

格力电器 (000651.SZ)

白色家电行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

市价(人民币): 16.30元
目标(人民币): 21.10-23.90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)	45,931.59
年内股价最高最低(元)	19.79/11.82
沪深300指数	3107.18
深证成指	12062.41



相关报告

- 《3Q超预期印证对行业及公司看好,上调预测》, 2010.10.22
- 《经营作风稳健、成长逻辑清晰》, 2010.9.27
- 《中报及公增预案点评,上调盈利预测》, 2010.8.19

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

看好行业未来增长,上调公司明后年业绩

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	1.407	1.801	2.132
每股净资产(元)	5.97	5.31	4.77	6.03	7.52
每股经营性现金流(元)	0.29	5.03	0.89	1.78	2.34
市盈率(倍)	19.71	8.36	11.59	9.05	7.65
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%	36.06%	28.01%	18.39%
净资产收益率(%)	27.97%	29.22%	29.52%	29.88%	28.35%
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

投资逻辑

- **4Q以来公司产销依然旺盛:** 近期我们调研了公司,访谈了望靖东副总裁、财务总监兼董秘。4Q以来公司产销依然旺盛、库存正常。目前来看超过年初500亿的销售目标已经完全没有悬念。我们预计全年收入将达到570亿水平,而且还是在由于节能补贴政策导致公司上半年有约20多亿的收入是以营业外收入的形式体现的情况下。已公布的10月空调销售情况也能印证行业的景气、格力淡季优势突出,库存正常。
- **看好明后年收入规模的继续增长:** ①内销上,公司今年空调销售增长最快地区并非保有量很低的地区,说明目前城市中空调保有量仍在继续增长,而对比日本等发达国家空调保有量,我们认为在城镇化、气候极端化刺激下未来十年空调内需将持续扩大;②外销上,结合空调出口均价及出口同比增速数据可见,家用空调出口并没有因为人民币升值而受到影响;由于新兴国家的经济发展十分快,空调出口蛋糕也将继续增大;③受益于城镇化、国产化进程加快的大趋势,我国中央空调未来5-10年规模有望超过家用空调,将为业绩增长再添动力。
- **双寡头市场格局使得格力有能力维稳盈利水平:** 公司近年来盈利水平的不断提升主要还是得益于空调市场品牌集中度提升后形成的双寡头市场格局。而我们认为面对这一轮生产资料上涨压力,格力有能力通过产品结构优化(变频占比明年有望提升至50%)等手段来稳定利润率。

盈利预测、估值和投资建议

- **本次上调明后年盈利预测:** 预计10-12年收入分别为573、715、848亿元,增速35%、25%和19%;净利润同比增速分别为36%、28%和18%,摊薄前EPS分别为1.407元、1.801元和2.132元。
- 目前公司股价又到明年10倍PE,我们认为如此低估值下持有一年获得20%以上收益的确定性很高;3-6个月合理估值15X10PE-12X11PE,即21.1-21.6元;6-12个月合理估值12X12PE(按现价增发后股本摊薄EPS),即23.9元;距离现价还有30%-47%空间,维持“买入”评级。

风险

- 如果出现暖冬、凉夏等气候,可能导致行业需求低于我们预期。

内容目录

4Q 以来公司产销依然旺盛	3
业绩增长的驱动因素在明后年还将继续	3
内销增长驱动力主要源于保有量的持续提升	4
空调行业销量预测及格力市场份额预测	4
外销不惧汇率影响，增长驱动力来自于中国竞争优势以及国外需求支撑	5
商用空调项目将为格力再添动力	6
双寡头市场格局使格力具有维稳产品毛利率的能力	7
盈利预测、估值和投资建议	8
附录：三张报表预测摘要	10
录：三张报表预测摘要	10

