

2012年09月17日

农产品加工

证券研究报告--评级深度报告

收盘价(元): 5.05

目标价(元): 5.60

朗源股份(300175)

关注食品安全 转型内需 成就鲜干果第一品牌

投资评级: B--买入(首评)

消费: 邱俊灏

执业证书编号: S0890511070002

电话: 021-68778793

邮箱: qiujunhao@cnhbstock.com

联系人: 夏元

电话: 021-68778072

公司基本数据

总股本(万股)	47080.00
流通A股/B股(万股)	26491.52/0.00
资产负债率(%)	2.51
每股净资产(元)	3.04
市净率(倍)	1.74
净资产收益率(加权)	4.00
12个月内最高/最低价	12.9/4.91

股价走势图



相关研究报告

1 《内外兼修 安全食品消费引领者》, 2012.09.12

◎投资要点:

- ◆国内最大鲜干果出口商。公司拥有很强品牌价值, 出口市场竞争力强。“种产销”一体化模式确保鲜果安全。反季节销售确保了较高毛利率。
- ◆积极开拓国内市场, 内外兼修公司驶入发展快车道。除了海外市场竞争力强, 公司还积极进入发展迅速的国内市场。产品质量保证和迎合“绿色、安全”的理念, 市场潜力广阔。

◆公司管理层拥有清晰的战略规划。公司高层对国内外市场开拓都有较清晰的战略规划, 并且拥有较强的执行力。

◆我们预测 2012、2013 和 2014 年 EPS: 0.16、0.29 和 0.44。

◎不同之处:

◆虽然公司积极进军市场前景广阔的国内市场, 但我们认为海外市场的开拓将会超出市场预期。品质以及价格都会使公司出口稳步增长。

◆直营店盈利周期将会提前。

◎关键假设:

◆我们认为随着成本上升, 苹果和葡萄干的售价都将提升 15%左右。

◆葡萄干销售未来 3 年将接近翻番。

◎风险提示:

原材料成本上涨风险。

海外市场销售减少的风险。

	2010A	2011A	2012Q2	2012E	2013E	2014E
主营收入(百万)	418.18	470.94	99.76	671.34	880.85	1142.74
同比增速(%)	37.49	12.62	-18.90	42.56	31.21	29.73
净利润(百万)	49.12	58.38	19.23	73.35	135.82	204.87
同比增速(%)	33.59	18.85	118.05	25.65	85.16	50.84
毛利率(%)	21.32	20.77	30.36	21.35	28.14	30.52
每股盈利(元)	0.61	0.25	0.04	0.16	0.29	0.44
ROE(%)	23.97	8.50	2.69	9.65	15.16	18.61
PE(倍)	50.80	42.74	34.00	34.02	18.37	12.18

正文目录

1. 公司中国最大鲜干果出口公司	3
1.1. 公司股东构成的情况	3
1.2. 管理模式和技术管理水平国内领先	4
1.2.1. “种产销”一体化模式确立管理优势	4
1.2.2. 重视品牌建设 海外市场树立中国优质鲜果形象	5
1.2.3. 反季节销售模式提升苹果销售毛利率	6
2. 市场前景广阔 “内外兼修”公司驶入健康发展轨道	6
2.1. 苹果行业是我国为数不多具有国际竞争力行业	6
2.2. 国际市场前景好 未来发展空间大	8
2.3. 葡萄干市场前景广阔 欧盟通行证是质量保证	8
2.3.1. 我国葡萄干出口和内销市场都面临较好发展机遇	9
2.4. 双轮驱动 公司鲜干果市场都具国际竞争力	9
2.4.1. 相比国际大公司 公司鲜苹果在东南亚市场具有较强竞争能力	9
2.4.2. 干果国内市场潜力大 公司针对性开发产品	11
3. 转型内销市场 未来市场潜力巨大	11
3.1. 全方位进军国内销售渠道 传统与新兴并举	11
3.2. 强调体验 公司线上线下业务发展不冲突	11
4. 公司盈利预测	12

图表目录

图 1 朗源股份股权结构	3
图 2 朗源股份基地管理架构图	4
图 3 中国苹果产量	7
图 4 中国苹果出口量	7
图 5 DOLE 主营业务收入	10
图 6 DOLE 综合毛利率	10
图 7 公司主营业务构成	10
图 8 公司主营业务收入	10
图 9 干果毛利率	10
图 10 鲜果毛利率	10
表 1 朗源股份十大股东	3
表 2 朗源股份经营模式探析	4
表 3 2008-2010 年中国苹果出口十大国家	7
表 4 公司主要业务盈利能力分析	12

(本报告共有图 10 张, 表 4 张)

