

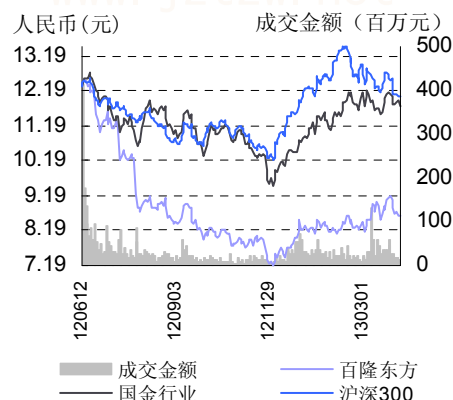
百隆东方 (601339.SH) 纺织行业
评级: 增持 维持评级
公司研究

市价(人民币): 8.62元

目标(人民币): 11.00元

长期竞争力评级: 高于行业均值
市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	150.00
总市值(百万元)	64.65
年内股价最高最低(元)	12.51/7.19
沪深300指数	2483.55
上证指数	2225.30


相关报告

1. 《预计盈利能力将有所提升》，2013.1.22
2. 《公司受累于色纺纱行业的两头受困》，2012.8.20
3. 《竞争优势在于公司建立起来的品牌供应商形象》，2012.6.12

焦娟

 联系人
(8621)61038269
jiaoj@gjzq.com.cn

张斌

 分析师 SAC 执业编号: S1130511030002
(8621)61038278
zhangbin@gjzq.com.cn

业绩改善源于毛利率回升和行业整合效果

公司基本情况(人民币)

项 目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	1.550	1.586	0.360	0.450	0.513
每股净资产(元)	4.33	5.95	7.62	7.92	8.25
每股经营性现金流(元)	0.88	0.73	1.57	0.78	0.52
市盈率(倍)	N/A	N/A	23.10	19.35	16.96
行业优化市盈率(倍)	47.17	20.63	27.46	29.85	29.85
净利润增长率(%)	85.06%	2.30%	-71.65%	25.00%	14.10%
净资产收益率(%)	35.76%	26.66%	4.72%	5.68%	6.22%
总股本(百万股)	600.00	600.00	750.00	750.00	750.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 色纺纱行业是已经有近 30 年历史的细分子行业, 因其较小的容量、相对有限的盈利能力, 目前已形成相对稳定的双寡头竞争格局, 未来行业的发展主要随下游消费需求的自然增加而平稳增长;
- 公司是行业内的双寡头之一, 一直稳步扩张规模; 自 2000 年以来, 谨慎地沿着产业链延伸、通过投资新建及兼并扩张色纺纱产能; 借助 2012 年成功上市的募集资金, 公司未来 1-2 年将增加包括越南工厂在内的产能; 公司经营相对稳健, 在行业内、下游主要客户中具备较好的品牌形象与口碑;
- 公司是一家质地较为优秀的企业, 目前的运营环境缓慢复苏。
 - 受下游需求不足、国内外棉价倒挂、自身储备棉成本较高这三重因素的负面影响, 公司整体的毛利率水平自 2011 年下半年开始明显下滑, 2012 年业绩继续受此拖累而大幅下滑;
 - 我们认为纺织行业的基本面业绩已见底, 海外需求自 2012 年末开始有复苏迹象, 加之产业整合初步见效, 预计 2013 年行业将持续缓慢复苏。受此影响, 业内企业订单情况有望明显增加, 但订单毛利率水平能否顺利提升, 仍取决于 2013 年行业复苏的力度和节奏;
 - 基于对行业的判断, 拖累公司 2012 年业绩的三重因素中, 虽然国内外棉价倒挂的负面影响短期内仍将持续, 但下游需求略有好转、公司自身储备棉成本将于 2013 年 1 季度后明显下降, 预计将明显提升公司的毛利率水平, 从而带动公司 2013 年业绩的改善;
 - 我们根据行业发展趋势(产能严重过剩, 全球纺织服装生产已经向国外转移), 草根调研结果(企业倒闭增加, 订单回升)得出纺织制造行业整合开始见效的结论; 公司作为色纺纱龙头, 无疑也就享受整合带来的市场机会, 取得高于行业均值的发展速度。

盈利预测及投资建议

- 预计公司 2012-2014 年收入分别同比增长-3.43%、-0.86%、9.48%; 净利润分别同比增长-71.65%、25.00%、14.10%; 对应 EPS 分别为 0.360 元、0.450 元、0.513 元;
- 目标价 11 元: 目前公司 PB 在 1.1 倍, 参考可比公司华孚色纺、霞客环保、鲁泰 A、联发股份、孚日股份目前平均 1.43 倍的 PB 水平, 我们认为公司在 11 元以内具备一定的安全边际。

