

产品线不断丰富的触网农化新星

推荐（维持）

⑤ 细分行业龙头，历年经营稳定

公司成立于1999年，于2010年底上市，公司是全球最大的咪鲜胺原药生产企业，国内最大的辛酰溴苯腈原药、氟环唑原药生产企业。随着募投项目的达产，公司产品线已经拓展到中间体、除草剂、杀菌剂、杀虫剂、调节剂等。公司还通过积极对外投资参股、控股种子、复合肥等产品制造领域，使得农化产业链进一步完善。数据显示，公司近几年来收入、利润保持了一定的增速，毛利率也维持在20%以上，经营较为稳定。

⑤ 农药行业环境正在发生改变

近年来，农药行业环境正在发生着改变，从大的环境上看，土地流转政策的实施将加速现代化农药的进程，规模化经营的农场势必将逐渐增加，由于单一种植户专业知识相对较差，对高端农化产品的需求量也较小，未来农业种植或将向集约化、规模化发展，届时农场经营者将会更在意科学的种植方法，届时将有效拉动高端、高效的农化产品的需求。农药结构方面，出现除草剂占比增加、杀菌剂增速明显、高效低毒农药逐步成为主流的特点，农药企业只有不断丰富自身产品线，才能摆脱产品单一带来的风险，同时不断提高高效农药的占比才能在竞争中立于不败之地。

⑤ “农一网”有望持续发力

“农一网”是公司联合中国农药发展与应用协会等单位共同发起设立的专门从事农资电子商务的公司，计划在未来三年发展2000个县域工作站运营中心与20万个村级植保信息化服务站，通过线上线下相结合的模式，以推动中国农药电商的快速发展。目前该项目还处于培育期，盈利情况欠佳，未来有望成为推动公司业绩增长的重要来源。

⑤ 盈利预测及估值

根据三季报预告情况，我们对公司盈利预测进行小幅调整，预计公司2015-2017年每股收益分别为0.66元、0.87元和1.28元，以昨日收盘价计算对应的动态市盈率分别为26倍、20倍和14倍。选取与公司业务相近的金正大、史丹利、诺普信作为样本进行比较，结果显示，样本公司2015年平均动态PE为33倍，公司估值为26倍，低于样本公司平均水平，维持公司“推荐”评级。

⑤ 风险提示

新产能建设不达预期风险；安全生产风险；新业务开展不利风险。

市场表现 截至2015.10.12



市场数据	2015-10-12
A股收盘价(元)	17.40
一年内最高价(元)	38.56
一年内最低价(元)	12.77
上证指数	3,287.66
市净率	2.0
总股本(万股)	39,670
实际流通A股(万股)	22,940
限售流通A股(万股)	16,731
流通A股市值(亿元)	39.9

分析师：丁思德

执业证书号：S1490515070002

电话：010-85556179

邮箱：dingside@hrsec.com.cn

目录

一、产品线不断丰富，盈利增长稳定	3
1、公司概况.....	3
2、收入、利润稳定增长.....	3
3、毛利率呈现稳定性.....	4
4、2015年中期收入、毛利构成.....	4
二、农药行业环境正在发生变化	5
1、土地流转背景下高效农药需求将增加.....	5
2、农药发展历程简述.....	5
3、农药结构开始转变.....	6
4、各品种农药产量增速各异.....	8
三、设立“农一网”，打通农资销售“最后一公里”	10
1、“农一网”概况.....	10
2、农资电商借助“互联网+”迎黄金发展期.....	10
3、创新的“代购员”模式，打通农资销售“最后一公里”.....	11
4、农一网前景值得期待.....	11
5、农一网属于增量创新，对公司传统业务冲击较小.....	11
四、配股资金到位，为公司发展助力	12
1、现有业务经营将得到保障.....	12
2、产能不断扩增，配套流动资金需求增加.....	12
3、化工仓储物流项目建设有望有效降低公司成本.....	13
五、盈利预测及估值	13
六、风险提示	13
1、新产能建设不达预期风险.....	13
2、安全生产风险.....	14
3、新业务开展不利风险.....	14

一、产品线不断丰富，盈利增长稳定

1、公司概况

公司成立于1999年，注册地为江苏省大丰市，于2010年年底上市，上市之初，公司主要收入来源为除草剂和杀菌剂，随着募投项目的达产，公司产品线已经拓展到中间体、除草剂、杀菌剂、杀虫剂、调节剂等。公司还通过积极对外投资参股、控股种子、复合肥等产品制造领域，使得农化产业链进一步完善，同时公司通过与中国农药发展与应用协会等单位共同发起设立农一网，涉足农药电商，为打通农药销售“最后一公里”积极努力。

公司是全球最大的咪鲜胺原药生产企业，国内最大的辛酰溴苯腈原药、氟环唑原药生产企业。全球第一大农药公司拜耳公司、第三大农药公司巴斯夫公司、第七大农药公司马克西姆公司、第八大农药公司纽发姆公司均已成为公司稳定的客户。

