

2009 年 12 月 07 日

市场数据(人民币)

市价(元)	31.91
已上市流通A股(百万股)	226.20
总市值(百万元)	7,218.04
年内股价最高最低(元)	33.95/15.50
沪深 300 指数	3643.49
中小板指数	5669.77
2007 年股息率	0.41%


相关报告

- 1 《虾夷扇贝、鲍鱼的利润贡献超预期》，2009.10.14
- 2 《虾夷扇贝销售放量,主要养殖产品价格回升可期》，2009.8.2
- 3 《海外市场规模扩张较快》，2009.4.9

谢刚

(8621)61038269
xiege@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)

獐子岛 (002069.SZ)

——内生性增长仍能持续，通胀预期下的农业股首选

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)	1.477	1.483	0.554	0.749	1.053	1.264
净利润增长率	11.22%	0.37%	-25.34%	35.22%	40.66%	20.07%
先前预期每股收益(元)	1.477	1.483	0.554	0.707	0.866	1.051
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.686	0.901	1.086
市盈率(倍)	50.11	64.52	28.22	42.63	30.31	25.24
行业优化市盈率(倍)	37.90	59.71	22.20	54.35	N/A	N/A
市场优化市盈率(倍)	25.86	45.72	15.55	29.70	N/A	N/A
PE/G(倍)	4.46	173.59	-1.11	1.21	0.75	1.26
已上市流通A股(百万股)	28.30	59.20	118.39	213.42	213.42	213.42
总股本(百万股)	113.10	113.10	226.20	226.20	226.20	226.20

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

■ 我们对獐子岛投资价值的再认识可分为三个阶段：

- ◆ **第一阶段（06 年底～08 年中期）**：公司由资源型企业向市场型企业转型阵痛期，公司作为水域资源的集大成者，具备突出的防御价值；
- ◆ **第二阶段（08 年中期～2010 年底）**：由“坐销”向“行销”转型，经销架构布局初步完成，营销初见成效但仍处于量变质未变的阶段，生产相对营销对盈利的拉动作用更大；
- ◆ **第三阶段（10 年底～未来）**：公司养殖海域的外延式扩张步伐放缓，产量趋于稳定增长，品牌开拓和市场营销效果在更大程度上决定了未来盈利水平，公司业绩增长具备更强的进攻性。

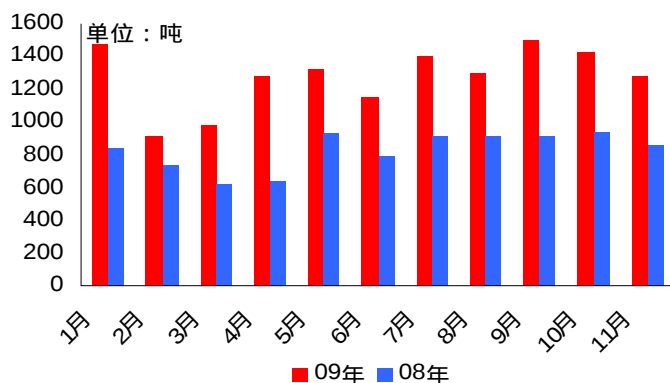
■ 经济减速背景下，由于竞争对手养殖的浮筏虾夷扇贝大面积死亡，市场份额向獐子岛倾斜，加上公司鲜活品营销架构的全国性布局基本完成，营销力有所强化，因此实现了虾夷扇贝销量的大幅增长。我们认为，獐子岛目前处于第二阶段向第三阶段晋级的过渡性中期阶段。

■ **09 年獐子岛的三大主力品种——虾夷扇贝、海参、鲍鱼价格自谷底反弹，出现了可喜的量价齐升局面，预计 09-11 年公司内生性增长仍能持续。**

- ◆ 公司虾夷扇贝价格目前稳定在 24 元/公斤附近，已经接近金融危机前的水平，09 年虾夷扇贝月度销量增长率均在 50%以上；
- ◆ 底播海参价格目前涨至 230-240 元/公斤，围堰海参价格也快速上涨至 200 元/公斤上下，由于消费量或者销量同比接近，因此价格的快速上涨对盈利的边际增量并不特别明显；

