

2009 年 10 月 11 日

市价(人民币): 44.98元

目标(人民币): 60.00元

长期竞争力评级: 等于行业均值
市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	342.06
总市值(百万元)	15,385.86
年内股价最高最低(元)	44.98/18.33
沪深 300 指数	3163.71
中小板指数	4664.22


相关报告

- 1 《VE 反弹确认, 香精香料大幅超预期》, 2009.7.18
- 2 《VE 量价向上趋势延续, VA 超预期初露端倪》, 2009.7.2
- 3 《估值洼地亟待填平, 增发项目利在长远》, 2009.6.26

医药行业研究小组
李敬雷

 (8621)61038219
 lijingl@gjzq.com.cn

黄挺

 (8621)61038218
 huangting@gjzq.com.cn

联系人: 朱莉

 (8621)61038271
 zhuli@gjzq.com.cn
 中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

新和成 (002001.SZ)

——双轮驱动实现: VE 同行停产、VA 价格上涨

卖出

减持

持有

买入

强买

公司基本情况(人民币)

项目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	0.085	0.225	4.018	3.007	3.737	3.884
净利润增长率	-52.68%	166.23%	1,683.43%	-25.17%	24.28%	3.93%
先前预期每股收益(元)				3.007	3.344	3.501
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	3.015	3.613	4.162
市盈率(倍)	59.67	144.24	6.12	14.97	12.04	11.59
行业优化市盈率(倍)	31.75	68.42	39.66	39.66	39.66	39.66
市场优化市盈率(倍)	25.86	45.72	20.60	20.60	20.60	20.60
股息率	0.99%	0.31%	4.88%	0.29%	0.29%	0.29%
PE/G(倍)	N/A	0.87	0.00	-0.59	0.50	2.95
净资产收益率	3.81%	9.25%	75.05%	36.53%	31.57%	24.91%
每股净资产(元)	2.22	2.44	5.35	8.23	11.84	15.59
市净率(倍)	2.27	13.34	4.59	5.47	3.80	2.89
每股经营性现金流(元)	0.24	0.54	3.49	3.93	4.72	4.27
已上市流通A股(百万股)	121.50	135.26	135.26	135.26	135.26	135.26
总股本(百万股)	342.06	342.06	342.06	342.06	342.06	342.06

来源: 公司年报、国金证券研究所 注: “市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论、价值评估与投资建议

- 新和成近期达到了我们推荐以来的第一目标价 45 元, 为了向投资者阐述我们最新的投资观点, 我们撰写了这篇研究报告, 观点有三:
 - ◆ **第一, 我们预期中的“双轮推动投资机会”终于在 10 月份实现。**8 月份以来我们转向重点推荐新和成, 主要逻辑有两个: 一是产业联盟的停产对 VE 价格有支撑, 对新和成有刺激; 二是前三季度一直滞涨的 VA 价格有望上涨。目前这两个因素都得到检验: 10 月 9 日浙江医药宣布停产 20 天; 9 月 27 日新和成宣布国内 VA 提价 30%。
 - ◆ **第二, 我们阐述了维生素的此轮表现深层次原因, 至今还是景气度反转初期阶段。**在我们今日同时发布的《维生素行业研究报告——独辟蹊径研究之一: 论维生素与猪牛羊的关系》中, 我们首次提出今年至今维生素价格的上涨不仅仅是一个补库存(事件性因素)或者 10 月份是需求旺季(季节性因素)能解释的, 其背后的深层次原因是养殖业周期性波动带来的维生素需求的彻底反转, 这个周期的持续时间是 2009 年-2011 年, 也就说故事才刚刚开始。
 - ◆ **第三, 我们建议上调新和成 6 个月目标价至 60 元(创新高), 确定性上涨空间 30%。**考虑到我们对产业属性的看好, 不排除第三次上调目标价的可能。

- 10 月刺激因素一：浙江医药停产有望刺激 VE 价格再次上涨。我们认为看似例行的停产检修，却也透露出厂家保价意愿的延续。自 5 月份新合成宣布停产，VE 价格经过一个月的快速上涨，已经盘整了 3 个月，此次浙江医药宣布停产，同样可能再次引发 VE 价格的上涨，有望突破 200 元/kg。
- 10 月刺激因素二：新合成首次进行了 VA 涨价的尝试，经过一定时间的市场检验后，有望继续上涨。随着 VA 补库存的开始，任何时候都可能形成由寡头主导的价格上涨。此次新和成率先上调国内价格，有望引发市场普遍看涨情绪，有望带动 VA 填补与 VE 的价差。
- 盈利预测方面，根据我们对维生素明年需求的看好（2009-2011 年大周期观点），我们预计维生素行业明年整体销量至少有 10%以上的同比增长。在这样的情况下，我们预计新和成 2009、2010 年的 EPS 为 3.007 元、3.737 元，2010 年业绩同比增长 25%。在我们对明年仍是景气度向上的判断下，我们认为可以按照明年 15-20 倍估值定价，公司最大有 60%以上的上涨空间，维持“买入”评级。

