

金新农 (002548)

增持/首次评级

股价: RMB20.05

分析师

蒋小东

SAC 执业证书编号:S1000510120031

(021)6849 8615

jiangxiaodong@mail.htlhsc.com.cn

吴晓丹

SAC 执业证书编号:S1000510120014

(021)6849 8528

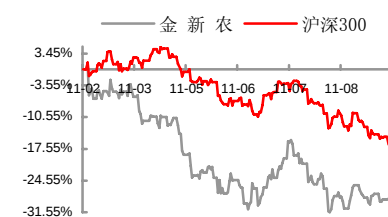
wuxd@mail.htlhsc.com.cn

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	94
流通 A 股 (百万股)	94
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	1,885

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

教槽料行业龙头 景气周期下业绩增长弹性大

- **金新农主营猪饲料产品。**其中高毛利率的教槽料和猪浓缩料业务较为突出, 因此公司毛利率比行业平均水平高。2010 年度, 公司实现营业收入 11.5 亿元, 净利润 0.56 亿元, 近 3 年复合增长率分别为 26%和 37%。
- **饲料景气周期到来, 延伸至 2012 年底。**在养殖利润的驱动下, 11 年 3 月份生猪存栏量开始回升, 7 月份能繁母猪存栏量大幅回升。猪饲料需求开始上升, 饲料行业景气周期到来。我们判断猪肉价格顶点在 11 年年底到 12 年 2 月区间内, 饲料周期滞后猪肉周期 1 年, 将景气延伸至 2012 年年底。
- **教槽料行业龙头, 未来保持高速增长。**我们测算普及使用教槽料后, 单位母猪的养殖利润增加额为 1415 元/年, 因此教槽料未来高速发展具有经济上的驱动力。公司目前是教槽料龙头企业, 市场份额约 20%, 产品性能行业内领先。未来教槽料市场将高速增长, 到 2015 年市场规模约 90 万吨, 其中公司的销量约 22 万吨, 复合增长率 35.9%。
- **公司业绩弹性大, 景气周期下具有投资价值。**公司作为“小而纯”的猪饲料公司, 具有更高的业绩弹性。在行业景气的情况下每多卖出一万吨饲料对于公司的业绩增幅要大于饲料龙头企业。并且本轮饲料景气周期主要由养猪行业拉动, 因此猪饲料行业受益较大。而公司收入约 93%来自猪饲料, 在同行业上市公司中是最高的。经过静态测算, 11 年金新农每多卖出 1 万吨的教槽料, EPS 增厚 0.088 元, 增幅 12%左右。
- **盈利预测:** 预计公司 11-13 年的 EPS 为 0.74 元, 1.14 元和 1.66 元; 对应于目前的股价, PE 分别为 27X, 17X, 12X。我们认为公司作为细分行业龙头, 合理 PE 应当在 33-36XPE, 对应价格区间为 24.1-26.3 元, 给予“增持评级”。
- **风险因素:** 生猪疫病; 产能扩张未达到预期。

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1149.7	1465.0	1957.0	2557.0
(+/-%)	8.9	27.4	33.6	30.7
归属母公司净利润(百万元)	56.3	70.0	107.0	156.0
(+/-%)	-3.5	24.3	52.9	45.8
EPS(元)	0.60	0.74	1.14	1.66
P/E(倍)	33.5	26.8	17.4	12.0

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

目 录

公司主营猪饲料	4
养殖景气周期拉动，业绩将持续增长.....	5
饲料行业进入景气周期，持续到 12 年.....	5
产能扩张，未来 3 年将持续增长.....	6
教槽料行业龙头，未来保持高增长	6
教槽料能增加养猪利润，行业未来发展可期.....	6
公司是国内教槽料龙头企业	7
未来教槽料行业高速增长.....	7
公司业绩弹性大，景气周期下具有投资价值.....	9
盈利预测	10
风险提示	12