1.公司中国最大鲜干果出口公司

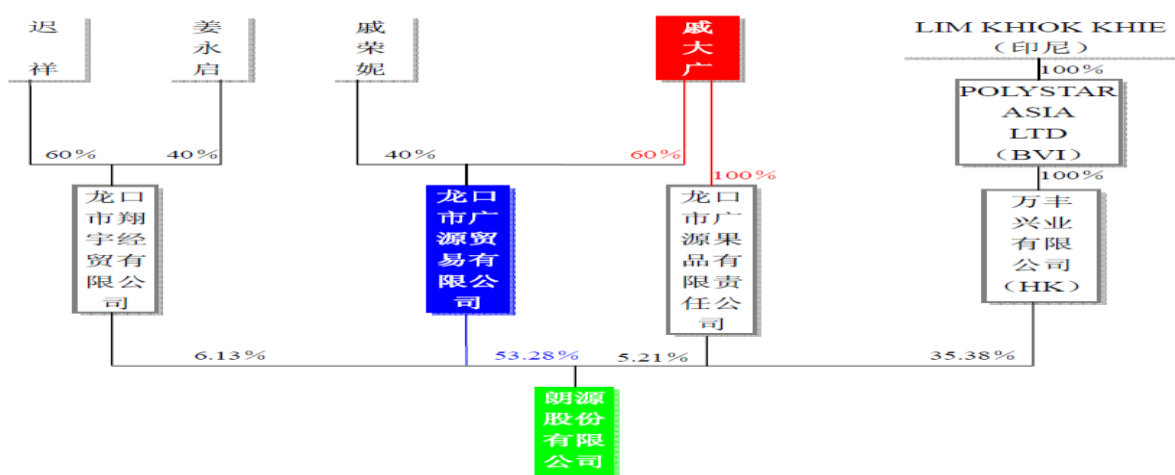
1.1.公司股东构成的情况

公司是由烟台广源果蔬有限公司在 2002 年 3 月 26 日整体变更设立的外商投资股份有限公司。公司主营业务主要是鲜果和干果种植管理、加工、仓储及销售，这其中最主要的产品是新鲜苹果和葡萄干，目前是中国出口量最大的鲜干果出口商。

据中国食品土畜进出口商会统计，公司 2009 年出口的新鲜苹果 2.29 万吨，占整个出口苹果量的 1.96%；葡萄干出口 1.44 万吨，占整个葡萄干出口总量的 34.78%。

公司主要是由戚大广及戚大广之女戚荣妮等为实际控制人的公司股东广源贸易和广源果品成立的股份有限公司。

图 1 朗源股份股权结构



资料来源： 公司报告、华宝证券研究所整理

表 1 朗源股份十大股东

股东名称	持股数量（股）	持股比例（%）
龙口市广源贸易有限公司	93,772,800	39.84
万丰兴业有限公司	54,268,800	23.05
吐鲁番市翔宇经贸有限公司	10,788,800	4.58
龙口市广源果品有限公司	9,169,600	3.90
唐佳玮	3,500,000	1.49
刘星	2,025,966	0.86
上海夏嘉里投资管理有限公司	1,880,000	0.80
浦琳	1,790,000	0.76
韩玉山	1,576,600	0.67
高建	1,212,959	0.52

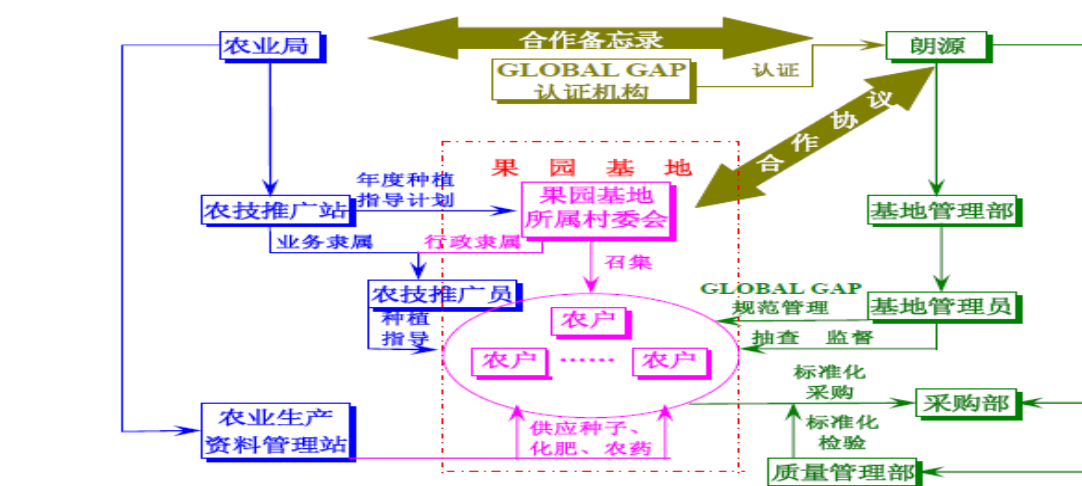
资料来源：公司公告、华宝证券研究所整理

1.2. 管理模式和技术管理水平国内领先

1.2.1. “种产销”一体化模式确立管理优势

公司形成的“公司+协议基地+标准化”的种产销一体化的运营模式。该模式通过提高果园基地科学化、集约化和专业化种植管理水平，在保证原料供应的质量质和量后，农户的收入也有了保证并具有很高的积极性。