内容目录

先前预期的“二轮驱动投资机会”在十月份得到实现	4
VE 同行宣布 11 月份停产：信心刺激	4
VA 终于初次尝试性涨价：值得期待	4
双轮推动即将成为现实，上调目标价 60 元	4
VE 同行宣布停产，价格维持基础上有望继续上涨	5
浙江医药 VE 十一月份停产 20 天	5
浙医停产有望引发 VE 价格上冲 200 元/kg	5
VA 价格首次上涨，经过市场消化后确立上涨趋势	6
新合成上调 VA 国内价格 30%	6
后续价格能否继续上涨要看近期的市场消化情况	7
最新研究成果：维生素需求面临着 2009-2011 年的大周期	8
公司的盈利预测和估值	9
短期仅看维生素的贡献	9
长期：维生素+香精香料	10
附录：三张报表预测摘要	11

图表目录

图表 1：四月以来四大厂商陆续表明态度	5
图表 2：我们对 VE 价格走势的后续判断，有望上冲	6
图表 3：VA 价格今年终于首次出现上涨迹象	6
图表 4：VA 出口数量统计，8 月仍然补库存	7
图表 5：VA 补库存情况统计，已经连续两个月	7
图表 6：VA 需方库存量监测，补库存进行当中	7
图表 7：VA 出口价格统计，价格仍在底部	7
图表 8：VE 的持续高景气有望刺激 VA 价格上涨	8
图表 9：全球 VA 产能分布示意图	8
图表 10：我国最近的三次生猪养殖周期性波动回顾（猪肉价格）	9
图表 11：新和成公司盈利预测假设	10
图表 12：新和成公司盈利预测结果	10

先前预期的“二轮驱动投资机会”在十月份得到实现

VE 同行宣布 11 月份停产：信心刺激

- 2009 年 10 月 9 日，四大 VE 生产商之一浙江医药宣布：决定于 11 月初对公司下属主要生产企业新昌制药厂、绍兴袍江维生素厂进行全面停产检修，预计停产检修时间为 20 天左右。本次停产检修为正常的年度常规检修，对该月公司主要产品的产量有一定影响，但不影响公司主要产品全年生产计划的完成。
- **浙江医药停产有望刺激 VE 价格再次上涨。**我们认为看似例行的停产检修，却也透露出厂家保价意愿的延续。自 5 月份新合成宣布停产，VE 价格经过一个月的快速上涨，已经盘整了 3 个月，此次浙江医药宣布停产，同样可能再次引发 VE 价格的上涨，有望突破 200 元/kg。新和成作为国内第二大的 VE 生产企业，将继续受益。

VA 终于初次尝试性涨价：值得期待

- 2009 年 9 月 27 日，新和成将 VA 的国内保价由 130 元/kg 上调至 170 元/kg，幅度 30%。这是今年 VE 涨价以来，生产商首次进行的 VA 主动大幅提价。
- **新合成首次进行了 VA 涨价的尝试，经过一定时间的市场检验后，有望继续上涨。**随着 VA 补库存的开始，任何时候都可能形成由寡头主导的价格上涨。此次新和成率先上调国内价格，有望引发市场普遍看涨情绪，有望带动 VA 填补与 VE 的价差。新和成是国内最大的 VA 生产企业，受益弹性大。

双轮推动即将成为现实，上调目标价 60 元

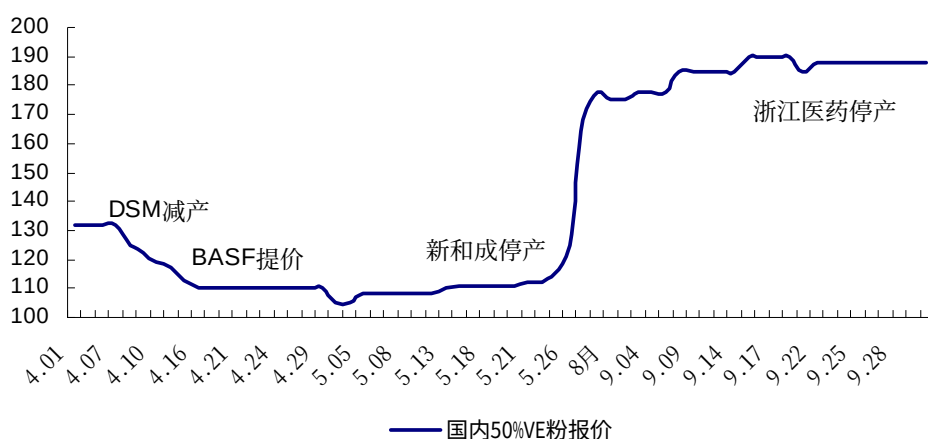
- 至此，预期当中的“二轮驱动投资机会”正式确立。在公司近期的股价达到了我们推荐以来的第一目标价 45 元的基础上，我们进一步给出最新的投资建议：
- 基本面判断方面：我们建议对明年的行业情况给予更乐观的分析。
 - ◆ 补库存结束后维生素需求增长的动力，不仅仅是因为 9、10 月份是每年的需求旺季，而是因为**目前养殖业正处在全新景气周期形成的初期，时间跨度是 2009-2011 年。**因此我们一定要从更大、更长的角度来思考维生素需求，否则会低估或者错过一个产业的大周期、大机会。
 - ◆ 在养殖业景气度反转（或复苏）带来的维生素需求旺盛的背景下，很可能再次出现 2007 年价格普涨的局面。**明年相关维生素产品的价格可能再次创出新高，其中我们最看好 VE，认为价格上涨到 200 元/kg 以上非常正常；另外 VA 的涨价幅度可能最大。**
- 盈利预测方面，根据上述我们对维生素需求的分析，我们预计维生素行业明年整体销量至少有 10%以上的同比增长。在这样的情况下，我们预计新和成 2009、2010 年的 EPS 为 3.007 元、3.737 元，2010 年业绩同比增长 25%。在我们对明年仍是景气度向上的判断下，我们认为可以按照明年 15-20 倍估值定价，公司最大有 60%以上的上涨空间。

