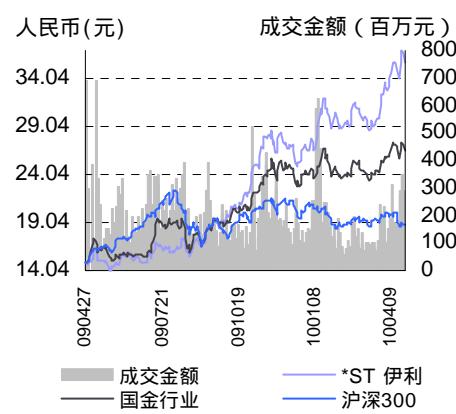


市价(人民币)：34.29元
目标(人民币)：39.00-40.71元

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)	727.75
总市值(百万元)	27,408.78
年内股价最高最低(元)	36.91/14.04
沪深300指数	3172.00
上证指数	2969.50



相关报告

- 《业绩提前释放 后续仍能增长》，2009.11.1
- 《盈利进一步好转 估值具有吸引力》，2009.8.28

公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	-2.111	0.810	1.127	1.357	1.602
每股净资产(元)	3.49	4.31	5.30	6.53	8.00
每股经营性现金流(元)	0.23	2.54	0.89	2.19	2.33
市盈率(倍)	-3.79	28.58	20.55	17.06	14.46
行业优化市盈率(倍)	47.04	47.04	47.04	47.04	47.04
净利润增长率(%)	8092.52%	N/A	39.12%	20.42%	17.99%
净资产收益率(%)	-60.50%	18.81%	21.25%	20.78%	20.01%
总股本(百万股)	799.32	799.32	799.32	799.32	799.32

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 09年年报业绩符合市场的预期：主营业务收入同比增长12.30%，为243.24亿；净利润同比增长138.38%，为6.48亿，对应EPS为0.81元。
- 一季报收入增长较好：主营业务收入同比增长36.94%，为70.34亿；净利润同比增长10.07%，为1.25亿，对应EPS为0.16元。

经营分析

- 公司年报数据显示，毛利率从2008年年报的26.82%提升到2009年年报的35.13%是公司利润提升的最根本原因，尽管公司所得税率从2008年年报的11.19%提升到2009年年报的18.06%，但公司管理费用占比由于之前提前消化由2008年年报的8.84%下降到2009年年报的4.90%，最终使得公司净利润率提高到了266%。
- 公司一季度报数据显示，公司主营业务增长较快，从2009年一季度报的51.22亿元，提升到2010一季度报的70.14亿元。但公司毛利率2009年一季度报的35.04%，下降到2010一季度报的32.15%，我们认为这主要是去年公司受益于蒙牛OMP事件以及消费升级高档产品占比提升所致，公司营业费用占比从2009年一季度报的27.68%，提升到2010年一季度报的25.67%，管理费用占比从2009年一季度报的4.04%，提升到2010一季度报的4.37%，综合下来期间费用占比从31.99%下降到30.13%，公司所得税率从14.94%提升到19.13%，最终公司净利润率从2009年一季度报的2.40%，下降到2010一季度报的1.78%。由于公司行业特点所决定了其调节利润的弹性较大，因此在公司行权前后其净利润很难精准预测。

盈利调整

- 我们暂调整公司2010、2011、2012年销售收入实现261.37亿、278.12亿和292.38亿元，同比增长7.5%、6.4%和5.1%，净利润分别为9.01亿、10.85亿和12.80亿，对应EPS为1.127、1.357元和1.602元。

投资建议

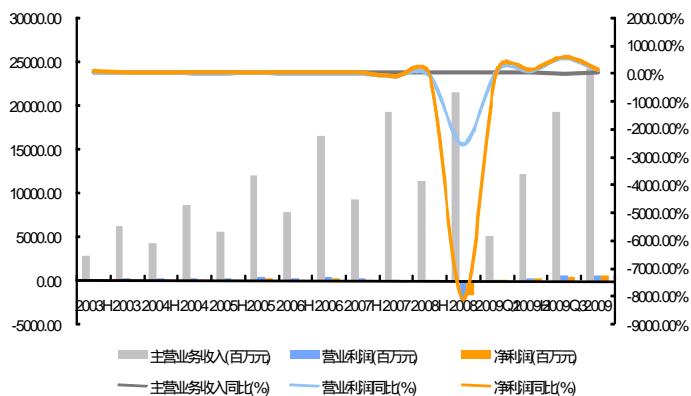
- 从公司目前报表情况来看，其未来一段时间行权的预期仍然很强烈，如果公司股权激励方案实施的话，公司释放业绩的动力将会很强，因此我们仍然维持前期买入评级，给予公司目标价为39.00-40.71元。