- ◆ 鲍鱼价格从 09 年 1 季度末的 145 元/公斤快速反弹到 220-280 元/公斤，不同品种有所差异，獐子岛鲍鱼销售主要集中在 3 季度，4 季度鲍鱼贡献的盈利较为有限；
- ◆ 我们预计 2010 年以上三大养殖品种的销量与价格仍将维持小幅走高态势，短期则要提防海参价格上涨过快造成的消费挤出及价格回调风险。
- **值得提醒的是，由于公司虾夷扇贝规格显著转好，会产生两方面的效应：**
 - ◆ **其一，单产水平提升。**保守测算 09 年公司虾夷扇贝单产水平到 80 公斤/亩以上的水平，按现在的规格算，2010~2011 年的亩产水平可能继续提升到 100 公斤上下；
 - ◆ **其二，单价和利润率提升。**由于规格越大的虾夷扇贝售价越高，越容易出售，因此，虾夷扇贝产品的单位售价、毛利率水平有较大幅度上升；
 - ◆ 我们认为，07 年初的暖冬因素及百年不遇的风暴潮造成了 08 年虾夷扇贝规格的退化，随着极端天气影响的消退，目前在养虾夷扇贝品质有所恢复；另外，公司延长了部分品种的养殖年限也在较大程度上改善了产品品质，有利于该品种的盈利水平提升。
- **根据我们此前的跟踪研究，通胀预期下海水养殖业股票会远远跑赢其他农业股，作为海水养殖业龙头的獐子岛是当前通胀预期下农业股的首选。**
 - ◆ 其一，基于充裕流动性而引发明年 1 季度的通胀预期，水产养殖业作为农业板块中业绩增长最确定、总体估值水平最低的细分子行业，流动性会推高相关个股的估值水平；
 - ◆ 其二，通胀进一步推高海珍品价格，不仅体现为实体需求升温，而且中间经销商加大囤货力度，也会加速海参、鲍鱼、虾夷扇贝的价格上涨斜率，进而提升獐子岛、好当家、东方海洋等海水养殖企业的盈利预期；
- **上调盈利预测。**我们预计獐子岛 09-11 年分别实现销售额 1312.54 百万元、1622.29 百万元、2043.82 百万元，同比增长 30.34%、23.60%、25.98%；实现净利润 169.32 百万元、238.17 百万元、285.97 百万元，同比增长 35.22%、40.66%、20.07%，对应 EPS 分别为 0.749、1.053、1.264 元，分别较上次调高 0.042、0.187、0.213 元。
- **目标股价区间 37.45~42.12 元，重申“买入”建议。**在通胀预期下，清洁水域资源的稀缺性会被市场所重视，獐子岛拥有 110 万亩清洁水域，未来有望扩张到 140-150 万亩，这种得天独厚的水域资源储备必定会通过适度的估值溢价体现出来。通过比较，我们给出獐子岛目标股价区间：**37.45~42.12 元，对应 2010 年 40 倍 PE，重申“买入”建议。**

图表1：09 年虾夷扇贝月度销量同比增长 50% 以上



来源：国金证券研究所

图表2：09 年虾夷扇贝价格持续谷底反弹至高位

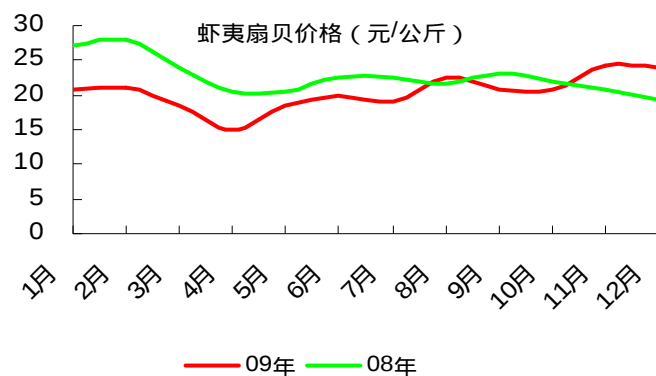
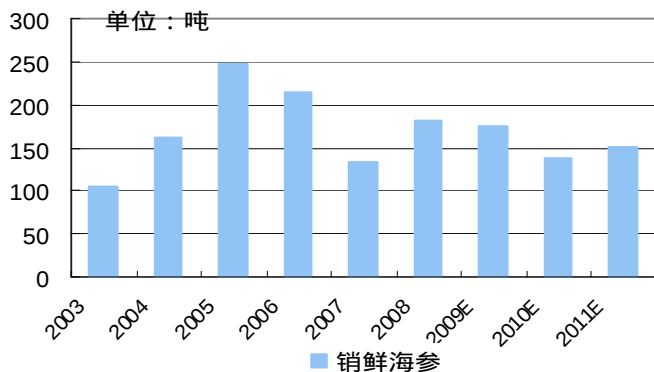


