

果蔬加工



赵钦 郭锐

农林牧渔行业研究员

021-38565914

zhaoq@xyzq.com.cn

中粮屯河 (600737)

紧盯 9-10 月番茄酱价格

推荐 (维持)

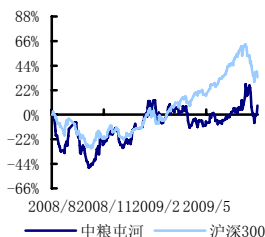
市场数据

报告日期	2009-8-26
收盘价(元)	13.39
52周最高/最低(元)	15.76/6.57
总股本(百万股)	1005.60
流通股本(百万股)	486.85
总市值(百万元)	13465.04
流通市值(百万元)	6518.86
每股净资产(元)	2.93

主要财务指标

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	2009 中报
营业收入(百万元)	3430	3557	3759	3926	1370
同比增长(%)	15.2%	3.7%	5.7%	4.4%	-4.3
净利润(百万元)	311	457	571	638	157
同比增长(%)	29.6%	47.0%	25.0%	11.6%	37.2%
毛利率(%)	30.9%	30.7%	34.0%	34.1%	29.4%
净利率(%)	9.1%	12.8%	15.2%	16.2%	11.4%
每股收益(元)	0.31	0.45	0.57	0.63	0.16
每股经营现金流(元)	-0.01	0.92	0.97	1.05	0.81

股价走势



投资要点

- **番茄酱业务：量升弥补价跌。**公司 2009 年番茄酱产量将达到 40 万吨，有效弥补 2009 年全球番茄酱产量增加 10%所带来的价格压力。预计 09/10 产季公司番茄酱价格为 950 美元/吨（不含税），2009 年均价将达到 1020 美元/吨。
- **甜菜糖：受惠于糖价上升。**由于糖料种植面积减少，预计 09/10 榨季我国食糖产量为 1250-1300 万吨，消费量为 1350 万吨，产量缺口决定 2010 年全国食糖均价将达到 4400 元/吨（含税）。
- **期间费用率持续降低。**公司资产负债率 48.76%，2009 年综合贷款利率约为 4.5%，2009 年上半年利息净支出仅为 5200 万元，同期汇兑损失减少约 2000 万元。通过测算，财务费用降低将带动 2009 年全年三项费用率降低 20.19%。
- **推荐：预计 09-11 年公司 EPS 为 0.45、0.57、0.63 元，**维持公司推荐评级。公司治理结构优秀；番茄酱产量将获得历史性突破；甜菜糖将受惠于 2009-2010 年糖价上升；林果资源开发战略蕴涵更多猜想。9 月底番茄酱产量和价格将成为近期公司股价主要影响因素。
- **风险提示：**09/10 产季番茄酱产量、价格低于预期；09/10 榨季公司甜菜糖产量和全国食糖产量。

相关报告

《中粮屯河 (600737) 跟踪报告：番茄酱产量将达 40 万吨》
2009-8-11
《中粮屯河 (600737) 调研信息速递：09/10 产季番茄酱将“掌控番茄原料，定位世界一流”》2009-6-24

一. 综述: 09 年 0.45 可期

● 事件: 公司发布 2009 年半年报

上半年公司实现营业收入 13.70 亿元, 同比减少 4.25%; 归属母公司净利润 1.57 亿元, 同比增加 37.24%; 扣除非经常性损益后的净利润为 1.46 亿元 (略高于我们此前 1.36 亿元的预期), 同比增加 55.63%; 实现 EPS0.16 元 (扣除非经常性损益后为 0.15 元), 每股经营性现金流 0.81 元, 净资产收益率 5.32%。

● 点评:

2009 年上半年, 番茄酱实现销售收入 7.65 亿元, 基本与去年同期持平, 但是由于价格上升, 其毛利率由 30.31% 上升至 41.78%, 上半年番茄酱销量 10-11 万吨, 番茄酱存货 5 万余吨, 绝大部分已签订合同, 将按 08/09 榨季合同销售。

甜菜糖及相关产品实现销售收入 5.72 亿元, 销糖约 17 万吨, 库存约为 8 万吨, 由于糖价低迷, 毛利率由去年同期 25.12% 下降至 11.87%, 上半年原约 8500 万存货跌价准备已转销约 5700 万元, 仅剩 2800 万元。

由于贷款利率降低和 2009 年汇兑损失同比减少约 2200 万元, 公司 2009 年上半年财务费用率由去年同期的 6.49% 下降至 3.51%, 三项费用率由去年同期的 23.20% 下降至 19.30% (2008 年为 21.61%)。

预计 09-11 年公司 EPS 为 0.45、0.57、0.63 元, 维持公司推荐评级。公司治理结构优秀; 原料战略转型优势初显, 番茄酱产量将获得历史性突破; 甜菜糖将受惠于 2009-2010 年糖价上升; 林果资源开发战略逐步实施, 丰富的资源蕴涵更多猜想。9 月底番茄酱产量和价格将成为近期公司股价主要影响因素。

