

顺鑫农业 (000860.SZ)

上半年看白酒，下半年看白酒和猪价

 评级: **买入**

前次:

目标价(元):

19.53-22.32

分析师

作者

消费品小组

孙国东

S0740207010008

021-58208304

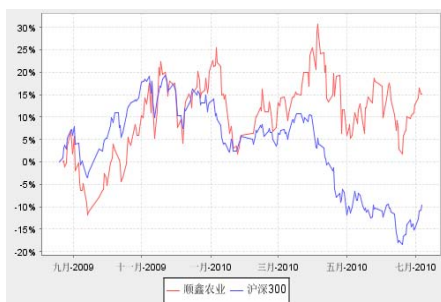
xiegang@qlzq.com.cn

2010年7月27日

基本状况

总股本(百万股)	438.54
流通股本(百万股)	232.45
市价(元)	17.64
市值(百万元)	7735.85
流通市值(百万元)	4100.35

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

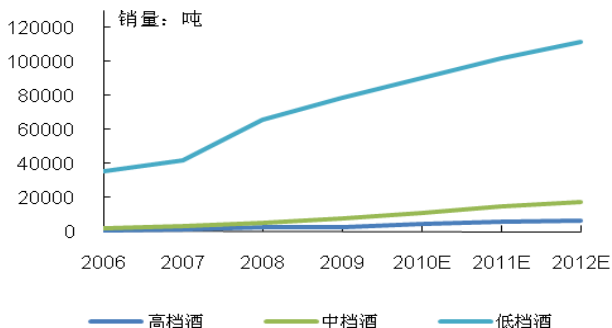
指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	5175.52	6087.11	7761.00	8818.73	8738.63
营业收入增速	14.47%	17.61%	27.50%	13.63%	-0.91%
净利润增长率	50.10%	-27.30%	113.27%	42.86%	20.24%
摊薄每股收益(元)	0.50	0.37	0.78	1.12	1.34
前次预测每股收益(元)	0.50	0.37	0.78	1.12	1.34
市场预测每股收益(元)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
偏差率(本次-市场/市场)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
市盈率(倍)	21.78	48.25	22.58	15.81	13.15
PEG	0.43	-1.76	0.20	0.37	0.65
每股净资产(元)	5.20	5.47	5.83	6.44	7.68
每股现金流量	-1.01	0.31	-2.08	0.70	2.48
净资产收益率	9.69%	6.70%	13.41%	17.33%	17.47%
市净率	2.11	3.23	3.03	2.74	2.30
总股本(百万股)	438.54	438.54	438.54	438.54	438.54

