

金正大 (002470)

领军缓控释肥，规模持续扩张

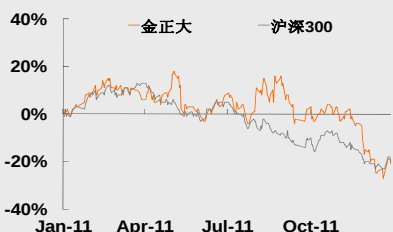
推荐 (首次)

现价: 13.27 元

主要数据

行业	基础化工-复合肥
公司网址	www.kingenta.com
大股东/持股	金正大投资/43.82%
实际控制人/持股	万连步/64.29%
总股本(百万股)	700
流通 A 股(百万股)	250
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	92.89
流通 A 股市值(亿元)	33.18
每股净资产(元)	4.35
资产负债率(%)	36.1

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

陈建文 投资咨询资格编号 S1060511020001
0755-22625476
chenjianwen002@pingan.com.cn

鄢祝兵 投资咨询资格编号 S1060511110001
0755-22621410
yanzhubing290@pingan.com.cn

伍颖 投资咨询资格编号 S1060511010017
010-66299575
Wuying467@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

■ 缓控释肥和普通复合肥两翼齐飞：

公司主要从事缓控释肥和普通复合肥的研发、生产和销售，目前产能包括 210 万吨普通复合肥和 90 万吨缓控释肥。公司复合肥在山东、河南、河北、安徽、江苏具有较强的市场地位，缓控释肥处于全国领先，市场占有率超过 50%。

■ 缓控释肥发展空间巨大，公司推广得力，技术、市场地位显著：

近年来，我国缓控释肥发展迅速，国家政策大力支持，产量由 2005 年约 5 万吨提高至 2010 年的 100 多万吨，全球市场占有率超过 50%，但其占我国化肥施用总量仍不足 2%，随着技术进步以及推广范围扩大，未来发展空间巨大。

公司是我国缓控释肥的领导者，成功解决了成本及市场认可问题。公司缓控释肥价格比普通复合肥高 15~20%，已在大田作物广泛应用，先后开发了 12 大类 100 余种产品。同时公司采取示范田、与全国农业技术推广中心及邮政物流合作、种肥同播等多种方式推广，确立了品牌及先发市场地位。

■ 布局全国，优化业务结构，未来持续增长可期：

上市之后，公司加快了全国布局，先后在河南、安徽、辽宁、贵州、云南成立子公司，突破了现有区域限制。公司缓控释肥、普通肥渠道共享，产能同步布局，预计这些项目将在未来 2-3 年内建成投产，为公司业绩增长提供支撑。

在产能增长同时，公司增加了硝基复合肥、磷肥等盈利较好的新产品、新业务，对提高公司盈利水平具有积极意义。

■ 盈利预测及评级：

我们预计公司 11-13 年 EPS 分别为 0.61 元，0.81 元和 1.15 元，对应 1 月 18 日收盘价的 PE 分别为 22 倍、16 倍和 12 倍。鉴于公司缓控释肥市场地位突出，前景看好，且未来产能持续扩张，业绩持续增长可期，首次给予“推荐”的投资评级。

■ 风险因素：

原材料波动风险，管理风险，新增产能投产及产能释放低于预期的风险。

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	4159	5479	7565	10054	12913
YoY(%)	14.4	31.7	38.1	32.9	28.4
净利润(百万元)	213	314	430	568	802
YoY(%)	-9.7	47.3	37.1	32.2	41.0
毛利率(%)	11.0	12.6	12.6	12.7	13.4
净利率(%)	5.1	5.7	5.7	5.7	6.2
ROE(%)	21.2	11.5	14.0	15.6	18.0
EPS(摊薄/元)	0.30	0.45	0.61	0.81	1.15
P/E(倍)	43.6	29.6	21.6	16.3	11.6
P/B(倍)	9.3	3.4	3.0	2.5	2.1

正文目录

一、	公司概况：控释肥和普通复合肥两翼齐飞	4
二、	控释肥：快速发展的新型肥料	5
2.1	养分释放受控，缓控释肥经济及环境效益突出	5
2.2	政策全力扶持，缓控释肥快速发展	6
三、	公司缓控释肥先发优势突出，推广手段丰富	8
四、	加快全国布局，销售规模有望持续增加	11
五、	收入及盈利预测	12
六、	风险提示	13