风险: 需求复苏不达预期、新产能无法达产达效、越南项目导致费用激增。

内容目录

公司是色纺纱行业的双寡头之一，已建立起品牌制造商口碑	3
未来行业的发展主要随下游消费需求的自然增加而平稳增长	3
公司的竞争优势在于已建立起来的品牌制造商口碑	3
预计未来公司的盈利能力将改善	4
行业格局稳定，公司在正常年份里是一家经营平稳的企业	4
毛利率水平主要受需求、国内外棉价差、公司自身棉花储备成本的影响	4
2011 年下半年以来，受三重因素的叠加，公司毛利率明显下降	4
预计 2013 年公司业绩改善主要来自于毛利率水平的回升和行业整合效果	5
盈利预测假设	7
重点关注 2013 年毛利率水平的提升	7
估计 2013 年产量增加至 11 万吨	7
盈利预测及估值	7
风险提示	9
附录：三张报表预测摘要	10

图表目录

图表 1：公司色纺纱的毛利率一般在 20%-25%之间	6
图表 2：公司及可比公司的毛利率波动情况	6
图表 3：2011 年下半年公司毛利率开始明显下滑	6
图表 4：净利润下滑幅度远大于收入下滑幅度	6
图表 5：国内棉花现货价格的波动情况	6
图表 6：国内外棉花价差（国内棉价-国际棉价）	6
图表 7：将于 2013 年 6 月份开工的两大新项目基本情况	6
图表 8：色纺纱业务拆分	8
图表 9：销售预测	8

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

公司是色纺纱行业的双寡头之一，已建立起品牌制造商口碑

未来行业的发展主要随下游消费需求的自然增加而平稳增长

- 色纺纱有别于普通的白纱，染色环节发生于生产环节的最前端，即对棉花染色后纺纱，制成的纱色牢度高、颜色鲜艳。生产企业通过将不同颜色的棉花混合，从而使得成品色彩丰富、色泽朦胧，其产品主要用于休闲类的针织产品，因技术上的限制，目前在梭织产品的应用较少；色纺纱行业已经有将近 30 年历史，是一个比较成熟的行业；行业相对较小，全球的棉花用量一年大概在 2500 万吨左右，其中色纺纱行业所耗用的全棉染色量在 50 万吨左右，占比约为 2%。公司和华孚色纺是这一小行业中的两个寡头垄断企业，两大公司的产能合计占全球产能的 60%，占全国产能的 70%-80%，其中华孚色纺的产能略高于公司；
- 行业内两大寡头的产品结构一般为 30%的彩纱，70%的常规纱线（基本色）；色纺纱的成本构成中，70%为棉花，30%为人工、能源、运输等费用；从两大企业的市场结构来看，国内外的销售额大致各半，其中出口市场中，美国占 50%-60%，欧洲占 30%，日本占 10%-20%；
- 从行业的终端需求方，即下游各个品牌商的应用来看，尽管颜色鲜艳、色牢度高，但由于色纺纱生产效率相对较低、成本较高，生产的产品系列在品牌商的系列产品中占比较小，主要是一些中高端服装使用较多；此外，行业内企业的客户数量繁多，对颜色要求变化很大，订单呈现出“小批量、多批次”的特点。企业为应对上述市场特点，一般采取大量预先染色的办法，即预先染好不同基本颜色的棉花，再根据客户需要进行配比，生产出符合客户需要的产品；
- 行业未来的发展空间主要来源于全球纺织服装整体的发展，部分来源于缓慢的色纺纱对普通纱线的替代，因为使用色纺纱展现出的终端服装风格在相当程度上是可以用纱线染色、先进的布料染色工艺而获得。未来行业的发展主要随下游消费需求的自然增加而平稳增长。

