

格力电器 (000651.SZ)

白色家电行业

评级：买入 维持评级

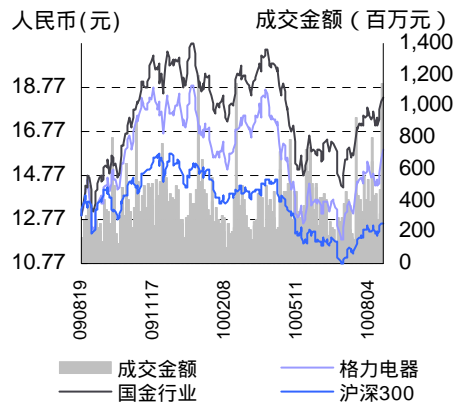
业绩点评

市价(人民币)：15.97元  
目标(人民币)：18.90-20.50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) 2,780.01  
总市值(百万元) 45,001.68  
年内股价最高最低(元) 18.79/11.82  
沪深300指数 2937.36  
深证成指 11282.33



## 相关报告

1. 《年报及一季报业绩说明电话会议纪要》，2010.5.4
2. 《从三龙头迥异的一季报看公司与行业的变化》，2010.4.29
3. 《年报符合预期,成长性不惧地产影响》，2010.4.27

王晓莹 分析师 SAC 执业编号：S1130210040006  
(8621)61038318  
wangxiaoying@gjzq.com.cn

## 中报及公增预案点评，上调盈利预测

## 公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	2.504	2.326	1.318	1.578	1.870
每股净资产(元)	5.97	5.31	4.68	5.78	7.09
每股经营性现金流(元)	0.29	0.00	0.39	1.43	2.07
市盈率(倍)	19.71	8.36	12.11	10.11	8.53
行业优化市盈率(倍)	46.92	20.19	20.19	20.19	20.19
净利润增长率(%)	64.63%	39.36%	27.45%	19.76%	18.52%
净资产收益率(%)	27.97%	29.22%	28.17%	27.29%	26.38%
总股本(百万股)	834.93	1,252.40	2,817.89	2,817.89	2,817.89

来源：公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 格力电器上半年收入 251.5 亿、同比增长 25.4%，归属母公司净利润 15.7 亿元、同比增长 27.7%；EPS0.837 元（按 7 月 13 日除权后股本 EPS 为 0.556 元）；净利润增速小幅超过我们 22% 的预期。
- 公司同期披露 2010 年公开增发 A 股股票预案，计划融资不超过 32.6 亿元，投向商用空调、家用空调、节能压缩机、技术中心技改共 5 个项目。

## 经营分析

- **2Q 收入增速提高，全年目标料能达成，结合补贴看收入增长更可观**：由于空调节能推广补贴计入营业外收入，因此今年的空调企业收入都不具备可比性。所以格力上半年收入增速 26% 低于 45% 的销量增速。尽管如此，2Q 收入增速还是较 1Q 有明显提高，且结合补贴看上半年增速约有 34%。下半年随着内销逐渐提价，预计公司的全年 500 亿销售额目标可以达成。
- **毛利率下降受原材料、补贴和出口策略调整影响，下半年有望回升**：公司净利率在尚有约 10 亿已申报但未收到的情况下同比依然有提升，继续证明其盈利能力之强，而且我们预计净利率下半年有望在毛利率回升、补贴收付实现的情况下进一步提升。
- **公增目的是扩大产能和产品结构升级**：2H09 以来格力公司及其区域销售公司库存始终在低位、公司生产繁忙、渠道断货时有发生，说明公司产能已近极限，扩产确有必要。且本次募投项目主要投向升级产品，其中商用空调的投资规模相当于再造一个目前的规模，我们预计 2012 年达产后格力商用空调的整体收入有望向百亿靠拢。公增顺利的话明年 1 季度有望实施。

## 盈利调整

- 今年空调行业的内外销增速都超过我们前期的预期，因此我们上调对今年空调行业的销量增长预测，相应上调格力业绩：2010-2012 年收入预测分别为 501、606、716 亿元，增速 17.6%、20.8%、18.2%；EPS 为 1.318、1.578、1.870 元，净利润增速 27.4%、19.7%、18.5%。