VE 同行宣布停产，价格维持基础上有望继续上涨

浙江医药 VE 十一月份停产 20 天

- 2009 年 10 月 9 日，四大 VE 生产商之一浙江医药宣布：决定于 11 月初对公司下属主要生产企业新昌制药厂、绍兴袍江维生素厂进行全面停产检修，预计停产检修时间为 20 天左右。本次停产检修为正常的年度常规检修，对该月公司主要产品的产量有一定影响，但不影响公司主要产品全年生产计划的完成。
- 我们认为此次浙江医药的停产可以从以下几个方面解读：
 - ◆ 一是预期当中的停产成为现实。维生素的生产企业每年都要进行例行停产，时间一般在气温较高的夏季。但由于新合成停产在先，且 7、8 月份恰逢补库存高峰期，浙江医药遂将停产日期推迟。但由于 VE 合成对设备的损耗较大、11 月份新昌水源进入枯水期，公司进行停产检修也属正常。
 - ◆ 二是停产 20 天比预期时间稍长。公司往年例行检修一般是半个月，此次检修时间稍长。原因是公司前三季度已经很好的完成了生产计划，对全年的计划也有充足的信心，因此稍微延长时间完全可以接受。
 - ◆ 第三浙医停产从结果上我们可以理解为是今年四月份以来，主要厂商保价意愿的延续。这样我们对还未停产过的外资企业的随后停产也有期待。

图表1：四月以来四大厂商陆续表明态度

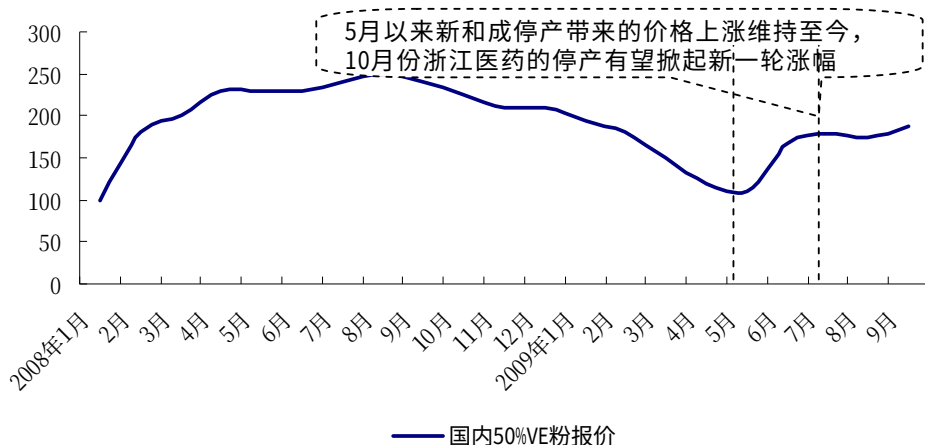


来源：国金证券研究所

浙医停产有望引发 VE 价格上冲 200 元/kg

- 我们一贯认为：维生素 VE 价格的决定因素，除了常规的供需分析模型以外，生产寡头的意愿也会起到决定性作用。今年 5 月份以来的价格上涨，新合成的停产是很重要的支撑。
- 自 5 月份新合成宣布停产，VE 价格经过一个月的快速上涨，已经盘整了 3 个月，此次浙江医药宣布停产，同样可能再次引发 VE 价格的上涨，有望突破 200 元/kg。

