

丽服华冠，鹏程万里

丽鹏股份公司分析报告

评级: **增持-A**

上次评级:

目标价格: **18.10 元**

期限: 6个月 上次预测:
现价(2011年09月23日): 14.48元

报告日期: **2011-09-23**

报告关键点:

- 公司作为铝防伪瓶盖制造业的龙头企业，受益于白酒消费升级。
- 公司增长点较为明确。
- 首次给予公司“增持-A”的投资评级。

报告摘要:

- 公司为防伪瓶盖制造业的龙头企业。产销规模已经连续十多年位居行业首位，防伪瓶盖产品的市场占有率约10%，涂印成品市场占有率约30%。今年业绩受到火灾影响，EPS损失约0.28元。
- 下游行业增长稳定，消费升级为公司带来利好。根据安信食品饮料分析师的预测，未来3-5年白酒行业的销量增速仍能保持在10%左右。餐饮消费高速增长带动了白酒消费的升级，白酒行业集中度不断提升。预计“十二五”期间次高端和中端白酒将呈现快速增长的态势。公司的客户多集中在中高端，这对公司而言是非常有利的。
- 同竞争对手相比，公司在总体规模、产品结构、研发创新、服务体系、企业文化等方面均有明显优势。同时，作为中国铝防伪瓶盖行业标准、组合式防伪瓶盖行业标准的主要起草单位，在同行业及客户中享有一定的知名度。
- 铝防伪瓶盖在葡萄酒、啤酒等其他领域的应用成为潜在市场。我们认为铝防伪瓶盖未来的占比将继续增大。预计全球葡萄酒用铝防伪瓶盖市场规模将近20亿元。公司也在这方面进行开拓。
- 综合以上分析，我们认为公司增长较为明确：(1)白酒消费升级和行业集中度的提高推动酒瓶盖行业的发展。(2)募投项目陆续达产将缓解公司产能瓶颈。(3)葡萄酒、啤酒以及食品日化领域的拓展。(4)公司海外业务的拓展。
- 我们预计2011-2013年公司营业收入增速分别为35%，37%，36%，EPS分别为0.23元，0.67元，0.92元。给予公司2012年27倍PE，合理股价为18.10元。首次给予“增持-A”的投资评级。
- 风险提示：公司面临回款不及时的风险。客户集中度较高的风险。原材料价格和人工成本上涨的风险。

总市值(百万元)	1,269.45
流通市值(百万元)	575.40
总股本(百万股)	85.60
流通股本(百万股)	38.80
12个月最低/最高	14.31/41.12元
十大流通股股东(%)	47.46%
股东户数	7,584

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(9.21)	8.48	(14.12)
绝对收益	(14.01)	(0.71)	(20.13)

张龙
021-68766113
执业证书编号

首席行业分析师
zhanglong@essence.com.cn
S1450511020030

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	305.9	398.3	537.8	735.8	996.5
Growth(%)	3.7%	30.2%	35.0%	36.8%	35.4%
净利润	28.6	30.2	20.0	57.4	78.6
Growth(%)	9.7%	5.7%	-33.8%	187.3%	37.0%
毛利率(%)	24.8%	22.4%	21.1%	21.2%	21.3%
净利润率(%)	9.3%	7.6%	3.7%	7.8%	7.9%
每股收益(元)	0.33	0.35	0.23	0.67	0.92
每股净资产(元)	2.28	6.28	6.48	7.12	7.99
市盈率	44.5	42.0	63.7	22.2	16.2
市净率	6.5	2.4	2.3	2.1	1.9
净资产收益率(%)	17.7%	6.5%	4.1%	10.8%	13.2%
ROIC(%)	18.3%	14.4%	4.9%	10.4%	11.5%
EV/EBITDA	11.1	13.1	19.6	15.3	12.6
股息收益率	0.0%	0.0%	0.3%	0.9%	1.2%

报告联系人

王舒婷

021-68765993
wangst@essence.com.cn

目录

1. 防伪瓶盖制造业的龙头企业.....	3
2. 白酒升级与瓶盖发展相得益彰.....	3
2.1. 白酒行业发展稳定,集中度不断上升.....	3
2.2. 白酒行业集中度的提高有利于公司的发展.....	4
3. 铝防伪瓶盖成为趋势.....	4
4. 铝防伪瓶盖行业唯我独尊.....	5
4.1. 规模优势明显.....	5
4.2. 一站式服务,占领产业链制高点.....	6
4.3. 市场开拓得心应手.....	7
5. 葡萄酒、啤酒等其他领域成为潜在市场.....	8
5.1. 葡萄酒用铝防伪瓶盖是一个大市场.....	8
5.2. 公司已开始布局.....	9
6. 盈利预测与估值.....	9
7. 风险提示.....	10