图表目录

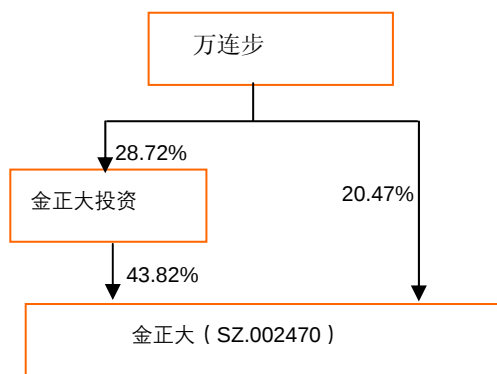
图表 1 万连步先生为公司实际控制人	4
图表 2 缓控释肥约占公司收入的 40%	4
图表 3 公司现有产能分布	4
图表 4 缓控释肥与普通肥养分释放对比图	5
图表 5 硫包衣型缓控释肥在我国应用最为广泛	5
图表 6 我国化肥利用率较低	6
图表 7 2011 年我国支持缓控释肥政策密集出台	7
图表 8 我国化肥使用量突破 5000 万吨	7
图表 9 2010 年我国缓控释肥产量超过 100 万吨	7
图表 10 公司缓控释肥规模远超竞争对手	8
图表 11 近年来，公司缓控释肥料产量快速增加	8
图表 12 公司缓控释肥价格较合理	8
图表 13 公司缓控释肥毛利率高于普通肥	8
图表 14 我国缓控释肥示范范围迅速扩大	9
图表 15 公司销售网络覆盖面不断增加	9
图表 16 公司邮政物流和经销商并举	9
图表 17 公司品牌定位清晰，互补性强	10
图表 18 公司驻点式的农化服务模式	10
图表 19 2011 年公司推行种肥同播	10
图表 20 我国复合肥的需求增长平稳	11
图表 21 东部是公司目前主要市场（2011 年 H1）	11
图表 22 上市后，公司加快全国布局	11
图表 23 分产品收入成本预测	12
图表 24 主要可比公司估值表	13

一、公司概况：缓控释肥和普通复合肥两翼齐飞

山东金正大生态工程股份有限公司主要从事缓控释肥和复合肥的研发、生产和销售，目前产能包括 90 万吨缓控释肥和 210 万吨普通复合肥，是我国最大的缓控释肥生产企业（市场占有率超过 50%），同时在我国主要产粮大省（山东、河南、河北、安徽）的复合肥供应中占据重要地位。

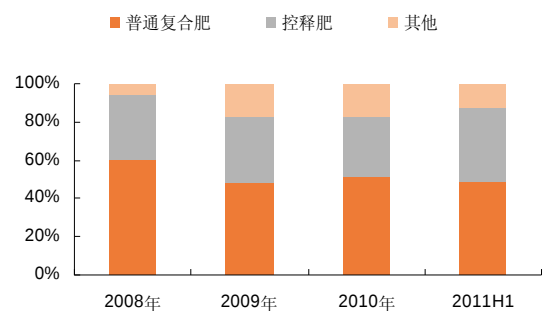
上市之后，公司加快了外延扩张，产品区域辐射和产能都有了进一步提高，未来规模扩张仍是公司业绩最大的驱动力，缓控释肥业务继续发挥先发优势，普通复合肥则侧重销售布点完善和市场占有率提高。

图表1 万连步先生为公司实际控制人



资料来源：公司公告

图表2 缓控释肥约占公司收入的40%



资料来源：Wind

图表3 公司现有产能分布

区域	产品名称	产能（万吨）
山东临沂本部	控释肥	60
	普通复合肥	120
山东菏泽金正大	控释肥	30
	普通复合肥	90
合计	控释肥	90
	普通复合肥	210

资料来源：平安证券研究所整理

二、缓控释肥：快速发展的新型肥料

2.1 养分释放受控，缓控释肥经济及环境效益突出

缓控释肥是指通过物理或化学方法对传统化肥进行改造，使其养分释放速度延缓或可根据植物对养分需求进行释放。它又可细分为缓释肥和控释肥，其中前者对植物养分吸收时间匹配较低，而后者匹配度高，又被称为“智能肥料”。欧洲标准委员会（CEN）以 25℃环境下，肥料养分在水中溶出率为标准，规定缓控释肥 24 小时释放率不超过 15%，28 天释放率不超过 75%，规定时间内养分释放率不低于 75%。