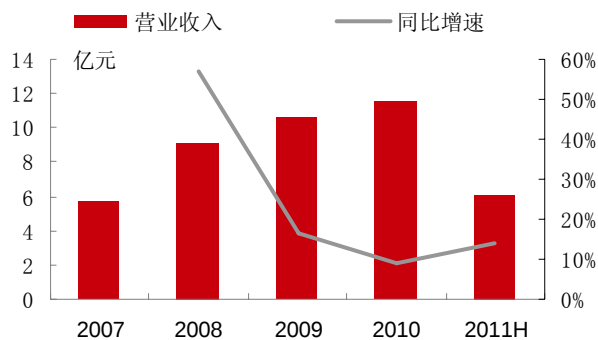
图表目录

图 1: 公司营业收入近三年复合增速 26%	4
图 2: 公司净利润近三年复合增速 37%	4
图 3: 公司收入来源主要是配合料和浓缩料	4
图 4: 预混料也是公司毛利的主要来源	4
图 5: 公司主要产品毛利率较高	5
图 6: 公司高毛利的教槽料在配合料中占比大	5
图 7: 3 月份全国生猪存栏有所增加, 能繁母猪未能有效回升	5
图 8: 金新农是国内教槽料行业龙头	7
图 9: 肉猪出栏量复合增速 2.55%	8
图 10: 未来 5 年金新农教槽料增速 35.9%	9
表格 1: 公司募投项目共新增产量约 32 万吨	6
表格 2: 公司教槽料性能居同行业领先地位	7
表格 3: 教槽料市场格局预测	8
表格 4: 金新农教槽料产量预测 (万吨)	9
表格 5: 金新农业绩弹性高	10
表格 6: 公司盈利预测	10

公司主营猪饲料

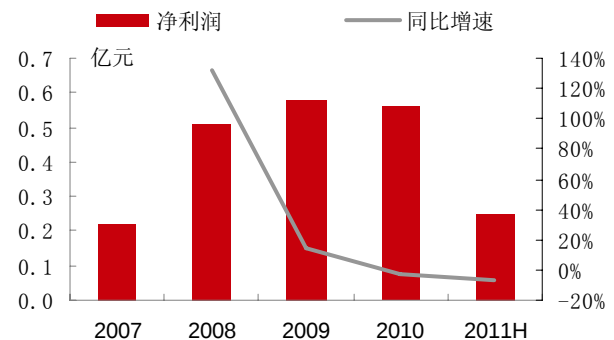
金新农主营饲料产品，其中教槽料和猪浓缩料业务较为突出。2010 年度，公司实现营业收入 11.5 亿元，净利润 0.56 亿元，近 3 年复合增长率分别为 26%和 37%。2011 上半年公司业绩较差，营业收入和净利润分别同比增长 13.8%和下降 7.4%，主要原因是南方仔猪流行性腹泻和成本费用的压力。

图 1： 公司营业收入近三年复合增速 26%



资料来源：年报、华泰联合证券研究所

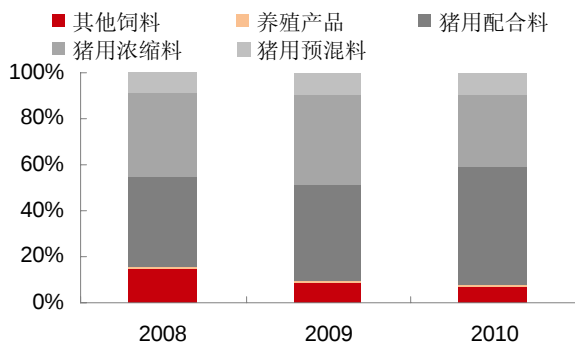
图 2： 公司净利润近三年复合增速 37%



资料来源：年报、华泰联合证券研究所

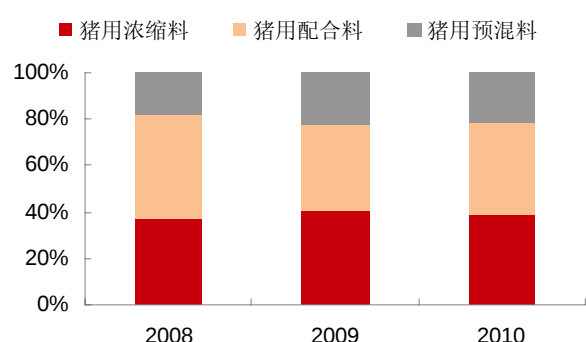
2010 年公司猪配合料、猪浓缩料和猪预混料的收入占比分别是 51.89%、31.02%和 6.6%，毛利占比分别是 37.5%、37.0%和 20.6%。相对于饲料行业整体，公司浓缩料业务的占比较大。