备注: 市场预测取 聚源一致预期

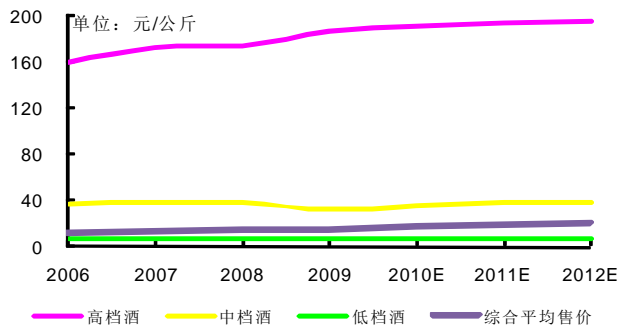
投资要点

- **事件:** 顺鑫农业公布 10 年中期报告, 期内共实现销售额 34.17 亿元, 净利润 1.58 亿元, 同比增长 18.48% 和 103.11%, 对应 EPS 约 0.361 元, 基本符合我们 1.6 亿元净利润和 0.367 元的预测。
- **“增收更增利”** 主要原因在于: 利润率较高的白酒依然是亮点, 中高档酒销售放量进一步优化利润结构; 鑫大禹建筑工程施工业务量结算快于预期, 毛利率也大幅提升; 同时, 经营不佳的果蔬汁剥离给集团也是增利的积极因素。然而, 1-5 月疫情导致生猪涨价时点推迟致使屠宰盈利使其成为拖累业绩的主因。
- **中高档白酒销量快速增长 50-60%, 占销量的 13% 和利润的 80% 左右, 利润的品种结构进一步优化。** 中期在低档酒 15% 左右稳定增长的基础上, 中高档白酒销量继续高举高打, 我们预计增速在 50-60% 之间; 由于同期价格没有上调, 因此利润率增加主要靠品种结构的优化来带动。上半年, 公司共实现白酒收入达 10.3 亿元, 同比增长 33.72%, 中高档增长带动利润升至 4 亿元左右, 同比上升 42.7%, 毛利率提高了 3.42 个百分点。基于销量和价格因素还有可能向好, 我们仍然看好下半年白酒利润的翻番可能。
- **鑫大禹建筑工程施工业务的结算略快于预期, 毛利率快速上升。** 上半年共结算了 3.2 亿元水利工程收入, 毛利率飙升至 44.81%, 同比上升 13.9%, 利润率同比激增的原因估计在于成本结转和收入不同步的原因造成, 这主要是行业结转的周期性特性使然, 因此我们暂不会提高该项业务的盈利预测。
- **上半年种猪和屠宰利润率回升, 但时点晚于预期, 这使得上半年总体业绩缺乏进一步的惊喜。** 猪价低迷期公司屠宰业务的头毛利只有 10 元/头, 净利润 -20 元/头, 按上半年屠宰总量 130-140 万头来计, 仅屠宰这一块最终亏损可能 2500-3000 万元; 尽管如此, 屠宰毛利率已由 09 年同期的 2% 升至 4.51%, 种猪毛利亦有 8.4% 上升, 但仍略低于行业反转背景下的预期利润水平。

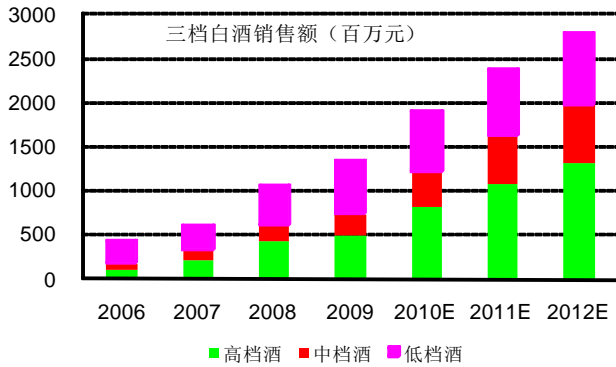
- **5月份以来，全国生猪价格快速上涨20-30%，将有望提升公司生猪产业链的整体利润。**猪价已经连续三周加速上行，全国生猪均价由上周的11.44涨至12.15，涨幅6.2%，北京新发地市场白条猪肉本周15.9，上周14.75，本周涨7.8%；相比5月初的12元/公斤，猪肉价格已累计上涨30%；四川泸州地区毛猪价格同期也上涨了20%左右，至10.3元/公斤，仔猪价格上涨25%至9.5元/公斤附近。我们认为猪价上涨的原因在于：（1）口蹄疫和蓝耳病造成提前出栏多、补栏少，目前存栏量普遍不足；（2）短期南方雨灾导致外运困难。根据我们监测的结果，在猪价上涨过程中，公司无论是屠宰还是后端的肉制品加工业，利润状况都会由谷底快速回升，因此，我们认为下半年公司生猪产业链的利润将会显著高于上半年。
- **房地产：10年主推楼盘杨镇三期上半年结算了近一半，包头项目下半年是否结算尚不确定。**杨镇三期建筑面积约10万平方米，我们此前保守预计全年结算60%，从上半年情况来看，销售进度比预期的要好，上半年就结算了一半，单价逼近1万元，也远优于此前预期的7000元/平方米，但考虑到相关部门对房地产业的调控风声趋紧，我们预计下半年销售进度可能放缓，包头项目（一期6-7万平方米，以别墅为主，均价1万元/平方）也如此，最终是否结算尚未确定。
- **花博会已收到8711万元财政贴息，还有4356万元尚未收到。**上半年，定位于花博会后期商业物业或空港物流中枢的顺鑫茂峰收到北京市发展和改革委员会拨付的北京国际花卉物流港（第七届中国花卉博览会主会场）项目贷款贴息8711万元，尚有4356万元未收到。
- **定向增发审批进程或慢于预期。**公司定向增发方案已报经证监会，发审委最终审批流程尚不确定，考虑到证监会对房地产业务的再融资收紧迹象（近期，丰乐种业等公司被要求一再融资必须剥离房地产业务），我们预计顺鑫农业的定增审批或许慢于预期，延迟至年底前的可能性正在增加。
- **维持原来盈利预测。**考虑到顺鑫的中期业绩与我们此前预期接近，因此我们维持10年3月16日顺鑫农业深度研究报告《顺鑫农业：09年防御，10年进攻》之观点，预计10-12年分别实现净利润342.54、489.37、588.43百万元，同比增长113.27%、42.86%、20.24%，对应10-12年EPS分别为0.78、1.12、1.34元，按增发后股本计，摊薄EPS为0.62、0.89、1.07元。
- **目标价19.53-22.32元，买入建议。**通过分拆估值，顺鑫农业的合理估值为19.53-22.32元，对应25×10PE和20×11PE，建议买入。作为农业公司中估值最富吸引力的品种，顺鑫农业的定向增发价格16.42元具备明显的安全边际，相当于提供了一个一年期的看涨期权。我们维持公司“买入”评级。