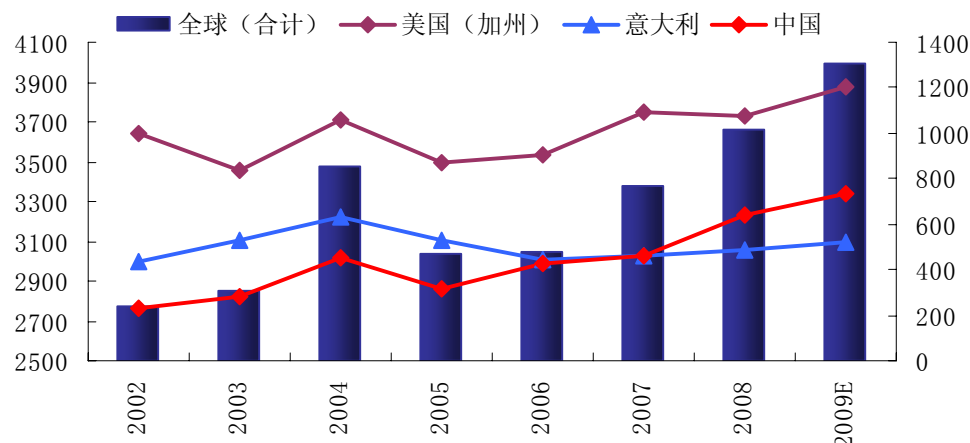
风险提示: 09/10 产季番茄酱产量、价格低于预期; 09/10 榨季公司甜菜糖产量和全国食糖产量。

二. 09/10 榨季番茄酱合同是关键

● 09/10 产量：全球增加 10%

在经历 2005-2006 年去库存化，和 2007-2008 供给缺口之后，全球加工番茄产量再创新高。根据世界加工番茄联合会（WPTC）8 月最新预测数据，09/10 产季全球加工番茄产量将达到 3997 万吨，同比增长 9.24%。

图 1：世界（左轴，万吨）及主产国（右轴，万吨）加工番茄产量



数据来源：WPTC、兴业证券研发中心整理

注：2009 年为 2009 年 8 月预测数据

在 07/08-08/09 产季番茄酱价格上涨推动下，主产国加工番茄产量均迅速增长，09/10 产季美国加工番茄产量将达到 1207 万吨，同比增长 12.56%；中国为 738 万吨，同比增长 15.22%。

表 1：世界加工番茄产量（WPTC,万吨）

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	YOY(09 to 08)
美国（加州）	1003	839	1059	871	907	1095	1072	1207	12.56%
中国	230	280	450	320	430	460	641	738	15.22%
意大利	433	532	630	530	440	460	490	520	6.12%
土耳其	150	200	170	163	145	165	270	160	-40.74%
地中海区域(小计)	1054	1232	1429	1312	1236	1328	1496	1561	4.40%
全球（合计）	2771	2851	3477	3039	3046	3380	3658	3997	9.24%

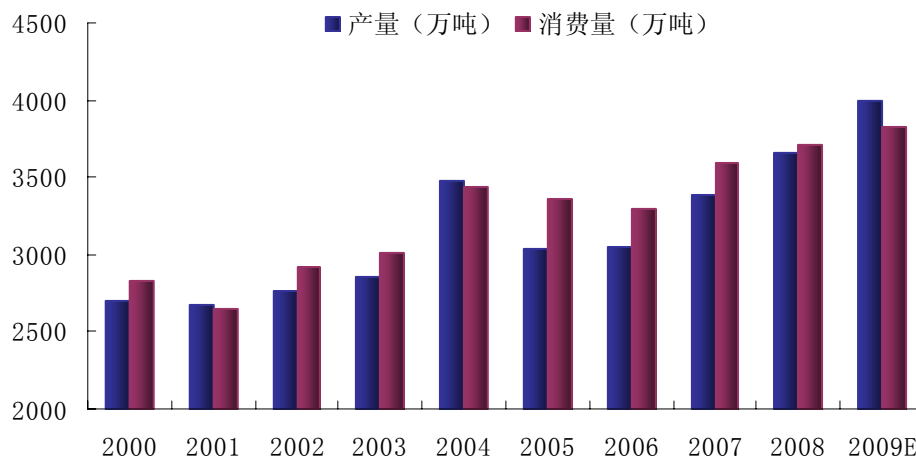
数据来源：WPTC、兴业证券研发中心整理

注：2009 年为 2009 年 8 月预测数据

● 价格：供求与成本决定

番茄酱消费相对刚性，年增长率在 3% 左右，预计 2009 年加工番茄产量为 3997 万吨，消费量为 3830 万吨，在供给充足情况下，下游厂商不再像 2007-2008 抢夺原料，09/10 产季合同谈判步伐放慢，压价意愿明显。

图 2: 全球加工番茄供求 (万吨)