## 投资建议

- 3-6 个月公司的估值水平在 2011 年的 12-13 倍为合理区间，即 18.9-20.5 元，对应 2010 年的估值为 14.4-15.6 倍，距离目前股价还有 19-29% 的空间，建议积极买入。

## 2Q 收入增速提高，全年目标料能达成，结合补贴看收入增长更可观

- 由于空调节能推广补贴计入营业外收入，因此今年的空调企业收入都不具备可比性。所以格力上半年收入增速 26% 低于销量增速（图表 1）。

图表1：格力及空调行业的产销分析

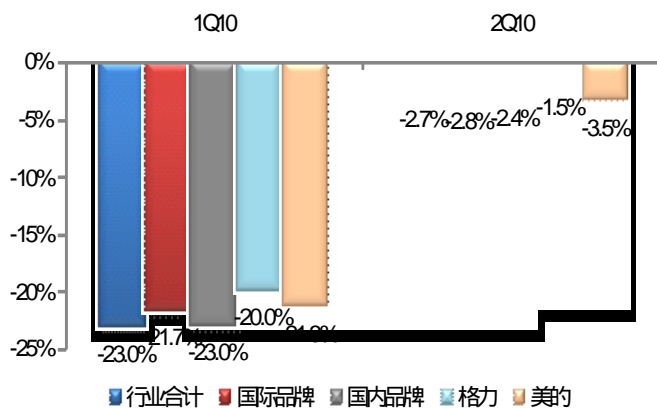
单位：万台		1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10
行业 内销	产业在线内销出货量	813	1053	620	500	665	1141	1059	890	1024	1464
	YOY					-18%	8%	71%	78%	5%	28%
	中怡康城市零售量	164	375	285	115	140	439	324	199	200	542
	YOY					-15%	17%	14%	73%	43%	23%
格力 内销	产业在线格力内销出货量	248	303	265	245	244	394	422	405	356	495
	YOY					-2%	30%	59%	65%	46%	26%
	产业在线格力内销份额	30.5%	28.8%	42.7%	49.0%	36.7%	4.5%	39.8%	45.0%	34.8%	33.8%
	同比变化（个百分点）					6.2	5.8	-2.9	-3.5	-1.9	-0.7
	中怡康格力城市零售量	34	77	58	26	34	89	65	49	61	119
	YOY					-0.1%	15.4%	12.0%	86.5%	78.8%	34.2%
	中怡康格力内销份额	20.8%	20.6%	20.3%	22.8%	24.4%	20.3%	20.0%	24.7%	30.4%	20.0%
	同比变化（个百分点）					3.5	-0.3	-0.3	1.8	6.1	1.8
	点评：	2H09 以来格力内销出货量份额略有下降，但中怡康监测网点的零售份额上升说明竞争力并未下滑；结合公司及其区域销售公司库存始终在历史低位、生产繁忙、断货时有发生的情况，说明公司产能已近极限，扩产确有必要。									
行业 外销	统计局出口	1382	1539	589	364	854	998	487	469	1152	1546
	YOY					-38%	-35%	-17%	29%	35%	55%
	产业在线外销	1250	1409	531	374	905	949	442	524	1153	1564
	YOY					-28%	-33%	-17%	40%	27%	65%
格力 外销	产业在线格力外销量	235	234	72	51	135	126	48	85	192	270
	YOY					-43%	-46%	-34%	67%	42%	114%
	产业在线格力外销份额	18.8%	16.6%	13.6%	13.0%	14.9%	13.3%	0.8%	16.2%	16.7%	17.3%
	同比变化（个百分点）					-3.9	-3.3	-2.8	2.6	1.7	4.0
	点评：	08-09 年海外金融危机下格力为了保护利润和现金流，放弃了一些风险高的出口订单，因此外销份额下降。随着海外经济复苏以及公司经营策略的调整下，格力的外销市场份额又回到了 08 年上半年的水平。									
行业 总产 销	统计局产量	2472	3062	1555	1374	1894	2807	2098	2057	2408	3625
	YOY					-23%	-8%	35%	50%	31%	29%
	产业在线销量	2063	2462	1151	874	1569	2090	1501	1414	2177	3028
	YOY					-24%	-15%	30%	62%	39%	45%
格力 总销 量	产业在线格力总销量	483	537	337	296	379	520	469	490	548	765
	YOY					-22%	-3%	39%	66%	45%	47%
	产业在线格力总销量份额	23.4%	21.8%	29.3%	33.9%	24.2%	24.9%	31.3%	34.7%	25.2%	25.3%
	同比变化（个百分点）					0.7	3.1	2.0	0.8	1.0	0.4
	点评：	1)今年空调行业内销、出口均超我们及市场预期，1-7 月统计局产量累计增速依然高达 38%。我们调高全年行业内销增速预期至 10%（原为-4%）、出口增速预期至 30%（原为 15%）。 2)格力增发预案披露 2009 年公司空调实际产量是 2173.48 万套，但产业在线口径的格力内外销量之和为 1858 万套，说明产业在线口径对格力销量的统计偏低。									