图3：獐子岛海参产销规模假定（吨）



来源：WIND、国金证券研究所

图4：威海海参价格创近一年新高至200元/公斤

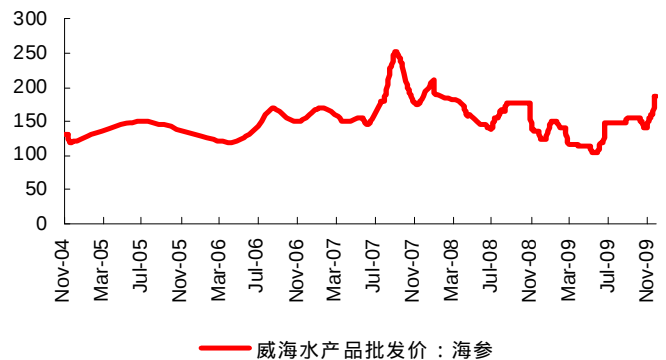
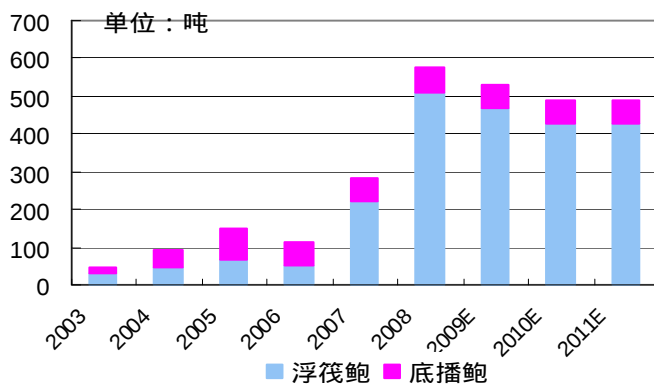