2、收入、利润稳定增长

数据显示，2012-2014年公司收入增长率分别为59%、25%和16%；净利润增长率分别为85%、41%和23%。随着各在建项目的不断达产，公司近三年来收入、利润保持了稳定增长，且利润增速高于收入增速，表明盈利状况较好。

图表 1：公司历年收入及变化情况



数据来源：WIND，华融证券整理

图表 2 公司历年净利润及变化情况

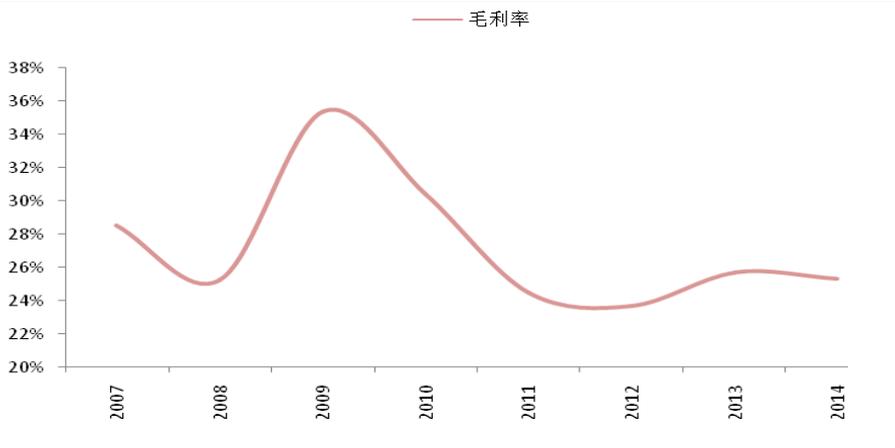


数据来源：WIND，华融证券整理

3、毛利率呈现稳定性

我们整理了公司 2007 年以来的毛利率数据，结果显示从 2007 年至 2014 年公司综合毛利率均保持在 20%以上，近四年来，毛利率在 25%左右波动，说明公司盈利状况较为稳定。

图表 3：公司毛利率历年变化情况

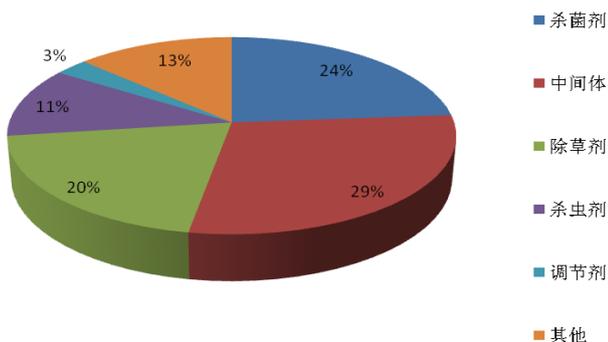


数据来源：wind，华融证券整理

4、2015 年中期收入、毛利构成

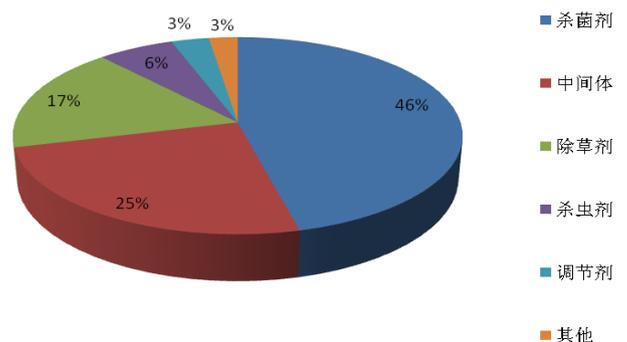
2015 年中报显示，2015 年上半年公司三大收入来源分别为杀菌剂、中间体和除草剂，占比分别为 24%、29%和 20%；前三大毛利来源也为杀菌剂、中间体和除草剂，占比分别为 46%、25%和 17%。公司上市之初，杀菌剂和除草剂曾经占公司收入和毛利的 80%以上，随着产品线的不断丰富，公司其他主营业务收入增长明显，降低公司产品单一风险。

图表4 2015年中期公司收入构成情况



数据来源：WIND，华融证券整理

图表5 2015年中期公司毛利构成情况



数据来源：WIND，华融证券整理

二、农药行业环境正在发生变化

1、土地流转背景下高效农药需求将增加

过去我国农业种植方式过于粗犷，规模化经营的农场较小，存在过度使用农化产品、土地污染、单产低等问题，近年来，国家不断鼓励土地流转，鼓励拥有土地承包经营权的农户将土地经营权（使用权）转让给其他农户或经济组织，即保留承包权，转让使用权，在此背景下，我们预计会有越来越多的规模化经营的农场出现，我国幅员辽阔，不同地区的土地环境不同，需要不同的农化产品，由于单一种植户专业知识相对较差，对高端农化产品的需求量也较小，未来农业种植或将向集约化、规模化发展，届时农场经营者将会更在意科学的种植方法，届时将有效拉动高端、高效的农化产品的需求。