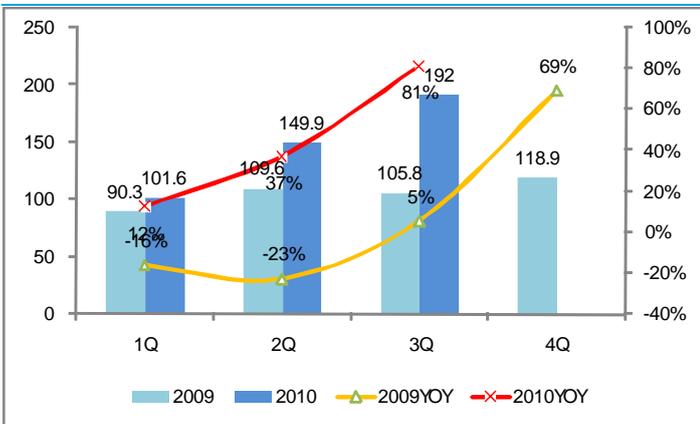
图表目录

图表 1: 格力 分季度收入及同比变化	3
图表 2: 统计局 1-10 月空调分月产量及同比增速	3
图表 3: 产业在线数据显示格力淡季优势突出，库存正常	3
图表 4: 湖南、湖北、安徽、河南、江苏城镇空调保有量水平并不低	4
图表 5: 我们更新对空调内需 2010-2012 年的预测（万台）	5
图表 6: 分地区累计销量同比增速	6
图表 7: 单月出口均价及同比增速	6
图表 8: 国内市场中商用空调历史销量增速	7
图表 9: 国内商用空调多被外资品牌所占据	7
图表 10: 年度毛利率和净利率变化趋势	8
图表 11: 分季度毛利率变化趋势	8
图表 12: 公司分产品收入毛利率预测	9

4Q 以来公司产销依然旺盛

- 4Q 以来公司产销依然旺盛、库存正常。年初朱江洪董事长在公司团拜会上宣布的今年实现 500 亿的销售目标，目前来看超过目标已经完全没有悬念。我们预计全年收入将超过 570 亿，而且还是在由于节能补贴政策导致公司上半年有约 20 多亿的收入是以营业外收入的形式体现的情况下（图表 1）。
- 已公布的 10 月空调销售情况也能印证行业的景气（图表 2、3）。
 - 统计局数据显示，10 月份全国家用空调产量为 853 万台，同比增速 42%，环比增长 2%；1-10 月全国家用空调累计产量为 9390 万台，同比增速 41%。
 - 无论是单月产量同比增速，还是累计产量同比增速，我们都可以看到空调销量并没有因为去年同期已经高增长带来的高基数因素而使今年增速放缓；
 - 产业在线数据显示行业

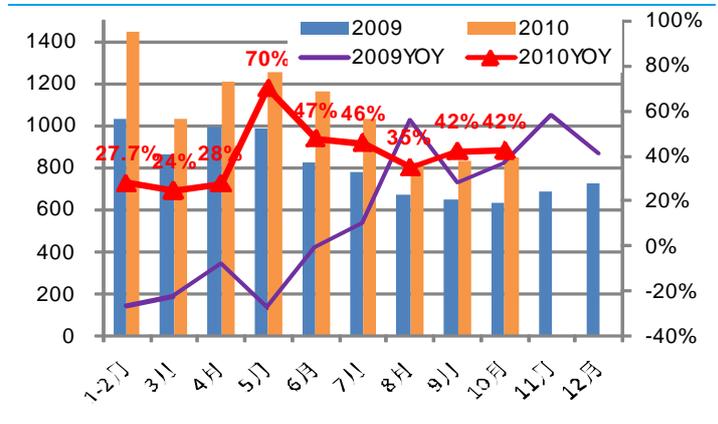
图表1：格力分季度收入及同比变化



单位：亿元

来源：公司财报，华通人，国金证券研究所

图表2：统计局 1-10 月空调分月产量及同比增速



单位：万台

图表3：产业在线数据显示格力淡季优势突出，库存正常

		行业	格力	份额
内销增长情况	10 月内销量	478	200	42%
	YOY	44%	16%	
	累计内销量	4361	1561	36%
出口增长情况	10 月外销量	256	50	20%
	YOY	70%	108%	
	累计外销量	3706	641	17%
库存情况	库存量 YOY	18%	-3%	29%
	库存/过去 12 月销量	9.0%	9.1%	

