



## 低成本、差异化占领行业制高点，农资电商打开需求空间

### 报告摘要

**中国规模最大的民营化肥企业。**公司现拥有尿素产能 210 万吨、复合肥产能 110 万吨及甲醇产能 30 万吨；尿素产量约占河南全省超过 30%。公司也是中国最具成本效益的尿素生产企业，连续 3 年被评为合成氨能效领跑者标杆企业；管理层注重发展高效控释肥，拥有全国最大的农化服务中心，也是全国第一家掌握控释尿素生产专利技术的企业、中国第一家尿液喷浆造粒的复合肥企业以及中国规模最大的单体水溶肥生产企业。

**成本优势极为明显。**公司前 3 条生产线成本已经降到 1400 元/吨，第 4、5 条生产线均采用水煤浆技术，随着 2013 年底第 4 条生产线投产，目前 4 厂完全成本已经降到 1250 元/吨，成本优势更加明显。2015 年 4 季度新疆第 5 条生产线将投产，且第 5 条生产线处于新疆煤炭产地，即使算上运费，完全成本仍不足 1300 元，远低于行业平均水平。随着公司产能的投放，生产成本具有持续下降空间，而这将反应在公司毛利率的提升上，我们预计 2015-17 年，随着新产能的不断投放，公司毛利率将站稳 20% 以上。

**差异化产品巩固行业领先优势。**公司坚定执行发展现代化、高科技农业，研发高效肥并提高其产品的销售比重，进一步提升公司化肥产品的盈利能力和市场竞争力。经过两年示范推广，今年公司高效肥的销售比重会进一步提高，控释尿素、控释复合肥、腐植酸肥、水溶肥和聚能网尿素等一系列高效肥的推广，将帮助公司有效穿越行业周期性，并巩固化肥行业的领先优势。

**切入 O2O 领域，分享农资互联网红利。**农村网民及互联网普及率稳步提升，农村电商消费市场潜力巨大，预计 2016 年时市场总量有望突破 4600 亿元，农业电商将进入快速发展期。心连心管理团队在今年一季度开创心农网，搭建 O2O 平台，5 月份将在商丘的 6 个乡镇，12 个村进行试点，支付网银、支付宝、微信等多种在线支付方式。预计 2015 年将建设 100 个电商店，平台用户超过 1000 个。

**维持“买入”评级。**今年公司股价涨幅逾 40%，我们认为现在仍然是坚定买入的时机，对比华鲁恒生、鲁西化工、湖北宜化等 A 股同业，我们认为公司在产能、盈利能力方面更具优势，当前股价对应市盈率仅 8.3 倍、市净率仅 0.99 倍；而随着新疆产能的投放，2016 年公司业绩仍会进一步大幅增长。预计公司 2015-17 年 EPS 分别为 0.297 元，0.521 元，0.572 元，给予 15 年 12 倍市盈率，维持买入，上调第一目标价至 4.45 港币。

**风险因素。**（1）尿素需求持续不振；（2）新疆产能投产进度低于预期

| 31/12 年结; RMB 百万 | 2013A   | 2014A  | 2015E  | 2016E  | 2017E  |
|------------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 销售收入             | 3969    | 5082   | 6024   | 7892   | 8592   |
| 增长率 (%)          | 0.59%   | 28.04% | 18.55% | 31.00% | 8.87%  |
| 股东应占利润           | 259     | 237    | 349    | 612    | 673    |
| 增长率 (%)          | -16.59% | -8.74% | 47.39% | 75.53% | 9.81%  |
| 毛利率 (%)          | 18.84%  | 17.69% | 21.30% | 21.86% | 21.65% |
| 净利率 (%)          | 6.54%   | 4.66%  | 5.79%  | 7.76%  | 7.83%  |
| 每股收益 (元)         | 0.22    | 0.20   | 0.30   | 0.52   | 0.57   |
| 每股净资产 (元)        | 2.14    | 2.27   | 2.51   | 2.97   | 3.44   |
| 市盈率 (x)          | 11.2    | 12.3   | 8.3    | 4.7    | 4.3    |
| 市净率              | 1.16    | 1.09   | 0.99   | 0.83   | 0.72   |
| ROE              | 10.32%  | 9.13%  | 12.41% | 19.03% | 17.86% |
| 股息收益率            | 2.06%   | 2.06%  | 3.00%  | 5.27%  | 5.78%  |

资料来源：公司资料、安信预测

评级： 买入

上次评级： --

目标价格： 4.45 港元

期限： 12 个月 上次预测： 4.43

现价 (2015 年 4 月 30 日): 3.09 港元

报告日期： 2015-5-4

|              |          |
|--------------|----------|
| 总市值(百万港元)    | 3,090.00 |
| 流通市值(百万港元)   | 3,090.00 |
| 总股本(百万股)     | 1,000.00 |
| 流通股本(百万股)    | 1,000.00 |
| 12 个月低/高(港元) | 1.91/3.4 |
| 平均成交(百万港元)   | 6.08     |

### 股东结构

|             |        |
|-------------|--------|
| Pioneer Top | 37.59% |
| Go Power    | 29.77% |
| 中化化肥        | 4.99%  |

### 股价表现



| %    | 一个月   | 三个月   | 十二个月  |
|------|-------|-------|-------|
| 相对收益 | 30.24 | 39.70 | -2.51 |
| 绝对收益 | 42.40 | 54.50 | 24.60 |

资料来源：彭博、港交所、公司

许海韬  
+852-22131422

行业分析师  
xuhaitao@eif.com.hk

## 1. “低成本+差异化” 构筑公司护城河

### 1.1 河南省最大的尿素生产商

中国心连心化肥是中国规模最大的民营化肥企业，也是河南省最大的尿素供应商。现拥有尿素产能 210 万吨、复合肥产能 110 万吨及甲醇产能 30 万吨；尿素产量约占全省超过 30%。

