山东药玻(600529.SH)

期待政策松绑

评级: 持有 前次: 增持

目标价(元): 12.4-14.5

分析师
胡德军
S0740511070005
021-20315083
hudj@r.qlzq.com.cn

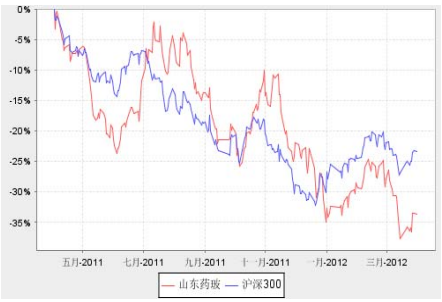
分析师
生物医药小组

2012 年 4 月 17 日

基本状况

总股本(百万股)	257.38
流通股本(百万股)	257.38
市价(元)	10.62
市值(百万元)	2733.38
流通市值(百万元)	2733.38

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入（百万元）	1,513.42	1,397.18	1,459.51	1,607.18	1,814.52
营业收入增速	21.84%	-7.68%	4.46%	10.12%	12.90%
净利润增长率	18.68%	-22.64%	12.40%	15.65%	9.76%
摊薄每股收益（元）	0.67	0.51	0.58	0.67	0.73
前次预测每股收益（元）	0.67	0.56	0.68	0.86	—
市场预测每股收益（元）	—	—	—	—	—
偏差率（本次-市场/市场）	—	—	—	—	—
市盈率（倍）	25.49	23.94	18.35	15.87	14.46
PEG	1.36	—	1.48	1.01	1.48
每股净资产（元）	6.66	7.08	7.66	8.33	9.06
每股现金流量	0.84	1.07	0.59	0.94	0.93
净资产收益率	9.99%	7.28%	7.56%	8.04%	8.11%
市净率	2.55	1.74	1.39	1.28	1.17
总股本（百万股）	257.38	257.38	257.38	257.38	257.38

备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 公司 2012 年 4 月 17 日发布 2011 年年报，公司 2011 年实现销售收入和净利润分别为 13.97 亿元和 1.33 亿元，同比增长-7.68%和-22.64%，实现毛利率 27.45%，同比下降 2.82%个百分点，连续两年毛利率下滑；其净利润下降主要原因在于限抗政策下主导产品模制瓶下游需求在 2011 年四季度大幅下降、同时原材料、能源、人工成本上升（上涨 17%）以及公司高新企业税率三年到期导致；

- 公司同时公布了一季报业绩，2012 年一季度实现营收和净利润分别为 3.27 亿元和 0.28 亿元，同比分别下降 12.5%和 29.8%，环比分别增长 2.7%和 49.4%，对应 EPS 为 0.11 元，实现毛利率为 25.8%，低于 2011 年年均水平；虽然同比下降，但环比我们乐观的看到公司单季度收入在连续四个季度下滑后开始小幅回升，众所周知目前限抗严格政策基本接近历史高峰，因此公司模制瓶下游需求在经历 2011 年四季度大幅下挫后目前基本保持稳定，同时公司棕色瓶继续保持 20%以上增长，从而带动整体业绩开始小幅回升，我们预计公司未来三个季度极有可能保持这种缓慢回升态势；

- 从产品分析，公司 2011 年模制瓶实现收入 6.39 亿元，同比下降 12%，毛利率 0.45%，基本保持稳定；棕色瓶 2011 年实现营收 3.08 亿元，同比增长 20%，毛利率 1.6 个百分点，目前进入棕色瓶领域的厂家依然很多，但以目前产品毛利率计算很多企业缺乏规模优势情况下很难长久维系，因此预计 2012 年该系列产毛利率有望保持稳定；

- 新产品仍需等待，公司未来力推的新产品预灌封注射器和卡式瓶目前开始小规模销售，预计全年新产品收入有望超过 3 千万元，未来三年复合增长率有望超过 50%，其增长动力来源公司在空白市场的开拓和原有市场的部分替代；目前国内预灌封灌装机超过 100 台，其中有 50%有望在未来两年进入运营状态，因此市场空间依然处于快速扩张期；据了解，2011 年预灌封注射器目前市场需求超过 1 亿支，其中威高

