



九阳股份 (002242)

推荐 (上调)

所属行业: 家电行业
行业评级: 中性

股价数据

12 个月区间 (元)	23.68—59.49
区间涨幅	-20.95%

股本结构

总市值 (亿元)	153.71
流通市值 (亿元)	38.57
总股本 (万股)	50730
流通 A 股 (万股)	12730
流通 B 股 (万股)	0

股价表现图



齐鲁证券研究所
 行业公司部

分析师
 韩丽萍

Tel: (0531) 81283786
 Fax: (0531) 81283791
 Email: hanlp@qlzq.com.cn

公司未来仍然具有较好的成长性

——九阳股份深度报告

投资要点:

- ◇ 公司以豆浆机起家,目前从事的主要业务为豆浆机和厨房小家电产品的研发、生产和销售,主要产品包括豆浆机、电磁炉、料理机、榨汁机、电压力煲、开水煲、紫砂煲、豆料和商用豆浆机等。
- ◇ 豆浆机、电磁炉为公司的主营业务产品,公司 2009 年半年报数据显示豆浆机和电磁炉收入分别占公司主营业务的 79.96%、10.34%。
- ◇ 以下几个方面的原因使得豆浆机在我国仍然具有非常广阔的发展空间。首先,豆浆机普及率低;其次,居民收入的增长也使得豆浆机具有了进入普通消费者家庭的基础;第三,豆浆机的使用越来越方便也使得人们更容易接受豆浆机;第四,豆浆机消费周期短,产品更新快,一般使用周期为 2-5 年。
- ◇ 目前公司的豆浆机发展主要面临的问题是美的的竞争。但是种种迹象显示公司的豆浆机业务并未受到明显影响。一、公司豆浆机的市场份额并无显著下降;二、公司的豆浆机产品的毛利率水平仍然维持在高位,09 年中期相比 08 年底仅下降 1.7 个百分点。可见,公司的毛利率并没有因为竞争而显著降低;三、公司的新品推出速度快,并且销售情况非常好。并且公司新推出了高端产品“欧南多”,产品均价高,销售好。
- ◇ 公司电磁炉产品销售不佳为制约公司发展的一个重要因素。电磁炉产品销售下滑的原因与电磁炉行业本身的下滑有关系。但是公司的电磁炉产品在市场上并不占优势成为制约公司电磁炉发展的重要原因。
- ◇ 预计公司 2009 年、2010 年、2011 年 EPS 为 1.34、1.61、1.90 元。

◇ 根据绝对估值法,公司的合理价值区间为 31.36-36.59。根据相对

重要声明:本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但我公司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,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,可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,我公司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,我公司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投资银行、财务顾问和金融产品等相关服务。我公司的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。



估值法，公司的合理价值区间为 30.82-36.18 元。

◇ 结合以上的绝对估值以及相对估值方法，我们认为公司的合理价值区间为 31.36-36.18 元。目前公司股价为 28.88 元，将公司的评级由“谨慎推荐”上调为“推荐”。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2008/12/31	2009E	2010E	2011E
营业收入	4323.44	4957.43	5860.03	7145.70
同比(%)	122.54%	14.66%	18.21%	21.94%
净利润	639.82	787.62	928.13	1083.43
同比(%)	76.41%	23.10%	17.84%	16.73%
毛利率(%)	38.15%	40.07%	39.15%	37.42%
ROE(%)	26.47%	28.85%	26.22%	25.05%
每股收益(元)	1.06	1.34	1.61	1.90
P/E	28.33	22.39	18.68	15.79
P/B	2.49	2.20	1.70	1.39
EV/EBITDA	15.86	14.99	12.48	10.60



九阳股份有限公司（以下简称九阳或公司），前身为山东九阳小家电有限公司，成立于 2002 年 7 月，2007 年 9 月正式改制为股份公司。

公司主要从事厨房小家电系列产品的研发、生产和销售。主要产品有家用豆浆机、商用豆浆机、电磁炉、料理机、榨汁机、开水煲、紫砂煲、电压力煲等七大系列一百多个型号。

公司一直保持着健康、稳定、快速的增长，近五年平均增长率超过 40%，现已成为小家电行业著名企业，规模位居行业前列。目前已形成跨区域的管理架构，在济南、杭州、苏州等地建有多个生产基地。

