

2009 年 12 月 03 日

南宁糖业 (000911.SZ)

——糖价或迎来快速上涨契机

市场数据(人民币)

市价(元)	23.94
已上市流通A股(百万股)	286.64
总市值(百万元)	6,862.16
年内股价最高最低(元)	23.94/6.92
沪深 300 指数	3590.88
深证成指	13759.83
2007 年股息率	1.84%


相关报告

- 1 《郑州糖会召开在即,新榨季值得期待》, 2009.10.29
- 2 《九月销糖数据出笼,产区库存告急!》, 2009.10.14
- 3 《继续看多 09/10 榨季糖价表现》, 2009.8.13

谢刚

 (8621)61038269
 xieg@gjzq.com.cn

联系人: 朱莉

 (8621)61038271
 zhuli@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

敬请参阅最后一页之特别声明

 卖出 减持 持有 **买入** 强买

公司基本情况(人民币)

项 目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	0.750	0.453	0.094	0.390	1.056	0.751
净利润增长率	459.55%	-34.06%	-79.26%	315.59%	170.62%	-28.90%
先前预期每股收益(元)	0.750	0.453	0.094	0.390	0.958	N/A
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.393	0.767	0.647
市盈率(倍)	12.51	35.88	77.29	61.34	22.67	31.88
行业优化市盈率(倍)	27.98	60.93	52.04	52.04	N/A	N/A
市场优化市盈率(倍)	25.86	45.72	20.60	20.60	N/A	N/A
PE/G(倍)	0.03	-1.05	-0.98	0.19	0.13	-1.10
已上市流通A股(百万股)	125.87	125.87	176.14	286.64	286.64	286.64
总股本(百万股)	262.64	286.64	286.64	286.64	286.64	286.64

来源: 公司年报、国金证券研究所 注: “市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

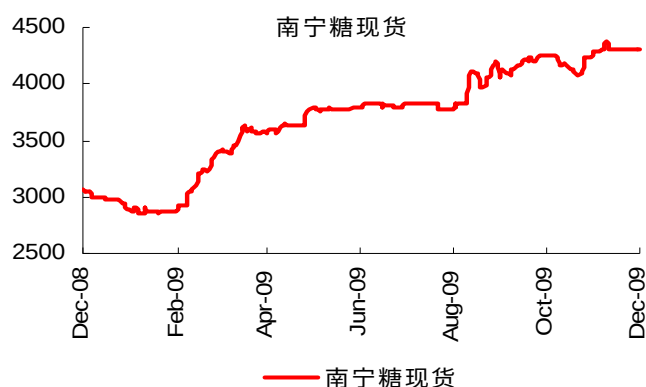
基本结论
南宁现货糖价涨至 4700 元/吨, 期货糖价面临快速上涨契机

- 南宁现货糖价由稳步上涨步入加速上涨。截至 12 月 3 日, 南宁新糖现货的集团报价已涨至 4680 元/吨, 上调 80 元, 中间商报价 4700 元/吨, 上调 50 元/吨, 成交清淡; 柳州集团报价 4680 元/吨, 上调 70-80 元/吨, 有少量成交; 中间新糖报价 4690-4700 元/吨, 上调 90-100 元/吨, 有成交。云南上午暂无明确报价; 湛江的仓厂交货价 4700 元/吨; 乌鲁木齐新糖报价 4420-4450 元/吨, 上调 20 元/吨。
- 现货糖价快速上涨主要缘于销区的轻库存。我们此前报告中提及过, 3 季度以来, 糖价外强内弱、期强现弱的局面将会得到扭转, 其中销区轻库存甚至零库存将会有效提振现货糖价表现。
- 进入新榨季以来, 各主产区产糖量低于预期, 食糖减产得到进一步的强化, 目前南宁糖业库区重现中间商和商家排队买糖现象。由于当前累计产糖量低于预期, 商家所签货单提不到货, 排队买糖局面再度出现。
- 我们从经销商等侧面了解到, 南宁糖业目前新榨季已开单待提白糖量已超过 6 万吨, 但生产出的白糖仅 3.1 万吨, 当前时点下供求矛盾凸显。
- 造成产量低于预期的根本原因在于甘蔗不足, 不过产糖率同比上升了 1.86 个百分点。由于甘蔗的种植面积下降, 更主要的是甘蔗的亩产下降, 导致糖厂在开榨后发现甘蔗实际产量不足, 不过, 甘蔗的产糖率较上榨季同期上升 1.86 个百分点, 约 10.52%。
- 截止到 11 月 30 日, 广西全区已有 58 家糖厂开榨, 同比上榨季多一家, 累计榨蔗 446.57 万吨, 同比增加 138.57 万吨; 产混合糖 46.98 万吨, 同比增