2、农药发展历程简述

农药对提高粮食产量有着重要的意义，19世纪末期，人类社会开始逐步重视化学农药的使用，主要分为三个阶段，1860年-1940年，主要以无机化合物农药为主，主要构成品种为杀虫剂，存在用量高、效率低、对作物缺乏安全性等问题；1941年-1970年进入化学农药发展的第二个阶段，这阶段的农药主要是一些简单的有机化合物，虽然用量有所下降，但存在高毒、高污染等问题，不利于环境友好和食品安全；1971年以后，化学农药发展进入第三个阶段，这一阶段出现了很多复杂的有机物化学农药，不但单位面积的使用量大幅减少，而且能够达到综合防治的目的，对环境更加友好。

图表 6：农药发展的三个阶段

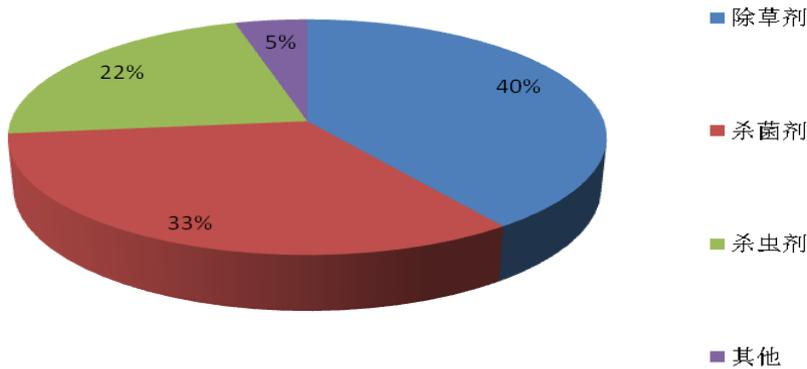
	无机农药（1860—1940）	有机合成农药（1941—1970）	现代农药（1971—目前）
化合物	无机化合物（为主）	简单有机化合物	复杂有机化合物，光学化合物
化合物类型与品种	少，少	少，多	多，多
公顷用量	7500 克	750 克	150 克
占首位的农药	杀虫剂	-	除草剂
对作物	欠安全	安全	安全
农药登记	药效评价为主	质量管理为主	安全与环境评价为主
防治策略	化学防治	化学防治	综合防治指导的化学防治
代表性品种	除虫菊粉、鱼藤精、硫酸铜、波尔多液、氯化钠、硼砂等	六六六、DDT、有机磷类农药、氨基甲酸酯类农药	拟除虫菊酯类杀虫剂、新烟碱类杀虫剂、Strobilurin 类农药

数据来源：公司资料，华融证券整理

从品种上看，现代农药以除草剂为主，粗略统计目前市场上除草剂种类共

有 18 种，占比 40%；杀菌剂种类 15 种，占比 33%；杀虫剂种类 10 种，占比 22%。

图表 7：农药品种及占比情况

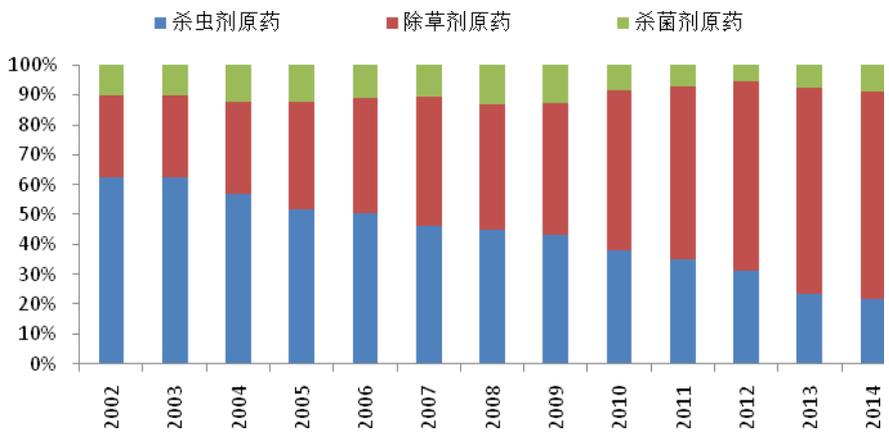


数据来源：wind，华融证券整理

3、农药结构开始转变

一般，农药分为杀虫剂、除草剂、杀菌剂和植物营养剂几大类，杀虫剂用于防治有害昆虫、除草剂用于去除农田杂草、杀菌剂用于防治植物病原微生物、植物营养剂用于补充植物生产所需的其他养分。2002 年数据显示，当年杀虫剂产量占杀虫剂、除草剂、杀菌剂三种农药的比重为 62%，此后逐年下降，到 2014 年，该比重下降至 22%，与此同时除草剂产量占三种农药的比重逐年提高，2002 年除草剂仅占三种农药产量的 27%，2014 年该比重提高至 70%，而相对于除草剂和杀虫剂，杀菌剂的产能占比一直维持在 10%左右。