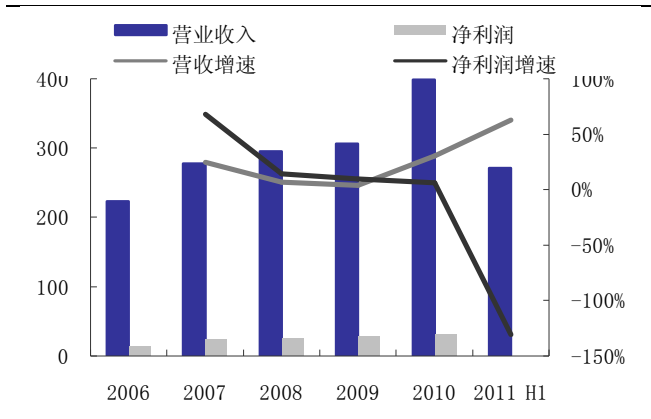
图表目录

图 1 丽鹏股份历年营业收入和净利润情况(单位:百万元).....	3
图 2 丽鹏股份历年分项业务占比变化.....	3
图 3 白酒结构在发生变化.....	4
图 4 我国白酒产量(单位:万千升).....	4
图 5 公司产能遥遥领先(单位:亿只/年).....	5
图 6 2007年我国瓶盖市场结构(单位:亿只).....	5
图 7 募投项目已基本投产(单位:亿只).....	6
图 8 丽鹏股份铝盖生产线.....	6
图 9 丽鹏股份塑料盖生产线.....	6
图 10 公司复合型防伪印刷铝板营业收入情况(单位:百万元).....	7
图 11 公司出口业务占比逐步提高.....	8
图 12 1999年全球葡萄酒用瓶塞占比.....	9
图 13 2009年全球葡萄酒用瓶塞占比.....	9
表 1 公司客户多为大型酿酒企业.....	4
表 2 我国酒类、饮料、医药等领域包装用瓶盖的主要类型及特点.....	5
表 3 子公司覆盖全国重点白酒生产地区.....	7
表 4 葡萄酒用三种瓶塞对比.....	9
表 4 分项业务预测(单位:百万元).....	10
表 5 相关公司估值表.....	10

1. 防伪瓶盖制造业的龙头企业

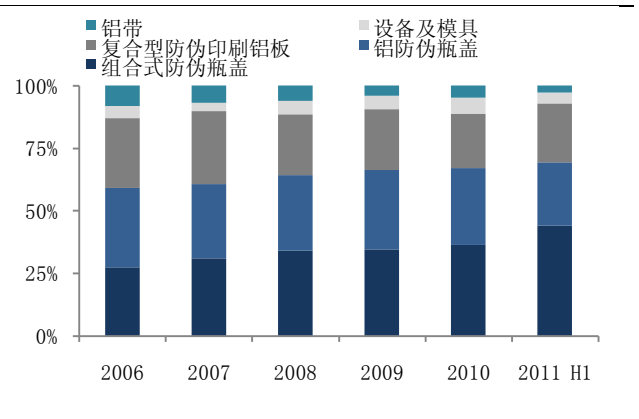
- **公司为防伪瓶盖制造业的龙头企业。**主营业务为铝防伪瓶盖、组合式防伪瓶盖和复合型防伪印刷铝板的生产及销售,产销规模已经连续十多年位居行业首位。目前公司防伪瓶盖产品的市场占有率约10%,涂印成品市场占有率约30%。先后被中国包装联合会、中国包装企业家联合会评为“中国包装龙头企业”、“中国200强先进包装企业”、“中国包装优秀企业”,并于2007年10月被中国企业发展监督委员会和中国质量管理体系认证中心评比为“中国瓶盖十强企业”。
- **今年业绩受到火灾影响, EPS损失约0.28元。**由于今年6月份下属铝塑厂一车间发生火灾,造成损失共计3047万元,保险公司赔付200万元,当期记入营业外支出为2847万元,扣除所得税,对EPS的影响约为0.28元。

图 1 丽鹏股份历年营业收入和净利润情况(单位:百万元)