一、企业竞争优势：品牌、渠道、技术

（一）九阳品牌深入人心

公司通过持续推广“健康、快乐、生活”的理念和不断改进豆浆机的使用便捷度以及过硬的质量，九阳豆浆机在豆浆机市场已经牢牢占据了第一品牌的位置，深受消费者的信赖和欢迎。

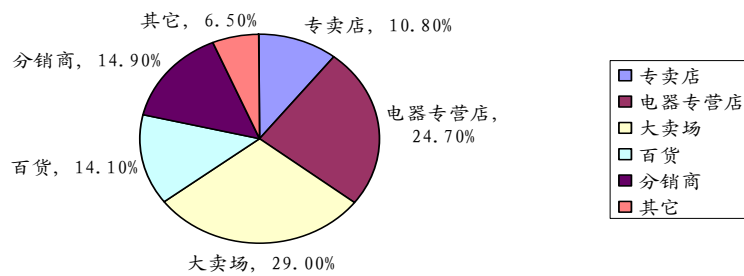
2007 年 9 月，九阳牌豆浆机被评为“中国名牌产品”，是豆浆机行业里唯一获此殊荣的产品。2007 年，电磁炉获国家免检产品称号；2006 年，九阳商标获中国驰名商标，同年九阳豆浆机、九阳榨汁机、九阳料理机产品被国家质量监督检验检疫总局评为质量免检产品。

（二）渠道建设

公司的营销网络由公司本部、一级营销商和销售终端三个层次构成，目前，公司拥有 450 名一级经销商，营销网络覆盖全国 270 个以上地级城市、2000 个县级城市，拥有 8000 多个零售终端。公司的销售网络已初步形成了以电器专营店和大卖场为主，百货商场、分销商和专卖店齐头并进的良好发展态势，初步适应了家电行业市场反应迅速的要求。



图 1：公司营销网络比例图



数据来源：wind 资讯，齐鲁证券研究所

（三）研发优势

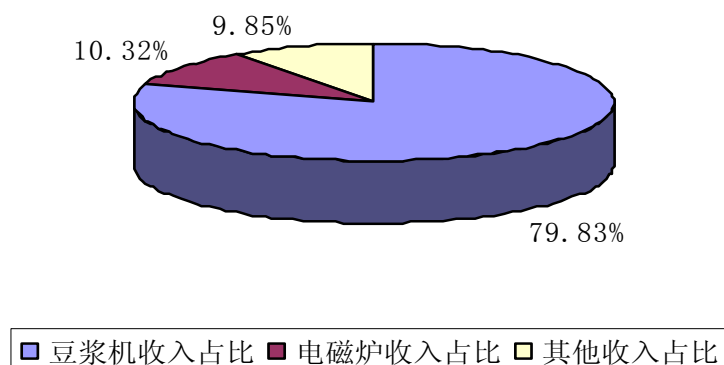
研发是公司的核心竞争力，公司在企业发展中建立了高效的研发体系，力争将公司研发中心打造为全球领先的健康厨房小家电研发基地。厨房小家电产品以创意为先，尤为强调新功能、新造型和高质量。因此，技术研发和新产品开发是小家电行业竞争的关键。

近年公司研发投入占营业收入的比例维持在 2% 左右。截至目前，公司共计拥有专利技术 115 项，其中发明专利 6 项，实用新型专利 38 项。新技术的使用、新产品的推出是公司在竞争中取得胜利的重要因素。

二、公司豆浆机业务受到竞争的影响并不明显

公司以豆浆机起家，目前从事的主要业务为豆浆机和厨房小家电产品的研发、生产和销售，主要产品包括豆浆机、电磁炉、料理机、榨汁机、电压力煲、开水煲、紫砂煲、豆料和商用豆浆机等。

图 2：公司主营业务收入构成



数据来源：wind 资讯，齐鲁证券研究所



豆浆机为公司的第一主营业务产品，2006 年-2008 年豆浆机业务占公司主营业务的比重分别为 48.13%、49.85%、70.34%，公司 2009 年半年报数据显示豆浆机收入占公司主营业务的比例提高到 79.96%。

