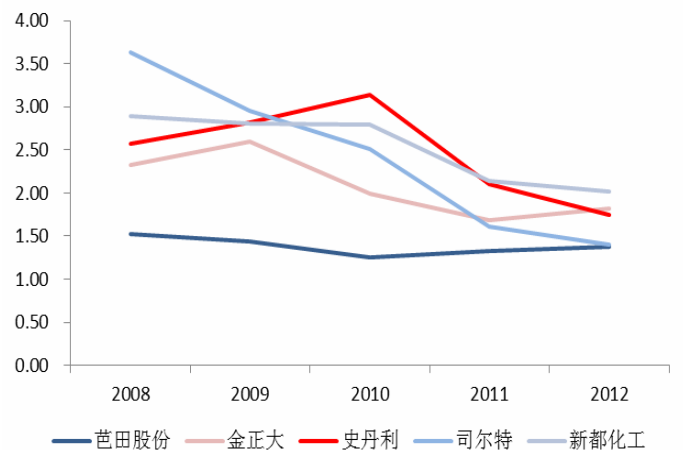


图表31: 资产周转率比较

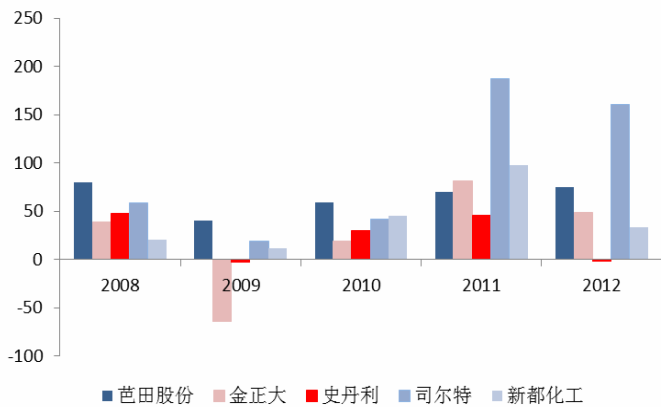


来源: 同花顺, 国金证券研究所

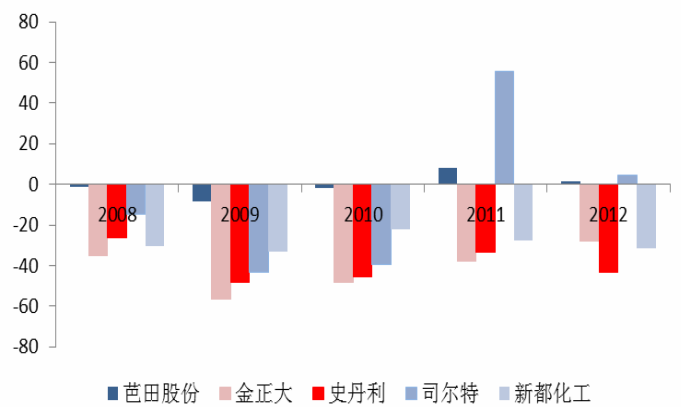
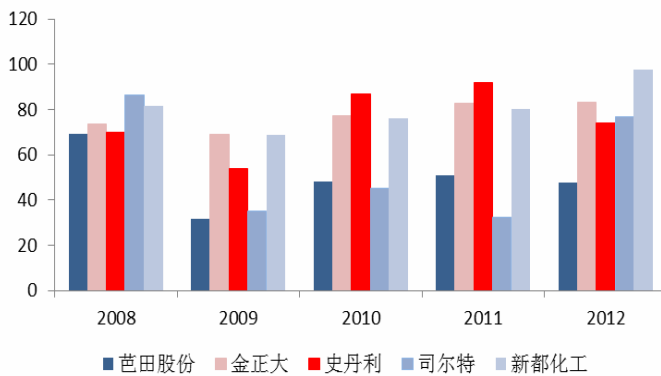
图表32: 权益乘数比较