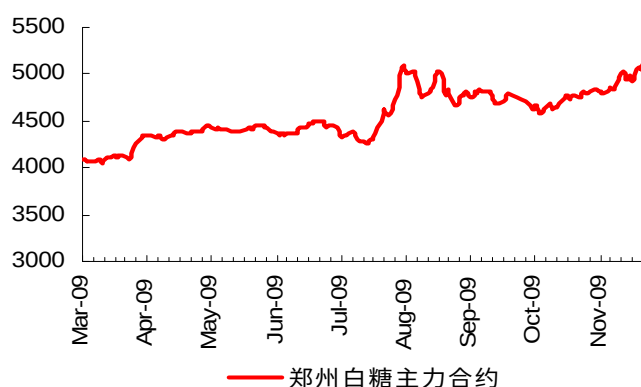
加 20.28 万吨，由于甘蔗原料不足，预计新榨季可能再度提前结束生产，并导致最终产糖量较 08/09 榨季仍有小幅下降。

- 在 11 月 29 日的《国金农产品价格周报》中，我们用黑体加粗字体提示投资者关注“**未来糖业股的催化剂可能为——糖企实际产糖量再度大面积低于当前预期**”，从现在的情况来看，基本上得到了基本面的验证。
- **糖厂惜售明显，这是现货成交清淡的主要原因。**虽然现货糖价攀高 4700 元/吨会挤出一部分用糖需求，但从我们各大糖厂现在的销售策略来看，普遍存在惜售情结，这可能是造成成交清淡的主因。
- **现货到达 4700 元/吨，期货看涨至 6000 元上方。**近期，现货糖价明显强于期货糖价，南宁现货糖价从上周末的 4450 元/吨一举上涨至 4700 元/吨，已经超过了我们此前 4500 元/吨目标价；同时，今年以来“期强现弱”现象得到了一定程度的修复，我们预判未来期货糖价将面临快速上涨契机，突破 6000 元/吨只是时间问题，这将驱动糖业股上涨。

图表1：南宁现货糖价攀上 4700 元/吨



图表2：郑州期糖价格快速补涨至 5234 元/吨



来源：中国食糖网，国金证券研究所

基于国内新榨季的供求缺口，维持在 2010 年 4 月份前对糖业股的乐观预期

- 09/10 榨季相较 08/09 榨季的食糖减产幅度在 4.4%左右，预计产量只有 1188 万吨。

图表3：全国新榨季食糖产量预计为 1188 万吨，同比下降 4.4%

省区/万吨	07/08榨季	08/09榨季	09/10榨季	增减幅度	产量占全国份额	同比下降（绝对值）
全国合计	1,484	1,243	1,188	-4.4%	100%	-55
甘蔗糖小计	1,368	1,153	1,128	-2.2%	94.9%	-25
广东	145.35	105.87	104	-1.8%	8.8%	-2
其中：湛江	120.72	92.15	88	-4.5%	7.4%	-4
广西	937.2	763	763	0.0%	64.2%	0
云南	216.25	223.52	205	-8.3%	17.3%	-19
海南	51.67	46.15	42.00	-9.0%	3.5%	-4
其他	17.44	14.45	14	-3.1%	1.2%	0
甜菜糖小计	116.11	90.13	60	-33.4%	5.1%	-30
黑龙江	31.4	28.5	10	-64.9%	0.8%	-19
新疆	60.76	41.23	38	-7.8%	3.2%	-3
内蒙古	18	15.5	9	-41.9%	0.8%	-7
其他	5.95	4.9	3	-38.8%	0.3%	-2