公司的竞争优势在于已建立起来的品牌制造商口碑

- 色纺纱企业的竞争是全方位的，技术上问题不大，产品有一定同质化，竞争主要体现在生产企业经过多年积累下的市场口碑。品牌零售商的口碑是其产品在终端不断与消费者沟通的结果，代表着较高的产品品质与服务质量；与品牌零售商相比，制造类企业的品牌口碑更难建立，与相对“感性”的消费者相比，制造类企业的客户为“理性”的公司，公司的行为选择完全建立在理性与利益的基础上，对制造类企业的要求更为苛刻，建立起品牌口碑所需要的时间更加漫长；
- 品牌制造商口碑代表着质量、创造性和销售服务方面的业界最高标准，正如“YKK”品牌远远超过“拉链”的范畴，制造类品牌所代表的是业内公认的标准，建立起品牌口碑的制造类企业，也有责任在工业的趋向和款式上，充当领先一步的角色；对下游客户而言，与普通制造商相比，品牌制造商的产品品质可以保证，服务质量可以持续，交期控制更为严密，下游客户愿意为产品质量的稳定性、服务理念持续性、严格的交期、领先的色卡等因素而支付相对略高的价格，来保证自身供应链流程的顺利运行，从而为品牌制造商带来较高的盈利能力；
- 百隆作为上游供应商，专注于生产制造，在与下游客户的二十年合作关系中，建立起了一定的品牌制造商口碑，在品种、交期、价格方面具备较强的竞争力，这是公司最大的竞争优势，也是公司盈利能力相对较高的原因所在；尽管如此，作为供应商，在买方市场上，公司议价能力不强，公司的盈利能力将随着下游需求的周期性变化而波动明显。

预计未来公司的盈利能力将改善

行业格局稳定，公司在正常年份里是一家经营平稳的企业

- 行业规模较小、盈利能力相对有限，目前行业的竞争格局相对稳定，两大龙头基本垄断了全国乃至全球主要的市场份额，行业有望保持平稳增长；
- 公司在正常的年份里是一家经营平稳的企业，业绩的变动一方面来自于消费的周期性波动带来的毛利率波动，另一方面则来源于整体市场平稳增长带来的需求增加。
 - 色纺纱成本结构中，70%为棉花，国内外棉花价格的正常及非正常波动都将在一定程度上影响公司的日常运营及经营业绩；从公司历史资料来看，正常年份里公司毛利率水平一般保持在 20% 左右，2010-2011 年受棉价暴涨暴跌及公司自身棉花储备行为的影响，公司毛利率水平保持在 25%-30% 的水平上，但 2012 年毛利率则大幅下滑至 15%-20%，目前公司的盈利能力仍处于棉价暴涨暴跌及自身储备棉花行为的滞后影响中；
 - 由于色纺纱行业需求平稳，以及产能新建需要大量的资金，公司在产能扩张方面一向稳健，公司首先沿着纺织产业链条开始逐步延伸，目前已基本覆盖轧花、染色、纺纱等生产加工环节；2000 年以后，随着色纺纱市场规模的扩大和盈利前景的改善，公司以投资新建和收购兼并的方式，稳步拓展色纺纱的生产规模，先后成立曹县百隆（2000 年 5 月）、宁波百隆（2001 年 4 月）、百隆深圳（2001 年 9 月）、南官百隆（2004 年 6 月）、淮安百隆（2007 年 9 月）、深圳百隆（2010 年 3 月），截至 2012 年公司自有产能扩大至 7.5 万吨；随着募集资金项目的建成，公司将于 2013 年 6 月开工山东邹城（2.5 万吨）、江苏淮安（2.4 万吨）两处新增产能；预计于 2014 年年初建成的越南项目，也将进一步扩大公司的自有产能规模。

毛利率水平主要受需求、国内外棉价差、公司自身棉花储备成本的影响

- 公司整体的毛利率水平与订单结构有关，档次高的订单，毛利率水平相对较高；不同档次的订单，其价格主要与棉价、损耗率、加工费用、协商的毛利率水平有关，其中棉价主要是参考国际市场期货和现货的价格，从公司自身实际情况来看，所有订单平均协商的毛利率水平在 20% 左右；此外，若下游需求不足，公司出于稳定客户的考虑，会给予大客户一定的折扣，大致在 95 折左右；
- 作为供应商，下游需求状况的变化将直接导致订单结构的明显变动，从而带来毛利率水平的上下波动；若需求不足，供应商出于维持产能利用率的考虑，会积极拓展更多中低档订单，从而明显拉低订单的整体档次，降低公司整体的毛利率水平；
- 从公司实际运营情况来看，订单中的棉价以国际棉价为主要参考，但由于我国棉花种植成本较高，国家将棉花作为战略性农产品，出于保护棉农的考虑，国内棉花现货的价格近两年来明显高于国际棉价；而棉花进口配额限制严苛，导致国内棉纺企业的棉花采购以国内现货为主，采购成本明显高于国际棉价，国内外的棉价差将明显导致国内棉纺企业竞争力的下降；此外，由于棉花是一年一收的农作物，大的棉纺企业一般在每年 9-11 月份棉花丰收之际采购 6-12 个月的棉花现货作为储备，企业每年的储备棉成本基本锁定在 9-11 月份的现货价格范围内，这与订单签订之际的国内棉花现货价格可能存在明显的差异，以上两者的叠加，将可能导致企业的经营业绩大幅波动。