图表1：牛栏山三档白酒销量增长迅猛（吨）


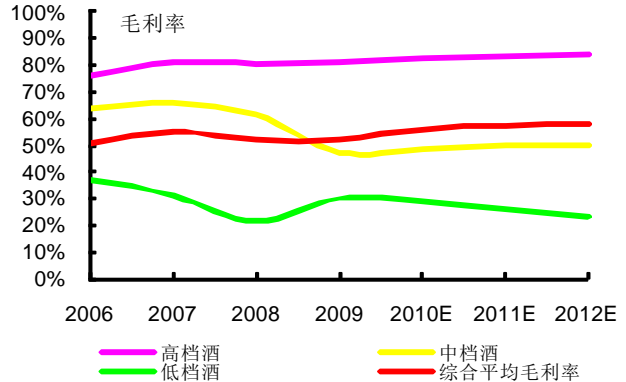
来源：齐鲁证券研究所

图表2：牛栏山三档白酒销售单价（元/公斤）


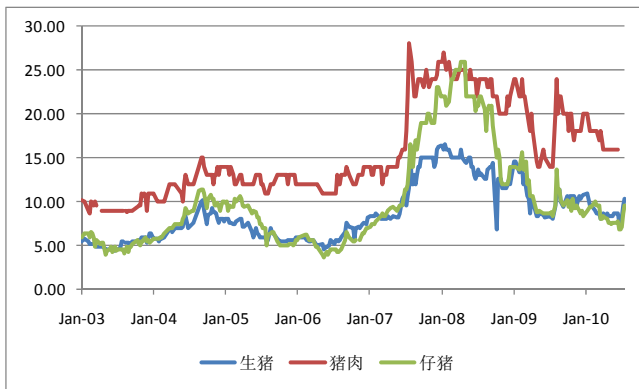
来源：齐鲁证券研究所

图表 3: 牛栏山三档白酒销售额增长迅速 (百万元)


来源: 齐鲁证券研究所

图表 4: 牛栏山三档白酒销售毛利率


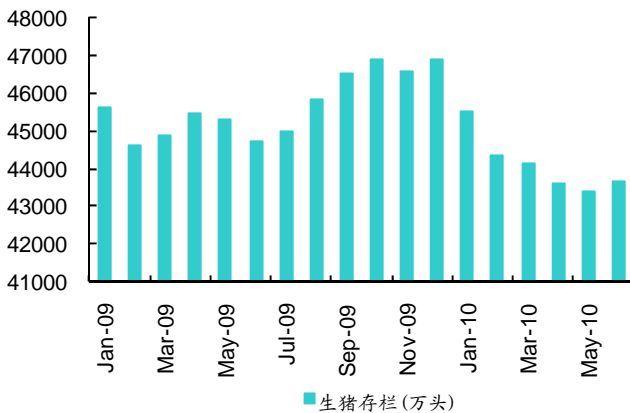
来源: 齐鲁证券研究所

图表 5: 四川泸州地区猪价走势图 (元/公斤)