来源：国金证券研究所

- 据中经网统计，今年 1-9 月份我国工业用糖累计需求增速 14.51%，再创年内新高。

图表4：1-9 月份我国工业用糖增速 14.51%，再创新高

用糖行业	占工业用糖比重	1-2月增速	1-4月增速	1-5月增速	1-6月增速	1-7月增速	1-8月增速	1-9月增速
糖果	22%	5.00%	10.90%	14.80%	14.55%	13.80%	16.66%	16.13%
饮料	23%	1.33%	8.05%	8.66%	10.54%	13.18%	20.58%	24.03%
糕点、饼干	24%	-15.44%	3.35%	0.67%	3.78%	4.89%	6.72%	9.90%
冷冻食品	12%	14.72%	12.76%	10.55%	10.24%	8.25%	8.62%	10.14%
罐头	5%	13.90%	7.50%	8.10%	10.26%	10.85%	12.45%	17.02%
休闲食品	4%	13.40%	7.70%	9.20%	7.13%	6.51%	6.46%	9.81%
果脯、蜜饯	2%	21.95%	8.00%	8.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%
其他	8%	12.30%	8.00%	8.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%
共计	100%	2.12%	8.07%	8.25%	9.16%	9.63%	12.53%	14.51%

来源：中经网，国金证券研究所

- 即使我们按照保守口径来预计 2010 年的用糖需求量，预估值在 1430 万吨左右，这意味着 09/10 榨季国内食糖供不应求都已成定局，供求缺口大约为 240 万吨左右。
- 近 200 万吨的缺口相当于 2-3 个月的用糖消费量，这部分需求得不到满足，只能通过糖价的上涨来抑制，这是我们看多糖价的根本逻辑。
- 从库存消费比来看，国内 09/10 榨季将降到 9.3%，与 06/07 榨季相当；产量低于当初，消费量高于当初，近 240 万吨的缺口量已经超过当初 188 万吨的缺口水平，因此我们认为国内糖价完全有可能在 2010 年刷新 2006 年的 6200 元/吨的高点。
- 我们相信，在 2010 年 4 月份即巴西新榨季到来之前，也是国内甘蔗播种季节结束之际，国际国内缺糖形势都不会有任何根本性的改变，我们看多期现糖价，认为糖价将驱动南宁糖业股价向上波动。

图表5：中国食糖供求平衡表显示：新榨季缺口应在 240 万吨以上

中国：万吨	02/03榨季	03/04榨季	04/05榨季	05/06榨季	06/07榨季	07/08榨季	08/09榨季	09/10榨季
期初库存	53	168	190	138	40	109	303	251
食糖产量	1064	1002	917	882	1199	1484	1243	1188
甘蔗糖产量	940	943	857	801	1075	1368	1153	1136
甜菜糖产量	124	59	60	81	125	116	90	80
国内总供给	1116	1170	1107	1020	1239	1593	1546	1439
进口	75	111	122	111	131	70	95	130
总供给	1191	1281	1229	1131	1371	1663	1641	1569
国内消费量	1012	1085	1058	1070	1250	1360	1390	1430
出口	12	6	32	21	11	0	5	5
国内总需求	1023	1091	1090	1091	1261	1360	1390	1435
国家收储	125	135	103	18	55	110	66	0
商家库存	43	55	35	22	54	193	185	134
期末库存	168	190	138	40	109	303	251	134
库存消费比	16.4%	17.4%	12.7%	3.7%	8.6%	22.3%	18.1%	9.3%
产量-消费量	52	-83	-141	-188	-51	124	-146.88	-242.31

来源：国金证券研究所

国储可动用的糖仅 250 万吨左右，即使国储近期抛糖，但也不会改 2010 年中国食糖供不应求的形势

- 理性地讲，当现货糖价站上 4500 元/吨以后，国储糖应该选择抛储来平抑市场的缺糖恐慌情绪，但截至目前，尚未见到发改委抛糖公告。
- 由于相关政府机构的不作为，现货糖价近期攀升到 4700 元/吨的高位，南宁地区已经出现大规模惜售和排队提糖的盛景，这种情形会进一步倒逼政府的仓皇出手，或许就在 12 月中旬我们就能看到国储抛糖公告出炉。

