

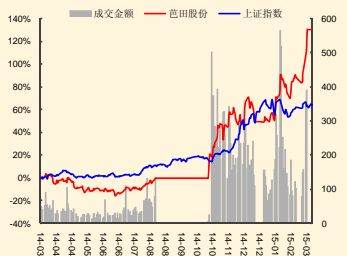
**爱建证券有限责任公司**  
**研究发展总部**

分析师：侯佳林

执业编号：S0820511030002

TEL: 021-32229888-25508

E-mail: houjialin@ajzq.com



(%)	1个月	6个月	12个月
绝对表现	31.44%	131.33%	132.42%
相对表现	27.20%	88.81%	62.63%

**评级：推荐(首次)**

### 基础数据

收盘价(2015-3-11)	13.88
目标价(未来6个月)	—
52周内高	13.88
52周内低	5.07
总市值(百万元)	11819.56
流通市值(百万元)	11819.16
总股本(百万股)	851.55
已流通(百万股)	632.02
限售股(百万股)	219.53
每股净资产(元)	41.80

证券研究报告 公司深度报告

发布日期：2015年3月12日 星期四

化工行业

**战略发展稳步推进，农业信息化下远景可期**

## 投资要点

□ 复合肥龙头企业，一体化正夯实。公司是我国复合肥行业第一家上市公司，定位为食物链营养专家，主营业务为灌溉肥、控释肥等高端肥料的生产和销售。目前拥有年产183万吨/年复合肥产能，预计2015年复合肥总产能将达到280万吨以上吨。随着贵州复合肥项目配套磷矿石资源的开出，有望强化公司一体化生产能力。

□ 主业发展向好，盈利水平提升。2011年来，公司加大了产品结构调整和营销力度，主营业务进入增长的快车道。2011-2014年公司归属于上市公司股东的净利润由0.63亿元增至1.87亿元，年复合增速达43.57%，此外，公司复合肥产品原材料主要为尿素、磷酸一铵、氯化钾等基础化肥，近两年上游原料全球产能过剩，产品价格跌跌不休，而公司具备较强的品牌和渠道优势，产品议价能力强，在目前高端产品销售比重加大情况下盈利水平正逐步提高。

□ 收购金禾天成，迈向农业信息化。农业信息化是采用现代信息技术和工具改造农业的全过程，有助于提高农业种植和经营的效率。目前政策力推下的农业信息化未来潜力巨大。我们认为公司通过收购金禾天成，切入到农业信息化，在双方优势互补后有望加快公司成为生态农业和智慧农业领先企业的进程。

□ 进军品牌种植，布局生态农业。现阶段公司依靠积累的灌溉肥、测土配方等领域的优势，签定了多项品牌种植协议，并已在广西来宾市流转承包25万亩土地，开展甘蔗高效种植。由此进入到品牌种植领域，有望开辟新的业务增长极和发展空间。

□ 并购微生物肥企业，完善产品结构。近年得益于产品质量改善和市场认可度提升，中国微生物肥料市场呈扩大之势。2013年产量达900万吨，自2003年以来的年复合增速达16.20%。公司通过收购阿姆斯公司，进入到微生物肥领域，有助于完善产品结构与战略布局，实现生产与销售的协同，快速做大企业规模。

□ 投资建议：公司紧紧围绕生态芭田、智慧芭田的战略定位，布局农业+食品+健康的一体化产业，已进入发展新阶段。随着公司贵州基地建成、营销体系升级，品牌种植和农业大数据业务崛起以及整合不断持续，未来无论从规模还是质量上，芭田有望获得更好的行业地位。预计公司2014-2016年每股收益分别为0.22元、0.35元、0.48元，首次给予推荐的投资评级。

□ 风险提示：信息化平台项目进度放缓、并购收购后整合销售不达预期以及市场低迷风险。

财务预测简表(单位：百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	2132.55	2358.06	2932.50	3650.97
增长率(%)	-1.60%	10.57%	24.36%	24.50%
归属母公司股东净利润	136.62	186.78	299.27	409.77
增长率(%)	53.27%	36.72%	60.22%	36.85%
每股收益(EPS)	0.160	0.219	0.351	0.481
市盈率(PE)	86.75	63.38	39.54	28.86

数据来源：WIND，爱建证券研究发展总部预测

## 内容目录

一、公司介绍：复合肥龙头正逐步壮大.....	3
1.1 国内复合肥龙头企业 .....	3
1.2 全国拥有多个生产基地.....	3
1.3 黄培钊先生是公司实际控制人 .....	4
二、主业发展向好，盈利水平提升.....	4
三、战略思路清晰，打造生态农业产业链运营平台.....	5
四、国内农业信息化是大势所趋，潜力巨大 .....	6
五、公司业务分析：产品需求空间大，服务链走向完善.....	8
5.1 化肥需求平稳，复合肥施用比例正不断提高 .....	8
5.2 公司产能释放下增长空间显现.....	10
5.3 微生物肥市场处于高增长期，阿莫斯在行内领先 .....	10
5.4 金禾天成的种植业大数据具备竞争优势.....	10
5.5 营销模式与营销网络正进一步完善.....	11
六、品牌种植正逐步成型，打通下游出口 .....	12
七、盈利预测与建议 .....	13
八、风险提示.....	14

