

胜利精密 (002426.SZ)

金属制品行业

评级: 持有 下调评级

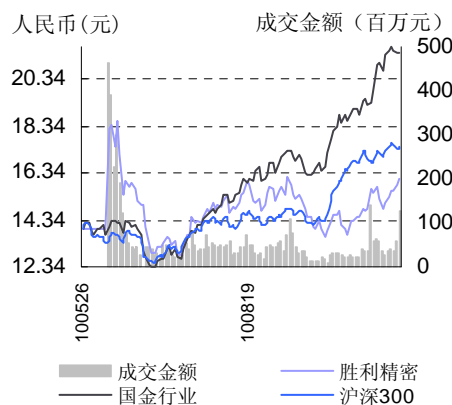
公司研究

市价(人民币): 16.12元
目标(人民币): 16.44-17.05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)	40.10
总市值(百万元)	6,454.61
年内股价最高最低(元)	18.57/12.82
沪深300指数	3509.97
中小板指数	7841.06



相关报告

- 《对外投资点评: 战略部署比短期业绩更重要》, 2010.8.26
- 《市场开拓短期增收不增利, 看好明后年》, 2010.8.23
- 《市场份额领先的高端平板电视结构件供应商》, 2010.6.7

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

苏青青 联系人
(8621)61357504
suqq@gjzq.com.cn

开拓市场+产业链盈利低谷制约业绩提升

公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.435	0.464	0.423	0.548	0.682
每股净资产(元)	1.35	1.68	3.33	3.88	4.56
每股经营性现金流(元)	0.29	0.44	0.60	0.42	0.68
市盈率(倍)	N/A	N/A	36.61	28.26	22.73
行业优化市盈率(倍)	10.23	21.08	21.08	21.08	21.08
净利润增长率(%)	10.00%	6.58%	1.39%	29.52%	24.33%
净资产收益率(%)	32.35%	27.62%	12.71%	14.13%	14.95%
总股本(百万股)	360.31	360.31	400.41	400.41	400.41

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **收入大幅增长, 但盈利能力下降较多将成为今年业绩的主基调:** 我们近期调研了公司, 就三季报业绩情况、对外投资四个厂情况、发展策略等进行沟通。前三季度公司收入同比增长 56%, 净利润同比降低 16%; 预计四季度盈利水平难有大幅提高。导致公司今年业绩基调的因素为: 1、电视机相关产业链景气度下滑, 品牌商盈利能力有所下滑, 因此会出现挤压上游配件供应商的利润空间的现象; 2、原材料价格上涨, 价格无法顺利传导至下游客户; 3、公司目前处于规模扩张期, 为了快速打开市场, 产品价格有所调整。
- **明年电视机产业链上企业盈利能力将好于今年, 盈利空间有望被打开:** 判断依据一, 平板电视机市场蛋糕可继续增大, 为产业盈利好转提供基础; 判断依据二, 面板价格还将延续下滑趋势, 但平板电视机价格将面临回转, 客户利润空间有望增长。
- **目前正处于市场开拓期, 战略部署比短期业绩更加重要:** 我们认为公司正处于市场开拓期。在此期间, 出于获得客户资源以及快速打开市场的考虑, 公司可能会出现让利销售行为, 从而影响到短期业绩的表现。但我们认为市场开拓期公司的发展战略部署比短期业绩更加重要, 从超募资金向上游延伸以及开拓汽车新领域用途上就足以说明公司本身很清楚自己的定位, 以及知道怎样更好的去实现自己的发展目标。对于一家企业来说, 长远合理的发展战略远比短期业绩表现更加重要。

投资建议

- 今年应该是公司业绩最差的一年, 预计明后年盈利水平可稳步抬升, 上调未来三年收入预测, 下调 EPS: 预计 2010-2012 年收入规模分别可达 12.3 亿、15.2 亿和 17.6 亿, 增速分别为 36.4%、23.6%和 16.2%; 下调未来三年 EPS 分别至 0.423 元、0.548 元和 0.682 元, 下调幅度分别为 11%、13%和 14%; 净利润增速分别为 1.4%、29.5%和 24.3%。

估值

- 我们认为 6-12 个月合理估值在 30X11PE/25X12PE, 即 16.44-17.05 元之间, 鉴于目前股价已经接近合理价值区间, 短期内给予公司“持有”评级, 但建议关注公司在汽车配件等其他领域扩张的进展。