数据来源: WPTC、兴业证券研发中心整理

美国、欧盟主产区和消费区原料、加工成本依然高企, 决定 09/10 产季国际番茄酱价格仍将居于 800-1200 美元/吨的主流区间。

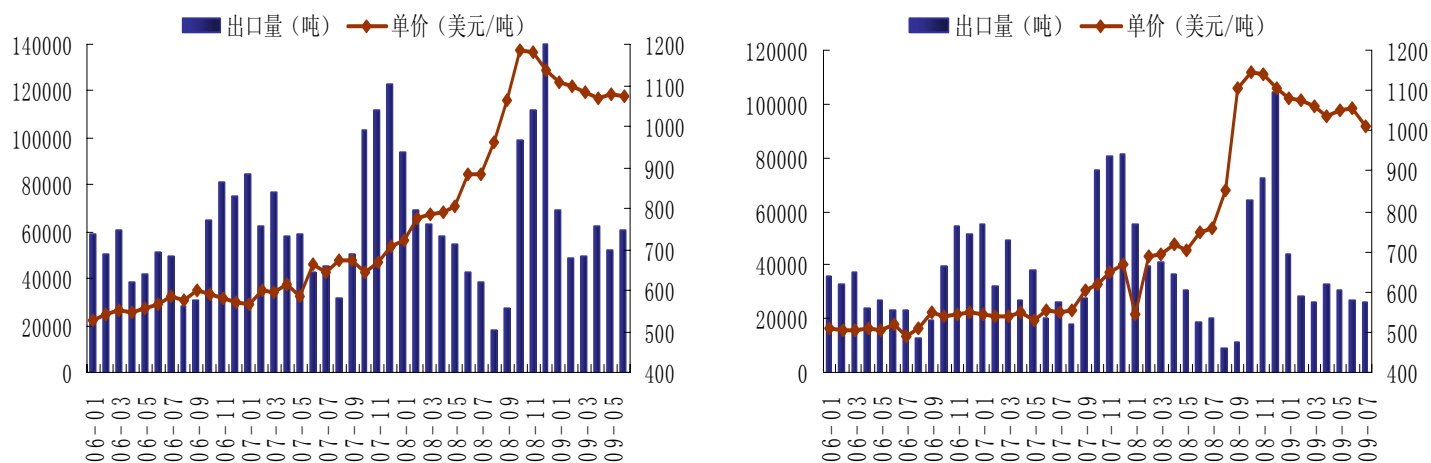
表 2: 主产区 2009 年番茄酱成本估算 (36-38%高浓度酱)

		欧盟 (意大利)	美国	中国
番茄价格	美元/吨		120	80
产率		7.5	7.5	7.5
原料成本	美元/吨	900	600	375
其它成本	美元/吨	500	400	220
总成本	美元/吨	1400	1000	595

数据来源: 兴业证券研发中心整理

根据 09/10 产季番茄酱 (36-38%浓度) 成本意大利为 1400 美元/吨, 美国为 1000 美元/吨, 预计 09/10 产季我国主流番茄酱生产商价格仍在 900-1000 美元/吨区间。

图 3: 我国 (左图) 及新疆地区 (右图) 番茄酱出口月度统计 (吨, 美元/吨)



数据来源: 中国海关、新疆海关、兴业证券研发中心整理

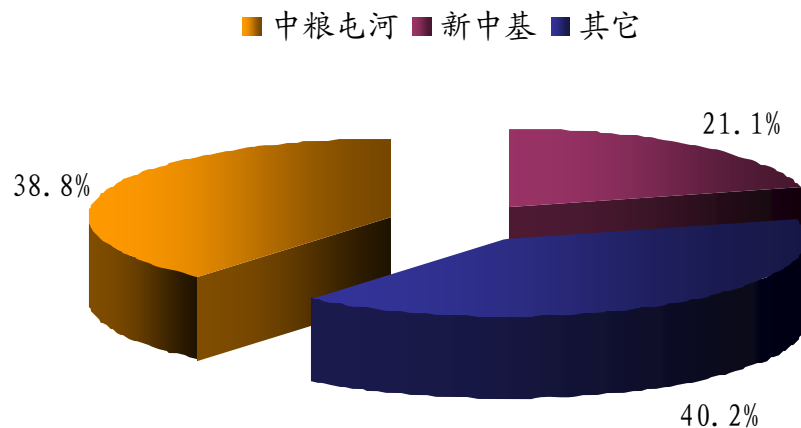
● 三. 番茄酱：量升 vs 价跌

● 进军上游，控制原料

公司 09/10 产季在新疆、宁夏地区种植番茄 18 万亩，按照亩产 5.5 万吨估算（已超过 5 吨/亩的盈利平衡点），将供应番茄原料约 100 万吨，约占公司计划收购量的三分之一，折合高浓度酱 13 万吨。

08/09 产季公司加工番茄 248 万吨，约占当产季全国加工量的 40.2%，考虑自种和收购，预计 09/10 产季公司加工番茄量将达到 300 万吨，仍占全国产量的 40% 左右，折合 40 万吨高浓度番茄酱。

图 4：主要公司 08/09 产季番茄加工占比（%）



数据来源：兴业证券研发中心整理

● 量升弥补价跌

目前正处于番茄加工季节，出于产量过剩判读，下游厂商呈观望态度，仍在等待新产季全球产量数据出炉以压低新产季合约价格。

公司参照国外标杆企业所建立的严格操作规范和质量追溯体系以保证严格的食品安全和产品质量，与亨氏、联合利华等国际著名下游厂商供货关系稳定，已挤入国际主流番茄原料酱供应商行列，09/10 产季合同将有所保证。

