上海梅林(600073.SH)

连锁业务探索混合所有制，吹响国企改革新一轮号角

评级：买入 前次：增持

目标价（元）：-11.55

分析师 胡彦超 S0740512070001 021-20315176 huyc@r.qlzq.com.cn

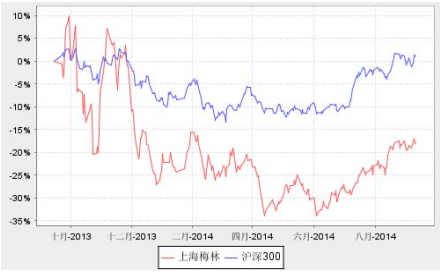
分析师 谢刚 S0740510120005 021-20315178 xiegang@r.qlzq.com.cn

2014 年 9 月 28 日

基本状况

总股本(百万股)	822.74
流通股本(百万股)	775.80
市价(元)	8.80
市值(百万元)	7240.11
流通市值(百万元)	6827.04

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万元）	7,852.2	10,376.	12,393.	15,097.	18,498.
营业收入增速	23.87%	32.15%	19.44%	21.82%	22.52%
净利润增长率	-8.10%	10.85%	23.28%	41.10%	32.30%
摊薄每股收益（元）	0.19	0.19	0.23	0.33	0.43
前次预测每股收益（元）	0.19	0.19	0.23	0.33	0.43
市场预测每股收益（元）					
偏差率（本次-市场/市					
市盈率（倍）	34.27	46.51	36.18	25.64	19.38
PEG	—	4.29	1.55	0.62	0.60
每股净资产（元）	2.51	2.41	2.58	2.85	3.23
每股现金流量（元）	0.05	0.25	0.56	0.43	0.59
净资产收益率	7.47%	7.83%	9.01%	11.52%	13.47%
市净率	2.56	3.64	3.26	2.95	2.61
总股本（百万元）	747.94	822.74	822.74	822.74	822.74

备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- **上海梅林公布 2014 年度非公开发行股票预案“二次修订版”，此次修订版的主要调整为：**（1）“光明里”食品专营零售终端建设项目不再作为本次非公开发行募集资金投资项目，相应减少项目募集资金 7967 万元。（2）补充流动资金金额作相应调减，由 33800 万元减少为 30400 万元。（3）调整后的募集资金总额由拟不超过 112792 万元变为不超过 101425 万元。

- 预案显示，本次调整的原因是为了促进转型后“光明里”更好更快的发展，**公司计划对“光明里”的实施主体便利连锁逐步实施混合所有制经营，探索引入更加有效的员工激励计划、更加充裕的发展资金以及更加市场化的经营运作模式。上海梅林承诺，将在 2016 年年底之前，通过引入战略投资者以及管理层持股的方式，将持有便利连锁的股权比例逐步降低至 30%左右，退出控制权。**从而进一步增强“光明里”的业务活力，使得公司与“光明里”在后续的业务渠道合作中直接受益，并且解决与光明食品集团旗下其他便利连锁业务之间的同业竞争。

- **公司开始探索混合所有制经营，吹响国企改革新一轮号角，未来进一步改革空间巨大。**公司去年 12 月发布股权激励方案，开启了公司身为老牌国企改革的序幕，此次计划引入战略投资者，比去年股权激励更进一步，同时也是公司对今年上海国企改革提速的积极响应。虽然此次改革只是在占公司比重并不大的连锁业务（2013 年收入规模 3 个亿左右，收入占比仅 3%），但我们认为却吹响了公司国企改革的新一轮号角，是公司探索混合所有制经营的开始。产业或民营资本的进入甚至控股可以促进公司存量资产的经营效率提升和价值兑现，未来还可能拓展到公司其他业务领域。考虑到目前公司净利润率和 ROE 偏低，ROE 只有民企双汇的 1/4，未来改善空间巨大。

- 公司连锁业务的转型工作自去年底就开始进行——由光明便利连锁店转型为“光明里”食品专营店，且

转型已初见成效，单店月收入改造后比改造前增长了 50%。截至到 2014 年上半年，公司已经完成 50 余家的“光明里”转型工作。虽然“光明里”转型效果良好，但也带来了业绩阵痛，上半年连锁业务转型带来的费用支出影响了公司利润增速约 8 个百分点（每家旧店转型改造需要的装修、设备等各种费用达 10 万元左右，而新建则需要 20-30 万元），从而对公司上半年利润整体增速产生较大拖累。