内容目录

收入大幅增长，但盈利能力下降较多，将成为今年业绩的主基调.....	3
深打基础，努力做大做强配件业务	3
电视机产业链处于盈利低谷期，明年企业盈利空间有望被打开	4
盈利预测、估值与投资建议.....	6
附录：三张报表预测摘要	9

图表目录

图表 1: 电视机上市公司业绩反映产业链整体盈利下滑.....	3
图表 2: 毛利率和净利率变化趋势已经趋稳.....	3
图表 3: 超募资金外投资项目的情况简介及投资意义	4
图表 4: 液晶面板价格与液晶电视终端零售价格变化对比	6
图表 5: 指标显示彩电下游需求正在逐步好转	6
图表 6: 全球 LCD (含 LED) 出货量预测 (百万台)	6
图表 7: 分产品盈利预测表.....	8

收入大幅增长，但盈利能力下降较多，将成为今年业绩的主基调

- 前三季度公司共实现销售收入 9.3 亿，同比增长 56%，单季度实现营业收入 3.6 亿，同比增长 34%；1-9 月净利润规模达 1.3 亿，同比降低 16%；三季度净利润规模达 4610 万，同比降低 35%；
- 前三季度总体业绩基调是收入大幅增长，但盈利能力却下降较多（图表 2），主要原因有三点：
 - 电视机相关产业链景气度下滑，品牌商盈利能力有所下滑（图表 1），因此会出现挤压上游配件供应商的利润空间的现象；
 - 原材料价格上涨，价格无法顺利传导至下游客户；
 - 公司目前处于规模扩张期，上市之前主要是飞利浦和冠捷等高端客户的电视机配件供应商，上市之后公司切入了国内电视机整机商的供应链体系中，为了快速打开市场，产品价格有所调整。

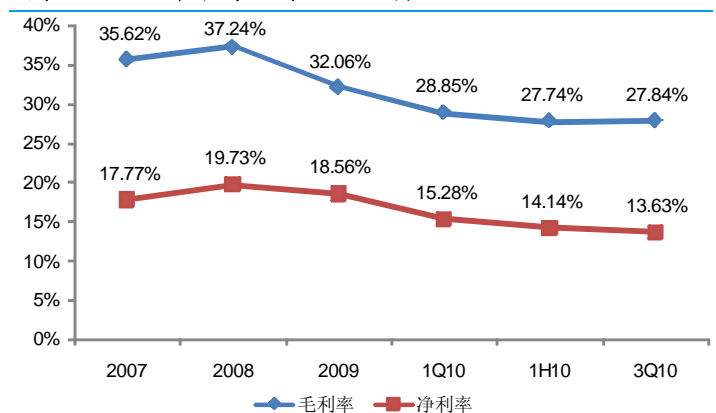
图表1：电视机上市公司业绩反映产业链整体盈利下滑

代码	公司名称	收入增速	利润额增速
600060	海信电器	18%	43%
600839	四川长虹	35%	-10%
000016	深康佳 A	38%	-10%
000100	TCL 集团	18%	-48%

注：除海信外，电视机 A 股上市公司 1-9 月业绩普遍呈现出收入增速远高于利润总额增速；主要原因是销量增长，但单品盈利能力下降较多，导致利润总额并未呈现同步增长。

来源：公司财报，国金证券研究所

图表2：毛利率和净利率变化趋势已经趋稳



- 预计四季度净利率仍难改善，迅速做大主业是当务之急：
 - 对于电视机配件供应商来说，面对配件外包趋势的逐步明朗，迅速且尽可能多地切入到下游客户供应链体系是当务之急。公司管理层清楚地意识到这点，因此给公司定的发展格调是：做大市场规模，抢占市场份额，年内不追求盈利能力的提高；
 - 我们认为上市之前公司盈利能力无论从产业链对比角度看，还是从公司产品属性看，确实较高，因此从市场角度看也有回归到正常水平的需要，因此今年产品毛利率较去年已经有了大幅下滑。结合公司整体竞争力和产品发展渊源看，当前的毛利率水平较为正常，预计未来大幅跌落的可能性较小（图表 2 所示，盈利水平已经趋稳）。