2009 年中报显示公司库存商品 7.5 亿元，其中库存番茄酱约 4 亿元，对应番茄酱存货 5 万余吨，绝大部分已签订合同，将按 08/09 产季合同销售。

新产季番茄酱价格下行压力较大，量升将弥补价跌。按 09/10 产季生产 40 万吨番茄酱，产季销售均价 950 美元/吨，当年产销率 50% 假设，则公司 2009 年销售均价仍将比 2008 年均价高 80-100 美元/吨。

表 3: 公司番茄酱业务预测

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
生产 (万吨)	07/08	08/09	09/10E	10/11E	11/12E
日处理量 (万吨/天)	5.60	6.50	7.10	7.10	7.10
榨季产量 (万吨)	29.80	33.10	40.00	42.00	45.13
YOY (%)	6.43%	11.07%	20.85%	5.00%	3.00%
其中: 大桶酱 (万吨/年)	29.80	32.00	38.00	40.00	42.00
YOY (%)	6.43%	7.38%	18.75%	5.26%	5.00%
其中: 小包装 (万吨/年)	-	1.10	2.00	2.50	3.13
YOY (%)			81.82%	25.00%	25.00%
当年销售率 (%)	57.05%	54.38%	50.00%	50.00%	50.00%
当年销售量 (万吨)	17.00	18.00	20.00	21.00	22.56
上榨季结转销售量 (万吨)	9.00	12.80	15.10	20.00	21.00
合计销量 (万吨)	26.00	30.80	35.10	41.00	43.56
销售收入 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
榨季番茄酱价格 (美元/吨, 不含税)	680.00	1,115.00	950.00	900.00	950.00
YOY (%)	17.24%	63.97%	-14.80%	-5.26%	5.56%
汇率 (美元: 人民币)	7.5	6.9	6.8	6.7	6.7
年度销售收入 (百万元)	1,258.50	1,985.41	2,436.88	2,539.30	2,702.40
YOY (%)	20.50%	57.76%	22.74%	4.20%	6.42%
年度均价 (美元/吨)	645.38	934.22	1,020.98	924.39	925.90
YOY (%)	12.28%	44.75%	9.29%	3.00%	3.00%
总收入占比 (%)	42.28%	57.88%	68.51%	67.55%	68.84%
成本 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
番茄收购价格 (元/吨)	305.00	420.00	350.00	350.00	350.00
YOY (%)	8.93%	37.70%	-16.67%	0.00%	0.00%
吨酱原料消耗 (吨)	7.50	7.50	7.50	7.50	7.50
吨酱原料成本 (元/吨酱, 扣税)	1,990.13	2,740.50	2,283.75	2,283.75	2,283.75
其它成本 (元/吨酱)	1700.00	1700.00	1700.00	1700.00	1700.00
榨季吨酱综合成本 (元/吨酱)	3690.13	4440.50	3983.75	3983.75	3983.75
成本 (百万元)	944.75	1271.63	1467.27	1633.34	1735.42
综合	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年度销售收入 (百万元)	1,258.50	1,985.41	2,436.88	2,539.30	2,702.40
成本 (百万元)	944.75	1,271.63	1,467.27	1,633.34	1,735.42
毛利 (百万元)	313.75	713.78	969.62	905.96	966.98
毛利率 (%)	25.25%	35.84%	39.79%	35.68%	35.78%
总营业收入占比 (%)	42.25%	57.84%	68.51%	67.55%	68.84%

数据来源: 兴业证券研发中心整理

● 番茄酱量价对于业绩敏感分析

2009 年: 在番茄酱产量 40 万吨假设下, 09/10 产季价格番茄酱价格每波动 50 美元/吨 (不含税), 对于公司 2009 年 EPS 影响约 0.05 元; 而在 09/10 产季价格 950 美元/吨 (不含税) 的假设下, 09/10 产季产量每波动 2 万吨, 对于公司 2009 年 EPS 影响约 0.01 元。

表 4: 2009 年业绩与番茄酱价格 (美元/吨, 不含税,) 产量 (万吨) 敏感性分析

	800.00	850.00	900.00	950.00	1000.00	1050.00	1100.00
34.00	0.28	0.32	0.37	0.42	0.46	0.51	0.56
36.00	0.28	0.33	0.38	0.43	0.48	0.53	0.58
38.00	0.29	0.34	0.39	0.44	0.49	0.55	0.60
40.00	0.29	0.35	0.40	0.45	0.51	0.56	0.62
42.00	0.29	0.35	0.41	0.47	0.52	0.58	0.64
44.00	0.30	0.36	0.42	0.48	0.54	0.60	0.66
46.00	0.30	0.37	0.43	0.49	0.56	0.62	0.68

数据来源: 兴业证券研发中心整理

2010 年: 在番茄酱产量 42 万吨假设下, 10/11 产季价格番茄酱价格每波动 50 美元/吨 (不含税), 对于公司 2010 年 EPS 影响约 0.06 元; 而在 10/11 产季价格 900 美元/吨 (不含税) 的假设下, 10/11 产季产量每波动 2 万吨, 对于公司 2009 年 EPS 影响约 0.01 元。