- 那么，国储手中到底有多少糖可供抛售？我们用两种方式进行测算如下：
- 方法一：收储+进口。2008 年国家收储 80 万吨（上表中的 110 万吨实际上包含地储糖 30 万吨），09 年收储 66 万吨，进口古巴等糖约 95 万吨，假定这些糖都没有出售，则国储手中累计糖最多近 241 万吨糖。
- 方法二：无论是国家储备、地方储备，还是进口量或商家库存（事实上商家库存是很难找到权威的准确数字），我们认为——只要没有最终被消费掉，一定以期末存货的方式来表现出来，也就是说一定表现为供给的一部分，那么，我们将 2009 年末的“期末总库存”理解为国家能调控的所有筹码，那么这部分筹码应该在 251 万吨上下。
- 综上，我们认为，国储手中可动用的筹码在 250 万吨左右，即使国储全部抛糖，国内食糖供求也刚刚达到平衡，但我们要提醒投资者注意——糖是国家重要的战略资源，如果“国家库存+地方库存+商业库存”归零，这几乎意味着一场灾难，因此在现实生活中绝对不容许恶化到这种境地，一定要先通过糖价的上涨来挤出部分需求，来保证国家拥有必要的安全库存水平。
- 我们认为，国储决定是否抛售、何时抛售、抛售多少，无力改变中国明年供不应求的格局，中国食糖供求还是一个相对市场化的问题，国家无力在短期内凭空造出许多糖来。
- 我们认为，国储抛糖只是悬在投资者心头的一柄达摩克利斯利剑，一旦兑现就意味着市场的担心解除，国储进而失去调控糖价的威慑力，糖价将重新回到供求决定的轨道。
- 那么，当预期之中的国家抛储告一段落之后，未来糖价选择重新向上是大概率事件。

基于成本推动和需求回暖，纸价近期加速上涨

- 从 2 季度以来，南宁糖业的机制纸价格大幅上涨，从低点算起，累计涨幅近 80-100%。
- 以口杯纸为例，从年初的低点算起，已连续三年提价，每次提价幅度 100-200 元左右，目前纸价已达 5000 元/吨，累计上涨 1000 多元/吨；当然，同时纸浆也从 4500 元/吨一路上涨到 5500 元/吨附近，累计涨幅也达 1000 元。
- 我们认为，驱动公司纸价上涨的主要原因有两点：
 - ◆ 第一，成本推动。由于木浆和蔗渣浆都已涨价，成本推动产品涨价；
 - ◆ 第二，需求回暖。目前，公司机制纸销售转暖，订单量明显增加，公司成本转嫁能力提升，纸价出现持续大幅上涨。
- 公司机制纸的生产采用公司榨糖后的蔗渣浆为原料，充分发挥循环经济一体化成本优势，虽然产销规模只有 5 万吨，但毛利率预计能保持在 15% 左右。

小幅上调 2010 年盈利预测，重申“买入”建议

- 考虑到机制纸业贡献的利润增加，以及机制糖业务盈利超预期的概率在上升，我们小幅上调 2010 年盈利预测。
- 预计 09-11 年南宁糖业净利润 111.87、302.73、215.24 百万元，同比增长 315.59%、170.62%、-28.90%，对应 EPS 分别为 0.390、1.056、0.751 元。
- 在其他业务保持不变的情景下，公司平均售糖价格每上升 100 元，2010 年 EPS 增加约 0.09 元。
- 我们认为南宁糖业是糖业股中业绩弹性最大的投资品种，目前属糖价加速上涨阶段，短期我们建议机构投资者积极买入南宁糖业。