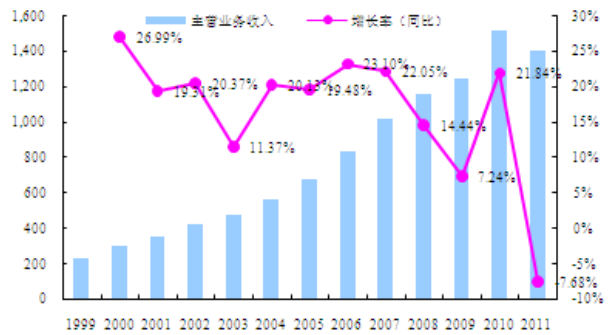
2011 年销售超过 4 千万支，增长超过 50%，预计 2012 年有望保持 50%增长；我们预计随着海外市场的不断扩大，预灌封未来在国外市场的机遇也在不断显现；

- 我们预测公司 2012-14 年的营业收入分别为 14.6 亿元、16.1 亿元和 18.2 亿元，同比分别增长 4.5%、10.1%和 12.9%；归属母公司净利润分别为 1.49 亿元、1.72 亿元和 1.89 亿元，同比分别增长 12.4%、15.7%和 9.8%，实现每股收益分别为 0.58 元、0.67 元和 0.74 元，结合目前行业情况，我们暂时下调公司为“持有”评级，公司合理价格区间为 12.4-14.5 元；
- 风险提示：抗生素管制趋严；海外市场需求不足导致棕色瓶销售下滑，预灌封注射器市场开拓不力；

限抗导致下游需求四季度大幅放缓

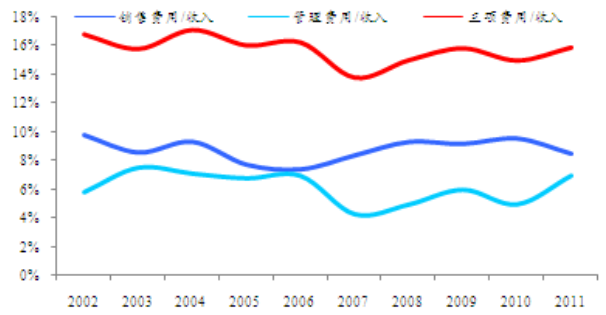
- 公司 2012 年 4 月 17 日发布 2011 年年报，公司 2011 年实现销售收入和净利润分别为 13.97 亿元和 1.33 亿元，同比增长-7.68%和-22.64%，实现毛利率 27.45%，同比下降 2.82%个百分点，连续两年毛利率下滑；
- 其净利润下降主要原因在于限抗政策下主导产品模制瓶下游需求在 2011 年四季度大幅下降、同时原材料、能源、人工成本上升以及公司高新企业税率三年到期导致；
- 公司 2011 年业绩下降主要为主导产品模制瓶销量大幅下滑所致:，公司 2011 年模制瓶实现收入 6.39 亿元，同比下降 12%，预计整体销量下降超过 20%，同时毛利率下降 0.45%，整体和 2010 年基本保持稳定；
- 另外棕色瓶 2011 年实现营收 3.08 亿元，同比增长 20%，毛利率 1.6 个百分点；
- 目前进入棕色瓶领域的厂家依然很多，但以目前产品毛利率计算很多企业缺乏规模优势情况下很难长久维系，因此预计 2012 年该系列产毛利率有望保持稳定；