## 图表目录

图 1 公司定位食物链营养专家.....	3
图 2 全国芭田分布情况.....	4
图 3 公司主要股权结构.....	4
图 4 近年公司业绩变化情况 .....	5
图 5 近年公司毛利与净利率变化情况.....	6
图 6 公司战略体系布局情况.....	6
图 7 农业信息化实施的刺激要素 .....	7
图 8 近年全国化肥施用量情况 .....	9
图 9 近年非复合与复合肥占比情况.....	10
图 10 近年公司产能利用率情况 .....	11
图 11 近年公司产销对比情况.....	11
图 12 阿莫斯近年收入情况以及预测(万元).....	12
图 13 阿莫斯 2013 年收入构成情况.....	12
图 14 农业大数据运行框架 .....	11
图 15 公司销售小组团队培训实景 .....	11
图 16 芭田星级品牌店推广 .....	12
图 17 公司农业品牌种植实施的刺激要素.....	13
图 18 近年公司 PE-BAND 情况 .....	14
图 19 近年公司 PB-BAND 情况.....	16

## 一、公司介绍：复合肥龙头正逐步壮大

### 1.1 国内复合肥龙头企业

公司成立于1989年，2007年在深交所上市，是我国复合肥行业第一家上市公司。其主营以生产复合肥、缓控释肥、灌溉肥、绿色生态肥为主，是一家集科研、生产、销售为一体，开发利用工农业废弃物变废为肥的环保型国家高新技术企业。公司拥有行业领先高塔造粒、低成本缓控释、包膜包裹控释、氨酸及其聚磷酸铵农用生产、纳米增效、中微量元素有机螯合、聚谷氨酸增效、快速腐熟发酵等上百项专利技术。

图1 公司定位食物链营养专家



资料来源：公司官网，爱建证券研究发展总部

### 1.2 全国拥有多个生产基地

目前公司拥有年产183万吨每年复合肥产能，主要分布于深圳、江苏徐州、广西贵港、湖北等多个生产基地。2012年公司投入巨资将触角延伸至贵州省瓮安县，计划建设210万吨每年高新磷肥及配套精细磷化工项目，项目分三期投产，每期建成年产70万吨复合肥生产线。2014年3月一期20万吨每年复合肥装置投产，2015年有望新增100万吨每年产能，届时复合肥总产能将达到283万吨每年。

图 2 全国芭田销售网络分布情况

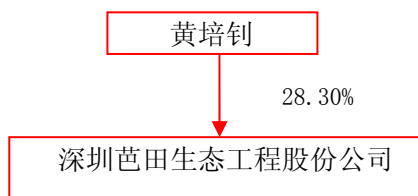


资料来源：公司官网，爱建证券研究发展总部

### 1.3 黄培钊先生是公司实际控制人

目前董事长黄培钊为公司实际控制人，持有公司 28.30%的股份。

图 3 公司主要股权结构



资料来源：公司财报，爱建证券研究发展总部

## 二、主业发展向好，盈利水平提升

2011年来，公司加大了产品结构调整和营销力度，主营业务进入增长的快车道。2011-2014年公司归属于上市公司股东的净利润由0.63亿元增至1.87亿元，年复合增速达43.57%，2014年增长幅度达36.70%，经营实力持续增强。此外，公司复合肥产品原材料主要为尿素、磷酸一铵、氯化钾等基础化肥，近两年上游原料全球产能过剩，产品价格跌跌不休，而公司具备较强的品牌和渠道优势，产品议价能力强，在高端产品销售比重加大情况下盈利水平有望逐步提高。2014年前三季度销售毛利率达20.50%，

达到新高位。我们判断上游单质肥价格将窄幅波动，利于复合肥价格稳定，同时，结合公司贵州项目实现一体化以及持续推动的内部奖罚考核机制的实施，未来公司销售毛利率有望稳中趋升。

图 4 近年公司业绩变化情况

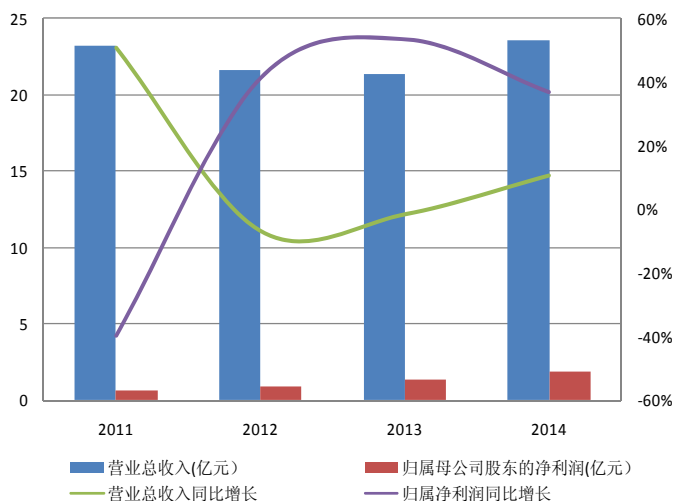
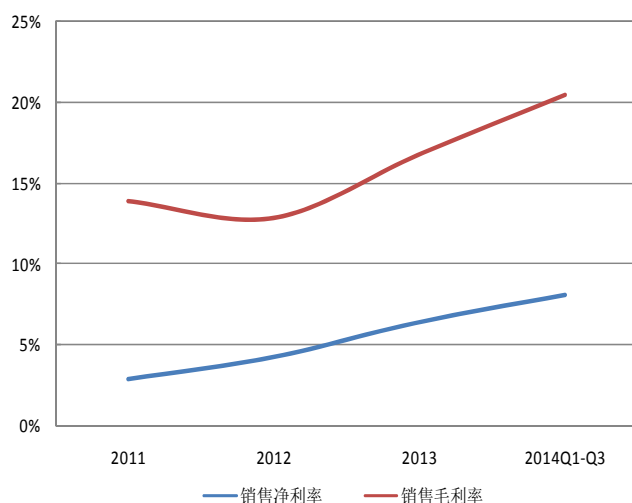