图 2 基地管理模式



资料来源：公司招股说明书、华宝证券研究所整理

该模式具有以下几个特点：

表 2 朗源股份 VS 传统模式

传统模式	朗源模式
<ul style="list-style-type: none"> ● 种植户存在盲目性；优质果出产率低；产业波动大； 	<ul style="list-style-type: none"> ● 为农户提供全程的技术服务和指导 按照国际的 GLOBAL GAP 操作规范进行管理； ● 源头控制和提高原料品质 农户种植达到专业化和标准化； ● 优质苹果出产率高
<ul style="list-style-type: none"> ● 普通贸易行为附加值低； ● 储存期短； ● 无法控制果品加工质量安全，如农残控制、化学危害控制； 	<ul style="list-style-type: none"> ● 精益加工提高果品附加值； ● 先进的冷链保鲜技术确保全年优质供货； ● 果品处于任何环节均可追溯管理到源头；
<ul style="list-style-type: none"> ● 整个环节农户、消费者没有信息反馈； ● 客户管理能力差 处于散乱状态； ● 没有形成信息链，没有建立信息库 	<ul style="list-style-type: none"> ● 为农户和客户的信息反馈指导来年种植规划； ● 为客户提供产品的源头追溯调查； ● 建立信息库，形成信息链

资料来源：公司招股说明书、华宝证券研究所整理

我们认为该模式既符合中国国情又能有科学管理的模式拥有以下几个优势：

一、基地管理优势。公司通过成功推行“公司+协议基地+标准化”的种产销一体化业务模式，在种植基地和消费市场之间建立了紧密的纽带。公司采用 GLOBAL GAP 对基地农户进行规范管理，公司与农户建立了较密切的联系，利用自身贴近终端消费市场的优势，能够及

时将消费者偏好反馈给农户,指导农户在种植环节及时调整果型、覆色比例,产出最具销路的果品,既保证了农户收入稳定性,增加了农户收入,也确保了自身采购稳定性。

公司通过种植环节的基地管理,从源头上进行食品安全质量控制,确保后序采购、检验、存储、加工、销售等环节的全过程标准化。目前,所有果园基地均已在公司的源头追溯管理系统中进行注册编码,以此实现成品到原料到果园基地的可追溯管理,能够对农户实施追踪,进一步加强标准化管理。确保果农种植的产品既符合市场需求又能保持较高的质量水平,在保证和提高果农收入的同时,使公司获得稳定优质的果品供应,最终实现共赢。

二、冷链保鲜优势。公司通过长期“鲜果+干果”模式的经营实践,成功实现了鲜果和干果的冷链保鲜技术共享。通过该种保鲜技术,发行人能够长时间保持鲜果、干果的质量、色泽、营养成分,同时能够控制微生物水平,在丰富产品结构、延长产品保质期的同时降低了经营风险,提高了企业竞争力。发行人目前有 4.2 万吨鲜果干果共享保鲜库和 1 万吨鲜果气调库,冷链存储设备的规模全面领先于国内同行业公司。

三、追溯管理优势。公司可以在经营的任一环节实现源头追溯。如客户提出任何质量疑问,公司均可在 24 小时内核查产品基地代码、原料批次、入库时间、加工细节、检测结果、仓库存储等所有相关信息,对责任人实施追踪,加强标准化管理。

总而言之,当前食品安全成为全社会关注的重中之重时,公司已经不单单是食品制造加工者,而是成为从果园到人们餐桌的“把关者”。

1.2.2.重视品牌建设 海外市场树立中国优质鲜果形象

公司依靠基地和标准化的经营模式,在国际鲜果和干果市场成功开辟了一条中国果品出口之路。公司一直致力于自主品牌的经营,以“广源”和“朗源”品牌出口鲜苹果和葡萄干产品,在东南亚鲜果市场和欧洲葡萄干市场有较高的品牌知名度和认可度,建立了坚实可靠的客户基础,与众多国际及当地知名的大型公司保持良好合作。朗源品牌葡萄干在欧洲市场是唯一可以替代土耳其葡萄干的中国葡萄干产品,具有较强竞争优势,有较好的成长预期。

公司经多年经营,在东南亚鲜果零售市场中已形成以鲜苹果为主的“广源(GUANGYUAN)”品牌,该品牌定位于东南亚中高端鲜果市场。公司出口印尼的“广源”鲜苹果不但成为印尼市场中高端苹果,而且成为可以与美国“华盛顿”苹果相媲美的优质苹果代名词。由于有了印尼市场的知名度和品牌影响力,公司接近积极拓展菲律宾、马来西亚、新加坡、越南等新兴消费市场。

1.2.3.反季节销售模式提升苹果销售毛利率

由于农产品销售的季节性特别明显，而反季节销售往往能带来更高的利润。公司一般在 9~12 月份大量采购苹果，由于公司拥有先进的鲜果保鲜技术和设备，因此苹果可以放到第二年再销售。所以公司来年苹果销售往往能够获得较高的利润。