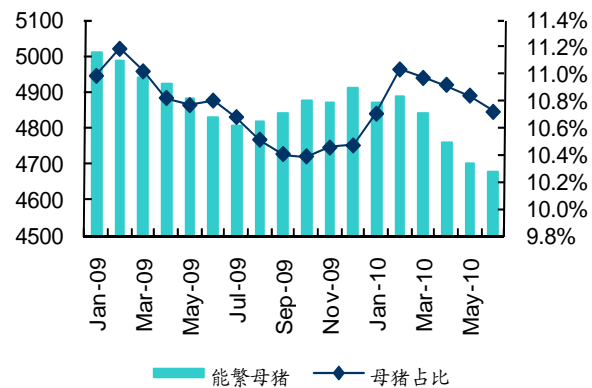
来源: 新发地市场, 齐鲁证券研究所

图表 6: 北京新发地市场猪价快速反弹 (元/公斤)


来源: 齐鲁证券研究所

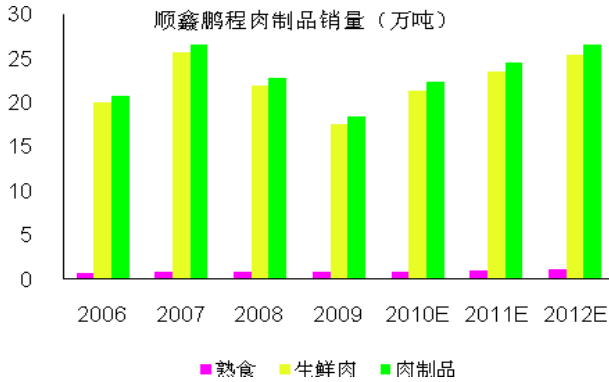
图表 7: 2010 年我国生猪存栏量明显不足 (万头)


来源: 国家统计局, 商务部, 农业部, 齐鲁证券研究所

图表 8: 2010 年我国能繁母猪数量出现回落 (万头)


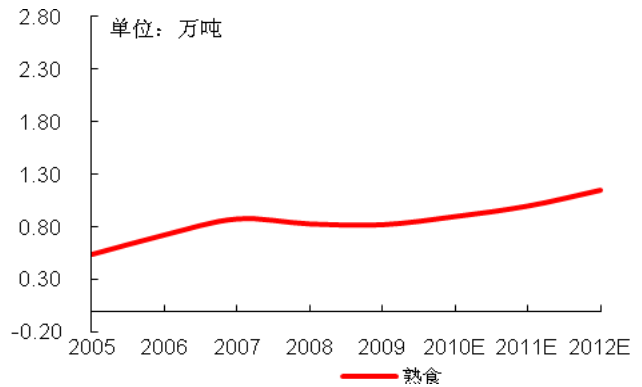
来源: 国家统计局, 商务部, 农业部, 齐鲁证券研究所

图表 9: 顺鑫鹏程生鲜肉销量将稳步增长 (万吨)



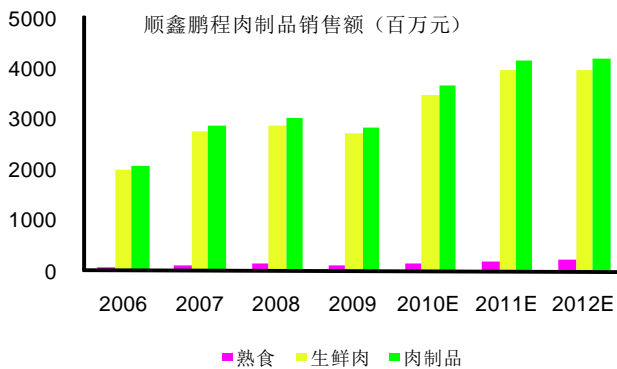
来源: 齐鲁证券研究所

图表 10: 顺鑫鹏程熟食销量持续稳定增长 (万吨)