图表4 缓控释肥与普通肥养分释放对比图



资料来源：平安证券研究所整理

根据包膜材料不同，缓控释肥可分为六大类，它们各具优劣势，从认可度及综合性价比，硫包衣型缓控释肥使用最为广泛，2009 年约占全行业产量的 43%。

图表5 硫包衣型缓控释肥在我国应用最为广泛

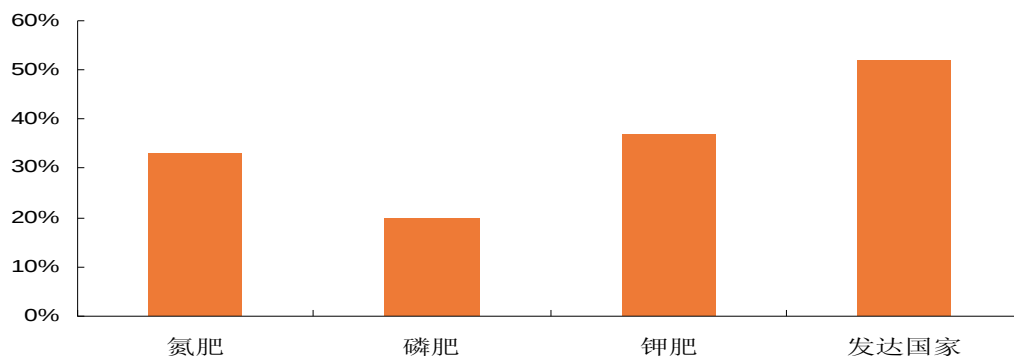
序号	包膜材料	特点	占比（2009 年）
1	树脂包衣型	肥料外边均匀包覆一层树脂，起到膜内养分和膜外水分分离。控释效果较好，但价格受树脂波动影响，膜材料难以降解。	7.14%
2	硫包衣型	硫磺溶解后，喷涂在预处理的肥料表面，再喷涂腊质或聚合物。价格较便宜，加工工艺相对简单，大量使用会加速土壤酸化	42.84%
3	肥包肥型	主要利用具有巨大的表面积有机或无机粘结剂包裹在肥料表面，延缓养分释放。吸收完全，不存在二次污染，控释效果难以保障	7.14%
4	脲酶抑制剂	化肥生产过程中，在不同部位及时定量添加脲酶抑制剂或硝化抑制剂，抑制剂延缓养分释放。成本较低，不需要更新生产工艺，但抑制剂用量难以把握，长效效果不如包衣型化肥稳定。	28.56%
5	脲甲醛型	尿素与甲醇在高温发生化学反应，生产脲甲醛聚合物，在与其他肥种造粒，形成复合肥。具有高塔速效，反应条件难控制，质量稳定性差，价格较贵	14.28%
6	生物质包膜型	绿色环保，但价格高。	

资料来源：中国控释肥网，平安证券研究所整理

缓控释肥具有吸收效率高，节能、省工时等诸多优点，代表传统化肥升级的方向。

- 缓控释肥提高养分吸收效率，促进节能减排。目前我国肥料使用率远低于发达国家，造成肥料浪费；另一方面，随着挥发和水循环，大量营养成分进入江河，造成水体富氧化和污染，根据 2008 年《中国环境公报》，在太湖污染总量中，工业污染仅占 10-16%，农业面源污染已占 59%。

图表6 我国化肥利用率较低



资料来源：《中国农村科技》、平安证券研究所

- 我国实践推广经验表明，缓控释肥具有经济性。缓控释肥提高了化肥使用率，节省化肥使用量和追肥人工投入，同时养分释放速度符合作物生长规律，对提高作物产量也有一定促进作用。根据全国农业技术推广中心的示范推广结果，缓控释肥在节肥、增产、增效等方面效果显著。与农民习惯施肥相比，缓控释肥在所有作物上全部增产，平均增幅达 10%，最高达到 40%以上，平均每亩增收达 120 元左右，最高的达到 240 元。

2.2 政策全力支持，缓控释肥快速发展

鉴于缓控释肥诸多好处，2009 年 10 月美国出台了缓控释肥国家补贴激励政策，通过美国农业部自然资源保护中心（NRCS）实施，补贴水平每英亩约 12 美元~22 美元，每农户可连续申请 5 年补贴，每户每年的最高补贴高达 4 万美元。在我国，缓控释肥经历了三个阶段：上世纪 70~80 年代，进行探索性研究；第二阶段为初步发展阶段，上世纪 80 年代到 2000 年，研发主体、产品类型增多；第三阶段 2001 年以来快速发展阶段。国家层面积极支持，技术水平不断提高，市场推广积极推进，促进行业进一步发展。