但是这样做的风险也很大。在经济下滑时，公司利润也受到很大影响。但整体来看，公司反季节消费鲜果还是带来了很高的毛利率。

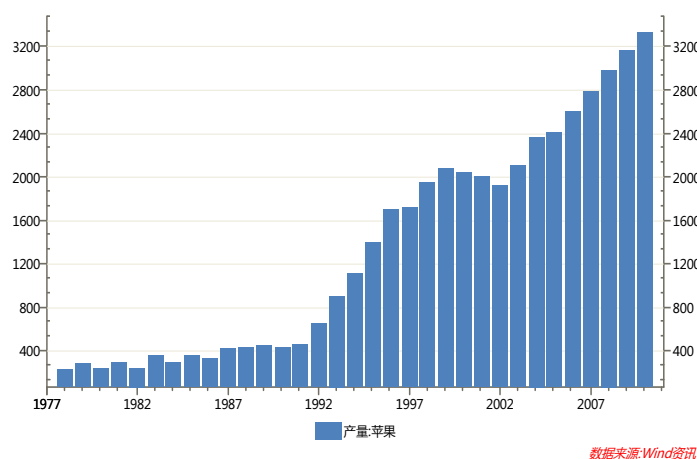
2. 市场前景广阔 “内外兼修” 公司驶入健康发展轨道

目前我国人均果品消费量约为 55 千克/年，与健康标准要求的 70 千克/年还有一定差距。因此，未来我国果品消费将持续增长并呈现出以下特征：一是消费总量稳步增长。随着国民生活水平的不断提高，安全、健康和营养将成为国人选择食品时最重要的参考指标。鲜果和干果作为健康消费食品将会在整个食物消费中的比重不断提高，总体需求不断增长。二是随着国民生活方式的变化，快捷方便的健康食品将成为食品消费的主流。鲜果和干果作为健康快捷的食品，消费量将持续增长。三是消费者对食品安全意识的提高，要求食品在保证营养价值、口味和方便性的同时，尽量减少食品添加剂的使用，保证产品的自然属性。

2.1.苹果行业是我国为数不多具有国际竞争力行业

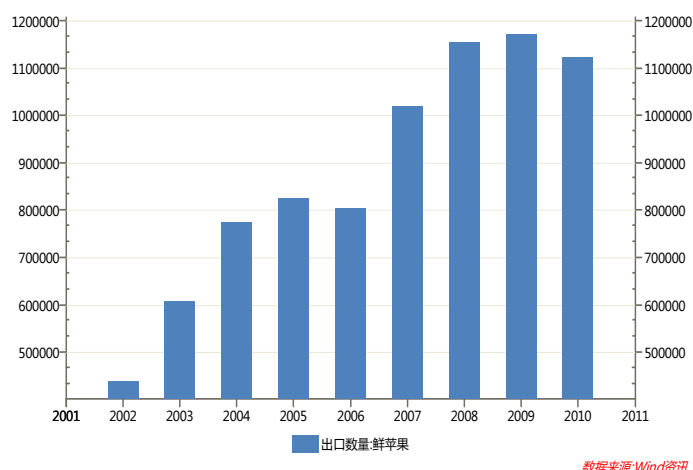
苹果是世界四大水果之一，总产量仅次于柑橘类、香蕉和葡萄，在果品市场上占有极其重要的地位。全球出产苹果的国家比较多，主要分布在亚洲、欧洲、北美洲和南美。主产国有中国、美国、波兰等国家。中国不仅苹果产量和种植面积分别占世界的 35%和 40%，而且鲜食苹果出口数量和浓缩苹果汁出口数量也已跃居世界第一位。作为中国为数不多的具有国际竞争力的农产品，中国快速增长的苹果产量及出口量正逐步影响世界苹果产业格局。据统计，2010 年度，世界苹果出口总量大约为 480 万吨，苹果出口量超过 10 万吨的国家和地区顺次为中国、欧盟 27 国、美国、智利、南非、新西兰、阿根廷和巴西，其出口量合计约占世界苹果出口总量的 90.86%，其中中国出口量大约占 23.41%。

图3 中国苹果产量 (单位: 万吨)



资料来源: 国家统计局、华宝证券研究所整理

图4 中国苹果出口量 (单位: 吨)



资料来源: 国家统计局、华宝证券研究所整理

苹果是我国的优势水果品种。我国苹果产区分布较广，主要集中在环渤海地区（主要集中在鲁、冀、辽、京、津）等地区和黄土高原（主要集中在陕、晋、甘、青）等地区。

表3 2008-2010 年中国苹果出口十大国家

2008 年	2009 年	2010 年
俄罗斯	俄罗斯	俄罗斯
越南	越南	印度尼西亚
印度尼西亚	印度尼西亚	越南
哈萨克斯坦	泰国	孟加拉国
泰国	孟加拉国	泰国
菲律宾	哈萨克斯坦	哈萨克斯坦
马来西亚	菲律宾	菲律宾
沙特	马来西亚	印度
孟加拉国	阿联酋	马来西亚
阿联酋	印度	阿联酋

资料来源: 商务部、FAOSTATA、华宝证券研究所整理

目前东南亚和欧洲是世界上最大的苹果消费市场，而其他地区消费量较低，其中南亚年人均苹果消费量仅为 2 公斤，非洲年人均苹果消费量仅为 1.7 公斤，大大低于发达国家年人均 21.6 公斤、世界年人均 9.7 公斤的消费水平，市场开发潜力较大。未来随着南亚和非洲等市场对苹果需求的逐步增大，中国苹果出口规模将会得以增长。

2.2. 国际市场前景好 未来发展空间大

目前鲜苹果出口国家和地区已由过去的 10 个发展到 90 多个，主要集中在俄罗斯、东南亚和中国香港。从表 3 可以看出，俄罗斯、印度尼西亚、越南是近几年中国鲜苹果出口数量前 3 位的国家。

