

长青股份 (002391.SZ) 化学农药行业

评级: 买入 维持评级

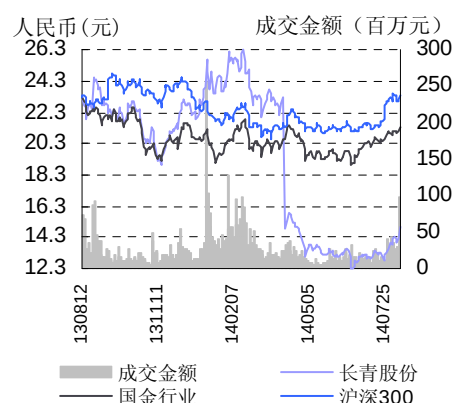
市价 (人民币): 14.92 元

扎实经营, 稳步发展的农化明星

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)	154.83
总市值(百万元)	4,704.36
年内股价最高最低(元)	26.34/12.30
沪深 300 指数	2365.35
中小板综指	6961.02



公司基本情况 (人民币)

项 目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	0.775	0.916	0.773	0.948	1.106
每股净资产(元)	8.48	9.23	7.26	8.21	9.31
每股经营性现金流(元)	0.80	0.98	0.84	0.92	1.19
市盈率(倍)	21.82	26.09	17.11	13.95	11.96
行业优化市盈率(倍)	34.76	46.00	44.18	44.18	44.18
净利润增长率(%)	40.61%	20.71%	26.60%	22.67%	16.68%
净资产收益率(%)	9.14%	9.92%	10.65%	11.55%	11.88%
总股本(百万股)	205.75	210.20	315.31	315.31	315.31

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **技术、环保优势显著, 新基地带来增长动能:** 公司是亚太地区最早被先正达公司授予 HSE 进步奖的生产企业之一, 产品以高效、低毒、低残留农药为主, 具有 20 余种原药和 80 余种制剂的农药登记和生产许可, 主要产品如吡虫啉、氟磺胺草醚和三环唑市场份额稳居前三。公司今年 6 月成功发行 6.3 亿元可转债, 用于投资建设公司本部及南通基地 7 个原药项目。目前年产 2000 吨麦草畏、1000 吨啉虫脒已投产, 年产 3000 吨 S-异丙甲草胺原药、1000 吨 2-苯并咪唑酮中间体项目、研发中心大楼和行政办公楼项目已进入装修施工阶段。按可转债说明书预计, 项目全部建成后可增加公司收入 8.4 亿元, 净利润 1.04 亿元, 这意味着公司净利润在 2013 年的基础上具有 50% 的增长空间。
- **经营能力出色, 公司周转能力不断加强:** 公司净利润率近年来保持在 10%~15% 区间内。2010 年 4 月上市后, 13 亿元募集资金使得公司资产周转率和权益乘数从 2009 年的 128% 和 2.0 下降至 2011 年的 59% 和 1.1, ROE 也从 39% 下滑至 7%。近年来, 凭借出色的管理能力及募投项目的投产, 公司资产周转率上升到 2013 年的 74%, 现金转换周期也从 2011 年的 163 天下降到了 2013 年的 121 天, 逐渐趋向 2007~2009 年行业盈利高峰时期, ROE 回升至 10%。随着公司如东项目不断投产, 公司周转率及盈利能力有望再创新高。
- **全球农化市场继续增长, 国内企业强者更强:** 2013 年全球作物保护市场销售额达 591 亿美元, 较 2012 年增长 10%, AgroPages 预计 2018 年全球作物保护市场销售额达 795 亿美元, 2014~2018 年的复合增长率为 6%。先正达、拜耳、巴斯夫、陶氏、孟山都和杜邦六大巨头的农化销售收入 2013 年合计增速为 11%, 拉动了对中国原药的需求。我国农药行业在环保高压下开始整合进程, 2013 年百强收入门槛提升至 3 亿元, 行业完成 12 次并购整合。随着工信部收紧新核准农药生产企业数目, 农药企业的整合趋势将加剧, 以公司为代表的处于园区内的优质农药企业未来发展空间巨大。