图 3： 公司收入来源主要是配合料和浓缩料



资料来源：年报、华泰联合证券研究所

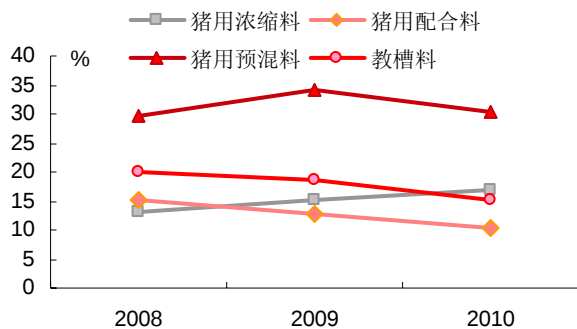
图 4： 预混料也是公司毛利的主要来源



资料来源：年报、华泰联合证券研究所

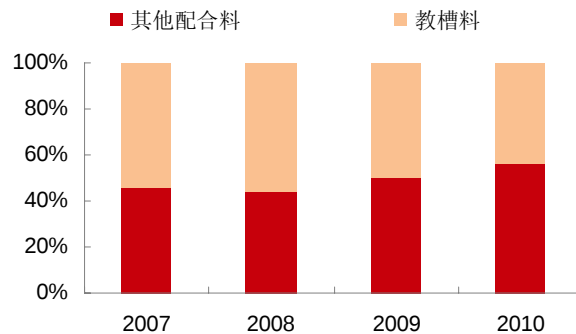
公司综合毛利率在 13%~15%左右，比饲料行业的平均水平高。主要原因是公司高毛利率的预混料和浓缩料毛利率占比较大，并且配合饲料中高毛利率的教槽料占比达 40%以上。

图 5: 公司主要产品毛利率较高



资料来源: 年报、华泰联合证券研究所

图 6: 公司高毛利的教槽料在配合料中占比大



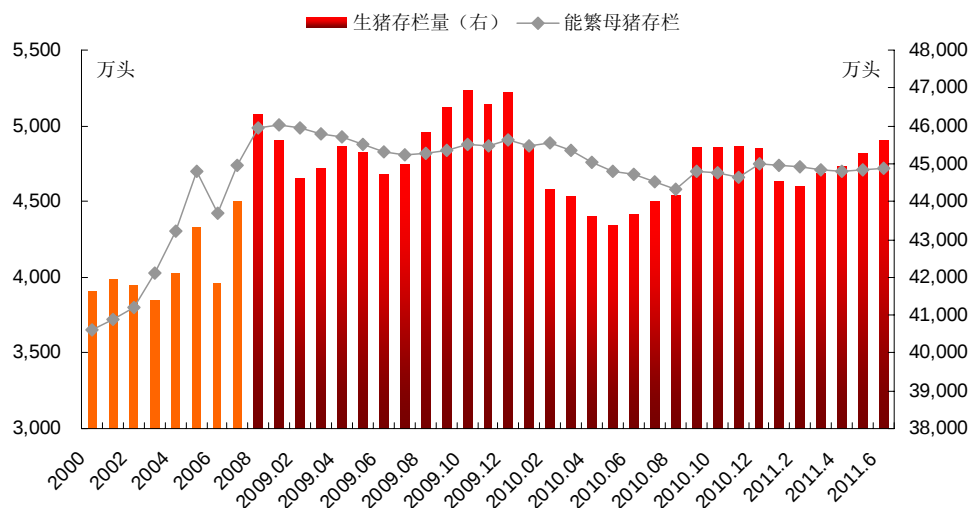
资料来源: 招股书、华泰联合证券研究所

养殖景气周期拉动，业绩将持续增长

饲料行业进入景气周期，持续到 12 年

在养殖利润的驱动下，11 年 3 月份生猪存栏量开始回升，7 月份能繁母猪存栏量大幅回升。猪饲料需求开始上升，饲料行业景气周期到来。

图 7: 全国生猪存栏和能繁母猪存栏大幅度回升



资料来源: WIND、统计局、华泰联合证券研究所

本次猪肉价格在 11 年年底到 12 年 2 月见顶。主要逻辑有: (1) 3 月份开始新增生猪需要仔猪育成期 2 个月, 生猪育肥 4 个月, 到 9 月份才能形成有效供给。考虑到 4 季度猪肉消费旺季, 因此新增生猪供给不会立刻根本扭转供需关系, 4 季度猪肉价格将继续保持增长势头。(2) 7 月新增能繁母猪将经过 4 个月的怀孕期, 2 个月仔猪育成