图表 1：公司 2011 年销售同比下滑 7.68%



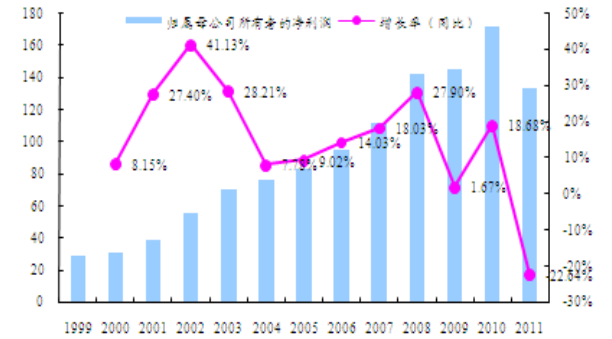
来源：齐鲁证券研究所

图表 2：公司三项费用保持稳定



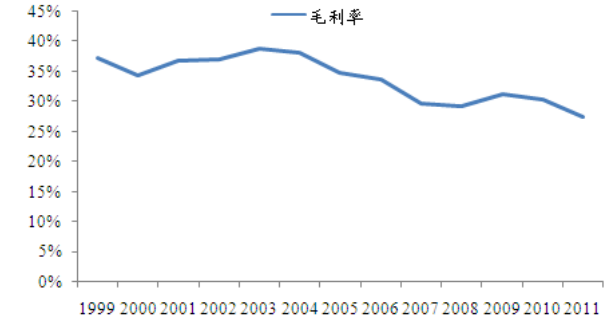
来源：齐鲁证券研究所

图表 3：公司 2011 年净利润同比下降 22.64%



来源：齐鲁证券研究所

图表 4：公司毛利率连续两年下滑

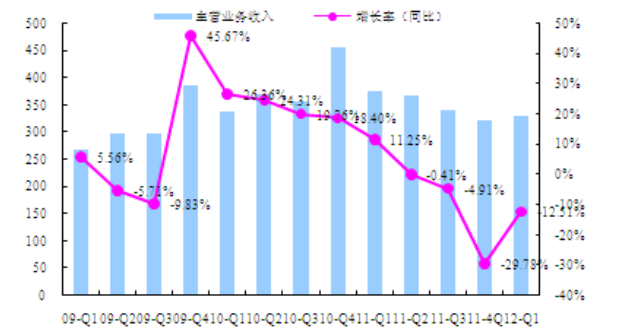


来源：齐鲁证券研究所

单季度依然环比有所恢复

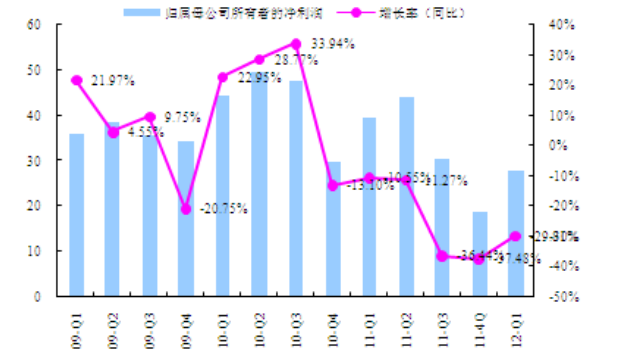
- 2012 年一季度实现营收和净利润分别为 3.27 亿元和 0.28 亿元，同比分别下降 12.5%和 29.8%，环比分别增长 2.7%和 49.4%，对应 EPS 为 0.11 元，实现毛利率为 25.8%，低于 2011 年年均水平；
- 虽然同比下降，但环比我们乐观的看到公司单季度收入在连续四个季度下滑后开始小幅回升；其主要原因为一季度模制瓶销量下滑趋势减缓，同时模制瓶等二线产品整体保持增长态势；
- 我们预计目前限抗严格政策基本接近历史高峰，因此公司模制瓶下游需求在经历 2011 年四季度大幅下挫后目前基本保持稳定，同时公司棕色瓶继续保持 20%以上增长，从而带动整体业绩开始小幅回升，我们预计公司未来三个季度极有可能保持这种缓慢回升态势；

