

## 得利斯 (002330.SZ)

## 肉制品行业

评级：买入 首次评级

公司研究

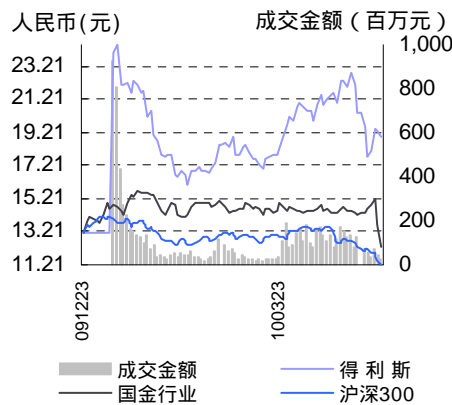
市价(人民币)：19.00元  
目标(人民币)：23.36元

## 两年再造一个得利斯

长期竞争力评级：等于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	63.00
总市值(百万元)	4,769.00
年内股价最高最低(元)	24.50/13.18
沪深300指数	2836.79
中小板指数	5847.35



## 相关报告

1. 《传统低温肉制品企业的新征程》，2009.12.18

陈钢

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

## 公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.357	0.252	0.309	0.584	0.754
每股净资产(元)	1.80	4.78	5.09	5.62	6.38
每股经营性现金流(元)	0.36	0.42	0.72	0.73	0.95
市盈率(倍)	N/A	52.36	71.34	37.82	29.27
行业优化市盈率(倍)	35.53	52.63	52.63	52.63	52.63
净利润增长率(%)	-4.70%	-5.97%	22.96%	88.63%	29.20%
净资产收益率(%)	19.88%	5.26%	6.08%	10.38%	11.83%
总股本(百万股)	188.00	251.00	251.00	251.00	251.00

来源：公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- 4月底我们参加了公司的股东大会，与高管进行了交流。我们认为公司兼具短期交易性机会及中长期投资机会。
- 短期关注业绩下半年业绩的触底反弹及猪价上涨带来的交易性机会。  
->我们判断10年中报将是公司业绩低谷：首先随着3季度本部项目的投产和肉制品传统旺季的来临，公司业绩有望触底反弹；其次吉林项目今年将实现盈亏平衡：09年四季度报亏986万，一季度报亏700多万，但预计年底能实现盈亏平衡；再次公司对潍坊同路的股权收购，将有望进一步增厚公司业绩。  
->10年猪价上涨预期强烈，交易性机会值得关注。公司目前建有5万吨冷库，加上公司吉林项目产能的扩张，不排除公司存在“淡储旺销”的安排，从而实现超额收益。
- 中期关注产能释放：11年，大部分募投项目将开足马力，有望再造一个得利斯。11年预计低温肉制品产量达到4万吨，为09年的2倍；预计冷却肉及冷冻肉产量达到15.1万吨，接近09年的2.5倍。
- 长期看，二线屠宰及肉制品企业发展前景广阔。我们认为整个屠宰及肉制品加工行业仍属于竞争相对分散的状态，这为一些中型企业的发展提供了广阔的空间。受益于行业未来良好增长局面及上市公司获得融资的推力，公司未来发展应有较好前景。
- 10-12年销售收入将实现17.71, 27.55和33.19亿元，同比增长59.4%, 55.6%和20.5%。归属于上市公司净利润0.78, 1.47和1.89亿元，同比增长23%, 88.6%和29.2%，对应EPS为0.309, 0.584和0.754。需要指出的是12年增长预测偏于保守，实际上11年公司将进一步增加新的项目投资，目前已经在布局北京得利斯的改扩建项目。
- 由于公司处于高速成长阶段，未来增长前景广阔，基于11年40倍PE，目标价23.36元。
- 风险提示：10年业绩有较大弹性；猪价上涨带来成本压力。

## 内容目录

短期看：关注业绩下半年业绩的触底反弹及猪价上涨带来的交易性机会 .....	3
中期看：11 年产能释放，有望再造一个得利斯.....	6
长期看：二线屠宰及肉制品企业发展前景依然广阔。 .....	7
屠宰业务假设如下： .....	9
低温肉制品业务假设如下: .....	9
调理产品业务假设如下:.....	9
整体估值： .....	10
附件：股东大会纪要 .....	10
附录：三张报表预测摘要 .....	12