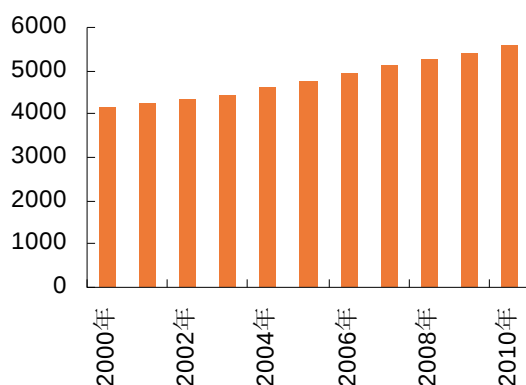
目前我国从事缓控释肥的科研机构有 10 余家，从事产业化开发和推广的单位有 70 多家，已经将应用范围推广至大田作物。根据行业数据，2010 年我国缓控释肥的产量突破 100 万吨，约占据全球产量的一半，同时实现了部分产品出口。但从占比看，我国控释肥占化肥总施用量比重不到 2%，随着技术及推广进步，未来行业仍有极大提升空间，发展前景十分光明。

图表7 2011年我国支持缓控释肥政策密集出台

时间	部门	内容
2006 年	国务院	在《国家中长期科学与技术发展规划纲要（2006 年-2020 年）》安排了 8 个重点领域的 27 项前沿技术及 18 个基础科学问题，关于农业有 9 个优先主题，其中第 6 个优先为环保型肥料中指出要重点研究专用复合缓释、控释肥料。
2008 年以来	国家农业技术推广中心	要求全面开展缓控释肥的示范推广
2011 年	国家发改委	《产业结构调整指导目录》，首次将缓控释肥纳入优先发展产业
2011 年	农业部	首次将缓控释肥列为主推技术
2011 年	科技部	将缓控释肥列入“十二五”科技支撑计划

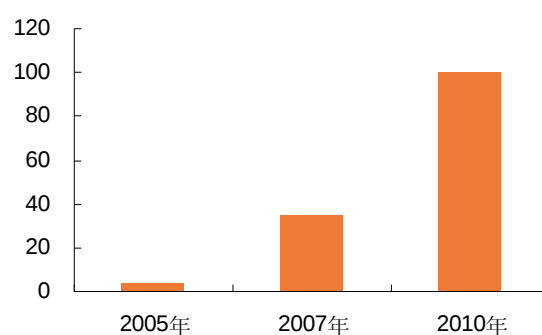
资料来源：平安证券研究所整理

图表8 我国化肥使用量突破5000万吨 单位：万吨



资料来源：CEIC、平安证券研究所

图表9 2010年我国缓控释肥产量超过100万吨

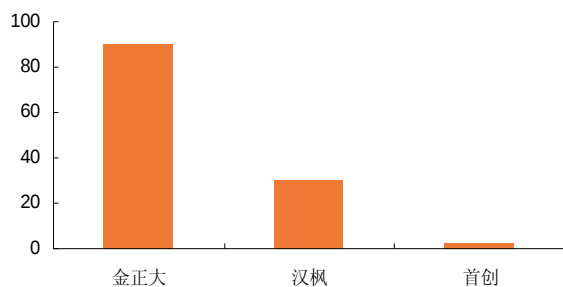


资料来源：平安证券研究所整理

三、公司缓控释肥先发优势突出，推广手段丰富

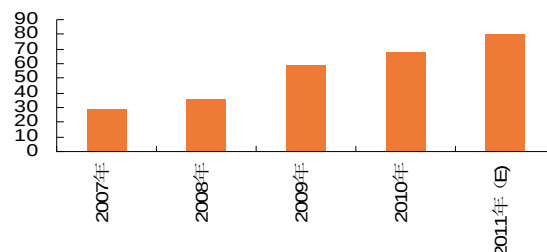
公司是我国缓控释肥的领先者，近年来，随着市场认可度提高，产销规模不断扩大，目前确立了举足轻重的行业地位和领先优势。

图表10 公司缓控释肥规模远超竞争对手 单位：万吨



资料来源：平安证券研究所整理

图表11 近年来，公司缓控释肥料产量快速增加 单位：万吨



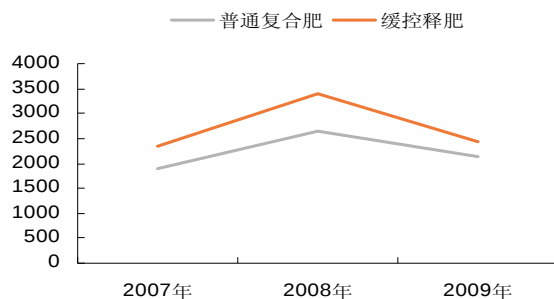
资料来源：平安证券研究所整理

公司缓控释竞争优势主要体现在技术和推广两个方面。

- 公司是我国缓控释肥先行者，经过多年研发，缓控释肥在膜材料选择、生产工艺控制、设备的制造多方面均具有较大的领先优势，拥有各类专利 114 项，其中国家科技进步二等奖 1 项、山东省科学技术进步一等奖 2 项。