此外，据商务部统计，印度尼西亚虽然是中国第二大鲜苹果进口国，但是进口额在 2010 年以 1.32 亿美元超过俄罗斯位列第一，并且近几年，印度尼西亚对中国的鲜苹果需求量一直呈上升趋势。从中国出口鲜苹果总量前 10 位的国家来看，越南、泰国、孟加拉国、阿联酋、哈萨克斯坦等国家对中国鲜苹果进口量近年来有所上升，菲律宾、马来西亚等有所下降。由此可以看出，中国鲜苹果的出口主要集中在苹果产量较低的周边国家，东盟是中国苹果出口的主要目的国。

随着近几年中国苹果质量的不断提升，1996 年中国的鲜苹果出口逐渐打开了欧盟以及北美市场，由过去的低档市场逐渐向高档市场推进。从 2000 年开始，中国出口欧盟的苹果数量以每年 100% 的速度递增，中国多元化的苹果出口市场正在逐步建立。

我们认为未来以欧美成熟国家为主的市场将会给行业和公司都带来更多的利润空间。此外，公司所处的山东省是中国最主要的苹果鲜果出口省份，优越的自然环境和悠久的栽培历史使该省培育的富士等品种的苹果受到国外消费者的青睐。由于东盟国家消费者更加青睐口感偏甜的苹果，而且对苹果的等级要求比较高，因而中国的一级富士苹果在东盟国家有较好的销路；而欧美消费者更倾向于口感偏酸的苹果，中国所产的二级和三级苹果在欧盟的西班牙和法国等国家有一定销路。

2.3. 葡萄干市场前景广阔 欧盟通行证是质量保证

葡萄干是主要的葡萄加工产品之一，除可作为休闲食品直接食用外，还可作为其他食品的配料，用途较为广泛，因此葡萄干的加工受到世界上许多国家的重视。近年来全球葡萄干的产量约在 100 万吨左右。2008 年产量达 106.41 万吨，其中亚洲和美洲合计占总产量的 80% 以上。

世界上主要的葡萄干生产国包括美国、土耳其、伊朗、中国、南非、希腊等，美国和土耳其是全球最大的葡萄干生产国和出口国。英国、德国、荷兰、意大利、俄罗斯等欧洲国家以及日本、澳大利亚等国家是全球葡萄干的主要进口国和消费市场，据估计仅欧洲国家每年葡萄干需求量就在 60 万吨以上。

我国葡萄干产量逐年增长，2008 年达到 14.5 万吨，新疆、内蒙古乌海、甘肃敦煌是我国葡萄干传统生产地区，其中新疆年产量 10 万吨左右，居世界前列。

2.3.1. 我国葡萄干出口和内销市场都面临较好发展机遇

近年，我国果品质量控制水平提高、食品安全状态得到改善，全球果品市场对我国果品的认可程度逐步上升，我国凭借较低的葡萄干生产成本逐步成为世界新兴的葡萄干出口国，与此同时，澳大利亚、土耳其等传统葡萄干原产国由于其葡萄干的单位生产成本较高，国际市场份额逐步下降，我国葡萄干出口迎来较好发展机遇。

葡萄干产品由于含糖量高，易生虫，难以保质。公司根据多年积累的经验和不断地探索，将冷链仓储技术成功应用于葡萄干储存，使葡萄干产品新鲜、自然、安全，更加符合未来人们的健康消费理念。公司经过长期生产实践并结合中国葡萄干原料的特点，将各类先进设备和技术有效结合，自主创立了一整套符合欧美标准化加工要求的清洗、除杂、分级、微波杀菌、激光分选、检测的加工工艺，并建立了国内唯一一条通过英国 BRC 认证的自动化葡萄干加工生产线，所加工的产品可直供英国超市。

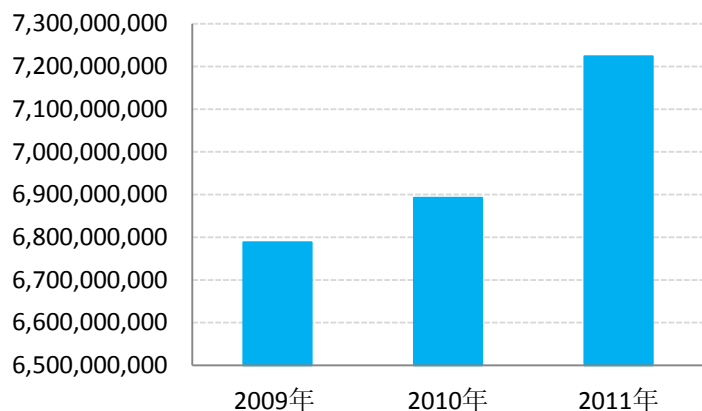
此外，目前我们人均葡萄干消费才 80 克/人，仅是发达国家的十分之一。未来市场的潜力也是巨大的。

