

2012/5/18

煤炭开采行业

公司调研报告

## 兰花科创 (600123)

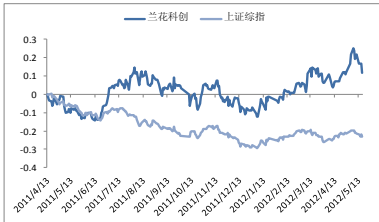
评级: 维持 买入

收盘价 (元) 46.8  
 目标价 (2012E) 56

## 市场数据

52 周内最高价 (元) 52.35  
 52 周内最低价 (元) 35.60  
 市净率 3.15  
 总股本 (亿股) 5.71  
 流通 A 股 (亿股) 5.71  
 流通 B 股或 H 股 (亿股) 0.00  
 总市值 (亿元) 267.55  
 流通 A 股市值 (亿元) 267.55  
 流通 B 股或 H 股市值 (亿元) 0.00

## 相对股价表现



## 相关研究

《年年有亮点、增长暂无忧 2011/12》  
 《供给决定价格、稀缺资源彰显价值  
 -无烟煤深度研究 2012/3》

## 煤化皆向好, 己内酰胺仍存疑虑

## 投资要点:

- **煤炭产量释放期在2013和2014年:** 公司今年技改矿释放空间有限, 兰兴煤业和宝欣煤业预计在年底会释放少量产能。集中释放期在2013、2014, 6座整合矿井将基本投入生产, 达产预计在2014年和2015年, 新建的玉溪煤矿2013年底预计释放少量产能, 2015年达产, 慢于我们此前的预期, 我们预计公司2012-2014年的煤炭产量为622、810和1110万吨, 同比增长3.45%、30.23%、37.04%。
- **今年预计整体煤炭价格较2011年小幅下降:** 公司2011年综合煤炭价格为933.6元/吨, 毛利率高达77%, 但随着近期无烟煤价格的下跌, 预计今年整体的销售价格将较2011年有所下滑, 受制于540万吨左右的煤销票, 因此, 公司今年的煤炭销量预计将略高于2011年的水平, 产销率80%左右。
- **亚美大宁今年保守预计在400万吨, 5%的股权过户时间尚不确定:** 亚美大宁煤矿今年400万吨产量基本可以保证, 但是5%的股权的过户时间仍不明确。按照该矿40%的净利率以及36%的股权占比, 预计贡献投资收益5.47亿元, 如果股权占比提高到41%, 预计贡献投资收益6.23亿元。
- **化肥业务整体向好, 己内酰胺仍存疑虑:** 近期尿素价格出现大幅上涨, 使公司一季度整体化肥业务获得盈利, 公司预计今年整体化肥业务将较2011年继续减亏, 实现整体盈亏平衡。己内酰胺项目仍存疑虑, 但公司将先期投资10万吨产能, 根据当时市场情况决定是否投资剩余10万吨。
- **风险提示:** 整合矿及玉溪矿投产时间慢于预期
- **业绩预测:** 预计2012-2014营业总收入84.11亿、94.32亿、112.44亿, 同比增长11%、12%、19%, 预计实现每股收益为3.71元、4.25元和4.84元, 考虑到尽管公司煤炭业务的增长较为确定, 但化肥业务以及己内酰胺项目的投资仍存在较大的不确定性, 因此给予行业平均的15倍PE, 目标价56元, 维持“买入”评级。

## 能源行业研究小组

张帆 证书编号 S0120511030001

联系人:

张亦博

8621-68761616-8678

zhangyb@tebon.com.cn

曹敏

8621-68761616-8098

caomin@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼

<http://www.tebon.com.cn>

| 财务摘要 (百万元) | 2010A | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E  |
|------------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 营业总收入 (百万) | 5,812 | 7,608 | 8,411 | 9,432 | 11,244 |
| 同比%        | 3%    | 31%   | 11%   | 12%   | 19%    |
| 经营利润 (百万)  | 1,881 | 2,258 | 2,858 | 3,296 | 3,822  |
| 同比%        | 32.3% | 29.6% | 33.9% | 34.9% | 34%    |
| 净利润 (百万)   | 1,314 | 1,663 | 2,118 | 2,426 | 2,765  |
| 同比%        | 3%    | 27%   | 27%   | 15%   | 14%    |
| EPS        | 2.30  | 2.91  | 3.71  | 4.25  | 4.84   |
| PE         | 21.2  | 16.8  | 13.2  | 11.5  | 10.1   |

2012/5/18

## 正文目录

|                                    |   |
|------------------------------------|---|
| 1. 煤炭业务增长较为确定，矿井投产进度低于此前预期.....    | 3 |
| 2. 亚美大宁预计煤炭产量 400 万吨成为今年主要增长点..... | 4 |
| 3. 化肥业务整体向好.....                   | 5 |
| 4. 己内酰胺项目仍存疑虑.....                 | 6 |
| 5. 盈利预测.....                       | 8 |
| 6. 风险提示.....                       | 8 |