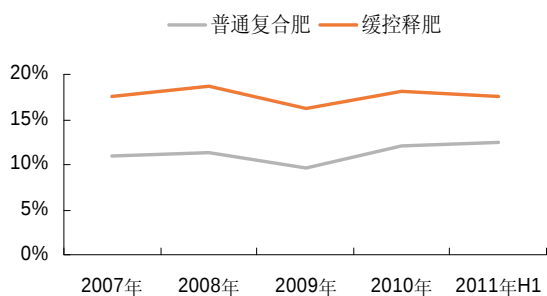
通过技术改进，公司缓控释肥的价格处于农户能接受的范围，目前价格约比普通复合肥高 15~20%，在大田作物已经广泛应用。同时鉴于我国地域和农作物的多样性，公司积极拓展产品线，开发了可用于水稻、玉米、小麦等主要农作物以及蔬菜、果树等经济作物的 12 大类 100 余种缓控释肥产品。

图表12 公司缓控释肥价格较合理 单位：元/吨



资料来源：公司招股书

图表13 公司缓控释肥毛利率高于普通肥



资料来源：Wind

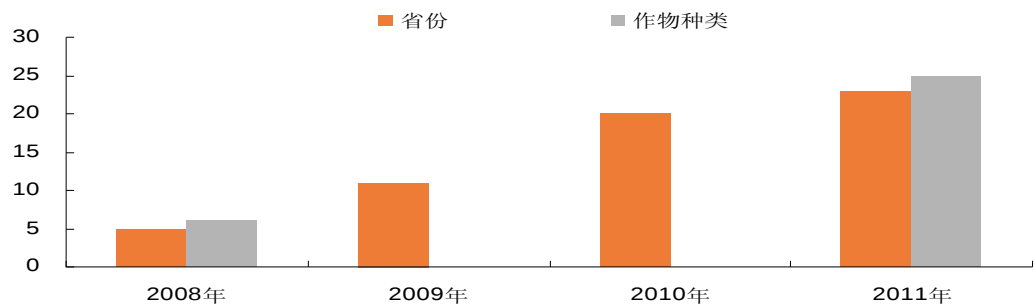
■ 多种方式推广，品牌渠道优势凸显

除了成本外，作为新肥种，缓控释肥料应用另一个难题是农户对产品的认可。公司通过示范田、渠道创新以及种肥同播等方式大力推广缓控释肥，目前已经牢固确立了缓控释肥第一品牌的地位，经销商、农户认可度高。

- (1) 示范田。公司示范田推广采用与中国农业技术推广中心合作方式，充分利用其完善全国土肥站网点，结合测土配方实施，2011 年已经将缓控释肥推广地区扩大到 23 个省 25 种作物。累计建立示范田超过 2 万亩。

图表14 我国缓控释肥示范范围迅速扩大

单位：个，种

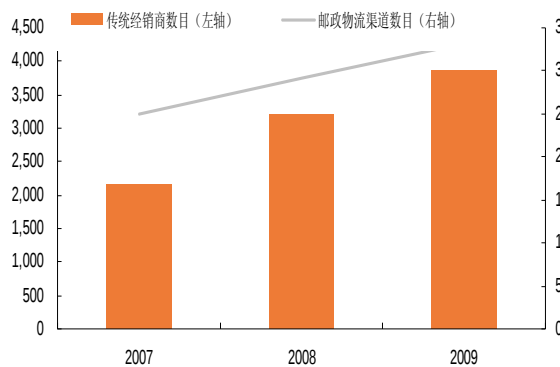


资料来源：平安证券研究所整理

- (2) 邮政和经销商双渠道驱动，市场覆盖面广

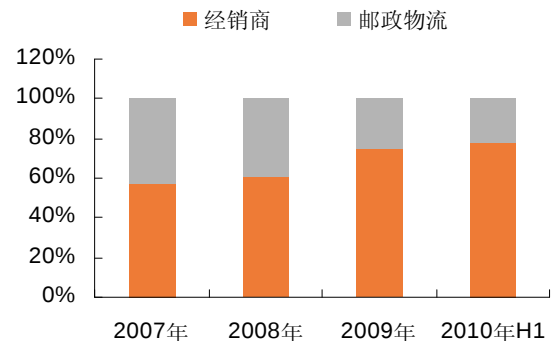
公司缓控释肥客户与普通复合肥重叠，因此，采取了统一的品牌规划，共享渠道，实现两种肥料协同发展。目前公司已发展了 2000 余家县级经销商，辐射数万个销售网点的经销商销售渠道；同时通过与邮政合作，公司与 25 个省、自治区、直辖市的 335 家邮政物流企业建立了合作关系，将公司产品品牌优势和邮政贴近农村和农民优势进行良好结合，是对我国化肥渠道的创新。