期，4 个月生猪育肥期，共计 10 个月，即 12 年 3-5 月形成大量的生猪供给，加之春节后需求回落，预计届时猪肉价格将难以继续维持高位。

饲料周期滞后养殖周期 1 年左右，持续到 12 年底。12 年年初猪肉价格达到高位并开始回落的过程中，由于养殖利润较高，因此农户仍然有补栏的驱动力。而新增生猪仍然必须经过母猪怀孕周期 4 个月，仔猪育成期 2 个月，生猪育肥期 4 个月，共 10 个月的过程，这 10 个月仍将拉动饲料需求。因此，当猪肉价格出现波峰时，饲料的景气周期还将维持至少 10 个月左右，即持续到 12 年年底。

产能扩张，未来 3 年将持续增长

公司募投项目共新增产能 39 万吨，建设期在 10 个月到 1 年半不等。由于截止 10 年 6 月 30 日起公司三个项目均已开工（共投入 0.26 亿左右），因此预计今年可投产。项目达产后，公司共有产能 78 万吨，较原先扩大一倍。按照 80% 的产能利用率算，公司共新增饲料产量约 31 万吨，其中 8.4 万吨的教槽料，10.8 吨的其他配合料，6.8 万吨的浓缩料和 5.2 万吨的预混料。在行业景气的大背景下，我们有理由认为公司产品的销量也能够实现快速增长。

表格 1：公司募投项目共新增产量约 32 万吨

	配合料合 计（万吨）	其中：教槽料 （万吨）	浓缩料 （万吨）	预混料 （万吨）	总投资额 （亿元）	建设期
惠州成农年产 23 万吨猪饲料项目	11.2	4.8	3.2	4	1.52	1.5 年
长沙成农年产 10 万吨猪饲料项目	4.8	2.4	2	1.2	1.00	1 年
哈尔滨远大牧业年产 6 万吨猪饲料项目	3.2	1.2	1.6		0.20	10 个月
合计	19.2	8.4	6.8	5.2	2.72	

资料来源：招股书，华泰联合证券研究所

教槽料行业龙头，未来保持高增长

教槽料能增加养猪利润，行业未来发展可期

教槽料是仔猪 5-7 日龄到断奶后 7-14 天内食用的一种配合料。生猪喂以教槽料，能够将断奶时间从 31 日龄左右提前到 21 日龄左右，从而缩短生猪出栏时间，加快周转。同时，母猪的生育能力也能得到提前恢复，年生育能力提高至 2.6 胎。此外，教槽料能增加仔猪体重，避免断奶应激性，预防腹泻等功能。

我们以一头母猪为测算单位，假设所有出生的仔猪都喂以教槽料。

成本：成本主要来自教槽料，2.6 胎/年*8 头/胎*3 公斤/头*5.5 元/公斤等于 343 元/年。

收益：普及教槽料的收益可以分为两个主要的部分，一部分是提高生育能力，每年多出 1.3 头猪（数据来源：推介会笔记），将这 1.3 头猪养大，按头均毛利润 400 元算，多出 520 元利润。另一部分是缩短出栏时间约 10 天，按日采食大猪配合料 2 公斤计

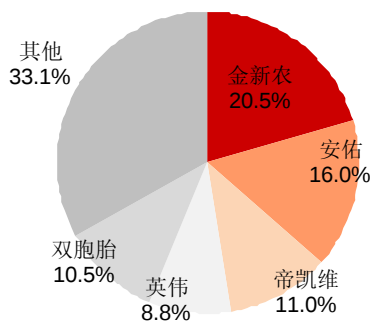
算，则节约配合料 20 公斤，每公斤 3 元，节约 2.6 胎/年*8 头/胎*20 公斤/头*3 元/公斤等于 1238 元/年左右。

利润：两部分收益减去成本，单位母猪的养殖利润增加额为 520+1238-343=1415 元/年，平摊到 20.8 头肉猪，约每头肉猪 68 元的养殖利润。

公司是国内教槽料龙头企业

目前行业中重点生产教槽料的企业主要有金新农、安佑、帝凯维、英伟、大北农等。2007-2009 年，公司教槽料市场占有率位居首位（资料来源：招股书、中国饲料工业协会）。2008 年金新农市场份额 20.5%。