来源：产业在线，中怡康，华通人，国金证券研究所

- 空调节能推广补贴政策从 09 年 6 月开始实施，由于空调节能推广补贴计入营业外收入，而且空调行业逐渐形成厂家先根据所能获得的补贴额降价销售，事后再向政府申领补贴（补贴从申领到收付实现一般需要三个多月时间）计入营业外收入，因此今年的空调企业收入与去年同期都不具备可比性。

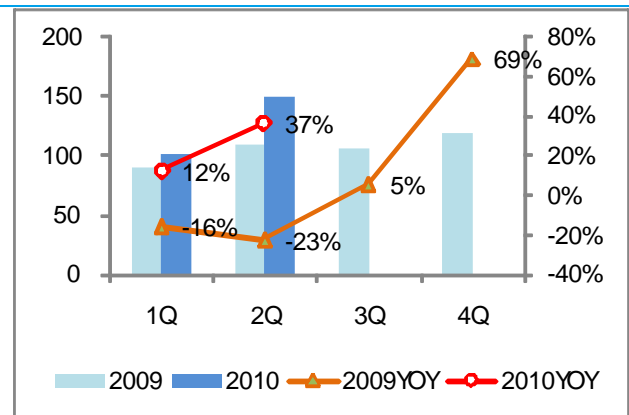
- 尽管如此，公司 2Q 收入增速 37% 还是较 1Q 的 12% 有明显提高；上半年合计收入 250 亿，下半年随着内销逐渐提价（7、8 月从零售市场来看已经显现），我们预计公司的全年 500 亿销售额目标可以达成。
- 今年 6 月之前，空调厂家经历了一场由清理低能效比空调库存（一季度尤为明显）引发的行业价格战（图表 2），而这一情况随着上游原材料成本上涨导致经营压力的不断加大，二季度终端零售价格有所好转，因此公司二季度收入同比增长 37%，明显高于一季度 12% 的增长速度（图表 3）：

图表2：空调降价幅度逐级缩小，且格力降幅最小



来源：中怡康，公司财报，国金证券研究所

图表3：格力2Q收入增速较1Q明显上升



单位：亿元

- 其实本质上可将营业外收入中的节能推广补贴视为收入，再考虑补贴的收付实现滞后一个季度的话，实际上半年的收入同比增长应能达到 34% 左右。（图表 4）

图表4：结合补贴看收入增长更可观

(亿元)	1H	2H	说明
2009 年收入	201	226	
加上滞后一季的节能空调推广补贴	—	6	09 年收到 2.4 亿，1Q10 收到大约 3.5 亿；合计约 6 亿
2009 合计	201	232	
2010 年收入	251		
加上滞后一季的节能空调推广补贴	17		2Q10 收到大约 6.9 亿，且我们估计还有 10 亿左右是 2Q 已申报并将于 3Q 收到；合计约 17 亿
2010 合计	268		
加上补贴收入的 10/09 收入 YOY	34%		