## 图表目录

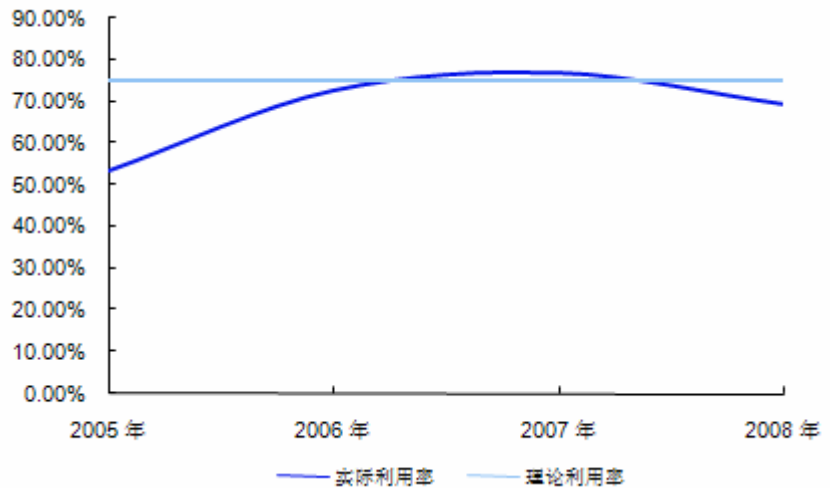
图表 1：受限产能瓶颈，导致 09 年收入难以快速上升 .....	3
图表 2：季报年报业绩对比.....	4
图表 3：猪价止跌回升 .....	5
图表 4：生猪存栏数处在两年里的低位.....	5
图表 5：母猪存栏数环比持续下降.....	5
图表 6：主营业务收入结构（冷冻冷鲜肉占比 55%） .....	6
图表 7：主营业务毛利结构.....	6
图表 8：产能预测表 .....	6
图表 9：冷鲜&冷冻肉销售渠道分布(09 年 1H) .....	7
图表 10：低温肉制品销售渠道分布(09 年 1H).....	7
图表 11：行业前三屠宰量仅占出栏数 5%左右 .....	8
图表 12：低温肉制品集中度也不高.....	8
图表 13：2009 公司销售的区域结构 .....	8
图表 14：销售预测 .....	10

4月28至29日，我们参加了得利斯的股东大会，同公司各个层面的人员进行了交流。我们认为公司兼具短期交易性机会及中长期投资机会。

**短期看：关注业绩下半年业绩的触底反弹及猪价上涨带来的交易性机会**

- 09年和10年1季报低于市场预期，实属正常。
  - 业绩低于预期主要原因是公司已有产能早已遇到瓶颈，难以增加收入；另一方面大部分募投项目10年下半年才正式投产，吉林项目虽在去年9月投产，但截止一季度尚未贡献利润，只是增加费用。

**图表1：受限产能瓶颈，导致09年收入难以快速上升**



来源：国金证券研究所

- 09年一季度由于受益于猪价的快速下滑及产品价格调整的滞后，毛利率获得显著提升。其后公司对低温肉制品做了价格调整，降价15%左右，因此10年一季度毛利率下滑回复到正常水平。

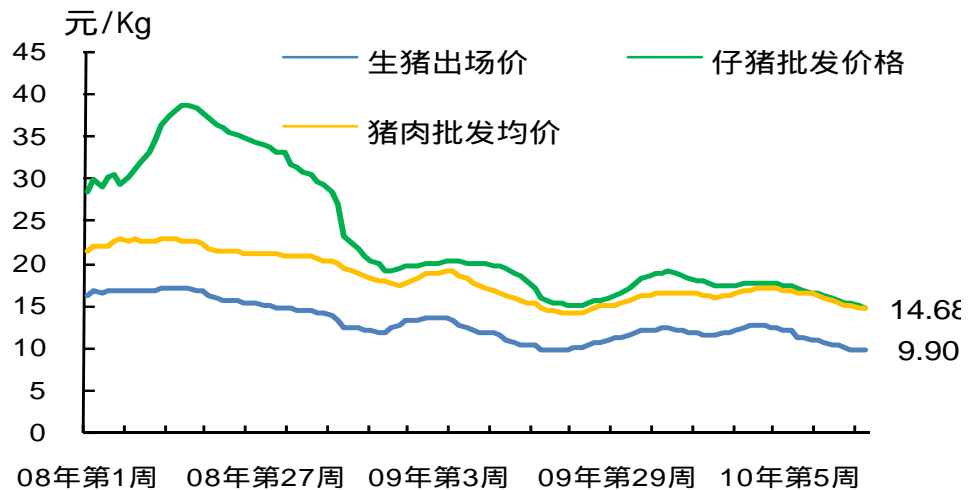
图表2：季报年报业绩对比

单位:百万元	2008	2009	同比变化	2009Q1	2010Q1	同比变化
销售收入	1195.69	1111.04	-7.08%	329.48	360.35	9.37%
毛利率	14.09%	17.43%	23.65%	24.04%	19.64%	-18.28%
毛利	168.50	193.61	14.90%	79.19	70.78	-10.63%
主营业务税金及附加	0.22	0.51	134.87%	0.13	0.12	-10.00%
税金及附加占比	0.02%	0.05%	152.77%	0.04%	0.03%	-17.71%
营业费用	54.29	69.52	28.05%	20.46	22.95	12.14%
营业费用率	4.54%	6.26%	37.81%	6.21%	6.37%	2.53%
管理费用	14.08	20.28	44.03%	4.45	7.43	66.97%
管理费用率	1.18%	1.83%	55.00%	1.35%	2.06%	52.67%
财务费用	10.10	9.68	-4.17%	2.21	1.90	-13.99%
财务费用率	0.84%	0.01	3.12%	0.67%	0.53%	-21.36%
营业利润	84.30	88.10	4.51%	48.17	34.81	-27.73%
营业利润率	7.05%	7.93%	12.48%	14.62%	9.66%	-33.92%
税前利润	88.37	88.97	0.68%	48.22	35.05	-27.31%
税前利润率	7.39%	8.01%	8.35%	14.64%	9.73%	-33.54%
所得税率	15.95%	20.69%	29.76%	17.25%	18.90%	9.57%
归属母公司净利润	67.19	63.18	-5.97%	34.64	24.64	-28.89%
净利率	6.21%	6.35%	2.23%	10.51%	7.89%	-24.97%