2011 年下半年以来，受三重因素的叠加，公司毛利率明显下降

- 出口制造类企业自 2011 年 1 季度开始明显受到海内外需求不足的明显拖累，订单情况开始不乐观；且公司自身储备棉成本较高，加之 2012 年以来国内外棉价倒挂严重（国内棉价比国际棉价高 5000 元左右/吨），公司 2011 年下半年开始毛利率大幅下滑；此外，2010 年以来，制造类企业整

体经营环境不乐观，面临人力成本快速上升（且人力资源质量明显下降）的费用压力，2011年下半年以来公司净利润增速骤然下滑；

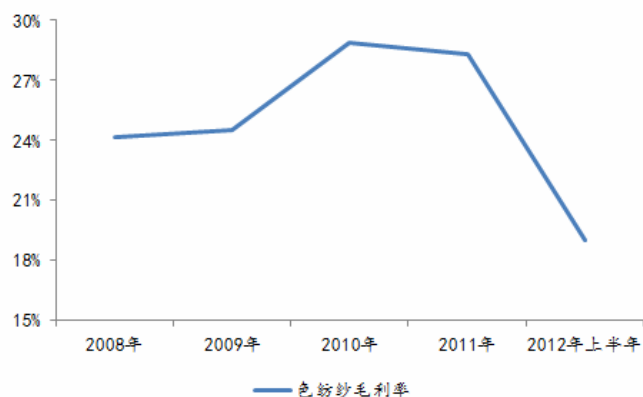
- 海内外需求的周期性波动需要多年的缓慢恢复，国内外棉花价格倒挂短期内成为常态，但公司自身储备棉的成本，将随着时间的推移而趋于合理，2013年2季度开始，公司储备棉的成本预计将回归至1.8万/吨（公司作为色纺纱龙头，可以获得部分棉花进口配额）。

预计2013年公司业绩改善主要来自于毛利率水平的回升和行业整合效果

- 从行业基本面情况来看，海外需求有所改善，美国正处于缓慢复苏的通道里，欧盟情况不再恶化；微观调研来看，出口制造类企业自2012年11月份开始，订单情况开始好转，基本面底部基本于2012年下半年到来；
- 行业周期性的恢复将是一个较为缓慢的过程，目前绝大多数企业只是订单情况有所好转，整体的毛利率水平未有明显提升，从2013年行业基本面的判断来看，预计毛利率水平的提升较为缓慢，与海外需求的恢复节奏息息相关；具体到公司而言，目前压制公司毛利率水平的三重因素中，虽然国内外棉价倒挂情况并无明显改善，但需求有所改善、储备棉成本将于2012年2季度明显下降，预计公司订单结构在缓慢提升档次的同时，毛利率水平将随着储备棉成本的下降而明显改善，从而改善公司整体的业绩情况；
- 我们始终认为影响棉价的三大关键因素是资金、供需和政策。2013年，我们认为**棉价窄幅波动与国家政策关系最大**，国家通过2.04万元收储、1.9万元抛储基本锁定了棉价波动区间，资金仍难有明显改善，供应也相对平稳，需求不足仍是决定2013年棉价的最关键因素；
- **2013年棉价将在1.8-2.2万之间窄幅波动**。13年我们预计行业复苏缓慢；从供应来看，全球棉花库存始终处于历史高位；国家希望棉价平稳在2万元左右；从历史经验来看，每次棉价暴涨暴跌后，都会有一个1-3年的底部徘徊过程，因为棉价波动离不开产业链囤货行为的变化，暴跌后，产业链需要很长时间恢复。考虑到需求的制约和政策的托底，仍预计13年棉价在1.8-2.2万元之间窄幅波动。
- 公司的两处新产能（山东、江苏）将于2013年6月份正式开工生产，但新增产能能否如期达产达效，主要依赖于下游需求；
- 根据我们对实业的调研，纺织生产企业从10年底开始，由于国内外需求下滑、棉花在内的原料暴涨，倒闭明显增加，行业整合加速。由于国家缺乏纺织各个细分子行业的产能统计数据（也没法统计，因为不少针织布印染企业都有色纺纱产能，作为产品结构的补充），我们没法给出具体数据，但我们相信根据行业发展趋势（纺织行业产能严重过剩，未来全球纺织服装生产中心已经向国外转移），草根调研结果得出的结论，这样也就能解释为何从去年4季度开始订单回升，但毛利率回升明显滞后。公司作为色纺纱龙头，无疑也就享受整合带来的市场机会，取得高于行业均值的发展速度。