深打基础，努力做大做强配件业务

- 对外投资四个项目意味着公司开启了产业链向上游延伸以及多元化发展之路（图表 3）：
 - 厦门厂区和青岛飞拓电器均是为了更好地贴近客户服务而设的厂区，两厂区均是对塑胶结构件、BASE 和金属结构件现有产能的增加，两厂区达产后产能以及建设意义详见图表 3 所示；预计达产后三个产品的产能均可接近翻番（图表 7）
 - 新型材料公司的设立主要是提供现有产品所需的金属及塑料等原材料，在此项目投产运营之前，公司必须外购原材料进行生产，向产业

链上游延伸后有助于提高现有产品盈利水平。目前公司给新型材料项目的定位是不仅满足于对内配套原材料的供给，达产后部分产能将用于出售；

- 投资广州市型腔模具制造有限公司部分股权项目主要是为进军汽车领域而设立的，原广型模具厂只将业务进行到模具这个环节，而压铸项目建成后，公司可向客户直接提供产成品，相当于产业链向下延伸了一个环节。

图表3：超募资金外投资项目的情况简介及投资意义

项目名称	投资内容	项目意义								
出资建设青岛飞拓电器有限公司	<ul style="list-style-type: none"> √ 注册资本 2000 万，投资总额 4000 万； √ 公司股权比例 100%； √ 预测静态投资回收期 3.19 年、动态投资回收期 4 年 	<ul style="list-style-type: none"> √ 扩大生产规模及市占率； √ 选址青岛是为更好贴近客户发挥服务优势 <table border="1"> <thead> <tr> <th>扩产品种</th> <th>达产后年产能</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>塑胶结构件</td> <td>100 万个/套</td> </tr> <tr> <td>BASE 组装</td> <td>150 万个/套</td> </tr> <tr> <td>金属结构件</td> <td>70 万个/套</td> </tr> </tbody> </table>	扩产品种	达产后年产能	塑胶结构件	100 万个/套	BASE 组装	150 万个/套	金属结构件	70 万个/套
扩产品种	达产后年产能									
塑胶结构件	100 万个/套									
BASE 组装	150 万个/套									
金属结构件	70 万个/套									
在厦门合资建设平板电视结构模组生产基地	<ul style="list-style-type: none"> √ 将使用超募中的 5100 万（51%股权）投资在厦门建设平板电视机结构模组生产基地项目 	<ul style="list-style-type: none"> √ 此项目是为了应对冠捷等公司在厦门设厂需要而设，以便更好地贴近客户服务，年产值 6.5 亿元人民币； <table border="1"> <thead> <tr> <th>扩产品种</th> <th>达产后年产能</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>塑胶结构件</td> <td>300 万个/套</td> </tr> <tr> <td>BASE 件</td> <td>500 万个/套</td> </tr> <tr> <td>金属结构件</td> <td>400 万个/套</td> </tr> </tbody> </table>	扩产品种	达产后年产能	塑胶结构件	300 万个/套	BASE 件	500 万个/套	金属结构件	400 万个/套
扩产品种	达产后年产能									
塑胶结构件	300 万个/套									
BASE 件	500 万个/套									
金属结构件	400 万个/套									
合资成立苏州胜禹新型材料科技有限公司	<ul style="list-style-type: none"> √ 注册资本 3000 万，投资总额 9000 万； √ 胜利精密出资 2400 万（80%股权）、王韩希出资 600 万（20%股权）；合资公司经增资后的注册资本可达到 9,000 万元。当合资公司注册资本增资达到 9000 万元时，合资双方的出资比例为胜利精密 60%即 5,400 万元，王韩希 40%即 3,600 万元。 	<ul style="list-style-type: none"> √ 主要从事涂层新型复合材料的生产、金属材料中钢铁薄板（厚度在 4 毫米以下）及铝合金板（厚度在 2 毫米以下）的套裁加工、配送业务； √ 本项目建设期及达产的时间合计 2 年，项目投产后，复合材料月产能 4,000 吨，年加工配送量为项目投产后，复合材料月产能 4,000 吨，年加工配送量为 100000 吨； √ 该项目的实施是公司产品链向上游材料方面的延伸，公司主要产品之一的金属结构件的主要材料大部分可由该项目提供，项目的实施将进一步扩大公司生产规模，降低产品成本，增加收益。 								
投资广州市型腔模具制造有限公司部分股权项目	<ul style="list-style-type: none"> √ 广型模具目前注册资本为 1,050 万元人民币，拟增加至 1,400 万元人民币。公司拟以 2,000 万元人民币认购广型模具本次增加的注册资本 350 万元人民币，认购金额超过增资部分的款项 1,650 万元人民币计入广型模具的资本公积。 √ 本次增资完成后，公司将持有广型模具 25%的股权。 	<ul style="list-style-type: none"> √ 广型模具具有多年的压铸模具专业生产经验、拥有稳定的高端客户群体，其 2009 年 69%的模具销售是销往汽车行业，其主要客户有乔治费歇尔汽车产品有限公司、英国 JVM 公司、法国 RENCAST ALLINGES SAS 公司、以色列 TADIR-GAN 公司、江西昌河铃木、长安铃木等； √ 借助广型模具的压铸模具优势及与汽车行业的业务关系优势，合作建设铸件生产企业，将铸件业务伸入到汽车行业，进而带动冲压件、注塑件进入汽车行业；拓展本公司的模具领域、获得投资收益。 								