心连心地处中国化肥消耗量最大的省份河南、毗邻煤炭资源丰富地区，地理位置极具战略性；公司是中国最具成本效益的尿素生产企业，连续 3 年被评为合成氨能效领跑者标杆企业；管理层注重发展高效控释肥，拥有全国最大的农化服务中心，也是全国第一家掌握控释尿素生产专利技术的企业、中国第一家尿液喷浆造粒的复合肥企业以及中国规模最大的单体水溶肥生产企业。

图 1：公司纵横整体价值链的产品供应



资料来源：公司资料、安信国际

图 2：中国单体规模最大的尿素生产商



资料来源：公司资料、安信国际

心连心尿素产能 210 万吨，是河南唯一一家产能超过 200 万吨的公司，产能约相当于排名其后的两家公司之和。也是中国单体规模最大的煤头尿素生产商（尿素产能：心连心 210 万吨、鲁西化工 195 万吨、山东联盟 160 万吨、华鲁恒生 150 万吨）

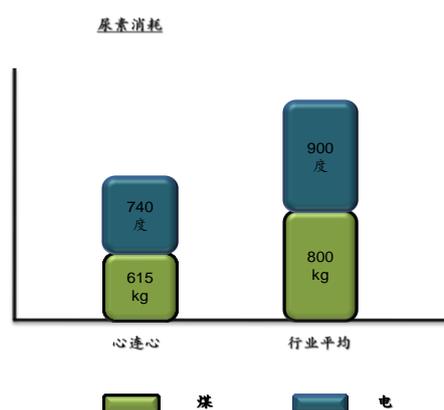
### 1.2 成本优势极为明显

心连心连续三年荣获“合成氨能效领跑者标杆企业”，在前3条传统工艺生产线方面，公司的传统工艺比行业平均生产成本大约低20%；而新投产的第4条以及即将投产的第5条生产线均采用水煤浆生产工艺：四厂新技术的应用达到行业内最好水平，生产成本比公司现有传统工艺大约低13.5%，比行业传统工艺平均成本低31%。

图3：心连心荣获“合成氨能效领跑者标杆企业”



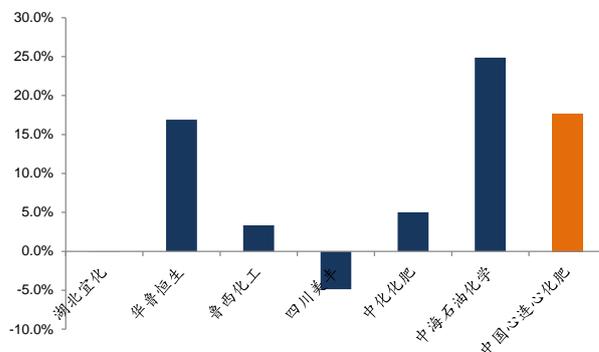
图4：心连心煤电消耗与行业平均水平对比



资料来源：公司资料、安信国际

我们以2014年为例，对比尿素企业毛利率。

表1：尿素龙头上市公司毛利率对比（2014年）



资料来源：公司资料、安信国际

心连心毛利率在煤头尿素企业居于领先地位，仅次于气头企业中海石油化学，而目前我国天然气资源缺乏，政府更鼓励天然气拥有城市建设。未来气价仍将继续上调，对气头企业生产成本构成压力。

表2：我国天然气价格变动趋势（气价：元/立方米）



资料来源：中国化肥信息网、安信国际

心连心前三条生产线采用固定床生产技术，而四厂、五厂均采用全球先进的水煤浆技术（原理：将烟煤磨成粉末与水搅拌在一起形成煤浆同时加入氧气，通过四个喷嘴向气化炉中喷洒，使得煤炭充分燃烧，具有高转化率、低耗电量的优势），水煤浆是目前最先进的以煤为原料的生产技术，行业中仅 18% 的产能采用该生产技术。

图 5：心连心第四条生产线



资料来源：公司资料、安信国际

公司前 3 条生产线成本已经降到 1400 元/吨，第 4、5 条生产线均采用水煤浆技术，随着 2013 年底第 4 条生产线投产，目前 4 厂完全成本已经降到 1250 元/吨，成本优势更加明显。2015 年 4 季度新疆第 5 条生产线将投产，且第 5 条生产线处于新疆煤炭产地，即使算上运费，完全成本仍不足 1300 元，远低于行业平均水平。随着公司产能的投放，生产成本具有持续下降空间，而这将反应在公司毛利率的提升上，我们预计 2015-17 年，随着新产能的不断投放，公司毛利率将站稳 20% 以上。

表 3：公司毛利率变化（2015-17 为预测）



资料来源：公司资料、安信国际预测

### 1.3 差异化产品巩固行业领先优势

过量施肥和农业污染问题正在引起国家高度关注。转变施肥方式是解决过量施肥、肥料利用率低，以及适应规模种植、劳动力成本上涨等变化的重要手段之一，未来肥料与应用技术的结合将成为现代农业发展的必然趋势。