表 5: 2009 年业绩与番茄酱价格 (美元/吨, 不含税,) 产量 (万吨) 敏感性分析

	750.00	800.00	850.00	900.00	950.00	1000.00	1050.00
36.00	0.39	0.44	0.49	0.54	0.59	0.64	0.69
38.00	0.39	0.45	0.50	0.55	0.60	0.65	0.70
40.00	0.40	0.45	0.50	0.56	0.61	0.67	0.72
42.00	0.40	0.45	0.51	0.57	0.63	0.68	0.74
44.00	0.40	0.46	0.52	0.58	0.64	0.70	0.76
46.00	0.40	0.46	0.52	0.59	0.65	0.71	0.77
48.00	0.40	0.47	0.53	0.60	0.66	0.73	0.79

数据来源: 兴业证券研发中心整理

四. 甜菜糖: 享受糖价上涨周期

● 减产推升糖价

09/10 榨季全国糖料种植呈现明显的面积减少趋势, 产量缺口仍将存在。从目前资料来看, 09/10 榨季广西甘蔗种植面积为 1515 万亩, 减少约 60 万亩, 目前甘蔗长势良好, 预计 09/10 榨季广西食糖产量为 800-850 万吨。同时考虑甜菜种植面积减少, 预计 09/10 榨季我国食糖产量为 1250-1300 万吨, 对应消费量为 1350 万吨, 产量缺口在 50-100 万吨。

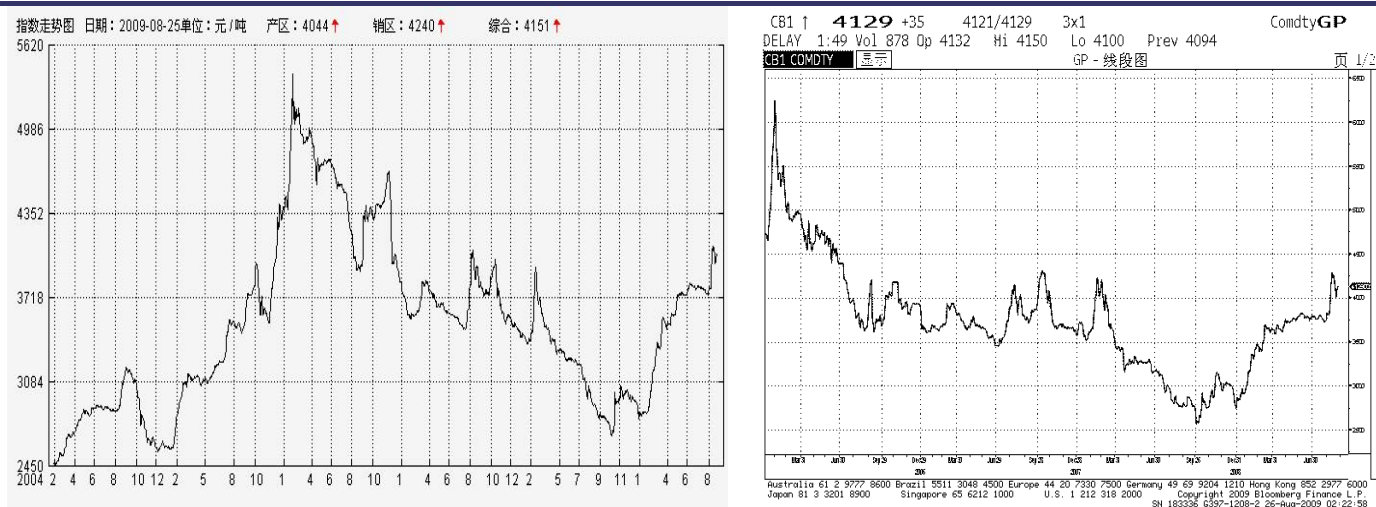
表 6: 09/10 产季糖料种植面积预测 (万亩)

	08/09 榨季 (万亩)	09/10 榨季 (万亩, 5 月)	09/10 榨季 (万亩, 8 月)	减少面积数量 (万亩, 8 月)
广西	1574	1450	1515	59
云南	451	443	443	8
广东	209	199	199	10
海南	128	103	103	25
湖南	5	5	5	0
福建	12	9	9	3
其他	44	44	44	0
甘蔗小计	2423	2253	2318	105
新疆	124	92	92	32
内蒙古	60	30	30	30
黑龙江	135	50	63	72
甜菜小计	319	172	185	134
合计	2742	2425	2503	239

数据来源: 昆商糖网、广西糖协、兴业证券研发中心整理

产量缺口将再次推升糖价, 目前主产区食糖现货报价为 4000-4100 元/吨, 而郑糖 1005 期合约已上升至 4700 元/吨以上, 预计 2010 年我国食糖均价将在 4400 元/吨左右。

图 5: 主产区食糖销售价格 (左图, 元/吨) 及郑糖主力期货价格 (右图, 元/吨)