来源：国金证券研究所

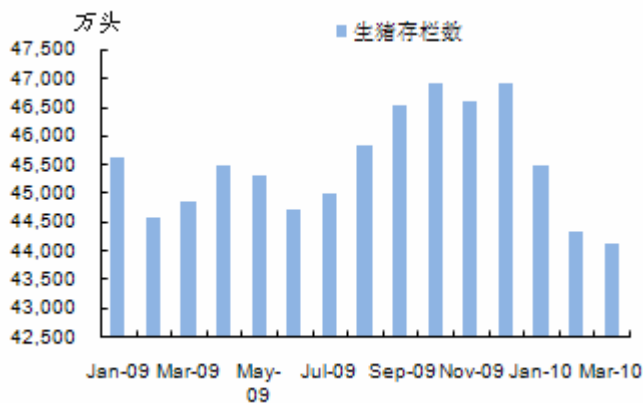
- 我们判断 10 年中报将是公司业绩低谷，随着 3 季度本部项目的投产和肉制品传统旺季的来临，公司业绩将触底反弹。触底反弹原因有三：
  - -> 一.吉林项目今年将实现盈亏平衡。去年 9 月投产以来，由于开工率不足，直接导致 09 年四季度报亏 986 万，一季度报亏 700 多万。据了解，10 年全年吉林项目产能将达到 30-35%，全年能实现盈亏平衡。
  - -> 二. 公司将完成对潍坊同路的全资控股。4 月 1 日公司公告称已通过收购潍坊同路外方股东 25.21%的方案。潍坊同路 09 年实现净利润 3,391 万元,此部分股权对应权益为 855 万元。此次收购将有望增厚 10 年公司业绩。
  - -> 三. 本部低温肉制品业务将赶在销售旺季中秋国庆前投产，有力解决节假日产能瓶颈问题。
  - 目前募投项目进展顺利，公司称 10 年业绩目标有望超预期完成：2010 年预计生产低温肉制品等 35,000 吨，力争达到 37,000 吨，预计生产冷却肉及冷冻肉 100,000 吨，力争达到 120,000 吨。2010 年预计营业总收入 16 亿元，力争 18 亿元。我们认为公司上述目标与目前实际发展情况相吻合，与我们的预测也相一致。
- 短期猪价上涨带来的交易性机会值得关注。
  - 我们判断猪肉下半年上涨预期强烈：今年在经历 16 周持续下跌后，生猪出场价本周首次实现止跌回升，预示供求关系开始发现逆转。未来猪价上涨驱动力还是来自供需的不平衡：由于受一季度疫情的影响，主动性出栏大增，导致目前生猪和母猪存栏数处于低位，直接导致之后市场供应面偏紧。