图表6：南宁糖业机制糖业务预测

南宁糖业机制糖	02/03榨季	03/04榨季	04/05榨季	05/06榨季	06/07榨季	07/08榨季	08/09榨季	09/10榨季	10/11榨季
甘蔗收获面积（万亩）	77	88	80	83.73	90.35	99	99	95.5	100
甘蔗亩产（吨/亩）	5.86	4.22	3.40	3.50	4.55	5.90	4.50	4.50	5.18
甘蔗加工量（万吨）	451.00	371.77	272.00	293.00	411.00	584.37	445.50	429.75	517.50
甘蔗单耗（吨/吨）	8.62	7.19	7.66	7.62	7.47	7.55	8.17	8.17	8.17
机制糖产量（万吨）	52.3	51.7	35.5	38.5	55.0	77.4	54.5	52.6	63.3
机制糖业务：销售	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年
机制糖销量（万吨）	49.7	53.2	50.5	30.1	43.7	58.3	65.0	55.8	56.2
机制糖不含税价（元/吨）	2246.7	1979.0	2336.3	3119.6	3793.1	3110.5	2355.3	2887.5	3364.6
销售收入（百万元）	1116.6	1052.8	1179.4	940.3	1656.8	1813.8	1843.8	1939.5	2277.4
机制糖业务：成本	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年
机制糖业务成本（百万元）	854.00	835.00	868.82	696.86	1169.07	1390.27	1543.20	1476.96	1487.32
机制糖单位成本（元/吨）	1725.3	1571.4	1721.1	2312.1	2676.4	2384.3	2375.0	2649.2	2647.4
毛利率	23.21%	20.59%	26.33%	25.89%	29.44%	23.35%	16.31%	23.85%	34.69%