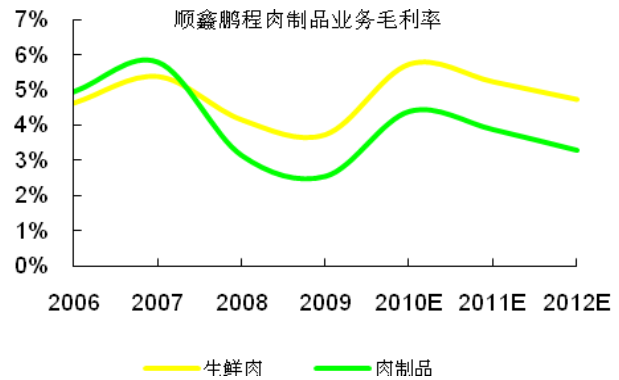
来源: 齐鲁证券研究所

图表 11: 顺鑫鹏程猪肉制品业务销售额 (百万元)



来源: 齐鲁证券研究所

图表 12: 顺鑫鹏程猪肉制品业务毛利率假定



来源: 齐鲁证券研究所

图表 13: 顺鑫农业销售收入预测表

项 目	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
白酒（牛栏山）										
平均售价（元/公斤）	6.50	9.22	12.60	11.50	13.29	14.62	15.04	17.88	19.50	20.57
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	-8.71%	15.60%	9.98%	2.87%	18.86%	9.08%	5.50%
销售数量（吨）	26,467.00	22,848.00	25,335.00	38,543.26	46,630.05	73,490.00	89,118.63	106,451.63	119,261.18	129,450.90
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	52.13%	20.98%	57.60%	21.27%	19.45%	12.03%	8.54%
销售收入（百万元）	172.04	210.67	319.16	443.27	619.91	1,074.49	1,340.38	1,903.05	2,325.64	2,663.22
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	38.88%	39.85%	73.33%	24.75%	41.98%	22.21%	14.52%
毛利率	44.98%	49.50%	46.93%	50.84%	54.83%	51.69%	52.02%	55.70%	57.53%	58.63%
销售成本（百万元）	94.65	106.39	169.38	217.89	280.02	519.08	643.13	843.06	987.72	1,101.73
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	28.64%	28.51%	85.37%	23.90%	31.09%	17.16%	11.54%
毛利（百万元）	77.39	104.28	149.78	225.38	339.89	555.41	697.25	1,060.00	1,337.92	1,561.49
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	50.47%	50.81%	63.41%	25.54%	52.03%	26.22%	16.71%
占总销售额比重	12.99%	9.70%	10.98%	13.81%	13.71%	20.76%	22.02%	24.52%	26.37%	30.48%
占主营业务利润比重	24.46%	23.78%	28.54%	38.45%	41.43%	52.32%	55.59%	60.73%	61.51%	66.43%
猪肉制品（鹏程）										
平均售价（元/吨）	N/A	N/A	N/A	7,848.36	12,671.14	16,496.98	12,792.92	14,971.62	15,728.67	14,958.16
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	N/A	61.45%	30.19%	-22.45%	17.03%	5.06%	-4.90%
销售数量（万吨）	N/A	N/A	N/A	26.45	22.84	18.41	22.22	24.44	25.48	26.12
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	N/A	-13.66%	-19.38%	20.70%	9.98%	4.26%	2.51%
销售收入（百万元）	737.29	1,379.95	1,827.15	2,075.96	2,893.95	3,037.47	2,843.01	3,659.15	4,008.02	3,907.35
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	13.62%	39.40%	4.96%	-6.40%	28.71%	9.53%	-2.51%
毛利率	5.72%	3.51%	4.58%	4.95%	5.79%	3.15%	2.56%	4.40%	3.83%	4.14%
销售成本（百万元）	695.15	1,331.50	1,743.52	1,973.15	2,726.41	2,941.78	2,770.21	3,498.28	3,854.40	3,745.72
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	13.17%	38.18%	7.90%	-5.83%	26.28%	10.18%	-2.82%
毛利（百万元）	42.14	48.46	83.64	102.81	167.54	95.68	72.79	160.87	153.62	161.63
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	22.92%	62.97%	-42.89%	-23.92%	120.99%	-4.51%	5.21%
占总销售额比重	55.66%	63.55%	62.84%	64.68%	64.01%	58.69%	46.71%	47.15%	45.45%	44.71%
占主营业务利润比重	13.32%	11.05%	15.94%	17.54%	20.42%	9.01%	5.80%	9.22%	7.06%	6.88%
种猪（小店）										
平均售价（元/头）	N/A	N/A	N/A	643.58	1,241.44	1,725.51	1,318.93	1,431.04	1,624.23	1,924.71
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	N/A	92.90%	38.99%	-23.56%	8.50%	13.50%	18.50%
销售数量（万头）	N/A	N/A	N/A	7.45	3.76	6.41	11.45	12.59	20.14	22.89
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	N/A	-49.46%	70.28%	78.62%	10.00%	60.00%	13.64%
销售收入（百万元）	74.22	67.98	93.46	47.92	46.72	89.25	150.96	180.17	327.19	440.60
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	-48.72%	-2.51%	91.04%	69.15%	19.35%	81.60%	34.66%
毛利率	29.20%	30.75%	27.53%	27.52%	51.98%	60.46%	34.42%	39.92%	39.92%	38.92%
销售成本（百万元）	52.54	47.07	67.73	34.73	22.43	35.29	98.99	108.24	196.57	269.10