来源：公司财报，国金证券研究所

图表5：上半年分产品及市场的收入、毛利变化

(亿元)		收入	收入 YOY	毛利率	毛利率 1H10 VS 09 全年 (个百分点)
分产品	空调及配件	229.7	22%	16%	-8.6
	小家电	4.1	48%	7%	-6.9
	漆包线	1.2	73%	8%	2.1
	电容	0.2	55%	13%	1.1
	压缩机	0.01	699%	16%	2.4
分市场	电机	0.1	—	10%	—
	内销	177.9	12%	19%	-6.2
	外销	57.4	74%	6%	-13.0

- 分产品及市场看（图表 5），上半年小家电收入 4.1 亿、取得了 48% 的增长，除了受益于小家电市场的增长以外市场份额也一定有提升，值得关注。外销收入同比增长 74%，远高于内销 12% 的收入增速。不过最大变化是毛利率的下降，下文详述。

## 毛利率下降受原材料、补贴和出口策略调整影响，下半年有望回升

- 公司目前主要产品还是空调及配件，上半年毛利率与 09 全年相比下降了 8.6 个百分点除了原材料因素外，还有两部分原因（图表 5）：
  - 主要原因是内销毛利率的下降，与 09 全年相比下降了 6.2 个百分点，这同样是受到补贴政策的影响。但自今年 6 月以后空调能效补贴额下降约 2/3，空调企业已纷纷采取策略提高产品出厂价，近期我们从苏宁国美等家电卖场调研情况也感受到了空调的终端销售价格确实环比上升，加上下半年原材料价格因此我们认为公司毛利率将在下半年得到回升。
  - 次要原因是出口毛利率也大幅下降，我们认为这与公司出口策略调整有关，08、09 年海外金融危机下格力为了保护利润和现金流，主动放弃了一些利润低以及风险高的出口订单，付出的代价是出口收入下降超过行业水平；随着海外经济复苏，09 年下半年公司已经主动调整出口策略（此前管理层已与市场沟通过），又回到追求份额的方向，因此出口毛利率的下降换来了格力的外销市场份额又回到了 08 年上半年的水平。而且尽管出口毛利率低，但所需销售费用很少，因此依然贡献净利润。
- 公司净利率在尚有约 10 亿已申领但未收到的情况下同比依然有提升，继续证明其盈利能力之强（图表 6），而且我们预计净利率下半年有望在毛利率回升、补贴收付实现的情况下进一步提升。

图表6：利润表的拆项分析与变动点评

	1H09	2H09	1H10	同比变化 个百分点	环比变化 个百分点	点评
营业收入(百万元)	19990	22468	25145	26%	12%	同比和环比均有上升，销售均价下降和销量上升的双重因素所致
-营业成本	74.7%	75.8%	83.1%	8.4	7.3	毛利率下降受原材料、补贴和出口策略调整的影响，下半年有望回升
=毛利	25.3%	24.2%	16.9%	-8.4	-7.3	
-营业税金及附加	0.7%	1.1%	0.8%	0.1	-0.3	
-销售费用	14.8%	12.7%	10.9%	-3.8	-1.7	收入上升、出口增长带来销售费用率下降
-管理费用	2.7%	4.6%	2.8%	0.1	-1.7	规模同比增加，管理费用增速大于收入增速，但环比得到控制
-财务费用	0.0%	-0.5%	-0.8%	-0.8	-0.3	银行存款利息增加所致
-资产减值损失	0.3%	-0.1%	0.3%	-0.0	0.	
+公允价值变动损益	0.0%	0.0%	0.3%	0.3	0.3	本期新增远期结、售汇合约公允价值变动所致
+投资收益	0.0%	0.0%	0.1%	0.1	0.1	
+营业外收支	0.3%	1.5%	4.4%	4.1	2.9	获节能推广补贴 10 多亿，占营业外收入 92%
=利润总额	7.1%	8.0%	7.7%	0.6	-0.3	
-所得税费用	1.2%	0.9%	1.3%	0.1	0.4	
-少数股东损益	0.0%	0.1%	0.0%	-0.0	-0.1	
=归属于母公司所有者 净利润	5.9%	7.0%	6.4%	0.5	-0.6	上文