图表 5：一季度环比营收增长 2.7%



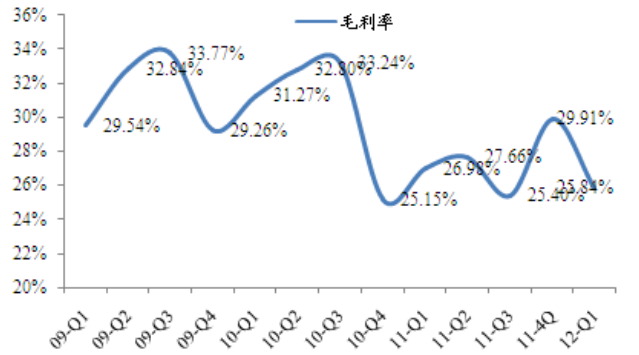
来源：齐鲁证券研究所

图表 6：净利润一季度环比增长 49%



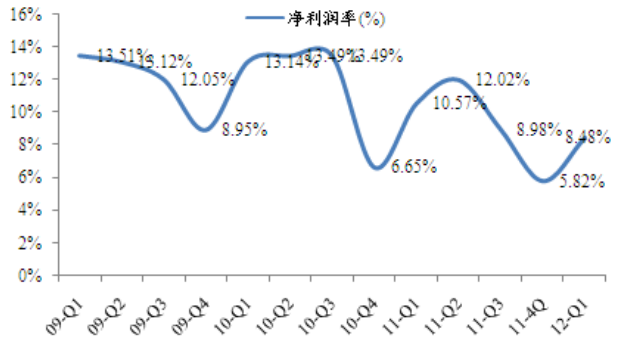
来源：齐鲁证券研究所

图表 7：公司整体毛利率水平依然处于低点



来源：齐鲁证券研究所

图表 8：2012 年一季度实现净利润率 8.48%



来源：齐鲁证券研究所

■

图表 9：公司单季度利润表增长情况

项目	2009单季度数据				2010单季度数据				2011单季度数据				2012单季度数据	备注	备注
（百万元）	09-Q1	09-Q2	09-Q3	09-Q4	10-Q1	10-Q2	10-Q3	10-Q4	11-Q1	11-Q2	11-Q3	11-4Q	12-Q1	12-1Q同比增	12-1Q环比增减
主营业务收入	266.08	296.19	296.66	383.22	336.23	368.18	355.28	453.72	374.07	366.65	337.84	318.61	327.27	(46.81)	8.65
增长率（同比）	5.56%	-5.71%	-9.83%	45.67%	26.36%	24.31%	19.76%	18.40%	11.25%	-0.41%	-4.91%	-29.78%	-12.51%		
增长率（环比）	1.14%	11.31%	0.16%	29.18%	-12.26%	9.50%	-3.50%	27.71%	-17.55%	-1.98%	-7.86%	-5.69%	2.72%		
营业成本	187.49	198.91	196.48	271.11	231.11	247.42	237.19	339.60	273.13	265.23	252.02	223.32	242.69	(30.44)	19.37
成本率	70.46%	67.16%	66.23%	70.74%	68.73%	67.20%	66.76%	74.85%	73.02%	72.34%	74.60%	70.09%	74.16%	1.14%	4.06%
主营业务税金及附加	1.805	2.884	2.547	4.573	1.87	3.31	3.00	6.34	2.57	2.55	1.54	0.524	1.529	-1.04	1.01
占销售收入百分比	0.68%	0.97%	0.86%	1.19%	0.56%	0.90%	0.84%	1.40%	0.69%	0.70%	0.46%	0.16%	0.47%	(0.00)	0.30%
主营业务利润	76.79	94.40	97.64	107.54	103.25	117.45	115.10	107.79	98.37	98.87	84.28	94.77	83.05	(15.32)	(11.72)
营业利润率	28.86%	31.87%	32.91%	28.06%	30.71%	31.90%	32.40%	23.76%	26.30%	26.97%	24.95%	29.74%	25.38%	-0.92%	-4.37%
主营毛利	78.59	97.28	100.19	112.11	105.12	120.76	118.10	114.13	100.94	101.42	85.82	95.29	84.58	(16.36)	(10.71)
毛利率	29.54%	32.84%	33.77%	29.26%	31.27%	32.80%	33.24%	25.15%	26.98%	27.66%	25.40%	29.91%	25.84%	-1.14%	-4.06%
增长率（同比）	7.47%	1.95%	8.15%	43.52%	33.76%	24.14%	17.88%	1.79%	-3.98%	-16.01%	-27.34%	-16.50%	-16.21%		
增长率（环比）	0.61%	23.78%	2.99%	11.90%	-6.23%	14.87%	-2.20%	-3.36%	-11.55%	0.48%	-15.39%	11.04%	-11.24%		
销售费用	17.16	31.12	32.79	33.04	32.53	33.44	35.19	43.46	29.24	31.08	17.90	40.66	21.39	(7.85)	(19.27)
销售费用/收入	6.45%	10.51%	11.05%	8.62%	9.67%	9.08%	9.90%	9.58%	7.82%	8.48%	5.30%	12.76%	6.54%	-1.28%	-6.23%
管理费用	16.12	19.46	19.20	19.38	16.13	22.78	18.95	17.05	16.68	19.67	23.11	37.67	23.22	6.55	(14.45)
管理费用/收入	6.06%	6.57%	6.47%	5.06%	4.80%	6.19%	5.33%	3.76%	4.46%	5.37%	6.84%	11.82%	7.10%	2.64%	-4.73%
财务费用	1.94	1.66	1.37	3.65	1.61	1.23	2.28	2.29	1.40	2.77	0.23	1.91	0.96	(0.44)	(0.95)