数据来源: WIND, 安信证券研究中心

图 2 丽鹏股份历年分项业务占比变化



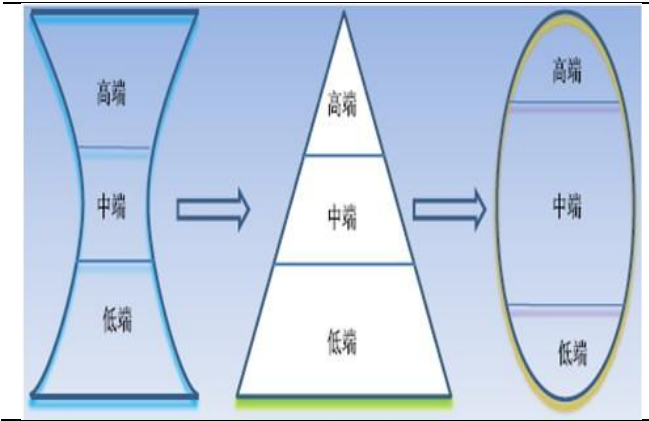
数据来源: WIND, 安信证券研究中心

2. 白酒升级与瓶盖发展相得益彰

2.1. 白酒行业发展稳定,集中度不断上升

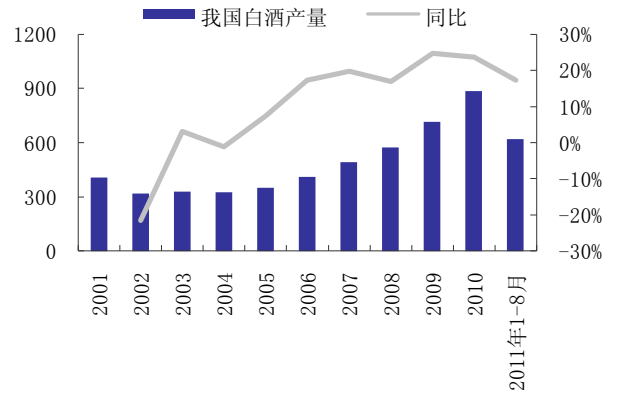
- **白酒销量将保持10%左右的稳定增长。**根据中国烹饪协会的统计,我国餐饮消费已经连续18年保持2位数的高增长,而且这种增长趋势还将延续3-5年。与餐饮行业的快速增长相应,自2007年开始我国白酒的销量增速始终保持在2位数以上。根据安信食品饮料分析师的预测,未来3-5年白酒行业的销量增速仍能保持在10%左右。
- **餐饮消费高速增长带动了白酒消费的升级,白酒行业集中度不断提升。**近年来,白酒制造行业整合力度不断增强,行业集中度逐步提高。一线白酒地位保持稳固;二线及区域强势品牌规模迅速提升,竞争力进一步发挥和释放,奠定坚实的行业地位。预计“十二五”期间次高端和中端白酒将呈现快速增长的态势。

图 3 白酒结构在发生变化



数据来源: 安信证券研究中心

图 4 我国白酒产量(单位: 万千升)



数据来源: WIND, 安信证券研究中心

2.2. 白酒行业集中度的提高有利于公司的发展

- **公司客户多为中高端白酒企业, 白酒行业集中度提升有利于公司发展。**公司致力于为国内大型酿酒企业提供封装用防伪瓶盖, 已成为“四川剑南春”、“北京红星”、“北京牛栏山”、“新疆伊力特”、“湖北劲酒”等大型酿酒企业的定点供应商。
- **白酒行业集中度的提升对瓶盖生产商提出更高要求, 推动制盖行业升级。**随着产销规模的扩大、防伪包装日趋个性化的需求和对包装物食品卫生要求的提高, 大型酿酒企业对上游瓶盖生产厂商的供货能力、产品质量、认证资格、设计创新能力与超前性提出了更高的要求。这将不断促使制盖企业投入更多的资金用于产品的创新、开发与应用, 进一步推动以公司为代表的制盖行业的产业升级。公司作为行业龙头将充分得益。

表 1 公司客户多为大型酿酒企业

地区	名称	地区	名称
北京	红星/牛栏山	湖南	金六福
新疆	伊力特	山东	兰陵
四川	剑南春	衡水	老白干
泸州	泸州老窖、沱牌、全兴、丰谷	内蒙	河套
山西	杏花村	安徽	古井贡、种子
湖北	劲酒	河南	宋河
江苏	洋河	烟台	张裕
江西	四特	广东	蓝带啤酒
海南	椰风	青岛	青岛啤酒

数据来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

3. 铝防伪瓶盖成为趋势

- **铝防伪瓶盖将成为未来的主流。**我国酿酒行业包装用防伪瓶盖主要为铝防伪瓶盖和组合式防伪瓶盖。其中约50%的酒瓶使用铝防伪瓶盖。目前我国市场约需铝防伪瓶盖150-200亿只。与组合式防伪瓶盖相比, 更加适合工业化大生产, 方便下游用户进行自动化流水线包装, 可回收性强。从未来发展趋势来看, 铝防伪瓶盖的应用将是主流。

表 2 我国酒类、饮料、医药等领域包装用瓶盖的主要类型及特点

主要品种	铝防伪瓶盖	组合式防伪瓶盖	皇冠盖	单体塑料盖	软木塞
1、技术特点	品种多、技术要求高	品种多、技术要求高	技术成熟	技术成熟	技术成熟
2、自动化程度	生产自动化程度高	以人工组装为主，效率低，不适合工业化大生产	生产自动化程度高	一次性注塑成型，自动化程度高	
3、成本	成本低	成本高	成本最低	成本低	
4、适用性	适用于自动化灌装流水线	不适用于自动化灌装流水线	适用于自动化灌装流水线	适用于高速灌装线	不适用于自动化灌装流水线
5、密封性	良好	易渗漏			渗透性强
6、食品卫生		可靠性差、低分子物易析出			有异味
7、美观性	印刷精美	印刷精美	印刷一般	无需精美印刷	
8、开启性	易于开启	易于开启	需专门开启工具	易于开启	难开启
9、环保性	易回收	可回收性差；不易降解	回收性一般	可回收性差	资源有限