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	-48.72%	-35.41%	57.32%	180.49%	9.34%	81.60%	36.90%
毛利（百万元）	21.67	20.91	25.73	13.19	24.28	53.95	51.97	71.93	130.63	171.50
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	-48.74%	84.13%	122.19%	-3.68%	38.42%	81.60%	31.29%
占总销售额比重	5.60%	3.13%	3.21%	1.49%	1.03%	1.72%	2.48%	2.32%	3.71%	5.04%
占主营业务利润比重	6.85%	4.77%	4.90%	2.25%	2.96%	5.08%	4.14%	4.12%	6.01%	7.30%
水利工程（鑫大禹）										
销售收入（百万元）	63.35	93.82	185.10	227.48	386.46	406.24	716.32	833.29	919.36	877.69
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	22.90%	69.89%	5.12%	76.33%	16.33%	10.33%	5.33%
毛利率	23.01%	26.95%	20.95%	21.31%	16.38%	29.16%	11.64%	14.14%	13.64%	13.89%
销售成本（百万元）	48.78	68.54	146.33	179.00	323.14	287.76	632.96	715.48	793.98	755.81
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	22.33%	80.52%	-10.95%	119.96%	13.04%	10.97%	-4.81%
毛利（百万元）	14.58	25.29	38.77	48.48	63.32	118.48	83.36	117.81	125.38	121.89
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	25.05%	30.61%	87.11%	-29.64%	41.32%	6.43%	-2.78%
占总销售额比重	4.78%	4.32%	6.37%	7.09%	8.55%	7.85%	11.77%	10.47%	10.43%	10.04%
占主营业务利润比重	4.61%	5.77%	7.39%	8.27%	7.72%	11.16%	6.65%	6.75%	5.76%	5.19%
房地产（佳宇）										
平均售价（元/平方米）	0.00	0.00	0.00	N/A	N/A	2,957.32	6,144.27	5,313.54	6,783.57	6,625.00
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	107.76%	-13.52%	27.67%	-2.34%
销售面积（万平方米）	0.00	0.00	0.00	N/A	N/A	8.92	11.44	16.36	12.85	6.85
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	28.28%	42.96%	-21.45%	-46.71%
销售收入（百万元）	0.00	0.00	0.00	52.50	326.07	263.83	703.18	869.33	871.75	453.73
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	N/A	521.13%	-19.09%	166.52%	23.63%	0.28%	-47.95%
毛利率	0.00%	0.00%	0.00%	59.83%	34.43%	61.54%	25.34%	33.01%	38.56%	47.17%
销售成本（百万元）	0.00	0.00	0.00	21.09	213.80	101.48	524.97	582.37	535.59	239.71
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	N/A	913.99%	-52.54%	417.32%	10.93%	-8.03%	-55.24%
毛利（百万元）	0.00	0.00	0.00	31.41	112.27	162.35	178.21	286.96	336.16	214.02
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	N/A	257.41%	44.61%	9.77%	61.03%	17.14%	-36.34%
占总销售额比重	0.00%	0.00%	0.00%	1.64%	7.21%	5.10%	11.55%	11.20%	9.89%	5.19%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	0.00%	5.36%	13.69%	15.29%	14.21%	16.44%	15.45%	9.11%
农批业务（石门）										
销售收入（百万元）	15.41	22.34	21.90	28.35	35.12	35.51	47.78	49.95	53.23	56.98
增长率（YOY）	N/A	45.04%	-2.00%	29.48%	23.87%	1.11%	34.55%	4.55%	6.55%	7.05%
毛利率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	84.25%	85.86%	82.88%	81.88%	80.88%	80.38%
销售成本（百万元）	0.00	0.00	0.00	0.00	5.53	5.02	8.18	9.05	10.18	11.18
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	N/A	#DIV/0!	-9.22%	62.94%	10.66%	12.43%	9.85%
毛利（百万元）	15.41	22.34	21.90	28.35	29.59	30.49	39.60	40.90	43.05	45.80
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	29.48%	4.36%	3.04%	29.88%	3.29%	5.25%	6.39%
占总销售额比重	1.16%	1.03%	0.75%	0.88%	0.78%	0.69%	0.78%	0.64%	0.60%	0.65%
占主营业务利润比重	4.87%	5.10%	4.17%	4.84%	3.61%	2.87%	3.16%	2.34%	1.98%	1.95%
销售总收入（百万元）	1324.61	2171.28	2907.71	3209.66	4521.13	5175.52	6087.11	7761.00	8818.73	8738.63
销售总成本（百万元）	1008.23	1732.80	2382.90	2623.48	3700.83	4113.85	4832.82	6015.70	6643.51	6388.20
毛利（百万元）	316.38	438.48	524.81	586.18	820.30	1061.67	1254.29	1745.30	2175.22	2350.43
平均毛利率	23.88%	20.19%	18.05%	18.26%	18.14%	20.51%	20.61%	22.49%	24.67%	26.90%