来源：公司公告，国金证券研究所

电视机产业链处于盈利低谷期，明年企业盈利空间有望被打开

- 由于公司本身业绩受产业链景气度影响较大，我们有必要对电视机产业链景气度做出判断，又由于公司毕竟是给电视机厂家做配套服务，且影响公司经营业绩的不单只有产业景气度一个因素，因此我们在此仅对产业链景气度给出判断依据及观点。
- 经过总结对比分析，我们认为影响电视机产业链的因素有如下几点：
 - 电视机产业不像白电产业那样波动性较小，产业中的企业业绩受到上游成本价格波动影响以及行业格局变化导致的终端零售价格变化影响

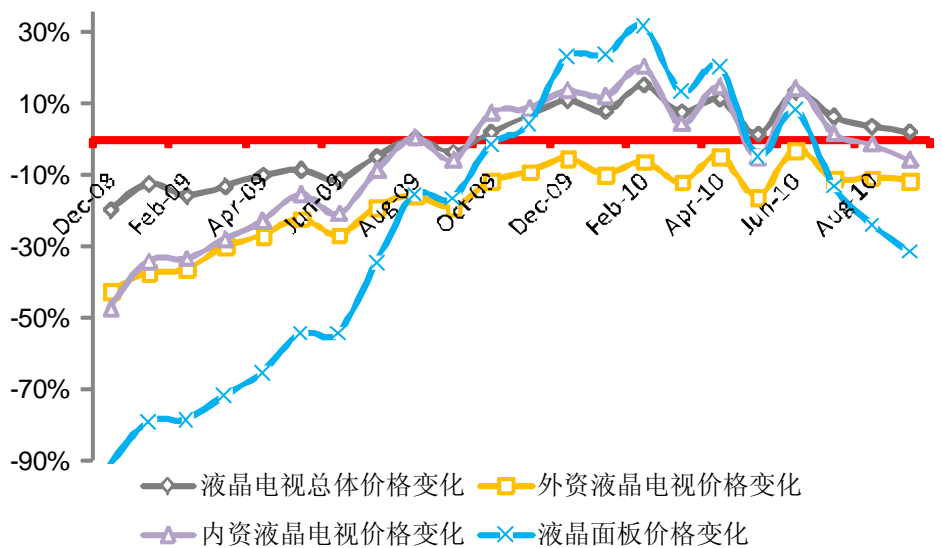
较大，因此我们认为判断行业景气度的很重要视角在于把握上游面板价格与终端零售价格同比变化趋势（图表 4）；

- 市场需求与产品在库率（库存/产量）：由于电视机本身带有消费电子产品和耐用消费品的双重属性，新品生命周期越来越短，因此我们认为影响产业链景气度的因素也包含市场需求与产品库存量。选择这两个指标的原因在于，由于电视机耐用消费品属性，因此市场需求下滑时会导致供需阶段性失衡影响整体终端销售价格；电视机的消费电子产品属性又决定了我们必须考虑库存量，压库产品过多会导致面临越来越多和快节奏的新产品时，企业不得不降价销售在库产品，影响企业盈利能力。