我们认为未来行业将向平衡施肥、省工省力、机械施肥、滴灌设施施肥四个方向发展。

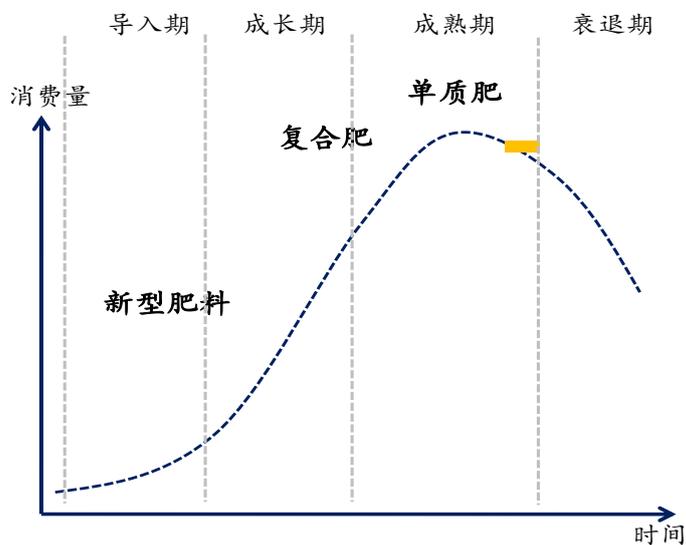
表 4：化肥行业发展方向

| 平衡施肥  | 省工省力   |
|---|--|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>• 目前化肥利用率不足30%，施肥结构不合理</li> <li>• 测土配方施肥项目实施10年，投入70亿，配方肥市场占有率仅23%</li> <li>• 未来五年农业部提出实现化肥“零”增长目标，优化施肥结构，促进平衡施肥</li> </ul>      | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 用工成本年均涨幅达到8%</li> <li>• 缓控释肥、长效肥发展迅速，07-10年增长2倍</li> </ul> <p>以湖南常宁为例</p> |
| 机械施肥  | 灌溉设施施肥   |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>• 粮食作物：种肥机械化水平相对较高，基肥机械化率过去五年从12%提高到35%，追肥机械化率只有4%</li> <li>• 小麦、玉米基肥机械化率分别为36%和60%</li> <li>• 水田机械施肥比例相对较低，侧条施肥是重点方向</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 农业部2015年目标：水肥一体化推广8000万亩</li> </ul>                                       |

资料来源：安信国际

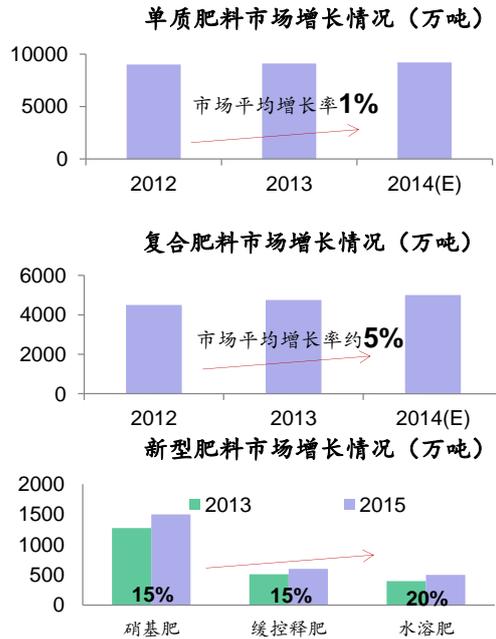
2006年，我国已经成为全球最大的化肥消费国，消费量占全球 1/3 以上，整个肥料产业已经进入用肥总量增长放缓、用肥结构调整的行业变革期。细分行业看，单质肥增长放缓，肥料复合化比例不断提升，符合节水、省工、环保等农业发展需要的新型肥料快速增长。

图 6：各类化肥产品生命周期



资料来源：安信国际

表 5: 各类化肥产品增长情况对比



资料来源：安信国际

心连心不断强化自身研发能力，提高高效肥产品的销售比重，进一步提升公司化肥产品的盈利能力和市场竞争力。经过两年示范推广，今年公司高效肥的销售比重会进一步提高，控释尿素、控释复合肥、腐植酸肥、水溶肥和聚能网尿素等一系列高效肥的推广，将帮助公司有效的克服行业周期性的影响。特别是公司独家与中科院研制开发的控释尿素，不但产品销售价格高，利润率高，更重要的是可以帮助农民增产增收。控释尿素的主要特点是可以控制氮元素流失，延长氮元素在土壤中的存留时间。不同于常见的包衣缓释技术，控释尿素是内置式控释技术，施用后在土壤里没有残留从而减少对土壤的伤害。从公司 2014 年 33 块小麦试验田测试结果看，控释尿素在一次性施肥后期不追肥的情况，增产效果非常明显，平均增产 108.82 斤，增产率达到 10.28%；虽然用市场价格较高的控释肥使农民每亩多投入 22.15 元/亩，但平均增产 108.82 斤/亩，根据现时小麦价格折算  $108.82 \times 1.15 = 125.15$  元，每亩增收  $125.15 - 22.15 = 103$  元。

**腐植酸尿素:** 在尿素中添加的腐植酸可以增加土壤活性，改善土壤(特别是盐碱性土壤)。腐植酸尿素的施用在增加和保证粮食产量的同时，可以起到天然有机肥的效果增加土壤活性。

**水溶肥:** 可以应用于农业滴灌系统，进行水肥一体化，可以同时提高农作物对水和化肥的利用率。

随着产品差异化战略的实施，公司高效肥的销售比重不断提高，2014 年公司销售 2 万吨控释肥，2015 年预计将销售逾 10 万吨，我们认为未来几年，公司高效肥的销售将迎来爆发式的增长，高效肥的开发和推广进一步提升公司化肥产品的盈利能力和市场竞争力并有效的克服行业周期性对公司的影响，也符合政府大力提倡的科学施肥，精准施肥和环保用肥的理念。

另外，公司获批正在筹建的国家级氮肥研究中心，在投运后将会进一步提高公司的技术优势和对高效肥的研发能力。

图 7：心连心逐步完善差异化品种产业链



资料来源：公司资料、安信国际

表 6：传统尿素与控释尿素对比

| 指标    | 传统尿素     | 控失尿素     | 变动幅度    |
|-------|----------|----------|---------|
| 平均售价  | 1600 元/吨 | 2300 元/吨 | 700 元   |
| 毛利率   | 20%      | 40%      | 20%     |
| 亩产小麦  | 1000 斤   | 1103 斤   | 10.30%  |
| 小麦亩收入 | 1115 元   | 1268.5 元 | 153.5 元 |