数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

4. 铝防伪瓶盖行业唯我独尊

- 同竞争对手相比，公司在总体规模、产品结构、研发创新、服务体系、企业文化等方面均有明显优势。同时，作为中国铝防伪瓶盖行业标准、组合式防伪瓶盖行业标准的主要起草单位，在同行业及客户中享有一定的知名度。
- 以下，我们分别从规模优势、产业链全和区域优势来阐述。

4.1. 规模优势明显

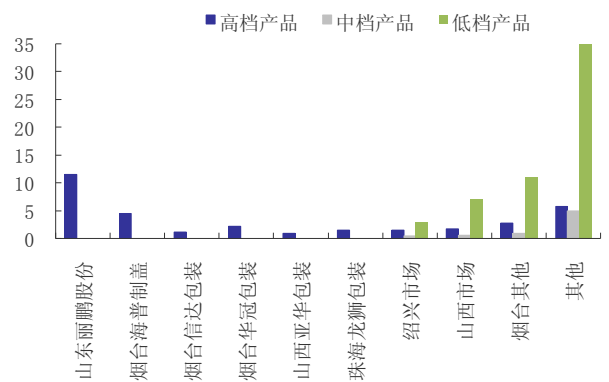
- **瓶盖行业面临整合。**目前，我国从事铝防伪瓶盖生产的企业约200家，行业的集中度不高。部分企业也同时生产组合式防伪瓶盖。大部分企业为中小企业，在技术水平、规模生产能力、产品档次方面存在差距。由于投资完整的防伪印刷、制盖生产线对资金要求高，大多数制盖企业受制于资金短缺。从近年来市场竞争的发展格局来看，受劳动力成本上升等因素的影响，众多中小企业经营压力也在加大，发展后劲不足。
- **公司具有明显的规模优势。**经过多年的发展，公司防伪瓶盖产品在国内的市场占有率在10%左右，而其他竞争对手的市场占有率仅达1-3%。2010年公司IPO募投的项目目前已基本投产，目前的产能可能为海普的3-4倍。但公司目前仍然受制于产能不足。未来可能会继续扩大产能。

图 5 公司产能遥遥领先(单位：亿只/年)



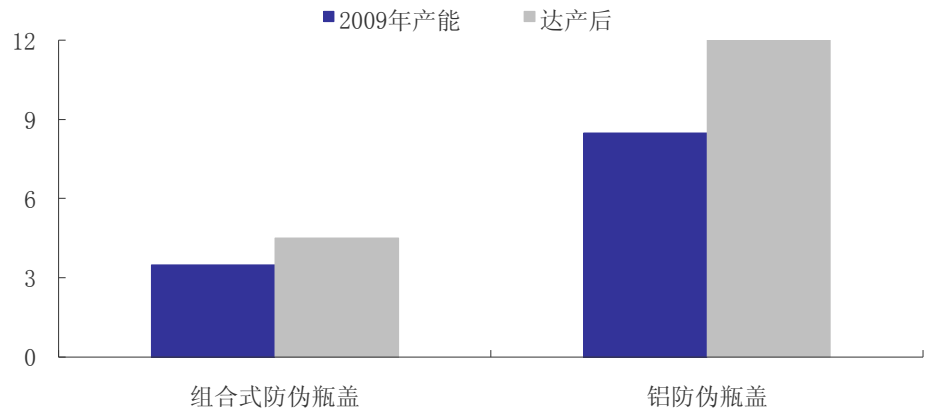
数据来源：包装工业联合会，安信证券研究中心

图 6 2007 年我国瓶盖市场结构(单位：亿只)



数据来源：中国包装工业，安信证券研究中心

图 7 募投项目已基本投产(单位: 亿只)



数据来源: 公司资料, 安信证券研究中心

4.2. 一站式服务, 占领产业链制高点

- 公司形成制盖行业中完整、成熟的业务体系。业务涵盖防伪瓶盖制造领域中包括铝板复合型防伪印刷、瓶盖制造、制盖机械及模具制造、产品技术研发和售后服务等各个环节。并且在新产品设计制作、突发订单生产等方面, 公司具有其他企业无法比拟的优势。同时公司防伪瓶盖品种齐全, 能满足客户对不同防伪瓶盖的需求。