（一）豆浆机具有广阔的发展前景

2008 年三聚氰胺事件的发生，让消费者谈牛奶色变，使得传统、安全、有营养的豆浆成为牛奶的替代品。这促进了豆浆机市场的迅速扩大。三聚氰胺事件只是一个引子，随着宏观经济的发展以及人民生活水平的不断提升，以及人们对健康生活的品质追求，豆浆机越来越受到消费者的关注。

以下几个方面的原因使得豆浆机在我国仍然具有非常广阔的发展空间。

首先，豆浆机普及率低。目前的市场占有率仅为 6%，而成熟的电饭煲市场保有率已达 90%，因此，随着豆浆健康理念的深入人心，豆浆机市场仍然具有巨大的发展潜力。

其次，居民收入的增长也使得豆浆机具有了进入普通消费者家庭的基础。

第三，豆浆机的使用越来越方便也使得人们更容易接受豆浆机。是否易清洗、是否能充分煮熟豆浆、能否直接打干豆，这些问题困扰着消费者，但是，随着豆浆机技术的改进，这些问题一一解决，自己制作豆浆机现在成为了一件非常容易的事情。

第四，豆浆机消费周期短，产品更新快，一般使用周期为 2-5 年。

（二）公司豆浆机业务发展迅速

2006-2008 年，公司豆浆机业务分别实现销售收入 4.49 亿元、9.69 亿元和 30.41 亿元，同比增长率分别为 115.49%、214%。豆浆机市场在人们因为三聚氰胺而畏惧牛奶的背景经过了 2008 年的迅速扩张，到 2009 年回归稳定的增长，2009 年中期豆浆机业务收入相比去年同期增长 62.69%。

（三）培育豆浆机的专用配料“阳光豆坊”，

公司不仅为消费者提供豆浆机，更希望为消费者做最专业的健康豆浆提供者，公司提倡“好机+好豆=好豆浆”，“好的机器+好的豆料



及配方”，才能做出健康好豆浆，继续朝着“打造健康厨房小家电领先品牌”的目标迈进。

公司中报公布目前 5 万吨豆料项目的基建建设已基本完工。豆料的配套销售不仅可以为公司带来新的利润增长点，而且，公司在销售豆浆机的同时销售或者赠送豆料，能够吸引消费者，并提高公司的品牌建设，对于公司来说，能够小投入得到大收入的一项举措。

（四）公司豆浆机业务较高的毛利率有望维持

公司的豆浆机业务毛利率较高，2007 年、2008 年、2009 年中期豆浆机业务毛利率分别为 45.67%、43.74%、42.01%。

虽然豆浆机的销售已经是 2007 年几倍的数量，但是豆浆机的毛利率却仍然维持在 40%以上，主要原因有以下几个方面。

首先，技术创新增加产品的附加值从而使得产品的毛利率维持在较高水平。公司一向重视技术的创新，不断加大对研发的投入力度。如 2009 年上半年公司推出的温暖系列产品，获得较好的销售业绩，培育了较好的收益增长点。并且，公司认为附加值仍然具有很大的发展空间。

其次，公司结合新上线 ERP 系统，提升效率，高效率利用资源，采取阳光招标，实现了规模效应，控制成本，取得较好效果，毛利率得以提升，公司综合管理能力持续提升。

（五）公司豆浆机业务受到竞争的影响并不明显

目前公司的豆浆机发展主要面临的问题是美的的竞争。但是种种迹象显示公司的豆浆机业务并未受到明显影响。

一、中怡康的数据显示，公司豆浆机的市场份额并无显著下降。中怡康 9 月份的数据显示，豆浆机零售量前十名中有 9 款产品为九阳的产品，仅有一款产品是美的的产品。ZDL 调研中心的数据也显示，受消费者欢迎的豆浆机前十大产品均为九阳的产品，豆浆机品牌的周关注比例显示，九阳的关注度达到 82.4%，消费者对产品的关注程度能够较大程度上反映产品的销售情况。

二、公司的豆浆机产品的毛利率水平仍然维持在高位，09 年中期相比 08 年底仅下降 1.7 个百分点。可见，公司的毛利率并没有因为竞争而显著降低。

三、公司的新品推出速度快，并且销售情况非常好。并且公司新推



出了高端产品“欧南多”，产品均价高，销售好。

三、公司其它业务情况

（一）电磁炉业务为公司的第二主营业务

电磁炉为公司的第二主营业务产品，2006 年-2008 年豆浆机业务占公司主营业务的比重分别为 46.77%、29.80%、22.24%，公司 2009 年半年报数据显示电磁炉收入占公司主营业务的比例下降到 10.32%。