## 图表目录

|                               |   |
|-------------------------------|---|
| 图表 1：公司煤矿产量预测.....            | 3 |
| 图表 2：兰花科创所在地无烟煤价格.....        | 4 |
| 图表 3：亚美大宁煤矿预测.....            | 4 |
| 图表 4：公司化工化肥业务 2011 年业务情况..... | 5 |
| 图表 5：公司化肥化工产品预测.....          | 5 |
| 图表 6：公司化肥化工产品价格走势.....        | 5 |
| 图表 7：目前国内己内酰胺产能、产量和开工率.....   | 6 |
| 图表 8：目前国内己内酰胺表观消费量及增速.....    | 7 |
| 图表 9:2012 年己内酰胺新增产能.....      | 7 |
| 图表 10：:2015 年预计新增产能.....      | 8 |

## 1. 煤炭业务增长较为确定，矿井投产进度低于此前预期

公司 2011 年煤炭产量 601 公司今年技改矿释放空间有限，兰兴煤业和宝欣煤业预计在年底会释放少量产能。集中释放期在 2013、2014，6 座整合矿井将基本投入生产，达产预计在 2014 年和 2015 年，新建的玉溪煤矿 2013 年底预计释放少量产能，2015 年达产，慢于我们此前的预期，我们预计公司 2012-2014 年的煤炭产量为 622、810 和 1110 万吨，同比增长 3.45%、30.23%、37.04%；权益产量预计为 615.5、741、969.5 万吨，同比增长 2.36%、20.39%、30.84%。

由于山西实行煤炭销售票制度以及公司在最后煤炭的收入确认的原因，公司 2011 年煤炭销售量 530.7 万吨，同比略有下滑，预计公司今年产销率达到 100% 可能性较低，预计略高于 540 万吨的公司煤炭销售票水平，预计产销率在 90% 左右，销售量在 554 万吨左右。

公司 2011 年煤炭销售均价 933.6 元，公司无烟块煤占比较高，且煤制优良，因此，公司整体的煤炭毛利率达到 77%。考虑到公司的无烟煤资源的稀缺性的特质，尽管煤炭价格出现下跌，公司煤价预计今年下跌空间有限，近期相比动力煤和焦煤的大幅下跌，公司所在地的无烟中块和无烟小块分别下跌 30 元/吨和 40 元/吨，末煤上涨 30 元/吨，充分显示了无烟煤稀缺资源的特性所体现的价格支撑，因此我们保守预计公司今年的煤炭销售平均价格在 920 元/吨。