投资建议

- 我们预计公司 2014~2016 年 EPS0.77、0.95、1.11 元/股。维持“买入”评级。

风险提示

- 农药市场竞争加剧, 国际农化巨头收入下滑, 如东基地投产低于预期。

周思捷 分析师 SAC 执业编号: S1130514040001
(8621)60230247
zhousijie@gjzq.com.cn

蒋明远 分析师 SAC 执业编号: S1130512040003
(8621)60230216
jiangmingyuan@gjzq.com.cn

刘波 分析师 SAC 执业编号: S1130511030010
(8621)60230215
liubo@gjzq.com.cn

内容目录

公司经营能力优秀，如东基地提供增长来源	3
国际农化市场稳步发展，国内企业强者愈强	6
盈利预测与估值	10
附录：三张报表预测摘要	11

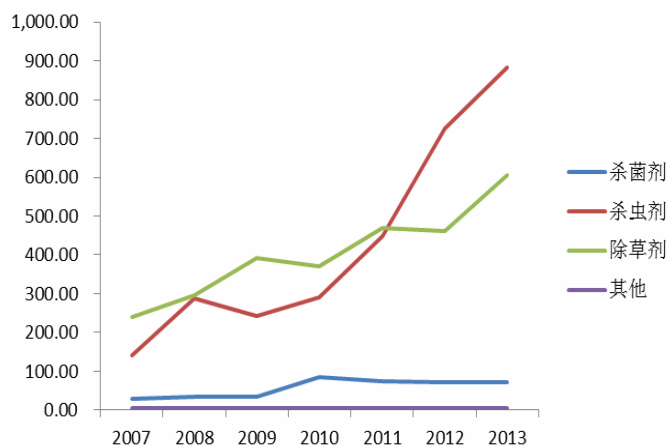
图表目录

图表 1：公司历年收入构成（百万元）	3
图表 2：公司各产品毛利率	3
图表 3：公司收入和盈利情况	3
图表 4：公司 ROE 杜邦分析	3
图表 5：公司总资产构成（百万元）	4
图表 6：公司现金转换周期缓慢下降	4
图表 7：公司在 2014 中国农药行业销售百强榜单排名 18 位	5
图表 8：公司可转债募投项目	6
图表 9：全球作物保护销售额持续增长	6
图表 10：全球六大巨头农化销售额（百万美元）	7
图表 11：农化市场上下游	7
图表 12：全球农化市场收入现状	7
图表 13：农化巨头布局	7
图表 14：化学农药产量增速下滑	8
图表 15：除草剂下滑较明显	8
图表 16：杀虫剂产量及增速	8
图表 17：杀菌剂产量及增速	8
图表 18：农药百强入围门槛	9
图表 19：农药百强总销售额	9
图表 20：2013 中国农药百强各额段销售占比	9
图表 21：2013 中国农药百强销售额按地区比例	9
图表 22：近期农药行业并购事件	10
图表 23：长青股份 PE Bands	10

公司经营能力优秀，如东基地提供增长来源

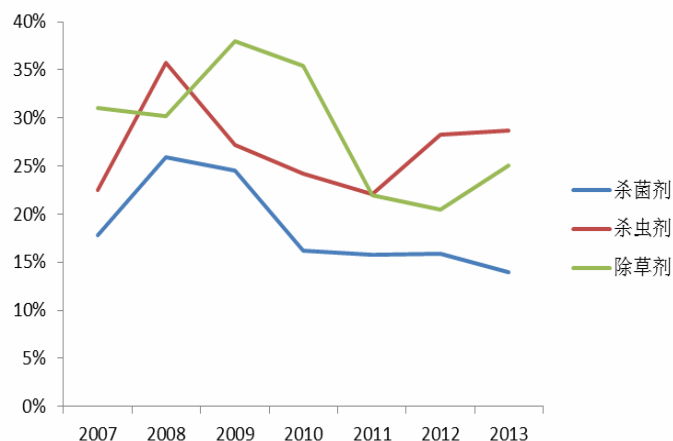
- 公司是亚太地区最早被先正达公司授予 HSE 进步奖的生产企业之一，产品涵盖了除草剂、杀虫剂和杀菌剂三大类，最近几年公司主要产品均在市场上占有较大份额。公司吡虫啉原药产品创新工艺获得国家发明专利证书，产品含量达到 98% 以上，总收率达到 90% 以上，高于国内同类产品水平并达到国际先进水平，同时吡虫啉核心中间体 2-氯-5-氯甲基吡啶（CCP）由公司自给，单位生产成本较低。依靠先进的工艺和过硬的品质，吡虫啉产品在行业内享有良好的口碑和明显的竞争优势。

图表1：公司历年收入构成（百万元）



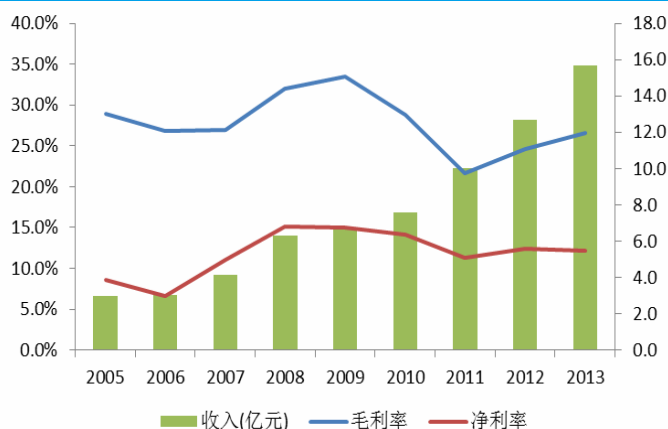
来源：国金证券研究所

图表2：公司各产品毛利率



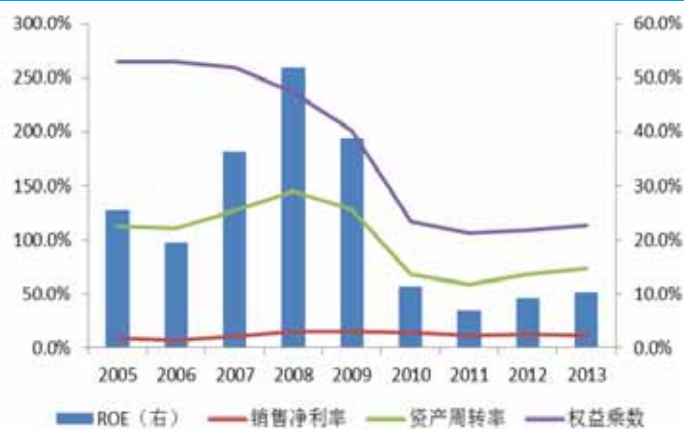
- 从公司整体看，凭借优秀的管理能力和上市后逐步释放的新建产能，近 3 年来公司年收入以 30% 左右的增速持续增长，而净利润增速近 3 年分别为 6%、39% 和 21%，发展态势良好。以公司股权激励公布的行权目标净利润看，未来两年公司的目标利润增速继续保持在 20% 上方。