图 5 近年公司毛利与净利率变化情况



资料来源：WIND，爱建证券研究发展总部

### 三、战略思路清晰，打造生态农业产业链运营平台

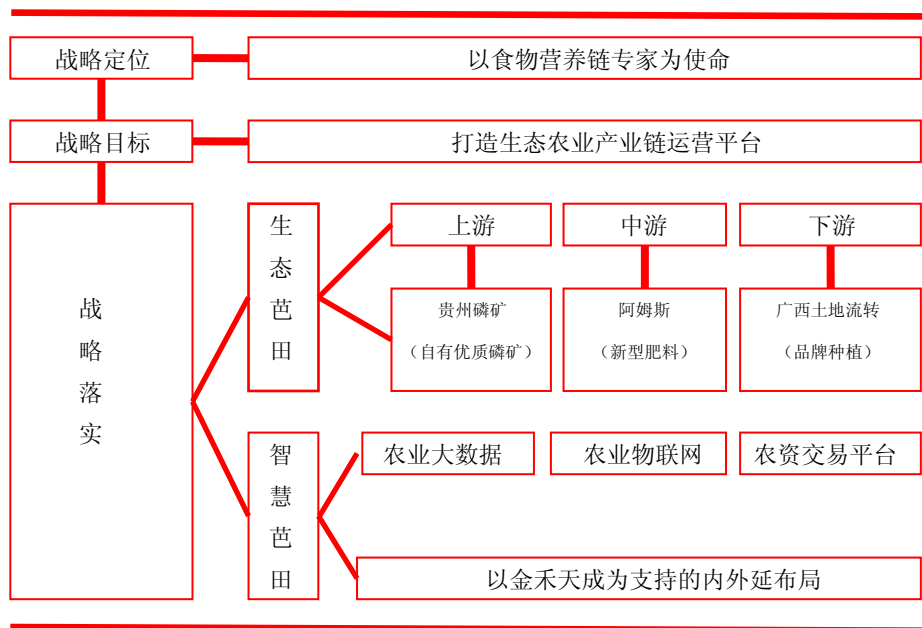
芭田公司以食物链营养专家为使命，致力于成为生态农业的产业链运营者，商业模式正从传统的复合肥产品提供商转型成为全面解决种植问题的服务提供商。公司的发展战略从“生态农业、智慧农业”两个方向落地。生态芭田上，围绕上游磷矿资源，主营新型肥料和植物营养调养品，下游土地流转、品牌种植和健康美味的优质农产品的产业链进行经营。智慧芭田上，围绕农业大数据，农业物联网、农业移动互联、农资交易平台进行布局推进。

具体来看，在上游矿产资源方面，2012 年公司与瓮安县政府签订了《聚磷酸等高新磷复肥及配套磷化工项目投资协议书》，获得了瓮安辖区内已探明平均品位（五氧化二磷含量）23%以上、储量在2 亿吨以上的采矿权的配置权。目前公司已建成磷反应工艺的后部分环节，开矿、选矿、料浆的处理等前期环节也在稳步推进。贵州项目总设计产能210万，一期中的20万吨高塔全溶灌溉复合肥项目于去年3月建成并投

产,一期中其它部分将于今年年初投产。新型肥料及植物营养调养品方面,公司在2003年国内首家推出高塔硝硫基,2009年独创“肥料+方法+设施”三位一体施肥模式,2013年公司新型肥料占全部产品销量超过60%。2014年公司收购了以微生物肥为主要产品的阿姆斯,进一步拓展了公司肥料产品线。在土地流转及品牌种植方面,公司先后在2014年6月、12月和今年1月签订了多项合作框架协议,将公司实行的生态农业和智慧农业战略在土地种植上落地,有望推动公司战略实现及农业发展水平提高。

此外,2014年公司购买了金禾天成20%的股权,并拥有金禾剩余31%股权的优先购买权。金禾拥有种植业全产业链大数据,并拥有数据分析能力,金禾天成将是公司智慧农业战略发展的重要基石,未来公司一方面将加大投入,继续发展金禾天成的数据库以及处理能力,另一方面,公司也可能继续通过外延式并购,推进公司的智慧农业战略。