图表15 公司销售网络覆盖面不断增加



资料来源：平安证券研究所整理

图表16 公司邮政物流和经销商并举



资料来源：公司公告

品牌战略方面，公司实行多品牌战略，目前旗下的品牌包括“沃夫特”、“金大地”、“嘉安磷”、“金正大”，其中“沃夫特”和“金大地”各自对应经销商渠道和邮政物流，分别约占公司营收的 55% 和 25%。公司各品牌渠道定位清晰，互补性强，强化产品细分及市场覆盖度。

图表17 公司品牌定位清晰，互补性强

品牌名称	产品定位	渠道
沃夫特	主要用于大田作物	经销商渠道
金大地	主要用于大田作物	邮政物流渠道
嘉安磷	特定含量，主要用于大田作物	经销商渠道
金正大	高端肥料，主要用于经济作物	经销商渠道

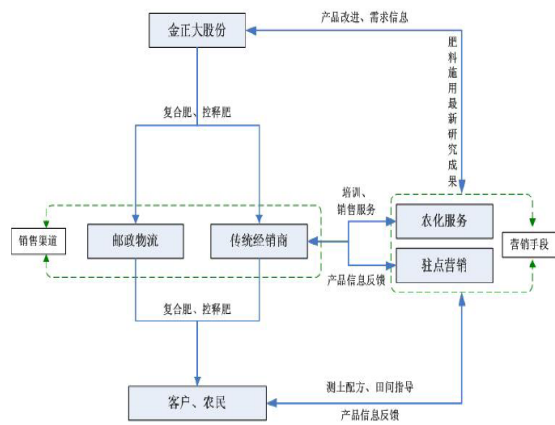
资料来源：平安证券研究所

（3）精耕农化服务，种肥同播开辟推广新模式

公司农化服务采用驻点式模式，组建了超过百人的专职服务队，围绕“测土、配方、配肥、供肥、施肥指导”5 个环节，将测土配方、示范区（田）建设等农化服务与产品营销进行紧密结合，为农民和经销商提供贴身的农化服务。

为了进一步推广控释肥，2011 年公司推出新农化服务举措-种肥同播，即由公司提供种肥同播机，支持重点区域和经销商，为区域内购买公司缓控释肥产品的农户提供种肥同播服务，其对销售拉动效果显著。

图表18公司驻点式的农化服务模式



资料来源：公司招股书

图表19 2011年公司推行种肥同播

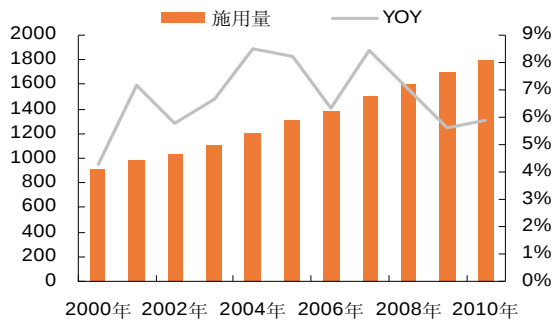


资料来源：中国农业信息网

四、加快全国布局，销售规模有望持续增加

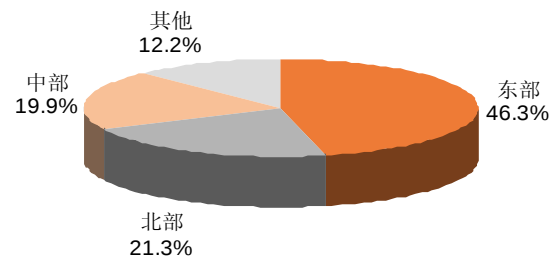
我国现有复合肥产能约 2 亿吨，生产厂家超过 4000 家，实际产量为 5000 多万吨，处于产能过剩，同时由于复合肥单价较低，具有 300~500 公里运输距离的限制，因此，全国布点，利用规模及品牌优势，扩大市场占有率成为了各大复合肥龙头企业的必然选择。