来源：公司财报，国金证券研究所

## 公增目的是扩大产能和产品结构升级

- 公司同期披露 2010 年公开增发 A 股股票预案，计划融资不超过 32.6 亿元，投向商用空调、家用空调、节能压缩机、技术中心技改共 5 个项目。

图表7：公司2010年公开增发A股股票预案

发行数量	发行规模	发行价格	募集资金用途	项目投资总额(万元)	募集资金投资额(万元)	建设期(年)	预计可新增收入/产量
不超过2.5亿股(含)	不超过32.6亿元(含)	不低于公告招股意向书前二十个交易日公司A股股票均价或前一个交易日的均价	1、总部商用空调技改扩产项目	60,003	60,000	2	17.96亿元
			2、武汉商用空调建设项目	56,067	50,000	2	14.65亿元
			3、郑州家用空调建设项目	76,295	70,000	1	250万台家用空调
			4、年产600万台新型节能环保家用空调压缩机项目	118,000	90,000	2	600万台压缩机
			5、节能环保制冷设备工程技术研究中心技术改造建设项目	56,000	56,000	2	—
			合计	366,365	326,000		

来源：公司公告，国金证券研究所

- 正如图表 1 中的点评，2H09 以来格力公司及其区域销售公司库存始终在历史低位、公司生产繁忙、渠道断货时有发生，说明公司产能已近极限，扩产确有必要。
- 而且本次募投项目主要投向提升公司产品结构的升级产品：1) 商用空调的投资规模相当于再造一个目前的规模，我们预计 2012 年达产后格力商用空调的整体收入有望向百亿靠拢；2) 郑州空调基地是公司在中部地区投下的一枚新的产能棋子，1 年后投产将解决目前的产能瓶颈；3) 新型节能环保压缩机本来就是安徽格力基地的配套项目，除了提升产品结构，还将减少配套成本；4) 对技术中心的技改投入也较大，是格力一贯重视研发的延续。
- 公增对于上市公司的要求比定增高，目前市场预进行定增的公司相当多，相应做公增的却很少，因此只要市场不出现类似 08 年停止扩容的情况，预计公司此次公增的推进将较为顺利，按照一般进度，预计半年左右的时间将可以实施，即明年一季度。

### 上调公司盈利预测

- 今年空调行业的内外销增速都超过我们前期的预期，1-7 月产量同比增长依然保持 38%，因此我们上调对今年空调行业的销量增长预测，内销增速从-4%上调到+9.3%（图表 8）、出口增速从+15%上调到+30%；并相应调整对 2011、2012 年的行业增速也做了调整（详见我们的月报）。

图表8：2010-2012 空调内销量预测更新

内销市场容量结构：		刚性需求	消费补贴贡献	购房增长贡献	内需容量合计
预测逻辑：		基于我们的“家电相对刚性内需容量测算模型”；并且考虑 2012 年农村家庭空调保有量达到城镇家庭 2000 年保有量的 75%。	1) 家电下乡持续到 2012 年底；2) 定速空调节能推广补贴政策 2010 年 6 月缩小约 2/3 幅度后持续到 2011 年 5 月底，届时变频空调的补贴还可能会推出；3) 以旧换新 2010 年 6 月起扩大到全国范围，持续到 2011 年底。	2010 年的贡献主要源于 2009 年销售面积增长 42% 的滞后效应。2011、2012 年考虑保障房的增长基本能够对冲房地产行业对家电的负面影响，即零贡献。	
空调	2009 回归	3519	100	135	3755
	2010E	3553	350	200	4103
	10E/09 YOY				9.3%
	2011E	4610	-100	0	4510
	11E/10E YOY				9.9%
	2012E	5062	-100	0	4962
12E/11E YOY				10.0%	