数据来源: 昆商糖网、Bloomberg、兴业证券研发中心整理

● 甜菜糖业务: 产量维持稳定

由于甜菜种植比较效益降低, 甜菜种植面积呈减少趋势, 预计 09/10 榨季甜菜糖为 27 万吨, 产量仍难恢复, 而由于甜菜糖品质优异, 销售均价将达到 4500 元/吨 (含税)。

2009 年上半年甜菜糖及相关产品实现销售收入 5.72 亿元, 销糖约 17 万吨, 库存

约为 8 万吨，对应存货约 3 亿元。

表 7: 公司甜菜糖业务预测

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
甜菜糖生产	06/07	07/08	08/09	09/10E	10/11E
产能 (万吨)	38.00	38.00	47.00	47.00	47.00
榨季产量 (万吨)	37.00	37.00	27.00	27.00	27.00
甜菜收购价格 (元/吨)	255.00	260.00	320.00	300.00	300.00
YOY (%)	-1.92%	1.96%	23.08%	-6.25%	0.00%
转化率 (吨原料)	8.30	8.30	9.00	8.30	8.30
吨糖原料成本 (元/吨, 扣税)	1,841.36	1,877.46	2,505.60	2,166.30	2,166.30
吨糖其它成本 (元/吨)	455.00	445.00	445.00	445.00	445.00
销售价格 (元/吨, 含税)	4188.60	3615.30	3800.00	4500.00	4500.00
YOY (%)	-12.04%	-13.69%	5.11%	18.42%	0.00%
销售价格 (元/吨, 不含税)	3580.00	3090.00	3247.86	3846.15	3846.15
每吨毛利 (元/吨)	1,283.65	767.54	297.26	1,234.85	1,234.85
毛利率 (%)	35.86%	24.84%	9.15%	32.11%	32.11%
甜菜糖生产	2007	2008	2009E	2010E	2011E
当年销量 (万吨)	44.00	41.00	29.00	27.00	27.00
销售收入 (百万元)	1575.20	1266.90	941.88	1038.46	1038.46
成本 (百万元)	1010.40	952.21	855.67	705.05	705.05
毛利 (百万元)	564.80	314.69	86.21	333.41	333.41
毛利率 (%)	35.86%	24.84%	9.15%	32.11%	32.11%
总营业收入占比 (%)	52.92%	36.93%	26.48%	27.62%	26.45%

数据来源: 兴业证券研发中心整理

● 甜菜糖量价对于业绩敏感分析

由于公司库存甜菜糖大部分已有套保合约, 销售价格已大部分锁定, 2009 年后期糖价波动对于公司 2009 年食糖业务盈利影响已不大, 故此处暂不考虑后期糖价波动对于公司 2009 年业绩影响。

2010 年: 在甜菜糖产量 27 万吨假设下, 10/11 榨季甜菜糖价格每波动 100 元/吨 (含税), 对于公司 2010 年 EPS 影响约 0.02 元; 而在 10/11 榨季甜菜糖价格 4500 元/吨 (含税) 的假设下, 10/11 榨季甜菜糖产量每波动 2 万吨, 对于公司 2009 年 EPS 影响约 0.01 元。

表 8: 2010 年业绩与甜菜糖价格 (元/吨, 含税,) 产量 (万吨) 敏感性分析

	4200.00	4300.00	4400.00	4500.00	4600.00	4700.00	4800.00
21.00	0.49	0.51	0.52	0.54	0.55	0.56	0.58
23.00	0.50	0.51	0.53	0.55	0.56	0.58	0.59
25.00	0.51	0.52	0.54	0.56	0.57	0.59	0.61
27.00	0.51	0.53	0.55	0.57	0.59	0.61	0.62
29.00	0.52	0.54	0.56	0.58	0.60	0.62	0.64
31.00	0.53	0.55	0.57	0.59	0.61	0.63	0.65
33.00	0.53	0.56	0.58	0.60	0.62	0.65	0.67

数据来源: 兴业证券研发中心整理

五. 林果: 下一个热点?

新疆林果业种植面积已超过 1300 万亩, 年总产量达 450 万吨, 年总产值 130 余亿元, 其中环塔里木盆地林果种植面积达 1000 万亩, 将在 5 年后将进入盛果期。根据中粮集团与新疆维吾尔自治区政府签订的《新疆林果业开发战略合作协议》, 将在未来 5 年里投资 20 亿元, 开发新疆特色优质林果资源。

巨大的资源蕴涵将成为公司另一个热点, 预计公司将在 2009-2010 年初步推出林果产品。由于林果资源开发项目仍处于规划和研发期, 具体盈利还难以具体预测, 暂不考虑此部分对于公司盈利能力的贡献, 目前仍以杏酱为主。

表 9: 公司杏酱业务预测

杏仁酱业务	2007	2008	2009E	2010E	2011E
收入 (百万元)	90.00	105.00	108.15	111.39	114.74
YOY (%)	12.50%	16.67%	3.00%	3.00%	3.00%
成本 (百万元)	76.50	84.00	86.52	89.12	91.79
毛利 (百万元)	13.50	21.00	21.63	22.28	22.95
毛利率 (%)	15.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
总营业收入占比 (%)	3.02%	3.06%	3.04%	2.96%	2.92%