来源：齐鲁证券研究所（注：本图表没有显示花博会、创新食品加工等多项小规模业务销售收入预测）

附录 2: 财务预测简表
损益表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	4,521	5,176	6,087	7,761	8,819	8,739
增长率		14.5%	17.6%	27.5%	13.6%	-0.9%
主营业务成本	-3,701	-4,114	-4,833	-6,016	-6,644	-6,388
%销售收入	81.9%	79.5%	79.4%	77.5%	75.3%	73.1%
毛利	820	1,062	1,254	1,745	2,175	2,350
%销售收入	18.1%	20.5%	20.6%	22.5%	24.7%	26.9%
营业税金及附加	-131	-162	-228	-272	-309	-306
%销售收入	2.9%	3.1%	3.7%	3.5%	3.5%	3.5%
营业费用	-264	-382	-485	-596	-699	-697
%销售收入	5.8%	7.4%	8.0%	7.7%	7.9%	8.0%
管理费用	-175	-186	-260	-292	-354	-373
%销售收入	3.9%	3.6%	4.3%	3.8%	4.0%	4.3%
息税前利润 (EBIT)	251	331	282	586	813	975
%销售收入	5.5%	6.4%	4.6%	7.5%	9.2%	11.2%
财务费用	-33	-47	-42	-41	-34	-36
%销售收入	0.7%	0.9%	0.7%	0.5%	0.4%	0.4%
资产减值损失	-1	-8	4	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	29	1	3	3	3
%税前利润	0.1%	9.4%	0.5%	0.5%	0.3%	0.3%
营业利润	216	305	245	547	782	941
营业利润率	4.8%	5.9%	4.0%	7.0%	8.9%	10.8%
营业外收支	-2	2	0	2	2	2
税前利润	215	306	245	549	784	943
利润率	4.7%	5.9%	4.0%	7.1%	8.9%	10.8%
所得税	-49	-64	-62	-138	-197	-237
所得税率	22.9%	20.9%	25.2%	25.2%	25.2%	25.2%
净利润	166	242	183	411	587	705
少数股东损益	18	21	23	68	97	117
归属于母公司的净利润	147	221	161	343	489	588
净利率	3.3%	4.3%	2.6%	4.4%	5.5%	6.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	166	242	183	411	587	705
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	60	81	85	102	127	164
非经营收益	36	19	43	50	45	48
营运资金变动	-204	-780	-174	-1,476	-451	171
经营活动现金净流	58	-439	138	-913	308	1,088
资本开支	-100	-820	-1,185	-190	-730	-731
投资	-31	53	0	0	0	0
其他	0	29	1	3	3	3
投资活动现金净流	-131	-738	-1,184	-187	-728	-729
股权募资	496	0	0	0	-176	0
债权募资	-122	1,820	1,049	1,278	932	-263
其他	-120	-195	-288	-99	-269	-97
筹资活动现金净流	254	1,625	760	1,178	487	-360
现金净流量	181	448	-286	78	67	0