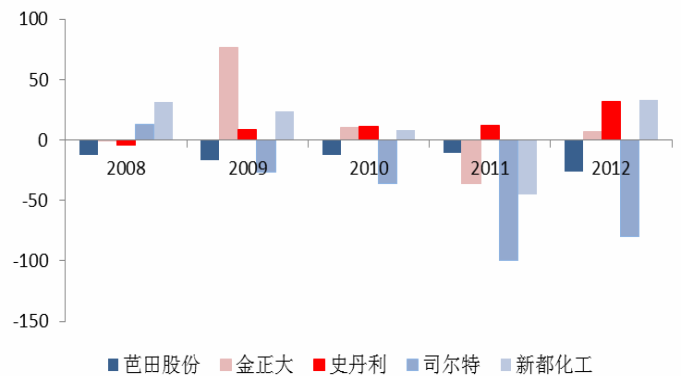
- 从行业的现金循环周期（净应收款周转天数+存货周转天数-净应付款周转天数）看，2012年公司的现金循环周期是-2天，也是上市同行中唯一现金循环周期为负值的公司，其余公司分别是新都化工（33天）、金正大（49天）、芭田股份（75天）和司尔特（161天）。拆分看，公司净应收账款周转天数全行业最低，仅-44天；存货周转天数也处于仅次于芭田股份的低位，仅74天；净应付周转天数也位于行业前列，为32天。总体而言，现金循环周期为负，表明公司依靠经销商和供货商的资金即可运营，公司资金、运营效率均较高。

图表33: 复合肥公司现金循环周期比较


来源: 同花顺, 国金证券研究所

图表34: 净应收账款周转天数比较

图表35: 存货周转天数比较


来源: 同花顺, 国金证券研究所

图表36: 净应付周转天数比较


投资建议

- 我们预计随着明年公司在湖北、河南产能的有效释放, 配合公司的营销攻势, 销量可取得 30% 左右的增长。预计公司 2013~2015 年 EPS1.82、2.28、2.97 元/股, 给予公司 2014 年 15 倍 PE, 目标价 34.2 元, “买入”评级。

图表37: 可比上市公司估值

股票代码	上市公司	最新收盘价	EPS			PE		
			2012	2013E	2014E	2012	2013E	2014E
002470.sz	金正大	17.63	0.78	1.01	1.32	23	17	13
002170.sz	芭田股份	4.63	0.21	0.24	0.36	22	19	13
002539.sz	新都化工	7.65	0.37	0.30	0.42	21	26	18
002538.sz	司尔特	8.90	0.58	0.69	0.92	15	13	10

来源: 国金证券研究所

风险提示

- 单质肥持续低迷, 复合肥存在降价风险
- 行业竞争激烈, 收入增长不达预期

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	2,901	4,569	5,057	5,430	6,815	8,874
增长率		57.5%	10.7%	7.4%	25.5%	30.2%
主营业务成本	-2,413	-3,972	-4,335	-4,507	-5,657	-7,366
%销售收入	83.2%	87.0%	85.7%	83.0%	83.0%	83.0%
毛利	488	596	721	923	1,159	1,509
%销售收入	16.8%	13.0%	14.3%	17.0%	17.0%	17.0%
营业税金及附加	-1	-1	-3	-3	-3	-4
%销售收入	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
营业费用	-140	-214	-264	-299	-375	-488
%销售收入	4.8%	4.7%	5.2%	5.5%	5.5%	5.5%
管理费用	-124	-98	-142	-163	-204	-266
%销售收入	4.3%	2.1%	2.8%	3.0%	3.0%	3.0%
息税前利润 (EBIT)	223	283	313	459	576	750
%销售收入	7.7%	6.2%	6.2%	8.5%	8.5%	8.5%
财务费用	-8	6	32	34	43	56
%销售收入	0.3%	-0.1%	-0.6%	-0.6%	-0.6%	-0.6%
资产减值损失	-1	-1	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	214	288	345	493	619	806
营业利润率	7.4%	6.3%	6.8%	9.1%	9.1%	9.1%
营业外收支	3	10	12	0	0	0
税前利润	217	298	357	493	619	806
利润率	7.5%	6.5%	7.1%	9.1%	9.1%	9.1%
所得税	-41	-53	-65	-94	-118	-153
所得税率	19.0%	17.7%	18.3%	19.0%	19.0%	19.0%
净利润	176	245	291	399	501	653
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	176	245	291	399	501	653
净利率	6.1%	5.4%	5.8%	7.3%	7.4%	7.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	176	245	291	399	501	653
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	33	39	48	53	68	88
非经营收益	14	29	-1	8	0	0
营运资金变动	-349	-300	592	65	55	81
经营活动现金净流	-126	14	930	524	624	822
资本开支	-100	-150	-437	-181	-9	-210
投资	0	0	0	-1	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-100	-150	-437	-182	-9	-210
股权募资	0	1,097	0	0	0	0
债权募资	189	0	-340	-64	0	1
其他	-70	14	-27	0	0	0
筹资活动现金净流	119	1,112	-367	-64	0	1
现金净流量	-107	975	126	278	615	613