财务费用/收入	0.73%	0.56%	0.46%	0.95%	0.48%	0.33%	0.64%	0.50%	0.38%	0.75%	0.07%	0.60%	0.29%	-0.08%	-0.30%
三项费用/收入	13.24%	17.64%	17.98%	14.63%	14.95%	15.60%	15.88%	13.84%	12.65%	14.59%	12.20%	25.18%	13.93%	1.27%	-11.26%
资产减值损失	-0.53	0.33	-1.77	9.83	-0.31	1.46	1.45	12.80	0.75	0.87	-1.34	12.84	1.11	0.35	
公允价值变动收益	-	-	-	-	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-	0.00	0.00
投资收益	- 0.07	6.40	- 0.07	0.09	(0.1)	(0.1)	(0.1)	2.0	(0.1)	6.6	0.0	0.7	0.01	0.08	(0.64)
营业利润	42.03	48.24	45.99	41.73	53.22	58.48	57.16	34.15	50.23	51.06	44.39	2.34	36.39	(13.85)	34.04
增长率（同比）	7.35%	11.26%	8.87%	70.44%	26.65%	21.22%	24.28%	-18.15%	-5.62%	-12.68%	-22.34%	-93.14%	-27.57%		
增长率（环比）	71.66%	14.78%	-4.65%	-9.28%	27.56%	9.87%	-2.25%	-40.25%	47.07%	1.65%	-13.06%	-94.72%	1453.05%		
加：营业外收入	0.35	1.07	0.71	4.23	0.24	1.38	1.03	4.29	3.08	0.79	0.19	18.56	0.77	(2.31)	(17.79)
减：营业外支出	0.01	1.04	2.90	7.54	1.47	0.72	0.20	0.27	0.25	0.83	3.66	(0.75)	0.24	(0.01)	1.00
利润总额	42.37	48.27	43.80	38.41	51.99	59.14	57.99	38.18	53.06	51.02	40.91	21.66	36.92	(16.14)	15.26
增长率（同比）	7.30%	5.88%	0.98%	1.41%	22.73%	22.52%	32.39%	-0.61%	2.05%	-13.73%	-29.44%	-43.26%	-30.43%		
增长率（环比）	11.84%	13.93%	-9.25%	-12.30%	35.36%	13.74%	-1.94%	-34.16%	38.98%	-3.85%	-19.80%	-47.06%	70.43%		
所得税	6.42	9.41	8.06	4.12	7.82	9.47	10.06	7.98	13.53	6.94	10.57	3.11	9.16	-4.37	6.05
实际税率（%）	15.15%	19.50%	18.40%	10.72%	15.03%	16.01%	17.35%	20.91%	25.50%	13.60%	25.82%	14.35%	24.81%	-0.69%	10.46%
净利润	35.95	38.85	35.74	34.30	44.18	49.67	47.93	30.19	39.53	44.08	30.35	18.55	27.76	(11.77)	9.20
净利润率（%）	13.51%	13.12%	12.05%	8.95%	13.14%	13.49%	13.49%	6.65%	10.57%	12.02%	8.98%	5.82%	8.48%	-2.09%	2.66%
增长率（同比）	22.01%	5.28%	10.02%	-20.62%	22.91%	27.83%	34.09%	-11.96%	-10.53%	-11.26%	-36.68%	-38.56%	-29.78%		
增长率（环比）	-16.81%	8.09%	-8.01%	-4.05%	28.82%	12.42%	-3.50%	-37.00%	30.92%	11.50%	-31.14%	-38.87%	49.61%		
少数股东损益	(0.01)	0.30	0.09	0.10	(0.03)	0.02	0.18	0.48	(0.02)	0.02	0.00	(0.03)	-		
归属母公司所有者的净利润	35.96	38.56	35.65	34.20	44.21	49.65	47.75	29.72	39.55	44.06	30.35	18.58	27.76	(11.79)	9.18
增长率（同比）	21.97%	4.55%	9.75%	-20.75%	22.95%	28.77%	33.94%	-13.10%	-10.55%	-11.27%	-36.44%	-37.48%	-29.81%		
增长率（环比）	-16.66%	7.23%	-7.54%	-4.08%	29.28%	12.31%	-3.83%	-37.76%	33.07%	11.40%	-31.11%	-38.78%	49.39%		
摊薄每股收益（元）	0.14	0.15	0.14	0.13	0.17	0.19	0.19	0.12	0.15	0.17	0.12	0.07	0.11	(0.05)	0.04