- **此次公司非公开发行方案调整后，预计公司用自筹资金进行的“光明里”转型工作将暂停（原本计划 2014 年底完成 98 家转型），后续转型工作将通过引入战略投资者来完成。**从而今年下半年不再有转型费用支出带来的业绩影响（上半年连锁业务转型带来的费用支出影响了公司利润增速约 8 个百分点），且由于已完成转型店铺的盈利能力提升，预计下半年利润增速提速 8-10 个百分点，2014 年全年来看利润有望达到 20%左右，而公司原计划明年完成剩余 100 家的转型工作，对明年的业绩影响也将消除。

- 另外，我们此前一直表示担忧的是，到 2016 年公司将拥有近 1000 家的连锁店，需要精细运营能力的连锁业态特别是全新模式的“光明里”若经营不善，则可能成为公司潜在出血点，拖累公司整体业绩。不过公司通过引入战略投资者及管理层持股的方式，使连锁业务股权比例逐渐降到 30%左右，可以把这种潜在风险降到最低。而且管理层持股能够使管理层与股东利益保持一致，支持公司长期战略目标的实现。

- **总之，此次连锁业务的战略调整，不仅会对公司短期业绩产生实质提振，也加强了对公司国企改革力度的预期。公司坐拥大量历史悠久、优质的品牌资产，在国企改革进程的持续推动下，公司管理和盈利能力将持续改善，并有望通过引入战略投资者等获得效率提升的超预期机会。**

- **随着近期股价的持续上涨，我们此前 8.8 元的目标价已经实现，国企改革正在如我们预期一样向前加速推进，因此我们上调目标价值至 11.55 元，对应 2015 年 35xPE，上调至“买入”评级。预计公司 2014-16 年收入分别为 123、148、181 亿元，同比增长 18.2%、20.5%、22.2%。暂不考虑定增摊薄影响，预计公司 2014-16 年 EPS 为 0.23、0.33、0.43 元。**

- 参考阅读：研究简报《坚定改革步伐，优化产业布局(2014 年 8 月)》、中报点评《ROE 上升势头不改，国企改革犹有潜力待挖(2014 年 8 月)》、行业专题报告《生鲜肉品牌化进程提速，再荐双汇发展与上海梅林(2014 年 8 月)》、公司投资价值报告《战略归核叠加管理改善，百年老企渐露青春气息(2014 年 7 月)》、公司专题报告《荷美尔_百年肉制品巨头成长启示录(2014 年 2 月)》

图表 1：2014 年度公司定增预案（二次修订版）——“光明里”终端建设不再作为本次定增投资项目

项目	核心阐述	项目总投资金额（万元）	达产后营收（万元）
上海市种猪场崇明分场建设项目	每年新增 2.1 万头种猪和 4.9 万头生猪的养殖产能	18,272	12,540
海丰畜牧场建设项目	在江苏海丰农场北垦区，建设年出栏 5 万头生猪标准化生态畜牧场	10,189	7,500
“爱森优选”直销连锁门店拓展项目	三年内在上海市区及郊区开设共计 600 家“爱森优选”直销连锁门店	19,809	81,438
年产 5 万吨罐头改造项目	新增年产 2.5 万吨罐头产能	4,000	56,774
年产 4 万吨猪肉罐头生产线技改项目	2 万吨肉类罐头生产线及其他配套设施建设	7,554	39,600
食品加工及物流中心二期工程建设项目	淮安苏食将形成年产 3 万吨灌肠类肉制品的生产产能	19,243	47,026
“96858”仓储物流技术改造项目	建设统一的物流仓储中心	1,801	—