图 8： 金新农是国内教槽料行业龙头



资料来源：招股书、我国猪饲料行业市场现状分析及预测、华泰联合证券研究所

表格 2：公司教槽料性能居同行业领先地位

	料肉比范围	日增重范围 (g/头/天)	采食量范围 (g/头/天)
英伟	1.05-1.2	250-320	260-360
安佑	1.2-1.4	220-280	250-380
帝凯维	1.1-1.2	240-300	260-360
双胞胎	1.1-1.2	240-310	260-370
行业平均	1.09-1.24	240-306	260-366
金新农	1.01-1.1	280-350	290-380

资料来源：招股书、我国猪饲料行业市场现状分析及预测、华泰联合证券研究所

未来教槽料行业高速增长

根据我们测算，教槽料市场理论上规模 200 多万吨，公司目前销量 5 万吨左右，增长空间较大。到 2015 年，我们保守预计教槽料渗透率达到 40%，对应的实际市场规模为 90 万吨左右。

教槽料市场发展处于井喷时期，行业内其他公司如大北农和安佑的公司也在加紧教槽料市场的扩张，考虑到公司作为市场龙头多年下来累计的优势，市场份额仍将缓慢上升。我们预测 2015 年公司教槽料销量 22 万吨左右，市场份额 25% 左右。

具体的测算步骤如下。

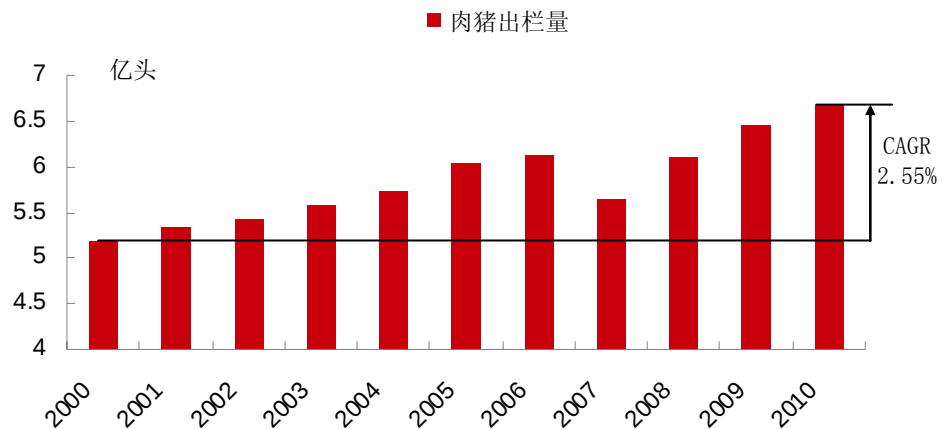
表格 3：教槽料市场规模高速增长

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
肉猪出栏量（亿头）	6.10	6.45	6.67	6.84	7.01	7.19	7.38	7.56
教槽料理论销量（万吨）	183.05	193.62	200.06	205.16	210.39	215.76	221.26	226.90
同比增速	7.98%	5.77%	3.33%	2.55%	2.55%	2.55%	2.55%	2.55%
教槽料销量（万吨）	17.79	21.15	25.00	31.79	41.02	52.85	69.69	90.76
渗透率	9.72%	10.92%	12.50%	15.50%	19.50%	24.50%	31.50%	40.00%
金新农销量(万吨)	3.67	4.39	4.89	6.57	9.09	12.45	16.80	22.69
金新农市场份额	20.63%	20.74%	19.55%	20.67%	22.16%	23.55%	24.11%	25.00%

资料来源：统计局、金新农招股书、华泰联合证券研究所

(1) 教槽料市场理论销量：我们按肉猪出栏量进行估计。假设每头出栏的肉猪都采食 3 公斤，则 2010 年教槽料理论销量为 200.6 万吨。我们按照肉猪出栏 2.55% 的复合增长率来计算 2011 年以后的教槽料理论销量。2015 年达到 226.9 万吨。

图 9： 肉猪出栏量复合增速 2.55%



资料来源：统计局、华泰联合证券研究所

(2) 教槽料实际销量：我们根据教槽料理论产量乘以渗透率估计 2011-2015 年的实际产量。2015 年达到 90.76 万吨。2010-2015 年均增速 29.42%。（2008-2010 年实际销量按照金新农销量和市场份额倒推估计；我们按照互联网上的信息和招股书中按照存栏量估计的渗透率进行核实，表明估计的数据较为接近可靠。）