图表2：我们对VE价格走势的后续判断，有望上冲



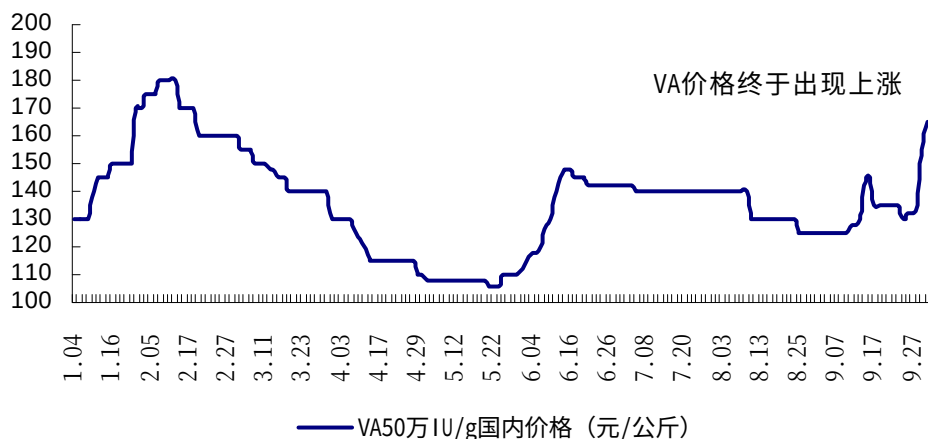
来源：国金证券研究所

VA 价格首次上涨，经过市场消化后确立上涨趋势

新合成上调 VA 国内价格 30%

- 2009 年 9 月 27 日，新和成将 VA 的国内保价由 130 元/kg 上调至 170 元/kg，幅度 30%。这是今年 VE 涨价以来，生产商首次进行的 VA 主动大幅提价。

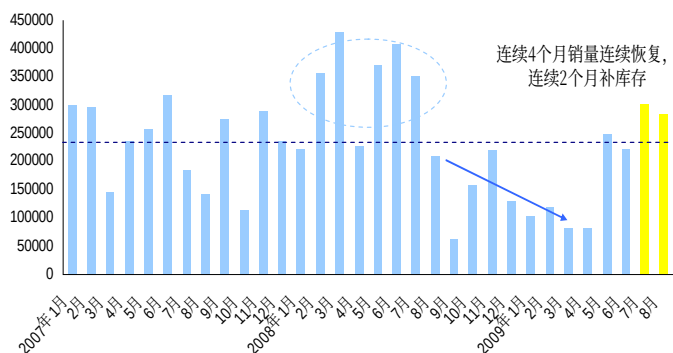
图表3：VA 价格今年终于首次出现上涨迹象



来源：国金证券研究所

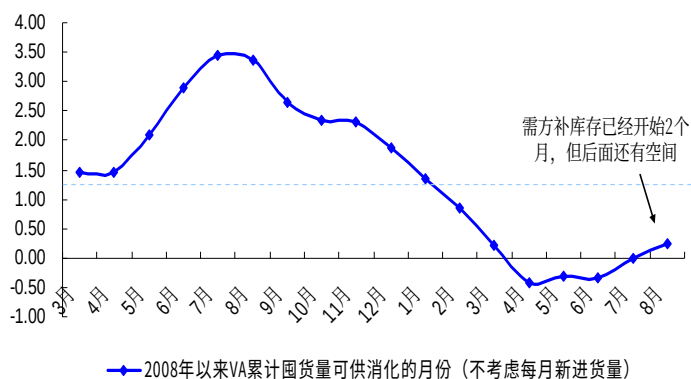
- VA 与 VE 一样，今年都经历了去囤货、补库存的过程，但 VA 始终未出现类似于 VE 一样的价格上涨。这背后主要的原因是生产寡头始终未形成明确的涨价意愿。我们之前的观点是：对 VA 的价格趋势的判断，除了我们常用的“供给、需求、库存、价格”模型以外，要更多的考虑生产商的角色——即寡头的意愿。我们判断，VA 的补库存将在 10 月、甚至 11 月份继续，在这期间，VA 价格可能因为寡头意愿的变化出现改变，乐观的情况是意愿一致导致的价格上涨，但具体时间目前无法预期。
- 所以 VA 价格任何时候、任何企业的上涨都是预料之中。此次新合成主导国内 VA 价格上涨，我们认为公司也是出于对产业供需格局分析的结果，表明了公司对产品价格乐观的态度。