图 8 丽鹏股份铝盖生产线



数据来源: WIND, 安信证券研究中心

图 9 丽鹏股份塑料盖生产线



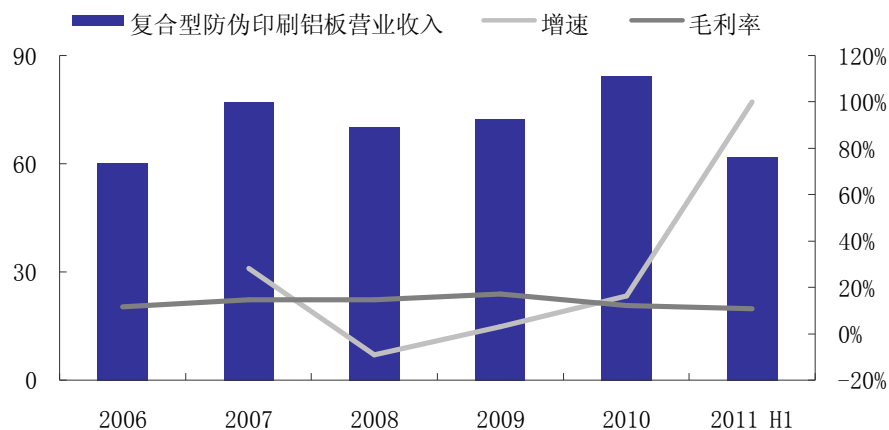
数据来源: WIND, 安信证券研究中心

- 公司拥有国际、国内同行业最先进的生产设备。(1) 在铝板复合型防伪印刷环节, 公司从国外先后引进了9条先进生产线, 实现了大面积精印, 设备实力和印刷水平与国外同行基本相当, 部分高端产品的印刷质量甚至优于国外产品。(2) 在瓶盖冲制环节, 公司拥有国内外同行业中自动化程度最高的铝防伪瓶盖生产线。特别是2007年, 公司建成了国内唯一一家30万级净化标准的铝防伪瓶盖加工车间, 用医药包装的标准生产瓶盖, 这不仅提高了瓶盖的档次, 还极大提高

了产品在国际市场的竞争力。

- **占领瓶盖产业链中制高点。**铝板复合型防伪印刷是生产铝防伪瓶盖的中间环节。由于我国铝板防伪印刷设备尚依赖于从国外进口以及所存在的资金与技术壁垒等因素，我国仅有少数制盖企业拥有铝板防伪印刷装备，其余大多数企业则外购涂印铝板从事冲压成型业务。公司也为这类厂家提供防伪印刷铝板。这不仅拓宽了公司的业务发展空间，并且进一步巩固公司在同行业的领先地位。公司是国内同行业中规模最大的铝板复合型防伪印刷企业，其生产规模占据同行业30%左右的市场份额。

图 10 公司复合型防伪印刷铝板营业收入情况(单位:百万元)



数据来源: WIND, 安信证券研究中心

4.3. 市场开拓得心应手

- **以点代面的市场开拓体系。**公司本着“零距离服务、就近服务”的理念，在传统直销的基础上进一步发展了在“北京红星、牛栏山”、“四川剑南春、全兴、泸州老窖、沱牌、丰谷”、“湖北劲酒、枝江大曲”等大客户所在地建厂的经营模式，以点代面，覆盖周边地区。销售区域遍及全国二十八个省、市、自治区，并根据酒企的分布密度，灵活划分区域和分配销售人员。

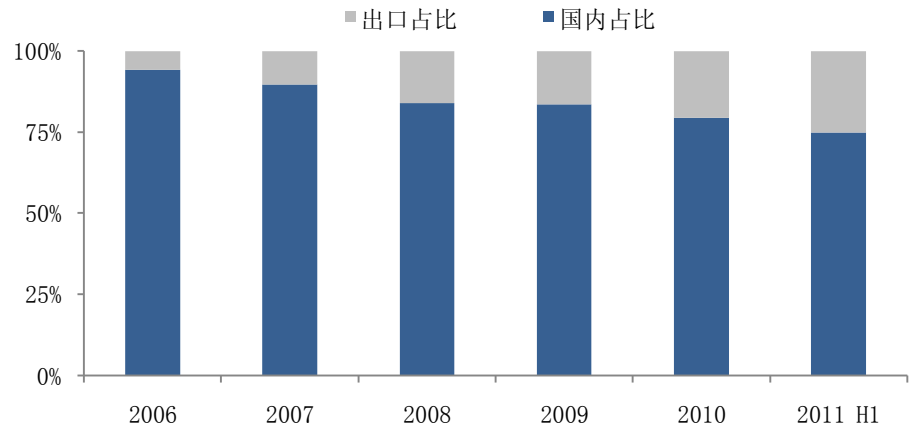
表 3 子公司覆盖全国重点白酒生产地区

子公司名称	主营业务	覆盖区域	特点
烟台和俊制盖有限公司	生产,加工瓶盖,瓶盖板,有色金属复合材料等	东部	复合型防伪印刷铝板一部分提供给下属瓶盖厂、北京鹏和祥和大冶劲鹏,另一部分直接对外销售。
新疆军鹏制盖有限公司	加工,生产各种铝防伪瓶盖,组合式防伪瓶盖,模具机械设备	西北	
四川泸州丽鹏制盖有限公司	铝防伪瓶盖,组合式防伪瓶盖生产,销售	四川	
大冶市劲鹏制盖有限公司	生产和销售铝防伪瓶盖	湖北	复合型防伪印刷铝板由烟台和俊提供
成都海川制盖有限公司	铝板轧制,印铁,涂料,瓶盖加工,模具制作	以四川为核心的西南地区	具有完整的铝板复合型防伪印刷和制盖生产设施,独立开展铝防伪瓶盖和组合式防伪瓶盖的生产与销售业务
亳州鑫鹏制盖有限公司	铝防伪瓶盖,组合式防伪瓶盖加工销售,制盖模具,机械设备销	安徽地区	
北京鹏和祥包装制品有限公司	生产,加工瓶盖	北京及周边	复合型防伪印刷铝板由烟台和俊提供