来源：产业在线，国金证券研究所

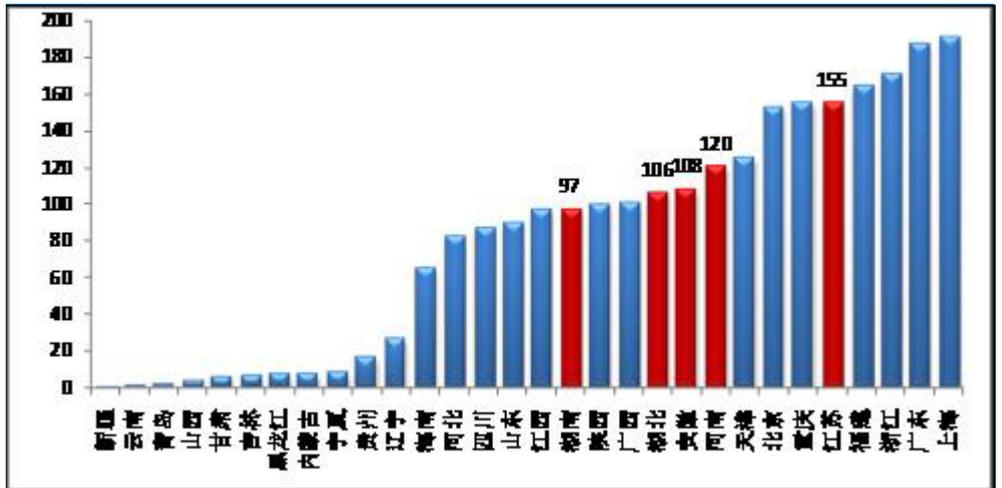
业绩增长的驱动因素在明后年还将继续

- 格力作为家用空调行业的市场老大，份额上的提升难有空间，但只要家用空调行业蛋糕继续变大，格力家用空调业务方面即有成长的潜力。
- 而据我们分析判断，认为支撑空调行业内外销共同增长的驱动因素还在继续，且并没有被弱化的趋势，因此我们认为格力家用空调业务随着行业增长明年也将继续成长。

内销增长驱动力主要源于保有量的继续提升

- 据我们调研了解，今年格力在国内每个省的销量都有不错增长，但江苏、湖南、河南、安徽和湖北五个地区销量增长最为突出；
- 对比空调全国各省份空调保有量数据看，江苏、湖南、河南、安徽和湖北五个省份的空调保有量均高于全国保有量数据；
- 今年在这些地区增长最快，反映出随着消费者收入水平的逐步提高，空调正在一些经济发达地区由 1 家拥有 1 台逐渐上升至 1 家拥有 2-3 台；
- 2009 年全国城镇空调保有量为 106.8 台，农村空调保有量为 12.2 台；而日本 1989 年保有量已达到 113 台，1994 年达到 166 台，2004 年已达到 235，从这个角度看，空调不同于白电中的冰箱和洗衣机这种保有量 100%即为上限，空调的保有量达到 200 台我们都认为是合理的，因此从这个角度讲，长期看空调行业增长空间最大；

图表4：湖南、湖北、安徽、河南、江苏城镇空调保有量水平并不低



单位：台/百户

说明：为 2009 年城镇家庭空调保有量，全国平均水平是 107 台/百户。

来源：华通人，国金证券研究所

空调行业销量预测及格力市场份额预测

- 我们更新对空调内需 2010-2012 年的预测（图表 5），也由此上调格力明后年的业绩预测（详见盈利预测部分）。

图表5: 我们更新对空调内需 2010-2012 年的预测 (万台)

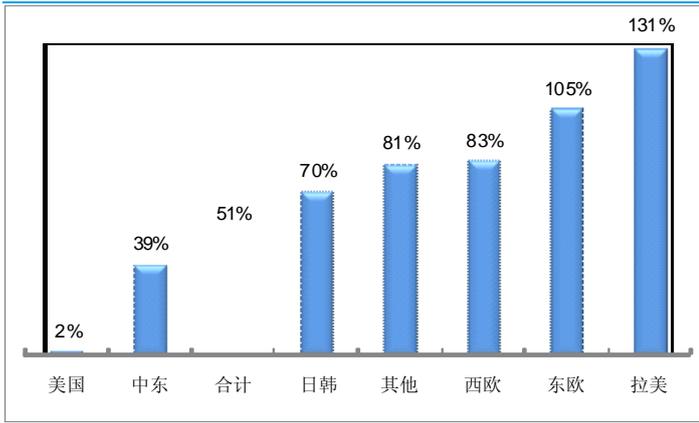
内销市场容量结构:		刚性需求	消费补贴贡献	购房增长贡献	内需容量合计
预测逻辑:		基于我们的“家电相对刚性内需容量测算模型”; 并且已考虑了家电下乡政策对于农村家庭保有量提高的贡献 (2012 年农村家庭保有量空调达到城镇家庭 2000 年保有量的 90%)。	1)家电下乡持续到 2012 年底; 2)定速空调节能推广补贴政策 2010 年 6 月缩小约 2/3 幅度后持续到 2011 年 5 月底; 3)以旧换新 2010 年 6 月起扩大到全国范围, 持续到 2011 年底。	2010 年的贡献主要源于 2009 年销售面积增长 42% 的滞后效应。2011、2012 年考虑保障房的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	3492	100	163	3755
	2010E	4271	400	179	4850
	10E/09 YOY				29.2%
	2011E	5 28	150	0	5378
	11E/10 YOY				10.9%
	2012E	5819	0	0	5819
	12E/11E YOY				8.2%