图表 1：公司煤矿产量预测

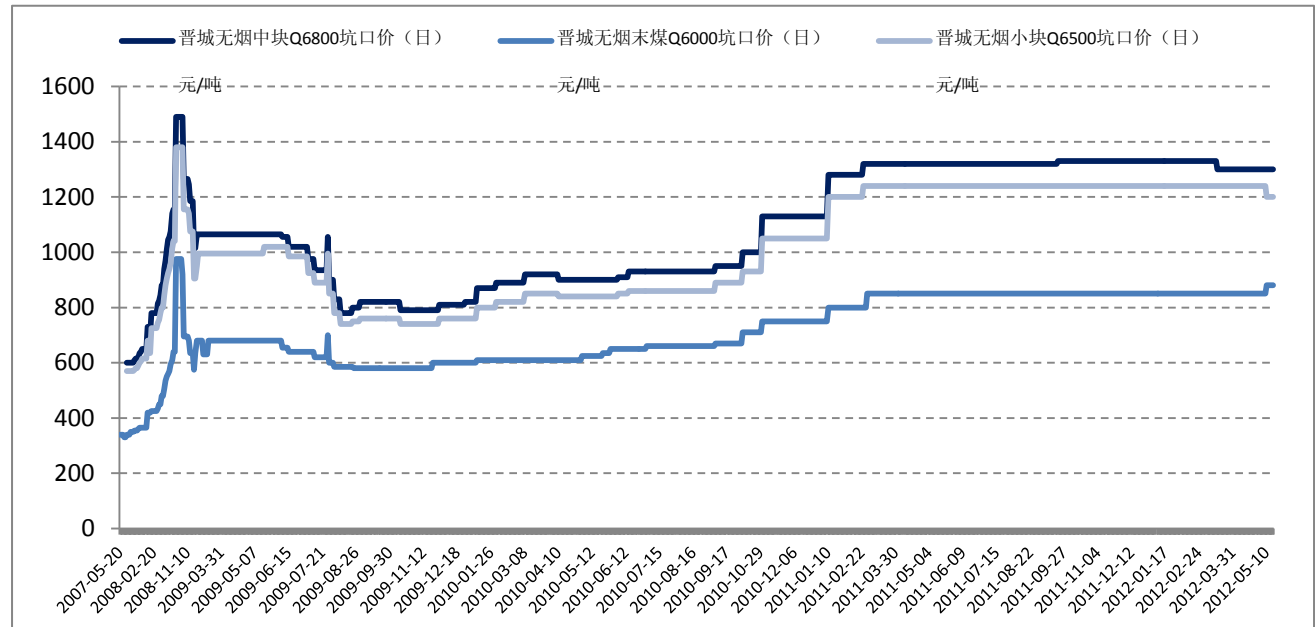
| 在产矿       | 权益     | 煤种     | 核定产能（万吨） | 2011A | 2012E  | 2013E  | 2014E  |
|-----------|--------|--------|----------|-------|--------|--------|--------|
| 伯方煤矿      | 100%   | 无烟煤    | 180      | 202   | 202    | 200    | 200    |
| 望云煤矿      | 100%   | 无烟煤    | 90       | 82.3  | 90     | 90     | 90     |
| 唐安煤矿      | 100%   | 无烟煤    | 150      | 166   | 160    | 160    | 160    |
| 大阳煤矿      | 100%   | 无烟煤    | 150      | 151   | 150    | 150    | 150    |
| 在建煤矿      |        |        |          |       |        |        |        |
| 玉溪煤矿      | 66.70% | 无烟煤    | 240      |       |        | 30     | 120    |
| 整合煤矿      |        |        |          |       |        |        |        |
| 朔州口前煤矿    | 100%   | 动力煤    | 90       |       |        | 20     | 60     |
| 平鲁永胜煤业    | 100%   | 动力煤    | 120      |       |        |        | 60     |
| 兰花焦煤      | 80%    | 炼焦煤    |          |       |        |        |        |
| 1. 兰兴公司   | 80%    | 主焦煤、肥煤 | 60       |       | 10     | 40     | 60     |
| 2. 宝欣煤业   | 55%    | 主焦煤、肥煤 | 90       |       | 10     | 60     | 90     |
| 百盛煤业      | 60%    |        | 90       |       |        | 30     | 60     |
| 同宝煤业      | 60%    |        | 90       |       |        | 30     | 60     |
| 产量合计      |        |        | 1350     | 601.3 | 622    | 810    | 1110   |
| 产量增速      |        |        |          | 0.21% | 3.45%  | 30.23% | 37.04% |
| 权益产量      |        |        |          | 601.3 | 615.5  | 741    | 969.5  |
| 产量增速      |        |        |          | 0.21% | 2.36%  | 20.39% | 30.84% |
| 煤炭销售量（万吨） |        |        |          | 530.7 | 553.95 | 666.9  | 872.6  |
| 销售价格（元/吨） |        |        |          | 933.6 | 920    | 940    | 950    |

2012/5/18

|           |        |     |     |     |
|-----------|--------|-----|-----|-----|
| 吨煤成本(元/吨) | 215.86 | 255 | 285 | 315 |
| 吨煤毛利(元/吨) | 718    | 665 | 655 | 635 |
| 煤炭业务毛利率   | 77%    | 72% | 70% | 67% |

(资料来源: 公司公告、德邦研究)

图表 2: 兰花科创所在地无烟煤价格



(资料来源: 聚源数据、德邦研究)

## 2. 亚美大宁预计煤炭产量 400 万吨成为今年主要增长点

亚美大宁煤矿今年 400 万吨产量基本可以保证, 亚美大宁煤矿的无烟煤资源略优于公司本部的无烟煤资源, 预计今年平均销售价格将达到 950 元/吨, 净利率达到 40%。但是公司去年公告的收购的 5% 的股权的过户时间仍不明确。

按照该矿 40% 的净利率以及 36% 的股权占比, 预计贡献投资收益 5.47 亿元, 如果股权占比提高到 41%, 预计贡献投资收益 6.23 亿元。

图表 3: 亚美大宁煤矿预测

| 亚美大宁煤矿          | 2010A  | 2011 1H | 2011E  | 2012E  | 2013E  | 2014E  |
|-----------------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 煤炭产量(万吨)        | 358    | 0       | 140    | 400    | 400    | 400    |
| 煤炭销量(万吨)        | 358    | 0       | 140    | 400    | 400    | 400    |
| 煤炭价格(元/吨)       | 621    |         | 950    | 950    | 950    | 950    |
| 亚美大宁总收入(万元)     | 222318 | 0       | 133000 | 380000 | 380000 | 380000 |
| 亚美大宁净利润         | 104666 | -20536  | 49210  | 152000 | 152000 | 152000 |
| 折合兰花科创的投资收益(万元) | 37680  | -7393   | 18208  | 54720  | 62320  | 62320  |
| 折合兰花科创净利润(万元)   | 28260  | -5545   | 13656  | 41040  | 46740  | 46740  |
| 贡献 EPS(元)       | 0.49   | -0.10   | 0.24   | 0.72   | 0.82   | 0.82   |

(资料来源: 公司公告、德邦研究)