图6 公司战略体系布局情况



资料来源:爱建证券研究发展总部

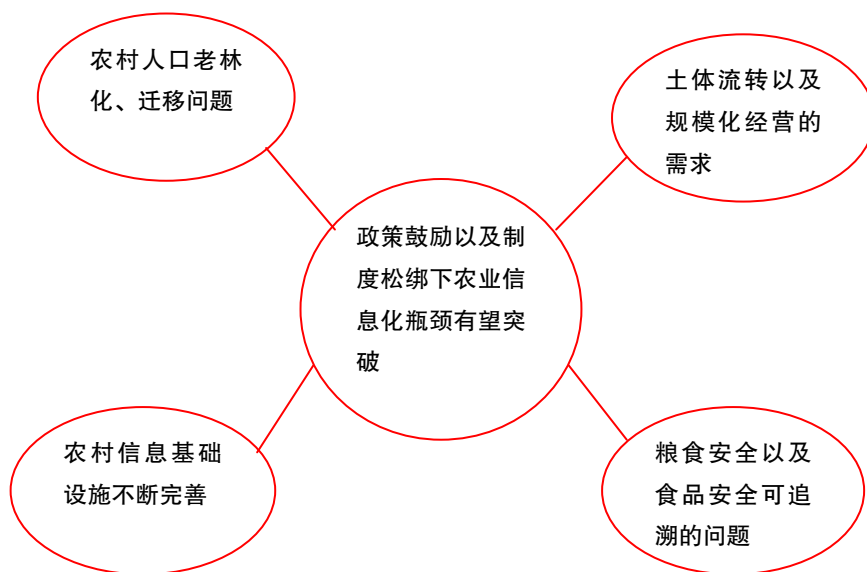
#### 四、国内农业信息化是大势所趋,潜力巨大

中国农业信息化发端于20世纪80年代,目前已初步完成了基本框架的构造阶段,开始步入健全完善和提高阶段,正在实现发展阶段的历史性跨越。《全国农业农村信

息化发展十二五规划》提出了 2012-2015年的总体发展目标,预计今年农业信息化建设将取得明显进展。规划要求十二五期间,全国农业生产经营信息化整体水平翻两番,农业农村信息化总体水平从20%提高到35%,基本完成农业农村信息化从起步阶段向快速推进阶段的过渡。2013年4月11日,农业部出台了《农业部关于加快推进农业信息化的意见》,争取用五年的时间,农业农村信息化水平有一个大的提升,向农业生产智能化、农业经营网络化、农业行政高效透明、农业服务灵活便捷的目标迈进。同时,随着农村网络覆盖区域的逐步扩大,智能手机将在农村普及,大数据和移动互联对农业的改造已经到来,这将带来巨大的投资机会。

此外,农业信息化涉及农业整个过程,利于提高经营效率。农业信息化是指将现代信息技术和工具应用于农业生产、流通、交易、消费等各个环节,改造传统农业,提高农业经营的生产效率和管理效率,促进农业持续、稳定、高效发展的过程。农业信息化是农业全过程的信息化,涉及农业产前、产中、产后各个阶段,采用计算机、移动终端、监测设备、大数据、物联网、云计算、3S等多种网络设备和信息化技术,可以优化升级传统农业,引进计算机技术到传统农业的操作过程中,使农业生产自动化、信息化,有助于降低农业经营中的成本和风险,提高农业的运营效率和农民的经营收入。

图 7 农业信息化实施的刺激要素



资料来源:爱建证券研究发展总部

## 五、公司业务分析：产品需求空间大，服务链走向完善

### 5.1 化肥需求平稳，复合肥施用比例正不断提高

2013年，全国化肥施用量为5900万吨，行业需求相对稳定，每年以2%左右增速增长。由于复合肥相比单质肥养分高，对于提高肥料利用率、促进作物高产均有明显优势。目前复合肥目前占全部化肥施用量比例在30%左右，未来仍有较大提升空间。

图8 近年全国化肥施用量情况

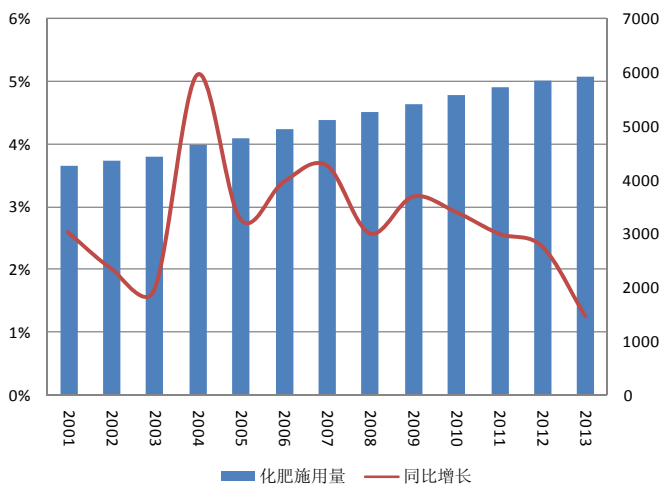
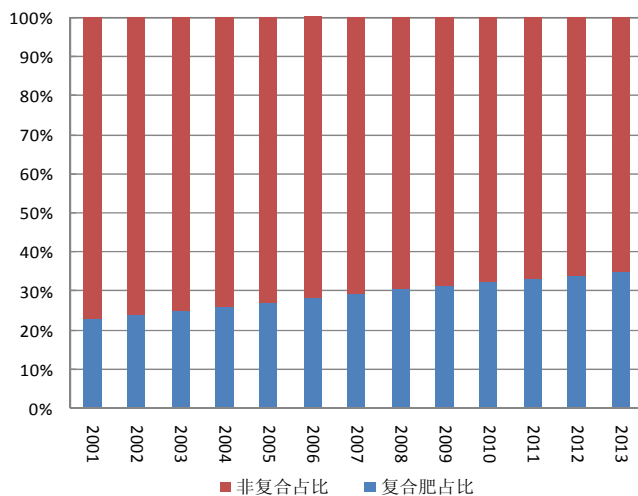