2.4. 双轮驱动 公司鲜干果市场都具国际竞争力

2.4.1. 相比国际大公司 公司鲜苹果在东南亚市场具有较强竞争能力

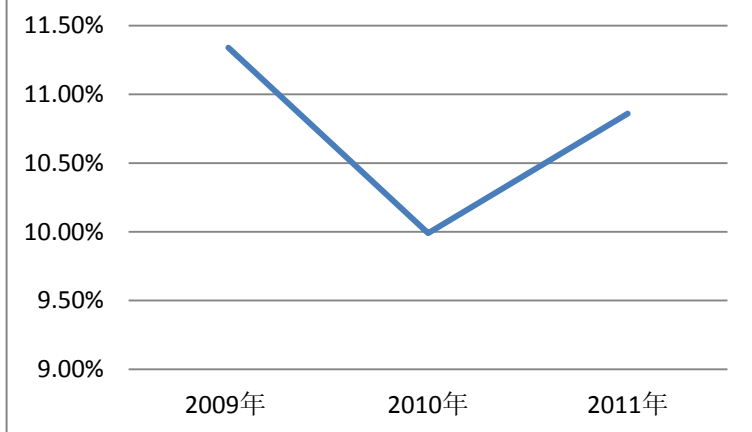
公司原先是以鲜果出口为主，我们通过与全球最大鲜果出口商 DOLE 比较发现，公司在相关领域拥有相当的品牌影响力，鲜果整体毛利率比 DOLE 还略高。

图5 DOLE 主营业务收入 (单位: 美元)



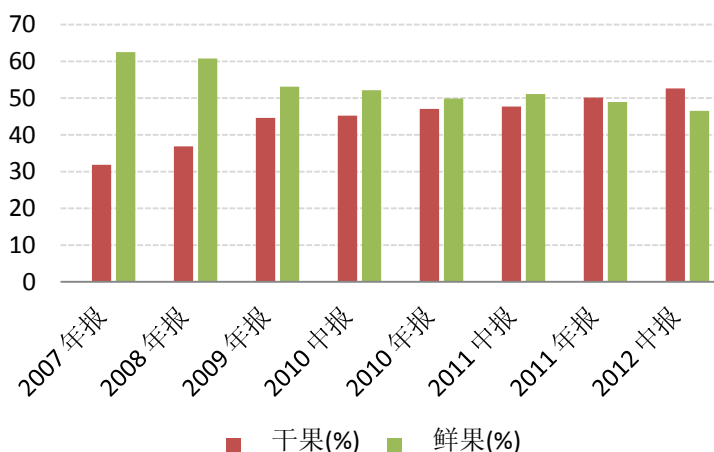
资料来源: 公司年报、华宝证券研究所整理

图6 DOLE 综合毛利率 (单位: %)



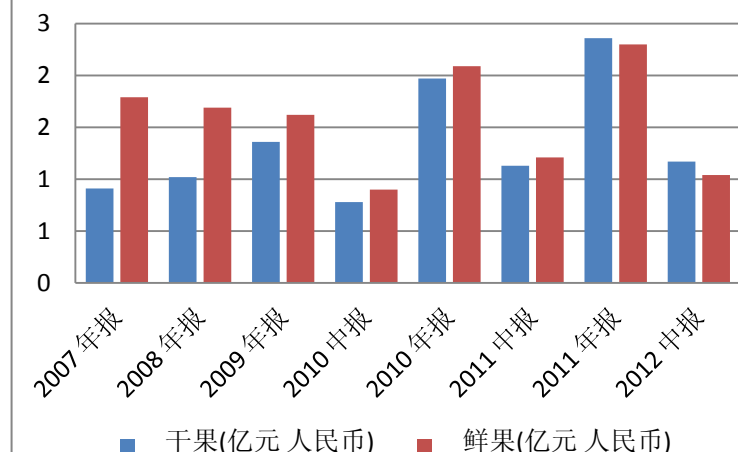
资料来源: 公司年报、华宝证券研究所整理

图7 公司主营业务构成 (单位: %)



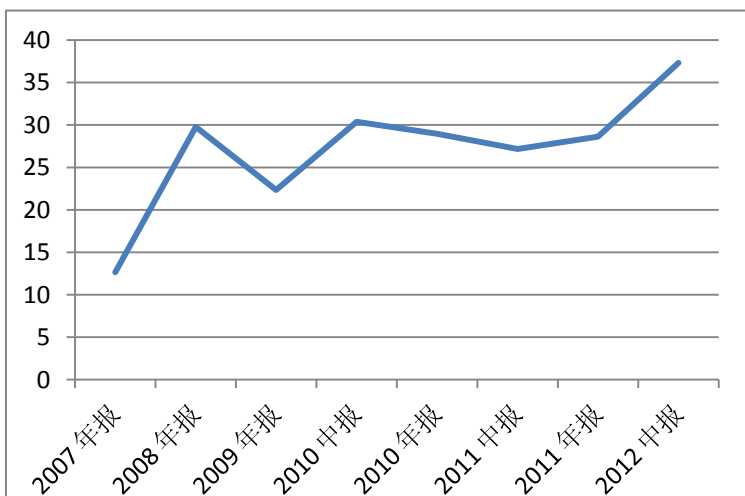
资料来源: 公司报告、华宝证券研究所整理

图8 公司主营业务收入 (单位: 亿元)