图5：獐子岛鲍鱼产销规模假定（吨）



来源：国金证券研究所

图6：鲍鱼价格创下220元/公斤的年内新高

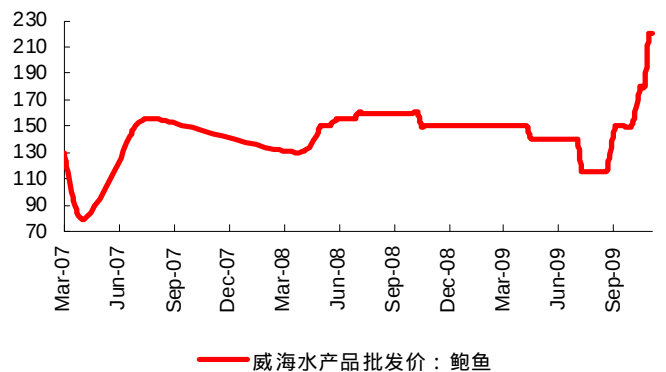


图7：獐子岛销售收入预测

项 目	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
养殖业									
销售收入（百万元）	204.2	237.53	300.55	411.35	379.81	515.27	593.08	706.69	816.01
增长率（YOY）	N/A	16.31%	26.53%	36.87%	-7.67%	35.66%	15.10%	19.16%	15.47%
毛利率	52.17%	52.94%	57.19%	59.84%	58.72%	45.76%	50.71%	55.94%	58.56%
销售成本（百万元）	97.7	111.78	128.67	165.19	156.78	279.47	292.35	311.35	338.16
增长率（YOY）	N/A	14.44%	15.10%	28.39%	-5.09%	78.25%	4.61%	6.50%	8.61%
毛利（百万元）	106.5	125.75	171.89	246.16	223.03	235.80	300.72	395.34	477.85
增长率（YOY）	N/A	18.03%	36.69%	43.21%	-9.40%	5.73%	27.53%	31.46%	20.87%
占总销售额比重	69.47%	64.86%	58.00%	64.50%	59.21%	51.17%	45.19%	43.56%	39.93%
占主营业务利润比重	82.81%	78.68%	69.89%	83.10%	85.81%	77.60%	75.77%	76.79%	75.71%
加工业									
销售收入（百万元）	73.9	112.34	204.67	207.85	227.73	409.87	566.83	676.72	877.86
增长率（YOY）	N/A	N/A	82.19%	1.55%	9.56%	79.98%	38.29%	19.39%	29.72%
毛利率	26.43%	29.69%	35.88%	21.89%	18.00%	12.94%	10.94%	9.94%	8.94%
销售成本（百万元）	54.4	78.99	131.24	162.36	186.74	356.84	504.82	609.45	799.38
增长率（YOY）	N/A	N/A	66.16%	23.71%	15.02%	91.09%	41.47%	20.73%	31.16%
毛利（百万元）	19.5	33.36	73.43	45.49	40.99	53.04	62.01	67.27	78.48
增长率（YOY）	N/A	N/A	120.16%	-38.05%	-9.90%	29.39%	16.92%	8.47%	16.67%
占总销售额比重	25.15%	30.68%	39.50%	32.59%	35.50%	40.70%	43.19%	41.71%	42.95%
占主营业务利润比重	15.19%	20.87%	29.86%	15.36%	15.77%	17.45%	15.62%	13.07%	12.44%
交通、餐饮、转口贸易等									
销售收入（百万元）	15.8	16.33	12.97	18.59	33.88	81.84	152.64	238.88	349.96
增长率（YOY）	N/A	N/A	-20.54%	43.30%	82.26%	141.56%	86.50%	56.50%	46.50%
毛利率	16.26%	4.43%	4.73%	24.61%	-12.11%	18.37%	22.37%	21.87%	21.37%
销售成本（百万元）	13.2	15.60	12.36	14.02	37.99	66.81	118.49	186.63	275.16
增长率（YOY）	N/A	N/A	-20.79%	13.40%	171.03%	75.88%	77.36%	57.51%	47.44%
毛利（百万元）	2.6	0.72	0.61	4.57	-4.10	15.04	34.15	52.25	74.79
增长率（YOY）	N/A	N/A	-15.21%	646.17%	-189.72%	-466.37%	127.11%	53.00%	43.15%
占总销售额比重	9.56%	7.91%	4.76%	5.44%	8.88%	11.64%	16.67%	21.57%	24.77%
占主营业务利润比重	2.00%	0.45%	0.25%	1.54%	-1.58%	4.95%	8.60%	10.15%	11.85%
销售总收入（百万元）	294.0	366.2	518.2	637.8	641.4	1,007.0	1,312.5	1,622.3	2,043.8
销售总成本（百万元）	165.3	206.4	272.3	341.6	381.5	703.1	915.7	1,107.4	1,412.7
毛利（百万元）	128.7	159.8	245.9	296.2	259.9	303.9	396.9	514.9	631.1
平均毛利率	43.76%	43.65%	47.46%	46.45%	40.52%	30.18%	30.24%	31.74%	30.88%