图表 8：三种农药产品产量占比情况



数据来源：wind，华融证券整理

我们认为出现这种状况的原因主要有两方面因素，过去我国农业种植技术较为落后，只注重更加直接的虫害防治，而对杂草、微生物感染等重视不够，而随着种植技术的不断提高，越来越多的地区开始重视作物的综合灾害防治，带动了除草剂、杀菌剂的增长，与此同时，欧美等发达国家越来越多的种植抗草甘膦、百草枯等除草剂的转基因作物，增加了对草甘膦、百草枯等除草剂品种的需求，而中国又是这两种主要除草剂的生产大国，近年来出口量不断增加。在以上两个因素作用下，除草剂逐步成为国内第一大农药品种。

企业数量方面，据统计 2014 年农药生产企业数量为 713 家，同比增加 1.57%，近三年来增长仅为个位数，我们认为随着环保政策的不断趋于严格，将会有更多的中小农药企业被淘汰，届时企业数量增速或将放缓，甚至出现下滑的可能。

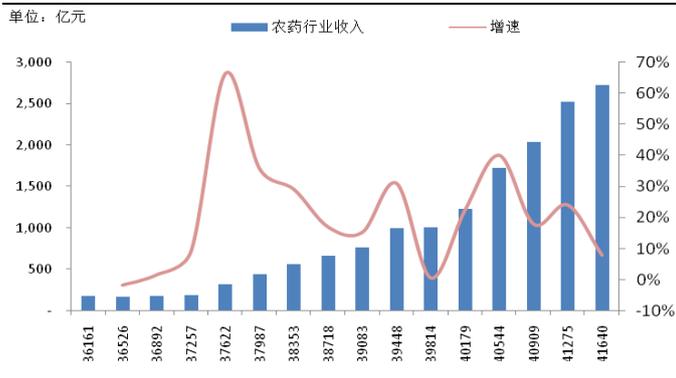
图表 9：农药企业数量及增速情况



数据来源：wind，华融证券整理

营收方面，2014 年农药行业共实现营业收入 2724 亿元，同比增长 7.87%，实现利润总额 201 亿元，同比下滑 3.14%。2014 年行业收入增速放缓、利润出现下滑，我们认为主要原因是行业调结构所致，高毒、低效等农药正在不断倍淘汰，高效、环境友好的农药品种占比在逐步提高，未来这一现象或将持续，利好于高效农药占比较高的企业。