资料来源：公司资料、安信国际

图 8：公司拥有强大的科技创新及农化服务实力



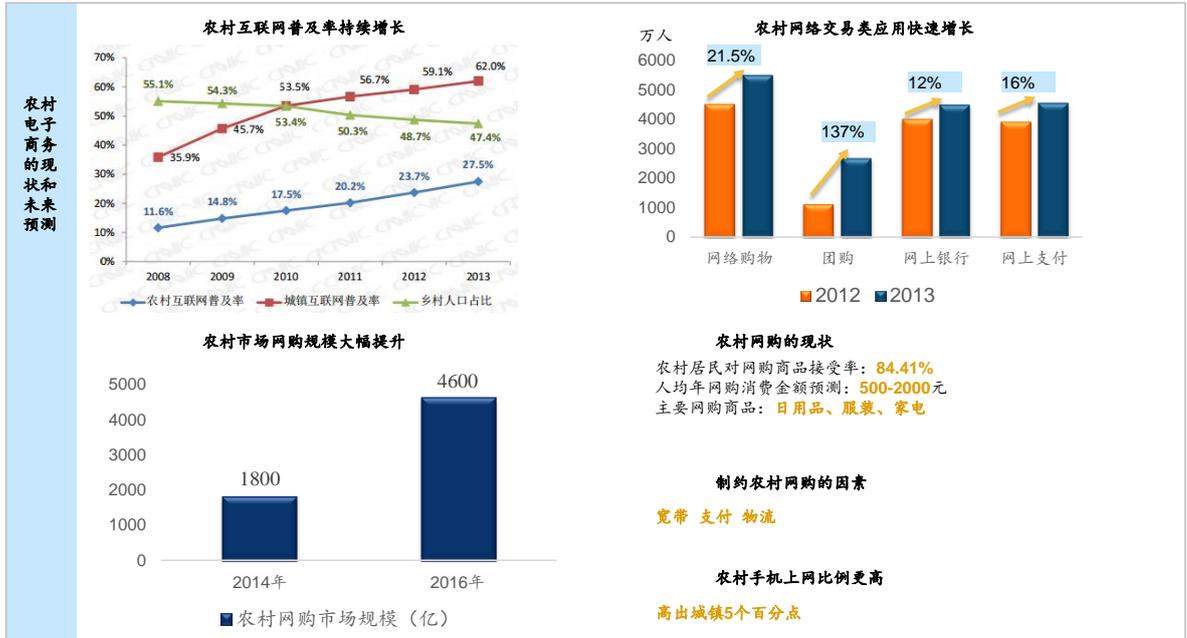
资料来源：公司资料、安信国际

## 2. 农资互联网打开行业需求空间

### 2.1 农资电商即将迎来爆发

农村网民及互联网普及率稳步提升，农村电商消费市场潜力巨大，预计2016年时市场总量有望突破4600亿元，农业电商将进入快速发展期。

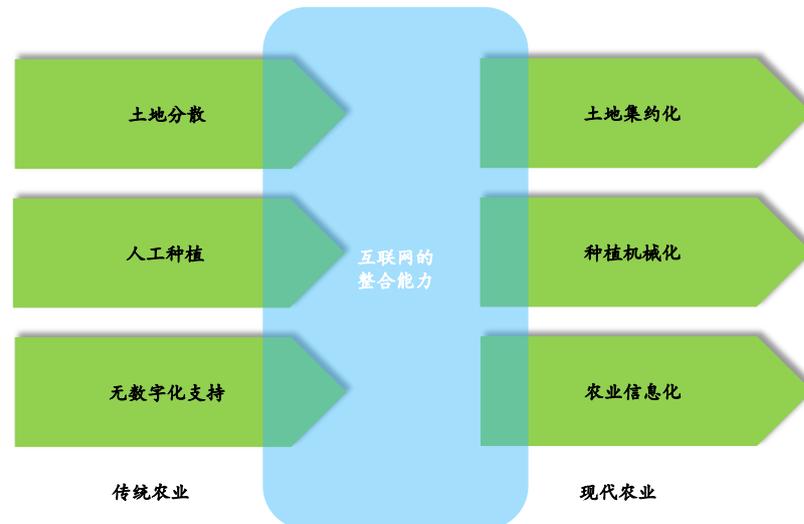
图9：农资电商的现状和未来预测



资料来源：CNNIC、2013 中国农村互联网发展状况调查报告、安信国际

互联网整合一切的能力，正加速传统农业向现代农业转变的进程。进而，土地集约化也正在促进种植机械化，使传统农业的生产效率大幅提升，客观上推动了农业信息化的到来。

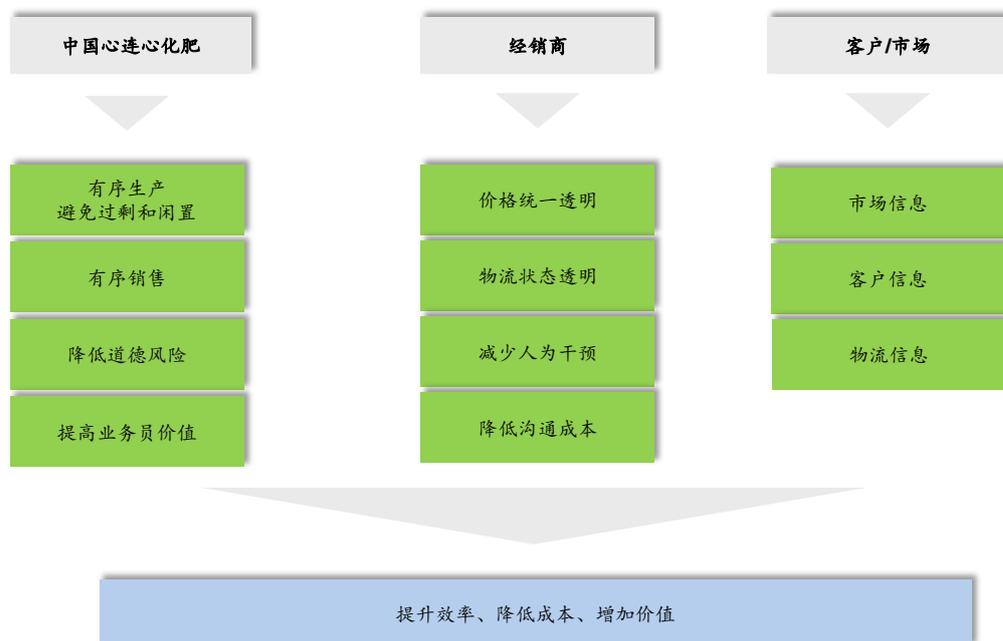