图表4：VA 出口数量统计，8 月仍然补库存



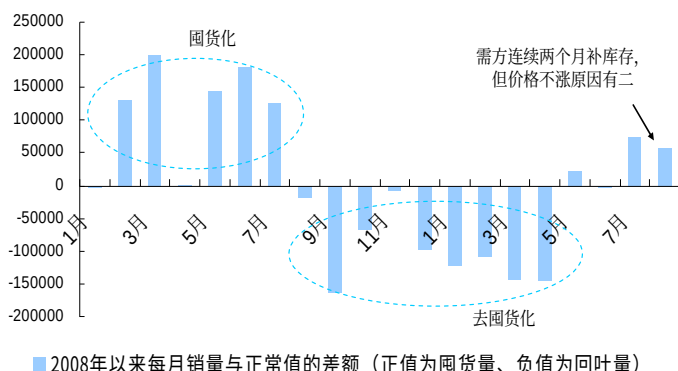
来源：国金证券研究所

图表6：VA 需方库存量监测，补库存进行当中



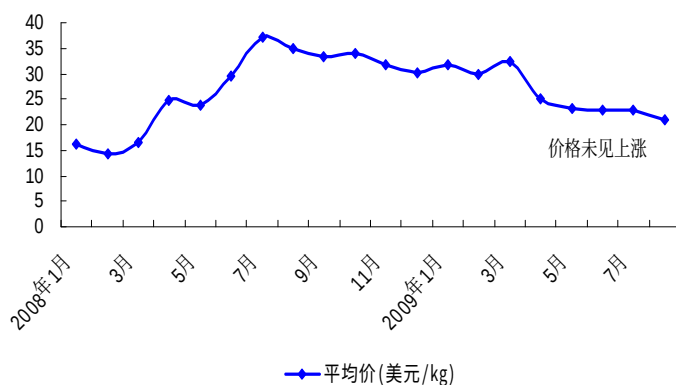
来源：国金证券研究所

图表5：VA 补库存情况统计，已经连续两个月



■ 2008年以来每月销量与正常值的差额（正值为囤货量、负值为回吐量）

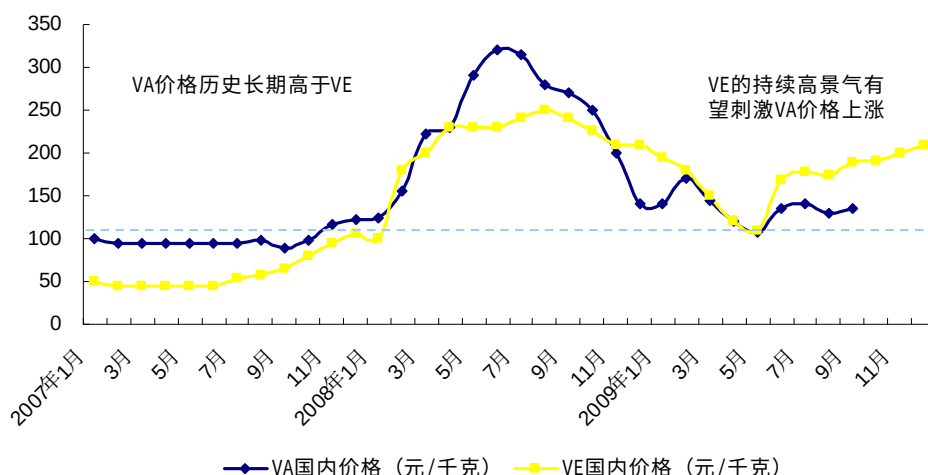
图表7：VA 出口价格统计，价格仍在底部



后续价格能否继续上涨要看近期的市场消化情况

- 随着新合成的提价，节后第一天国内 VA 市场比较紧张，成交价基本在 160 元-170 元/kg，出现了生产商和经销商停止保价、惜售的局面。
- 部分厂家释放了保价的意愿，将非常有利于 VA 价格上涨趋势的确立。之前价格长期滞涨，主要原因也是缺乏领导示范者。但由于 VA 产业联盟的复杂性，涨价的持续性确实还需要观察近期的成交。
- 从 VA 和 VE 的历史比价看，由于 VA 的成本远高于 VE，合成工艺步骤较多比 VE 复杂，因此 VA 的价格正常应该高于 VE。从这个角度来看，我们看好 VA 价格的继续上涨。