图9 近年非复合与复合肥占比情况



资料来源：WIND，爱建证券研究发展总部

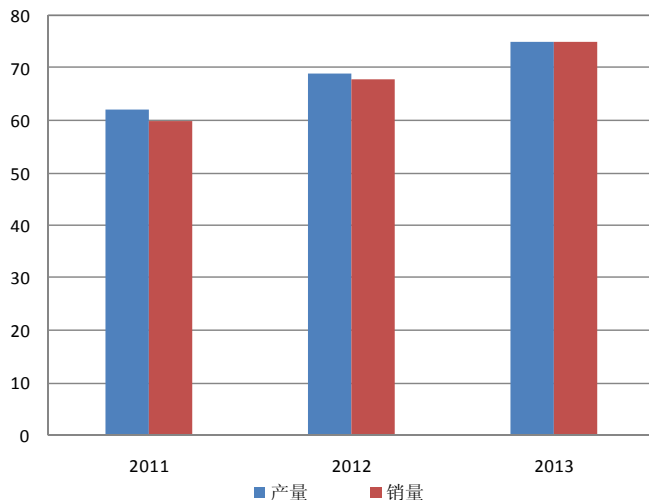
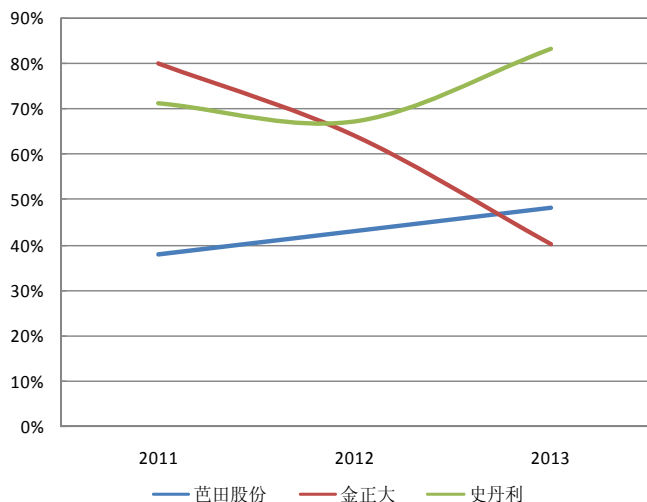
### 5.2 公司产能逐步释放下增长空间显现

公司在2012年增发启动的贵州项目，设计产能为210万吨，预计2015年将有120万吨投产，使得公司整体产能将增长70%。同时，待贵州项目取得磷矿采矿权后，将进一步降低公司的成本，提高公司产业链竞争力。我们看到，自2011年以来公司产能利用率不断提升，另一可以看到公司产销率几乎接近100%。主要原因是公司产品旺季供不应求、淡季产能得不到合理利用。公司将不断通过提高仓储能力，以有效利用淡季产能，提高产能利用率。



图 10 近年公司产能利用率情况

图 11 近年公司产销对比情况



资料来源：WIND，爱建证券研究发展总部

### 5.3 微生物肥市场处于高速增长期，阿莫斯在行内领先

公司收购的阿莫斯拥有核心微生物菌种技术，研发水平在行业前列，目前行业内微生物肥料企业有800多家，能够自主研发菌剂的不到30家。阿莫斯是以微生物肥料研发、生产、销售及相关技术服务为主营业务的高新技术企业。目前，阿莫斯拥有较为先进的菌种发酵设备和肥料生产设备，具有液体、颗粒及粉剂微生物肥料的生产加工能力，其产品系列主要包括微生物菌剂、生物复混肥、生物有机肥等。2013年公司营业收入为6356万元，其中微生物菌剂、生物复混肥、生物有机肥分别占43%、38.10%、18.40%，实现归属于母公司股东的净利润为650万元。同时，阿莫斯还在土壤改良剂、生物防控菌剂等方面具有技术储备，是第一家具有完整生物肥产业链的公司。

我们认为，微生物肥料的发展有利于环境的保护以及食品的安全，行业属于朝阳产业，世界上已有70多个国家和地区开发应用了微生物肥料，欧美发达国家农业生产中，微生物肥料的使用量已占到了肥料总量的20%以上，且产量以每年10-20%的速度递增目前我国微生物肥料的产量在整个肥料行业中所占的比重约为4%，行业未来发展空间很大。

图 12 阿姆斯近年收入情况以及预测(万元)

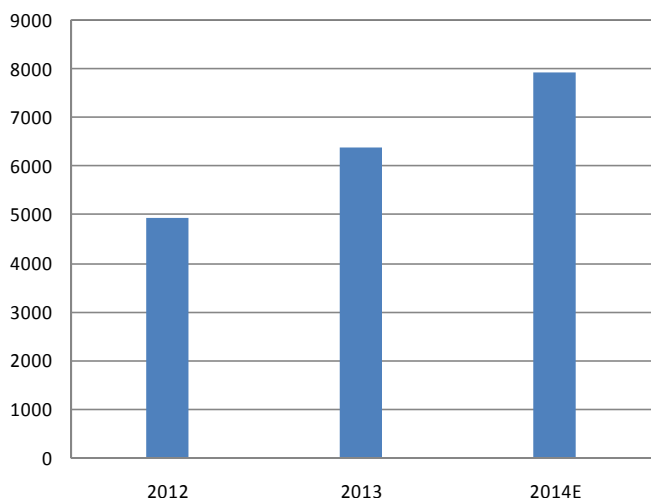
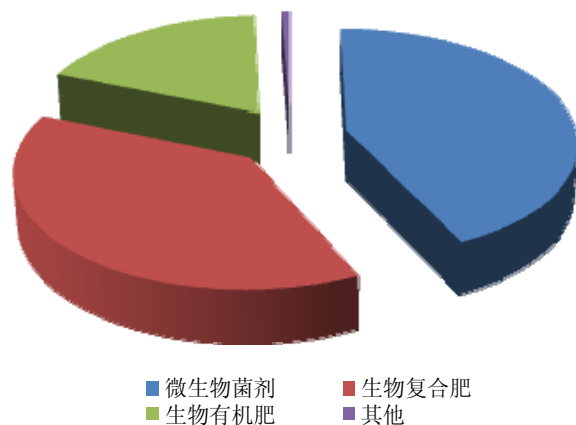