陈钢

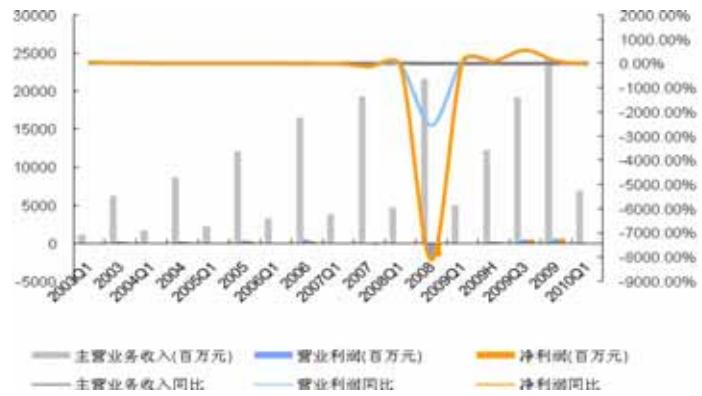
分析师SAC执业编号：S1130209030281
(8621)61038215
cheng@gjzq.com.cn

公司主要经营数据一览表

图表1：公司历年年报主营业务数据

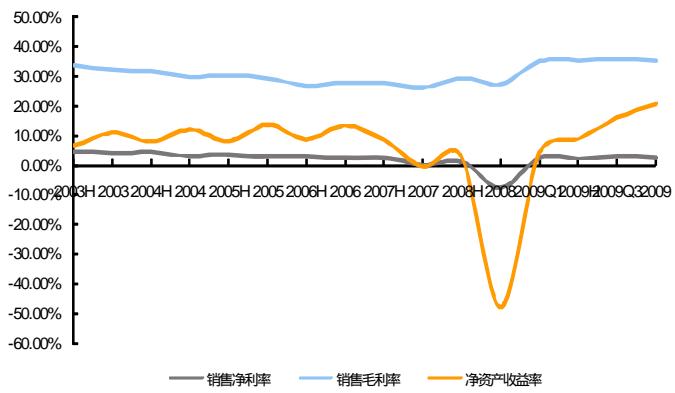


图表2：公司历年一季度报主营业务数据

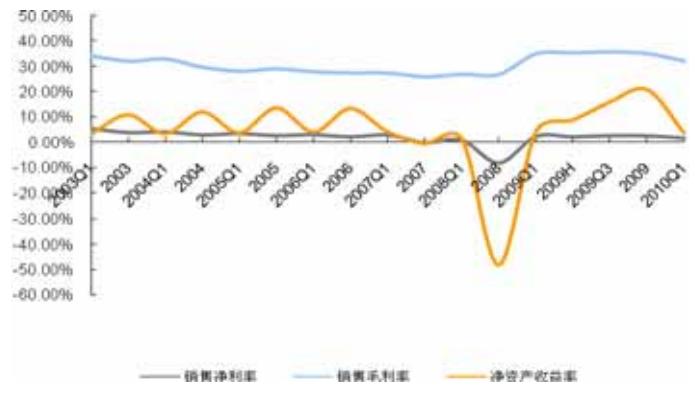


来源：国金证券研究所

图表3：公司历年年报盈利能力数据

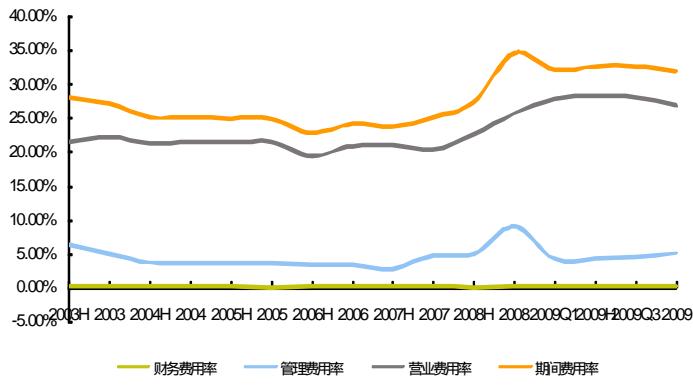


图表4：公司历年一季度报盈利能力数据

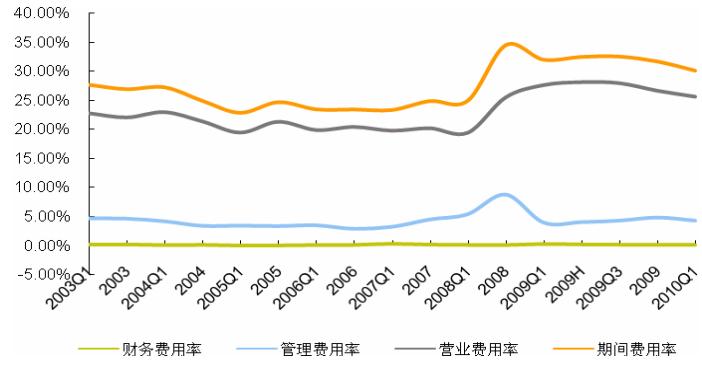


来源：国金证券研究所

图表5：公司历年年报三项费用占比数据

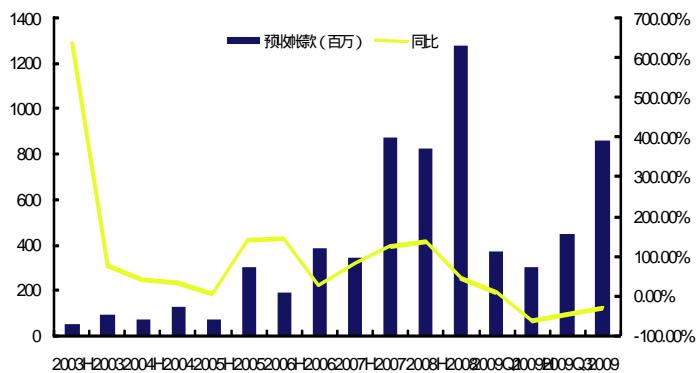


图表6：公司历年一季度报三项费用占比数据