来源: 国金证券研究所

外销不惧汇率影响, 增长驱动力来自于中国竞争优势以及国外需求支撑

- 外销方面: 市场一直担心人民币升值会影响家电出口, 而我们结合空调出口均价及出口同比增速数据可以看出, 家用空调出口并没有收到影响。相反, 由于新兴国家的经济发展十分快, 导致今年空调出口也呈现出一派旺盛景象:
 - 产业在线数据显示, 1-10 月, 空调累计出口量为 3706 万台, 同比增长 52%, 占总销量比重为 46%, 出口累计量已经远超 2009 年全年 2442 万台的总量值, 与全球经济危机前 2007 年全年 3785 万台的总量基本持平;
 - 产业在线数据显示, 1-10 月, 格力空调出口量为 641 万台, 同比增速达 92%, 增长十分迅速, 市场份额也由之前的 13.7% 提升至 17.3%。
- 我们分析空调出口快速增长的主要原因有以下几点:
 - 我国拥有比较完善的家电产业链配套体系, 且格力美的的市场地位不仅体现在国内市场上的双寡头垄断上, 在一些出口地区, 一样拥有较强的品牌知名度和美誉度, 尤其是在今年空调增长较快的地区, 如印度等地; 因此随着这些地区经济的不断发展, 公司出口业务也可继续增长。
 - 就格力而言, 过去在印度一年不到 100 万销量, 现在每年约拥有 300 万台销售量; 即便是品牌销量增长了 2 倍, 但相对于印度人口来说这个销量水平还是很低。
 - 由于现在空调价格相对于印度人均收入还是高, 因此我们认为只要印度有 1 亿或者 3 亿人达到中产阶级, 也将为空调出口至印度贡献出明显增长。