图表10 农药行业历年收入及增速情况



数据来源: WIND, 华融证券整理

图表11 农药行业历年利润总额及增速情况

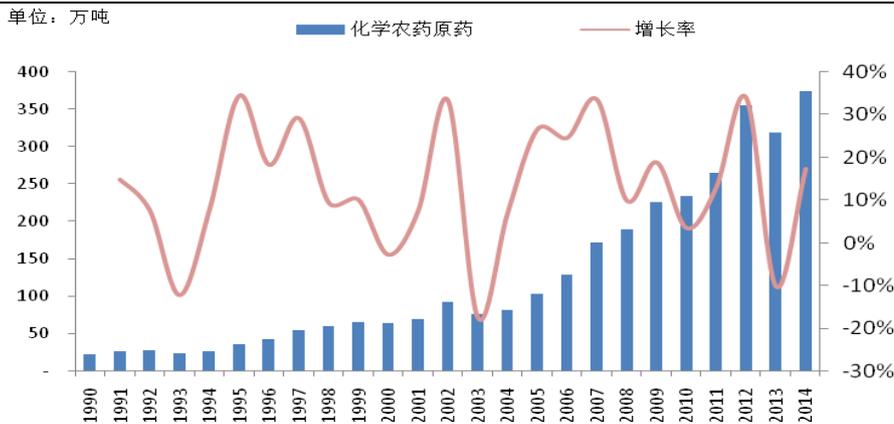


数据来源: WIND, 华融证券整理

4、各品种农药产量增速各异

数据显示,2014年我国化学农药原药产量为374万吨,同比增长17.38%,从2003年至2014年,复合增长率为15.5%。

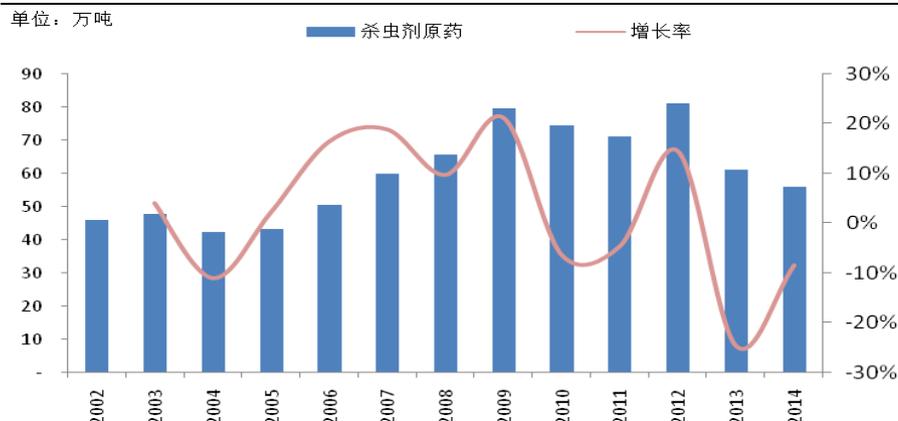
图表12: 化学农药原药产量及增速



数据来源: wind, 华融证券整理

杀虫剂方面,由于种植技术的提高,市场对杀虫剂的需求增长有限,2014年国内杀虫剂原药产量为56万吨,同比下滑8.49%,从2003年至今,复合增长率仅为1.46%,近两年来产量不断处于下滑态势。我们认为除了种植技术提高之后,近年来国家对农药的环保要求也在不断提高,高毒、低效杀虫剂在不断被市场淘汰,也影响杀虫剂产量的增加。

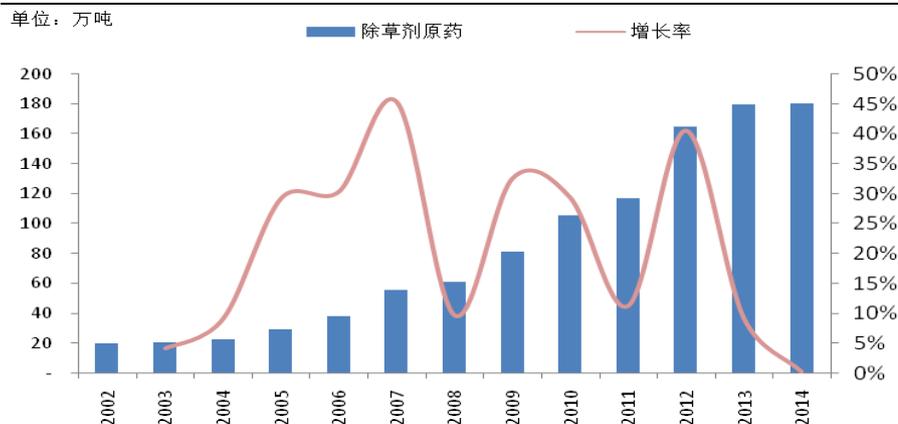
图表 13: 国内杀虫剂原药产量及增速



数据来源: wind, 华融证券整理

除草剂方面, 在国外需求的带动下, 以草甘膦、百草枯为代表的除草剂产销量不断提高, 2014 年国内除草剂原药产量为 180 万吨, 同比小幅增长 0.2%, 但 2003 年至今, 除草剂原料复合增长率达到 21.56%, 是增速最快的农药产品。

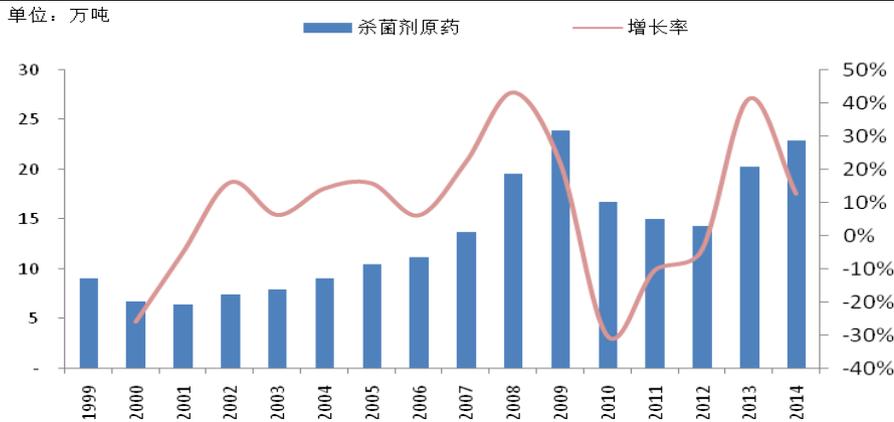
图表 14: 国内除草剂原药产量及增速



数据来源: wind, 华融证券整理

杀菌剂方面, 数据显示, 2014 年国内杀菌剂原药产量为 23 万吨, 同比增长 12.8%, 2003 年至 2014 年产量复合增长率为 10.12%。

图表 15：国内杀菌剂原药产量及增速



数据来源：wind，华融证券整理

从近几年的数据变化上看，我们发现杀虫剂产量开始出现明显下滑，除草剂产量增速放缓，而杀菌剂产量保持了较高的增长速度，我们认为这与国内农药的结构调整有关，总体上看高毒、低效的农药在逐步被市场所淘汰，这部分农药以杀虫剂为主，而除草剂主要用于出口，国内增长相对有限，杀菌剂总体用量相对较小，但近年来品种在不断增加，因此保持了较高的增长速度。

为了平抑市场风险，只有不断丰富自身产品线，才能摆脱产品单一带来的风险，同时不断提高高效农药的占比才能在竞争中立于不败之地。

三、设立“农一网”，打通农资销售“最后一公里”