图表20 我国复合肥的需求增长平稳 单位：万吨



资料来源：CEIC

图表21 东部是公司目前主要市场（2011年H1）



资料来源：Wind

图表22 上市后，公司加快全国布局

时间	子公司	股权比率	产能
2010.10	安徽金正大	100%	30 万吨复合肥和 10 万吨控释肥
2011.3	菏泽金正大 120 万吨硝基复合肥项目	100%	新建 120 万吨硝基复合肥，分两期各 60 万吨实施，其中一期 30 万吨新建，另 30 万吨新建，预计 2012 年底建成；二期复制一期建设模式，预计 2013 年底建成
2011.4	河南金正大	100%	由其实施与河南邮政合作项目，成立河南豫邮金大地（河南金正大持有 60% 股权），项目初步计划投资 10 亿元，建 2~3 个肥料生产基地，其中首个生产基地计划产能 40 万吨产能
2011.8	贵州金正大	100%	由其实施磷资源循环项目，项目总投资 59.6 亿元，其中一期产能包括 60 万吨硝基复合肥、60 万吨磷酸一铵、20 万吨磷酸二氢钙和 10 万吨磷酸二氢钾，预计 2013 年底完成
2011.8	辽宁金正大	100%	-
2011.9	云南金正大	100%	该公司于 2011.10 受让磷肥生产企业云南中正化学 56% 股权

资料来源：公司公告

目前公司优势市场区域主要集中在山东、河南、河北、江苏、安徽等地，上市之后，公司加快全国布局，先后在辽宁、河南、云南、贵州、安徽等地设立了子公司，鉴于复合肥和缓控释肥渠道匹配度高，公司控释肥和复合肥进行同步产能布局，如安徽金正大产能设计为 30 万吨复合肥和 10 万吨控释肥，同时上市募投 60 万吨控释肥项目进展顺利，预计上述项目将在未来 2~3 年内建成投产，促进公司持续增长。

在扩张过程中，公司也增加了其他肥种，优化产品结构，主要是需求较好的硝基复合肥（菏泽 120 万吨和贵州一期 60 万吨）以及具有资源属性的磷肥（主要通过磷资源循环项目），这对提升盈利能力具有积极意义。

五、收入及盈利预测

我们预计公司 2011~2013 年 EPS 分别为 0.61 元、0.81 元和 1.15 元，对应 2012 年 1 月 18 日收盘价 PE 分别为 22 倍、16 倍和 12 倍。鉴于公司缓控释肥市场地位突出，未来产能持续扩张，业绩持续增长可期，首次给予“推荐”的投资评级。

图表23 分产品收入成本预测

项目		2010	2011E	2012E	2013E
普通复合肥料	价格（元/吨）	-	2600.00	2500.00	2500.00
	销售量（万吨）	-	160.00	208.00	240.00
	收入（百万元）	2813.12	4160.00	5200.00	6000.00
	成本（百万元）	2474.42	3644.16	4586.40	5292.00
	毛利率	12.04%	12.40%	11.80%	11.80%
缓控释肥	价格（元/吨）		3000.00	3000.00	3000.00
	销售量（万吨）		80.00	125.00	160.00
	收入（百万元）	1750.47	2400.00	3749.85	4800.00
	成本（百万元）	1433.46	1984.80	3112.38	3984.00
	毛利率	18.11%	17.30%	17.00%	17.00%
化肥贸易	收入（百万元）	899.78	989.76	1088.74	1197.61
	成本（百万元）	866.58	969.96	1066.96	1173.66
	毛利率	3.69%	2.00%	2.00%	2.00%
	价格（元/吨）	-	-	-	3000.00
	销售量（万吨）	-	-	-	30.00
硝基复合肥	收入（百万元）	-	-	-	900.00
	成本（百万元）	-	-	-	720.00
	毛利率	-	-	-	20.00%
	收入（百万元）	15.96	15.00	15.00	15.00
	成本（百万元）	13.14	12.75	12.75	12.75
其他	收入（百万元）	5479.32	7564.76	10053.59	12912.61
	成本（百万元）	4787.59	6611.67	8778.49	11182.41
	毛利率	12.62%	12.60%	12.68%	13.40%