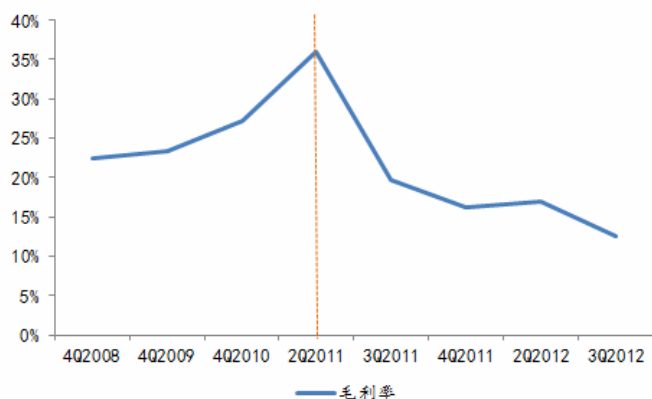
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

图表1：公司色纺纱的毛利率一般在 20%-25%之间



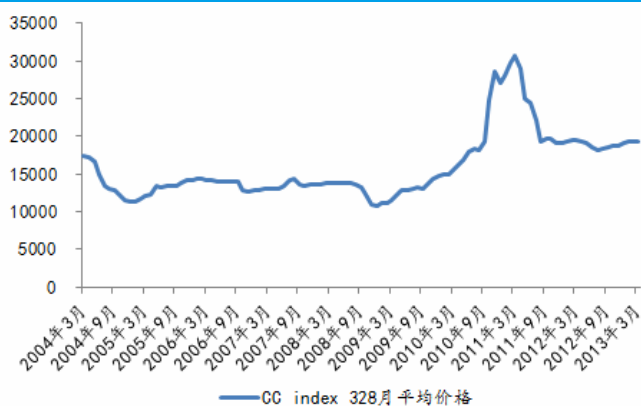
来源：国金证券研究所、公司年报

图表3：2011 年下半年公司毛利率开始明显下滑



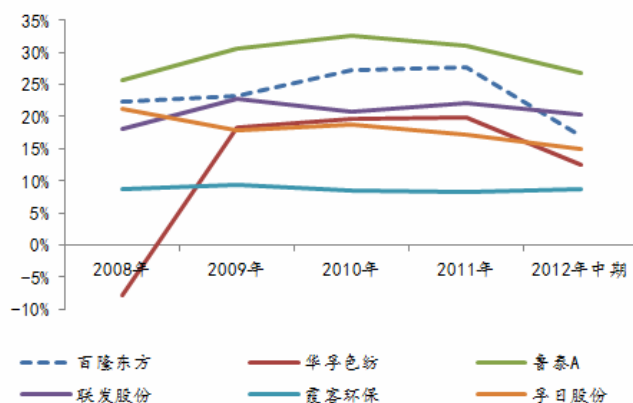
来源：国金证券研究所、公司年报

图表5：国内棉花现货价格的波动情况

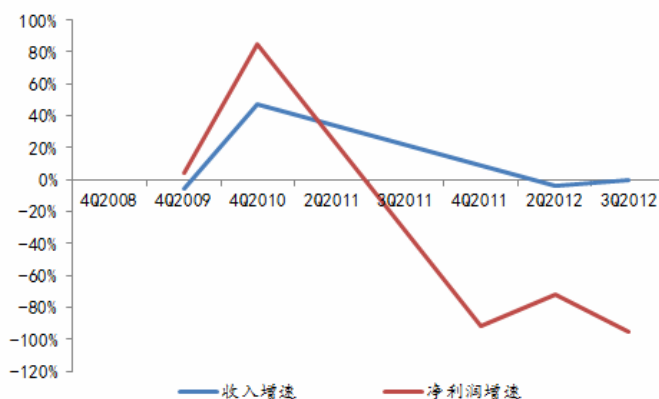


来源：国金证券研究所、第一纺织网、彭博

图表2：公司及可比公司的毛利率波动情况



图表4：净利润下滑幅度远大于收入下滑幅度



图表6：国内外棉花价差 (国内棉价-国际棉价)



图表7：将于 2013 年 6 月份开工的两大新项目基本情况

	总投资 (万元)	纱线类型	产能 (吨)	建成后的年收入 (万元)	平均单价 (万元/吨)	实现利润 (万元)	投资回收期 (年)	配置人员数 (人)
山东邹城	39,840	纯棉色纺纱	25,000	139,500	5.58	8,007	4.98	2,880
江苏淮安	66,389	30支纯棉花灰纱	24,000	137,520	5.73	11,715	5.67	2,880