来源：国金证券研究所

图表7：南宁糖业销售收入预测

项 目	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
机制糖									
不含税售价（元/吨）	1,978.98	2,336.32	3,119.61	3,793.13	3,110.54	2,355.30	2,887.48	3,364.56	3,584.02
增长率（YOY）	N/A	18.06%	33.53%	21.59%	-18.00%	-24.28%	22.59%	16.52%	6.52%
销售数量（万吨）	53.20	50.48	30.14	43.68	58.31	64.98	55.75	56.18	58.04
增长率（YOY）	N/A	-5.11%	-40.29%	44.92%	33.49%	11.43%	-14.20%	0.77%	3.30%
销售收入（百万元）	1,052.82	1,179.38	940.25	1,656.84	1,813.76	1,843.84	1,939.55	2,277.41	2,079.99
增长率（YOY）	N/A	12.02%	-20.28%	76.21%	9.47%	1.66%	5.19%	17.42%	-8.67%
毛利率	20.59%	26.33%	25.89%	29.44%	23.35%	16.31%	23.85%	34.69%	24.92%
销售成本（百万元）	835.99	868.82	696.8625	1,169.07	1,390.27	1,543.21	1,476.96	1,487.32	1,561.69
增长率（YOY）	N/A	3.93%	-19.79%	67.76%	18.92%	11.00%	-4.29%	0.70%	5.00%
毛利（百万元）	216.83	310.56	243.39	487.77	423.49	300.64	462.58	790.09	518.30
增长率（YOY）	N/A	43.23%	-21.63%	100.41%	-13.18%	-29.01%	53.87%	70.80%	-34.40%
占总销售额比重	70.15%	68.26%	56.11%	60.40%	57.84%	55.91%	54.01%	51.33%	42.73%
占主营业务利润比重	71.74%	81.16%	78.09%	86.64%	71.21%	55.35%	63.50%	68.39%	51.21%
蔗榨浆									
平均售价（元/吨）	1,000.00	1,273.81	1,160.77	454.06	431.35	431.35	452.92	611.44	822.39
增长率（YOY）	N/A	27.38%	-8.87%	-60.88%	-5.00%	0.00%	5.00%	35.00%	34.50%
销售数量（万吨）	6.82	7.02	9.82	11.42	11.48	12.19	12.56	12.93	13.51
增长率（YOY）	N/A	3.00%	39.89%	16.29%	0.53%	6.18%	3.00%	3.00%	4.50%
销售收入（百万元）	68.16	89.42	113.99	51.85	49.52	52.58	56.87	79.07	111.14
增长率（YOY）	N/A	31.20%	27.47%	-54.51%	-4.50%	6.18%	8.15%	39.05%	40.55%
毛利率	25.49%	35.97%	13.84%	8.58%	10.00%	10.50%	10.25%	13.57%	13.47%
销售成本（百万元）	50.78	57.25	98.21	47.41	44.57	47.06	51.04	68.34	96.17
增长率（YOY）	N/A	12.75%	71.54%	-51.73%	-5.99%	5.59%	8.45%	33.90%	40.72%
毛利（百万元）	17.37	32.17	15.77	4.45	4.95	5.52	5.83	10.73	14.98
增长率（YOY）	N/A	85.16%	-50.96%	-71.81%	11.34%	11.49%	5.58%	84.14%	39.52%
占总销售额比重	4.54%	5.18%	6.80%	1.89%	1.58%	1.59%	1.58%	1.78%	2.28%
占主营业务利润比重	5.75%	8.41%	5.06%	0.79%	0.83%	1.02%	0.80%	0.93%	1.48%
机制纸									
平均售价（元/吨）	5,500.00	5,307.86	5,691.20	7,316.05	14,506.53	18,133.17	17,770.50	23,990.18	32,410.73
增长率（YOY）	N/A	-3.49%	7.22%	28.55%	98.28%	25.00%	-2.00%	35.00%	35.10%
销售数量（万吨）	4.06	4.71	5.04	5.20	4.98	5.00	5.10	5.20	5.20
增长率（YOY）	N/A	16.00%	7.01%	3.17%	-4.23%	0.34%	2.00%	2.00%	0.00%
销售收入（百万元）	250.00	286.84	380.43	722.43	792.92	854.39	905.75	1,247.22	1,684.99
增长率（YOY）	N/A	14.73%	14.73%	32.63%	89.89%	18.27%	6.01%	37.70%	35.10%
毛利率	16.00%	12.58%	9.33%	6.51%	13.94%	15.85%	15.35%	17.35%	17.50%
销售成本（百万元）	210.00	250.76	353.67	697.64	692.20	718.97	766.71	1,030.82	1,390.11
增长率（YOY）	N/A	19.41%	41.04%	178.22%	-0.78%	3.87%	6.64%	34.45%	34.85%
毛利（百万元）	40.00	36.08	26.76	24.78	100.71	135.43	139.04	216.40	294.88
增长率（YOY）	N/A	-9.80%	-25.83%	-7.39%	306.38%	34.47%	2.67%	55.64%	36.27%
占总销售额比重	16.66%	14.47%	17.12%	13.87%	23.04%	25.91%	25.22%	28.11%	34.62%
占主营业务利润比重	13.23%	9.43%	8.59%	4.40%	16.94%	24.94%	19.09%	18.73%	29.13%
侨虹、酒精等其他									
销售收入（百万元）	129.80	172.11	241.08	312.06	479.75	547.02	689.04	833.48	991.52
增长率（YOY）	N/A	32.59%	40.08%	29.44%	53.74%	33.96%	25.96%	20.96%	18.96%
毛利率	21.60%	2.25%	10.68%	14.73%	13.66%	18.56%	17.56%	16.56%	18.56%
销售成本（百万元）	101.77	168.24	215.33	266.09	414.21	445.50	568.05	695.46	807.50
增长率（YOY）	N/A	65.32%	27.99%	23.57%	55.66%	7.55%	27.51%	22.43%	16.11%
毛利（百万元）	28.04	3.87	25.75	45.97	65.54	101.52	120.99	138.02	184.02
增长率（YOY）	N/A	-86.20%	565.76%	78.52%	42.57%	54.91%	19.17%	14.07%	33.33%
占总销售额比重	8.65%	9.96%	14.39%	11.38%	15.30%	16.59%	19.19%	18.78%	20.37%
占主营业务利润比重	9.28%	1.01%	8.26%	8.17%	11.02%	18.69%	16.61%	11.95%	18.18%
销售总收入（百万元）	1500.78	1727.74	1675.76	2743.18	3135.94	3297.84	3591.21	4437.18	4867.64
销售总成本（百万元）	1198.54	1345.06	1364.08	2180.21	2541.26	2754.74	2862.76	3281.94	3855.46
毛利（百万元）	302.24	382.67	311.67	562.97	594.69	543.11	728.44	1155.24	1012.18
平均毛利率	20.14%	22.15%	18.60%	20.52%	18.96%	16.47%	20.28%	26.04%	20.79%