补充流动资金	—	30,400	—

来源：公司公告、齐鲁证券研究所

图表 2：2014 年 7 月上海发布的《关于推进本市国有企业积极发展混合所有制经济的若干意见（试行）》

主要目标	**经过 3-5 年的持续推进，基本完成国有企业公司制改革，除国家政策明确必须保持国有独资外，其余企业实现股权多元化，发展混合所有制经济，推动企业股权结构进一步优化、市场经营机制进一步确立、现代企业制度进一步完善，国有经济活力进一步增强。**
具体措施	（一）推进国有企业公司制股份制改革。 利用国内外多层次资本市场，推动具备条件的企业集团实现整体上市，成为公众公司。发挥国有控股上市公司资源整合优势，推进竞争类企业主营业务资产、功能类和公共服务类企业竞争性业务资产上市，提高证券化水平。加快国有企业公司制股份制改革，实现投资主体多元化、经营机制市场化。探索建立特殊管理股制度，试点设立优先股。 （二）优化国有企业股权比例结构。 根据不同企业的功能定位，合理设定国有股权比例，优化股权结构。负责国有资本运营的国有资本管理公司，保持国有独资；负责基础设施和功能区域开发建设、提供公共服务和保障改善民生的功能类和公共服务类国有企业，可保持国有全资或国有控股；战略性新兴产业、先进制造业和现代服务业中的国有重点骨干企业，可保持国有控股或相对控股；一般竞争性领域的国有企业，根据发展实际，按照市场规则有序进退、合理流动。 （三）加快开放性市场化联合重组。 支持国有企业通过合资合作、战略联盟等方式，聚焦产业链、价值链，与各类所有制企业实施双向联合重组。支持国有企业通过证券市场、产权市场等引入各类投资主体参与改制重组，投资主体可用货币或实物、知识产权、土地使用权等法律法规允许的方式出资，支持国有资本投资的基础设施建设和公用事业运营项目，可通过特许经营等方式，引入风险投资、私募股权投资等非国有资本参股。鼓励非公有制企业参与国有企业改革，在企业经营管理中积极发挥作用。鼓励发展非公有资本控股的混

	合所有制企业。 （四）实施股权激励和员工持股。 鼓励整体上市企业集团的经营者、技术管理骨干实施股权激励；符合条件的竞争类企业集团及下属企业完成公司制股份制改革后，可实施股权激励。实施股权激励的企业应同步建立业绩挂钩、财务审计、信息披露、延期支付和追索扣回等约束机制；同步建立职工收入正常增长、工资集体协商和困难职工帮困托底机制。鼓励国有及国有控股的转制科研院所、高新技术企业对重要的技术和经营管理人员实施股权和分红激励。混合所有制企业按照国家规定探索实施员工持股。