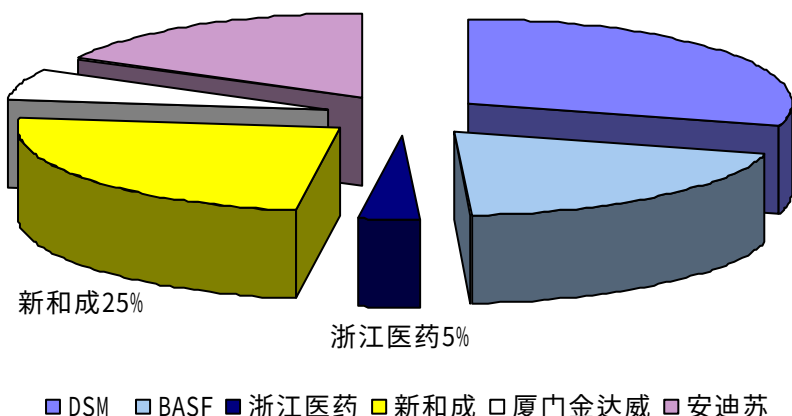
图表8：VE 的持续高景气有望刺激 VA 价格上涨



来源：国金证券研究所

- 新和成占有全球 25%的产能，是国内最大的生产企业，是 VA 价格上涨的最大受益者。

图表9：全球VA 产能分布示意图



来源：国金证券研究所

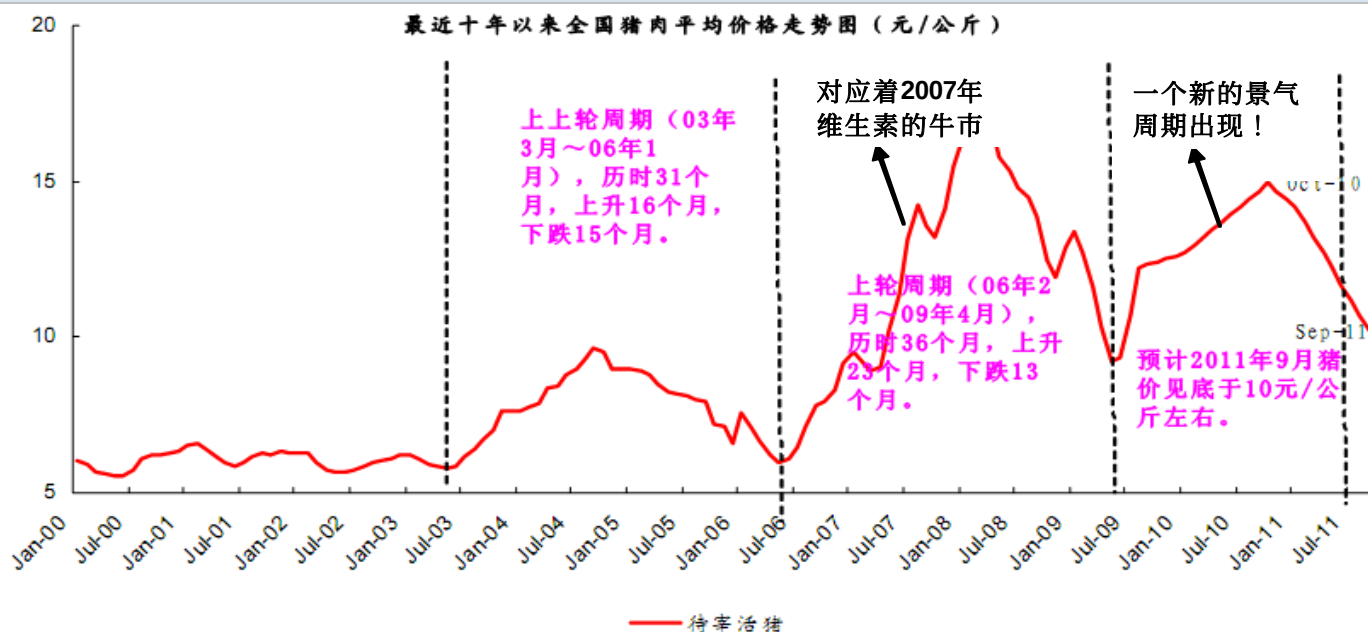
最新研究成果：维生素需求面临着 2009-2011 年的大周期

- 在我们今日同时发布的《维生素行业研究报告——独辟蹊径研究之一：论维生素与猪牛羊的关系》中，我们首次提出今年至今维生素价格的上涨不仅仅是一个补库存（事件性因素）或者 10 月份是需求旺季（季节性因素）能解释的，其背后的深层次原因是养殖业周期性波动带来的维生素需求的彻底反转，这个周期的持续时间是 2009 年-2011 年，也就说故事才刚刚开始。
 - ◆ 第一，从养殖业角度看维生素需求。维生素从生产上属于精细化工，但应用上属于养殖业这条线，以养猪业为例：“饲料添加剂（维生素）-饲料-种猪-养猪-生猪屠宰-生鲜肉-肉制品”。因此跟维生素需求直接相关的是饲料，最终的决定力量是肉制品的需求。
 - ◆ 第二，维生素需求随养殖业出现景气周期波动。结合国金证券农业研究员的研究成果，我们认为养殖业景气度一般存在着 3 年的周期性波

动。因此维生素的需求在整体刚性的背景下，也有需求景气的大小年之分。作为养殖产业链最底部的一环，在养殖业由底部反弹的初期，受益弹性最大的是饲料添加剂（维生素）。

- ◆ 第三，国内养殖业（尤其是生猪养殖）景气反转刺激国内维生素需求。国金证券农业研究员最新预测，国内的养猪业面临着 2009-2011 年一轮景气周期，目前处在反弹初期。我们认为养殖业景气度反转是今年维生素价格上涨的真正动力，补库存和需求旺季只是表现。
- ◆ 第四，国外饲料行业未来三个季度有复苏趋势，刺激维生素出口。根据我们跟踪的德国、英国等饲料消费国的数据，国外饲料需求有望经历从底部开始的反弹。我们认为这对维生素出口同样是利好。
- 综上我们与市场不同的观点：补库存结束后维生素需求增长的动力，不仅是因为 9、10 月份是每年的需求旺季，而是因为目前养殖业正处在全新景气周期形成的初期，时间跨度是 2009-2011 年。因此我们一定要从更大、更长的角度来思考维生素需求，否则会低估或者错过一个产业的大周期、大机会。
- 因此我们把维生素（甚至包括各种添加剂）明年的真实需求看得更加乐观：在养殖业景气度反转（或复苏）带来的维生素需求旺盛的背景下，很可能再次出现 2007 年价格普涨的局面。明年相关维生素产品的价格可能再次创出新高，其中我们最看好 VE，认为价格上涨到 200 元/kg 以上非常正常；另外 VA 的涨价幅度可能最大。

图表10：我国最近的三次生猪养殖周期性波动回顾（猪肉价格）



来源：国金农业研究，国金证券研究所

公司的盈利预测和估值

短期仅看维生素的贡献

- 盈利预测方面，根据上述我们对维生素需求的分析，我们预计维生素行业明年整体销量至少有 10%以上的同比增长。在这样的情况下，我们预计新和成 2009、2010 年的 EPS 为 3.007 元、3.737 元，2010 年业绩同比增长 25%。在我们对明年仍是景气度向上的判断下，我们认为可以按照明年 15-20 倍估值定价，公司最大有 60%以上的上涨空间，维持“买入”评级。