数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

- **海外市场开拓见成效。**公司主要采用区域代理进行海外销售，并且通过商务网络平台等其他渠道开发国外客户。公司出口业务逐年上升，公司的复合型防伪印刷铝板和防伪瓶盖已进入俄罗斯、东南亚、中亚、澳大利亚、非洲、南北美洲等海外市场。海外业务收入占比已经从2006年的6%上升到2010年的20%。今年上半年，公司海外业务收入为6544万元，占营业收入的比重为25%。我们预计未来公司出口业务将有较大发展。

图 11 公司出口业务占比逐步提高



数据来源：WIND，安信证券研究中心

5. 葡萄酒、啤酒等其他领域成为潜在市场

5.1. 葡萄酒用铝防伪瓶盖是一个大市场

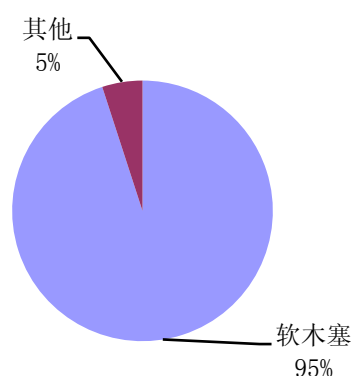
- **在国外，铝防伪瓶盖已广泛应用于啤酒、葡萄酒、饮料等领域。**如今，全球约有11%的葡萄酒采用铝防伪瓶盖。约有90%的新西兰葡萄酒、60%的澳大利亚葡萄酒都采用铝防伪瓶盖封瓶。由于铝防伪瓶盖具有加工精美、包装精度高、易回收和成本低的优点，我们认为铝防伪瓶盖未来的占比将继续增大。
- **全球葡萄酒用铝防伪瓶盖市场规模将近20亿元。**2009年，全球葡萄酒消费量达26.26亿箱，约315.1亿瓶。据Vinexpo及国际葡萄酒及烈酒市场调查机构(IWSR)报告预测，2009-2014年间，全球葡萄酒消费量将持续增长3.18%，在2014年达到27.29亿箱，约327亿瓶。假设未来20%的葡萄酒使用铝防伪瓶盖，2014年市场空间将近65.4亿只。假设铝防伪瓶盖价格为0.3元/只，市场规模将达到近20亿元。

表 4 葡萄酒用三种瓶塞对比

	软木塞	铝防伪瓶盖	合成瓶塞
历史	400年	100多年	30年
外形		与软木塞完全不同	类似软木塞
透气性	透气性适中，漏气，随 机氧化	透气性最低，低通透性 和零通透性	透气性最高
开启	开启不方便，需开启器	开启方便	开启方便程度介于二 者之间
回收利用	回收成软木地板等	铝回收利用	回收成塑料制品
原材料	橡木	铝	聚乙烯等
生产周期	6-12个月，加工工艺复 杂，无法使用自动化机 械大生产，生产批量小	单条生产线可日加工100 万只	机械化生产
价格	最高	最低	介于二者之间
食品卫生	有木塞味	无异味	无异味

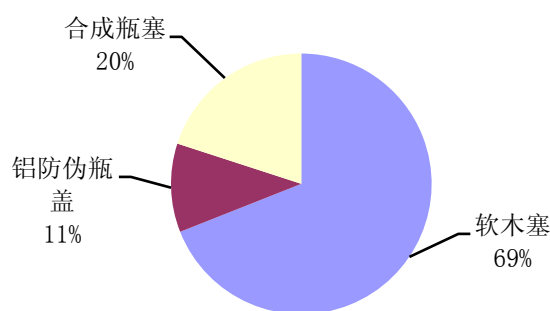
数据来源：葡萄酒生产中常见的瓶盖类型及使用，网络资料，安信证券研究中心

图 12 1999 年全球葡萄酒用瓶塞占比



数据来源：酒之园，安信证券研究中心

图 13 2009 年全球葡萄酒用瓶塞占比



数据来源：酒之园，安信证券研究中心

- 我国铝防伪瓶盖制造业发展时间较短，目前主要应用于白酒、保健酒等产品包装。我们看好该产品在我国啤酒、葡萄酒等领域的应用和潜在的巨大市场。

5.2. 公司已开始布局

- 公司瓶盖产品在啤酒、葡萄酒和其他领域已有进展。（1）公司已成功为蓝带啤酒配套了铝防伪瓶盖包装。另外，公司2009年就已经为北京天利竟达国际酒业有限公司（经销铝盖包装青岛啤酒）、浙江汾湖啤酒厂熊猫啤酒和浙江纯鲜啤酒等客户开始了小批量供货。（2）公司先后为临沂市东方庄园酒业公司、邦瑞澳尼斯酒业有限公司、云南茅粮酒精集团有限公司、烟台中粮海岸葡萄酒有限公司提供样品，已出口至南非、新加坡、澳大利亚，且为多个国家制作的样品通过了测试，并与新西兰SILNA、南非RR CORK、澳大利亚INNOVATRA、西班牙TORRIS 等大量客户形成了初步的合作意向。（3）在其他领域如矿泉水与饮料、食用油领域，公司已为海南椰风、黑龙江五大莲池、吉林泉阳泉、山东鲁花、上海佳阁等批量生产瓶盖产品。