图表3：猪价止跌回升



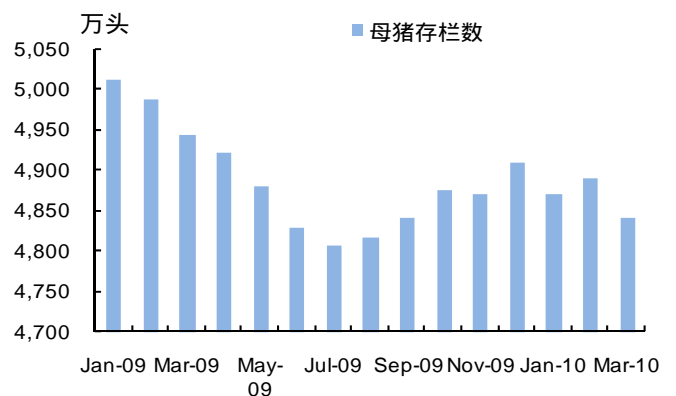
来源：国金证券研究所

图表4：生猪存栏数处在两年里的低位



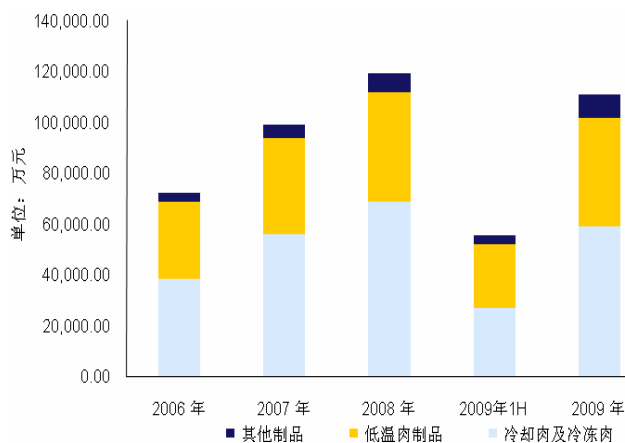
来源：国金证券研究所

图表5：母猪存栏数环比持续下降

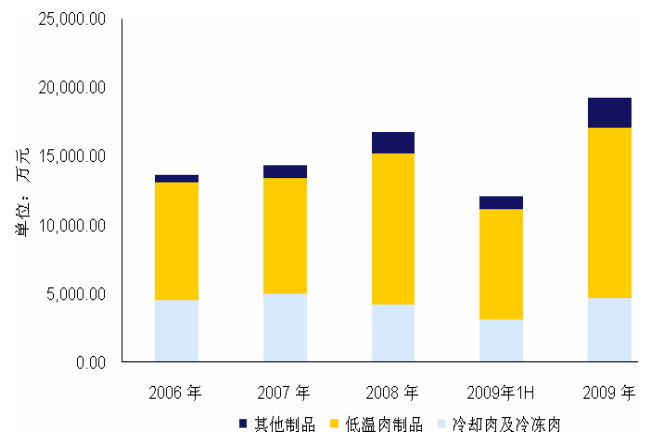


- 猪价上涨预期强烈，不排除公司存在“淡储旺销”的安排。由于冷冻肉的保质期较长（一般在 180 天以上），行业不少公司都在猪价低位时加大屠宰力度，收为冻肉储备，一方面可以缓解猪价上涨带来的成本压力，另一方面也可以在猪价高位实现套利。公司目前建有 5 万吨冷库（09 年公司冷冻冷鲜肉产量为 6.5 万吨），加上公司吉林项目产能的扩张，不排除公司存在“淡储旺销”的安排，从而实现超额收益。

图表6：主营业务收入结构（冷冻冷鲜肉占比55%）



图表7：主营业务毛利结构



来源：国金证券研究所

中期看：11年产能释放，有望再造一个得利斯

- 11年，大部分募投项目将开足马力，有望再造一个得利斯。11年预计低温肉制品产量达到4万吨，接近09年的2倍；预计冷却肉及冷冻肉产量达到16.3万吨，为09年的2.5倍。
- 产量预测主要基于目前已知的募投项目（暂时没有考虑生猪副产品深加工项目；此项目将提高对畜禽血液、骨组织、畜禽脏器、皮毛绒等的利用。），对12年产量的预测偏保守。据了解公司目前已经在布局北京得利斯的改扩建项目，将进一步提升北京得利斯的低温肉制品产能。

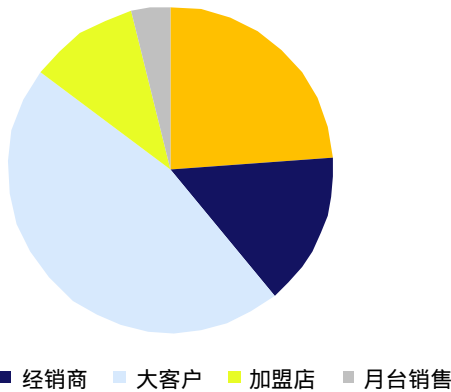
图表8：产能预测表

生产企业	类别	年产能（万吨）	年产量：单位吨							预计投产日期
			2007年	2008年	2009年1H	2009年A	2010年E	2011年E	2012年E	
山东得利斯	低温肉制品（火腿类）	1.5	13,440	11,597	6,648	11,597	12,500	12,500	12,500	10年四季度
	低温肉制品（香肠类）	0.8	5,026	3,707	1,889	4,216	4,000	4,000	4,000	
	速冻调理食品	0.5	4,068	5,704	2,721	7,884	6,000	6,000	6,000	
	酱卤产品	0.1	832	861	525		700	700	700	
	低温肉制品（火腿类）	1					1,000	6,500	7,500	
北京得利斯	低温肉制品（火腿类）	0.15	956	1,178	705	1200	1200	1200	1200	
	低温肉制品（香肠类）	0.1	777	914	449	900	900	900	900	
	速冻调理食品	0.8				800	5,600	5,600		
西安得利斯	低温肉制品（火腿类）	0.2	1,387	1,765	907	1,765	1,765	1,765	1,765	最快10年四季度
	低温肉制品（香肠类）	0.2	1,154	1,349	738	1,349	1,349	1,349	1,349	
	速冻调理食品	0.5				1,000	3,500	3,500		
	年屠宰能力50（万头）					10	25	35		
吉林得利斯	冷却肉&冷冻肉	4					9,000	22,500	31,500	10年三季度
	低温肉制品	0.8					4,000	6,000	6,000	
	年屠宰能力200（万头）						66	100	134	
潍坊同路	冷却肉&冷冻肉	16					59,400	90,000	120,600	已投产
	年屠宰能力100（万头）		63.84	64.49	36.92	71.48	70	70	70	
总计	冷却肉&冷冻肉	8	55,240	59,091	30,749	65,498	65,000	65,000	65,000	
	低温肉制品		22,740	20,510	11,336	21,027	27,027	40,027	42,027	
	速冻调理食品		4,900	6,565	3,246	7,884	8,500	15,800	15,800	
	年屠宰量（万头）		63.84	64.49	36.92	71.48	146	195	239	
	冷却肉&冷冻肉		55,240	59,091	30,749	65,498	111,167	162,708	199,008	