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	403	1,325	1,494	1,772	2,387	3,000
应收款项	14	27	18	22	28	37
存货	689	1,149	1,024	1,111	1,395	1,816
其他流动资产	667	395	504	453	568	739
流动资产	1,773	2,895	3,040	3,359	4,378	5,591
%总资产	78.2%	92.0%	83.8%	74.6%	80.1%	82.3%
长期投资	4	4	4	5	4	4
固定资产	333	33	292	880	817	933
%总资产	14.7%	1.0%	8.1%	19.6%	15.0%	13.7%
无形资产	153	213	254	256	262	267
非流动资产	493	253	587	1,143	1,084	1,206
%总资产	21.8%	8.0%	16.2%	25.4%	19.9%	17.7%
资产总计	2,266	3,148	3,627	4,502	5,462	6,798
短期借款	340	340	0	0	0	0
应付款项	1,176	1,032	1,626	1,743	2,188	2,849
其他流动负债	32	38	68	56	70	91
流动负债	1,548	1,410	1,695	1,799	2,258	2,940
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	15	64	64	0	0	0
负债	1,563	1,473	1,759	1,799	2,258	2,941
普通股股东权益	703	2,038	2,304	2,703	3,204	3,857
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	2,266	3,511	4,063	4,502	5,462	6,798

比率分析

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
每股指标						
每股收益	1.802	1.887	1.725	1.817	2.282	2.970
每股净资产	7.211	15.673	13.630	15.992	18.959	22.820
每股经营现金净流	-1.295	0.105	5.505	3.103	3.691	4.863
每股股利	0.000	0.000	0.200	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	24.99%	12.04%	12.65%	14.77%	15.65%	16.92%
总资产收益率	7.76%	6.99%	7.17%	8.87%	9.18%	9.60%
投入资本收益率	17.34%	9.80%	11.09%	13.75%	14.56%	15.75%
增长率						
主营业务收入增长率	13.32%	57.50%	10.68%	7.39%	25.51%	30.21%
EBIT增长率	73.50%	26.65%	10.46%	46.83%	25.50%	30.21%
净利润增长率	66.66%	39.59%	18.83%	36.91%	25.63%	30.16%
总资产增长率	43.28%	54.94%	15.72%	24.12%	21.33%	24.46%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
存货周转天数	80.8	84.4	91.5	90.0	90.0	90.0
应付账款周转天数	24.6	16.4	10.9	11.0	11.0	11.0
固定资产周转天数	31.8	27.2	28.8	32.7	33.4	30.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-8.97%	-48.33%	-64.87%	-65.58%	-74.50%	-77.76%
EBIT利息保障倍数	28.6	-48.6	-9.6	-13.6	-13.4	-13.5
资产负债率	68.97%	41.96%	43.30%	39.96%	41.34%	43.27%

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	1	4	4	4	10
增持	2	7	8	9	16
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.67	1.64	1.65	1.67	1.65

来源：朝阳永续

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。

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: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD