

上海梅林(600073.SH)

享受猪价上涨和国企改革双重向上弹性，
重申“买入”

评级 **买入** 前次: 买入

目标价(元): **20.4**

分析师

胡彦超

S0740512070001

021-20315176

huyc@r.qizq.com.cn

2015年7月21日

基本状况

总股本(百万股)	937.73
流通股本(百万股)	822.74
市价(元)	11.45
市值(百万元)	10737.01
流通市值(百万元)	9420.37

业绩预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	10,376.	10,591.	16,080.	19,529.	22,412.
营业收入增速	32.15%	2.35%	51.83%	21.45%	14.76%
净利润增长率	10.85%	-14.53%	31.25%	85.71%	15.38%
摊薄每股收益(元)	0.19	0.16	0.21	0.39	0.45
前次预测每股收益(元)	0.19	0.16	0.18	0.24	0.34
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市					
市盈率(倍)	46.51	66.26	54.52	29.36	25.44
PEG	4.29	3.17	2.75	1.37	0.94
每股净资产(元)	2.41	2.56	3.39	3.57	3.85
每股现金流量(元)	0.25	0.17	0.26	0.25	0.43
净资产收益率	7.83%	4.33%	5.24%	6.83%	8.80%
市净率	3.64	2.87	3.67	3.48	3.23
总股本(百万元)	822.74	937.73	937.73	937.73	937.73

备注: 市场预测取 聚源一致预期

股价与行业 市场走势对比



投资要点

- 大股东将低价注入集团生猪养殖资产(现金收购价1.8亿元,估值为1xPB),按目前市场估值可增加公司市值25-30亿元,对应25%的短期股价上涨空间。(1)公司7月15日公告与上海市上海农场拟合资设立江苏梅林畜牧有限公司,注册资本36000万元,其中本公司现金出资18360万元,占比51%,并由梅林畜牧公司向上海农场下属单位及上海市川东农场下属5家公司(上海黄海农贸总公司、大丰丰海种猪繁育有限公司、大丰市下明畜牧养殖有限公司、上海丰海肉类食品有限公司及上海东裕畜牧养殖有限公司)购买生猪养殖业务涉及的全部生物性资产、存货及部分固定资产,确定资产收购价格为3.71亿元,采用现金交割。(2)近期猪价快速上涨,畜禽链反转确立,而公司拟进行的资产注入中(预计7月底完成),包含了较大规模的生猪养殖资产——商品猪+母猪+种猪等近70万头。(3)齐鲁农业组预测明年生猪养殖年头均盈利可达400-500元。按照去年50万头的出栏量,以及保守头盈利300元计算,公司明年业绩将增厚0.77亿元。(4)而目前A股生猪养殖上市公司万头出栏市值在1.1-1.7亿元左右,按1-1.5亿元的万头市值谨慎计算,公司可增加市值为50万头*51%(持股比例)*(1-1.5)亿元=25-30亿元。
- 另外,公司计划进行配股募资,募集资金12亿元,全部用于偿还贷款和补充流动资金,预计公司明年财务费用将大幅减少。公司7月15日发布公告,拟按每10股配售不超过3股的比例向全体股东进行配售,本次配股预计募集资金总额不超过120000万元(含发行费用),全部用于偿还贷款和补充流动资金。2014年公司短期借款高达15.8亿元、财务费用1.07亿元,整体负债率达45%以上,在同行业中处于较高水平,配股募资主要用于偿还银行贷款,将大幅减少财务费用对公司净利润的侵蚀。

- **总之，生猪养殖业务高景气叠加财务费用减少将大幅增加公司的业绩弹性，预计 2016 年增厚 1.52 亿元，其中生猪养殖利润 $50 \times 0.51 \times 300 = 7650$ 万元（养殖免所得税）、财务费用减少 7500 万元。因此，我们也根据最新的注入资产情况，大幅上调公司 2016 年的盈利预测，由 2.25 亿元上调至 3.66 亿元。**
- 我们自去年 7 月份推荐以来，看好上海梅林的逻辑始终在于国企改革进程带来的效率提升，2015 年上海梅林国企改革迈出坚实一步，实际控制人光明集团旗下的牛肉猪肉相关资产将注入上市公司，意在打造中国肉类航母企业，同时新管理层值得期待。
 - 2015 年 3 月 27 日公司发布公告，拟注入实际控制人光明集团旗下的牛肉猪肉相关资产，资产注入后将使公司收入增厚 30-40 亿元，品类上从猪肉进一步拓展至牛羊肉等各类肉制品，并完成了上下游一体化的布局，真正形成了大肉食板块，而养殖采取适度规模又控制了养殖风险；
 - 新管理层雄心勃勃，原牛奶集团 CEO 沈伟平出任上海梅林总裁，计划加强激励、整合渠道、并购强化产业链。新三年发展规划从追求规模和速度向注重质量和效益转变，我们预计 2018 年目标收入 250 亿元，净利润超过 4 亿元，计划培育出 11 个产值规模超过 20 亿元的业务子单元。
- 实际控制人光明集团计划增持，彰显对梅林做大做强肉类业务的坚定支持，同时我们预计集团将积极推动公司完善激励机制。公司于 2015 年 7 月 9 日发布公告称：（1）公司将尽快完成前期公告的收购实际控制人光明集团相关资产事项，进一步做大、做强公司主营业务。（2）光明集团拟在公司股票复牌后择机增持上海梅林股票。（3）光明集团及一致行动人和公司全体董事、监事、高级管理人员承诺在今年内不减持上海梅林股票。（4）光明集团和公司将积极推动公司的股权激励或员工持股计划工作。
- 资产注入完成后（预计 7 月底完成），预计 2015-17 年收入为 160、195、224 亿元，按 2015 年 1.2 倍市销率计算，目标市值 192 亿元，对应目标价 20.4 元，重申“买入”。上海梅林坐拥大量历史悠久、优质的品牌资产，目前 ROE 只有双汇的 1/4，而净利率不到双汇的 1/6，未来改善空间巨大。资产注入后，预计 2015-17 年公司实现销售收入 160、195、224 亿元，考虑到生猪养殖业绩弹性以及明年财务费用有望大幅减少，上调盈利预测，预计 2015-2017 年实现归母净利润分别为 1.97、3.66、4.22 亿元，对应 EPS 分别为 0.21、0.39、0.45 元。
- 风险提示：食品安全问题、注入进度不达预期。

图表 1：2014 年公司拟购买 5 家公司生猪资产的出栏量

名称	出栏生猪数（头）	种猪数（头）
上海丰海肉类食品有限公司	57,081	22,423
大丰丰海种猪繁育有限公司	35,862	10,625
大丰市下明畜牧养殖有限公司	27,299	
上海黄海农贸总公司	约 170,000	
上海东裕畜牧养殖有限公司	212,360	
合计	502,602	33,048

来源：公司公告、齐鲁证券研究所

图表 2: 上海梅林销售收入预测总表
产品销售收入

单位: 人民币百万元

项 目	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
肉及肉制品						
销售收入	3,969.37	6,268.94	6,065.14	7,738.81	9,706.32	11,291.60
增长率 (YOY)	78.18%	57.93%	-3.25%	27.59%	25.42%	16.33%
毛利率	13.25%	13.10%	13.89%	14.07%	14.13%	14.46%
销售成本	3,443.34	5,447.75	5,222.63	6,649.86	8,334.66	9,659.25
增长率 (YOY)	66.22%	58.21%	-4.13%	27.33%	25.34%	15.89%
毛利	526.03	821.19	842.50	1,088.95	1,371.65	1,632.34
增长率 (YOY)	236.84%	56.11%	2.60%	29.25%	25.96%	19.01%
占总销售额比重	50.55%	60.41%	57.25%	48.13%	49.70%	50.38%
占主营业务利润比重	47.46%	56.50%	53.92%	52.70%	54.08%	54.51%
冠生园						
销售收入	1,540.51	1,735.85	2,002.28	2,215.00	2,667.00	3,100.00
增长率 (YOY)	—	12.68%	15.35%	10.62%	20.41%	16.24%
毛利率	29.27%	27.82%	27.90%	28.10%	27.60%	28.00%
销售成本	1,089.60	1,252.94	1,443.64	1,592.59	1,930.91	2,232.00
增长率 (YOY)	—	14.99%	15.22%	10.32%	21.24%	15.59%
毛利	450.91	482.91	558.64	622.42	736.09	868.00
增长率 (YOY)	—	7.10%	15.68%	11.42%	18.26%	17.92%
占总销售额比重	19.62%	16.73%	18.90%	13.77%	13.66%	13.83%
占主营业务利润比重	40.68%	33.23%	35.75%	30.12%	29.02%	28.98%
食品分销						
销售收入	2,308.16	2,336.61	2,490.00	4,100.00	4,860.00	5,500.00
增长率 (YOY)	—	1.23%	6.56%	64.66%	18.54%	13.17%
毛利率	4.21%	4.89%	5.00%	4.80%	4.80%	5.00%
销售成本	2,211.04	2,222.42	2,365.50	3,903.20	4,626.72	5,225.00
增长率 (YOY)	—	0.51%	6.44%	65.01%	18.54%	12.93%
毛利	97.12	114.19	124.50	196.80	233.28	275.00
增长率 (YOY)	—	17.58%	9.03%	58.07%	18.54%	17.88%
占总销售额比重	29.39%	22.52%	23.50%	25.50%	24.88%	24.54%
占主营业务利润比重	8.76%	7.86%	7.97%	9.52%	9.20%	9.18%
其他 (包含饲料)						
销售收入	34.24	35.08	37.00	2,026.35	2,296.64	2,521.20
增长率 (YOY)	—	2.47%	5.47%	5376.62%	13.34%	9.78%
毛利率	100.00%	100.00%	100.00%	7.80%	8.50%	8.70%
销售成本	0.00	0.00	0.00	1,868.29	2,101.43	2,301.86
增长率 (YOY)	—	—	—	—	12.48%	9.54%
毛利	34.24	35.08	37.00	158.06	195.21	219.34
增长率 (YOY)	—	2.47%	5.47%	327.18%	23.51%	12.36%
占总销售额比重	0.44%	0.34%	0.35%	12.60%	11.76%	11.25%
占主营业务利润比重	3.09%	2.41%	2.37%	7.65%	7.70%	7.32%
销售收入小计	7852.28	10376.48	10594.42	16080.15	19529.96	22412.80
销售成本小计	6743.99	8923.10	9031.78	14013.93	16993.72	19418.11
毛利	1108.29	1453.38	1562.64	2066.22	2536.24	2994.69
平均毛利率	14.11%	14.01%	14.75%	12.85%	12.99%	13.36%

来源: 齐鲁证券研究所

图表 3: 销售收入分项预测 1——肉及肉制品业务

肉及肉制品	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
总收入 (百万元)	3,188	3,969	6,269	6,065	7,739	9,706	11,292
收入yoy	43.1%	24.5%	57.9%	-3.3%	27.6%	25.4%	16.3%
总毛利率	9.1%	13.3%	13.1%	13.9%	14.1%	14.1%	14.5%
毛利率 (+/-)	2.1%	4.2%	-0.2%	0.8%	0.2%	0.1%	0.3%
总毛利 (百万元)	290	526	821	843	1,089	1,372	1,632

来源: 齐鲁证券研究所

图表 4: 梅林罐头详细预测表

梅林 (罐头)	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
罐头产量 (万吨)	4.7	4.9	5.0	5.4	6.2	7.5	9.0
产量yoy		4.3%	2.0%	8.0%	14.8%	21.0%	20.0%
罐头产能	4.5	4.5	4.5	5.5	8	9	9
产能利用率	104%	109%	111%	98%	78%	83%	100%
平均售价 (元/吨)	22,195	23,057	25,357	25,982	27,053	28,021	28,850
价格yoy		3.9%	10.0%	2.5%	4.1%	3.6%	3.0%
销售收入 (百万元)	1,043	1,130	1,268	1,403	1,677	2,102	2,597
收入yoy	19.5%	8.3%	12.2%	10.7%	19.5%	25.3%	23.6%
单位成本 (元/吨)	18,550	16,465	17,845	18,473	19,208	19,867	20,397
单位成本yoy		-11.2%	8.4%	3.5%	4.0%	3.4%	2.7%
毛利率	16.4%	28.6%	29.6%	28.9%	29.0%	29.1%	29.3%
毛利率 (+/-)	6.8%	12.2%	1.0%	-0.7%	0.1%	0.1%	0.2%
毛利 (百万元)	171	323	376	405	486	612	761
单位毛利 (元/吨)	3,645	6,592	7,512	7,509	7,845	8,154	8,453

来源: 齐鲁证券研究所

图表 5: 爱森详细预测表

爱森	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
屠宰生猪 (万头)	29	37	46	45	50	60	70
屠宰量yoy	11.5%	27.6%	24.3%	-2.2%	11.1%	20.0%	16.7%
屠宰产能	30	50	70	80	100	100	100
产能利用率	97%	74%	66%	56%	50%	60%	70%
头均售价 (元/头)	1,712	1,736	1,999	1,928	1,978	2,012	2,053
价格yoy	9.5%	1.4%	15.1%	-3.5%	2.6%	1.7%	2.0%
收入 (百万元)	497	642	919	868	989	1,207	1,437
收入yoy	22.2%	29.3%	43.2%	-5.6%	14.0%	22.1%	19.0%
头均成本 (元/头)	1,333	1,354	1,616	1,550	1,578	1,608	1,642
成本yoy	7.0%	1.6%	19.3%	-4.1%	1.8%	1.8%	2.2%
毛利率	22.1%	22.0%	19.2%	19.6%	20.2%	20.1%	20.0%
毛利率 (+/-)	1.8%	-0.2%	-2.8%	0.5%	0.6%	-0.1%	-0.1%
毛利 (百万元)	110	141	176	170	200	243	287
头均毛利 (元/头)	379	382	383	378	400	404	411

来源: 齐鲁证券研究所

图表 6: 苏食详细预测表

苏食	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
屠宰生猪(万头)	-	75	78	74	80	97	105
屠宰量yoy	-		4.0%	-5.1%	8.1%	21.3%	8.2%
屠宰产能	-	120	120	120	150	150	150
产能利用率	-	63%	65%	62%	53%	65%	70%
头均售价(元/头)	-	1,725	1,860	1,789	1,856	1,901	1,925
价格yoy	-		7.8%	-3.8%	3.7%	2.4%	1.3%
屠宰收入(百万元)	1,137	1,294	1,451	1,324	1,485	1,844	2,021
屠宰收入yoy	46.6%	13.8%	12.1%	-8.7%	12.2%	24.2%	9.6%
头均成本(元/头)	-	1,607	1,747	1,678	1,739	1,789	1,810
成本yoy	-		8.7%	-3.9%	3.6%	2.9%	1.2%
屠宰毛利率	4.6%	6.9%	6.1%	6.7%	6.3%	5.9%	6.0%
屠宰毛利率(+/-)	-0.7%	2.3%	-0.8%	0.6%	-0.4%	-0.4%	0.1%
屠宰毛利(百万元)	52	89	88	89	94	109	121
头均毛利(元/头)	-	119	113	120	117	112	116
其他收入(百万元)	661	552	727	950	1200	1700	1900
其他收入yoy	1.2%	-16.5%	31.7%	30.8%	26.3%	41.7%	11.8%
其他收入毛利率	13.0%	14.3%	14.4%	14.0%	14.2%	14.1%	14.0%
其他收入毛利(百万元)	86	79	104	133	170	240	266
总收入(百万元)	1,798	1,846	2,177	2,274	2,685	3,544	3,921
总收入yoy	25.9%	2.6%	18.0%	4.4%	18.1%	32.0%	10.6%
总毛利率	7.7%	9.1%	8.9%	9.2%	9.8%	9.8%	9.9%
总毛利(百万元)	139	168	193	209	264	348	387

来源: 齐鲁证券研究所(注:2011-12年为备考盈利数据)

图表 7: 重庆梅林详细预测表

重庆梅林(原今普)	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
屠宰生猪(万头)	104	110	102	85	90	105	120
屠宰量yoy	6.1%	5.8%	-7.3%	-16.7%	5.9%	16.7%	14.3%
屠宰产能	270	300	300	300	300	300	300
产能利用率	39%	37%	34%	28%	30%	35%	40%
头均售价(元/头)	1,585	1,552	1,867	1,789	1,851	1,879	1,900
价格yoy	14.6%	-2.1%	20.3%	-4.2%	3.5%	1.5%	1.1%
收入(百万元)	1,648	1,707	1,904	1,521	1,666	1,973	2,280
收入yoy	21.7%	3.6%	11.5%	-20.2%	9.6%	18.4%	15.6%
头均成本(元/头)	1,577	1,496	1,792	1,721	1,777	1,802	1,824
成本yoy	15.8%	-5.1%	19.8%	-3.9%	3.3%	1.4%	1.2%
毛利率	0.5%	3.6%	4.0%	3.8%	4.0%	4.1%	4.0%
毛利率(+/-)	-1.0%	3.1%	0.4%	-0.2%	0.2%	0.1%	-0.1%
毛利(百万元)	9	62	77	58	67	81	91
头均毛利(元/头)	9	56	75	68	74	77	76

来源: 齐鲁证券研究所

图表 8: 肉牛养殖及牛肉业务详细预测表

肉牛养殖及牛肉	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
收入(百万元)	-	-	-	628	722	881	1,057
收入yoy	-	-	-		15.0%	22.0%	20.0%
毛利率	-	-	-	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利(百万元)	-	-	-	63	72	88	106

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	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入 (百万元)	1,223	1,541	1,736	2,002	2,215	2,667	3,100
收入yoy	18.8%	26.0%	12.7%	15.3%	10.6%	20.4%	16.2%
毛利率	34.0%	29.3%	27.8%	27.9%	28.1%	27.6%	28.0%
毛利率率 (+/-)	3.8%	-4.7%	-1.5%	0.1%	0.2%	-0.5%	0.4%
毛利 (百万元)	416	451	483	559	622	736	868

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	2014	2015E	2016E	2017E
进出口业务							
收入 (百万元)	1,296	1,588	1,553	1,680	2,500	2,980	3,300
收入yoy	-5.4%	22.6%	-2.2%	8.2%	48.8%	19.2%	10.7%
食品流通业务 (光明里、牛奶棚、和吉等)							
收入 (百万元)	-	720	784	810	1,600	1,880	2,200
收入yoy	-		8.8%	3.4%	97.5%	17.5%	17.0%
总收入 (百万元)	1,296	2,308	2,337	2,490	4,100	4,860	5,500
总收入yoy	-5.4%	78.1%	1.2%	6.6%	64.7%	18.5%	13.2%
总毛利率	4.2%	4.2%	4.9%	5.0%	4.8%	4.8%	5.0%
总毛利率率 (+/-)		0.0%	0.7%	0.1%	-0.2%	0.0%	0.2%
总毛利 (百万元)	54	97	114	125	197	233	275

来源: 齐鲁证券研究所

图表 11: 销售收入分项预测 4——饲料业务

饲料业务	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入 (百万元)	-	-	-	1,807	1,987	2,256	2,481
收入yoy	-	-	-		10.0%	13.5%	10.0%
毛利率	-	-	-	8.0%	7.8%	8.5%	8.7%
毛利率率 (+/-)	-	-	-		-0.2%	0.7%	0.2%
毛利 (百万元)	-	-	-	145	155	192	216

来源: 齐鲁证券研究所

图表 12: 上海梅林财务预测三张报表

损益表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	7,852	10,376	10,591	16,080	19,530	22,413
增长率	23.87%	32.1%	2.1%	51.8%	21.5%	14.8%
营业成本	-6,722	-8,911	-9,017	-14,014	-16,994	-19,418
%销售收入	85.6%	85.9%	85.1%	87.2%	87.0%	86.6%
毛利	1,131	1,466	1,574	2,066	2,536	2,995
%销售收入	14.4%	14.1%	14.9%	12.8%	13.0%	13.4%
营业税金及附加	-36	-35	-40	-64	-78	-90
%销售收入	0.5%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-696	-877	-936	-1,330	-1,611	-1,860
%销售收入	8.9%	8.4%	8.8%	8.3%	8.3%	8.3%
管理费用	-263	-331	-340	-458	-547	-628
%销售收入	3.3%	3.2%	3.2%	2.9%	2.8%	2.8%
息税前利润 (EBIT)	136	223	259	214	300	417
%销售收入	1.7%	2.2%	2.4%	1.3%	1.5%	1.9%
财务费用	-50	-86	-107	-48	-45	-58
%销售收入	0.6%	0.8%	1.0%	0.3%	0.2%	0.3%
资产减值损失	-10	-4	-41	1	-2	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	35	32	31	27	30	40
%税前利润	20.5%	15.8%	17.5%	11.8%	9.3%	9.0%
营业利润	111	165	143	193	283	397
营业利润率	1.4%	1.6%	1.4%	1.2%	1.4%	1.8%
营业外收支	57	39	37	35	40	45
税前利润	169	204	180	228	323	442
利润率	2.1%	2.0%	1.7%	1.4%	1.7%	2.0%
所得税	-39	-39	-51	-44	-62	-84
所得税率	23.3%	19.2%	28.2%	19.1%	19.2%	19.1%
净利润	129	165	129	185	261	358
少数股东损益	-11	10	-4	18	32	40
归属于母公司的净利润	140	155	133	167	229	318
净利率	1.8%	1.5%	1.3%	1.0%	1.2%	1.4%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	129	163	129	185	261	358
少数股东损益	0	0	0	18	32	40
非现金支出	101	116	172	137	161	183
非经营收益	38	66	79	27	7	8
营运资金变动	-229	-142	-220	-107	-192	-143
经营活动现金净流	39	203	159	261	269	446
资本开支	123	136	127	240	340	345
投资	-121	77	-200	0	0	0
其他	49	36	39	27	30	40
投资活动现金净流	-194	-23	-288	-213	-310	-305
股权募资	0	0	994	0	0	0
债权募资	211	190	11	-667	306	148
其他	-164	-203	-197	-97	-133	-149
筹资活动现金净流	47	-13	808	-765	173	-1
现金净流量	-108	167	679	-717	132	140

资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	964	1,067	1,735	1,000	1,100	1,200
应收账款	844	740	767	1,122	1,416	1,625
存货	868	981	808	1,459	1,816	2,128
其他流动资产	228	333	466	558	618	666
流动资产	2,904	3,121	3,777	4,139	4,949	5,619
%总资产	55.2%	54.1%	57.3%	58.4%	61.0%	62.5%
长期投资	287	326	327	327	327	327
固定资产	1,327	1,422	1,480	1,598	1,796	1,972
%总资产	25.2%	24.7%	22.5%	22.5%	22.1%	21.9%
无形资产	735	758	824	843	866	898
非流动资产	2,353	2,648	2,810	2,946	3,168	3,376
%总资产	44.8%	45.9%	42.7%	41.6%	39.0%	37.5%
资产总计	5,257	5,769	6,587	7,085	8,117	8,995
短期借款	1,475	1,596	1,591	927	1,235	1,384
应付账款	1,566	1,669	1,363	2,699	3,275	3,749
其他流动负债	-64	66	92	-207	-263	-311
流动负债	2,977	3,331	3,046	3,420	4,247	4,823
长期贷款	68	10	24	21	19	18
其他长期负债	146	177	192	192	192	192
负债	3,190	3,518	3,262	3,632	4,457	5,032
普通股股东权益	1,876	1,988	3,066	3,176	3,349	3,610
少数股东权益	191	267	258	276	308	348
负债股东权益合计	5,257	5,774	6,585	7,084	8,114	8,991

比率分析						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益 (元)	0.187	0.189	0.142	0.178	0.244	0.339
每股净资产 (元)	2.508	2.417	3.270	3.387	3.571	3.850
每股经营现金净流 (元)	0.052	0.247	0.169	0.259	0.252	0.433
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	7.47%	7.81%	4.33%	5.24%	6.83%	8.80%
总资产收益率	2.67%	2.69%	2.02%	2.35%	2.82%	3.54%
投入资本收益率	4.43%	7.30%	6.44%	5.62%	6.95%	8.79%
增长率						
营业总收入增长率	23.87%	32.15%	2.07%	51.83%	21.45%	14.76%
EBIT增长率	98.96%	63.96%	15.87%	-17.36%	40.35%	39.04%
净利润增长率	-8.10%	10.85%	-14.53%	25.43%	37.28%	39.06%
总资产增长率	13.83%	9.83%	14.05%	7.56%	14.56%	10.82%
资产管理能力						
应收账款周转天数	23.8	21.8	20.8	19.0	20.0	20.0
存货周转天数	42.0	37.9	36.2	38.0	39.0	40.0
应付账款周转天数	28.8	22.8	23.8	22.5	22.5	22.5
固定资产周转天数	45.7	40.1	44.7	33.0	28.7	26.5
偿债能力						
净负债/股东权益	27.99%	23.86%	-3.62%	-1.51%	4.22%	5.11%
EBIT利息保障倍数	2.7	2.6	2.4	4.4	6.6	7.2
资产负债率	60.69%	60.93%	49.53%	51.27%	54.93%	55.97%

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。