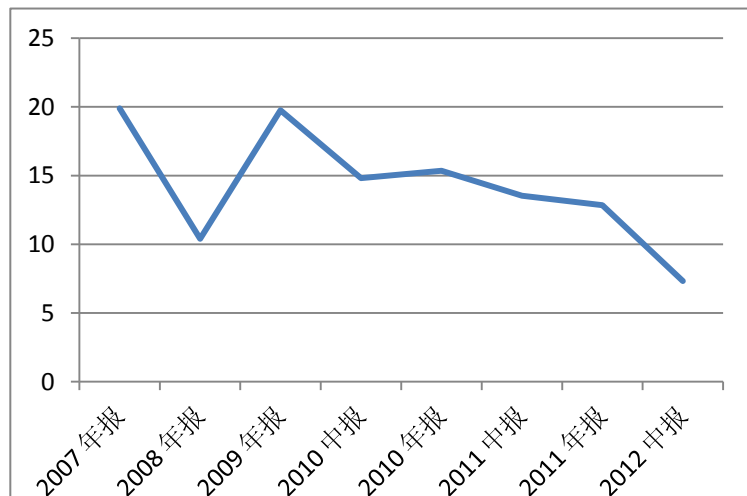
资料来源: 公司公告、华宝证券研究所整理

图9 干果毛利率 (单位: %)



资料来源: 公司报告、华宝证券研究所整理

图10 鲜果毛利率 (单位: %)



资料来源: 公司公告、华宝证券研究所整理

DOLE 的毛利率近三年平均接近 10%，而公司鲜果出口的毛利率三年平均接近 15%。这主要是与公司出口战略相关。公司产品出口东南亚以高档苹果为主，与美国蛇果分别占印度尼西亚的高端市场。

2.4.2. 千果国内市场潜力大 公司针对性开发产品

国内有关的休闲食品市场潜力巨大。据市场调研数据显示，平均每个家庭月消费休闲食品额度为 50 元。按照接近 50% 的城镇市场化率计算，整个休闲食品市场接近 1200 亿的规模。公司目前销售只有 2 亿，如果以 1% 的市场占有率计算，公司的市场空间将会有 6 倍之大。

3. 转型内销市场 未来市场潜力巨大

3.1. 全方位进军国内销售渠道 传统与新兴并举

公司从 2011 年开始进军国内市场，并且从传统商超、电商、自营店等多种方式全方面铺开国内销售渠道。目前，传统商超还是公司最大的销售渠道。公司看重的商超消费量大，中间环节少。朗源的品牌和质量保证相应较高的售价。公司刚与永辉超市签订鲜果供应合同，这对公司未来品牌和渠道销售都将产生积极正面的影响。

此外，公司从 2011 年开始积极筹建自营店。目前已经开店 25 家 年底计划到 35-40 家。公司目前的重点是在以上海为中心的华东地区开展业务，未来将会拓展到华北、华南等地区。虽然目前直营店投入成本较高，但是该模式一旦达到盈亏平衡点，未来可以快速扩张。

除了直营店，公司还积极与商业地产合作，开展店中店模式。目前与各大地产商都有合作，计划到年底将开 20-50 家店中店。店中店模式的盈亏平衡点要低于，预计半年就能达到盈亏平衡点。

3.2. 强调体验 公司线上线下业务发展不冲突

公司坚持线上和线下同产品没有两个价格。不会跟随目前电商价格战的营销策略。但是直营实体店主要是坚持顾客体验和衍生品为主。这个策略非常适合国内情况，这主要是与电子消费品的概念一样。实体店更多强调体验 相关商品可以去网上购买。但其他一些产品通过体验可以提升客户的忠诚度以及产品的口碑效应。

公司相关的策略比目前电商的价格战更显高明。

4. 公司盈利预测

公司的盈利随着以直营店为代表的国内销售网络铺开，2013、2014 年将会引来盈利快速增长的关键年。

表 4 公司主要业务分拆和盈利预测

	2010 年	2011 年	2012 年 (E)	2013 年 (E)	2014 年 (E)
苹果业务					
销售量 (吨)	36161	30503	33000	36000	38000
销售均价 (元/吨)	5682	7200	8000	8800	9500
销售收入 (万元)	20546	21962	26400	31680	36100
毛利润 (万元)	3029	2831	3696	4435	5776
葡萄干业务					
销售量 (吨)	17969	17464	22703	33006	42907
销售售价 (元/吨)	10500	13100	14500	15500	16000
销售收入 (万元)	18868	22878	32919	51159	68651
毛利润 (万元)	5676	5495	7906	15710	23169

数据来源: 公司公告, 华宝证券研究所

此外, 与国际同行比较, 鲜果经销商 DOLE 目前的 PE 为 34 倍。休闲食品龙头的中国旺旺上市公司市盈率也在 30 倍左右。考虑公司在外销市场的品牌以及国内市场的巨大潜力, 我们认为给予 30 倍的估值比较合理。公司 2012、2013 和 2014 年预测 EPS 为: 0.16、0.29 和 0.44, 对应的 PE 为 34、18 和 12 倍。