来源：国金证券研究所

图表9：公司主要产品收入预测

项 目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>空调及配件业务</b>						
销售收入 (百万元)	34,894.83	38,184.16	38,329.41	44,854.74	54,148.80	63,885.51
增长率 (YOY)	48.68%	9.43%	0.38%	17.02%	20.72%	17.98%
毛利率	18.29%	20.43%	24.86%	19.89%	22.44%	23.48%
销售成本 (百万元)	28,511.26	30,384.20	28,800.10	35,934.37	41,996.51	48,885.85
增长率 (YOY)	49.38%	6.57%	-5.21%	24.77%	16.87%	16.40%
毛利 (百万元)	6,383.57	7,799.97	9,529.31	8,920.37	12,152.29	14,999.66
增长率 (YOY)	45.64%	22.19%	22.17%	-6.39%	36.23%	23.43%
占总销售额比重	91.73%	90.48%	89.90%	89.49%	89.40%	89.25%
占主营业务利润比重	92.29%	92.26%	89.35%	87.32%	88.78%	89.21%
<b>其中：家用空调</b>						
平均售价 (元/件)	2,092.55	2,141.64	1,602.47	1,583.24	1,686.36	1,755.47
增长率 (YOY)	19.25%	2.35%	-25.18%	-1.20%	6.51%	4.10%
销售数量 (千件)	15,720.00	16,521.97	21,734.83	25,014.96	27,907.11	31,143.71
增长率 (YOY)	22.30%	5.10%	31.55%	15.09%	11.56%	11.60%
销售收入 (百万元)	32,894.83	35,384.16	34,829.41	39,604.74	47,061.30	54,671.76
增长率 (YOY)	45.84%	7.57%	-1.57%	13.71%	18.83%	16.17%
毛利率	17.76%	19.91%	24.03%	18.15%	20.85%	21.87%
销售成本 (百万元)	27,051.26	28,340.19	26,461.64	32,416.87	37,247.88	42,712.64
增长率 (YOY)	46.79%	4.76%	-6.63%	22.51%	14.90%	14.67%
毛利 (百万元)	5,843.57	7,043.97	8,367.77	7,187.87	9,813.42	11,959.12
增长率 (YOY)	41.60%	20.54%	18.79%	-14.10%	36.53%	21.86%
占总销售额比重	86.47%	83.85%	81.69%	79.02%	77.70%	76.38%
占主营业务利润比重	84.49%	83.32%	78.46%	70.36%	71.70%	71.13%
<b>其中：商用空调</b>						
销售收入 (百万元)	2,000.00	2,800.00	3,500.00	5,250.00	7,087.50	9,213.75
增长率 (YOY)	118.61%	40.00%	25.00%	50.00%	35.00%	30.00%
毛利率	27.00%	27.00%	33.19%	33.00%	33.00%	33.00%
销售成本 (百万元)	1,460.00	2,044.00	2,338.46	3,517.50	4,748.63	6,173.21
增长率 (YOY)	121.64%	40.00%	14.41%	50.42%	35.00%	30.00%
毛利 (百万元)	540.00	756.00	1,161.54	1,732.50	2,338.88	3,040.54
增长率 (YOY)	110.80%	40.00%	53.64%	49.16%	35.00%	30.00%
占总销售额比重	5.26%	6.63%	8.21%	10.47%	11.70%	12.87%
占主营业务利润比重	7.81%	8.94%	10.89%	16.96%	17.09%	18.08%
<b>其他业务收入</b>						
销售收入 (百万元)	2,243.60	3,105.78	3,568.42	4,210.96	4,951.87	5,741.49
增长率 (YOY)	2.18%	6.00%	14.90%	18.01%	17.60%	15.95%
毛利率	20.50%	18.12%	29.31%	28.08%	27.55%	27.16%
销售成本 (百万元)	1,783.67	2,542.90	2,522.35	3,028.72	3,587.64	4,182.02
增长率 (YOY)	-3.32%	42.57%	-0.81%	20.08%	18.45%	16.57%
毛利 (百万元)	459.92	562.88	1,046.07	1,182.23	1,364.23	1,559.47
增长率 (YOY)	31.06%	22.39%	85.84%	13.02%	15.39%	14.31%
占总销售额比重	5.90%	7.36%	8.37%	8.40%	8.18%	8.02%
占主营业务利润比重	6.65%	6.66%	9.81%	11.57%	9.97%	9.27%
销售总收入 (百万元)	38041.31	42200.73	42637.29	50122.77	60567.97	71580.95
销售总成本 (百万元)	31124.75	33746.54	31971.94	39907.17	46880.58	54767.19
毛利 (百万元)	6916.57	8454.18	10665.35	10215.60	13687.39	16813.76
平均毛利率	18.18%	20.03%	25.01%	20.38%	22.60%	23.49%