来源：国金证券研究所

图表8：獐子岛海水养殖业务预测

项 目	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
虾夷扇贝									
平均售价(万元/吨)	2.30	2.48	2.82	2.87	2.90	2.61	2.39	2.58	2.74
增长率(YOY)	N/A	7.64%	13.59%	2.10%	0.77%	-10.00%	-8.26%	8.00%	6.00%
生产数量(吨)	9711.26	10560.70	13293.53	14360.37	11688.11	16250.00	30250.00	38250.00	42250.00
销售数量(吨)	6211.46	6191.50	7058.03	10483.07	7012.87	11375.00	16637.50	21037.50	23237.50
增长率(YOY)	N/A	-0.32%	14.00%	48.53%	-33.10%	62.20%	46.26%	26.45%	10.46%
销售收入(百万元)	143.04	153.47	198.72	301.35	203.14	296.54	397.89	543.37	636.20
增长率(YOY)	N/A	7.29%	29.48%	51.64%	-32.59%	45.98%	34.18%	36.56%	17.08%
毛利率	54.72%	66.78%	69.80%	66.00%	67.00%	53.80%	56.92%	60.11%	62.37%
销售成本(百万元)	64.77	50.98	60.01	102.46	67.04	137.00	171.42	216.75	239.42
增长率(YOY)	N/A	-21.28%	17.71%	70.73%	-34.57%	104.37%	25.12%	26.45%	10.46%
毛利(百万元)	78.27	102.49	138.71	198.89	136.10	159.54	226.47	326.62	396.78
增长率(YOY)	N/A	30.94%	35.34%	43.39%	-31.57%	17.22%	41.95%	44.22%	21.48%
刺参									
平均售价(元/公斤)	126.35	128.69	129.78	144.90	190.40	150.00	225.00	255.00	275.00
增长率(YOY)	N/A	1.85%	0.85%	11.65%	31.40%	-21.22%	50.00%	13.33%	7.84%
生产数量(吨)	169.00	261.00	366.00	428.16	506.40	1148.65	1394.44	1449.72	1672.81
销售数量(吨)	104.30	162.50	247.90	214.08	133.20	247.63	242.86	205.13	218.66
增长率(YOY)	N/A	55.80%	52.55%	-13.64%	-37.78%	85.90%	-1.92%	-15.54%	6.60%
销售收入(百万元)	13.18	20.91	32.17	31.02	25.36	37.14	54.64	52.31	60.13
增长率(YOY)	N/A	58.69%	53.84%	-3.58%	-18.24%	46.46%	47.11%	-4.27%	14.96%
毛利率	50.00%	50.00%	50.00%	53.74%	70.09%	47.04%	64.69%	68.85%	71.11%
销售成本(百万元)	6.59	10.46	16.09	14.35	7.58	19.67	19.29	16.30	17.37
增长率(YOY)	N/A	58.69%	53.84%	-10.79%	-47.15%	159.37%	-1.92%	-15.54%	6.60%
毛利(百万元)	6.59	10.46	16.09	16.67	17.78	17.47	35.35	36.01	42.76
增长率(YOY)	N/A	58.69%	53.84%	3.63%	6.64%	-1.71%	102.32%	1.87%	18.74%
鲍鱼									
平均售价(元/公斤)	279.2	286.6	292.9	465.5	465.5	250.0	200.0	150.0	160.0
增长率(YOY)	N/A	2.62%	2.23%	58.92%	0.00%	-46.30%	-20.00%	-25.00%	6.67%
生产数量(吨)	45.00	94.00	150.00	114.94	282.08	574.16	531.50	489.00	489.00
销售数量(吨)	44.30	93.90	146.90	114.94	282.08	574.16	531.50	489.00	489.00
增长率(YOY)	N/A	111.96%	56.44%	-21.76%	145.41%	103.55%	-7.43%	-8.00%	0.00%
销售收入(百万元)	12.37	26.91	43.03	53.51	131.32	143.54	106.30	73.35	78.24
增长率(YOY)	N/A	117.52%	59.93%	24.34%	145.41%	9.31%	-25.94%	-31.00%	6.67%
毛利率	40.00%	40.00%	40.00%	42.90%	48.00%	38.00%	33.00%	36.30%	37.75%
销售成本(百万元)	7.42	16.14	25.82	30.55	68.28	88.99	71.22	46.72	48.70
增长率(YOY)	N/A	117.52%	59.93%	18.33%	123.50%	30.33%	-19.97%	-34.40%	4.24%
毛利(百万元)	4.9	10.8	17.2	23.0	63.0	54.5	35.1	26.6	29.5
增长率(YOY)	N/A	117.52%	59.93%	33.36%	174.59%	-13.46%	-35.69%	-24.10%	10.93%
鲍鱼苗									
平均售价(元/枚)	1.58	3.45	2.95	3.00	3.00	0.00	0.00	0.00	0.00
增长率(YOY)	N/A	118.16%	-14.41%	1.61%	0.00%	-100.00%	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
生产数量(万枚)	642.9	844.2	407.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	#REF!
销售数量(万枚)	642.90	844.20	407.80	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	#REF!
增长率(YOY)	N/A	31.31%	-51.69%	-100.00%	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#REF!
销售收入(百万元)	10.17	29.12	12.04	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
增长率(YOY)	N/A	186.47%	-58.65%	-100.00%	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
毛利率	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
销售成本(百万元)	7.12	20.38	8.43	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
增长率(YOY)	N/A	186.47%	-58.65%	-100.00%	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
毛利(百万元)	3.0	8.7	3.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
增长率(YOY)	N/A	186.47%	-58.65%	-100.00%	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
海胆									
销售收入(百万元)	25.47	7.12	14.59	25.47	20.00	38.05	34.24	37.67	41.43
毛利率	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.60%	11.16%	11.16%	16.16%	21.16%
销售成本(百万元)				17.83	13.88	33.80	30.42	31.58	32.67
其他									
销售收入(百万元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
销售成本(百万元)				0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
海水养殖销售收入合计(百万元)	204.23	237.53	300.55	411.35	379.81	515.27	593.08	706.69	816.01
养殖业务成本合计(百万元)	97.68	111.78	128.67	165.19	156.78	279.47	292.35	311.35	338.16
养殖业务毛利(百万元)	106.54	125.75	171.89	246.16	223.03	235.80	300.72	395.34	477.85
养殖业务毛利率(%)	52.17%	52.94%	57.19%	59.84%	58.72%	45.76%	50.71%	55.94%	58.56%