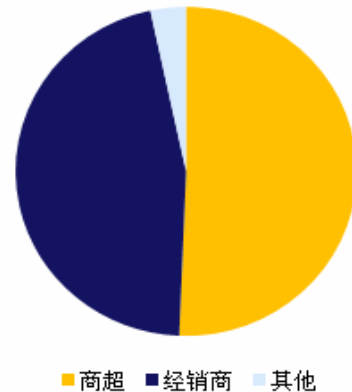
来源：国金证券研究所 公司公告。注：蓝色标记部分为新增低温肉制品项目，绿色为屠宰及冷冻冷鲜肉项目。

- 公司从以产品为导向向以市场为导向转变，新增产能消化不是问题
  - 在推广冷鲜肉业务上，公司积极推广专卖店经营，09年开了1000多家，今年将做到2000家。低温肉制品推广上，公司进一步加强与山东本地连锁超市的合作，与多家本地连锁超市（利群，家家悦等）开展深度合作：目前已在利群开出专卖店，冷鲜冷冻肉及低温肉制品一同推广，反响良好。
  - 公司从以产品为导向逐渐向以市场为导向转变。公司把今年定位为得利斯“营销年”，把“市场营销”作为中心工作。总经理牵头，主抓市场；销售渠道，宣传力度，品牌推广模式都有新动作：五一开始公司广告即能在动车上见到，同时公司还加强了在山东台的广告投放。

图表9：冷鲜&冷冻肉销售渠道分布(09年1H)



图表10：低温肉制品销售渠道分布(09年1H)

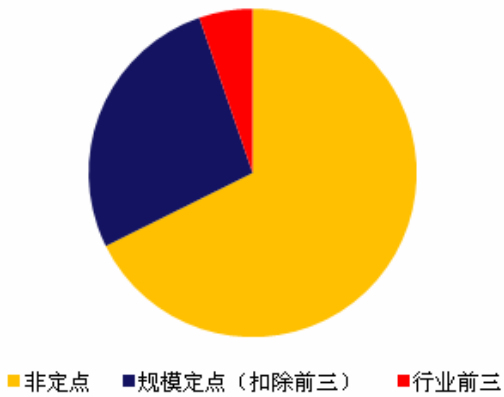


来源：国金证券研究所

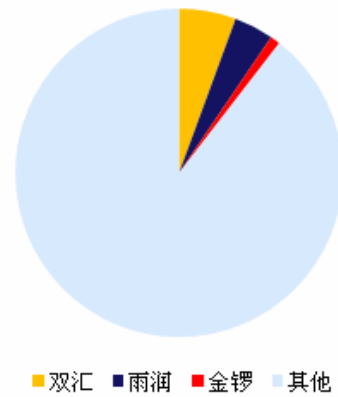
**长期看：二线屠宰及肉制品企业发展前景依然广阔。**

- 长期看，二线屠宰及肉制品企业发展前景广阔。我们认为整个屠宰及肉制品加工行业仍属于竞争相对分散的状态，这为一些中型企业的发展提供了广阔的空间。受益于行业未来良好增长局面及上市公司获得融资的推力，公司未来发展应有较好前景。
- 全国屠宰集中度很低，二线企业发展空间广阔。09年全国猪出栏数为6亿1000万，行业前三企业的总计屠宰量大约为3400万头，占总出栏数的5%左右。三家企业总和仅为美国Smithfield的年屠宰规模。公司所有募投资项目投产后，屠宰产能也仅仅为350万头，占总出栏数的0.5%。
- 低温肉制品发展空间大。预计今年全国肉制品产量将达到1200万吨，其中低温肉制品占比30%左右。公司所有募投资项目投产后，低温肉制品产能也仅为5.75万吨，占低温肉制品市场容量的1.6%。考虑到产品升级，高温肉制品逐渐向中低温肉制品发展，低温肉制品市场发展情景更为广阔。

图表11：行业前三屠宰量仅占出栏数5%左右



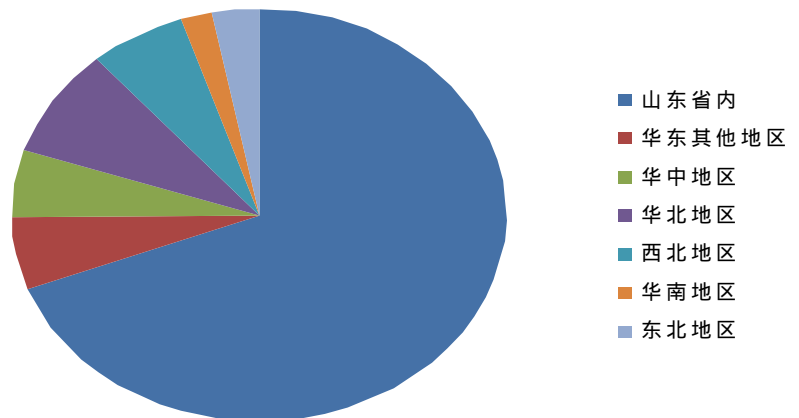
图表12：低温肉制品集中度也不高



来源：国金证券研究所

- 在行业高度分散情况下，公司将通过深耕山东本土市场，并以山东为核心，以北京、陕西、吉林为区域中心进行布局，发展成为区域屠宰及肉制品龙头。2009年，山东省内实现69.07%的销售，省外销售仅占30.93%。省外销售主要分布在华东，华中，华北和西北地区。

图表13：2009年公司销售的区域结构



来源：国金证券研究所



## 盈利预测

### 屠宰业务假设如下：

#### ■ 新增产能预测

- 吉林 200 万头屠宰项目：10-12 年利用率分别为 30%，50%和 66%。对应冷冻肉和冷却肉产量为 5.3 万吨，8 万吨和 10.7 万吨。
- 西安 50 万头分割项目：最快 10 年四季度投产。假设 10-12 年利用率分别为 20%、50%和 70%。对应冷冻肉和冷却肉产量为 0.8 万吨、2 万吨和 2.8 万吨。

#### ■ 单位价格及毛利率预测

- 单位价格维持在 1.1 万元/吨的水平。（由于价格相对随行就市，价格浮动对毛利影响不大）
- 随着产能利用率逐步提升，毛利率将在 12 年提升至 8%的水平（行业平均水平）。10-12 年分别为 6.5%、7.5%和 8%。

### 低温肉制品业务假设如下：

#### ■ 新增产能预测

- 公司本部 2 万吨高档低温肉制品估计今年中秋前后投产。10-12 年产能利用率分别为 10%、65%和 75%。对应肉制品产量为 0.2、1.3 和 1.5 万吨。
- 预计吉林 8000 吨低温肉制品明年投产，10-12 年产能利用率分别为 50%、75%和 75%。对应肉制品产量为 0.4、0.6 和 0.6 万吨。
- 总体产量为：09 年公司低温肉制品销量在 2.07 万吨左右，10-12 年将达到 2.7 万吨，4 万吨和 4.2 万吨。
- 由于新上马皆为高档低温肉制品项目（有意大利发酵火腿，萨拉米等），将较大的拉动毛利率的提升，10-12 年将达到 27%，28%和 29%。
- 需要说明的是低温肉制品产能扩张只考虑了公司目前的投资项目，据了解公司已经在布局北京得利斯的改扩建项目，11 年产能有望超预期。

### 调理产品业务假设如下：

#### ■ 新增产能预测

- 公司本部 8000 吨调理项目估计今年中秋前后投产。10-12 年产能利用率分别为 10%、70%和 70%。对应肉制品产量为 0.08、0.56 和 0.56 万吨。
- 预计西安 5000 吨调理项目最快四季度投产，10-12 年产能利用率分别为 20%、70%和 70%。对应肉制品产量为 0.1、0.35 和 0.35 万吨。
- 总体产量为：09 年公司调理制品销量在 0.8 万吨左右，10-12 年将达到 0.85 万吨，1.58 万吨和 1.58 万吨。

图表14：销售预测

项 目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>冷却肉及冷冻肉</b>						
平均售价 (元/千克)	12.86	14.92	10.70	10.70	11.24	11.80
增长率 (YOY)	51.83%	16.02%	-28.28%	0.00%	5.00%	5.00%
销售数量 (吨)	43,398.83	46,067.42	55,155.54	104,000.00	151,250.00	183,517.00
增长率 (YOY)	-3.84%	6.15%	19.73%	88.56%	30.00%	21.33%
销售收入 (百万元)	558.11	687.33	590.16	1,112.80	1,699.29	2,164.90
增长率 (YOY)	46.00%	23.15%	-14.14%	88.56%	36.50%	27.40%
毛利率	9.14%	6.24%	7.90%	6.50%	7.50%	8.00%
销售成本 (百万元)	507.09	644.42	543.54	1,040.47	1,571.85	1,991.71
增长率 (YOY)	50.20%	27.08%	-15.65%	91.42%	51.07%	26.71%
毛利 (百万元)	51.02	42.91	46.62	72.33	127.45	173.19
增长率 (YOY)	14.23%	-15.91%	8.66%	55.14%	76.20%	35.89%
占总销售额比重	56.26%	57.49%	53.12%	62.84%	61.68%	65.23%
占主营业务利润比重	35.07%	25.37%	24.07%	29.36%	30.92%	35.03%
<b>低温肉制品</b>						
平均售价 (元/千克)	16.71	21.30	20.66	20.66	21.69	22.78
增长率 (YOY)	17.02%	27.47%	-3.00%	0.00%	5.00%	5.00%
销售数量 (吨)	22,599.50	20,224.97	20,722.64	27,027.00	40,027.00	42,027.00
增长率 (YOY)	5.65%	-10.51%	2.46%	30.42%	48.10%	5.00%
销售收入 (百万元)	377.64	430.79	428.13	558.38	868.31	957.28
增长率 (YOY)	23.63%	14.08%	-0.62%	30.42%	55.51%	10.25%
毛利率	22.41%	25.37%	28.93%	27.00%	28.00%	29.00%
销售成本 (百万元)	293.00	321.52	304.27	407.62	625.18	679.67
增长率 (YOY)	33.27%	9.73%	-5.36%	33.96%	53.37%	8.72%
毛利 (百万元)	84.64	109.27	123.86	150.76	243.13	277.61
增长率 (YOY)	-1.12%	29.11%	13.35%	21.72%	61.26%	14.18%
占总销售额比重	38.07%	36.03%	38.53%	31.53%	31.52%	28.84%
占主营业务利润比重	58.18%	64.62%	63.94%	61.19%	58.98%	56.14%

来源：国金证券研究所

#### 整体估值：

- 10-12 年销售收入将实现 17.71，27.55 和 33.19 亿元，同比增长 59.4%，55.6%和 20.5%。归属于上市公司净利润 0.78，1.47 和 1.89 亿元，同比增长 23%，88.6%和 29.2%，对应 EPS 为 0.309，0.584 和 0.754。
- 由于公司处于高速成长阶段，未来增长前景广阔，给 11 年 40 倍 PE，目标价 23.36 元。

#### 附件：股东大会纪要

Q1：对公司在山东要开 30 个形象店的看法？

->我们认为没有问题，我们自己控制终端市场，同时起到品牌形象宣传，建立起来后还可以跟各地办事处结合。

->目前我们在诸城利群开了一家形象店，已经实现盈利。

Q2：关于冷却肉加盟店？

->去年 1000 家多一点，今年能做到 2000 家（主要在山东省内）；

Q3：关于多元化的问题？对涉及全产业链（上游养殖到中游屠宰到下游加工）的看法？目前看来公司似乎什么都想做，已上马仔猪项目、饲料项目和生物工程项目等。

- > 产业之间还是有关联；目前还是以横向做大为主，做大的同时考虑纵向的发展；西安项目，吉林项目，本部项目，还有北京的改扩建（目前规划还没出来）；
- > （目前的战略思想）整个产业链的提升还是需要靠肉制品业务提升来拉动；只要肉制品这个点做起来，就能带动上游整个产业链；做好主业，然后能够把其他的业务带动起来。
- > 肉制品上去了，屠宰就能上去，生猪养殖就能上去，饲料和大豆就能上去