(3)教槽料渗透率:据实际销量计算的 2008-2010 年教槽料市场渗透率分别为 9.72%、10.92 和 12.50%。我们预计 2011 年以后,渗透率会加速上升,保守预计 2015 年渗透率达到 40%。

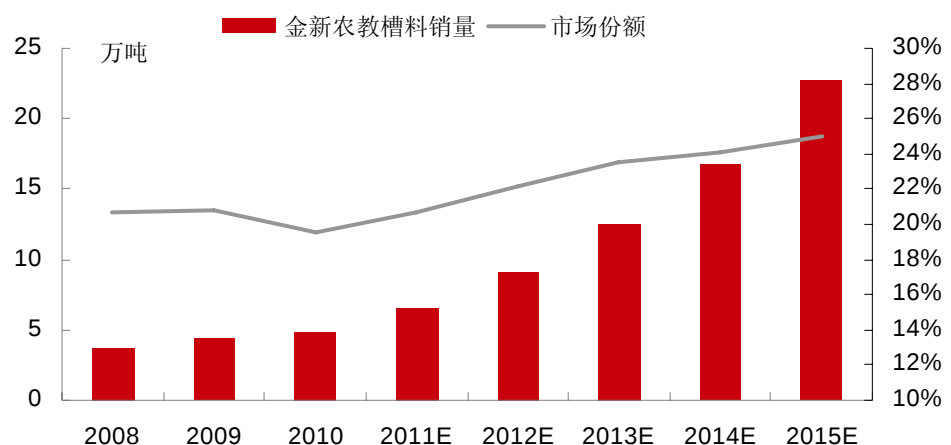
(4)金新农销量:我们的主要假设是 2011-2013 年公司募投项目的产能利用率 80%,再按照进度条,11-13 年各项目分别释放 20%,50%和 90%的产能,并且销量等于产量。2013 年以后销量按 35%的速度增长。2010-2015 年均增速 35.90%,高于行业增速。

表格 4: 金新农教槽料产量预测 (万吨)

	新增教槽料产量总计	2011 释放产量	2012 释放产量	2013 释放产量
惠州成农年产 23 万吨猪饲料项目	4.8	0.96	2.4	4.32
长沙成农年产 10 万吨猪饲料项目	2.4	0.48	1.2	2.16
哈尔滨远大牧业年产 6 万吨猪饲料项目	1.2	0.24	0.6	1.08
合计	8.4	1.68	4.2	7.56

资料来源:公司公告、华泰联合证券研究所

图 10: 未来 5 年金新农教槽料增速 35.9%



资料来源:统计局、华泰联合证券研究所

公司业绩弹性大，景气周期下具有投资价值

公司作为“小而纯”的猪饲料公司，具有更高的业绩弹性，在行业景气的情况下每多卖出一万吨饲料对于公司的业绩增幅要大于饲料龙头企业。2010 年金新农营业收入 11.5 亿元，饲料销量约 30 万吨，而业内饲料龙头销量在一两百万吨。并且，本轮饲料景气周期主要由养猪行业拉动，因此猪饲料行业受益较大。而公司收入约 93%来自猪饲料，在同行业上市公司中是最高的。

假设在景气周期下，多卖出一万吨饲料不需要增加额外的固定资产投资和销售管理费用等，其毛利全部转换成利润。经过静态测算，11 年金新农每多卖出 1 万吨的教槽料，EPS 增厚 0.088 元，增幅 12%左右。

表格 5：金新农业弹性高

	配合料	其中：教槽料	浓缩料	预混料
11 销售预测				
毛利（百万元）	81.18	54.78	76.47	50.00
销量（万吨）	20.13	6.57	9.40	3.40
吨毛利（万元/吨）	403.27	834.12	813.51	1469.71
假设销量超预期多售 1 万吨				
新增销量	1	1	1	1
毛利增加额(万元)	403.27	834.12	813.51	1469.71
EPS 增加额（万元）	0.04290	0.08873	0.08654	0.15635
EPS 增幅	0.0579	0.1199	0.1169	0.2112
假设销量超预期多售 10%				
新增销量	2.013	0.6567	0.94	0.3402
毛利增加额(万元)	811.78	547.83	764.69	499.99
EPS 增加额（万元）	0.0863603	0.058280142	0.081351	0.05319
EPS 增幅	0.116	0.0787	0.1099	0.0718