来源：国金证券研究所

- 调整后，预计公司 2010-2012 年收入预测分别为 501、606、716 亿元，同比增速分别为 17.6%、20.8%、18.2%；EPS 分别为 1.318、1.578、1.870 元，净利润增速分别为 27.4%、19.7%、18.5%。

## 投资建议

- 公司的成长性“一直被怀疑，始终在超越”，我们本次年内首次上调了公司盈利预测。公司的估值一直低于同为白电龙头的美的电器和青岛海尔，应该还是市场对公司增长是否能够继续保持的怀疑。我们认为在中央空调等新增长点未具备规模前，只要空调行业不要连续两年增速下降，公司的区域销售公司模式竞争力始终是行业最强；况且公司在中央空调领域进步迅速，成长可期，今后 2-3 年保持 20%水平增长的可能性依然很大。
- 考虑上述市场情绪及，3-6 个月我们认为公司的估值水平在 2011 年的 12-13 倍为合理区间，即 18.9-20.5 元，对应 2010 年的估值为 14.4-15.6 倍，距离目前股价还有 19-29%的空间，建议积极买入。

图表10：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	42,200	42,637	50,123	60,568	71,581
增长率	10.9%	1.0%	17.6%	20.8%	18.2%
主营业务成本	-33,758	-31,972	-39,907	-46,881	-54,767
% 销售收入	80.0%	75.0%	79.6%	77.4%	76.5%
毛利	8,442	10,665	10,216	13,687	16,814
% 销售收入	20.0%	25.0%	20.4%	22.6%	23.5%
营业税金及附加	-363	-403	-451	-545	-644
% 销售收入	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	-4,403	-5,798	-6,015	-6,965	-7,874
% 销售收入	10.4%	13.6%	12.0%	11.5%	11.0%
管理费用	-1,271	-1,567	-1,754	-1,817	-2,076
% 销售收入	3.0%	3.7%	3.5%	3.0%	2.9%
息税前利润 (EBIT)	2,405	2,898	1,995	4,360	6,220
% 销售收入	5.7%	6.8%	4.0%	7.2%	8.7%
财务费用	-85	97	215	293	351
% 销售收入	0.2%	-0.2%	-0.4%	-0.5%	-0.5%
资产减值损失	-3	-29	-1	0	0
公允价值变动收益	0	2	0	0	0
投资收益	9	7	50	10	12
% 税前利润	0.4%	0.2%	1.1%	0.2%	0.2%
营业利润	2,327	2,975	2,259	4,663	6,582
营业利润率	5.5%	7.0%	4.5%	7.7%	9.2%
营业外收支	67	406	2,300	800	60
税前利润	2,394	3,380	4,559	5,463	6,642
利润率	5.7%	7.9%	9.1%	9.0%	9.3%
所得税	-278	-449	-821	-983	-1,328
所得税率	11.6%	13.3%	18.0%	18.0%	20.0%
净利润	2,116	2,932	3,739	4,480	5,314
少数股东损益	25	18	26	33	44
归属于母公司的净利润	2,091	2,913	3,713	4,447	5,270
净利率	5.0%	6.8%	7.4%	7.3%	7.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	2,128	0	3,739	4,480	5,314
少数股东损益	0	0	0	0	0
非现金支出	348	0	505	510	526
非经营收益	-370	0	-1,273	-810	-72
营运资金变动	-1,738	0	-1,876	-141	61
经营活动现金净流	368	0	1,095	4,038	5,829
资本开支	-996	0	2,181	739	-300
投资	-3	0	0	0	0
其他	57	0	50	10	12
投资活动现金净流	-942	0	2,231	749	-288
股权募资	1	0	939	0	0
债权募资	8	0	-2,627	0	1
其他	-327	0	-95	-1	-940
筹资活动现金净流	-319	0	-1,783	-1	-939
现金净流量	-893	0	1,542	4,786	4,602