6. 盈利预测与估值

- 综合以上分析，我们认为公司增长较为明确。增长点有：（1）白酒消费升级和行业集中度的提高推动酒瓶盖行业的发展。（2）募投项目陆续达产将缓解公

司产能瓶颈。(3)葡萄酒、啤酒以及食品日化领域的拓展。(4)公司海外业务的发展。

- 我们对公司作出以下假设:
- 公司可以将部分原材料价格上涨的因素转移到下游,但人工成本的增加也不可忽略。综合这些因素,我们假设公司毛利率略有下降;
- 随着规模的扩大,销售费用率和管理费用率呈现下降趋势;
- 所得税率15%。

表 5 分项业务预测(单位:百万元)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
分项业务收入共计	215.34	264.61	290.03	298.94	386.30	524.04	719.95	978.33
增速	0.00%	22.88%	9.61%	3.07%	29.22%	35.66%	37.38%	35.89%
组合式防伪瓶盖	59.17	82.12	98.51	103.20	140.34	208.15	305.98	433.73
增速	0.00%	38.77%	19.96%	4.76%	35.99%	48.32%	47.00%	41.75%
铝防伪瓶盖	67.78	78.46	87.83	94.98	118.28	158.38	216.18	295.09
增速	0.00%	15.76%	11.94%	8.14%	24.53%	33.90%	36.50%	36.50%
复合型防伪印刷铝板	60.16	77.23	70.26	72.47	84.39	108.65	142.60	187.17
增速	0.00%	28.36%	-9.03%	3.15%	16.45%	28.75%	31.25%	31.25%
设备及模具	10.53	8.62	15.57	16.00	24.83	28.55	32.83	37.76
增速	0.00%	-18.19%	80.77%	2.76%	55.12%	15.00%	15.00%	15.00%
铝带	17.69	18.19	17.86	12.29	18.47	20.32	22.35	24.59
增速	0.00%	2.81%	-1.80%	-31.21%	50.34%	10.00%	10.00%	10.00%

数据来源: WIND, 安信证券研究中心

- 我们预计2011-2013年公司营业收入增速分别为35%, 37%, 36%, EPS分别为0.23元, 0.67元, 0.92元。给予公司2012年27倍PE, 合理股价为18.10元。首次给予“增持-A”的投资评级。

表 6 相关公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价 元	预测EPS (元)			PE		
			2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E
002209	达意隆	10.34	0.40	0.53	0.71	25.98	19.52	14.58
000659	珠海中富	5.06	0.12	0.15		43.66	34.60	
600210	紫江企业	5.23	0.49	0.58	0.68	10.69	9.02	7.68
002374	丽鹏股份	14.83	0.24	0.68	0.93	63.07	21.93	15.94
	平均	8.87	0.31	0.48	0.77	35.85	21.27	12.73

数据来源: WIND, 安信证券研究中心(收盘价为9月22日)