2012/5/18

### 3. 化肥业务整体向好

公司 2012 年一季度受到尿素价格整体上涨的影响，尿素化肥业务出现盈利，但是甲醇及二甲醚价格一季度仍然维持较为低迷的价格走势。我们目前兰花尿素小颗粒价格为 2450 元/吨，远高于公司去年的 2000 元左右的平均销售价格，因此公司今年尿素化肥业务整体盈利是大概率事件，但是甲醇和二甲醚的业务预计今年仍将延续亏损，因此，预计今年公司化肥化工业务整体实现盈亏平衡。

图表 4：公司化工化肥业务 2011 年业务情况

| 单位：百万元      | 权益占比   | 尿素产能   | 合成氨产能 | 甲醇、二甲醚产能 | 收入合计   | 2010 净利 | 2011 净利 | 减亏    |
|-------------|--------|--------|-------|----------|--------|---------|---------|-------|
| 兰花清洁能源公司    | 100%   |        |       | 30.00    | 40537  | -130.1  | -79.2   | 51    |
| 兰花煤化工有限责任公司 | 83.67% | 40.00  | 18.00 |          | 79172  | -123.8  | -61.9   | 61.8  |
| 兰花丹峰化工      | 51%    |        |       | 10.00    | 12499  | -59.3   | -51.4   | 7.9   |
| 子公司合计       |        |        |       |          | 132209 | -313.2  | -192.5  | 120.7 |
| 兰花化肥化工分公司   |        | 30.00  | 18.00 |          | 65522  |         |         |       |
| 兰花化工分公司     |        | 13.00  | 8.00  |          | 28666  |         |         |       |
| 阳化分公司       |        | 13.00  | 8.00  |          | 28666  |         |         |       |
| 田悦化肥有限公司    |        | 30.00  | 18.00 |          | 65522  |         |         |       |
| 分公司合计       |        | 86.00  | 52.00 |          | 188376 | -66.85  | 82.5    | 149.3 |
| 合计          |        | 126.00 | 70.00 | 40.00    | 490965 | -380    | -110    | 270   |

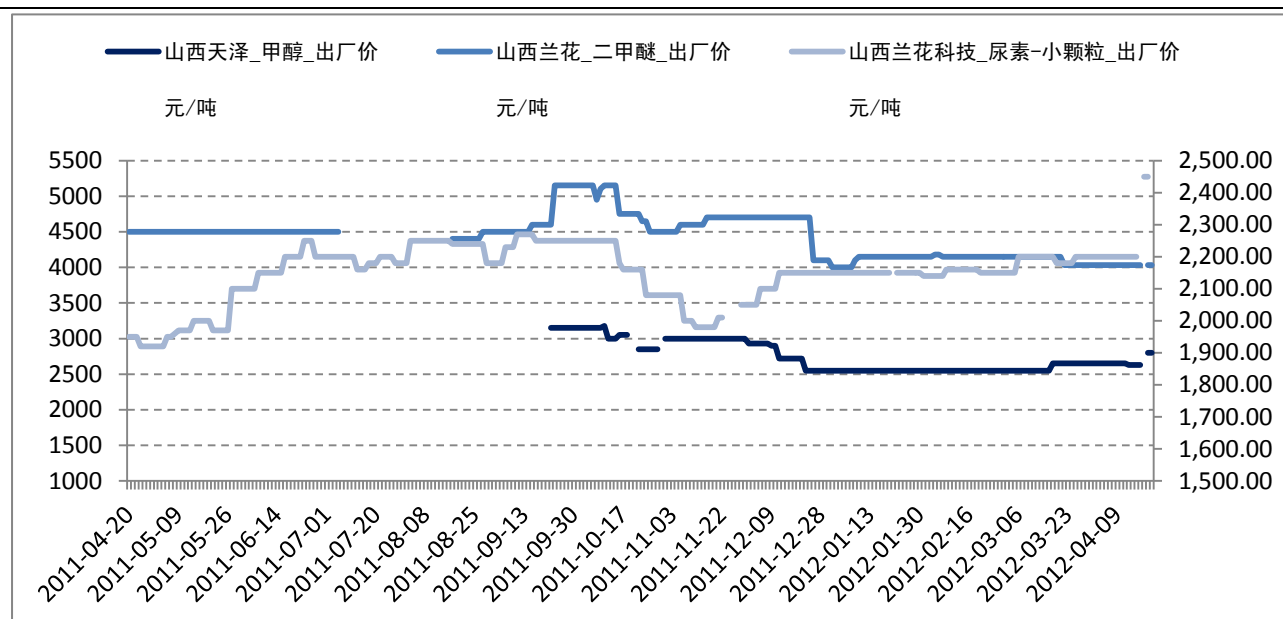
(资料来源：公司公告、德邦研究)