来源：齐鲁证券研究所

我们的判断:政策压制下公司短期业绩难有大的突破

■ 我们对公司依然建议关注三大产品的销售情况，包括:

- 模制瓶今年的首要任务应该是阻止销量继续下滑;
- 保持棕色瓶海外出口的可持续性，我们预计 2012 年 20%增速依然可以保证，毛利率维持现有水平;
- 另一个是公司预充式注射器将在 2012 年正式贡献利润，因为是第一

年进行销售，公司原有的销售网络将在其推广中起到决定性作用‘

- 我们预测公司 2012-14 年的营业收入分别为 14.6 亿元、16.1 亿元和 18.2 亿元，同比分别增长 4.5%、10.1%和 12.9%；归属母公司净利润分别为 1.49 亿元、1.72 亿元和 1.89 亿元，同比分别增长 12.4%、15.7%和 9.8%，实现每股收益分别为 0.58 元、0.67 元和 0.74 元，结合目前行业情况，我们暂时下调公司为“持有”评级；

附表 1：公司销售收入盈利预测表

项　目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
模制瓶					
销售收入	725.01	638.45	631.94	656.90	722.59
增长率（YOY）	*16.07%*	*-11.94%*	*-1.02%*	*3.95%*	*10.00%*
毛利率	39.67%	36.86%	36.81%	36.81%	36.81%
销售成本	437.40	403.12	399.32	415.10	456.60
增长率（YOY）	*8.72%*	*-7.84%*	*-0.94%*	*3.95%*	*10.00%*
毛利	287.61	235.33	232.62	241.81	265.99
增长率（YOY）	*29.37%*	*-18.18%*	*-1.15%*	*3.95%*	*10.00%*
占总销售额比重	59.42%	46.75%	43.30%	40.87%	39.82%
占主营业务利润比重	74.67%	61.44%	57.76%	53.78%	53.18%
棕色瓶					
销售收入	257.54	307.53	372.73	442.80	531.37
增长率（YOY）	*17.28%*	*19.41%*	*21.20%*	*18.80%*	*20.00%*
毛利率	35.68%	28.82%	28.82%	28.82%	25.16%
销售成本	146.44	218.90	265.31	315.19	397.67
增长率（YOY）	—	*49.49%*	*21.20%*	*18.80%*	*26.17%*
毛利	111.10	88.63	107.42	127.62	133.69
增长率（YOY）	—	*-20.23%*	*21.20%*	*18.80%*	*4.76%*
占总销售额比重	21.11%	22.52%	25.54%	27.55%	29.28%
占主营业务利润比重	28.85%	23.14%	26.68%	28.38%	26.73%
丁基胶塞					
销售收入	218.38	194.72	184.67	189.90	193.37
增长率（YOY）	—	*-3.68%*	*-5.16%*	*2.83%*	*1.83%*
毛利率	13.19%	9.26%	9.26%	9.26%	9.26%
销售成本	165.85	176.69	167.57	172.31	175.46
增长率（YOY）	—	*6.53%*	*-5.16%*	*2.83%*	*1.83%*
毛利	36.31	18.03	17.10	17.58	17.91
增长率（YOY）	—	*-50.34%*	*-5.16%*	*2.83%*	*1.83%*
占总销售额比重	16.57%	14.26%	12.65%	11.82%	10.66%
占主营业务利润比重	9.43%	4.71%	4.25%	3.91%	3.58%
预灌封注射器及卡式瓶					
销售收入	0.00	0.00	30.00	64.90	101.50
增长率（YOY）	—	—	—	*116.33%*	*56.39%*
毛利率	0.00%	0.00%	48.00%	46.00%	44.00%
销售成本	0.00	0.00	15.60	35.05	56.84
增长率（YOY）	—	—	—	*124.65%*	*62.19%*
毛利	0.00	0.00	14.40	29.85	44.66
增长率（YOY）	—	—	—	*107.32%*	*49.59%*
占总销售额比重	0.00%	0.00%	2.06%	4.04%	5.59%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	3.58%	6.64%	8.93%
其它					
销售收入	285.23	225.05	240.17	252.68	265.69
增长率（YOY）	—	*29.49%*	*6.72%*	*5.21%*	*5.15%*
毛利率	14.72%	14.27%	12.97%	12.97%	14.26%
销售成本	141.99	192.94	209.01	219.91	227.81
增长率（YOY）	—	*35.89%*	*8.33%*	*5.21%*	*3.59%*
毛利	31.81	32.11	31.16	32.77	37.89
增长率（YOY）	—	*0.93%*	*-2.96%*	*5.19%*	*15.59%*
占总销售额比重	14.24%	16.48%	16.46%	15.72%	14.64%
占主营业务利润比重	8.26%	8.38%	7.74%	7.29%	7.58%
销售收入小计	**1486.16**	**1365.75**	**1459.51**	**1607.18**	**1814.52**
销售成本小计	**1035.87**	**982.75**	**1056.82**	**1157.55**	**1314.39**
毛利	**450.29**	**383.00**	**402.70**	**449.63**	**500.13**
平均毛利率	**30.30%**	**28.04%**	**27.59%**	**27.98%**	**27.56%**