7. 风险提示

- 公司面临回款不及时的风险。
- 客户集中度较高的风险。
- 原材料价格上涨带来的风险。

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间		2011-9-23		
						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
利润表						2009	2010	2011E	2012E	2013E		
营业收入	305.9	398.3	537.8	735.8	996.5	成长性						
减: 营业成本	230.0	309.1	424.5	579.8	783.9	营业收入增长率	3.7%	30.2%	35.0%	36.8%	35.4%	
营业税费	1.6	1.8	2.4	3.2	4.4	营业利润增长率	32.2%	-0.8%	25.7%	40.0%	37.9%	
销售费用	8.8	11.6	15.6	18.4	24.9	净利润增长率	9.7%	5.7%	-33.8%	187.3%	37.0%	
管理费用	14.8	29.7	39.8	51.5	64.8	EBITDA 增长率	-124.7%	-2.0%	24.3%	41.9%	35.5%	
财务费用	6.9	2.4	1.4	8.1	15.3	EBIT 增长率	-119.8%	-9.7%	22.3%	51.2%	42.8%	
资产减值损失	0.6	1.1	1.2	0.1	-0.0	NOPLAT 增长率	8.7%	-8.0%	-35.0%	201.8%	41.8%	
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	16.7%	91.2%	41.6%	28.9%	27.8%	
投资和汇兑收益	0.1	0.2	1.0	1.0	1.0	净资产增长率	24.0%	174.8%	3.5%	9.8%	12.2%	
营业利润	43.3	43.0	54.0	75.6	104.3	利润率						
加: 营业外净收支	1.4	1.7	-27.0	2.0	2.0	毛利率	24.8%	22.4%	21.1%	21.2%	21.3%	
利润总额	44.7	44.6	27.0	77.6	106.3	营业利润率	14.2%	10.8%	10.0%	10.3%	10.5%	
减: 所得税	10.0	9.8	4.1	11.6	15.9	净利润率	9.3%	7.6%	3.7%	7.8%	7.9%	
净利润	28.6	30.2	20.0	57.4	78.6	EBITDA/营业收入	19.8%	14.9%	13.7%	14.2%	14.2%	
资产负债表						2009	2010	2011E	2012E	2013E		
货币资金	53.1	166.4	64.5	88.3	119.6	运营效率						
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	119	126	143	132	101	
应收帐款	42.8	56.2	77.4	105.8	143.3	流动营业资本周转天数	109	150	209	234	251	
应收票据	2.9	14.6	22.1	30.2	41.0	流动资产周转天数	212	271	295	277	293	
预付帐款	12.7	58.5	122.2	209.2	326.7	应收帐款周转天数	47	43	43	43	43	
存货	67.8	124.6	174.4	238.3	322.1	存货周转天数	78	87	100	101	101	
其他流动资产	-0.0	-0.0	-0.0	0.0	0.0	总资产周转天数	384	461	485	434	413	
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	282	340	399	391	371	
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率						
长期股权投资	3.2	3.3	3.0	3.0	3.0	ROE	17.7%	6.5%	4.1%	10.8%	13.2%	
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	10.1%	5.2%	3.0%	6.6%	7.0%	
固定资产	110.9	167.8	259.0	278.8	278.3	ROIC	18.3%	14.4%	4.9%	10.4%	11.5%	
在建工程	32.4	57.7	15.7	10.7	12.7	费用率						
无形资产	16.5	23.6	33.0	34.3	35.5	销售费用率	2.9%	2.9%	2.9%	2.5%	2.5%	
其他非流动资产	1.9	2.4	2.3	2.3	2.3	管理费用率	4.8%	7.4%	7.4%	7.0%	6.5%	
资产总额	344.2	675.1	773.5	1,000.8	1,284.6	财务费用率	2.3%	0.6%	0.3%	1.1%	1.5%	
短期债务	78.9	74.9	142.5	290.1	466.2	三费/营业收入	10.0%	11.0%	10.6%	10.6%	10.5%	
应付帐款	21.8	25.3	33.7	46.1	62.3	偿债能力						
应付票据	29.9	20.0	26.7	36.5	49.4	资产负债率	43.2%	20.4%	28.1%	39.0%	46.6%	
其他流动负债	18.1	17.5	21.2	25.2	29.7	负债权益比	76.0%	25.6%	39.0%	63.8%	87.4%	
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.21	3.05	2.12	1.72	1.59	
其他非流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.75	2.15	1.32	1.11	1.05	
负债总额	148.7	137.7	217.2	389.9	599.1	利息保障倍数	7.28	19.18	39.79	10.29	7.83	
少数股东权益	18.7	27.4	30.4	38.9	50.7	分红指标						
股本	40.0	53.5	85.8	85.8	85.8	DPS(元)	-	-	0.05	0.13	0.18	
留存收益	136.9	456.5	440.2	486.1	549.0	分红比率	0.0%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%	
股东权益	195.5	537.4	556.4	610.9	685.5	股息收益率	0.0%	0.0%	0.3%	0.9%	1.2%	
现金流量表						2009	2010	2011E	2012E	2013E		
净利润	33.5	34.8	20.0	57.4	78.6	业绩和估值指标						
加: 折旧和摊销	10.6	14.3	18.3	20.8	22.2	EPS(元)	0.33	0.35	0.23	0.67	0.92	
资产减值准备	0.6	1.1	1.2	0.1	-0.0	BVPS(元)	2.28	6.28	6.48	7.12	7.99	
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PE(X)	44.5	42.0	63.7	22.2	16.2	
财务费用	7.2	3.5	1.4	8.1	15.3	PB(X)	6.5	2.4	2.3	2.1	1.9	
投资收益	-0.1	-0.2	-1.0	-1.0	-1.0	P/FCF	-53.7	-6.1	-10.8	438.4	320.0	
少数股东损益	5.0	4.6	3.0	8.6	11.7	P/S	4.1	3.2	2.4	1.7	1.3	
营运资金的变动	-8.4	-119.9	-123.2	-161.3	-216.1	EV/EBITDA	11.1	13.1	19.6	15.3	12.6	
经营活动产生现金流量	43.5	-66.2	-80.3	-67.3	-89.3	CAGR(%)	23.9%	37.4%	72.0%	-73.7%	-100.0%	
投资活动产生现金流量	-40.4	-129.0	-76.7	-36.0	-24.0	PEG	1.9	1.1	0.9	-0.3	-0.2	
融资活动产生现金流量	-20.2	311.4	62.2	128.1	145.1	ROIC/WACC	1.9	1.5	0.5	1.1	1.2	
						REP	1.3	1.0	4.0	1.6	1.3	

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

张龙，电力行业首席分析师，毕业于清华大学，工学硕士，2003年开始证券行业研究，2007年4月加盟安信证券研究中心。新财富2007年最佳分析师“电力及公用事业”行业第三名。

分析师声明

张龙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

凌洁	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
李昕	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034