图表3：公司收入和盈利情况



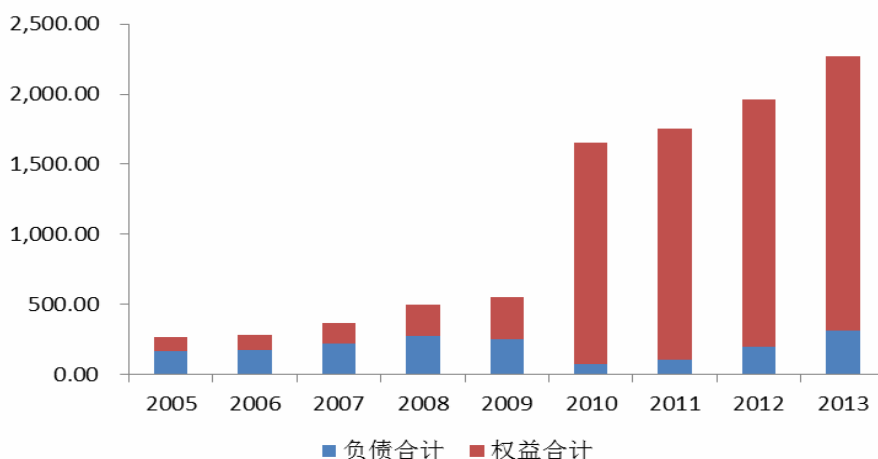
来源：国金证券研究所

图表4：公司 ROE 杜邦分析



- 公司净利润率近年来稳定在 10%~15% 之间，上市后由于募集 13 亿元现金而使得资产周转率和权益乘数短期大幅下滑，从而使得 ROE 下降至低位。近 13 亿元的募集及超募资金超过公司上市前总资产的两倍，急剧扩大的资本为公司的投资能力提出了挑战。

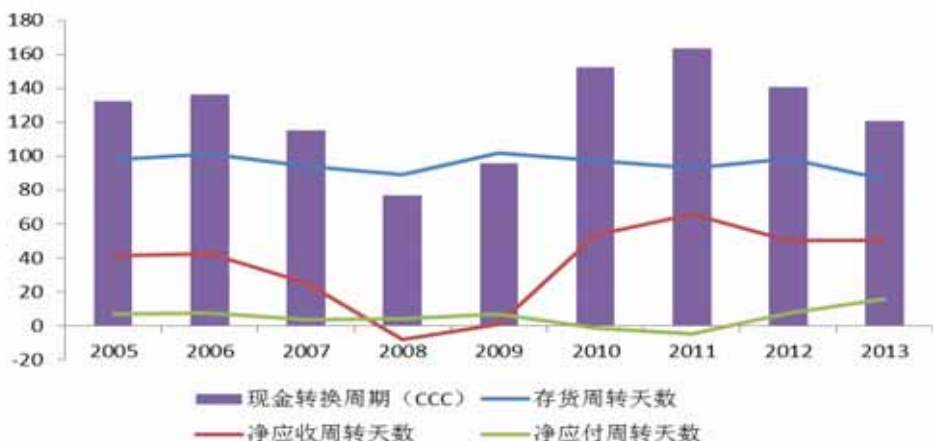
图表5: 公司总资产构成 (百万元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 幸运的是, 公司并没有让投资者失望。上市四年以来, 随着公司募投项目逐渐投放以及公司优秀的管理能力, 公司资产周转率逐渐回升, 由 2011 年的 0.59 上升到 2013 年的 0.74, 现金转换周期也从 2011 年的 163 天下降到了 2013 年的 121 天, 逐渐趋向行业盈利高峰时期的 2007~2009 年。

图表6: 公司现金转换周期缓慢下降



来源: 国金证券研究所

- 这与公司多年深耕农药行业, 优秀的发展战略与管理能力密不可分。公司产品以高效、低毒、低残留农药产品为主, 具有 20 余种原药和 80 余种制剂的农药登记和生产许可。公司产品中, 吡虫啉可溶液剂、吡虫啉乳油、吡虫啉微乳剂、吡虫啉原药、烟嘧磺隆原药、烟嘧磺隆可分散油悬浮剂、硝磺草酮原药、硝磺草酮悬浮剂、乙羧氟草醚原药、乙羧氟草醚乳油均达到国家标准, 多个产品获得国家或省级高新技术产品等相关认证。从公司 2014 年 6 月发行可转债说明书中披露的资料看, 公司的主要产品均能保持稳定的市场份额, 为公司经营带来现金流保障:

- 1、氟磺胺草醚: 氟磺胺草醚是一种含氟二苯醚类选择性旱田除草剂, 主要用于大豆、果树、橡胶园等作物防除阔叶杂草。近几年国内市场氟磺胺草醚需求量逐步增加, 预计未来仍将保持增长势头。目前, 我国取得氟磺胺草醚原药生产登记的厂家有 20 多家, 批量生产的厂家除公司外, 主要包括青岛瀚生生物科技股份有限公司、京博农化科技股份有限公司、佳木斯市悦乐农药有限公司等。2010 年~2012 年, 公司氟磺胺草醚的年产销量均位居全国第一位, 市场占有率超过 60%。