（二）电磁炉行业增速放缓

2003 年以来，我国电磁炉市场一直处于高速增长时期，销售量连年成倍增长。2006 年电磁炉市场继续保持良好增长势头，市场零售总量突破 2000 万台，销售额规模比 2005 年有较大增长，但与 2005 年相比增速有所放缓。2008 年第四季度以来煤气价格的下降，使得电磁炉这种煤气的替代品的销售受挫，行业增速放缓，甚至会出现负值。

（三）公司电磁炉产品销售不佳为制约公司发展的一个重要因素

电磁炉产品在 2009 年销售出现大幅下滑，2009 年中期销售收入较去年同期相比下降 46.35%。

电磁炉产品销售下滑的原因与电磁炉行业本身的下滑有关系。09 年煤气价格的下降使得消费者较少的选择电磁炉这个煤气的替代品。但是公司的电磁炉产品在市场上并不占优势成为制约公司电磁炉发展的重要原因。与豆浆机的情况相反，ZDL 调研数据显示，受消费者欢迎的十大电磁炉产品，九阳产品无一入围，受欢迎的产品全部为美的的产品。因此，电磁炉仍然为制约公司发展的一个重要因素。

（四）电磁炉的毛利率略有提高

2007 年、2008 年、2009 年中期电磁炉毛利率分别为 24.49%、23.44%、27.17%。电磁炉销售收入大幅下滑的 2009 年中期毛利率略有提高。

（五）公司的其它业务

公司另外还生产料理机、榨汁机、紫砂煲、电压力煲、开水煲等产



品，2009 年中期各类产品占公司主营业务收入的比重为 9.85%。公司的榨汁机产品在市场上占有较大的份额，其他产品销售情况虽然良好，但是并没有显著的市场份额。

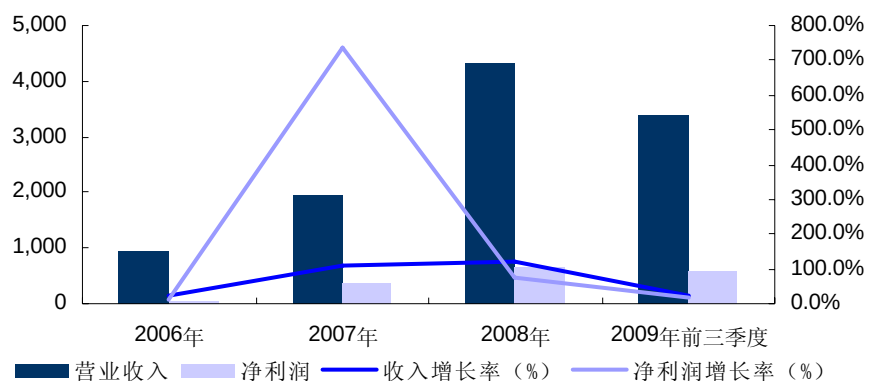
四、公司盈利情况分析

（一）公司经过高速发展进入稳定发展期

2006 年、2007 年、2008 年、2009 年前三季度公司营业收入增长率分别为 24.45%、108.05%、122.54%、23.04%。2007 年、2008 年是公司高速发展的两年，公司经过高速发展之后进入稳定的发展时期。

2006 年、2007 年、2008 年、2009 年前三季度公司净利润增长率分别为 13.66%、736.84%、76.41%、19.87%。公司的净利润增长速度在 2009 年中期也是明显放缓。

图 3：公司盈利能力分析



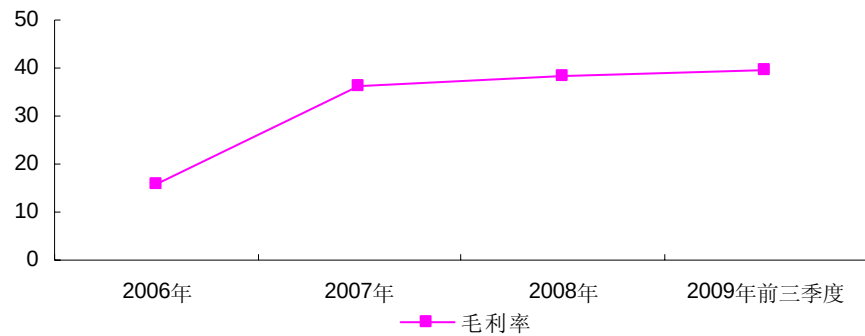
数据来源：wind 资讯，齐鲁证券研究所

收入以及净利润增速大幅下滑与 2008 年前三季度基数较大有关，无论是豆浆机业务还是电磁炉业务，2008 年前三季度均实现较快的增长。进入 2009 年以来，豆浆机业务的稳定增长，电磁炉业务的下滑使得公司的业务增长率下滑。