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）

	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	1,676	2,743	3,136	3,298	3,591	4,437	4,868
增长率		63.7%	14.3%	5.2%	8.9%	23.6%	9.7%
主营业务成本	-1,364	-2,180	-2,541	-2,755	-2,863	-3,282	-3,855
% 销售收入	81.4%	79.5%	81.0%	83.5%	79.7%	74.0%	79.2%
毛利	312	563	595	543	728	1,155	1,012
% 销售收入	18.6%	20.5%	19.0%	16.5%	20.3%	26.0%	20.8%
营业税金及附加	-18	-23	-22	-23	-23	-35	-39
% 销售收入	1.1%	0.9%	0.7%	0.7%	0.6%	0.8%	0.8%
营业费用	-30	-26	-43	-64	-70	-86	-95
% 销售收入	1.8%	0.9%	1.4%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%
管理费用	-172	-232	-262	-278	-303	-374	-411
% 销售收入	10.3%	8.5%	8.3%	8.4%	8.4%	8.4%	8.4%
息税前利润 (EBIT)	91	281	267	178	333	659	468
% 销售收入	5.5%	10.3%	8.5%	5.4%	9.3%	14.9%	9.6%
财务费用	-63	-61	-111	-127	-126	-99	-70
% 销售收入	3.8%	2.2%	3.5%	3.9%	3.5%	2.2%	1.4%
资产减值损失	0	0	-14	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	-2	-3	0	0	1	2	2
% 税前利润	n.a	n.a	0.3%	0.1%	0.5%	0.4%	0.5%
营业利润	26	217	143	50	208	561	399
营业利润率	1.6%	7.9%	4.6%	1.5%	5.8%	12.7%	8.2%
营业外收支	3	4	9	0	0	0	0
税前利润	29	221	152	50	207	561	399
利润率	1.7%	8.1%	4.8%	1.5%	5.8%	12.6%	8.2%
所得税	-21	-57	-22	-12	-52	-140	-99
所得税率	70.8%	25.6%	14.4%	24.9%	24.9%	24.9%	24.9%
净利润	8	165	130	37	156	421	300
少数股东损益	-27	-32	0	11	44	119	84
归属于母公司的净利	35	197	130	27	112	303	215
净利率	2.1%	7.2%	4.1%	0.8%	3.1%	6.8%	4.4%

现金流量表（人民币百万元）

	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	35	197	130	37	156	421	300
少数股东损益	-27	-32	0	0	0	0	0
非现金支出	146	173	209	231	237	246	254
非经营收益	79	64	109	137	130	103	74
营运资金变动	27	-83	-144	91	-12	-36	-22
经营活动现金净流	260	318	304	496	511	735	605
资本开支	-410	-289	-302	-104	-214	-215	-215
投资	0	1	0	-1	0	0	0
其他	0	9	0	0	1	2	2
投资活动现金净流	-410	-279	-302	-105	-213	-213	-213
股权募资	55	1	268	0	0	0	0
债权募资	383	49	193	-467	-105	-383	-226
其他	14	39	-323	-133	-152	-138	-166
筹资活动现金净流	451	88	138	-601	-258	-522	-392
现金净流量	301	128	139	-209	41	0	0

资产负债表（人民币百万元）

	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	336	329	469	259	300	300	300
应收款项	177	211	342	305	332	411	451
存货	175	184	188	188	195	224	263
其他流动资产	112	230	277	277	288	330	388
流动资产	800	954	1,275	1,030	1,116	1,265	1,401
% 总资产	27.1%	29.6%	35.1%	31.6%	33.6%	36.7%	39.6%
长期投资	57	49	47	48	47	47	47
固定资产	2,055	2,173	2,272	2,158	2,132	2,098	2,057
% 总资产	69.7%	67.5%	62.5%	66.2%	64.1%	61.0%	58.1%
无形资产	38	42	39	24	28	30	32
非流动资产	2,149	2,264	2,362	2,232	2,208	2,177	2,139
% 总资产	72.9%	70.4%	64.9%	68.4%	66.4%	63.3%	60.4%
资产总计	2,949	3,218	3,637	3,262	3,324	3,442	3,539
短期借款	1,133	1,261	1,532	1,038	893	470	204
应付款项	318	385	460	508	533	620	719
其他流动负债	67	103	105	132	153	236	226
流动负债	1,519	1,750	2,096	1,679	1,579	1,326	1,149
长期贷款	283	203	47	77	117	157	197
其他长期负债	2	1	4	0	0	0	0
负债	1,805	1,953	2,147	1,755	1,695	1,483	1,345
普通股股东权益	940	1,088	1,315	1,320	1,398	1,610	1,761
少数股东权益	204	177	176	187	230	349	434
负债股东权益合计	2,949	3,218	3,637	3,262	3,324	3,442	3,539