来源：上海市政府官网、齐鲁证券研究所

图表 3：上海梅林销售收入预测总表

单位：人民币百万元

项　目	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
肉及肉制品						
销售收入	3,188.22	3,969.37	6,268.94	7,158.31	8,947.30	11,171.11
增长率（YOY）	*43.11%*	*24.50%*	*57.93%*	*14.19%*	*24.99%*	*24.85%*
毛利率	9.10%	13.25%	13.10%	14.26%	14.54%	14.77%
销售成本	2,898.07	3,443.34	5,447.75	6,137.54	7,646.65	9,521.38
增长率（YOY）	*39.89%*	*18.82%*	*58.21%*	*12.66%*	*24.59%*	*24.52%*
毛利	290.15	526.03	821.19	1,020.78	1,300.65	1,649.73
增长率（YOY）	*85.79%*	*81.30%*	*56.11%*	*24.30%*	*27.42%*	*26.84%*
占总销售额比重	55.60%	50.55%	60.41%	57.76%	59.26%	60.39%
占主营业务利润比重	36.83%	47.46%	56.50%	57.89%	60.09%	61.88%
冠生园						
销售收入	1,222.58	1,540.51	1,735.85	1,997.96	2,311.64	2,686.13
增长率（YOY）	—	*26.00%*	*12.68%*	*15.10%*	*15.70%*	*16.20%*
毛利率	34.01%	29.27%	27.82%	27.30%	27.30%	27.40%
销售成本	806.78	1,089.60	1,252.94	1,452.52	1,680.56	1,950.13
增长率（YOY）	—	*35.06%*	*14.99%*	*15.93%*	*15.70%*	*16.04%*
毛利	415.80	450.91	482.91	545.44	631.08	736.00
增长率（YOY）	—	*8.44%*	*7.10%*	*12.95%*	*15.70%*	*16.63%*
占总销售额比重	21.32%	19.62%	16.73%	16.12%	15.31%	14.52%
占主营业务利润比重	52.78%	40.68%	33.23%	30.93%	29.16%	27.61%
食品分销						
销售收入	1,295.70	2,308.16	2,336.61	3,200.00	3,800.00	4,600.00
增长率（YOY）	—	*78.14%*	*1.23%*	*36.95%*	*18.75%*	*21.05%*
毛利率	4.19%	4.21%	4.89%	5.00%	5.10%	5.20%
销售成本	1,241.41	2,211.04	2,222.42	3,040.00	3,606.20	4,360.80
增长率（YOY）	—	*78.11%*	*0.51%*	*36.79%*	*18.63%*	*20.93%*
毛利	54.29	97.12	114.19	160.00	193.80	239.20
增长率（YOY）	—	*78.89%*	*17.58%*	*40.11%*	*21.13%*	*23.43%*
占总销售额比重	22.60%	29.39%	22.52%	25.82%	25.17%	24.87%
占主营业务利润比重	6.89%	8.76%	7.86%	9.07%	8.95%	8.97%
其他						
销售收入	27.60	34.24	35.08	37.00	39.00	41.00
增长率（YOY）	—	*24.03%*	*2.47%*	*5.47%*	*5.41%*	*5.13%*
毛利	27.60	34.24	35.08	37.00	39.00	41.00
增长率（YOY）	—	*24.03%*	*2.47%*	*5.47%*	*5.41%*	*5.13%*
占总销售额比重	0.48%	0.44%	0.34%	0.30%	0.26%	0.22%
占主营业务利润比重	3.50%	3.09%	2.41%	2.10%	1.80%	1.54%
销售收入小计	**5734.10**	**7852.28**	**10376.48**	**12393.28**	**15097.94**	**18498.23**
销售成本小计	**4946.26**	**6743.99**	**8923.10**	**10630.06**	**12933.42**	**15832.31**
毛利	**787.84**	**1108.29**	**1453.38**	**1763.22**	**2164.53**	**2665.93**
平均毛利率	**13.74%**	**14.11%**	**14.01%**	**14.23%**	**14.34%**	**14.41%**

来源：齐鲁证券研究所

图表 4：销售收入分项预测1——肉及肉制品业务

肉及肉制品	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
屠宰量（万头）	133	147	226	245	271	308
肉制品产量（万吨）	4.7	5.6	6.0	7.8	11.6	15.0
总收入（百万元）	3,188	3,969	6,269	7,158	8,947	11,171
收入yoy	43.1%	24.5%	57.9%	14.2%	25.0%	24.9%
总毛利率	9.1%	13.3%	13.1%	14.3%	14.5%	14.8%
毛利率（+/-）	2.1%	4.2%	-0.2%	1.2%	0.3%	0.2%
总毛利（百万元）	290	526	821	1,021	1,301	1,650

来源：齐鲁证券研究所

图表 5：梅林罐头详细预测表——未来 3 年收入复合增速 30%

梅林罐头	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
罐头产量（万吨）	4.7	4.9	5.0	5.8	7.6	9.5
产量yoy		4.3%	2.0%	16.0%	31.0%	25.0%
罐头产能	4.5	4.5	4.5	5.5	8	9
产能利用率	104%	109%	111%	105%	95%	106%
平均售价（元/吨）	22,195	23,057	25,357	26,283	28,015	28,783
价格yoy		3.9%	10.0%	3.7%	6.6%	2.7%
销售收入（百万元）	1,043	1,130	1,268	1,524	2,129	2,734
收入yoy	19.5%	8.3%	12.2%	20.2%	39.7%	28.4%
单位成本（元/吨）	18,550	16,465	17,845	18,240	19,695	20,378
单位成本yoy		-11.2%	8.4%	2.2%	8.0%	3.5%
毛利率	16.4%	28.6%	29.6%	30.6%	29.7%	29.2%
毛利率（+/-）	6.8%	12.2%	1.0%	1.0%	-0.9%	-0.5%
毛利（百万元）	171	323	376	466	632	798
单位毛利（元/吨）	3,645	6,592	7,512	8,043	8,320	8,405