图表6: 分地区累计销量同比增速



来源: 海关, 国金证券研究所

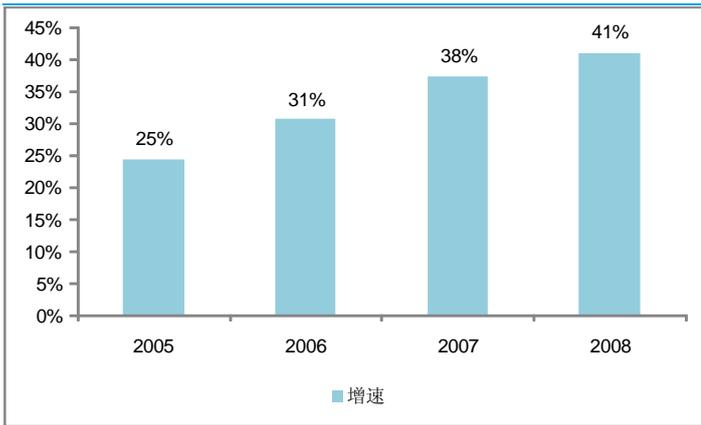
图表7: 单月出口均价及同比增速



商用空调项目将为格力再添动力

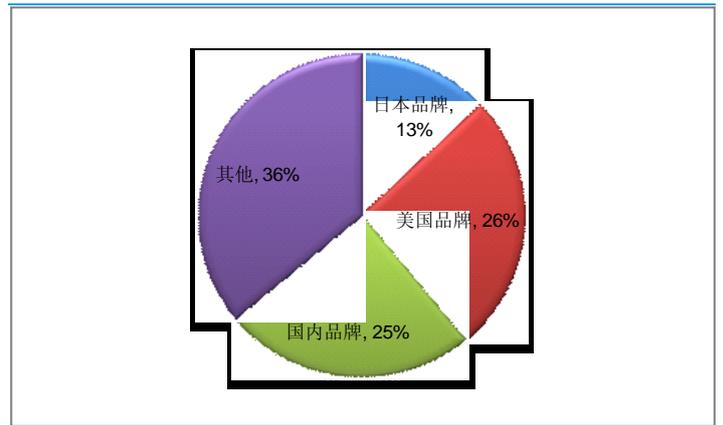
- 一般按照国际标准, 将 3HP 以上的空调机组统称为商用空调; 按商用空调的用途, 可将其分为家用中央空调、中小型商用空调、专用中央空调和大型商用空调四类。
- 近几年来随着国民收入水平的不断提高以及大型办公场所装修越来越高档, 商用空调迎来了快速增长期:
 - 由于现在我们所掌握的数据不全, 只有 2005-2008 年间增速, 但从这几年增速看, 商用空调的销量增速是逐年递增的;
 - 即便在 2008 年全球经济危机影响下, 依然保持了 41% 的销量增速水平, 可见商用空调需求确实旺盛。
 - 预计经过 5-10 年的发展, 我国商用空调的市场规模将超过家用空调的规模。
- 市场格局: 目前在商用空调市场上, 75% 市场份额由外资品牌所占据, 国内品牌仅占有 25% 的市场份额。之所以有这样的市场格局, 是由于国内企业前几年一直没有掌握商用空调的核心技术, 而对于大型写字楼以及专用商用空调领域(如机房和医用等), 对商用空调的技术和精准要求十分高, 内资品牌在这方面确实做的不如外资品牌好。
- 但这一情况随着近年来格力等位代表的内资空调专业生产商在核心技术方面的突破, 市场格局正发生悄然变化, 我们可以看到的情况是, 目前在商业空调领域, 家用空调 90 年代时的市场格局历史在重新演绎, 同时随着内资品牌相关产业链的逐步完善配备, 依靠内外资价差优势、本土化经营优势、渠道和品牌优势, 我们认为格力的商用空调将成为未来长期业绩增长的重要驱动因素:
 - 内资品牌在商用空调正在逐步跟进: 格力电器上半年在商用空调核心技术方面有重大突破, 有两项技术已经获得国际/国内权威机构认证, 标志着内资品牌在商用空调领域正在逐步跟进;
 - 国产化进程加快将是未来内资商用空调的发展契机: 内资品牌起家于家用空调时, 市场格局与当前商用空调市场格局有些类似——市场基本被外资品牌所垄断。但是经过了十几年发展积累后, 内资品牌最终打败外资品牌, 收复了国内市场。而我们相信商用空调也将经历这样的发展过程, 随着格力、美的加大在商用空调领域研发投入, 在技术方面必然有所突破, 长远看, 在内外资价差作用下, 内资品牌市场份额必将有所上提。