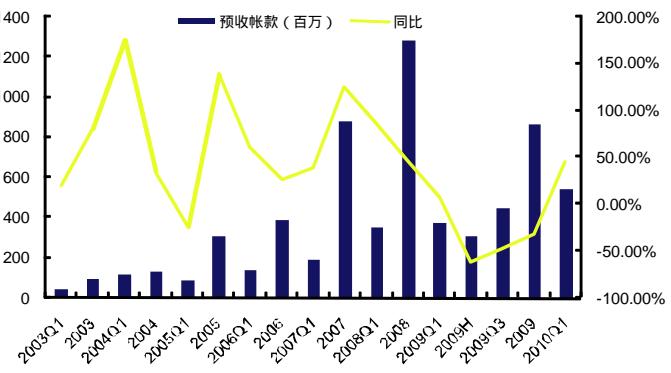
来源：国金证券研究所

图表7：公司历年年报预收帐款数据

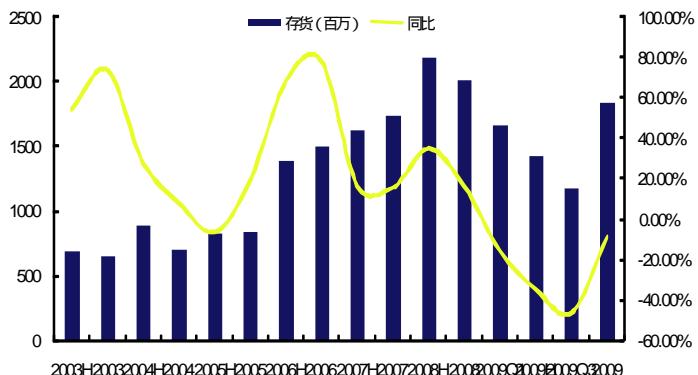


来源：国金证券研究所

图表8：公司历年一季度报预收帐款数据

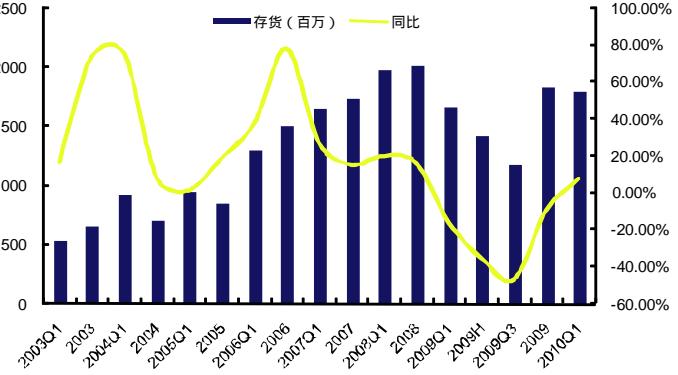


图表9：公司历年年报存货数据

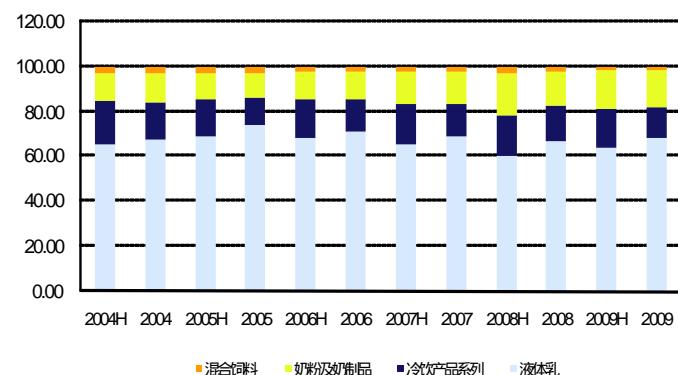


来源：国金证券研究所

图表10：公司历年一年报存货数据

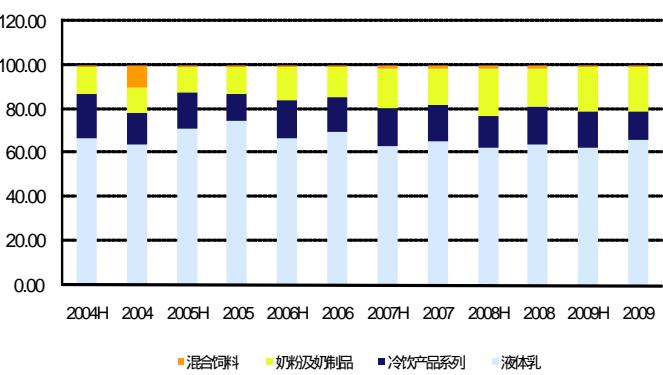


图表11：公司历年年报各产品占收入比例



来源：国金证券研究所

图表12：公司历年一季度报各产品占收入比例



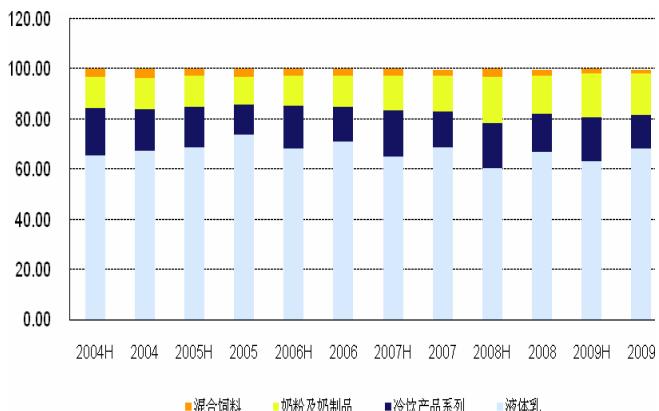
图表13：公司年报利润简表

单位:百万元	2008	2009	同比变化
销售收入	21658.59	24323.55	12.30%
毛利率	26.82%	35.13%	30.98%
毛利	5809.45	8545.47	47.10%
主营税金及附加	121.52	108.83	-10.44%
税金及附加占比	0.56%	0.45%	-20.25%
营业费用	5532.39	6496.09	17.42%
营业费用占比	25.54%	26.71%	4.55%
管理费用	1915.43	1190.96	-37.82%
管理费用占比	8.84%	4.90%	-44.63%
财务费用	14.45	22.40	54.99%
财务费用占比	0.07%	0.09%	38.09%
营业利润	(2050.01)	665.41	132.46%
营业利润率	-9.47%	2.74%	128.90%
税前利润	(1955.64)	811.88	141.51%
税前利润率	-9.03%	3.34%	136.97%
所得税率	11.19%	18.06%	61.31%
净利润	(1687.45)	647.66	138.38%
净利率	-8.02%	2.66%	133.21%

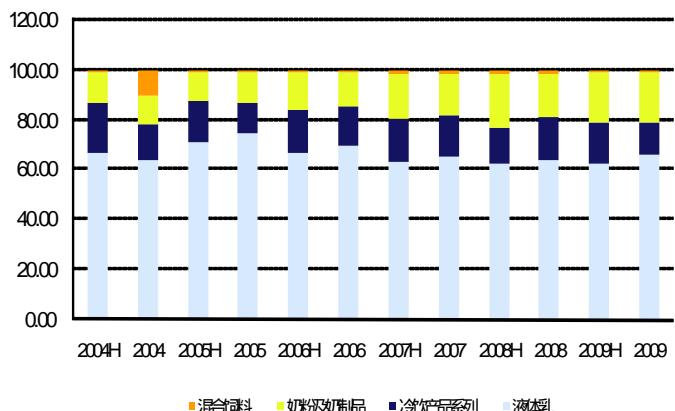
来源：国金证券研究所

图表14：公司历年一季度利润简表

单位:百万元	2009Q1	2010Q1	同比变化
销售收入	5122.29	7014.38	36.94%
毛利率	35.04%	32.15%	-8.24%
毛利	1794.71	2255.18	25.66%
主营税金及附加	21.59	32.39	50.05%
税金及附加占比	0.42%	0.46%	9.57%
营业费用	1417.94	1800.70	26.99%
营业费用占比	27.68%	25.67%	-7.26%
管理费用	206.73	306.53	48.27%
管理费用占比	4.04%	4.37%	8.28%
财务费用	14.16	5.97	-57.85%
财务费用占比	0.28%	0.09%	-69.22%
营业利润	135.29	112.09	-17.15%
营业利润率	2.64%	1.60%	-39.50%
税前利润	144.39	155.03	7.37%
税前利润率	2.82%	2.21%	-21.59%
所得税率	14.94%	19.13%	28.01%
净利润	113.34	124.75	10.07%
净利率	2.40%	1.78%	-25.82%

图表15：公司历年年报各产品占收入比例


来源：国金证券研究所

图表16：公司历年一季度报各产品占收入比例


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
强买	0	1	2	5	26
买入	0	0	0	1	2
持有	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.00	1.11	1.13

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	2008-07-24	买入	17.78	19.74 ~ 21.45
2	2008-09-01	买入	14.88	N/A
3	2008-09-22	持有	11.03	N/A
4	2008-10-31	持有	6.89	N/A
5	2009-02-23	买入	12.44	N/A
6	2009-08-28	买入	16.77	21.00 ~ 23.81
7	2009-11-01	买入	23.16	N/A

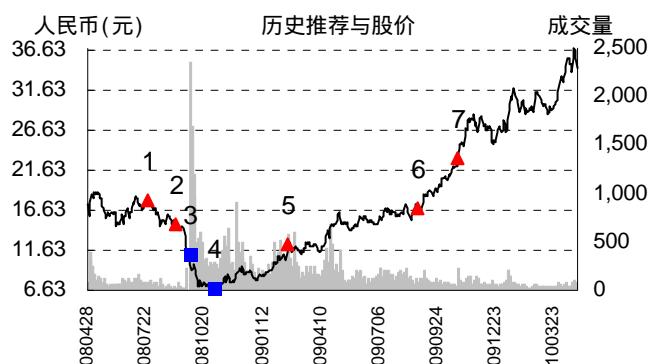
来源：国金证券研究所

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“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5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 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出


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：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

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形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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认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惟一因素。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的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。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。国金证券及其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、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311
传真：(8621)-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：200011
地址：中国上海黄浦区中山南路 969 号
谷泰滨江大厦 15A 层

北京

电话：(8610)-66215599-8832
传真：(8610)-61038200
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100032
地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层

深圳

电话：(86755)-82805115
传真：(86755)-61038200
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室