图 13 阿姆斯 13 年收入构成情况



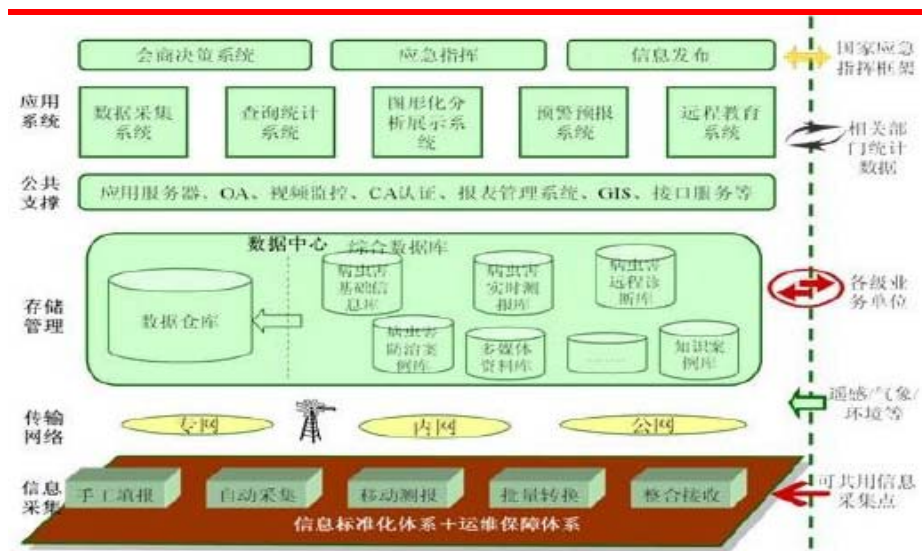
资料来源：WIND，爱建证券研究发展总部

#### 5.4 金禾天成的种植业大数据具备竞争优势

金禾天成公司一直伴随着中国种植业信息化的进程成长，得到了各级政府相关部门的支持，并协助政府相关部门可以更好地去指导生产实践。金禾天成代表产品是为全国农业技术推广服务中心及各地方植保中心提供农作物重大病虫害数字化监测预警平台、县级植保信息管理系统的开发、维护等服务。通过多年的系统及平台建设，公司积累了海量种植业生产大数据，数据覆盖全国、省市、县，涵盖了土壤、种植面积、种植时间、生长情况、气象、病虫害、种子、用药、用肥、基础地理数据等，形成了独有的竞争优势。

目前可以看到金禾天成公司的团队已经在农业信息化默默耕耘了很多年，成果卓越，2013 年获得了全国农牧渔业丰收奖一等奖，这个奖项是农业技术推广成果类的最高奖项。我们认为并购之后，公司将会加大投入，并更好的融合双方的优势资源。并以次为契机，开始联盟更多的产业巨头，一起构建智慧农业的大生态。

图 14 农业大数据运行框架



资料来源：公司网站，爱建证券研究发展总部

### 5.5 营销模式与营销网络正进一步完善

目前芭田营销网络已全面覆盖至全国二十三个省、四个自治区、四个直辖市。同时，在全国拥有一万多个覆盖至县、乡镇、村的三级立体网络终端，营销布局也已从南到北，形成了结构合理、管理完善的体系化布局。未来随着公司的有序扩张以及配有健全的农化服务队伍，高效的物流配送系统、先进的信息处理系统等有机协作，将建立起更为厂商一体化的渠道支撑体系。此外，公司目前正下放权力，成立利润小单元(类似于阿米巴模式)，激发个人和小团队的积极性，利于销售业务的推进。

图 15 公司销售团队培训实景



资料来源：WIND，爱建证券研究发展总部

图 16 芭田星级品牌店推广



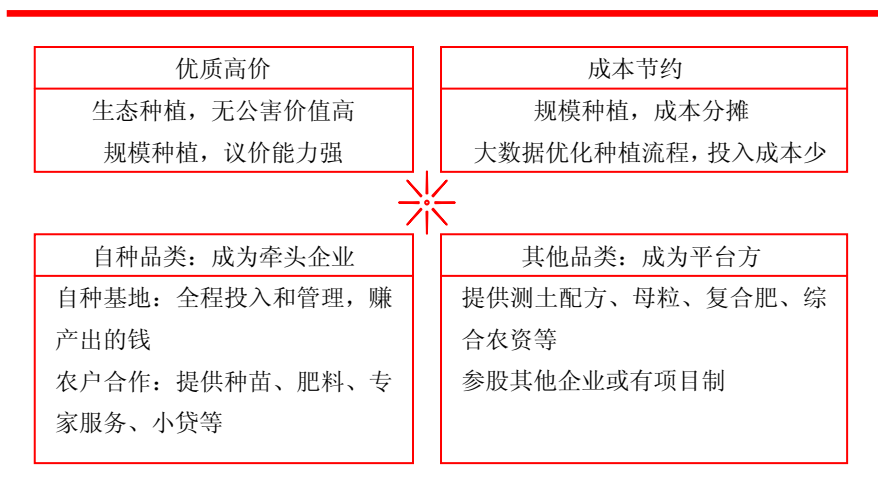
资料来源：WIND，爱建证券研究发展总部

## 六、 品牌种植正逐步成型，打通下游出口

近阶段公司分别于2014年6月、12月以及今年1月与广西来宾市农业发展投资公司、北京天瑞嘉成科技公司以及南宁振企农业科技开发公司逐一签署了《战略合作协议》，旨在土地流转、原料加工、水肥一体、测土配方以及品牌种植服务平台建设、推进种植标准化、农资标准化及流通化等方面开展全面的战略合作。