来源：齐鲁证券研究所

附录2：财务预测简表

损益表（人民币百万元）

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业总收入	**1,242**	**1,513**	**1,397**	**1,460**	**1,607**	**1,815**
增长率	7.24%	21.8%	-7.7%	4.5%	10.1%	12.9%
营业成本	-854	-1,055	-1,014	-1,057	-1,158	-1,314
% 销售收入	68.8%	69.7%	72.6%	72.4%	72.0%	72.4%
毛利	388	458	383	403	450	500
% 销售收入	31.2%	30.3%	27.4%	27.6%	28.0%	27.6%
营业税金及附加	-12	-15	-7	-8	-8	-9
% 销售收入	1.0%	1.0%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-114	-145	-119	-126	-135	-152
% 销售收入	9.2%	9.6%	8.5%	8.6%	8.4%	8.4%
管理费用	-74	-75	-97	-79	-87	-98
% 销售收入	6.0%	4.9%	7.0%	5.4%	5.4%	5.4%
息税前利润（EBIT）	188	224	160	191	219	240
% 销售收入	15.1%	14.8%	11.5%	13.1%	13.7%	13.2%
财务费用	-9	-7	-6	-6	-8	-8
% 销售收入	0.7%	0.5%	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%
资产减值损失	-8	-15	-13	-6	-6	-6
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	6	2	7	1	1	1
% 税前利润	3.7%	0.9%	4.3%	0.5%	0.5%	0.4%
营业利润	178	203	148	180	206	227
营业利润率	14.3%	13.4%	10.6%	12.3%	12.8%	12.5%
营业外收支	-5	4	19	7	7	7
税前利润	**173**	**207**	**167**	**187**	**213**	**234**
利润率	13.9%	13.7%	11.9%	12.8%	13.3%	12.9%
所得税	-28	-35	-34	-37	-40	-44
所得税率	16.2%	17.0%	20.5%	20.0%	19.0%	19.0%
净利润	145	172	133	149	173	189
少数股东损益	0	1	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	**144**	**171**	**133**	**149**	**172**	**189**
净利率	11.6%	11.3%	9.5%	10.2%	10.7%	10.4%