来源：齐鲁证券研究所

图表 6：爱森详细预测表——未来 3 年收入复合增速 26%

爱森	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
屠宰生猪（万头）	29	37	46	55	66	83
屠宰量yoy	11.5%	27.6%	24.3%	19.6%	20.0%	25.8%
屠宰产能	30	50	70	80	100	100
产能利用率	97%	74%	66%	69%	66%	83%
头均售价（元/头）	1,712	1,736	1,999	2,023	2,176	2,234
价格yoy	9.5%	1.4%	15.1%	1.2%	7.6%	2.7%
收入（百万元）	497	642	919	1,113	1,436	1,854
收入yoy	22.2%	29.3%	43.2%	21.0%	29.1%	29.1%
头均成本（元/头）	1,333	1,354	1,616	1,606	1,732	1,769
成本yoy	7.0%	1.6%	19.3%	-0.6%	7.8%	2.1%
毛利率	22.1%	22.0%	19.2%	20.6%	20.4%	20.8%
毛利率（+/-）	1.8%	-0.2%	-2.8%	1.5%	-0.2%	0.4%
毛利（百万元）	110	141	176	229	293	386
头均毛利（元/头）	379	382	383	417	444	465

来源：齐鲁证券研究所

图表 7：苏食详细预测表——未来 3 年收入复合增速 23%

苏食	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
屠宰生猪（万头）	-	75	78	85	95	110
屠宰量yoy	-		4.0%	9.0%	11.8%	15.8%
屠宰产能	-	120	120	120	150	150
产能利用率	-	63%	65%	71%	63%	73%
头均售价（元/头）	-	1,725	1,860	1,889	2,040	2,170
价格yoy	-		7.8%	1.6%	8.0%	6.4%
屠宰收入（百万元）	1,137	1,294	1,451	1,606	1,938	2,387
屠宰收入yoy	46.6%	13.8%	12.1%	10.7%	20.7%	23.2%
头均成本（元/头）	-	1,607	1,747	1,762	1,911	2,042
成本yoy	-		8.7%	0.9%	8.5%	6.8%
屠宰毛利率	4.6%	6.9%	6.1%	6.7%	6.3%	5.9%
屠宰毛利率（+/-）	-0.7%	2.3%	-0.8%	0.6%	-0.4%	-0.4%
屠宰毛利（百万元）	52	89	88	108	122	141
头均毛利（元/头）	-	119	113	127	129	128
其他收入（百万元）	661	552	727	950	1200	1700
其他收入yoy	1.2%	-16.5%	31.7%	20.5%	21.7%	22.8%
其他收入毛利率	13.0%	14.3%	14.4%	14.0%	14.2%	14.1%
其他收入毛利(百万元)	86	79	104	133	150	200
总收入（百万元）	1,798	1,846	2,177	2,556	3,138	4,087
总收入yoy	25.9%	2.6%	18.0%	17.4%	22.8%	30.2%
总毛利率	7.7%	9.1%	8.9%	9.4%	8.7%	8.3%
总毛利（百万元）	139	168	193	241	272	341

来源：齐鲁证券研究所（注:2011-12 年为备考盈利数据）

图表 8：重庆梅林详细预测表——未来 3 年收入复合增速 9%

重庆梅林（原今普）	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
屠宰生猪（万头）	104	110	102	105	110	115
屠宰量yoy	6.1%	5.8%	-7.3%	2.9%	4.8%	4.5%
屠宰产能	270	300	300	300	300	300
产能利用率	39%	37%	34%	35%	37%	38%
头均售价（元/头）	1,585	1,552	1,867	1,872	2,040	2,170
价格yoy	14.6%	-2.1%	20.3%	0.3%	9.0%	6.4%
收入（百万元）	1,648	1,707	1,904	1,966	2,244	2,496
收入yoy	21.7%	3.6%	11.5%	3.2%	14.2%	11.2%
头均成本（元/头）	1,577	1,496	1,792	1,792	1,946	2,062
成本yoy	15.8%	-5.1%	19.8%	0.0%	8.6%	5.9%
毛利率	0.5%	3.6%	4.0%	4.3%	4.6%	5.0%
毛利率（+/-）	-1.0%	3.1%	0.4%	0.3%	0.3%	0.4%
毛利（百万元）	9	62	77	85	103	125
头均毛利（元/头）	9	56	75	80	94	109