我们认为，出于生态农业和智慧农业战略布局的要求，为保证食品源头健康，公司在提高种植效率，扎进生产链条，形成稳定客户社区，进行科学种植，创新农资营销模式和创新商业模式价上下功夫，将有效打通下游出口进而开辟公司新的业务增长极，发展空间有望进一步打开。此外，在目前国家也正在推动土地流转和生态农业的大背景下公司还在内蒙古、河北、东北等地方精选品种来进行品牌种植推广，未来也有望继续在其他省份扩大种植规模，品牌种植业务的空间较为广阔。同时，通过公司示范种植可展现公司肥料的有效性，通过提高作物产量或品质，以提升芭田品牌效应，达到拉动主业肥料销售的效果并能增加公司利润。

图 17 公司农业品牌种植实施的刺激要素



资料来源：WIND，爱建证券研究发展总部

## 七、盈利预测与建议

我们预计公司 2014–2016 年分别实现销售收入 23.58 亿元、29.35 亿元、36.50 亿元，同比增长 10.57%、24.46%、24.36%；实现归属于母公司净利润 1.87 亿元、2.99 亿元、4.09 亿元，同比增长 36.72%、59.89%、36.79%；对应 2014–2016 年每股收益分别为 0.22 元、0.36 元、0.48 元。对应当前股价，2014–2016 年市盈率分别为 63.09 倍、39.66 倍、28.92 倍。

随着公司贵州基地的建成、营销体系的升级，品牌种植和农业大数据业务的崛起以及整合的不断持续，未来无论从规模还是质量上看，芭田有望获得更好的行业地位。在业绩成长性方面，可以看到公司传统化肥业务也有望因产能释放以及营销升级将继续保持高增长态势，而新利润增长点品牌种植和种植服务市场的空间巨大，也蕴含了巨大的利润提升潜力。更重要的是我们认为芭田股份在成功并购金禾天成以及阿姆斯特后，将掌控包括种植业大数据及运营在内的上、中、下游一体化的农业产业互联网时代的核心要素，公司商业模式也将从传统化肥供应商转型为种植服务综合提供商，其估值应高于传统化肥行业 2015 年的平均水平，享有土地种植以及农业信息化企业的估值溢价。从市值空间上看，首次给予“推荐”的投资评级。

**表1 公司主要业务盈利预测(单位: 百万元)**

主要业务	分项	2013A	2014E	2015E	2016E
复合肥业务	主营业务收入	2105	2328	2675	3200.97
	同比增长	1.40%	10.54%	14.82%	22.03%
	毛利率%	16.90%	20.50%	21.50%	22.70%
其他	主营业务收入	28	30	260	450
	同比增长	-69.23%	7.14%	766%	73.08%
	毛利率%	15.89%	19.10%	23.03%	22.09%

**数据来源: 爱建证券研究发展总部**
**表2 国内可比公司估值情况**

证券代码	证券简称	收盘价	EPS				PE		
			2013A	2014E	2015E	2016E	2014E	2015E	2016E
002588.SZ	史丹利	43.09	1.81	1.71	2.11	2.60	25.16	20.53	16.66
002470.SZ	金正大	36.84	0.95	1.13	1.47	1.91	32.94	25.29	19.44
002556.SZ	辉隆股份	13.68	0.19	0.23	0.51	0.69	58.69	28.19	19.78
000816.SZ	江淮动力	8.69	0.08	0.07	0.17	0.21	124.50	53.12	42.04
601118.SH	海南橡胶	8.57	0.04	0.15	0.26	0.30	57.13	35.71	28.57
600108.SH	亚盛集团	8.87	0.20	0.15	0.25	0.27	59.93	35.49	33.10
300021.SZ	大禹节水	14.84	0.06	0.20	0.48	0.80	73.65	30.75	18.62
002538.SZ	司尔特	12.68	0.38	0.51	0.68	0.78	24.86	18.67	16.28
002385.SZ	大北农	22.97	0.48	0.50	0.67	0.89	45.57	35.65	26.39