我们认为明年电视机产业链上企业盈利能力将好于今年，盈利空间有望被打开：

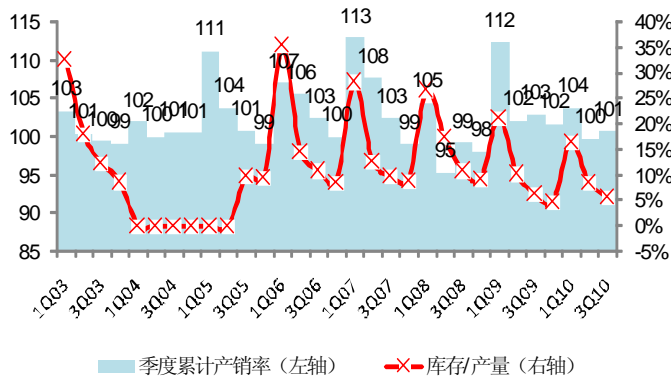
- 判断依据一，全球平板电视机仍有增长空间：未来几年内彩电电视机主流产品类别仍是 LCD（含 LED），CRT 仍有被替代的空间和趋势，同时 LCD（含 LED）销量增速将大于 LCD（CCFL）销量增速，LCD（含 LED）电视机仍是未来几年的主流产品：
 - 平板电视机市场蛋糕可继续增大：据 isuppli 预测，2010-2013 年全球 LCD（含 LED）电视出货量分别为 1.5 亿台、1.7 亿台、1.9 亿台和 2.0 亿台，同比增速分别为 17%、14%、11%和 8%（图表 6）。
- 判断依据二，面板价格还将延续下滑趋势，但平板电视机价格将面临回转，客户利润空间有望增长：决定液晶面板价格的重要因素是供给和需求，据国金元器件研究员预测，明年液晶面板价格仍将延续今年以来的下降趋势；而我们认为平板电视机价格却在在明年有望回升，因此从成本与终端价格变化方向上看（图表 4），我们判断明年电视机企业盈利能力将较今年有所好转；
 - （1）今年销售终端的恶性价战发起因素我们理解主要有两点原因：
 - a，在 2009 年需求大幅增长的基础上，市场普遍今年需求仍将延续去年爆发式增长趋势，因此电视机整机厂家纷纷加大产品投放力度，导致从中观面来看行业一时间产品供大于求，因此价格下降也在所难免；
 - b，在电视机新产品推出速度越来越快的今天，新品生命周期越来越短，因此面对供需失衡的大环境，各个厂家第一反应是降价促销，尽快将自己库存清理干净，进一步推进价格下降；
 - （2）我们认为明年以上启动价格战因素会逐渐弱化，由此判断电视机终端销售价格有望得到回升：
 - a，一般来说，行业短暂性供需失衡导致的景气度下滑的持续时间是 1 年左右，2010 年正是这个低景气年份；
 - b，从目前彩电的在库率处于历史低点，而产销率在延续向上趋势，由此判断电视机仍有较旺盛的下游需求的支持（图表 5-6）；
 - c，据调研了解，目前内外资电视机整机企业均处于盈利低点，行业内的每家企业都有改善目前盈利水平的需求，当累计的库存在 2010 年得到消化后（行业库存水平低，图表 5），抑制终端销售价格的因素逐渐弱化，也将为企业迎来新的发展契机，带动终端销售价格的稳步回升。

图表4: 液晶面板价格与液晶电视终端零售价格变化对比

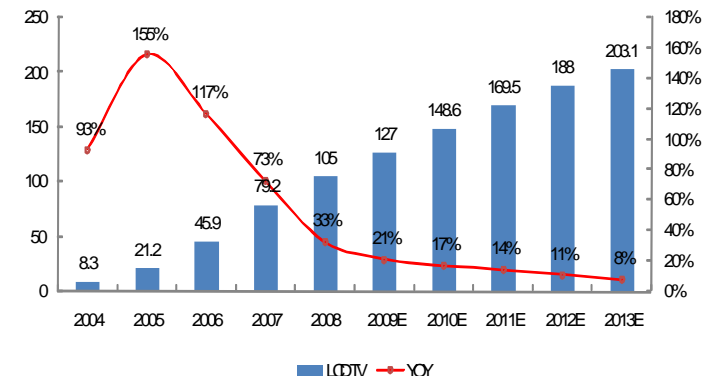


来源: Displaysearch, 中怡康, 国金证券研究所

图表5: 指标显示彩电下游需求正在逐步好转



图表6: 全球LCD (含LED) 出货量预测 (百万台)