- 2、吡虫啉：吡虫啉是一种高效、内吸、持效期长的优良农用杀虫剂新品种，广泛用于棉花、蔬菜、果树、水稻、小麦等作物，有效防治蚜虫、飞虱、叶蝉、象甲等害虫。目前已在全球 89 个国家和地区 60 多种作物上得到广泛应用。2006 年 4 月，农业部等四部委联合发表公告，自 2007 年 1 月 1 日起国内全面禁止甲胺磷等五种高毒农药在农业生产中使用，吡虫啉是农业部推荐的第一批 15 种替代甲胺磷等高毒有机磷农药的主要农药品种之一，近几年市场需求持续稳步增长，预计未来吡虫啉种衣剂产品将成为其新的需求增长点。目前，我国取得吡虫啉原药生产登记的厂家有 30 多家，批量生产的厂家除公司外，还包括江苏克胜集团股份有限公司、青岛海利尔药业集团有限公司、江苏扬农化工集团有限公司、江苏常隆化工有限公司、山东中农联合生物科技股份有限公司等 10 多家。2010 年~2012 年，公司的吡虫啉原药市场占有率均超过 20%，位居行业前 3 位。
- 3、三环唑：三环唑产品是一种具有较强内吸性的保护性杀菌剂，主要是通过抑制孢黑色素的形成，从而抑制孢子萌发和附着孢形成，阻止病菌侵入和减少稻瘟病菌孢子的产生。三环唑对稻瘟病防治效果好，至今未产生抗性，是水稻田使用量最大的杀菌剂，市场需求良好。目前，我国取得三环唑原药生产登记的厂家不足 10 家，批量生产的厂家包括江苏长青农化股份有限公司、杭州南郊化学有限公司、杭州禾新化工有限公司、江苏丰登农药有限公司等。2010 年~2012 年，公司的三环唑原药市场占有率均超过 10%，位居行业前 3 位。
- 凭借多年积累，公司在 2014 年农药行业销售百强榜单排名 18 位。

图表7：公司在 2014 中国农药行业销售百强榜单排名 18 位

2014中国农药行业销售百强榜单			
排名	省份	企业名称	2013销售额(亿元)
1	浙江	浙江新安化工集团股份有限公司	35.54
2	浙江	浙江金帆达生化股份有限公司	35.40
3	北京	北京颖泰嘉和科技股份有限公司	35.30
4	四川	四川省乐山市福华通达农药科技有限公司	30.33
5	江苏	江苏扬农化工股份有限公司	30.05
6	江苏	南京红太阳股份有限公司	29.85
7	湖北	湖北沙隆达股份有限公司	28.74
8	山东	山东潍坊润丰化工有限公司	27.72
9	山东	山东滨农科技有限公司	23.58
10	江苏	江苏联化科技有限公司	22.16
11	江苏	南通江山农药化工股份有限公司	21.73
12	江苏	江苏辉丰农化股份有限公司	20.67
13	江苏	江苏常隆农化有限公司	20.48
14	浙江	拜耳作物科学(中国)有限公司	17.68
15	广东	深圳诺普信农化股份有限公司	17.27
16	上海	中化农化有限公司	16.09
17	江苏	江苏好收成韦恩农化股份有限公司	16.05
18	江苏	江苏长青农化股份有限公司	15.59
19	山东	山东绿霸化工股份有限公司	15.10
20	四川	利尔化学股份有限公司	13.89

来源：国金证券研究所

- 公司 2014 年 6 月成功发行 6.3 亿元可转债，用于投资建设公司本部及南通基地 7 个原药项目。

图表8: 公司可转债募投项目

单位: 万元

序号	项目名称	产品种类	实施主体	项目总投资	拟使用募集资金
1	年产 3000 吨 S-异丙甲草胺原药项目	除草剂	长青南通	10,630.00	10,630.00
2	年产 300 吨氰氟草酯原药项目	除草剂	长青南通	7,750.00	7,750.00
3	年产 300 吨环氧菌唑原药项目	杀菌剂	长青南通	9,580.00	9,580.00
4	年产 1000 吨啉虫脒原药项目	杀虫剂	长青南通	9,820.00	9,820.00
5	年产 200 吨茚虫威原药项目	杀虫剂	长青股份	11,000.00	11,000.00
6	年产 450 吨醚苯磺隆原药项目	除草剂	长青股份	9,120.00	9,120.00
7	年产 1000 吨 2-苯并咪唑酮中间体项目	中间体	长青股份	5,276.00	5,276.00
合计				63,176.00	63,176.00

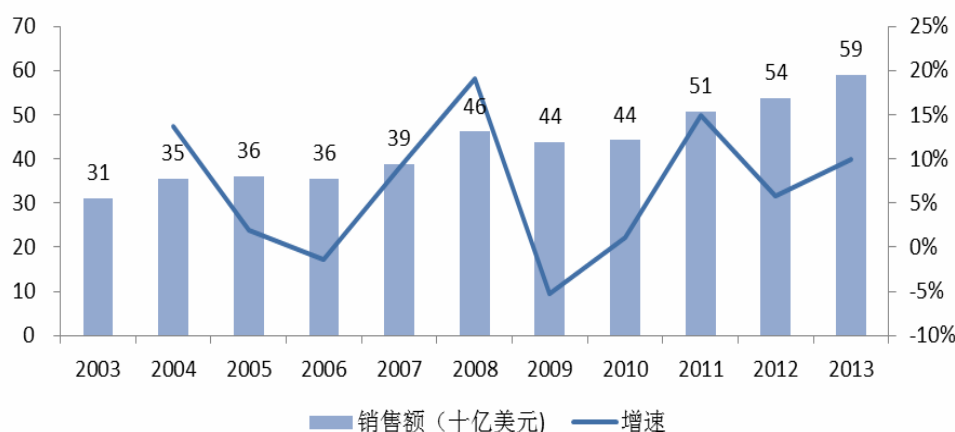
来源: 公司公告国金证券研究所

- 据公司可转债发行说明书预测, 项目达产后, 公司每年可新增营业收入约 8.40 亿元, 新增利润总额约 1.04 亿元, 这意味着公司净利润在 2013 年的基础上具有 50% 的增长空间。今年上半年, 南通子公司年产 2000 吨麦草畏原药项目产能释放, 年产 1000 吨啉虫脒原药也已正式投入生产。目前公司年产 3000 吨 S-异丙甲草胺原药和年产 1000 吨 2-苯并咪唑酮中间体项目, 研发中心大楼和行政办公楼项目已进入装修施工阶段。公司的盈利能力和综合竞争力处于上升通道。