图10：现代农业与互联网的碰撞



资料来源：安信国际

对于传统渠道，线上交易能够为用户提供更加公开透明的服务，也有助于心连心化肥生产有序、流程简化、降低成本。

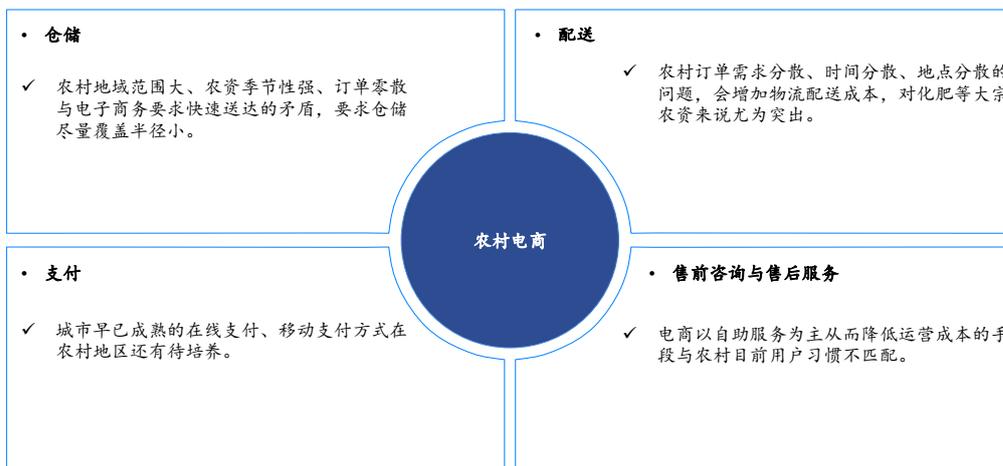
图 11：农资电商可大幅提高经营效率



资料来源：安信国际

电子商务在农村推广，一方面需要培养农民的行为习惯，另一方面需要在仓储、配送等物流环节上降低运营成本。

图 12：农资电商需要在仓储、配送、支付以及售前咨询与售后服务四个环节完善



资料来源：安信国际

## 2.2 心连心切入农资电商，心农网平台搭建完成

随着农资互联网席卷行业，心连心优质的管理团队在今年一季度开创心农网，搭建 O2O 平台，5 月份将在商丘的 6 个乡，12 个村进行试点，支付网银、支付宝、微信等多种在线支付方式。预计 2015 年将建设 100 个电商店，平台用户超过 1000 个。