图表8: 国内市场中商用空调历史销量增速



来源: 产业在线, 国金证券研究所

图表9: 国内商用空调多被外资品牌所占据



双寡头市场格局使格力具有维稳产品毛利率的能力

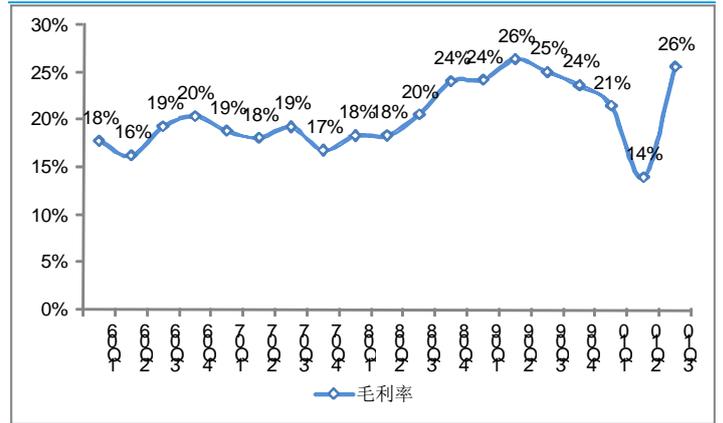
- 从短期看, 个别季度会因为原材料价格大幅走高导致短期盈利能力受到影响。但从较长周期看格力毛利率由 2006 年的 19% 上升到 2009 年 3Q 的 24.7%, 净利率由 2006 年 2.6% 提升至 2009 年 6.9%, 盈利水平的不断提升主要还是得益于空调市场品牌集中度提升后形成的双寡头市场格局。
- 我们始终坚持认为, 格力在产业链上具有对上下游的议价能力, 且依靠公司较为明显的技术研发实力, 可通过不断推出新品来缓解原材料上涨对毛利率的冲击:
 - 可通过提高变频空调占比来对冲毛利率下滑风险: 今年变频空调的销量占比约为 20-30%, 个别月份可达 40%, 明年可能会达到 50% 的销量占比。毕竟变频空调销售均价和毛利率都高于定频空调, 因此随着变频空调销量占比的不断提高, 一定程度上可对冲原材料价格上涨对利润增长的不利因素;
 - 对上游配件供应商具有一定的议价能力: 由于材料加工企业出售配件时, 定价策略是订货当月的加权原材料平均价格+一定的加工费, 因此下游(如格力这样的品牌商)可以通过将货期延后到下个月的方式来规避对配件的高成本价采购。
- 此外, 投资者担心短期原材料价格若大幅上涨是否会冲击格力短期业绩表现, 我们对此认识有二:
 - 原材料价格上涨乃是全行业竞争者都将面临的经营环境的改变;
 - 内销市场上, 空调行业具有双寡头格局, 格力作为双寡头垄断者之一, 具有很强的提价能力, 例如今年 6 月 1 日空调能效补贴政策改变后, 格力空调单价上提了不到 20%。

图表10: 年度毛利率和净利率变化趋势



来源: 国金证券研究所

图表11: 分季度毛利率变化趋势



盈利预测、估值和投资建议

- 我们一直认为格力是一家经营作风稳健、成长逻辑清晰的家电企业，这样的企业随着行业增长以及自身在新领域业务的拓展，未来持续稳定的业绩增长值得期待。
- 本次上调明年盈利预测：预计 10-12 年收入分别为 573、715、848 亿元，增速 35%、25%和 19%；净利润同比增速分别为 36%、28%和 18%，摊薄前 EPS 分别为 1.407 元、1.801 元和 2.132 元。
- 目前公司股价又到明年 10 倍 PE，我们认为如此低估值下持有一年获得 20%以上收益的确定性很高；3-6 个月合理估值 15X10PE-12X11PE，即 21.1-21.6 元；6-12 个月合理估值 12X12PE（按现价增发后股本摊薄 EPS），即 23.9 元；距离现价还有 30%-47%空间，维持“买入”评级。