来源：齐鲁证券研究所

图表 9：销售收入分项预测2——休闲食品业务（冠生园）

冠生园	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入（百万元）	1,223	1,541	1,736	1,998	2,312	2,686
收入yoy	18.8%	26.0%	12.7%	15.1%	15.7%	16.2%
毛利率	34.0%	29.3%	27.8%	27.3%	27.3%	27.4%
毛利率（+/-）	3.8%	-4.7%	-1.5%	-0.5%	0.0%	0.1%
毛利（百万元）	416	451	483	545	631	736

来源：齐鲁证券研究所

图表 10：销售收入分项预测3——食品分销业务

食品分销	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
进出口业务						
收入（百万元）	1,296	1,588	1,553	2,200	2,500	2,900
收入yoy	-5.4%	22.6%	-2.2%	41.7%	13.6%	16.0%
正广和网购（含饮用水业务）						
收入（百万元）	-	720	784	1,000	1,300	1,700
收入yoy	-		8.8%	27.6%	30.0%	30.8%
总收入（百万元）	1,296	2,308	2,337	3,200	3,800	4,600
总收入yoy	-5.4%	78.1%	1.2%	37.0%	18.8%	21.1%
总毛利率	4.2%	4.2%	4.9%	5.0%	5.1%	5.2%
总毛利率（+/-）		0.0%	0.7%	0.1%	0.1%	0.1%
总毛利（百万元）	54	97	114	160	194	239

来源：齐鲁证券研究所

图表 11：上海梅林财务预测三张报表

损益表（人民币百万元）

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销货净收入	**6,339**	**7,852**	**10,376**	**12,393**	**15,098**	**18,498**
增长率	*27.03%*	*23.9%*	*32.1%*	*19.4%*	*21.8%*	*22.5%*
销货成本	-5,325	-6,630	-8,799	-10,513	-12,796	-15,673
% 收入	*84.0%*	*84.4%*	*84.8%*	*84.8%*	*84.8%*	*84.7%*
毛利	1,014	1,222	1,578	1,880	2,302	2,826
% 收入	*16.0%*	*15.6%*	*15.2%*	*15.2%*	*15.2%*	*15.3%*
销售及行政费用	-867	-994	-1,243	-1,465	-1,753	-2,120
% 收入	*13.7%*	*12.7%*	*12.0%*	*11.8%*	*11.6%*	*11.5%*
EBITDA	147	228	335	415	549	706
% 收入	*2.3%*	*2.9%*	*3.2%*	*3.4%*	*3.6%*	*3.8%*
折旧与摊销	-78	-92	-112	-117	-137	-160
% 收入	*1.2%*	*1.2%*	*1.1%*	*0.9%*	*0.9%*	*0.9%*
EBIT	68	136	223	298	412	546
% 收入	*1.1%*	*1.7%*	*2.2%*	*2.4%*	*2.7%*	*3.0%*
利息费用	-79	-50	-86	-71	-70	-77
投资收益	189	35	32	27	30	30
税前经营收益	179	121	169	255	372	499
% 收入	*2.8%*	*1.5%*	*1.6%*	*2.1%*	*2.5%*	*2.7%*
其他非经营收益	9	47	35	36	38	43
税前利润	**188**	**169**	**204**	**291**	**410**	**542**
% 收入	*3.0%*	*2.1%*	*2.0%*	*2.3%*	*2.7%*	*2.9%*
所得税	-36	-39	-39	-56	-78	-103
所得税率	*19.3%*	*23.3%*	*19.2%*	*19.1%*	*19.1%*	*19.0%*
少数股东损益	-1	-11	10	44	61	81
归属于普通股股东净利润	**152**	**140**	**155**	**191**	**270**	**357**
净利率	*2.4%*	*1.8%*	*1.5%*	*1.5%*	*1.8%*	*1.9%*