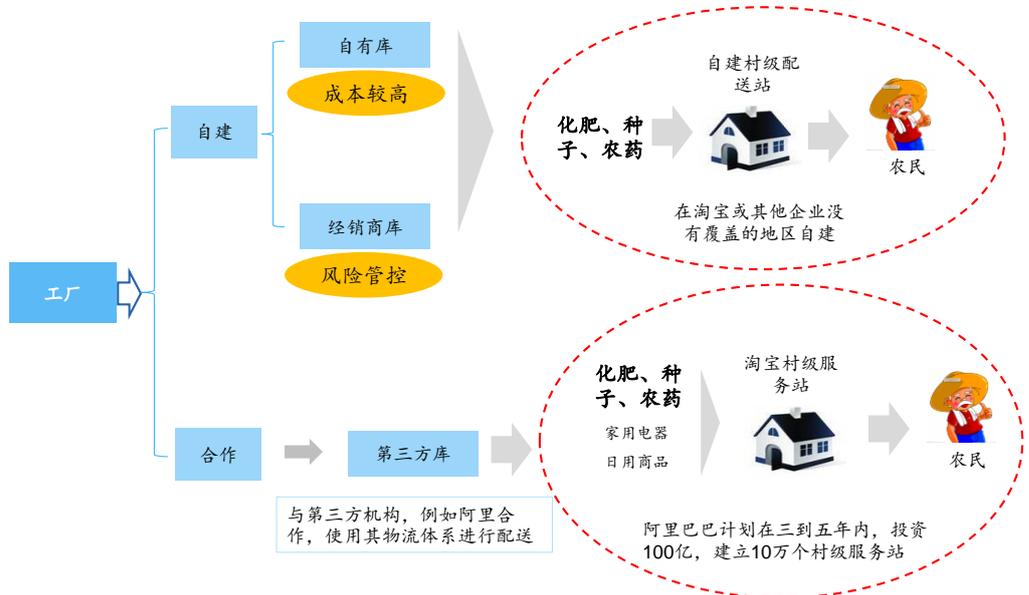
图 13: 心农网经营模式



资料来源：公司资料、安信国际

在物流环节，公司通过自建物流体系或与社会物流机构合作，整合资源，及时配送。

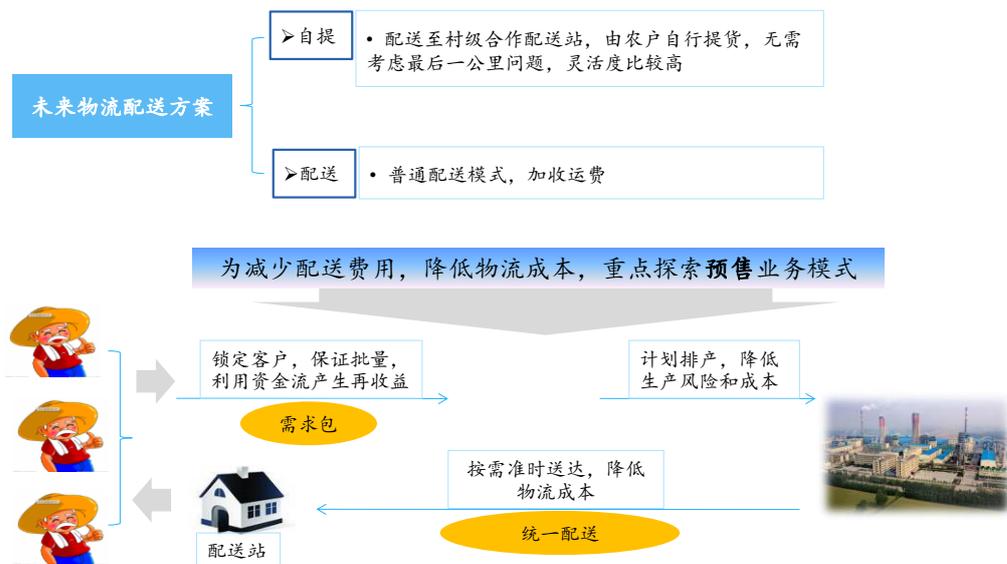
图 14: 心农网物流拟采用自建或与第三方合作模式打开



资料来源：安信国际

而在配送环节，公司拟建立县村两级物流体系，将货物配送至附近仓库或村级服务站（大部分经销商也可以作为仓库等基站），方便农民自提。通过预售等新型销售模式，收集客户需求，降低物流成本，提高物流效率。

图 15: 心农网物流配送体系方案



资料来源: 安信国际

### 2.3 具备搭建尿素大宗交易平台潜力

上海钢联在 2012 年成功搭建钢贸交易平台, 我们认为心连心在尿素领域也有望搭建交易平台。

通常, 一个行业能否完成平台的搭建, 主要看两点: 一是交易规模足够大, 尿素在化肥中是非常好的交易品种, 中国的需求量一年大概 6000 万吨, 按照 1600 元/吨的价格估算, 一年交易流水大概 1000 亿左右; 二是 SKU (库存量单位) 最好在 50-100, 即平台交易的尿素产品最好有 50-100 种, 太多的话平台难以兼顾, 太少的话难以形成足够交易量。

而大宗交易平台在选择交易品种方面, 优选上游、下游都分散的行业 (比如尿素、复合肥)、其次是上游集中, 下游分散的行业 (比如氯化钾), 最后是上下游都集中的行业, 考虑到复合肥目前年流水规模不够大, 因此尿素是最好的肥料交易品种。

交易品种的生产-经销环节价差越大, 平台的盈利效应越多, 因为电商平台的主要作用就是打掉中间环节, 因此生产-经销环节价差越大, 平台的价值越高。综上, 我们认为心连心未来具备搭建业内尿素大宗交易平台的潜力。

### 3. 财务预测及投资建议

我们认为心连心是周期性行业中难得的具备扎实成长性的品种: 公司具备持续降本的能力, 如前所述, 公司第四条生产线为水煤浆技术, 成本明显低于行业普遍的固定床技术, 河南四厂的完全成本仅 1250 元/吨, 新疆五厂的生产成本为不到 900 元/吨, 即使加上运费及三项费用, 完全成本也不到 1300 元, 都低于前三条成产线 1400 元左右的成本, 因为, 至少在 2016 年以前, 它的成本是具有持续下降的趋势的, 持续下降的成本贡献公司的成长性, 这也是我们非常看好它的重要原因。

2012 年以来, 我们从公司底部一直坚定推荐, 建议投资者与公司一同成长。今年公司股价涨幅逾 40%, 我们认为现在仍然是坚定买入的时机, 因为对比 A 股的华鲁恒生、鲁西化工、湖北宜化等同业公司, 我们认为公司在产能、盈利能力方面更具优势, 按照我们对 2015 年业绩的保守预测, 预计 15 年净利润 3.5 亿人民币, 当前股价对应市盈率仅 8.3 倍、市净率仅 0.99 倍; 而随着新疆产能的投放, 2016 年公司业绩仍会进一步大幅增长, 我们预计净利将超过 6 亿元。

所以我认为, 站在当前的时点上, 公司市值仍在山脚, 未来有翻倍甚至数倍空间! 预



计公司 2015-17 年 EPS 分别为 0.297 元, 0.521 元, 0.572 元, 给予 15 年 12 倍市盈率, 维持买入, 上调第一目标价至 4.45 港币。

表 7: 产品销售价格假设

| 售价 (元/吨) | 2015E | 2016E | 2017E |
|----------|-------|-------|-------|
| 尿素       | 1,635 | 1,645 | 1,660 |
| 新疆尿素     | 1,686 | 1,686 | 1,686 |
| 甲醇       | 2,115 | 2,137 | 2,179 |
| 复合肥      | 2,148 | 2,191 | 2,191 |
| 新疆滴灌肥    | 4,100 | 4,100 | 4,100 |

资料来源: 安信国际预测

表 8: 15-17 年各产品毛利率

| 毛利率        | 2015E | 2016E | 2017E |
|------------|-------|-------|-------|
| 尿素 (1-3 厂) | 23.1% | 23.6% | 24.3% |
| 四厂尿素       | 25.6% | 26.4% | 27.1% |
| 新疆尿素       | 27.4% | 31.9% | 31.9% |
| 甲醇         | 28.8% | 29.5% | 30.9% |
| 复合肥        | 14.0% | 14.0% | 14.0% |