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	538.40	675.34	1020.77	1055.81
现金	181.10	363.53	444.42	545.53
应收账款	59.83	77.05	103.97	129.94
其它应收款	0.91	0.53	1.44	1.06
预付账款	63.35	17.74	105.72	42.55
存货	233.20	216.49	365.21	336.72
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产	247.31	289.44	333.84	373.68
长期投资	1.96	1.96	1.96	1.96
固定资产	185.91	225.08	263.65	300.59
无形资产	9.85	10.12	10.77	11.18
其他	49.59	52.29	57.46	59.95
资产总计	785.71	964.78	1354.61	1429.49
流动负债	99.17	208.89	466.90	340.90
短期借款	95.00	130.91	450.05	220.39
应付账款	29.86	89.04	34.01	131.66
其他	-25.69	-11.06	-17.16	-11.16
非流动负债	0.00	-4.00	-8.00	-12.00
长期借款	0.00	-4.00	-8.00	-12.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	99.17	204.89	458.90	328.90
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	686.54	759.90	895.72	1100.59
负债和股东权益	785.71	964.78	1354.61	1429.49

现金流量表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	-115.02	197.67	-171.66	394.69
净利润	58.38	73.35	135.82	204.87
折旧摊销	8.79	10.24	12.40	14.57
财务费用	3.45	-1.26	5.82	5.51
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-185.56	115.30	-325.68	169.73
其它	-0.07	0.03	-0.02	0.01
投资活动现金流	-72.43	-52.41	-56.78	-54.41
资本支出	61.68	42.17	44.38	39.84
长期投资	-1.96	0.00	0.00	0.00
其他	-12.71	-10.24	-12.40	-14.57
筹资活动现金流	347.99	37.17	-27.77	-0.53
短期借款	-71.82	35.91	-17.96	8.98
长期借款	0.00	-4.00	-4.00	-4.00
其他	419.81	5.26	-5.82	-5.51
现金净增加额	160.55	182.43	-256.21	339.74

利润表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	470.94	671.34	880.85	1142.74
营业成本	373.12	528.00	633.00	794.00
营业税金及附加	1.45	1.05	1.59	2.21
营业费用	19.40	46.99	74.87	96.56
管理费用	14.08	22.15	27.70	36.82
财务费用	3.45	-1.26	5.82	5.51
资产减值损失	0.34	0.39	0.57	0.70
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	59.10	74.02	137.29	206.93
营业外收入	0.03	0.04	0.03	0.04
营业外支出	0.01	0.02	0.01	0.02
利润总额	59.12	74.04	137.31	206.95
所得税	0.74	0.68	1.49	2.08
净利润	58.38	73.35	135.82	204.87
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	58.38	73.35	135.82	204.87
EBITDA	68.17	82.82	154.83	226.46
EPS (元)	0.25	0.16	0.29	0.44

主要财务比率

	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	12.62%	42.56%	31.21%	29.73%
营业利润	19.66%	25.24%	85.49%	50.72%
归属母公司净利润	18.85%	25.65%	85.16%	50.84%
获利能力				
毛利率	20.77%	21.35%	28.14%	30.52%
净利率	12.40%	10.93%	15.42%	17.93%
ROE	8.50%	9.65%	15.16%	18.61%
ROIC	7.50%	8.07%	10.50%	15.98%
偿债能力				
资产负债率	12.62%	21.24%	33.88%	23.01%
净负债比率	13.84%	17.23%	49.80%	19.30%
流动比率	5.43	3.23	2.19	3.10
速动比率	3.08	2.20	1.40	2.11
营运能力				
总资产周转率	0.80	0.77	0.76	0.82
应收帐款周转率	9.66	9.81	9.73	9.77
应付帐款周转率	11.70	8.88	10.29	9.59
每股指标(元)				
每股收益	0.25	0.16	0.29	0.44
每股经营现金	-0.24	0.42	-0.36	0.84
每股净资产	2.92	1.61	1.90	2.34
估值比率				
P/E	42.74	34.02	18.37	12.18
P/B	3.63	3.28	2.79	2.27
EV/EBITDA	17.01	27.32	16.13	9.55

资料来源：港澳资讯、华宝证券研究所

投资评级的说明

- 行业评级标准

报告发布日后3个月内，以行业股票指数相对同期中证800指数收益率为基准，区分为以下四级：

强于大市 A--：行业指数收益率强于相对市场基准指数收益率5%以上；

同步大市 B--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%~5%之间波动；

弱于大市 C--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%以下；

未评级 N--：不作为行业报告评级单独使用，但在公司评级报告中，作为随附行业评级的选择项之一。

- 公司评级标准

报告发布日后3个月内，以股票相对同期行业指数收益率为基准，区分为以下五级：

买入：相对于行业指数的涨幅在15%以上；

持有：相对于行业指数的涨幅在5%-15%；

中性：相对于行业指数的涨幅在-5%-5%；

卖出：相对于行业指数的跌幅在-5%以上；

未评级：研究员基于覆盖或公司停牌等其他原因不能对该公司做出股票评级的情况。

机构业务部咨询经理

上海

宋歌

021-6877 8081

138 1882 8414

北京

程楠

010 -6708 5220

159 0139 1234

深圳

袁月

0755-3665 9385

158 1689 6912

风险提示及免责声明：

★ 市场有风险，投资须谨慎。

★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。

★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。

★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。