来源：国金证券研究所、公司年报

盈利预测假设

重点关注 2013 年毛利率水平的提升

- 我们预期 2013 年海内外需求的复苏均比较缓慢，尚不能明显改善行业内企业订单的加成毛利率水平（公司采用完全成本加成定价法，根据棉花价格、损耗率、加工成本，最终协商一个加成毛利率，需求的旺盛程度将明显影响加成毛利率的水平）；
- 预计 2013 年公司整体的毛利率水平，将随着公司储备棉成本的降低而有所改善，根据国金测算，2012 年，公司棉花成本平均为 2.325 万元/吨，2012 年三季报之后，公司采购的新棉进入了报表，预计 4 季度的棉花成本大致为 2.1 万元/吨，2013 年，预计公司的棉花成本为 1.8 万/吨（公司在 13 年预计有 20% 的外棉配额），考虑到国际市场上 1.4 万/吨的棉价基本见底（业内判断），预计公司 2013 年主营色纺纱的毛利率大致能提升 4 个百分点左右。

估计 2013 年产量增加至 11 万吨

- 2012 年公司产能与 2009-2011 年的产能水平无明显差异，自身产能有 7.5 万吨，外协部分有 2.5 万吨，总体保持在 10 万吨左右的水平上；
- 根据募集资金项目的规划，2013 年 6 月份将建成山东、江苏两个项目，分别具有产能 2.5 万吨、2.4 万吨，分别生产纯棉的色纺纱、花灰纱；因新增产能试运营的第一年，产量大致达到成熟阶段的 50%，我们预计 2013 年终端需求缓慢恢复，2013 年产量增加至 11 万吨；

盈利预测及估值

- **费用占比有所提高：**考虑到 2013 年山东、江苏的新增产能将开工、2014 年越南的项目将建设完成并准备开工，2012 年公司销售、管理费用率分别提升至 2.5%、5.8%；2013 年继续提升至 2.8%、6%；
- **EPS：**预计公司 2012-2014 年收入分别同比增长 -3.43%、-0.86%、9.48%；净利润分别同比增长 -71.65%、25.00%、14.10%；对应 EPS 分别为 0.360 元、0.450 元、0.513 元；
- **11 元以内具有一定的安全边际：**由于公司目前仍处于因棉花价格波动，导致业绩暴涨暴跌的周期性阶段，我们认为相对于 PE 估值，PB 估值法更能把握公司的整体投资价值，目前公司 PB 在 1.1 倍，参考同类型公司（华孚色纺 1.2361 倍、霞客环保 2.0812 倍、鲁泰 A1.4649 倍、联发股份 1.1389 倍、孚日股份 1.2182 倍，）目前平均 1.43 倍的估值水平，我们认为公司在 11 元以内具备一定的安全边际，对应 PB 为 1.43 倍。

图表8：色纺纱业务拆分

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
产能 (万吨)	10	10	10	10	14.9	15.5
产量 (万吨)	10.03	11.57	10.00	9.5	11	12
自制 (万吨)	7.49	7.25	7.69	7.5	8.5	11
外协 (万吨)	2.54	4.32	2.31	2	2.5	1
销量 (万吨)	10.53	10.96	8.8	11	11	12
色纺纱收入 (亿元)	31.00	40.15	40.21	38.58	38.18	42.50
单价 (万元/吨)	2.94	3.66	4.57	3.51	3.47	3.54
产生库存 (万吨)	-0.50	0.61	1.20	-1.5	0	0

来源：国金证券研究所、公司年报

图表9：销售预测

项 目	2009	2010	1H 11	2011	1H12	2012E	2013E	2014E
色纺纱销售								
销售收入 (百万元)	3,100.29	4,014.92	2,219.74	4,020.89	2,072.13	3,857.62	3,818.28	4,250.40
增长率 (YOY)		29.50%		0.15%	-6.65%	-4.06%	-1.02%	11.32%
毛利率	24.48%	28.88%	61.33%	28.34%	18.97%	13.50%	17.00%	17.50%
销售成本 (百万元)	2,341.34	2,855.41	858.37	2,881.37	1,679.04	3,336.84	3,169.17	3,506.58
增长率 (YOY)		21.96%		0.91%	-41.73%	15.81%	-5.02%	10.65%
毛利 (百万元)	758.95	1,159.51	1,361.37	1,139.52	393.08	520.78	649.11	743.82
增长率 (YOY)		52.78%		-1.72%	-65.50%	-54.30%	24.64%	14.59%
占总销售额比重	93.88%	82.36%	87.55%	84.45%	83.12%	83.90%	83.76%	85.17%
占主营业务利润比重	98.71%	87.45%	83.45%	86.29%	92.78%	73.78%	82.97%	84.81%
材料销售								
销售收入 (百万元)	202.25	859.87	315.65	740.30	420.95	740.30	740.30	740.30
增长率 (YOY)		325.15%		-13.91%	33.36%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	4.91%	19.35%	85.50%	24.46%	7.26%	25.00%	18.00%	18.00%
销售成本 (百万元)	192.32	693.47	45.76	559.25	390.38	555.22	607.05	607.05
增长率 (YOY)		260.58%		-19.35%	-30.20%	-0.72%	9.33%	0.00%
毛利 (百万元)	9.93	166.40	269.89	181.05	30.58	185.07	133.25	133.25
增长率 (YOY)		1575.22%		8.80%	-83.11%	2.22%	-28.00%	0.00%
占总销售额比重	6.12%	17.64%	12.45%	15.55%	16.88%	16.10%	16.24%	14.83%
占主营业务利润比重	1.29%	12.55%	16.55%	13.71%	7.22%	26.22%	17.03%	15.19%
销售总收入 (百万元)	3302.55	4874.79	2535.39	4761.19	2493.08	4597.92	4558.58	4990.70
销售总成本 (百万元)	2533.66	3548.88	904.13	3440.62	2069.42	3892.06	3776.21	4113.63
毛利 (百万元)	768.88	1325.91	1631.26	1320.57	423.66	705.85	782.36	877.07
平均毛利率	23.28%	27.20%	64.34%	27.74%	16.99%	15.35%	17.16%	17.57%