比率分析

	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
每股指标							
每股收益	0.123	0.687	0.453	0.094	0.390	1.056	0.751
每股净资产	3.579	4.143	4.586	4.605	4.878	5.617	6.143
每股经营现金净流	0.991	1.212	1.059	1.731	1.784	2.563	2.112
每股股利	0.190	0.660	0.390	0.075	0.117	0.317	0.225
回报率							
净资产收益率	3.74%	18.10%	9.88%	2.04%	8.00%	18.80%	12.22%
总资产收益率	1.19%	6.12%	3.57%	0.83%	3.37%	8.80%	6.08%
投入资本收益率	1.12%	7.90%	7.46%	5.10%	9.47%	19.14%	13.54%
增长率							
主营业务收入增长率	-3.01%	63.70%	14.32%	5.16%	8.90%	23.56%	9.70%
EBIT增长率	-40.22%	196.31%	-7.71%	-33.44%	86.86%	98.06%	-29.02%
净利润增长率	-70.56%	459.55%	-34.06%	-79.27%	315.59%	170.62%	-28.90%
总资产增长率	16.27%	9.15%	13.01%	-10.32%	1.92%	3.55%	2.83%
资产管理能力							
应收账款周转天数	42.7	21.5	28.9	30.0	30.0	30.0	30.0
存货周转天数	42.5	30.0	26.7	25.0	25.0	25.0	25.0
应付账款周转天数	48.0	38.3	39.7	40.0	40.0	40.0	40.0
固定资产周转天数	423.6	281.3	259.9	228.2	196.7	148.2	124.6
偿债能力							
净负债/股东权益	94.42%	89.67%	74.47%	56.79%	43.58%	16.66%	4.58%
EBIT利息保障倍数	1.5	4.8	2.4	1.4	2.6	6.6	6.6
资产负债率	61.20%	60.69%	59.02%	53.81%	51.01%	43.08%	38.00%

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	2	2	22
买入	0	0	6	6	45
持有	0	0	1	1	31
减持	0	0	0	0	6
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	1.89	1.89	2.16

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 2008-10-26	持有	7.63	N/A
2 2009-02-22	持有	12.57	N/A
3 2009-03-13	买入	12.27	N/A
4 2009-03-25	买入	13.13	N/A
5 2009-04-23	买入	11.44	N/A
6 2009-08-13	买入	21.10	N/A
7 2009-10-14	买入	19.57	N/A
8 2009-10-29	买入	18.60	N/A

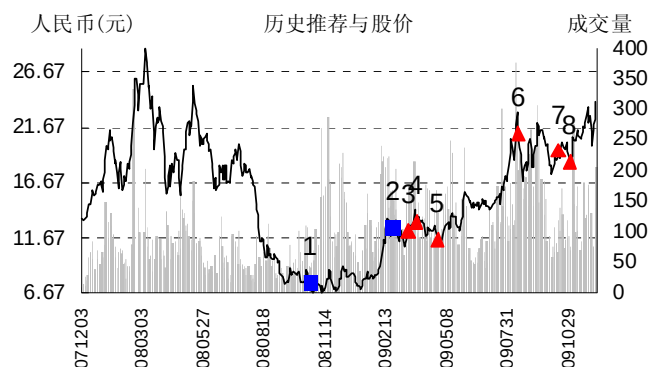
来源：国金证券研究所

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



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。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次建议类型调整为本次的建议类型。

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。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，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。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”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“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。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多种金融服务。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。