来源: isuppli, 华通人, 国金证券研究所

盈利预测、估值与投资建议

- 我们认为今年应该是公司业绩最差的一年, 预计明后年盈利水平可稳步抬升, 理由如下:
 - 电视机整机企业盈利能力有望得到好转, 因此配件供应商的价格传导能力和利润被挤压情况有望得到改善 (见上文论述);
 - 今年投资建设的产能将在明后年逐步得到释放, 使得已有产品的单位成本可以下降多少, 因此毛利率和净利率都将同比好于今年; 其次, 今年是开拓市场第一年, 无论在产品价格还是在费用开支方面会有较大投入, 而我们认为一旦客户被开发成功, 后期的维护费用将少于开发时的投入, 而公司也可逐渐通过高端产品来提高现有盈利能力;
 - 迅速切入汽车配件领域, 明年有望贡献收入: 铝合金压铸项目是与广型模具相配套的项目 (广型模具和一些汽车企业配套生产模具。汽车行业进入门槛比较高, 合作方式缩短进入汽车领域的时间), 目前关键设备已经到位, 工商办理手续在办理当中, 今年投产概率较大。预

计随着收入规模的不断增大，对应产品的单位成本有望在明年得到递减，逐渐贡献正收益。

- 上调未来三年收入预测，下调 EPS 预测：
 - 预计 2010-2012 年收入规模分别可达 12.3 亿、15.2 亿和 17.6 亿，增速分别为 36.4%、23.6%和 16.2%；下调未来三年 EPS 分别至 0.423 元、0.548 元和 0.682 元，下调幅度分别为 11%、13%和 14%；净利润增速分别为 1.4%、29.5%和 24.3%。
- 投资建议：
 - 考虑公司的行业竞争力、扩张意识及发展空间都较好，我们认为 6-12 个月合理估值在 30X11PE/25X12PE，即 16.44-17.05 元之间，鉴于目前股价已经接近合理价值区间，短期内给予公司“持有”评级，但建议关注公司在汽车配件等其他领域扩张的进展。

图表7: 分产品盈利预测表

项 目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
Base						
平均售价 (元/件)	79.00	69.00	65.00	61.12	63.37	63.62
增长率 (YOY)		-12.66%	-5.80%	-5.96%	3.68%	0.40%
销售数量 (千件)	5,350.00	7,030.00	7,230.00	10,395.00	12,837.83	15,405.39
增长率 (YOY)		31.40%	2.84%	43.78%	23.50%	20.00%
销售收入 (百万元)	422.65	485.07	469.95	635.39	813.54	980.13
增长率 (YOY)		14.77%	-3.12%	35.20%	28.04%	20.48%
毛利率	33.00%	39.00%	39.00%	27.00%	28.00%	29.00%
销售成本 (百万元)	283.18	295.89	286.67	463.83	585.75	695.89
增长率 (YOY)		4.49%	-3.12%	61.80%	26.29%	18.80%
毛利 (百万元)	139.47	189.18	183.28	171.55	227.79	284.24
增长率 (YOY)		35.64%	-3.12%	-6.40%	32.78%	24.78%
占总销售额比重	52.63%	61.02%	52.16%	51.73%	53.41%	54.73%
占主营业务利润比重	48.77%	63.87%	63.42%	52.98%	55.63%	56.50%
塑胶结构件						
平均售价 (元/件)	31.00	22.00	20.00	22.47	23.04	23.38
增长率 (YOY)	1140.00%	-29.03%	-9.09%	12.35%	2.54%	1.48%