长期：维生素+香精香料

- 长期来看，如果公司在香精香料领域进展顺利，将有望形成双翅齐飞的局面，将大大增强公司的盈利能力。出于不确定性，我们暂不考虑这种情况的出现。
- 我们认为增发项目的香精香料虽然盈利难以预期，但我们经过分析认为至少是安全的，我们可以视进展情况进行盈利预测调整。

图表11：新和成公司盈利预测假设

		悲观假设	中性假设	乐观假设
VE	销量 (吨)	13000	14000	15500
	价格 (元)	120	130	140
VA	销量 (吨)	3000	4000	5000
	价格 (元)	110	120	130

附：我们历次的EPS调整的依据

2009.06.12	首次做了敏感度分析，给予VE中性销量11500、价格130的假设 首次做了敏感度分析，给予VA中性销量2500、价格130的假设	2.487
2009.06.24	上调了VE的销量假设，中性为13000，为正常情况的80% 上调了VA的销量假设，中性为3000	2.700
2009.07.01	上调了VE的销量假设，中性为14000，为正常情况的90% 上调了VA的销量假设，中性为4000	3.007

后续再次提高的可能性探讨：

- 1、目前的EPS还没有恢复到去年的同期水平，与浙医相比有更大的期待空间
- 2、VE的销量假设目前是正常值的90%，超预期则依赖于补库存现象的发生
- 3、VE全年均价的计算方法是假设7月份以后每月的价格能够维持，若继续提价则继续超预期
- 4、VA价格初次出现上涨情况，后续价格需要观察，不排除继续上涨可能

来源：国金证券研究所

图表12：新和成公司盈利预测结果

价 格													
VA	悲观				中性				乐观				
销 量	悲观	VE	悲观	中性	乐观	VE	悲观	中性	乐观	VE	悲观	中性	乐观
		悲观	2.307	2.626	2.945	悲观	2.380	2.700	3.019	悲观	2.454	2.773	3.093
		中性	2.516	2.859	3.203	中性	2.589	2.933	3.277	中性	2.663	3.007	3.350
		乐观	2.829	3.209	3.590	乐观	2.902	3.283	3.664	乐观	2.976	3.357	3.737
	中性	VE	悲观	中性	乐观	VE	悲观	中性	乐观	VE	悲观	中性	乐观
		悲观	2.356	2.675	2.994	悲观	2.454	2.773	3.093	悲观	2.552	2.872	3.191
		中性	2.565	2.908	3.252	中性	2.663	3.007	3.350	中性	2.761	3.105	3.449
		乐观	2.878	3.258	3.639	乐观	2.976	3.357	3.737	乐观	3.074	3.455	3.835
	乐观	VE	悲观	悲观	悲观	VE	悲观	中性	乐观	VE	悲观	中性	乐观
		悲观	2.405	2.724	3.043	悲观	2.528	2.847	3.166	悲观	2.650	2.970	3.289
		中性	2.614	2.958	3.301	中性	2.737	3.080	3.424	中性	2.859	3.203	3.547
		乐观	2.927	3.308	3.688	乐观	3.050	3.430	3.811	乐观	3.172	3.553	3.934

来源：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）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	1,589	1,748	3,314	2,950	3,245	3,365
增长率		10.0%	89.6%	-11.0%	10.0%	3.7%
主营业务成本	-1,344	-1,389	-1,169	-1,311	-1,392	-1,506
% 销售收入	84.6%	79.5%	35.3%	44.4%	42.9%	44.7%
毛利	245	359	2,145	1,639	1,853	1,859
% 销售收入	15.4%	20.5%	64.7%	55.6%	57.1%	55.3%
营业税金及附加	-2	-8	-32	-28	-31	-32
% 销售收入	0.2%	0.5%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-60	-61	-73	-81	-88	-72
% 销售收入	3.8%	3.5%	2.2%	2.7%	2.7%	2.1%
管理费用	-83	-98	-191	-222	-179	-151
% 销售收入	5.2%	5.6%	5.8%	7.5%	5.5%	4.5%
息税前利润 (EBIT)	100	192	1,849	1,308	1,555	1,604
% 销售收入	6.3%	11.0%	55.8%	44.4%	47.9%	47.7%
财务费用	-57	-80	-187	-96	-55	-45
% 销售收入	3.6%	4.6%	5.6%	3.3%	1.7%	1.3%
资产减值损失	0	-9	-25	-6	-1	0
公允价值变动收益	0	0	-4	0	0	0
投资收益	1	8	9	3	3	3
% 税前利润	1.8%	6.7%	0.6%	0.2%	0.2%	0.2%
营业利润	44	111	1,642	1,209	1,503	1,562
营业利润率	2.8%	6.3%	49.6%	41.0%	46.3%	46.4%
营业外收支	3	1	2	1	1	1
税前利润	47	112	1,644	1,210	1,504	1,563
利润率	3.0%	6.4%	49.6%	41.0%	46.3%	46.4%
所得税	-21	-35	-196	-182	-226	-234
所得税率	45.0%	31.7%	11.9%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	26	76	1,448	1,029	1,278	1,328
少数股东损益	-3	-1	73	0	0	0
归属于母公司的净利	29	77	1,375	1,029	1,278	1,328
净利率	1.9%	2.6%	2.3%	4.8%	5.4%	6.0%