资料来源: 安信国际预测

#### 4. 投资风险

- (1) 尿素需求持续不振; (2) 新疆产能投产进度低于预期



附表：财务预测

| 损益表          | 2013A  | 2014A  | 2015E | 2016E | 2017E |
|--------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 收入           | 3969   | 5082   | 6024  | 7892  | 8592  |
| 销售成本         | 3221   | 4183   | 4741  | 6166  | 6732  |
| 毛利           | 748    | 899    | 1283  | 1725  | 1860  |
| 其他收入和费用      | 17     | 45     | 16    | 34    | 37    |
| 销售费用         | 82     | 198    | 343   | 395   | 430   |
| 管理费用         | 276    | 243    | 310   | 355   | 387   |
| 财务费用         | 95     | 218    | 218   | 281   | 281   |
| 税前利润         | 312    | 285    | 429   | 729   | 801   |
| 所得税费用        | 52     | 49     | 80    | 117   | 128   |
| 净利润          | 259    | 237    | 349   | 612   | 673   |
| 每股收益 (RMB 元) | 0.221  | 0.201  | 0.297 | 0.521 | 0.572 |
| 股息           | 60     | 60     | 87    | 153   | 168   |
| 派息率          | 23.13% | 25.35% | 25%   | 25%   | 25%   |

| 资产负债表      | 2013A | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 非流动资产      |       |       |       |       |       |
| 厂房和机械设备    | 4735  | 6907  | 7965  | 8063  | 7469  |
| 土地使用权      | 171   | 195   | 195   | 195   | 195   |
| 商誉         | 7     | 7     | 7     | 7     | 7     |
| 煤矿开采权      | 41    | 40    | 40    | 40    | 40    |
| 长期投资       | 8     | 13    | 13    | 13    | 13    |
| 递延税资产      | 9     | 13    | 13    | 13    | 13    |
| 工程预付款      | 687   | 276   | 276   | 276   | 276   |
| 非流动资产合计    | 5659  | 7452  | 8509  | 8607  | 8014  |
| 流动资产       | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 关联方应收款     | 2     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资 (安淳)    | 8     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 存货         | 261   | 341   | 385   | 500   | 546   |
| 应收账款及票据    | 13    | 36    | 20    | 26    | 28    |
| 预付款        | 187   | 266   | 275   | 358   | 391   |
| 押金和其他应收款   | 199   | 348   | 293   | 381   | 416   |
| 预交所得税      | 26    | 20    | 20    | 20    | 20    |
| 抵押存款       | 149   | 731   | 731   | 731   | 731   |
| 现金及现金等价物   | 798   | 394   | 143   | 102   | 1291  |
| 流动资产合计     | 1644  | 2137  | 1867  | 2118  | 3423  |
| 总资产        | 7303  | 9588  | 10376 | 10725 | 11436 |
| 流动负债       |       |       |       |       |       |
| 应付关联方      | 0     | 2     | 2     | 2     | 2     |
| 应付账款       | 88    | 96    | 130   | 169   | 184   |
| 应付票据       | 260   | 907   | 907   | 907   | 907   |
| 计提费用和其他应付款 | 829   | 1345  | 1221  | 1588  | 1733  |
| 应付所得税      | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 递延补贴       | 5     | 5     | 5     | 5     | 5     |
| 短期银行贷款和短融  | 135   | 429   | 514   | 514   | 514   |
| 短期融资债券     | 300   | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 流动负债合计     | 1618  | 2783  | 2778  | 3184  | 3345  |



|                |             |             |              |              |              |
|----------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 流动资产-流动负债      | 27          | -646        | -911         | -1066        | 78           |
| 非流动负债          |             |             |              |              |              |
| 银行贷款           | 2838        | 3595        | 4314         | 3714         | 3714         |
| 人民币债           | 250         | 450         | 250          | 250          | 250          |
| 递延补贴           | 33          | 38          | 38           | 38           | 38           |
| 递延所得税负债        | 50          | 49          | 49           | 49           | 49           |
| <b>非流动负债合计</b> | <b>3171</b> | <b>4132</b> | <b>4651</b>  | <b>4051</b>  | <b>4051</b>  |
| <b>总负债</b>     | <b>4789</b> | <b>6915</b> | <b>7429</b>  | <b>7235</b>  | <b>7396</b>  |
| <b>净资产</b>     | <b>2514</b> | <b>2673</b> | <b>2948</b>  | <b>3490</b>  | <b>4041</b>  |
| 股本             | 837         | 837         | 837          | 837          | 837          |
| 可转换债券          | 322         | 322         | 322          | 322          | 322          |
| 评估公积金          | 4           | 1           | 1            | 1            | 1            |
| 公积金            | 199         | 229         | 229          | 229          | 229          |
| 未分配利润          | 1089        | 1226        | 1490         | 1980         | 2518         |
| 计提分红           | 60          | 60          | 70           | 122          | 135          |
| 非控股权益          | 3           | -1          | -1           | -1           | -1           |
| <b>总权益</b>     | <b>2514</b> | <b>2673</b> | <b>2948</b>  | <b>3490</b>  | <b>4041</b>  |
| <b>总权益及负债</b>  | <b>7303</b> | <b>9588</b> | <b>10376</b> | <b>10725</b> | <b>11436</b> |