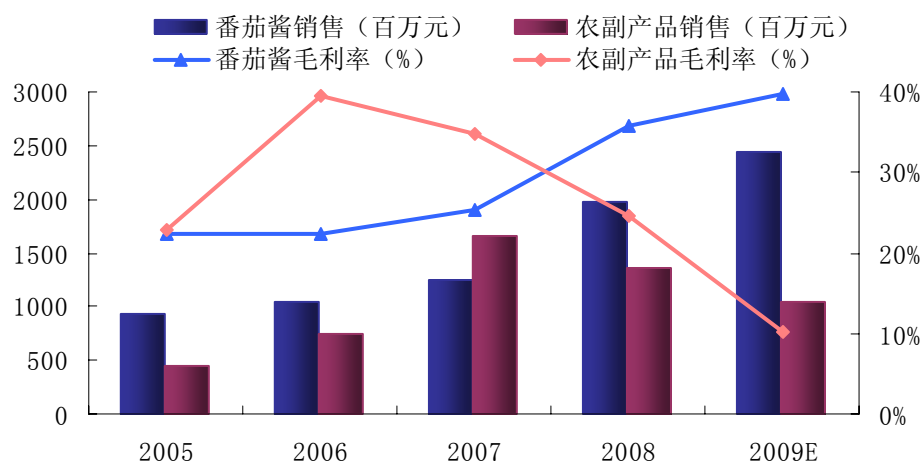
数据来源: 兴业证券研发中心整理

六. 推荐: 09 年 0.45 元可期

● 主业发展稳定

公司番茄酱业务受惠于全球番茄原料酱产业向中国转移, 公司实施原料战略转型, 抓住番茄原料资源; 甜菜糖业务由于糖价上行, 将迅速走出 2008-2009 年的低迷。

图 6: 分产品收入 (左轴, 百万元) 及毛利率 (右轴, %)

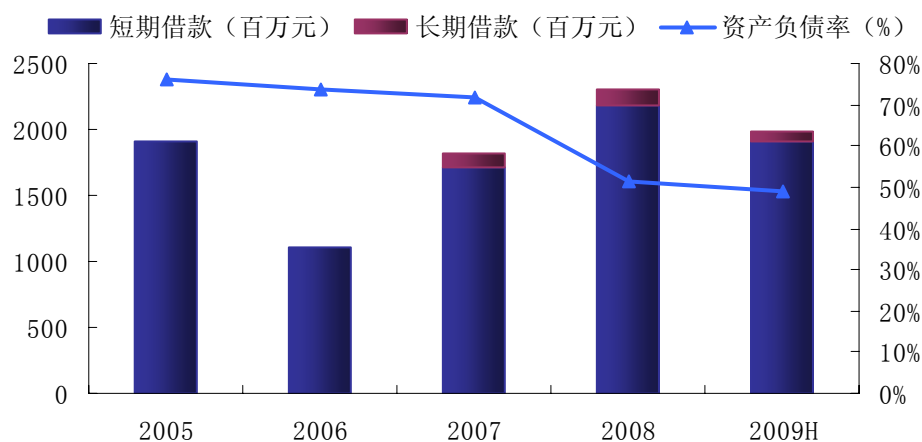


数据来源: 公司公告、兴业证券研发中心整理

● 2009 年财务费用降低明显

从 2005 年中粮开始入主屯河后, 公司资产负债率持续下降, 2009 年上半年公司短期借款 19.1 亿元, 长期借款 7000 万元, 资产负债率仅为 48.76%。

图 7: 公司借款 (左轴, 百万元) 及资产负债率 (右轴, %)

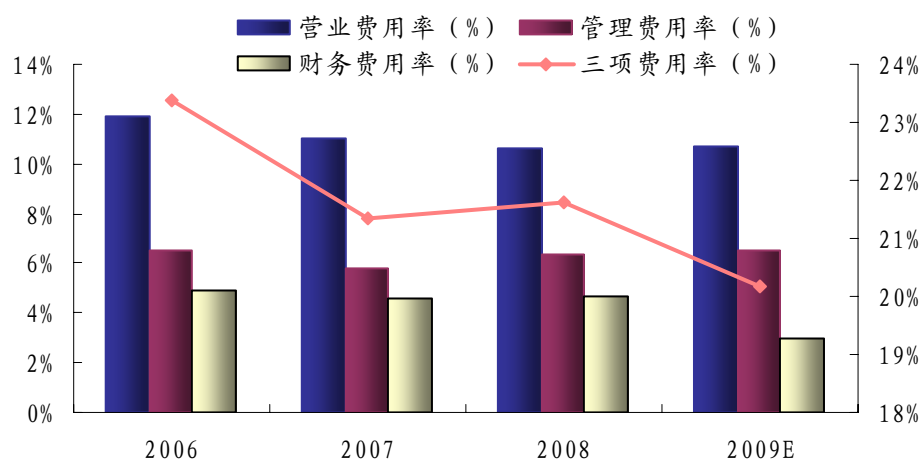


数据来源: 公司公告、兴业证券研发中心整理

受惠于低利率和外汇市场稳定, 2009 年公司财务费用将明显降低: 2009 年公司贷款综合利率在 4.5% 左右, 处于较低水平, 使得公司 2009 年上半年利息净支出仅为 5200 万元, 同比减少约 1800 万元。受惠于近期美元比人民币汇率稳定, 公司 2009 年上半年汇兑净收益为 200 万元, 而 2008 年同期为 -2000 万元。