图表12: 公司分产品收入毛利率预测

项 目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
空调及配件						
销售收入 (百万元)	34,894.83	38,184.16	38,329.41	51,921.26	64,873.39	76,788.66
增长率 (YOY)	48.68%	9.43%	0.38%	35.46%	24.95%	18.37%
毛利率	18.29%	20.43%	24.86%	19.80%	22.23%	22.49%
占总销售额比重	91.73%	90.48%	89.90%	90.54%	90.71%	90.56%
占主营业务利润比重	92.29%	92.26%	89.35%	88.69%	90.25%	90.33%
其中: 家用空调						
平均售价 (元/件)	2,092.55	2,141.64	1,602.47	1,698.97	1,807.19	1,881.27
增长率 (YOY)	19.25%	2.35%	-25.18%	6.02%	6.37%	4.10%
销售数量 (千件)	15,720.00	16,521.97	21,734.83	27,264.38	31,714.17	35,593.29
增长率 (YOY)	22.30%	5.10%	31.55%	25.44%	16.32%	12.23%
销售收入 (百万元)	32,894.83	35,384.16	34,829.41	46,321.26	57,313.39	66,960.66
增长率 (YOY)	45.84%	7.57%	-1.57%	32.99%	23.73%	16.83%
毛利率	17.76%	19.91%	24.03%	18.21%	20.81%	20.94%
占总销售额比重	86.47%	83.85%	81.69%	80.77%	80.14%	78.97%
占主营业务利润比重	84.49%	83.32%	78.46%	72.75%	74.64%	73.36%
其中: 中央空调						
销售收入 (百万元)	2,000.00	2,800.00	3,500.00	5,600.00	7,560.00	9,828.00
增长率 (YOY)	118.61%	40.00%	25.00%	60.00%	35.00%	30.00%
毛利率	27.00%	27.00%	33.19%	33.00%	33.00%	33.00%
占总销售额比重	5.26%	6.63%	8.21%	9.77%	10.57%	11.59%
占主营业务利润比重	7.81%	8.94%	10.89%	15.94%	15.61%	16.97%
小家电						
销售收入 (百万元)	409.33	551.05	534.88	748.83	898.60	1,033.39
增长率 (YOY)	65.33%	34.62%	-2.93%	40.00%	20.00%	15.00%
毛利率	10.33%	12.52%	14.04%	12.00%	12.00%	12.00%
漆包线						
销售收入 (百万元)	434.57	313.21	170.01	289.01	375.72	450.86
增长率 (YOY)	20.36%	-27.92%	-45.72%	70.00%	30.00%	20.00%
毛利率	4.53%	4.98%	6.33%	5.00%	5.00%	5.00%
电容						
销售收入 (百万元)	58.87	44.77	33.46	50.19	65.25	78.29
增长率 (YOY)	-20.69%	-23.95%	-25.27%	50.00%	30.00%	20.00%
毛利率	18.83%	14.08%	11.77%	12.00%	12.00%	12.00%
压缩机						
销售收入 (百万元)	0.13	1.75	1.12	100.00	300.00	600.00
增长率 (YOY)	-98.67%	1295.58%	-36.13%	8864.59%	200.00%	100.00%
毛利率	21.82%	23.59%	14.04%	16.00%	18.00%	20.00%
电机						
销售收入 (百万元)				26.13	52.26	104.53
增长率 (YOY)					100.00%	100.00%
毛利率				10.00%	11.00%	12.00%
其他业务收入 (以下加总)						
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%
占总销售额比重	5.90%	7.36%	8.37%	7.34%	6.92%	6.77%
占主营业务利润比重	6.65%	6.66%	9.81%	10.20%	8.54%	8.16%
销售总收入 (百万元)	38041.31	42200.73	42637.29	57346.38	71517.09	84797.22
销售总成本 (百万元)	31124.75	33746.54	31971.94	45753.69	55537.12	65682.74
毛利 (百万元)	6916.57	8454.18	10665.35	11592.69	15979.97	19114.48
平均毛利率	18.18%	20.03%	25.01%	20.22%	22.34%	22.54%