现金流量表（人民币百万元）

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	145	172	133	149	173	189
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	89	94	93	115	125	137
非经营收益	5	4	-11	-5	-5	-5
营运资金变动	10	-54	60	-109	-50	-82
经营活动现金净流	**249**	**217**	**275**	**151**	**243**	**241**
资本开支	118	200	217	119	124	138
投资	12	0	34	0	0	0
其他	7	0	0	1	1	1
投资活动现金净流	**-99**	**-200**	**-183**	**-118**	**-123**	**-137**
股权募资	1	0	0	0	0	0
债权募资	-3	21	-100	0	0	0
其他	-24	-32	-31	-6	-3	-3
筹资活动现金净流	**-26**	**-11**	**-130**	**-6**	**-3**	**-3**
现金净流量	**124**	**5**	**-38**	**28**	**117**	**100**

资产负债表（人民币百万元）

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	218	224	186	213	330	429
应收款项	621	671	565	621	683	771
存货	289	335	396	355	391	448
其他流动资产	142	242	93	171	188	212
流动资产	1,271	1,471	1,240	1,360	1,591	1,861
% 总资产	57.3%	58.3%	49.7%	51.8%	55.6%	59.3%
长期投资	31	30	40	40	40	40
固定资产	861	969	1,110	1,094	1,069	1,050
% 总资产	38.9%	38.4%	44.5%	41.7%	37.4%	33.4%
无形资产	41	40	83	109	139	167
非流动资产	946	1,053	1,254	1,265	1,270	1,278
% 总资产	42.7%	41.7%	50.3%	48.2%	44.4%	40.7%
资产总计	**2,217**	**2,524**	**2,495**	**2,625**	**2,861**	**3,139**
短期借款	134	115	55	55	55	55
应付款项	488	669	602	586	652	744
其他流动负债	2	-15	-18	-21	-24	-26
流动负债	624	769	639	620	684	772
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	9	6	6	6	6
负债	**624**	**778**	**645**	**626**	**690**	**778**
普通股股东权益	1,569	1,715	1,822	1,971	2,143	2,332
少数股东权益	3	4	0	0	1	1
负债股东权益合计	**2,217**	**2,524**	**2,495**	**2,625**	**2,861**	**3,139**

比率分析

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益 (元)	0.561	0.666	0.515	0.579	0.669	0.735
每股净资产 (元)	6.097	6.663	7.078	7.656	8.326	9.060
每股经营现金净流 (元)	0.968	0.843	1.067	0.587	0.944	0.934
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	9.20%	9.99%	7.28%	7.56%	8.04%	8.11%
总资产收益率	6.57%	6.86%	5.37%	5.74%	6.08%	6.08%
投入资本收益率	10.82%	11.77%	7.72%	8.60%	9.72%	10.14%
增长率						
营业总收入增长率	7.24%	21.84%	-7.68%	4.46%	10.12%	12.90%
EBIT增长率	19.17%	19.12%	-28.47%	18.97%	15.05%	9.48%
净利润增长率	6.81%	18.68%	-22.64%	12.40%	15.65%	9.76%
总资产增长率	11.09%	13.71%	-1.22%	5.22%	9.01%	9.70%
资产管理能力						
应收账款周转天数	95.9	85.8	92.0	90.0	90.7	90.4
存货周转天数	125.4	107.8	131.6	122.7	123.2	124.4
应付账款周转天数	63.7	65.7	78.5	66.6	68.6	69.9
固定资产周转天数	219.3	182.0	239.4	264.4	237.1	208.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-5.37%	-6.33%	-7.16%	-8.01%	-12.81%	-16.04%
EBIT利息保障倍数	21.8	30.2	25.4	31.3	26.5	28.9
资产负债率	28.40%	31.17%	26.14%	24.10%	24.34%	25.00%

来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入： 预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持： 预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有： 预期未来 6－12 个月内波动幅度在-5%-+5%

减持： 预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，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“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话: 021-20315181
手机: 18616512309
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66 号东亚银行金融大厦 18 层

深圳
联系人:周迪
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道 4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话: 021-20315112
手机:18621368050
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66 号东亚银行金融大厦 18 层

济南
联系人:阴红星
电话:0531-68889520
手机:13969199716
传真:0531-68889536
邮编:250001
地址:山东济南经七路 86 号证券大厦 2308