财务费用的降低将带来 2009 年公司三项费用率由 2008 年的 21.61% 降低至 20.19%。

图 8: 公司营业、管理、财务费用率 (左轴, %) 及三项费用率之和 (右轴, %)



数据来源: 公司公告、兴业证券研发中心整理

● 推荐: 紧盯 09/10 番茄酱价格

推荐: 预计 09-11 年公司 EPS 为 0.45、0.57、0.63 元, 维持公司推荐评级。公司治理结构优秀; 原料战略转型优势初显, 番茄酱产量将获得历史性突破; 甜菜糖将受惠于 2009-2010 年糖价上升; 林果资源开发战略逐步实施, 丰富的资源蕴涵更多猜想。

近期股价影响因素: 新产季番茄酱生产将于 9 月底结束, 而番茄酱价格每波动 50 美元/吨 (不含税) 对于公司为 0.05-0.06 元, 9 月底番茄酱产量和价格将成为近期公司股价主要影响因素。

风险提示: 09/10 产季番茄酱产量、价格低于预期;
09/10 榨季公司甜菜糖产量和全国食糖产量。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	2936	3285	3439	3910
货币资金	197	708	1049	1546
交易性金融资产	11	11	11	11
应收账款	655	563	595	622
其他应收款	203	160	169	177
存货	1697	1691	1460	1395
非流动资产	3149	3568	3729	3775
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	234	234	234	234
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	2670	3065	3229	3268
在建工程	34	40	43	44
油气资产	0	0	0	0
无形资产	210	214	218	222
资产总计	6085	6853	7168	7686
流动负债	2946	3319	3184	3219
短期借款	2175	2500	2500	2500
应付票据	114	119	120	125
应付账款	567	493	372	388
其他	91	207	192	207
非流动负债	191	191	191	191
长期借款	125	125	125	125
其他	66	66	66	66
负债合计	3138	3510	3375	3410
股本	1006	1006	1006	1006
资本公积	1410	1410	1410	1410
未分配利润	392	721	1088	1478
少数股东权益	66	78	93	110
股东权益合计	2947	3343	3792	4275
负债及权益合计	6085	6853	7168	7686

现金流量表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	311	457	571	638
折旧和摊销	203	242	283	314
资产减值准备	-4	-42	27	21
无形资产摊销	6	6	6	6
公允价值变动损失	-9	0	0	0
财务费用	159	106	111	102
投资损失	-76	-76	-76	-76
少数股东损益	8	12	15	17
营运资金的变动	1523	-242	-33	-40
经营活动产生现金流量	-918	928	975	1055
投资活动产生现金流量	-393	-558	-384	-284
融资活动产生现金流量	1643	142	-249	-273
现金净变动	332	511	342	497
现金的期初余额	60	197	708	1049
现金的期末余额	392	708	1049	1546

利润表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	3430	3557	3759	3926
营业成本	2369	2464	2483	2587
营业税金及附加	20	21	22	23
销售费用	365	381	389	393
管理费用	217	231	233	232
财务费用	159	106	111	102
资产减值损失	92	20	20	20
公允价值变动	-9	0	0	0
投资收益	76	76	76	76
营业利润	274	409	576	645
营业外收入	48	70	20	20
营业外支出	8	10	10	10
利润总额	314	469	586	655
所得税	-5	0	0	0
净利润	319	469	586	655
少数股东损益	8	12	15	17
归属母公司净利润	311	457	571	638
EPS (元)	0.31	0.45	0.57	0.63

主要财务比率

	2008	2009E	2010E	2011E
成长性(%)				
营业收入增长率	15.2%	3.7%	5.7%	4.4%
营业利润增长率	19.6%	49.1%	40.9%	11.8%
净利润增长率	29.6%	47.0%	25.0%	11.6%
盈利能力(%)				
毛利率	30.9%	30.7%	34.0%	34.1%
净利率	9.1%	12.8%	15.2%	16.2%
ROE	10.8%	14.0%	15.4%	15.3%
偿债能力(%)				
资产负债率	51.6%	51.2%	47.1%	44.4%
流动比率	1.00	0.99	1.08	1.21
速动比率	0.39	0.47	0.61	0.77
营运能力(次)				
资产周转率	0.63	0.55	0.54	0.53
应收帐款周转率	6.65	5.30	5.71	5.68
每股资料 (元)				
每股收益	0.31	0.45	0.57	0.63
每股经营现金	-0.01	0.92	0.97	1.05
每股净资产	2.87	3.25	3.68	4.14
估值比率 (倍)				
PE	43.47	29.58	23.66	21.20
PB	4.69	4.14	3.65	3.24

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% 部 ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售部

机构销售负责人

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元曦

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。