现金流量表（人民币百万元）

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	152	129	165	235	332	439
少数股东损益	0	0	0	44	61	81
非现金支出	110	101	116	116	139	162
非经营收益	-133	38	69	40	31	37
营运资金变动	16	-229	-143	73	-149	-151
经营活动现金净流	**145**	**39**	**207**	**508**	**415**	**567**
资本开支	63	123	136	240	340	345
投资	-1,264	-121	80	0	0	0
其他	79	49	37	27	30	30
投资活动现金净流	**-1,249**	**-194**	**-19**	**-213**	**-310**	**-315**
股权募资	1,508	0	0	0	0	0
债权募资	26	211	190	-221	207	90
其他	-43	-164	-206	-110	-151	-161
筹资活动现金净流	**1,491**	**47**	**-16**	**-330**	**57**	**-71**
现金净流量	**387**	**-108**	**171**	**-35**	**161**	**181**

资产负债表（人民币百万元）

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	1,214	964	1,079	1,000	1,100	1,200
应收款项	708	844	744	864	1,094	1,341
存货	681	868	985	1,107	1,382	1,735
其他流动资产	249	228	281	312	358	416
流动资产合计	2,852	2,904	3,089	3,283	3,934	4,692
%总资产	*61.7%*	*55.2%*	*55.6%*	*55.5%*	*57.8%*	*60.2%*
长期投资	308	287	285	285	285	285
固定资产	1,085	1,327	1,424	1,563	1,783	1,980
无形资产	365	735	758	776	800	832
非流动资产合计	1,767	2,353	2,471	2,629	2,872	3,102
%总资产	*38.3%*	*44.8%*	*44.4%*	*44.5%*	*42.2%*	*39.8%*
资产总计	**4,618**	**5,257**	**5,559**	**5,912**	**6,806**	**7,794**
短期借款	1,070	1,475	1,596	1,378	1,588	1,679
应付款项	1,415	1,566	1,679	2,063	2,510	3,073
其他流动负债	48	-64	-157	-152	-197	-253
流动负债	2,533	2,977	3,118	3,289	3,901	4,498
长期贷款	39	68	10	7	5	4
其他长期负债	45	146	177	177	177	177
负债	**2,617**	**3,190**	**3,305**	**3,473**	**4,083**	**4,679**
普通股股东权益	**1,844**	**1,876**	**1,983**	**2,125**	**2,346**	**2,654**
少数股东权益	157	191	271	315	376	458
负债股东权益合计	**4,618**	**5,257**	**5,559**	**5,913**	**6,805**	**7,791**

比率分析

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标						
每股收益(元)	0.306	0.187	0.189	0.233	0.328	0.434
每股净资产(元)	3.699	2.508	2.411	2.583	2.852	3.226
每股经营现金净流(元)	0.291	0.052	0.252	0.564	0.429	0.591
每股股利(元)	0.000	0.000	0.060	0.060	0.060	0.060
回报率						
净资产收益率	8.27%	7.47%	7.83%	9.01%	11.52%	13.47%
总资产收益率	3.30%	2.67%	2.79%	3.24%	3.97%	4.59%
投入资本收益率	3.47%	4.43%	7.22%	9.48%	11.36%	13.35%
增长率						
主营业务收入增长率	27.03%	23.87%	32.15%	19.44%	21.82%	22.52%
EBIT增长率	-4.20%	98.96%	63.96%	33.62%	37.98%	32.64%
净利润增长率	88.17%	-8.10%	10.85%	23.28%	41.10%	32.30%
总资产增长率	24.00%	13.83%	5.75%	6.34%	15.13%	14.52%
资产管理能力						
应收账款周转天数	22.7	23.8	21.8	19.0	20.0	20.0
存货周转天数	42.8	42.0	37.9	38.0	39.0	40.0
应付账款周转天数	32.8	28.8	22.8	22.5	22.5	22.5
固定资产周转天数	50.4	45.7	40.2	35.9	32.0	28.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-5.27%	27.99%	23.35%	15.77%	18.08%	15.50%
EBIT利息保障倍数	1.9	4.6	3.9	4.1	5.4	6.3

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。