销售数量 (千件)	2,690.00	6,430.00	10,120.00	13,243.23	15,523.20	17,124.03
增长率 (YOY)	3439.47%	139.03%	57.39%	30.86%	17.22%	10.31%
销售收入 (百万元)	83.39	141.46	202.40	297.59	357.67	400.39
增长率 (YOY)	43789.47%	69.64%	43.08%	47.03%	20.19%	11.94%
毛利率	35.00%	36.00%	30.00%	27.00%	27.00%	28.00%
销售成本 (百万元)	54.20	90.53	141.68	217.24	261.10	288.28
增长率 (YOY)	38121.00%	67.03%	56.49%	53.33%	20.19%	10.41%
毛利 (百万元)	29.19	50.93	60.72	80.35	96.57	112.11
增长率 (YOY)	60473.01%	74.48%	19.23%	32.33%	20.19%	16.09%
占总销售额比重	10.38%	17.79%	22.46%	24.23%	23.48%	22.36%
占主营业务利润比重	10.21%	17.19%	21.01%	24.81%	23.59%	22.28%
金属结构件						
平均售价 (元/件)	7.00	6.00	5.00	5.25	5.44	5.58
增长率 (YOY)		-14.29%	-16.67%	4.99%	3.69%	2.60%
销售数量 (千件)	39,480.00	26,130.00	26,570.00	31,500.00	35,250.00	37,650.00
增长率 (YOY)		-33.81%	1.68%	18.55%	11.90%	6.81%
销售收入 (百万元)	276.36	156.78	132.85	165.36	191.87	210.26
增长率 (YOY)		-43.27%	-15.26%	24.47%	16.03%	9.59%
毛利率	38.00%	34.00%	31.00%	25.00%	26.00%	27.00%
销售成本 (百万元)	171.34	103.47	91.67	124.02	141.98	153.49
增长率 (YOY)		-39.61%	-11.41%	35.30%	14.48%	8.11%
毛利 (百万元)	105.02	53.31	41.18	41.34	49.89	56.77
增长率 (YOY)		-49.24%	-22.74%	0.38%	20.67%	13.80%
占总销售额比重	34.42%	19.72%	14.74%	13.46%	12.60%	11.74%
占主营业务利润比重	36.72%	18.00%	14.25%	12.77%	12.18%	11.28%
其他 (含汽车、厨卫等延伸领域)						
销售收入 (百万元)	20.60	11.69	95.80	130.00	160.00	200.00
增长率 (YOY)		-43.25%	719.50%	35.70%	23.08%	25.00%
毛利率	59.82%	23.83%	3.98%	23.50%	22.00%	25.00%
销售成本 (百万元)	8.28	8.90	91.98	99.45	124.80	150.00
增长率 (YOY)		7.57%	933.03%	8.12%	25.49%	20.19%
毛利 (百万元)	12.32	2.79	3.82	30.55	35.20	50.00
增长率 (YOY)		-77.39%	36.98%	700.58%	15.22%	42.05%
占总销售额比重	2.57%	1.47%	10.63%	10.58%	10.51%	11.17%
占主营业务利润比重	4.31%	0.94%	1.32%	9.44%	8.60%	9.94%