国际农化市场稳步发展, 国内企业强者愈强

- 2012 年全球农产品价格的大涨显著推动了 2013 年全球作物保护销售额的增长, 去年全球作物保护市场销售额达 591 亿美元, 较 2012 年增长 10%。AgroPages 预计 2018 年全球作物保护市场销售额达 795 亿美元, 2014~2018 年的复合增长率达 6%。

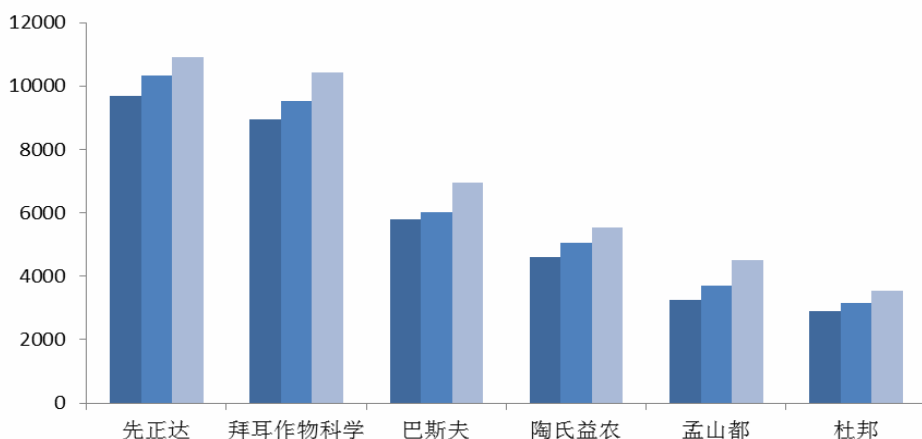
图表9: 全球作物保护销售额持续增长



来源: 世界农化网, 国金证券研究所

- 六大农化巨头依然是拉动农化的主要引擎。先正达、拜耳、巴斯夫、陶氏、孟山都和杜邦的农化销售收入 2013 年增速分别为 6%、9%、15%、10%、22%、12%, 六家总增速为 11%。由于我国农药企业较多为六大农化巨头提供原药, 国际农药巨头销售收入的持续增长, 将对我国农药原药企业收入起到拉动作用。

图表10：全球六大巨头农化销售额（百万美元）



来源：中国农药工业协会，国金证券研究所

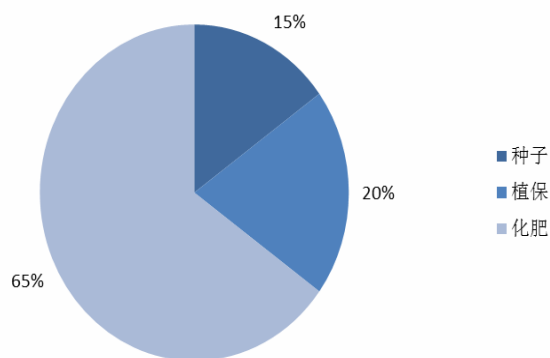
- 当前六大巨头向上下游衍生的态势明显，相关领域的边界逐渐模糊。性状种子、精准农业的重要性逐渐加大。从各巨头布局看，六巨头均参与了种子性状和精准农业的研发。

图表11：农化市场上下游



来源：国金证券研究所

图表12：全球农化市场收入现状



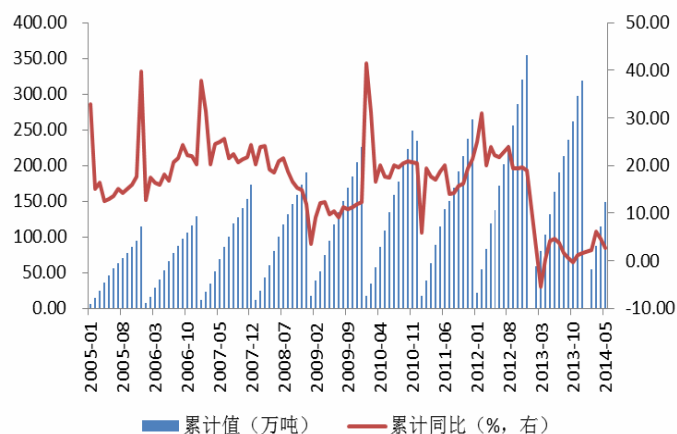
图表13：农化巨头布局

	种子和性状	作物保护	生物农药	种子处理剂	精准农业
先正达	✓	✓	✓	✓	✓
拜耳作物科学	✓	✓	✓	✓	✓
巴斯夫	✓	✓	✓	✓	✓
陶氏	✓	✓	✓		✓
孟山都	✓	✓	✓		✓
杜邦	✓	✓			✓

来源：国金证券研究所

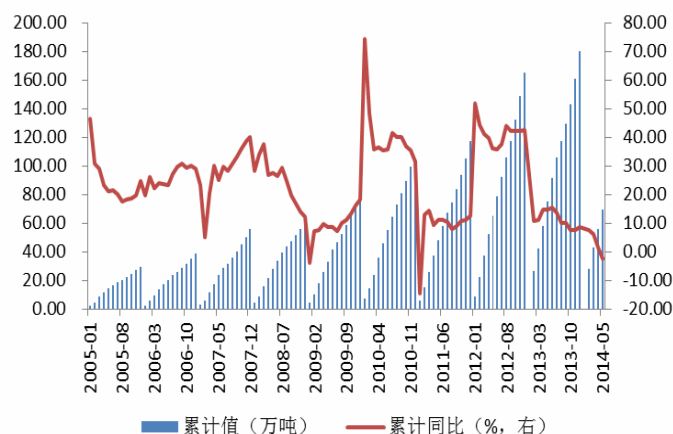
- 就我国农药行业情况而言，国内持续收紧的环保要求，使得国内农药产量减少，并迫使企业搬迁入化工园区并建设环保装置。不具备园区和环保条件的企业正在逐渐被市场淘汰。