Q4：公司宣称今年是得利的“营销年”，将把“市场营销”作为中心工作。不知道有什么市场的具体做法？

- > 总经理一直在主抓，聚焦市场；销售渠道，宣传力度，品牌推广模式都会有动作；五一开始在动车做广告，电视广告先在山东台做。

Q5：09年收入下跌的原因？

- > 去年5月份低温产品价格综合下调10几%，产量有些微增加，导致收入下降。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>主营业务收入</b>	<b>992</b>	<b>1,196</b>	<b>1,111</b>	<b>1,771</b>	<b>2,755</b>	<b>3,319</b>	货币资金	60	59	890	636	599	697
增长率		20.5%	-7.1%	59.4%	55.6%	20.5%	应收款项	49	66	57	58	90	108
<b>主营业务成本</b>	<b>-846</b>	<b>-1,027</b>	<b>-917</b>	<b>-1,525</b>	<b>-2,343</b>	<b>-2,824</b>	存货	97	104	145	167	257	310
% 销售收入	85.3%	85.9%	82.6%	86.1%	85.0%	85.1%	其他流动资产	9	14	8	17	25	30
<b>毛利</b>	<b>146</b>	<b>168</b>	<b>194</b>	<b>246</b>	<b>412</b>	<b>494</b>	流动资产	216	244	1,099	878	971	1,145
% 销售收入	14.7%	14.1%	17.4%	13.9%	15.0%	14.9%	% 总资产	39.5%	38.6%	67.2%	55.2%	52.6%	54.1%
<b>营业税金及附加</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-2</b>	长期投资	0	0	0	1	0	0
% 销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	固定资产	271	325	477	641	798	883
<b>营业费用</b>	<b>-42</b>	<b>-54</b>	<b>-70</b>	<b>-115</b>	<b>-179</b>	<b>-199</b>	% 总资产	49.6%	51.4%	29.2%	40.4%	43.2%	41.7%
% 销售收入	4.2%	4.5%	6.3%	6.5%	6.5%	6.0%	无形资产	57	58	58	67	77	86
<b>管理费用</b>	<b>-12</b>	<b>-14</b>	<b>-20</b>	<b>-35</b>	<b>-55</b>	<b>-60</b>	非流动资产	331	388	537	712	876	972
% 销售收入	1.2%	1.2%	1.8%	2.0%	2.0%	1.8%	% 总资产	60.5%	61.4%	32.8%	44.8%	47.4%	45.9%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>92</b>	<b>100</b>	<b>103</b>	<b>95</b>	<b>177</b>	<b>234</b>	<b>资产总计</b>	<b>547</b>	<b>632</b>	<b>1,637</b>	<b>1,589</b>	<b>1,848</b>	<b>2,116</b>
% 销售收入	9.3%	8.4%	9.3%	5.4%	6.4%	7.0%	短期借款	110	140	210	0	0	0
<b>财务费用</b>	<b>0</b>	<b>-10</b>	<b>-10</b>	<b>5</b>	<b>13</b>	<b>12</b>	应付款项	82	74	158	184	284	342
% 销售收入	0.0%	0.8%	0.9%	-0.3%	-0.5%	-0.4%	其他流动负债	18	8	-21	33	51	61
<b>资产减值损失</b>	<b>2</b>	<b>-6</b>	<b>-6</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	流动负债	210	221	346	217	335	403
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	长期贷款	0	0	0	0	0	1
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>210</b>	<b>221</b>	<b>346</b>	<b>217</b>	<b>335</b>	<b>404</b>
<b>营业利润</b>	<b>94</b>	<b>84</b>	<b>88</b>	<b>99</b>	<b>190</b>	<b>246</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>271</b>	<b>338</b>	<b>1,200</b>	<b>1,278</b>	<b>1,411</b>	<b>1,600</b>
营业利润率	9.5%	7.0%	7.9%	5.6%	6.9%	7.4%	少数股东权益	65	73	90	94	101	111
<b>营业外收支</b>	<b>0</b>	<b>4</b>	<b>1</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>546</b>	<b>632</b>	<b>1,637</b>	<b>1,589</b>	<b>1,848</b>	<b>2,116</b>
<b>税前利润</b>	<b>94</b>	<b>88</b>	<b>89</b>	<b>102</b>	<b>193</b>	<b>249</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	9.5%	7.4%	8.0%	5.8%	7.0%	7.5%		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>所得税</b>	<b>-16</b>	<b>-14</b>	<b>-18</b>	<b>-20</b>	<b>-39</b>	<b>-50</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	16.6%	15.9%	20.7%	20.0%	20.0%	20.0%	每股收益	0.375	0.357	0.252	0.309	0.584	0.754
<b>净利润</b>	<b>78</b>	<b>74</b>	<b>71</b>	<b>82</b>	<b>154</b>	<b>199</b>	每股净资产	1.440	1.797	4.782	5.092	5.622	6.376
<b>少数股东损益</b>	<b>8</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>4</b>	<b>8</b>	<b>10</b>	每股经营现金净流	0.111	0.363	0.419	0.718	0.730	0.951
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>71</b>	<b>67</b>	<b>63</b>	<b>78</b>	<b>147</b>	<b>189</b>	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	7.1%	5.6%	5.7%	4.4%	5.3%	5.7%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	26.04%	19.88%	5.26%	6.08%	10.38%	11.83%
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	总资产收益率	12.91%	10.63%	3.86%	4.89%	7.93%	8.95%
<b>净利润</b>	<b>78</b>	<b>74</b>	<b>71</b>	<b>82</b>	<b>154</b>	<b>199</b>	投入资本收益率	17.17%	15.26%	5.46%	5.54%	9.34%	10.93%
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>增长率</b>						
<b>非现金支出</b>	<b>22</b>	<b>28</b>	<b>28</b>	<b>38</b>	<b>45</b>	<b>50</b>	主营业务收入增长率	36.26%	20.55%	-7.08%	59.39%	55.58%	20.46%
<b>非经营收益</b>	<b>0</b>	<b>9</b>	<b>13</b>	<b>12</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>	EBIT增长率	2.93%	8.78%	3.39%	-8.07%	86.03%	32.43%
<b>营运资金变动</b>	<b>-79</b>	<b>-42</b>	<b>-6</b>	<b>49</b>	<b>-12</b>	<b>-8</b>	净利润增长率	1.92%	-4.70%	-5.97%	22.96%	88.63%	29.20%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>21</b>	<b>68</b>	<b>105</b>	<b>180</b>	<b>183</b>	<b>239</b>	总资产增长率	4.03%	15.69%	159.04%	-2.88%	16.26%	14.53%
<b>资本开支</b>	<b>-79</b>	<b>-85</b>	<b>-141</b>	<b>-210</b>	<b>-206</b>	<b>-142</b>	<b>资产管理能力</b>						
<b>投资</b>	<b>-6</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	应收账款周转天数	13.4	15.3	17.6	10.0	10.0	10.0
<b>其他</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	存货周转天数	45.5	35.8	49.5	40.0	40.0	40.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-85</b>	<b>-85</b>	<b>-141</b>	<b>-211</b>	<b>-206</b>	<b>-142</b>	应付账款周转天数	18.2	11.4	26.8	20.0	20.0	20.0
<b>股权募资</b>	<b>12</b>	<b>0</b>	<b>819</b>	<b>0</b>	<b>-13</b>	<b>0</b>	固定资产周转天数	99.5	82.4	156.8	111.4	79.0	67.6
<b>债权募资</b>	<b>110</b>	<b>30</b>	<b>70</b>	<b>-210</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>偿债能力</b>						
<b>其他</b>	<b>-20</b>	<b>-11</b>	<b>-27</b>	<b>-14</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	净负债/股东权益	14.73%	19.72%	-52.72%	-46.33%	-39.63%	-40.63%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>103</b>	<b>19</b>	<b>862</b>	<b>-224</b>	<b>-13</b>	<b>1</b>	EBIT利息保障倍数	1,679.3	9.9	10.7	-20.5	-13.4	-18.9
<b>现金净流量</b>	<b>39</b>	<b>3</b>	<b>827</b>	<b>-255</b>	<b>-36</b>	<b>97</b>	资产负债率	38.45%	35.04%	21.16%	13.68%	18.14%	19.11%

来源：公司年报、国金证券研究所

**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	0	0	0	0
买入	0	3	5	5	5
持有	0	0	2	2	2
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	2.20	2.24	2.25

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 2009-12-18	减持		10.48 ~ 12.05

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方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