图表 5：公司化肥化工产品预测

| 单位：百万吨、元/吨、百万元 | 2011    | 2012E    | 2013E    | 2014E    |
|----------------|---------|----------|----------|----------|
| 尿素产量           | 1.4576  | 1.44     | 1.45     | 1.45     |
| 尿素价格           | 2039    | 2200     | 2200     | 2200     |
| 尿素收入           | 2972.05 | 3168     | 3190     | 3190     |
| 合成氨产量          | 0.5     | 0.7      | 0.7      | 0.7      |
| 合成氨价格          | 1100    | 1200     | 1200     | 1200     |
| 合成氨收入          | 550     | 840      | 840      | 840      |
| 甲醇产量           | 0.3     | 0.3      | 0.3      | 0.3      |
| 甲醇价格           | 2825.35 | 2750     | 2800     | 2800     |
| 甲醇收入           | 847.60  | 825      | 840      | 840      |
| 二甲醚产量          | 0.12    | 0.12     | 0.12     | 0.12     |
| 二甲醚价格          | 4500    | 4050     | 4150     | 4250     |
| 二甲醚收入          | 540     | 486      | 498      | 510      |
| 总收入            | 4909.65 | 5319     | 5368     | 5380     |
| yoy(%)         |         | 8.34%    | 0.92%    | 0.22%    |
| 总成本            | 4734.23 | 5018.284 | 5043.375 | 5053.462 |
| 毛利             | 175.42  | 300.7162 | 324.6248 | 326.538  |
| 毛利率(%)         | 3.57%   | 5.65%    | 6.05%    | 6.07%    |

(资料来源：公司公告、德邦研究)

图表 6：公司化肥化工产品价格走势



(资料来源：聚源数据、德邦研究)

#### 4. 己内酰胺项目仍存疑虑

尽管目前国内己内酰胺仍存在较大的供给缺口，2011 年，国内产能提高到 59 万吨/年，产量 53.5 万吨，而国内表观消费量 115.9 万吨，缺口由从国外进口进行弥补。但是十二五期间国内已经确定的新增产能已经达到了 282 万吨，根据巴陵石化的预测，未来五年己内酰胺的年均增长率为 12%，因此预计到 2015 年中国己内酰胺的表观消费量接近 180 万吨，而 2015 年的总产量可能接近 400 万吨，因此，未来中国可能由己内酰胺的净进口国变为净出口国。

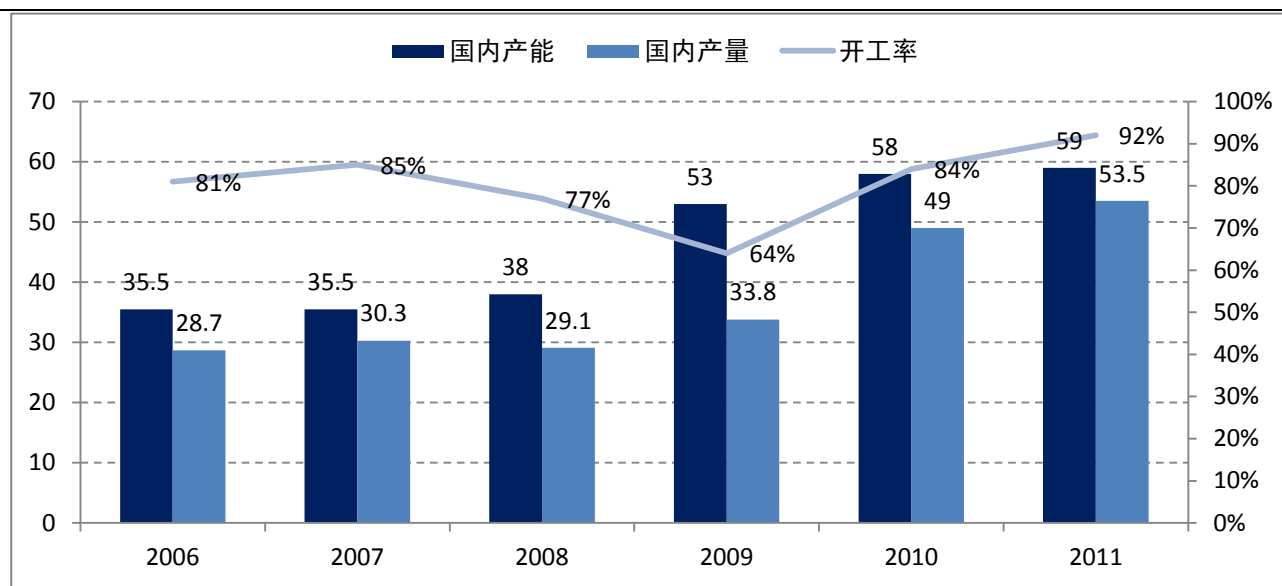
公司总投资超过 40 亿元建造两条 10 万吨的己内酰胺生产线，投资额高于恒逸石化的 20 万吨己内酰胺生产线 10 亿元左右，公司说明的原因为该项目配套的硫酸、双氧水、发电都是新增投资，而恒逸石化的投资基本上是纯的己内酰胺的投资，项目的配套设备都是通过技改完成的，因此投资规模要小。公司将采取率先投资建设 10 万吨的生产线，投产后根据当时市场环境决定是否继续投资建设，这种投资方式降低了一定的投资风险。