图表14：化学农药产量增速下滑

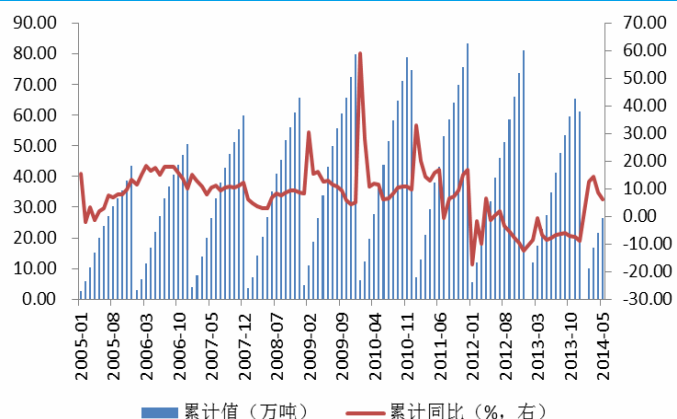


来源：国金证券研究所

图表15：除草剂下滑较明显

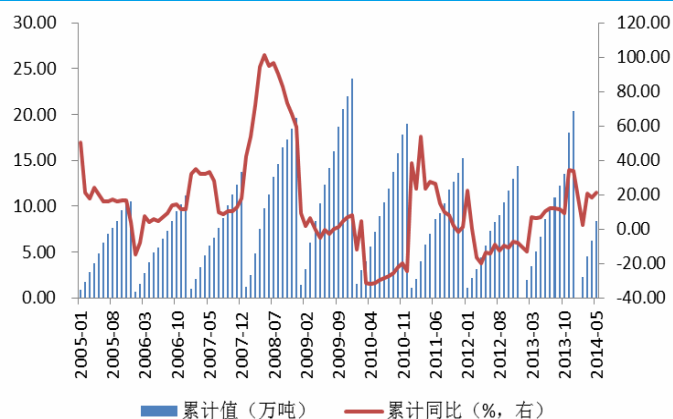


图表16：杀虫剂产量及增速



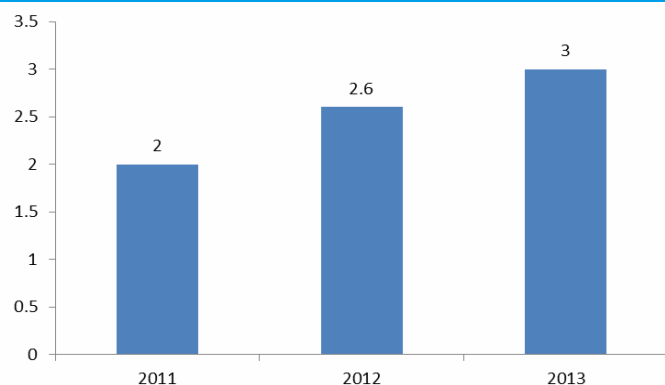
来源：国金证券研究所

图表17：杀菌剂产量及增速



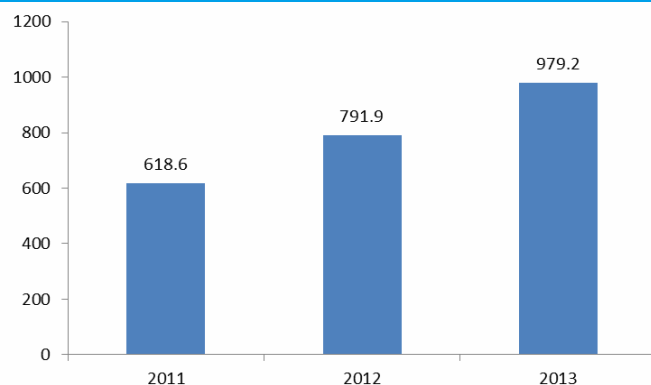
- 从我国农药百强排名看，强者愈强的趋势较为明显。2011~2013 年，我国农药百强门槛由 2 亿元上升到了 3 亿元，制剂 30 强的销售门槛提升至约 1.5 亿元，而百强总销售额由 619 亿元上升到了 979 亿元。2013 年，超过 30 亿元销售收入的企业占百强总销售收入 17%。中国农药企业的整体实力得到了进一步地提升，向集约化发展的趋势以及大型企业的优势愈发明显。