1、“农一网”概况

农一网是农一电子商务（北京）有限公司旗下网站，于2014年11月正式上线，是辉丰股份联合中国农药发展与应用协会等单位共同发起设立的专门从事农资电子商务的公司，辉丰股份出资比例为50%。农一网通过整合上游知名农药企业，为种植大户、专业合作社、农业公司、农垦基地、家庭农场、统防统治、政府采购、零售商等提供网上直购平台，具有价格竞争力强、品牌信誉度高、完善的在线植保技术支持等优势，农一网设置了农药商城、农药企业品牌旗舰店、原药与精细化工、植保专家频道四大模块，为上下游用户提供服务对接；农一网计划在未来三年发展2000个县域工作站运营中心与20万个村级植保信息化服务站，通过线上线下相结合的模式，以推动中国农药电商的快速发展。

2、农资电商借助“互联网+”迎黄金发展期

近年来互联网电商取得了长足进展，但农资电商的发展却相对落后，随着“互联网+”国家战略的实施，农资电商的发展迎来黄金时期，政策面上国家积极鼓励农资电商的发展，近期商务部电子商务和信息司副司长聂林海就透露，今年中央政府将投资 20 亿元，培育 200 个电子商务进农村综合示范县，每个县给一千万。我们预计未来将会有更多的扶持政策出台，农资电商将充分受益。

3、创新的“代购员”模式，打通农资销售“最后一公里”

与传统农药经销商销售模式项目，农资电商具有可以实现对渠道进行有效管控；可以实现对产品销售价格进行有效管控；可以实现对区域窜货进行有效管控；可以实现对支付方式进行有效管控等优势。

由于农资需求端客户多位于村镇，而传统的快递业很难进行点对点的有效配送，同时大多数农民对网购和网上支付不甚了解，因此农一网推出“代购员”模式，利用县域工作站，招募在乡镇一级招募有能力进行网购的代购员，并给予代购员一定的补贴，从而解决农资电商销售的“最后一公里”问题。由于避开了多层经销商，农资电商销售的产品价格比传统渠道更具有优势，而通过网络化的管理，能够实现对销售产品的质量控制。

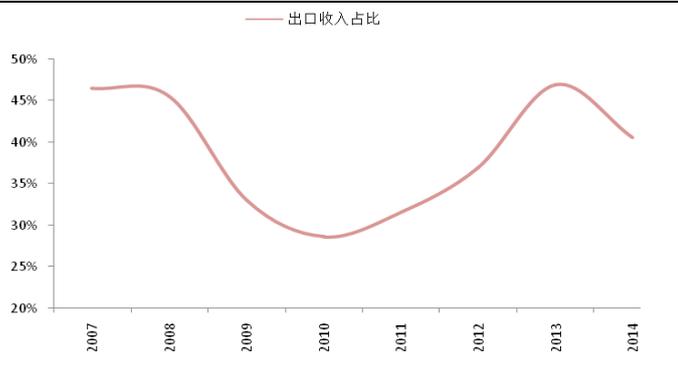
4、农一网前景值得期待

自去年 11 月上线以来，农一网还处于投入期，在一定程度上对公司的盈利产生了影响，2015 年中报显示，2015 年 1-6 月，北京农一公司亏损 1729 万元，由于项目处于投入期，因此短期内拖累业绩也在预期之中，但我们认为未来公司有望借助农一网销售农资产品，同时农一网也有望拓展农资产品的销售范围，如销售农机、化肥、农膜等农资产品，从而实现盈利，届时公司将充分受益。

5、农一网属于增量创新，对公司传统业务冲击较小

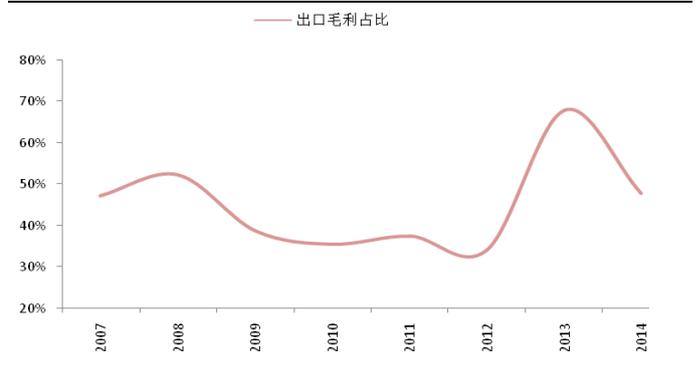
凭借优良的技术，全球主要农药生产企业与公司达成合作，数据显示近年来公司出口收入占公司收入的 40%左右，同时出口业务毛利占比近年来也保持在 45%左右，有稳定的盈利能力，因此我们认为农一网的建设并不影响公司传统业务模式的开展，是增量创新，风险相对较小。