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)					
	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	42,200	42,637	57,346	71,517	84,797	货币资金	3,666	22,905	25,883	31,713	37,200
增长率	10.9%	1.0%	34.5%	24.7%	18.6%	应收款项	13,907	11,909	15,436	19,251	22,826
主营业务成本	-33,758	-31,972	-45,754	-55,537	-65,683	存货	4,790	5,824	7,520	9,128	10,796
% 销售收入	80.0%	75.0%	79.8%	77.7%	77.5%	其他流动资产	914	1,973	1,833	1,946	2,301
毛利	8,442	10,665	11,593	15,980	19,114	流动资产	23,277	42,611	50,672	62,038	73,123
% 销售收入	20.0%	25.0%	20.2%	22.3%	22.5%	% 总资产	75.6%	82.7%	89.7%	90.7%	92.2%
营业税金及附加	-363	-403	-516	-644	-763	长期投资	81	879	879	879	879
% 销售收入	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	4,573	4,821	4,450	4,017	3,864
营业费用	-4,403	-5,798	-7,168	-8,367	-9,328	% 总资产	14.8%	9.4%	7.9%	5.9%	4.9%
% 销售收入	10.4%	13.6%	12.5%	11.7%	11.0%	无形资产	458	508	493	478	464
管理费用	-1,271	-1,567	-1,806	-2,146	-2,459	非流动资产	7,523	8,919	5,822	6,373	6,207
% 销售收入	3.0%	3.7%	3.2%	3.0%	2.9%	% 总资产	24.4%	17.3%	10.3%	9.3%	7.8%
息税前利润 (EBIT)	2,405	2,898	2,102	4,823	6,564	资产总计	30,800	51,530	56,494	68,411	79,330
% 销售收入	5.7%	6.8%	3.7%	6.7%	7.7%	短期借款	8	1,212	0	0	0
财务费用	-85	97	215	311	381	应付款项	17,627	29,822	32,636	38,782	43,916
% 销售收入	0.2%	-0.2%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	其他流动负债	5,434	9,806	9,718	10,491	11,439
资产减值损失	-3	-29	-1	0	0	流动负债	23,069	40,839	42,354	49,274	55,355
公允价值变动收益	0	2	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	1
投资收益	9	7	80	80	80	其他长期负债	3	38	0	0	0
% 税前利润	0.4%	0.2%	1.7%	1.3%	1.1%	负债	23,073	40,878	42,354	49,274	55,356
营业利润	2,327	2,975	2,396	5,214	7,025	普通股股东权益	7,475	9,970	13,430	16,982	21,187
营业利润率	5.5%	7.0%	4.2%	7.3%	8.3%	少数股东权益	250	683	27	65	113
营业外收支	67	406	2,300	800	100	负债股东权益合计	30,797	51,530	56,494	68,411	79,330
税前利润	2,394	3,380	4,696	6,014	7,125	比率分析					
利润率	5.7%	7.9%	8.2%	8.4%	8.4%		2008	2009	2010E	2011E	2012E
所得税	-278	-449	-704	-902	-1,069	每股指标					
所得税率	11.6%	13.3%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	2.504	2.326	1.407	1.801	2.132
净利润	2,116	2,932	3,991	5,112	6,056	每股净资产	5.968	5.307	4.766	6.027	7.519
少数股东损益	25	18	27	37	49	每股经营现金净流	0.294	5.030	0.887	1.778	2.344
归属于母公司的净利润	2,091	2,913	3,964	5,074	6,007	每股股利	0.000	0.300	0.500	0.540	0.640
净利率	5.0%	6.8%	6.9%	7.1%	7.1%	回报率					
现金流量表 (人民币百万元)						净资产收益率	27.97%	29.22%	29.52%	29.88%	28.35%
	2008	2009	2010E	2011E	2012E	总资产收益率	6.79%	5.65%	7.02%	7.42%	7.59%
净利润	2,128	2,932	3,991	5,112	6,056	投入资本收益率	27.48%	21.13%	12.63%	21.42%	23.46%
少数股东损益	0	0	0	0	0	增长率					
非现金支出	348	441	505	510	526	主营业务收入增长率	10.93%	1.04%	34.50%	24.71%	18.57%
非经营收益	-370	-327	-1,303	-880	-180	EBIT 增长率	74.11%	20.46%	-27.46%	129.48%	36.10%
营运资金变动	-1,738	6,377	-693	270	204	净利润增长率	64.63%	39.36%	36.06%	28.01%	18.39%
经营活动现金净流	368	9,423	2,501	5,011	6,606	总资产增长率	20.56%	67.32%	9.63%	21.09%	15.96%
资本开支	-996	-716	2,181	739	-260	资产管理能力					
投资	-3	-758	0	0	0	应收账款周转天数	6.3	6.3	6.0	6.0	6.0
其他	57	-1,619	80	80	80	存货周转天数	65.0	60.6	60.0	60.0	60.0
投资活动现金净流	-942	-3,093	2,261	819	-180	应付账款周转天数	93.8	114.7	110.0	110.0	110.0
股权募资	1	466	939	0	0	固定资产周转天数	37.2	39.5	26.8	19.5	16.0
债权募资	8	956	-2,627	0	1	偿债能力					
其他	-327	-1,487	-95	-1	-940	净负债/股东权益	-47.36%	-203.66%	-183.06%	-165.72%	-156.40%
筹资活动现金净流	-319	-66	-1,783	-1	-939	EBIT 利息保障倍数	28.3	-29.9	-9.8	-15.5	-17.3
现金净流量	-893	6,265	2,978	5,830	5,487	资产负债率	74.92%	79.33%	74.97%	72.03%	69.95%

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	1	3	15	16	44
买入	0	2	8	13	19
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.33	1.34	1.40	1.35

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 2009-04-30	买入	13.09	N/A
2 2009-07-17	买入	14.60	N/A
3 2009-11-02	买入	17.86	29.80 ~ 32.80
4 2010-04-27	买入	15.39	32.50 ~ 32.90
5 2010-05-04	买入	14.16	32.50 ~ 32.90
6 2010-08-19	买入	15.85	18.90 ~ 20.50
7 2010-09-27	买入	14.20	18.90 ~ 20.50
8 2010-10-22	买入	17.95	18.90 ~ 21.10

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