| 现金流量表         | 2013A      | 2014A      | 2015E      | 2016E       | 2017E       |
|---------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|
| 经营活动          |            |            |            |             |             |
| 税前利润          | 312        | 285        | 429        | 729         | 801         |
| 调整:           |            |            |            |             |             |
| 土地使用权摊销       | 4          | 4          | 0          | 0           | 0           |
| 采矿权摊销         | 2          | 0          | 0          | 0           | 0           |
| 折旧            | 183        | 324        | 418        | 462         | 687         |
| 处置固定资产盈亏      | 5          | 3          | 0          | 0           | 0           |
| 递延补贴摊销        | -1         | -4         | 0          | 0           | 0           |
| 可供出售投资股息收入    | 0          | 0          | 0          | 0           | 0           |
| 可供出售投资减值      | 0          | 0          | 0          | 0           | 0           |
| 库存减值          | 0          | 0          | 0          | 0           | 0           |
| 坏账准备          | 0          | 0          | 0          | 0           | 0           |
| 利息收入          | -4         | -15        | 0          | 0           | 0           |
| 财务成本          | 95         | 218        | 218        | 281         | 281         |
| 合计            | 596        | 819        | 1064       | 1472        | 1768        |
| 经营变动          | 0          | 0          | 0          | 0           | 0           |
| 库存变动          | 171        | -79        | -44        | -116        | -46         |
| 应收账款和应收票据     | 4          | -23        | 17         | -6          | -2          |
| 预付            | -46        | -79        | -9         | -83         | -33         |
| 其他应收款         | -150       | -149       | 55         | -88         | -35         |
| 公联公司          | 0          | 1          | 0          | 0           | 0           |
| 应付账款和应付票据     | 212        | 654        | 34         | 39          | 15          |
| 计提费用和其他应付款    | 236        | 79         | -124       | 367         | 146         |
| 经营活动产生的现金流    | 1022       | 1222       | 993        | 1586        | 1813        |
| 政府补贴          | 12         | 8          | 0          | 0           | 0           |
| 支付利息          | -165       | -243       | -218       | -281        | -281        |
| 利息收入          | 4          | 15         | 0          | 0           | 0           |
| 支付税款          | -80        | -46        | -80        | -117        | -128        |
| <b>经营净现金流</b> | <b>793</b> | <b>956</b> | <b>696</b> | <b>1188</b> | <b>1404</b> |



|                 |              |              |              |             |             |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|
| 投资活动            |              |              |              |             |             |
| 出售固定资产          | 2            | 3            | 0            | 0           | 0           |
| 购买固定资产          | -1632        | -1630        | -1475        | -560        | -93         |
| 购买土地使用权         | 0            | 0            | 0            | 0           | 0           |
| 购买采矿权           | -1           | 0            | 0            | 0           | 0           |
| 投资              | 0            | -28          | 0            | 0           | 0           |
| 股息收入            | 0            | 0            | 0            | 0           | 0           |
| 收购              | 0            | 0            | 0            | 0           | 0           |
| 抵押存款变动          | -136         | -582         | 0            | 0           | 0           |
| <b>投资活动净现金流</b> | <b>-1767</b> | <b>-2237</b> | <b>-1475</b> | <b>-560</b> | <b>-93</b>  |
| 融资活动            |              |              |              |             |             |
| 支付股息            | -63          | -60          | -60          | -70         | -122        |
| 发行可转换债券         | 0            | 0            | 0            | 0           | 0           |
| 支付可转换债券利息       | -15          | -15          | -15          | 0           | 0           |
| 短期融券            | 250          | 200          | 0            | 0           | 0           |
| 贷款              | 2093         | 2205         | 1450         | 0           | 0           |
| 还贷              | -971         | -1454        | -846         | -600        | 0           |
| 非控股权益           | 0            | 0            | 0            | 0           | 0           |
| <b>融资活动净现金流</b> | <b>1294</b>  | <b>877</b>   | <b>529</b>   | <b>-670</b> | <b>-122</b> |

| 财务比率                        | 2013A  | 2014A   | 2015E   | 2016E   | 2017E  |
|-----------------------------|--------|---------|---------|---------|--------|
| Gross margin                | 18.84% | 17.69%  | 21.30%  | 21.86%  | 21.65% |
| EBITDA margin               | 14.54% | 16.30%  | 17.67%  | 18.65%  | 20.58% |
| Pre-tax profit margin       | 7.85%  | 5.61%   | 7.11%   | 9.24%   | 9.32%  |
| Net margin                  | 6.54%  | 4.66%   | 5.79%   | 7.76%   | 7.83%  |
| Selling expenses / sales    | 2.07%  | 3.90%   | 5.69%   | 5.00%   | 5.00%  |
| Gen. admin expenses / sales | 6.95%  | 4.78%   | 5.15%   | 4.50%   | 4.50%  |
| Effective tax rate          | 16.76% | 17.03%  | 18.59%  | 16.00%  | 16.00% |
| Stock turnover days         | 19.8   | 26.3    | 27.9    | 26.2    | 28.4   |
| A/R turnover days           | 0.7    | 1.8     | 1.7     | 1.1     | 1.1    |
| A/P turnover days           | 32.1   | 58.9    | 78.5    | 62.5    | 58.7   |
| ROE                         | 10.32% | 9.13%   | 12.41%  | 19.03%  | 17.86% |
| ROA                         | 2.99%  | 2.80%   | 3.50%   | 5.80%   | 6.07%  |
| Total Debt                  | 3273   | 4025    | 4828    | 4228    | 4228   |
| Net Debt                    | 2475   | 3630    | 4685    | 4126    | 2938   |
| Net gearing                 | 98.45% | 135.79% | 158.93% | 118.22% | 72.70% |
| Current Ratio (x)           | 1.0    | 0.8     | 0.7     | 0.7     | 1.0    |
| BV per share (RMB)          | 2.1    | 2.3     | 2.5     | 3.0     | 3.4    |
| Dividend payout ratio (%)   | 23.13% | 25.35%  | 25.00%  | 25.00%  | 25.00% |

资料来源：公司资料、安信国际预测

## 免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应根据自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

## 规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

## 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

## 安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010