庞大的资本支出对公司未来两年的现金流将带来一定的负面影响，因此，公司必须借助资本市场融资的方式以稳定公司的自由现金流，公司已经宣布将发行不超过 30 亿的公司债，假设发行利率在 6.5% 左右，公司每年的新增财务费用将达到 1.95 亿元。

总体分析，公司投资建设己内酰胺项目仍然存在不少疑虑，但是短期对公司业绩的影响仍然有限，究竟投资最后的效果仍然需要后续的观察。

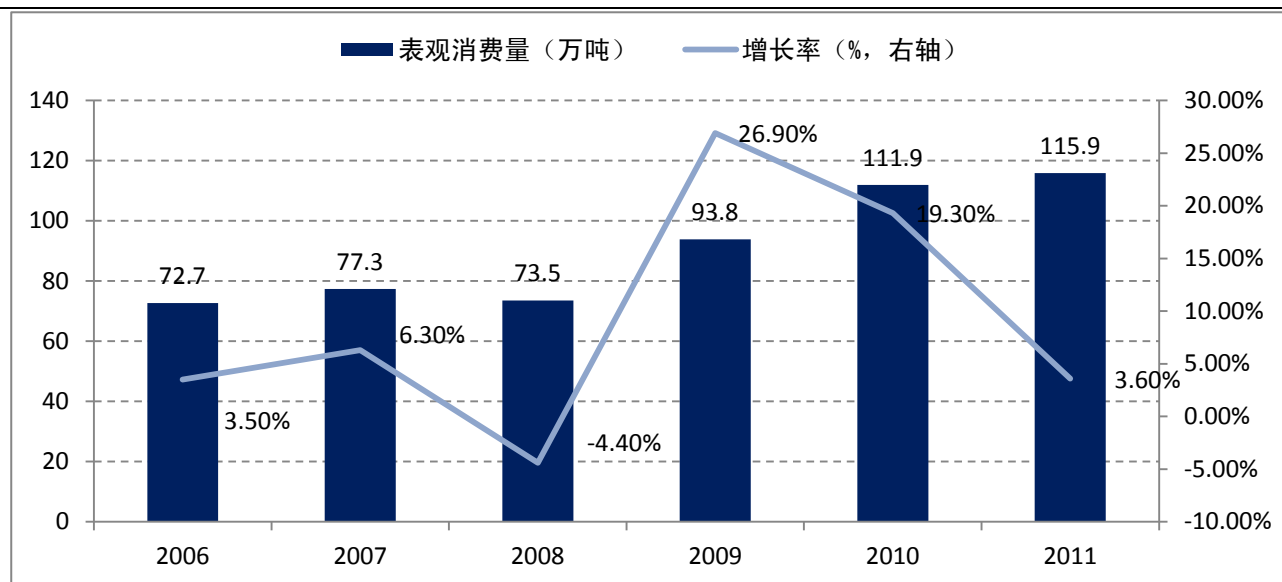
图表 7：目前国内己内酰胺产能、产量和开工率

2012/5/18



(资料来源: 巴陵石化、德邦研究)

图表 8: 目前国内己内酰胺表观消费量及增速



(资料来源: 巴陵石化、德邦研究)

图表 9: 2012 年己内酰胺新增产能

| 公司名称            | 现有产能 | 新增产能 | 投产时间      |
|-----------------|------|------|-----------|
| 中国石化股份公司巴陵分公司   | 20   | 10   | 2012 年四季度 |
| 中国石化股份公司石家庄炼化公司 | 16.5 |      |           |
| 南京帝斯曼东方公司       | 20   | 20   | 2013 年四季度 |
| 浙江衢州巨化公司锦纶厂     | 2.5  | 2.5  | 2012 年二季度 |
| 中石化与浙江恒逸合资公司    | 0    | 20   | 2012 年二季度 |
| 山东博汇集团海力化工      | 0    | 20   | 2012 年一季度 |
| 山东洪业 (方明)       | 0    | 10   | 2012 年三季度 |
| 合 计 (万吨)        | 59   | 82.5 |           |

(资料来源: 巴陵石化、德邦研究)

2012/5/18

图表 10：2015 年预计新增产能

| 公司名称       | 地 点          | 拟建产能 |
|------------|--------------|------|
| 中国石化       | 福建、茂名、岳阳、海南等 | 80   |
| 山东博汇集团海力化工 | 江苏大丰         | 20   |
| 山东洪业（方明化工） | 山东菏泽         | 10   |
| 庆华集团       | 内蒙古乌海        | 20   |
| 中国化学工程集团   | 福建福清         | 20   |
| 旭阳集团       | 河北沧州         | 20   |
| 沧州化学和香港华士达 | 河北沧州         | 12   |
| 三鼎集团       | 浙江义乌         | 20   |
| 铜陵化学集团     | 安徽铜陵市        | 20   |
| 兰花科创       | 山西省晋城        | 20   |
| 鲁西化工       | 山东聊城         | 20   |
| 湖北三宁化工     | 湖北枝江         | 20   |
| 合 计（万吨）    |              | 282  |