资料来源：平安证券研究所

图表24 主要可比公司估值表

公司名称	EPS (元/股)				PE (倍)			
	2010A	2011E	2012E	2013E	2010A	2011E	2012E	2013E
史丹利	1.35	1.81	2.51	3.20	26.72	19.99	14.39	11.28
司尔特	0.64	0.93	1.46	1.93	32.42	22.31	14.25	10.76
新都化工	0.46	0.76	1.01	1.20	22.91	13.87	10.44	8.86
芭田股份	0.26	0.44	0.79	1.19	29.20	17.59	9.75	6.48
平均					27.81	18.44	12.21	9.35

备注：PE对应股价均为2012年1月18日收盘价
资料来源：Wind

六、风险提示

- (1) 单质肥价格大幅波动风险。
- (2) 扩张带来管理难度增加风险。
- (3) 新增产能完工及产能释放低于预期的风险。

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	
流动资产	3559	4155	5310	6697	
现金	1700	1904	1919	2394	
应收账款	0	0	0	0	
其他应收款	6	13	16	21	
预付账款	692	710	1317	1677	
存货	1161	1528	2057	2604	
其他流动资产	1	0	1	1	
非流动资产	798	965	1136	1283	
长期投资	0	0	0	0	
固定资产	690	811	1003	1118	
无形资产	93	91	88	86	
其他非流动资产	16	63	46	79	
资产总计	4358	5120	6446	7980	
流动负债	1628	2034	2790	3523	
短期借款	5	0	0	0	
应付账款	74	99	132	168	
其他流动负债	0	0	0	0	
非流动负债	10	7	8	8	
长期借款	0	0	0	0	
其他非流动负债	10	7	8	8	
负债合计	1638	2041	2799	3531	
少数股东 权益	0	0	0	0	
股本	700	700	700	700	
资本公积	1311	1311	1311	1311	
留存收益	709	1069	1637	2439	
归属母公司股东权益	2719	3079	3648	4449	
负债和股东权益	4358	5120	6446	7980	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	
经营活动现金流	-378	495	259	713	
净利润	314	430	568	802	
折旧摊销	67	54	69	84	
财务费用	-7	-5	4	8	
投资损失	0	0	0	0	
营运资金变动	-769	6	-387	-189	
其他经营现金流	17	9	6	9	
投资活动现金流	-65	-221	-240	-230	
资本支出	65	220	240	230	
长期投资	0	0	0	0	
其他投资现金流	1	-1	0	0	
筹资活动现金流	1209	-70	-4	-8	
短期借款	-35	-5	0	0	
长期借款	-150	0	0	0	
普通股增加	100	0	0	0	
资本公积增加	1303	0	0	0	
其他筹资现金流	-9	-65	-4	-8	
现金净增加额	766	204	15	475	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	
营业收入	5479	7565	10054	12913	
营业成本	4788	6612	8778	11182	
营业税金及附加	0	0	0	0	
营业费用	240	310	412	529	
管理费用	75	113	151	194	
财务费用	-7	-5	4	8	
资产减值损失	0	2	3	3	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	0	0	0	0	
营业利润	383	532	705	996	
营业外收入	7	7	7	7	
营业外支出	1	2	2	1	
利润总额	390	537	710	1002	
所得税	76	107	142	200	
净利润	314	430	568	802	
少数股东损益	0	0	0	0	
归属母公司净利润	314	430	568	802	
EBITDA	443	582	778	1088	
EPS (元)	0.45	0.61	0.81	1.15	

主要财务比率

会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	
成长能力					
营业收入	31.7%	38.1%	32.9%	28.4%	
营业利润	60.8%	38.9%	32.4%	41.3%	
归属母公司股东权益	47.3%	37.1%	32.2%	41.0%	
获利能力					
毛利率(%)	12.6%	12.6%	12.7%	13.4%	
净利率(%)	5.7%	5.7%	5.7%	6.2%	
ROE(%)	11.5%	14.0%	15.6%	18.0%	
ROIC(%)	11.1%	13.7%	15.6%	18.1%	
偿债能力					
资产负债率(%)	37.6%	39.9%	43.4%	44.2%	
净负债比率(%)	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	
流动比率	2.2	2.0	1.9	1.9	
速动比率	1.5	1.3	1.2	1.2	
营运能力					
总资产周转率	1.5	1.6	1.7	1.8	
应收账款周转率	-				
应付账款周转率	77.0	76.4	76.1	74.7	
每股指标(元)					
每股收益	0.45	0.61	0.81	1.15	
每股经营现金流	-0.54	0.71	0.37	1.02	
每股净资产	3.88	4.40	5.21	6.36	
估值比率					
P/E	29.6	21.6	16.3	11.6	
P/B	3.4	3.0	2.5	2.1	
EV/EBITDA	17.1	13.1	9.8	7.0	

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257