图表16 辉丰股份历年出口收入占比



数据来源：WIND，华融证券整理

图表17 出口业务历年毛利占比情况



数据来源：WIND，华融证券整理

四、配股资金到位，为公司发展助力

2015年4月7日,公司配股之后的新增股份上市,公司此次通过配股7815万股,募集资金9.93亿元,用于现有业务经营规模扩大补充流动资金、新建和扩产项目配套流动资金、化工仓储物流项目自营业务配套流动资金等三个方向,在保证公司现有业务正常进行的同时,据估算,可每年节省利息支出4997万元。

1、现有业务经营将得到保障

公司上市后发展进程不断加快,首发募投项目陆续达产,旗下子公司也有所增长,目前公司共有子公司17家、孙公司14家、参股公司6家,同时公司所处行业不断发展,公司有望延续当前的发展态势,随着新增产能的投产以及市场规模的不断扩大,与之匹配的流动资金也逐步增加,因此通过配股募资可以在一定程度上解决现有业务经营扩大带来的流动资金需求增加,有利于公司的良性增长。

2、产能不断扩增,配套流动资金需求增加

除了首发募投项目外,近年来公司还利用自有资金新建和扩建了一些产能,主要包括年产1,000吨的C60原药项目、年产2,000吨联苯菊酯原药项目、年产1,000吨的高效氯氟氰菊酯原药项目和年产2,000吨的吡氟酰草胺原药项目等,这些项目的建设有利于不断完善公司产业链以及丰富公司产品线,但相应的项目配套资金也随着增加,因此此次配股募资有利于支撑产能的不断扩增进程。

3、化工仓储物流项目建设有望有效降低公司成本

目前公司子公司辉丰石化拥有年储运 36 万立方的能力，采用自营模式经营化工品。拥有石化仓储物流设施对公司来说有两方面的意义，一是公司主营业务需要大量的化工品作为原料，原材料价格的波动对公司业绩影响很大，通过由于拥有仓储物流业务，公司可以在淡季进行原料储备，能够以较低的价格取得原料，从而有效降低成本；二是公司项目所处的大丰港周边化工产业集群现象明显，其临近的大丰港石化工业园区占地 17 平方公里，拥有 20 多家化工企业，同时大丰港直径 150 公里范围内分布着 20 多个化工园区，这些化工园区的存在为公司化工仓储物流项目的正常经营提供了条件。

五、盈利预测及估值

受累于子公司业绩低于预期及母公司出口报关滞后收入未能确认影响，公司近期向下修正三季度业绩预期，我们也对公司盈利预测进行小幅修正，预计公司 2015-2017 年每股收益分别为 0.66 元、0.87 元和 1.28 元，以昨日收盘价计算对应的动态市盈率分别为 26 倍、20 倍和 14 倍。

目前公司农一网还处于培育期，短期会对公司业绩造成一定影响，但中长期看业务发展符合产业的未来发展方向，前景可期。估值方面，我们选取与公司业务相近的金正大、史丹利、诺普信作为样本进行比较，结果显示，样本公司 2015 年平均动态 PE 为 33 倍，公司估值为 26 倍，低于样本公司平均水平，维持公司“推荐”评级。

图表 18：可比公司估值情况

代码	公司	EPS			PE		
		2014	2015E	2016E	2014	2015E	2016E
002470	金正大	1.23	0.74	0.96	17	28	21
002588	史丹利	1.73	1.08	1.38	14	23	18
002215	诺普信	0.28	0.33	0.44	56	48	35
	平均估值				29	33	25
002496	辉丰股份	0.63	0.66	0.87	28	26	20

数据来源：wind，华融证券整理

六、风险提示

1、新产能建设不达预期风险

公司各在建产能是公司未来业绩的增长的重要保证，存在因各种原因导致的产能建设低于预期，从而使得公司业绩低于预期的风险。

2、安全生产风险

存在因各种原因导致的安全生产事故使得公司产能装置受到影响，从而使业绩低于预期的风险。

3、新业务开展不利风险

公司为传统农化生产企业，近年来开始涉足互联网电商，存在因经验不足导致的新业务开展不利风险。

盈利预测表:
资产负债表

单位: 百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	1,923.1	2,013.8	4,707.5	5,833.7	7,686.7
现金	764.2	495.0	2,933.6	3,670.3	4,882.5
交易性投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收票据	5.8	29.6	21.0	25.0	35.3
应收账款	394.1	463.6	557.1	701.5	928.7
其他应收款	19.6	36.1	44.6	51.3	65.2
存货	614.1	833.0	925.8	1,139.7	1,489.7
其他	125.3	156.6	225.5	245.9	285.5
非流动资产	1,888.6	2,602.4	2,875.0	3,141.1	3,395.7
长期股权投资	50.7	40.0	40.0	40.0	40.0
固定资产	1,047.1	1,445.7	2,093.5	2,149.5	2,350.9
无形资产	217.1	348.0	419.8	491.8	578.8
其他	573.7	768.7	321.7	459.8	426.0
资产总计	3,811.7	4,616.2	7,582.5	8,974.7	11,082.4
流动负债	1,737.0	2,254.5	5,065.0	6,197.6	7,934.1
短期负债	725.0	1,152.5	3,862.8	4,649.1	5,851.9
应付账款	432.2	519.3	543.3	693.9	937.6
预收账款	46.5	92.6	73.3	91.8	122.1
其他	533.4	490.1	585.5	762.9	1,022.5
长期负债	34.0	13.0	33.4	37.7	40.5
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	34.0	13.0	33.4	37.7	40.5
负债合计	1,771.1	2,267.6	5,098.3	6,235.3	7,974.5
股本	245.0	318.6	396.7	396.7	396.7
资本公积金	1,077.2	1,007.8	1,007.8	1,007.8	1,007.8
留存收益	549.6	717.8	799.7	1,057.6	1,426.2
少数股东权益	171.0	293.7	293.7	293.7	293.7
母公司所有者权益	1,869.6	2,028.4	2,188.0	2,445.8	2,814.2
负债及权益合计	3,811.7	4,623.5	7,580.0	8,974.7	11,082.4