（二）公司净利润下滑的原因是期间费用率的提高

净利润的增长幅度更是低于营业收入的增长幅度。下面从毛利率以及销售费用率两个方面进行分析以找出净利润下滑幅度较大的原因。

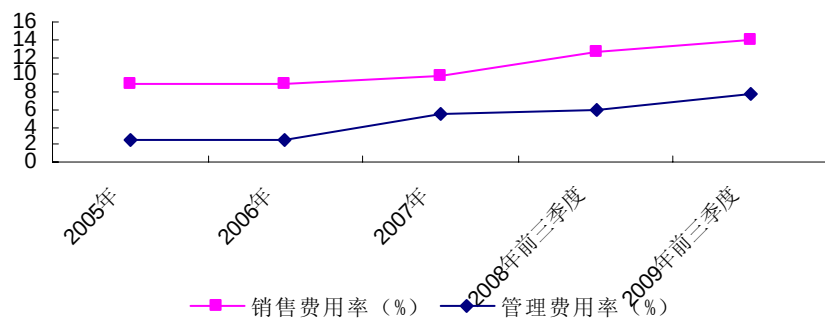
首先，公司的毛利率水平有所提高，并不是净利润下滑幅度较大的原因。


图 4：公司毛利率分析


数据来源：wind 资讯，齐鲁证券研究所

第二，公司的期间费用率水平显著提高。

2009 年三季度末期间费用率为 20.73%，较去年同期提高 2.47 个百分点。其中，销售费用率提高 1.32 个百分点，管理费用率提高 1.87 个百分点，提高的幅度均较大。公司公告称，销售费用较去年同期上升 35.96%，主要是随着公司销售规模的增长，人员费用、产品运费、售后服务费等相应增加，同时本期销售终端投入、品牌投入加大力度，为公司下半年旺季的到来作好准备。管理费用较去年同期上升 61.79%，主要是，随着公司经营，销售规模的持续增长为适应市场需求，持续加大研发投入，积极进行技术创新本期研发投入 7700 多万，增幅达 80%，为公司长远发展夯实基础。

图 5：公司销售费用率、管理费用率分析


数据来源：wind 资讯，齐鲁证券研究所

(三) 公司盈利能力情况对比

我们从营运能力、偿债能力、盈利能力三个方面对比主营业务类似的三家企业九阳股份、苏泊尔、美的电器。从对下表的分析中可以看出，公司三方面的能力均强于另外两家公司。


表 1: 公司盈利能力情况对比

	九阳股份			苏泊尔			美的电器		
	2007	2008	2009 前 三季度	2007	2008	2009 前 三季度	2007	2008	2009 前三 季度
营运能力									
应收账款周转率	38.46	78.74	107.46	16.46	14.83	7.49	27.53	20.49	10.54
存货周转率	6.98	11.62	7.87	5.39	6.35	4.61	4.86	6.13	6.38
流动资产周转率	2.64	2.07	1.10	2.17	2.08	1.41	3.22	3.45	2.13
固定资产周转率	18.95	25.84	10.96	5.91	7.07	5.15	10.72	10.99	6.84
偿债能力									
流动比率	1.40	2.55	3.26	2.91	3.80	2.88	1.07	0.86	1.11
速动比率	1.18	2.30	3.03	2.16	2.98	2.29	0.48	0.54	0.90
资产负债率(%)	59.77	34.25	25.20	23.61	18.42	25.00	67.35	68.81	59.59
盈利能力									
销售毛利率(%)	36.40	38.15	39.39	26.76	27.66	31.43	18.62	19.16	22.24
销售净利率(%)	18.67	14.80	16.58	7.34	8.27	8.16	5.03	3.42	5.56
总资产净利润 ROA(%)	40.66	26.53	15.40	10.63	11.94	8.18	11.20	7.62	7.44
净资产收益率 ROE(%)	86.47	40.01	19.62	14.26	13.27	10.23	29.82	22.37	22.41