来源: 国金证券研究所

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
主营业务收入	803	795	901	1,228	1,523	1,791	货币资金	104	124	157	748	815	1,016
增长率		-0.9%	13.3%	36.4%	24.0%	17.6%	应收账款	243	211	258	183	270	319
主营业务成本	-517	-499	-612	-905	-1,114	-1,288	存货	58	54	87	94	116	134
%销售收入	64.4%	62.8%	67.9%	73.6%	73.1%	71.9%	其他流动资产	17	34	27	48	58	67
毛利	286	296	289	324	409	503	流动资产	422	423	530	1,073	1,259	1,536
%销售收入	35.6%	37.2%	32.1%	26.4%	26.9%	28.1%	%总资产	80.2%	68.2%	66.3%	70.3%	70.6%	73.4%
营业税金及附加	-4	-8	-4	-5	-8	-9	长期投资	0	0	0	1	0	0
%销售收入	0.5%	1.0%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	固定资产	98	174	224	401	465	489
营业费用	-27	-21	-24	-36	-41	-47	%总资产	18.6%	28.0%	28.1%	26.3%	26.1%	23.3%
%销售收入	3.3%	2.6%	2.6%	2.9%	2.7%	2.6%	无形资产	2	18	40	49	58	67
管理费用	-22	-60	-61	-90	-107	-122	非流动资产	104	198	269	453	525	557
%销售收入	2.7%	7.5%	6.7%	7.3%	7.0%	6.8%	%总资产	19.8%	31.8%	33.7%	29.7%	29.4%	26.6%
息税前利润 (EBIT)	233	208	201	194	254	326	资产总计	526	621	799	1,526	1,783	2,094
%销售收入	29.1%	26.1%	22.3%	15.8%	16.7%	18.2%	短期借款	20	0	0	0	0	0
财务费用	-6	-31	-6	5	8	9	应付款项	200	128	157	152	182	211
%销售收入	0.8%	3.9%	0.6%	-0.4%	-0.5%	-0.5%	其他流动负债	61	4	26	30	38	44
资产减值损失	-6	1	-4	-7	-2	-1	流动负债	281	132	183	183	220	255
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	0	0	-3	1	1	1	其他长期负债	0	2	2	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	n.a	0.5%	0.4%	0.3%	负债	281	134	185	183	220	256
营业利润	221	177	188	192	261	335	普通股股东权益	243	485	605	1,334	1,554	1,827
营业利润率	27.6%	22.3%	20.9%	15.7%	17.1%	18.7%	少数股东权益	2	2	8	9	10	11
营业外收支	-1	4	11	8	8	8	负债股东权益合计	526	621	799	1,526	1,783	2,094
税前利润	221	182	199	200	269	343	比率分析						
利润率	27.5%	22.9%	22.1%	16.3%	17.7%	19.1%		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
所得税	-76	-25	-31	-30	-48	-69	每股指标						
所得税率	34.3%	13.6%	15.5%	15.0%	18.0%	20.0%	每股收益	1.189	0.435	0.464	0.423	0.548	0.682
净利润	145	157	168	170	221	274	每股净资产	2.027	1.346	1.680	3.332	3.881	4.563
少数股东损益	2	0	1	1	1	1	每股经营现金净流	1.003	0.290	0.445	0.596	0.417	0.678
归属于母公司的净利润	143	157	167	170	220	273	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	17.8%	19.7%	18.6%	13.8%	14.4%	15.2%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	58.65%	32.35%	27.62%	12.71%	14.13%	14.95%
	2007	2008	2009	2010E	2011	2012	总资产收益率	27.10%	25.27%	20.94%	11.11%	12.31%	13.04%
净利润	145	157	168	170	221	274	投入资本收益率	57.76%	36.89%	27.60%	12.25%	13.32%	14.18%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	10	10	22	32	39	49	主营业务收入增长率	N/A	-0.90%	13.25%	36.36%	24.00%	17.58%
非经营收益	2	5	8	-5	-9	-9	EBIT增长率	N/A	-10.91%	-3.54%	-3.45%	31.25%	28.23%
营运资金变动	-36	-68	-37	42	-84	-42	净利润增长率	N/A	10.00%	6.58%	1.39%	29.52%	24.33%
经营活动现金净流	120	104	160	239	167	272	总资产增长率	N/A	17.95%	28.65%	91.05%	16.87%	17.39%
资本开支	-69	-130	-75	-205	-101	-72	资产管理能力						
投资	-3	-2	0	-1	0	0	应收账款周转天数	52.3	99.1	90.9	50.0	60.0	60.0
其他	-2	2	2	1	1	1	存货周转天数	20.4	40.9	42.1	40.0	40.0	40.0
投资活动现金净流	-74	-130	-73	-205	-100	-71	应付账款周转天数	65.9	109.8	76.0	50.0	50.0	50.0
股权募资	0	179	0	549	0	0	固定资产周转天数	25.0	69.0	78.3	94.8	96.5	93.1
债权募资	20	-20	0	-2	0	1	偿债能力						
其他	-6	-113	-57	10	0	0	净负债/股东权益	-34.37%	-25.40%	-25.60%	-55.70%	-52.11%	-55.25%
筹资活动现金净流	14	45	-57	557	0	1	EBIT利息保障倍数	36.9	6.6	35.4	-42.8	-32.5	-35.7
现金净流量	60	19	30	591	67	201	资产负债率	53.40%	21.53%	23.16%	11.98%	12.32%	12.22%

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	0	1	3	3
持有	0	1	1	1	2
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	3.00	2.67	2.43	2.42

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 2010-08-23	买入	15.11	15.70 ~ 17.60
2 2010-08-26	买入	14.95	15.70 ~ 17.60

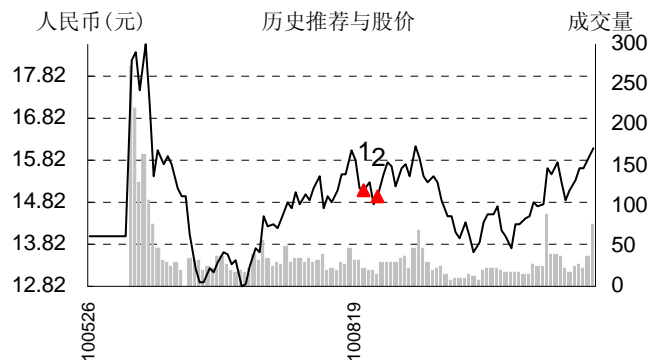
来源：国金证券研究所

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