来源：国金证券研究所、公司年报

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

风险提示

- **2013 年需求复苏不达预期。**目前国内需求仍然低迷，导致需求放缓的四大因素仍没有改善的迹象；目前海外需求缓慢复苏，若 2013 年因不确定因素导致需求复苏不达预期，将为公司带来更加激烈的竞争，影响公司整体的盈利能力；
- **新增产能无法达产达效。**新增产能能否达产达效，除项目本身的正常推进外，主要取决于需求能否恢复，若需求不足，新增产能无法如期释放将带来沉重的负担，此外，若需求不足，即使新增产能部分转化为产量，其订单毛利率水平也无法达到之前的预期水平；
- **越南项目导致费用激增。**越南的新增项目预期将于 2014 年开机生产，2013 年全年都处于建设期，海外投资项目存在着巨大的风险，虽然公司前期准备充分、选址严谨且具备较强的生产管理能力，海外项目的运营风险存在巨大的不确定性，存在很大的失败风险或费用激增的风险。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	3,303	4,875	4,761	4,598	4,559	4,991
增长率		47.6%	-2.3%	-3.4%	-0.9%	9.5%
主营业务成本	-2,534	-3,549	-3,440	-3,892	-3,776	-4,114
% 销售收入	76.7%	72.8%	72.3%	84.6%	82.8%	82.4%
毛利	769	1,326	1,321	706	782	877
% 销售收入	23.3%	27.2%	27.7%	15.4%	17.2%	17.6%
营业税金及附加	-5	-30	-32	-28	-27	-30
% 销售收入	0.1%	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	-97	-111	-111	-115	-128	-140
% 销售收入	2.9%	2.3%	2.3%	2.5%	2.8%	2.8%
管理费用	-145	-277	-265	-267	-274	-299
% 销售收入	4.4%	5.7%	5.6%	5.8%	6.0%	6.0%
息税前利润 (EBIT)	522	908	913	297	354	408
% 销售收入	15.8%	18.6%	19.2%	6.5%	7.8%	8.2%
财务费用	-37	-42	-6	-14	7	5
% 销售收入	1.1%	0.9%	0.1%	0.3%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	43	26	0	-4	-4	-5
公允价值变动收益	7	1	-10	0	0	0
投资收益	29	133	61	-15	-10	-5
% 税前利润	5.0%	12.3%	5.8%	n.a	n.a	n.a
营业利润	564	1,026	957	264	347	403
营业利润率	17.1%	21.1%	20.1%	5.7%	7.6%	8.1%
营业外收支	23	50	96	50	50	50
税前利润	587	1,076	1,054	314	397	453
利润率	17.8%	22.1%	22.1%	6.8%	8.7%	9.1%
所得税	-67	-128	-102	-44	-60	-68
所得税率	11.4%	11.9%	9.7%	14.0%	15.0%	15.0%
净利润	520	948	951	270	337	385
少数股东损益	18	18	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	503	930	951	270	337	385
净利率	15.2%	19.1%	20.0%	5.9%	7.4%	7.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	520	948	951	270	337	385
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	81	105	144	154	208	269
非经营收益	-4	-103	-24	1	-35	-23
营运资金变动	-452	-423	-633	750	75	-237
经营活动现金净流	145	527	438	1,174	585	393
资本开支	-147	-379	-149	-363	-459	-460
投资	-31	-181	-646	-1	0	0
其他	353	508	-2	-15	-10	-5
投资活动现金净流	175	-52	-798	-379	-469	-465
股权募资	147	420	0	1,964	0	0
债权募资	-213	1,078	-322	-2,521	51	406
其他	-228	-1,489	632	-41	-80	-134
筹资活动现金净流	-293	9	310	-597	-29	272
现金净流量	27	484	-50	198	87	200