数据来源: wind 资讯, 齐鲁证券研究所

五、公司盈利预测及估值

(一) 盈利预测

首先, 我们分析确定各项主营业务在未来三年的销售情况以及毛利率情况。

豆浆机业务:

1、确定豆浆机的全国市场容量。2008 年豆浆机市场急速扩张, 全国市场容量增长了 2 倍多, 牛奶的三聚氰胺事件使得豆浆机在导入期有了



大规模的扩张，随着牛奶事件的转淡，也因为 2008 年较高的基数，预计 2009 年、2010 年、2011 年豆浆机市场容量的增长速度维持在 25% 左右。

2、九阳豆浆机的市场占有率。公司的市场占有率目前并未因为竞争出现明显下滑，在未来三年也不可能出现明显下滑。预计 2009 年、2010 年、2011 年市场占有率分别为 84%、82%、80%。

3、销售价格。公司产品的销售均价目前在 230 元左右。首先，公司称虽然受到外界的竞争，但是不会主动采取降价的策略，但如果竞争对手开始采用降价策略，公司也不排除降价的可能。其次，公司最大的竞争主要来自于美的公司的中低端产品。我们认为降价策略很有可能作为美的抢占市场的一个战略，但是因为竞争主要集中在中低端产品，对公司整体均价的拖累并不会很大。假设公司 2010 年、2011 年产品销售均价为 225 元。

4、毛利率。首先，阳光招标使得公司原材料的成本不会有很大变化。其次，虽然我们认为竞争有可能使公司中低端产品的售价有轻微浮动，但是公司通过研发新产品，通过提高产品的附加值，有利于提高产品的毛利率水平。综合来看，公司豆浆机业务的毛利率将能够维持较高水平。

电磁炉业务：

在前面分析了电磁炉行业的衰退情况，公司电磁炉业务在上半年收入下降了 46.36%。09 年公司的电磁炉业务预计会有 45% 的下滑幅度。因为 09 年公司销售情况低于行业的平均情况，预计 2010 年、2011 年公司的销售收入能够出现小幅增长，假设增长率为 10%。毛利率保持稳定。

其次，我们分析公司各项主要的财务指标。

公司的销售费用率在 2009 年提高幅度较大，预计随着竞争的加剧，公司 2010 年、2011 年的销售费用率预计将于 2009 年基本持平。假公司的管理费用率 09 年也有较大幅度的提高，与公司加大研发投入有关，公司今后将继续增加研发投入，预计管理费用率只会较 09 年略有下滑。

通过以上假设，预计公司 2009 年、2010 年、2011 年 EPS 为 1.34、1.61、1.90 元。

（二）绝对估值

主要假设数值如下：

过渡期年数：10



过渡期增长率 7%

永续期增长率: 3%

无风险利率 R_f : 2.25%

市场组合报酬率 R_m : 10.50%

贝塔值 (Beta): 0.846

计算结果如下:

表 2: 绝对估值结果

公司核心评估价值	高速+过渡+永续折现	14,915.50
其中: 高速阶段价值	最近 3 年折现	1,555.93
其中: 过渡阶段价值	最近 3 年->高速增长阶段止折现	5,183.72
其中: 永续增长价值	永续增长阶段折现	8,175.85
加: 公司非核心评估价值		2,387.07
公司评估总价值		17,302.58
减: 债务价值		0.00
减: 少数股东权益		139.00
公司内在评估价值		17,163.58
估值日总股本(百万股)		507.30
每股内在价值(元)	内在评估价值/估值日总股本	33.83

数据来源: 齐鲁证券研究所

表 3: 敏感性分析

WACC(%)	永续增长率 G_n (%)					
	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%	6.00%
4.23%	79.17	105.12	173.27	835.34	-221.14	-84.19
5.23%	59.63	71.82	94.96	155.73	746.13	-195.97
6.23%	47.68	54.41	65.30	85.95	140.20	667.25
7.23%	39.67	43.75	49.76	59.49	77.95	126.43
8.23%	33.95	36.59	40.24	45.62	54.32	70.83
9.23%	29.68	31.47	33.83	37.10	41.92	49.71
10.23%	26.38	27.64	29.24	31.36	34.29	38.61
11.23%	23.77	24.67	25.80	27.24	29.14	31.77
12.23%	21.65	22.32	23.13	24.14	25.44	27.14
13.23%	19.90	20.41	21.01	21.74	22.65	23.81
14.23%	18.44	18.83	19.28	19.82	20.48	21.30
15.23%	17.21	17.50	17.85	18.26	18.75	19.34