（资料来源：巴陵石化、德邦研究）

## 5. 盈利预测

预计 2012-2014 营业总收入 84.11 亿、94.32 亿、112.44 亿，同比增长 11%、12%、19%，预计实现每股收益为 3.71 元、4.25 元和 4.84 元，考虑到尽管公司煤炭业务的增长较为确定，但化肥业务以及己内酰胺项目的投资仍存在较大的不确定性，因此给予行业平均的 15 倍 PE，目标价 56 元，维持“买入”评级。

## 6. 风险提示

整合矿及玉溪矿投产时间慢于预期；无烟煤下游需求大幅下滑。

2012/5/18

损益表 (人民币百万元)

|              | 2010   | 2011   | 2012E  | 2013E  | 2014E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入        | 5,812  | 7,608  | 8,411  | 9,432  | 11,244 |
| 增长率          | #REF!  | 30.9%  | 10.6%  | 12.1%  | 19.2%  |
| 营业成本         | -3,222 | -4,076 | -4,626 | -5,093 | -6,072 |
| % 销售收入       | 55.4%  | 53.6%  | 55.0%  | 54.0%  | 54.0%  |
| 毛利           | 2,589  | 3,532  | 3,785  | 4,339  | 5,172  |
| % 销售收入       | 44.6%  | 46.4%  | 45.0%  | 46.0%  | 46.0%  |
| 营业税金及附加      | -78    | -98    | -109   | -123   | -146   |
| % 销售收入       | 1.3%   | 1.3%   | 1.3%   | 1.3%   | 1.3%   |
| 营业费用         | -209   | -222   | -252   | -302   | -360   |
| % 销售收入       | 3.6%   | 2.9%   | 3.0%   | 3.2%   | 3.2%   |
| 管理费用         | -591   | -807   | -895   | -1,005 | -1,196 |
| % 销售收入       | 10.2%  | 10.6%  | 10.6%  | 10.7%  | 10.6%  |
| 息税前利润 (EBIT) | 1,712  | 2,405  | 2,528  | 2,910  | 3,471  |
| % 销售收入       | 29.5%  | 31.6%  | 30.1%  | 30.9%  | 30.9%  |
| 财务费用         | -155   | -140   | -158   | -177   | -211   |
| % 销售收入       | 2.7%   | 1.8%   | 1.9%   | 1.9%   | 1.9%   |
| 资产减值损失       | -39    | -59    | -60    | -60    | -60    |
| 公允价值变动收益     | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 投资收益         | 364    | 53     | 547    | 623    | 623    |
| % 税前利润       | 21.2%  | 2.5%   | 20.3%  | 19.9%  | 17.4%  |
| 营业利润         | 1,881  | 2,258  | 2,858  | 3,296  | 3,822  |
| 营业利润率        | 32.4%  | 29.7%  | 34.0%  | 34.9%  | 34.0%  |
| 营业外收支        | -167   | -146   | -167   | -170   | -232   |
| 税前利润         | 1,714  | 2,112  | 2,691  | 3,126  | 3,590  |
| 利润率          | 29.5%  | 27.8%  | 32.0%  | 33.1%  | 31.9%  |
| 所得税          | -476   | -545   | -673   | -781   | -898   |
| 所得税率         | 27.8%  | 25.8%  | 25.0%  | 25.0%  | 25.0%  |
| 净利润          | 1,238  | 1,568  | 2,018  | 2,344  | 2,693  |
| 少数股东损益       | -76    | -95    | -100   | -82    | -72    |
| 归属于母公司的净利润   | 1,314  | 1,663  | 2,118  | 2,426  | 2,765  |
| 净利率          | 22.6%  | 21.9%  | 25.2%  | 25.7%  | 24.6%  |

现金流量表 (人民币百万元)

|          | 2010  | 2011   | 2012E  | 2013E  | 2014E  |
|----------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 净利润      | 1,238 | 1,568  | 2,018  | 2,344  | 2,693  |
| 少数股东损益   | 0     | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 非现金支出    | 535   | 555    | 535    | 555    | 575    |
| 非经营收益    | -207  | 177    | -302   | -405   | -344   |
| 营运资金变动   | -272  | -1,124 | 1,618  | -1,227 | 767    |
| 经营活动现金净流 | 1,295 | 1,175  | 3,869  | 1,267  | 3,691  |
| 资本开支     | 459   | 680    | 821    | 824    | 886    |
| 投资       | -39   | -109   | 0      | 0      | 0      |
| 其他       | 72    | -8     | 547    | 623    | 623    |
| 投资活动现金净流 | -426  | -796   | -274   | -201   | -263   |
| 股权募资     | 73    | 5      | 0      | 0      | 0      |
| 债权募资     | 306   | -225   | -1,879 | -1,460 | -1,413 |
| 其他       | -345  | -444   | -194   | -163   | -161   |
| 筹资活动现金净流 | 34    | -663   | -2,073 | -1,623 | -1,574 |
| 现金净流量    | 903   | -285   | 1,522  | -557   | 1,853  |