现金流量表

单位: 百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	273.9	137.4	398.9	664.2	832.3
净利润	163.1	195.9	263.4	343.7	509.5
折旧摊销	109.8	141.6	275.6	312.3	369.4
财务费用	43.3	61.1	44.5	61.5	69.1
投资收益	0.2	-6.2	0.5	0.6	0.9
营运资金变动	-50.1	-263.3	-168.3	-51.1	-121.8
其他	7.7	8.2	-16.8	-2.8	5.2
投资活动现金流	-437.1	-396.1	-542.5	-570.7	-615.5
资本支出	-392.8	-361.4	-539.6	-566.8	-611.8
其他投资	-44.4	-34.7	-2.9	-3.9	-3.7
筹资活动现金流	261.6	441.1	2,582.2	643.2	995.3
借款变动	250.4	427.5	2,710.3	786.4	1,202.7
普通股增加	81.6	73.5	0.0	0.0	0.0
资本公积增加	-71.5	-69.4	0.0	0.0	0.0
股利分配	-49.0	-33.1	-103.3	-85.8	-140.9
其他	50.1	42.6	-24.8	-57.4	-66.5

利润表

单位: 百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	2,085.8	2,429.1	2,933.6	3,670.3	4,882.5
营业成本	1,549.7	1,813.9	2,177.7	2,684.9	3,495.0
营业税金及附加	2.6	2.6	2.9	3.7	4.9
营业费用	70.2	74.2	97.1	115.0	157.0
管理费用	238.0	245.3	278.7	367.0	500.6
财务费用	15.5	48.2	44.5	61.5	69.1
资产减值损失	7.0	11.0	12.7	17.2	27.0
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	0.5	7.8	0.0	0.0	0.0
营业利润	203.4	241.5	319.9	421.0	628.8
营业外收入	6.9	12.1	9.4	9.8	9.6
营业外支出	7.7	9.3	5.4	6.2	7.2
利润总额	202.5	244.4	324.0	424.5	631.2
所得税	39.4	48.6	60.6	80.9	121.7
净利润	163.1	195.9	263.4	343.7	509.5
少数股东权益	-0.1	-5.4	0.0	0.0	0.0
归属母公司所有者净利润	163.1	201.3	263.4	343.7	509.5
EPS (元)	0.41	0.51	0.66	0.87	1.28

主要财务比率

单位: 百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
同比增长率					
营业收入	25.1%	16.5%	20.8%	25.1%	33.0%
营业利润	33.3%	18.8%	32.5%	31.6%	49.4%
净利润	23.9%	20.1%	34.5%	30.5%	48.3%
盈利能力					
毛利率	25.7%	25.3%	25.8%	26.8%	28.4%
净利率	7.8%	8.1%	9.0%	9.4%	10.4%
ROE	8.7%	9.9%	12.0%	14.1%	18.1%
ROIC	7.9%	8.4%	5.8%	6.6%	7.8%
偿债能力					
资产负债率	46.5%	49.8%	67.2%	69.5%	72.0%
流动比率	1.11	0.90	0.93	0.94	0.97
速动比率	0.71	0.49	0.73	0.74	0.77
营运能力					
资产周转率	0.55	0.53	0.39	0.41	0.44
存货周转率	2.52	2.18	2.35	2.36	2.35
应收账款周转率	5.22	4.93	5.07	5.05	5.07
每股资料 (元)					
每股收益	0.41	0.51	0.66	0.87	1.28
每股经营现金	1.15	0.47	1.01	1.67	2.10
每股净资产	7.63	6.37	5.52	6.17	7.09
每股股利	0.12	0.08	0.26	0.20	0.31
估值比率					
PE	42.31	34.30	26.21	20.08	13.55
PB	2.28	2.73	3.15	2.82	2.45

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15%以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5%以上
推 荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5%到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5%到 5%内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5%以上
卖 出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15%以上		

免责声明

丁思德，在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司（以下简称本公司）的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市朝阳区朝阳门北大街 18 号中国人保寿险大厦 15 层 (100020)

传真：010-85556304

网址：www.hrsec.com.cn