图表18: 农药百强入围门槛

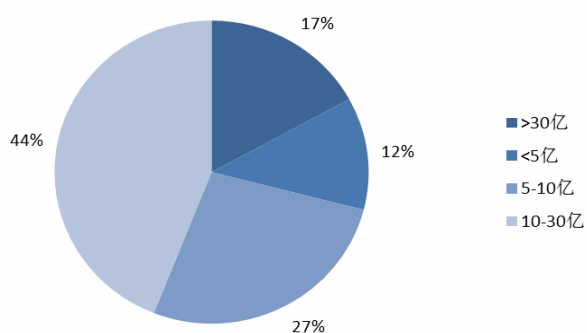


来源: 中国农药工业协会, 国金证券研究所

图表19: 农药百强总销售额

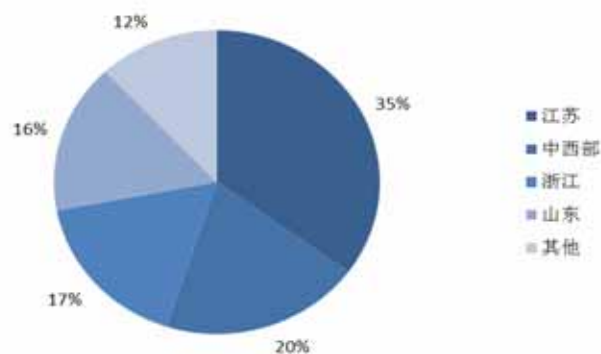


图表20: 2013 中国农药百强各额段销售占比



来源: 中国农药工业协会, 国金证券研究所

图表21: 2013 中国农药百强销售额按地区比例



- 行业中的并购事件也频频发生, 我国《农药工业产业政策》《“十二五”农药工业发展专项规划》《关于加快推进重点行业企业兼并重组的指导意见》, 以及工信部、环保部、农业部、国家质检总局联合发布的《农药产业政策》都要求农药行业加快并购重组力度。据上述文件目标, 到 2015 年我国农药企业数量须减少 30%, 国内排名前 20 位的农药企业集团的销售额达到全国总销售额的 50%以上, 2020 年达到 70%以上。并购也有助于企业提升市场份额和行业影响力, 因此未来大型企业并购具有部分优势的小型企业的趋势将更为明显, 大型、大规模、多品种的农药生产企业集团将涌现。2013 年行业共完成 12 次兼并重组, 与 2012 年持平, 其中有 4 家原药企业和 8 家制剂企业。从目的看, 这些并购主要是为了进行地域扩张、上下游整合。随着工信部收紧新核准农药生产企业数目, 农药企业的整合趋势将加剧。

图表22：近期农药行业并购事件

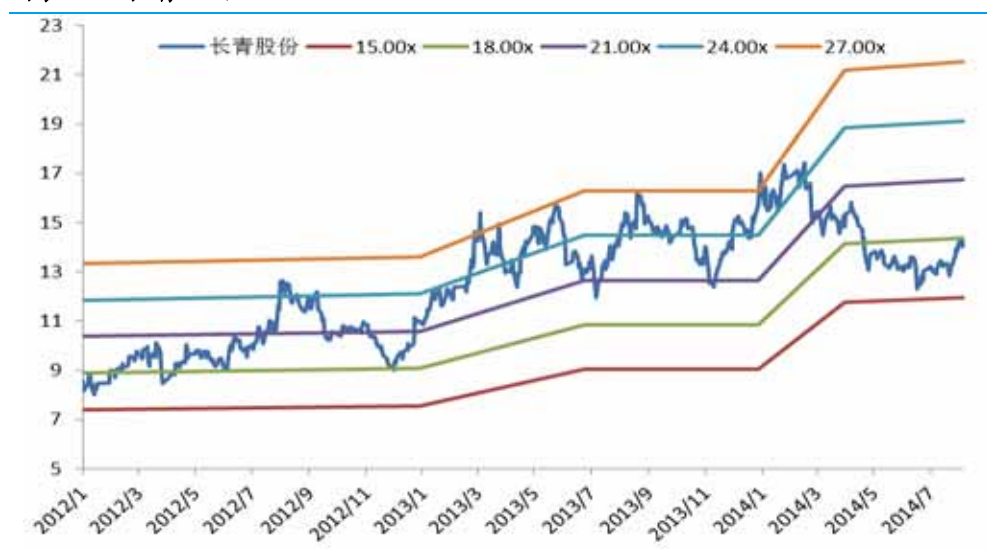
企业	事件	点评
河北赛瑞德化工有限公司	兼并天津市迎新农药有限公司	省外扩张
安徽华星化工股份有限公司	兼并安徽喜洋洋农资连锁有限公司	扩张终端市场业务
安徽佳田森农药化工有限公司	兼并常州市植物药品厂	省外扩张
上海沪联生物药业（夏邑）有限公司	兼并上海艾科思生物药业有限公司	原药企业并购制剂企业
河南波尔森农业科技有限公司	兼并呼和浩特市绿邦农药有限责任公司	省外扩张
湖南东永化工有限责任公司	兼并益阳市润野化工有限公司	省内并购
江苏景宏生物科技有限公司	兼并四川华丰药业有限公司	制剂企业兼并原药企业 转型为原药生产商
重庆树荣化工有限公司	兼并四川福达农用化工有限公司	省外扩张
广西兄弟农药厂	兼并广西贵港市恒泰化工有限公司	
陕西恒田化工有限公司	兼并山西宝元化工有限公司	省外扩张
陕西先农生物科技有限公司	兼并陕西加仑多作物科学有限公司	企业合并，转型为原药 生产商
山东澳得利化工有限公司	兼并百农思达（山东）农用化学品有限公司	省内扩张

来源：中国农药工业协会，国金证券研究所

盈利预测与估值

- 我们预计公司 2014~2016 年 EPS0.77、0.95、1.11 元/股。公司目前估值处于近两年来底部区域，维持“买入”评级。

图表23：长青股份PE Bands



来源：同花顺，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)