数据来源: 齐鲁证券研究所

根据绝对估值法, 公司的合理价值区间为 31.36-36.59。

(三) 相对估值

我们选取家电行业的重点跟踪公司作为 PE 相对估值的比较范围, 以比较公司的估值水平。


表 4: 家电行业重点跟踪公司 PE 相对估值

代码	简称	股价	EPS			PE		
			08A	09E	10E	08A	09E	10E
600060.SH	海信电器	21.23	0.46	0.85	1.11	46.15	24.98	19.13
000527.SZ	美的电器	20.83	0.55	0.86	0.97	37.87	24.22	21.47
000651.SZ	格力电器	25.70	1.01	1.35	1.61	25.45	19.04	15.96
600690.SH	青岛海尔	21.35	0.57	0.82	0.97	37.46	26.04	22.01
000016.SZ	深康佳 A	6.88	0.21	0.13	0.16	32.76	52.92	43.00
600983.SH	合肥三洋	23.61	0.35	0.57	0.86	67.46	41.42	27.45
002032.SZ	苏泊尔	20.06	0.53	0.67	0.80	37.85	29.94	25.08
002242.SZ	九阳股份	28.88	1.19	1.34	1.62	24.27	21.55	17.83
行业平均						38.66	30.01	23.99

数据来源：齐鲁证券研究所

目前，行业 8 家重点跟踪公司平均的市盈率为 30 倍，而公司目前的市盈率仅为 21.55 倍，公司的估值水平低估。我们分析各个公司的估值情况，发现深康佳 A 以及合肥三洋的估值明显高于行业内的其他公司，我们剔除这两家公司，剔除这两家公司后行业平均 PE 为 25.89 倍，另外，我们发现小家电公司苏泊尔的市盈率为 29.94，综合分析，我们按照公司 23-27 倍市盈率估计，公司的合理价值区间为 30.82-36.18 元。

五、投资建议

结合以上的绝对估值以及相对估值方法，我们认为公司的合理价值区间为 31.36-36.18 元。目前公司股价为 28.88 元，将公司的评级由“谨慎推荐”上调为“推荐”。

六、风险提示

公司豆浆机业务占比较高是公司的最大风险

公司的豆浆机业务收入占比接近 80%，外界均担心公司存在过分依赖豆浆机的风险，但我们认为较长时期内由于豆浆机仍将有非常大的市场空间，所以短时间之内专心做好豆浆机是公司的优势所在。