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	386	1,377	1,114	1,313	1,400	1,600
应收款项	805	368	339	475	467	507
存货	2,601	2,447	2,855	2,666	2,586	2,818
其他流动资产	301	92	744	82	79	86
流动资产	4,093	4,284	5,052	4,535	4,533	5,011
% 总资产	77.3%	74.4%	76.5%	71.5%	68.2%	68.0%
长期投资	17	0	0	1	0	0
固定资产	1,078	1,179	1,264	1,519	1,819	2,059
% 总资产	20.4%	20.5%	19.1%	24.0%	27.4%	28.0%
无形资产	100	281	278	283	289	295
非流动资产	1,202	1,472	1,552	1,805	2,110	2,356
% 总资产	22.7%	25.6%	23.5%	28.5%	31.8%	32.0%
资产总计	5,296	5,756	6,604	6,340	6,643	7,366
短期借款	1,069	2,103	1,688	0	51	456
应付款项	851	514	512	451	442	483
其他流动负债	-38	43	-37	133	169	197
流动负债	1,882	2,659	2,162	584	662	1,135
长期贷款	13	10	43	43	43	44
其他长期负债	848	486	830	0	0	0
负债	2,743	3,155	3,035	627	705	1,178
普通股股东权益	2,081	2,601	3,568	5,713	5,938	6,188
少数股东权益	472	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	5,296	5,756	6,604	6,340	6,643	7,366

比率分析

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	0.950	1.550	1.586	0.360	0.450	0.513
每股净资产	3.934	4.335	5.947	7.618	7.917	8.250
每股经营现金净流	0.279	0.876	0.729	1.566	0.780	0.524
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.100	0.150	0.180
回报率						
净资产收益率	24.15%	35.76%	26.66%	4.72%	5.68%	6.22%
总资产收益率	9.49%	16.16%	14.41%	4.26%	5.08%	5.22%
投入资本收益率	12.72%	16.97%	15.55%	4.43%	4.96%	5.10%
增长率						
主营业务收入增长率	-5.73%	47.61%	-2.33%	-3.43%	-0.86%	9.48%
EBIT增长率	8.18%	73.90%	0.46%	-67.49%	19.29%	15.29%
净利润增长率	4.43%	85.06%	2.30%	-71.65%	25.00%	14.10%
总资产增长率	2.58%	8.69%	14.73%	-4.00%	4.77%	10.89%
资产管理能力						
应收账款周转天数	28.0	20.4	21.4	30.0	30.0	30.0
存货周转天数	312.8	259.6	281.2	250.0	250.0	250.0
应付账款周转天数	35.1	19.9	20.2	15.0	15.0	15.0
固定资产周转天数	112.3	76.6	77.9	100.8	125.7	132.4
偿债能力						
净负债/股东权益	26.93%	27.85%	17.21%	-22.26%	-21.55%	-16.02%
EBIT利息保障倍数	14.1	21.8	145.8	21.0	-53.5	-89.5
资产负债率	51.79%	54.81%	45.96%	9.88%	10.61%	16.00%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	2	2	2
增持	0	3	3	8	10
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.75	1.67	1.74	1.77

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2012-08-20	增持	8.95	N/A
2 2013-01-22	增持	8.34	10.00 ~ 10.00

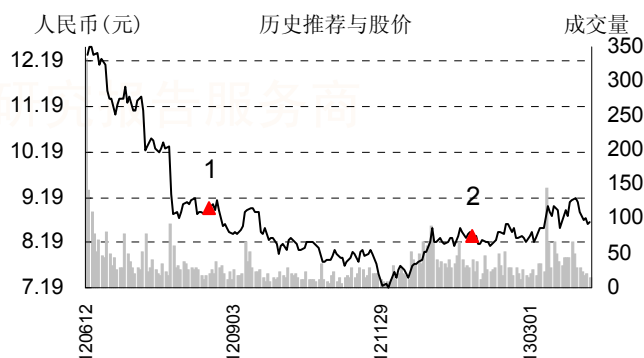
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6 – 12 个月内上涨幅度在 20%以上；
增持：预期未来 6 – 12 个月内上涨幅度在 5% – 20%；
中性：预期未来 6 – 12 个月内变动幅度在 -5% – 5%；
减持：预期未来 6 – 12 个月内下跌幅度在 5%以下。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 6793	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net