资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所

盈利预测

我们的主要假设是：按照公司募投项目的进度条，11-13 年各项目分别释放 20%，50%和 90%的产能。饲料价格 11-13 年按 8%，5%，3%的幅度上涨；饲料毛利率基本维持稳定。预计公司 11-13 年的 EPS 为 0.74 元,1.14 元和 1.66 元；对应于目前的股价，PE 分别为 27X,17X,12X。

我们认为,公司作为“小而纯”的猪料公司，将能充分享受未来 1 年猪饲料行业景气；另外公司募投产能的逐步投放将使公司未来三年饲料产销量增速达到 25%以上。目前饲料行业上市公司动态 PE 水平普遍在 30X-33X 区间，我们认为公司作为细分行业龙头，并且增速远高于行业水平，理应享有一定溢价，我们认为公司的合理 PE 应当在 33-36XPE，对应价格区间为 24.1-26.3 元，给予“增持评级”。

表格 6：公司盈利预测

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
配合料合计					
销量（万吨）	12.72	16.29	19.65	25.89	33.57
均价（元/吨）	3,498.00	3,655.86	3,721.51	3,973.76	4,174.61
销售收入（百万元）	444.84	595.59	731.28	1,028.81	1,401.42
销售成本（百万元）	388.79	533.53	654.10	913.79	1,235.42
毛利（百万元）	56.05	62.06	77.17	115.01	165.99
毛利率	12.60%	10.42%	10.55%	11.18%	11.84%
其中：教槽料					
销量（万吨）	4.39	4.89	6.09	9.09	12.45

均价（元/吨）	5,026.00	5,296.00	5560.80	5727.62	5899.45
销售收入（百万元）	220.48	258.86	338.53	520.52	734.35
销售成本（百万元）	179.80	219.54	287.75	439.84	616.86
毛利（百万元）	40.68	39.32	50.78	80.68	117.50
毛利率	18.45%	15.19%	15.00%	15.50%	16.00%

其他配合料

销量（万吨）	8.33	11.40	13.56	16.80	21.12
均价（元/吨）	2,693.00	2,887.00	2,895.89	3,025.14	3,158.12
销售收入（百万元）	224.36	336.73	392.75	508.29	667.07
销售成本（百万元）	208.99	313.99	366.35	473.96	618.57
毛利（百万元）	15.37	22.74	26.40	34.33	48.50
毛利率	6.85%	6.75%	6.72%	6.75%	7.27%

猪浓缩料

销量（万吨）	8.42	8.00	9.40	11.40	12.68
均价（元/吨）	4,844.00	4,459.38	4816.13	5201.42	5617.53
销售收入（百万元）	407.86	356.75	452.72	592.96	712.30
销售成本（百万元）	345.50	296.49	376.25	492.80	591.99
毛利（百万元）	62.36	60.26	76.47	100.16	120.32
毛利率	15.29%	16.89%	16.89%	16.89%	16.89%

猪预混料

销量（万吨）	2.33	2.43	3.40	4.93	6.91
均价（元/吨）	4,413.00	4,515.24	4741.00	4883.23	5029.73
销售收入（百万元）	102.82	109.72	161.29	240.88	347.36
销售成本（百万元）	67.53	76.42	111.29	163.80	232.73
毛利（百万元）	35.29	33.30	50.00	77.08	114.63
毛利率	34.32%	30.35%	31.00%	32.00%	33.00%

其他饲料

销量（万吨）	3.47	3.23	3.23	3.23	3.23
均价（元/吨）	2,626.00	2,478.02	2,478.02	2,478.02	2,478.02
销售收入（百万元）	91.12	80.04	80.04	80.04	80.04
销售成本（百万元）	83.73	73.56	73.56	73.56	73.56
毛利（百万元）	7.39	6.48	6.48	6.48	6.48
毛利率	8.11%	8.10%	8.10%	8.10%	8.10%

饲料

销量（万吨）	23.47	26.72	32.45	42.22	53.16
均价（元/吨）	4,071.27	3,974.78	4,145.45	4,411.47	4,629.91
销售收入（百万元）	955.53	1,062.06	1,345.28	1,862.65	2,461.08
销售成本（百万元）	801.83	906.44	1,141.64	1,570.40	2,060.14
毛利（百万元）	153.70	155.62	203.64	292.26	400.94
毛利率	16.09%	14.65%	15.14%	15.69%	16.29%