虽然我们认为豆浆机具有广阔的发展前景，短时间之内豆浆机仍然会有较快的发展速度，但是从长远来看，产品过于单一使得公司具有结构风险。


资产负债表

单位: 百万元

利润表

单位: 百万元

会计年度	2008/12/31	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008/12/31	2009E	2010E	2011E
流动资产	3208	3387	4181	5076	营业收入	4323	4957	5860	7146
现金	2377	2186	2868	3468	营业成本	2674	2971	3566	4472
应收账款	47	114	120	141	营业税金及附加	3	2	3	4
其它应收款	5	36	27	31	销售费用	696	793	908	1072
预付账款	29	57	63	76	管理费用	241	347	381	429
存货	0	0	0	0	财务费用	-24	-51	-57	-71
其他	750	995	1102	1360	资产减值损失	-0	2	3	2
非流动资产	468	731	1002	1262	公允价值变动收				
长期投资	0	0	0	0	益	0	0	0	0
固定资产	219	451	668	869	投资净收益	0	0	0	0
无形资产	138	180	231	286	营业利润	734	893	1056	1239
其他	111	100	104	107	营业外收入	7	35	35	35
资产总计	3676	4119	5183	6338	营业外支出	8	7	6	7
流动负债	1259	1389	1643	2013	利润总额	734	921	1086	1267
短期借款	0	0	0	0	所得税	94	134	157	184
应付账款	1001	1095	1318	1655	净利润	640	788	928	1083
其他	258	294	325	358	少数股东损益	102	107	112	118
非流动负债	0	0	0	0	归属于母公司净				
长期借款	0	0	0	0	利润	538	681	816	966
其他	0	0	0	0	EBITDA	819	867	1041	1226
负债合计	1259	1389	1643	2013	EPS (元)	1.06	1.34	1.61	1.90
少数股东权益	139	246	358	476					
股本	267	507	507	507	主要财务比率				
资本公积	1397	941	941	941	会计年度	2008/12/31	2009E	2010E	2011E
留存收益	614	1036	1733	2401	成长能力				
归属母公司股东权益					营业收入	122.5%	14.7%	18.2%	21.9%
合计	2278	2484	3181	3849	营业利润	81.1%	21.6%	18.3%	17.3%
负债和股东权益	3676	4119	5183	6338	净利润	76.4%	23.1%	17.8%	16.7%
					获利能力				
					毛利率	38.1%	40.1%	39.2%	37.4%
					净利率	14.8%	15.9%	15.8%	15.2%
					ROE	26.5%	28.9%	26.2%	25.1%
					ROIC	3853.8%	156.9%	151.2%	138.4%
					偿债能力				
					资产负债率	34.3%	33.7%	31.7%	31.8%
					净负债比率				
					流动比率	2.55	2.44	2.54	2.52
					速动比率	2.30	2.09	2.25	2.22
					营运能力				
					总资产周转率	1.79	1.27	1.26	1.24
					应收账款周转率	79	61	50	55
					应付账款周转率	3.69	2.84	2.96	3.01

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2008/12/31	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	1067	635	1167	1260
净利润	640	788	928	1083
折旧摊销	109	25	42	58
财务费用	-24	-51	-57	-71
投资损失	-0	-0	-0	-0
营运资金变动	253	-242	143	72
其它	90	116	111	118
投资活动现金流	-372	-296	-311	-316
资本支出	180	257	255	255
长期投资	10	-7	1	2

主要财务比率

会计年度	2008/12/31	2009E	2010E	2011E
成长能力				
营业收入	122.5%	14.7%	18.2%	21.9%
营业利润	81.1%	21.6%	18.3%	17.3%
净利润	76.4%	23.1%	17.8%	16.7%
获利能力				
毛利率	38.1%	40.1%	39.2%	37.4%
净利率	14.8%	15.9%	15.8%	15.2%
ROE	26.5%	28.9%	26.2%	25.1%
ROIC	3853.8%	156.9%	151.2%	138.4%
偿债能力				
资产负债率	34.3%	33.7%	31.7%	31.8%
净负债比率				
流动比率	2.55	2.44	2.54	2.52
速动比率	2.30	2.09	2.25	2.22
营运能力				
总资产周转率	1.79	1.27	1.26	1.24
应收账款周转率	79	61	50	55
应付账款周转率	3.69	2.84	2.96	3.01





其他	-182	-45	-55	-60	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	1483	-530	-174	-344	每股收益	1.06	1.34	1.61	1.90
短期借款	0	0	0	0	每股经营现金流	5.33	3.18	5.83	6.30
长期借款	0	0	0	0	每股净资产	12.09	13.65	17.70	21.63
普通股增加	67	240	0	0	估值比率				
资本公积增加	1392	-457	0	0	P/E	28.33	22.39	18.68	15.79
其他	24	-314	-174	-344	P/B	2.49	2.20	1.70	1.39
现金净增加额	2177	-191	682	600	EV/EBITDA	16	15	12	11



投资评级说明

类别	级别	定义
公司	推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10%—20%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度为-10%—10%之间
	回避	预计未来 6 个月内，股价跌幅为 10%以上
行业	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数将跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数

重要声明

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司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，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，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司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，我公司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投资银行、财务顾问和金融产品等相关服务。我公司的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。

本报告版权归“齐鲁证券研究所”所有。未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

齐鲁证券有限公司研究所

地址：上海浦电路 438 号双鸽大厦 19 层

邮编：200122

电话：(8621) 5820-8334

传真：(8621) 5830-6843

地址：山东济南市经十路 71 号华特广场 B 座 5F

邮编：250061

电话：(86531) 8128-3789

传真：(86531) 8128-3791