现金流量表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	29	76	1,448	1,029	1,278	1,328
少数股东损益	-3	0	0	0	0	0
非现金支出	124	128	140	83	84	91
非经营收益	60	63	104	117	67	67
营运资金变动	-128	-82	-499	116	184	-27
经营活动现金净流	83	186	1,193	1,344	1,614	1,460
资本开支	-257	-126	-385	-105	-128	-129
投资	7	0	-22	-1	0	0
其他	3	6	23	3	3	3
投资活动现金净流	-247	-120	-384	-103	-125	-126
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	254	139	138	-562	225	-241
其他	-20	-92	-472	-104	-116	-116
筹资活动现金净流	234	47	-334	-667	109	-357
现金净流量	69	113	475	574	1,598	977

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	289	400	828	1,402	3,000	3,977
应收款项	351	421	582	706	803	832
存货	488	453	760	539	420	454
其他流动资产	21	27	109	28	30	32
流动资产	1,149	1,300	2,280	2,676	4,252	5,295
% 总资产	47.9%	51.4%	61.4%	64.9%	74.0%	77.5%
长期投资	43	45	44	45	44	44
固定资产	1,094	1,025	1,197	1,239	1,278	1,310
% 总资产	45.6%	40.5%	32.2%	30.0%	22.2%	19.2%
无形资产	113	143	155	163	171	178
非流动资产	1,250	1,228	1,436	1,449	1,495	1,535
% 总资产	52.1%	48.6%	38.6%	35.1%	26.0%	22.5%
资产总计	2,399	2,529	3,716	4,125	5,747	6,830
短期借款	685	1,096	845	316	541	300
应付款项	534	432	258	339	500	538
其他流动负债	22	33	178	81	84	86
流动负债	1,240	1,561	1,282	736	1,124	923
长期贷款	362	84	472	472	472	472
其他长期负债	3	22	29	0	0	0
负债	1,605	1,667	1,782	1,208	1,596	1,395
普通股股东权益	761	833	1,832	2,816	4,049	5,333
少数股东权益	34	28	102	102	102	102
负债股东权益合计	2,399	2,529	3,716	4,125	5,747	6,830

比率分析

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
每股指标						
每股收益	0.085	0.225	4.018	3.007	3.737	3.884
每股净资产	2.224	2.435	5.354	8.231	11.838	15.592
每股经营现金净流	0.242	0.544	3.489	3.928	4.717	4.267
每股股利	0.050	0.100	1.200	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	3.81%	9.25%	75.05%	36.53%	31.57%	24.91%
总资产收益率	1.21%	3.05%	36.99%	24.93%	22.24%	19.45%
投入资本收益率	3.17%	6.44%	50.11%	30.02%	25.60%	21.97%
增长率						
主营业务收入增长率	26.45%	9.99%	89.60%	-10.98%	10.00%	3.70%
EBIT增长率	-21.46%	81.20%	861.69%	-29.24%	18.85%	3.15%
净利润增长率	-52.68%	166.23%	#####	-25.17%	24.28%	3.93%
总资产增长率	20.68%	5.39%	46.94%	11.02%	39.32%	18.84%
资产管理能力						
应收账款周转天数	65.6	74.4	49.5	80.0	80.0	80.0
存货周转天数	120.5	123.6	189.3	150.0	110.0	110.0
应付账款周转天数	79.8	78.1	71.4	70.0	70.0	70.0
固定资产周转天数	244.6	208.0	110.7	127.6	118.1	115.2
偿债能力						
净负债/股东权益	95.35%	90.56%	25.28%	-21.06%	-47.87%	-58.98%
EBIT利息保障倍数	1.9	2.4	9.9	13.6	28.5	35.8
资产负债率	66.89%	65.94%	47.97%	29.28%	27.77%	20.43%

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
强买	0	1	2	13	13
买入	0	0	1	41	41
持有	0	0	0	5	5
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	1	1
评分	0	1.00	1.25	1.88	1.90

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
1 2008-04-14	买入	37.10	N/A
2 2008-04-30	买入	41.39	N/A
3 2008-06-11	买入	46.65	N/A
4 2008-08-18	买入	32.23	N/A
5 2009-06-12	买入	32.06	N/A
6 2009-06-26	买入	34.05	40.50~40.50
7 2009-07-02	买入	34.84	N/A
8 2009-07-18	买入	37.18	45.00~45.00

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“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5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=强买；1.01~2.0=买入；2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持；4.01~5.0=卖出



投资评级的说明：

强买：预期未来6—12个月内上涨幅度在20%以上；
买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在10%—20%；
持有：预期未来6—12个月内变动幅度在-10%—10%；
减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在10%—20%；
卖出：预期未来6—12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次建议类型调整为本次的建议类型。

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。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，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。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，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“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我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发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司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，我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多种金融服务。我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。