资产负债表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	665	1,108	822	900	967	967
应收款项	217	298	308	512	582	577
存货	1,327	2,274	2,323	2,967	3,276	3,150
其他流动资产	271	790	1,213	1,504	1,661	1,597
流动资产	2,480	4,471	4,666	5,883	6,486	6,291
%总资产	59.8%	68.1%	58.1%	62.8%	61.3%	57.5%
长期投资	181	119	134	135	134	134
固定资产	1,460	1,824	2,940	3,096	3,708	4,282
%总资产	35.2%	27.8%	36.6%	33.1%	35.1%	39.1%
无形资产	22	155	287	251	246	241
非流动资产	1,664	2,099	3,360	3,484	4,089	4,659
%总资产	40.2%	31.9%	41.9%	37.2%	38.7%	42.5%
资产总计	4,145	6,569	8,026	9,367	10,576	10,950
短期借款	1,399	2,599	3,375	4,652	5,584	5,320
应付款项	370	641	738	811	906	882
其他流动负债	-5	627	384	150	-35	-35
流动负债	1,765	3,867	4,498	5,613	6,455	6,167
长期贷款	150	310	983	983	983	984
其他长期负债	6	0	0	0	0	0
负债	1,920	4,177	5,481	6,596	7,438	7,151
普通股股东权益	2,121	2,281	2,398	2,555	2,824	3,369
少数股东权益	103	112	148	216	313	430
负债股东权益合计	4,145	6,569	8,026	9,367	10,576	10,950

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.336	0.504	0.366	0.781	1.116	1.342
每股净资产	4.836	5.201	5.468	5.825	6.440	7.682
每股经营现金净流	0.145	-1.014	0.314	-2.082	0.702	2.482
每股股利	0.100	0.100	0.100	0.500	0.100	0.100
回报率						
净资产收益率	6.94%	9.69%	6.70%	13.41%	17.33%	17.47%
总资产收益率	3.55%	3.36%	2.00%	3.66%	4.63%	5.37%
投入资本收益率	5.12%	4.94%	3.06%	5.21%	6.27%	7.22%
增长率						
主营业务收入增长率	40.86%	14.47%	17.61%	27.50%	13.63%	-0.91%
EBIT增长率	59.12%	32.17%	-14.88%	107.68%	38.89%	19.84%
净利润增长率	53.11%	50.13%	-27.34%	113.27%	42.86%	20.24%
总资产增长率	16.52%	58.50%	22.18%	16.70%	12.90%	3.54%
资产管理能力						
应收账款周转天数	10.4	12.0	13.4	15.0	15.0	15.0
存货周转天数	124.7	159.8	173.6	180.0	180.0	180.0
应付账款周转天数	7.0	9.3	19.1	20.0	20.0	20.0
固定资产周转天数	85.5	102.5	93.9	82.6	94.5	115.8
偿债能力						
净负债/股东权益	39.74%	75.28%	138.90%	170.92%	178.47%	140.48%
EBIT利息保障倍数	7.6	7.1	6.7	14.2	24.1	26.7
资产负债率	46.34%	63.58%	68.28%	70.42%	70.33%	65.30%

来源: 齐鲁证券研究所

投资评级说明
买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15% 以上

增持: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有: 预期未来 6-12 个月内波动幅度在 -5%+5%

减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5% 以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话:021-58303470
手机:13641659577
传真:021-58318543
邮编:200122
地址:上海市浦电路 438 号双
鸽大厦 19 楼

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话:021-58206173
手机:18621368050
传真:021-58318543
邮编:200122
地址:上海市浦电路 438 号双鸽
大厦 19 楼

济南
联系人:韩丽萍
电话:0531-81283786
手机:15806668226
传真:0531-81283791
邮编:250010
地址:山东济南经十路 17703
号华特广场 B501