养殖

销售收入（百万元）	9.17	7.21	13.06	14.37	15.80
销售成本（百万元）	7.42	6.33	10.19	11.78	12.96

毛利（百万元）	1.75	0.88	2.87	2.59	2.84
毛利率	19.08%	12.21%	22.00%	18.00%	18.00%

公司整体

销售收入（百万元）	1,055.82	1,149.31	1,438.38	1,957.06	2,556.92
销售成本（百万元）	892.98	986.33	1,225.38	1,655.74	2,146.66
毛利（百万元）	162.84	162.98	213.00	301.32	410.26
毛利率	15.42%	14.18%	14.81%	15.40%	16.05%

资料来源：华泰联合证券研究所

风险提示

生猪疫病；产能扩张未达到预期。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	222	576	646	824	营业收入	1150	1465	1957	2557
现金	82	425	455	557	营业成本	986	1248	1656	2147
应收账款	14	14	17	23	营业税金及附加	0	0	0	0
其他应收款	1	5	4	4	营业费用	57	75	102	130
预付账款	22	25	34	54	管理费用	35	54	72	95
存货	100	108	136	186	财务费用	2	4	-3	-3
其他流动资产	2	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	140	392	456	471	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	3	3	3	3	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	59	270	321	322	营业利润	69	84	130	189
无形资产	62	75	91	112	营业外收入	1	1	2	2
其他非流动资产	17	44	41	34	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	362	968	1102	1295	利润总额	70	85	131	190
流动负债	144	154	180	218	所得税	13	15	24	34
短期借款	46	40	40	40	净利润	57	70	107	156
应付账款	68	71	92	123	少数股东损益	1	0	0	0
其他流动负债	30	43	48	54	归属母公司净利	56	70	107	156
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	80	110	167	233
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.80	0.74	1.14	1.66
其他非流动负	0	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	144	154	181	218	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	13	13	13	13	成长能力				
股本	70	94	94	94	营业收入	8.9%	27.4%	33.6%	30.7%
资本公积	-2	521	521	521	营业利润	2.5%	21.8%	54.0%	45.5%
留存收益	137	186	293	449	归属母公司净利	-3.5%	24.0%	53.8%	45.2%
归属母公司股	205	801	909	1065	获利能力				
负债和股东权	362	968	1102	1295	毛利率(%)	14.2%	14.8%	15.4%	16.0%
现金流量表					净利率(%)	4.9%	4.8%	5.5%	6.1%
单位: 百万元					ROE(%)	27.4%	8.7%	11.8%	14.6%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	32.3%	16.9%	20.6%	27.1%
经营活动现金	31	101	131	161	偿债能力				
净利润	57	70	107	156	资产负债率(%)	39.8%	15.9%	16.4%	16.8%
折旧摊销	9	21	40	48	净负债比率(%)	31.95	25.94	22.14	18.37
财务费用	2	4	-3	-3	流动比率	1.54	3.74	3.58	3.79
投资损失	0	0	0	0	速动比率	0.84	3.04	2.83	2.93
营运资金变动	-38	6	0	-39	营运能力				
其他经营现金	1	0	1	0	总资产周转率	3.49	2.20	1.89	2.13
投资活动现金	-60	-274	-104	-63	应收账款周转率	109	103	127	126
资本支出	61	260	86	40	应付账款周转率	17.69	18.02	20.37	19.94
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金	0	-14	-18	-22	每股收益(最新)	0.80	0.74	1.14	1.66
筹资活动现金	1	516	3	3	每股经营现金流	0.33	1.07	1.40	1.72
短期借款	16	-6	0	0	每股净资产(最	2.18	8.53	9.67	11.33
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	24	0	0	P/E	33.24	26.81	17.43	12.01
资本公积增加	0	523	0	0	P/B	9.11	2.34	2.06	1.76
其他筹资现金	-15	-25	3	3	EV/EBITDA	23	17	11	8
现金净增加额	-29	343	30	102					

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准 20%以上
增持 股价超越基准 10%-20%
中性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减持 股价弱于基准 10%-20%
卖出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电话: 86 755 8249 3932
传真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司 (以下简称“华泰联合”) 签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通, 对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动, 涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期, 或因使用不同假设和标准, 采用不同观点和分析方法, 致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用, 在任何情况下并不构成私人咨询建议, 也没有考虑到个别客户的目标或财务状况; 同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售, 投资者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, 必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下, 华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下, 华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务, 可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准, 采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定, 分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定, 但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关, 其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发, 间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权, 未经华泰联合事先书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责, 华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。