资产负债表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	3,666	22,905	24,447	29,233	33,835
应收款项	13,907	11,909	13,492	16,304	19,268
存货	4,790	5,824	6,559	7,706	9,002
其他流动资产	914	1,973	1,599	1,643	1,919
流动资产	23,277	42,611	46,097	54,886	64,024
% 总资产	75.6%	82.7%	88.8%	89.6%	91.2%
长期投资	81	879	879	879	879
固定资产	4,573	4,821	4,450	4,017	3,864
% 总资产	14.8%	9.4%	8.6%	6.6%	5.5%
无形资产	458	508	493	478	464
非流动资产	7,523	8,919	5,822	6,373	6,207
% 总资产	24.4%	17.3%	11.2%	10.4%	8.8%
资产总计	30,800	51,530	51,919	61,259	70,231
短期借款	8	1,212	0	0	0
应付款项	17,627	29,822	28,480	32,765	36,752
其他流动负债	5,434	9,806	9,551	10,052	10,910
流动负债	23,069	40,839	38,031	42,817	47,662
长期贷款	0	0	0	0	1
其他长期负债	3	38	0	0	0
负债	23,073	40,878	38,031	42,817	47,663
普通股股东权益	7,475	9,970	13,179	16,292	19,981
少数股东权益	250	683	26	59	103
负债股东权益合计	30,797	51,530	51,919	61,259	70,231

比率分析

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标					
每股收益	2.504	2.326	1.318	1.578	1.870
每股净资产	5.968	5.307	4.677	5.781	7.091
每股经营现金净流	0.294	0.000	0.388	1.433	2.069
每股股利	0.000	0.300	0.500	0.473	0.561
回报率					
净资产收益率	27.97%	29.22%	28.17%	27.29%	26.38%
总资产收益率	6.79%	5.65%	7.15%	7.26%	7.50%
投入资本收益率	27.48%	21.13%	11.78%	19.39%	22.05%
增长率					
主营业务收入增长率	10.93%	1.04%	17.56%	20.84%	18.18%
EBIT增长率	74.11%	20.46%	-31.13%	118.49%	42.66%
净利润增长率	64.63%	39.36%	27.45%	19.76%	18.52%
总资产增长率	20.56%	67.32%	0.75%	17.99%	14.65%
资产管理能力					
应收账款周转天数	6.3	6.3	6.0	6.0	6.0
存货周转天数	65.0	60.6	60.0	60.0	60.0
应付账款周转天数	93.8	114.7	110.0	110.0	110.0
固定资产周转天数	37.2	39.5	30.7	23.1	19.0
偿债能力					
净负债/股东权益	-47.36%	-203.66%	-176.05%	-158.53%	-149.93%
EBIT利息保障倍数	28.3	-29.9	-9.3	-14.9	-17.7
资产负债率	74.92%	79.33%	73.25%	69.90%	67.87%

来源：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	1	9	12	30
买入	0	0	0	0	7
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.00	1.00	1.12

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 2009-01-11	买入	7.81	20.79 ~ 22.52
2 2009-02-19	持有	10.31	20.79 ~ 23.62
3 2009-04-21	买入	12.79	31.50 ~ 33.90
4 2009-04-30	买入	13.09	N/A
5 2009-07-17	买入	14.60	N/A
6 2009-11-02	买入	17.86	29.80 ~ 32.80
7 2010-04-27	买入	15.39	32.50 ~ 32.90
8 2010-05-04	买入	14.16	32.50 ~ 32.90

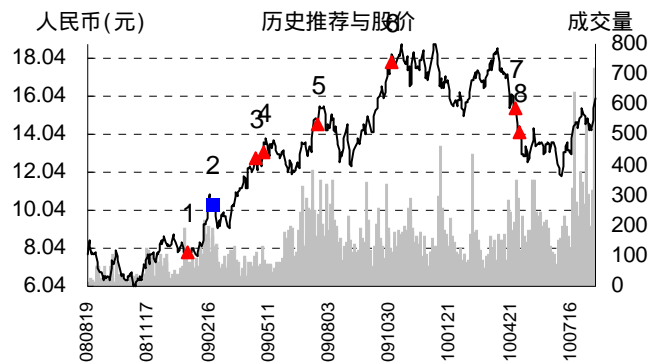
来源：国金证券研究所

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：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹  
国际大厦 7 楼**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