**数据来源: WIND, 爱建证券研究发展总部(截止日期 2015 年 3 月 11 日)**

## 八、风险提示

- 信息化平台建设延长, 短期收入贡献有限。
- 新公司并购后整合销售情况不达预期。
- 整体市场低迷, 下游需求不足。

图 18 近年公司 PE-BAND 情况

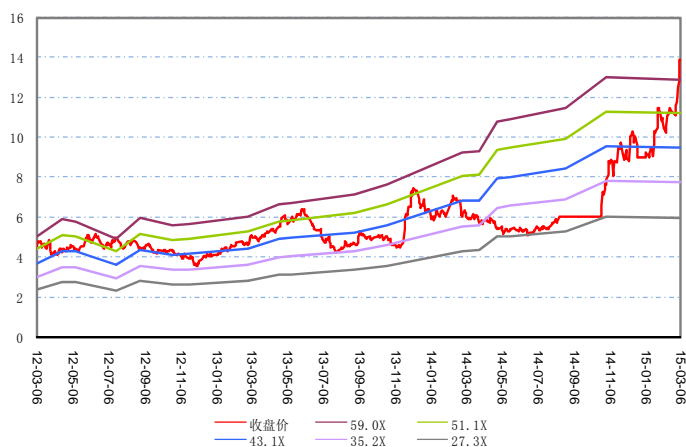
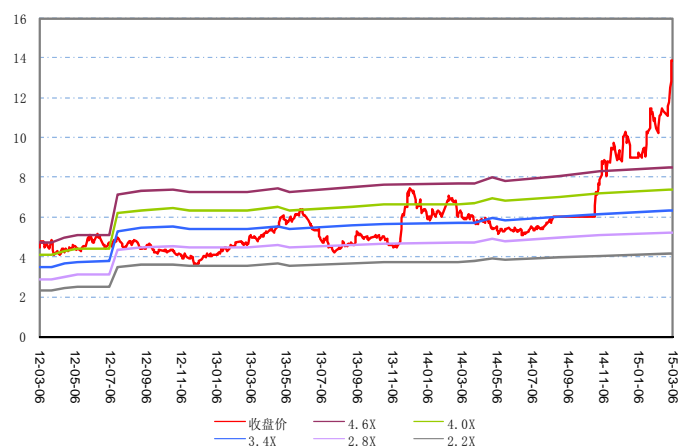


图 19 近年公司 PB-BAND 情况



资料来源：WIND，爱建证券研究发展总部

附： 公司财务报表预测(单位：百万元)

资产负债表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	利润表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	842.68	942.04	866.18	1181.59	1287.75	营业收入	2167.20	2132.55	2358.06	2935.50	3650.97
应收和预付款项	389.53	273.91	184.21	378.62	319.22	减：营业成本	1888.04	1773.91	1875.84	2292.92	2841.92
存货	283.68	290.78	273.70	416.99	438.19	营业税金及附加	0.25	0.14	0.16	0.19	0.24
其他流动资产	0.00	0.00	130.10	156.20	178.10	营业费用	85.55	95.25	117.90	136.50	153.34
长期股权投资	0.00	67.60	67.60	67.60	67.60	管理费用	94.40	111.62	141.01	159.69	186.20
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	8.20	13.63	13.33	7.99	3.37
固定资产和在建工程	273.04	633.68	548.06	462.44	376.83	资产减值损失	-2.79	2.01	0.00	0.00	0.00
无形资产和开发支出	23.84	44.52	39.28	34.05	28.81	加：投资收益	0.00	-0.40	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	19.50	179.95	169.70	159.44	159.44	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	1832.26	2432.47	2148.73	2700.74	2677.85	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	191.03	100.00	0.00	0.00	0.00	营业利润	93.54	135.60	209.82	338.21	465.91
应付和预收款项	245.49	324.79	17.34	374.56	81.59	加：其他非经营损益	7.15	13.83	10.00	14.00	16.00
长期借款	0.00	534.38	534.38	534.38	534.38	利润总额	100.69	149.43	219.82	352.21	481.91
其他负债	6.46	7.74	7.74	7.74	7.74	减：所得税	9.24	12.77	32.97	52.83	71.99
负债合计	442.99	966.91	559.46	916.68	623.71	净利润	91.45	136.67	186.85	299.38	409.92
股本	473.09	851.55	851.55	851.55	851.55	减：少数股东损益	2.31	0.05	0.07	0.11	0.15
资本公积	599.19	199.52	199.52	199.52	199.52	归属母公司股东净利润	89.14	136.62	186.78	299.27	409.77
留存收益	299.01	388.32	511.97	706.64	976.57						
归属母公司股东权益	1371.28	1439.40	1563.04	1757.72	2027.65						
少数股东权益	17.99	26.17	26.24	26.34	26.49	业绩和估值指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
股东权益合计	1389.28	1465.56	1589.28	1784.06	2054.14	EBITDA	146.23	204.67	334.02	454.96	573.76
负债和股东权益合计	1832.26	2432.47	2148.73	2700.74	2677.85	归属净利润	89.14	136.62	186.78	299.27	409.77
						EPS	0.105	0.160	0.219	0.351	0.479
现金流量表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	BPS	1.610	1.690	1.836	2.064	2.381
经营性现金净流量	309.59	174.95	489.88	510.10	530.19	PE	132.19	86.75	63.38	39.54	28.86
投资性现金净流量	-227.90	-439.16	-230.10	-103.56	-98.10	PB	8.62	8.21	7.56	6.72	5.83
筹资性现金净流量	465.75	407.75	-90.10	-23.10	-20.58	EV/EBITDA	40.72	56.48	34.54	24.68	19.40
现金流量净额	547.44	143.54	169.68	383.44	411.51	股息率	0.003	0.004	0.005	0.006	0.008

数据来源：WIND，爱建证券研究发展总部预测

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准。

## 公司评级

**强烈推荐：**预期未来6个月内，个股相对大盘涨幅15%以上

**推荐：**预期未来6个月内，个股相对大盘涨幅5%~15%

**中性：**预期未来6个月内，个股相对大盘变动在±5%以内

**回避：**预期未来6个月内，个股相对大盘跌幅5%以上

## 行业评级

**强于大市：**相对强于市场基准指数收益率5%以上；

**同步大市：**相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

**弱于大市：**相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

## 重要免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发，需注明出处为爱建证券研究发展总部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 爱建证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区世纪大道1600号33楼(陆家嘴商务广场)

电话：021-32229888 邮编：200122

网站：www.ajzq.com