资产负债表 (人民币百万元)

|          | 2010   | 2011   | 2012E  | 2013E  | 2014E  |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金     | 2,347  | 2,063  | 3,585  | 3,028  | 4,881  |
| 应收款项     | 1,542  | 2,695  | 1,826  | 2,959  | 2,997  |
| 存货       | 720    | 947    | 742    | 1,199  | 1,139  |
| 其他流动资产   | 333    | 393    | 528    | 530    | 635    |
| 流动资产     | 4,943  | 6,098  | 6,680  | 7,716  | 9,651  |
| % 总资产    | 36.4%  | 40.2%  | 41.9%  | 45.1%  | 50.3%  |
| 长期投资     | 1,118  | 1,200  | 1,200  | 1,200  | 1,200  |
| 固定资产     | 5,467  | 5,743  | 5,839  | 5,916  | 5,972  |
| % 总资产    | 40.3%  | 37.8%  | 36.7%  | 34.6%  | 31.1%  |
| 无形资产     | 2,013  | 2,095  | 2,179  | 2,262  | 2,346  |
| 非流动资产    | 8,619  | 9,089  | 9,245  | 9,405  | 9,544  |
| % 总资产    | 63.6%  | 59.8%  | 58.1%  | 54.9%  | 49.7%  |
| 资产总计     | 13,562 | 15,187 | 15,925 | 17,121 | 19,195 |
| 短期借款     | 1,849  | 2,308  | 1,912  | 1,886  | 1,859  |
| 应付款项     | 2,637  | 2,929  | 3,495  | 3,837  | 4,630  |
| 其他流动负债   | 286    | 269    | 491    | 514    | 570    |
| 流动负债     | 4,773  | 5,507  | 5,898  | 6,237  | 7,059  |
| 长期贷款     | 1,512  | 803    | 804    | 806    | 809    |
| 其他长期负债   | 159    | 162    | 160    | 160    | 160    |
| 负债       | 6,444  | 6,472  | 6,863  | 7,204  | 8,029  |
| 普通股股东权益  | 6,544  | 7,958  | 8,405  | 9,341  | 10,663 |
| 少数股东权益   | 573    | 758    | 658    | 576    | 504    |
| 负债股东权益合计 | 13,562 | 15,187 | 15,925 | 17,121 | 19,195 |

比率分析

|            | 2010  | 2011  | 2012E  | 2013E | 2014E  |
|------------|-------|-------|--------|-------|--------|
| 每股指标       |       |       |        |       |        |
| 每股收益       | 2.30  | 2.91  | 3.71   | 4.25  | 4.84   |
| 每股净资产      | 11.46 | 13.93 | 14.71  | 16.35 | 18.67  |
| 每股经营现金净流   | 2.27  | 2.06  | 6.77   | 2.22  | 6.46   |
| 每股股利       | 0.20  | 0.20  | 0.20   | 0.20  | 0.20   |
| 回报率        |       |       |        |       |        |
| 净资产收益率     | 20.1% | 20.9% | 25.2%  | 26.0% | 25.9%  |
| 总资产收益率     | 9.7%  | 10.9% | 13.3%  | 14.2% | 14.4%  |
| 投入资本收益率    | 17.4% | 20.6% | 26.8%  | 25.7% | 33.2%  |
| 增长率        |       |       |        |       |        |
| 营业总收入增长率   | 3.5%  | 30.9% | 10.6%  | 12.1% | 19.2%  |
| EBIT增长率    | 19.4% | 40.5% | 5.2%   | 15.1% | 19.3%  |
| 净利润增长率     | 3.4%  | 26.5% | 27.4%  | 14.6% | 13.9%  |
| 总资产增长率     | 16.7% | 12.0% | 4.9%   | 7.5%  | 12.1%  |
| 资产管理能力     |       |       |        |       |        |
| 应收账款周转天数   | 1.0   | 0.6   | 0.8    | 0.7   | 0.8    |
| 存货周转天数     | 67.4  | 74.6  | 66.7   | 69.6  | 70.3   |
| 应付账款周转天数   | 102.8 | 87.5  | 92.7   | 94.3  | 91.5   |
| 固定资产周转天数   | 296.7 | 223.6 | 195.2  | 163.1 | 127.0  |
| 偿债能力       |       |       |        |       |        |
| 净负债/股东权益   | 15.5% | 13.2% | -10.3% | -3.6% | -20.7% |
| EBIT利息保障倍数 | 11.0  | 17.2  | 16.0   | 16.4  | 16.4   |
| 资产负债率      | 47.5% | 42.6% | 43.1%  | 42.1% | 41.8%  |

## 分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确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。

## 投资评级

### 一、行业评级

推荐 - Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数  
中性 - In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平  
回避 - Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

### 二、股票评级

买入 - Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅  $\geq 20\%$   
增持 - Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为  $10\% - 20\%$   
中性 - Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为  $-10\% - +10\%$   
减持 - Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅  $> 10\%$

## 特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构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或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，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“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。