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	1,001	1,271	1,569	1,925	2,355	2,785
增长率		26.9%	23.4%	22.7%	22.3%	18.3%
主营业务成本	-785	-957	-1,152	-1,403	-1,713	-2,027
% 销售收入	78.4%	75.3%	73.4%	72.9%	72.7%	72.8%
毛利	217	313	417	522	642	758
% 销售收入	21.6%	24.7%	26.6%	27.1%	27.3%	27.2%
营业税金及附加	0	0	-2	-2	-2	-3
% 销售收入	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
营业费用	-44	-52	-52	-64	-78	-92
% 销售收入	4.4%	4.1%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%
管理费用	-80	-108	-138	-173	-212	-251
% 销售收入	8.0%	8.5%	8.8%	9.0%	9.0%	9.0%
息税前利润 (EBIT)	92	154	225	283	350	413
% 销售收入	9.2%	12.1%	14.4%	14.7%	14.9%	14.8%
财务费用	20	18	3	-4	-6	-10
% 销售收入	-2.0%	-1.4%	-0.2%	0.2%	0.3%	0.4%
资产减值损失	-2	2	-2	0	0	0
公允价值变动收益	2	1	-2	0	0	0
投资收益	0	2	5	5	5	5
% 税前利润	0.1%	1.1%	2.1%	1.7%	1.4%	1.2%
营业利润	113	177	229	284	349	407
营业利润率	11.2%	13.9%	14.6%	14.7%	14.8%	14.6%
营业外收支	17	6	-8	3	3	3
税前利润	130	183	221	287	352	410
利润率	12.9%	14.4%	14.1%	14.9%	14.9%	14.7%
所得税	-16	-25	-31	-43	-53	-62
所得税率	12.5%	13.9%	13.9%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	113	158	190	244	299	349
少数股东损益	0	-2	-2	0	0	0
归属于母公司的净利润	113	160	193	244	299	349
净利率	11.3%	12.6%	12.3%	12.7%	12.7%	12.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	113	158	190	244	299	349
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	33	42	61	91	124	159
非经营收益	-33	-20	-3	12	12	12
营运资金变动	-109	-15	-43	-81	-144	-145
经营活动现金净流	5	164	205	266	291	375
资本开支	-176	-406	-449	-416	-541	-500
投资	0	-2	0	-1	0	0
其他	0	2	5	5	5	5
投资活动现金净流	-176	-406	-444	-412	-536	-495
股权募资	0	0	46	105	0	0
债权募资	0	40	101	529	0	1
其他	-30	-48	-56	-16	-20	-20
筹资活动现金净流	-30	-8	91	619	-20	-19
现金净流量	-201	-250	-148	472	-265	-139

资产负债表 (人民币百万元)

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	724	476	319	791	526	387
应收款项	194	167	286	316	386	457
存货	303	382	359	423	516	611
其他流动资产	97	37	34	45	55	64
流动资产	1,318	1,062	997	1,575	1,483	1,519
% 总资产	75.2%	54.0%	43.9%	49.6%	42.4%	39.1%
长期投资	1	1	1	2	1	1
固定资产	417	697	1,119	1,482	1,895	2,230
% 总资产	23.8%	35.5%	49.3%	46.7%	54.1%	57.4%
无形资产	13	106	104	112	121	129
非流动资产	435	903	1,275	1,599	2,019	2,363
% 总资产	24.8%	46.0%	56.1%	50.4%	57.6%	60.9%
资产总计	1,753	1,965	2,273	3,173	3,502	3,882
短期借款	0	69	70	0	0	0
应付款项	86	98	113	125	153	181
其他流动负债	-11	3	-2	9	11	13
流动负债	75	170	180	134	164	194
长期贷款	0	1	100	100	100	101
其他长期负债	30	28	34	632	632	632
负债	105	198	314	866	895	926
普通股股东权益	1,648	1,746	1,940	2,289	2,588	2,937
少数股东权益	0	21	19	19	19	19
负债股东权益合计	1,753	1,965	2,273	3,173	3,502	3,882

比率分析

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标						
每股收益	0.551	0.775	0.916	0.773	0.948	1.106
每股净资产	8.008	8.484	9.230	7.259	8.208	9.314
每股经营现金净流	0.024	0.798	0.976	0.843	0.922	1.189
每股股利	0.000	0.700	0.300	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	6.88%	9.14%	9.92%	10.65%	11.55%	11.88%
总资产收益率	6.47%	8.12%	8.47%	7.68%	8.54%	8.99%
投入资本收益率	4.90%	7.20%	9.11%	7.91%	8.90%	9.51%
增长率						
主营业务收入增长率	32.53%	26.94%	23.43%	22.72%	22.34%	18.26%
EBIT增长率	-8.69%	66.41%	46.63%	25.62%	23.65%	17.98%
净利润增长率	6.38%	40.61%	20.71%	26.60%	22.67%	16.68%
总资产增长率	5.89%	12.08%	15.68%	39.62%	10.35%	10.85%
资产管理能力						
应收账款周转天数	57.4	45.7	35.8	36.0	36.0	36.0
存货周转天数	118.8	130.6	117.3	110.0	110.0	110.0
应付账款周转天数	24.2	28.2	26.5	27.0	27.0	27.0
固定资产周转天数	121.6	139.5	197.6	201.0	210.9	205.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-44.10%	-23.20%	-7.64%	-2.60%	7.86%	11.65%
EBIT利息保障倍数	-4.6	-8.5	-68.7	69.6	58.9	40.6
资产负债率	6.00%	10.10%	13.82%	27.28%	25.57%	23.86%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
买入	2	2	3	3	5
增持	3	3	3	4	10
中性	1	1	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	1.83	1.83	1.79	1.78	1.77

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
2 2013-02-27	增持	20.46	N/A
3 2013-03-28	增持	21.43	N/A
4 2013-07-29	增持	21.32	23.75 ~ 24.70
2 2013-02-27	增持	20.46	N/A
3 2013-03-28	增持	21.43	N/A
4 2013-07-29	增持	21.32	23.75 ~ 24.70

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。

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