来源：国金证券研究所

图表9：獐子岛水产品加工业务预测

项 目	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
虾夷贝柱									
产量 (吨)	399.20	460.00	966.30	700.00	715.00	1,015.00	1,135.00	1,195.00	1,555.00
销售数量 (吨)	396.20	420.70	806.20	833.15	589.58	865.00	1,075.00	1,165.00	1,375.00
增长率 (YOY)	N/A	6.18%	91.63%	3.34%	-29.23%	46.71%	24.28%	8.37%	18.03%
产销率 (%)	99.25%	91.46%	83.43%	119.02%	82.46%	85.22%	94.71%	97.49%	88.42%
销售单价 (元/吨)	47,562	55,838	68,941	55,842	50,258	50,258	50,258	50,258	50,258
销售收入 (百万元)	18.84	23.49	55.58	46.52	29.63	43.47	54.03	58.55	69.10
增长率 (YOY)	N/A	24.66%	136.60%	-16.29%	-36.31%	46.71%	24.28%	8.37%	18.03%
半壳虾夷贝									
产量 (吨)	428.80	810.60	876.20	700.00	715.00	1,065.00	1,205.00	1,275.00	1,695.00
销售数量 (吨)	566.70	615.40	989.00	788.10	589.58	890.00	1,135.00	1,240.00	1,485.00
增长率 (YOY)	N/A	8.59%	60.71%	-20.31%	-25.19%	50.95%	27.53%	9.25%	19.76%
产销率 (%)	132.16%	75.92%	112.87%	112.59%	82.46%	83.57%	94.19%	97.25%	87.61%
销售单价 (元/吨)	18,556.60	19,307.80	21,271.00	17,229.51	15,506.56	15,506.56	15,506.56	15,506.56	15,506.56
销售收入 (百万元)	10.52	11.88	21.04	13.58	9.14	13.80	17.60	19.23	23.03
增长率 (YOY)	N/A	12.99%	77.05%	-35.45%	-32.67%	50.95%	27.53%	9.25%	19.76%
虾夷贝柱连籽									
产量 (吨)	654.40	784.60	1,258.70	700.00	715.00	1,065.00	1,205.00	1,625.00	1,835.00
销售数量 (吨)	568.00	789.60	985.80	979.35	589.58	890.00	1,135.00	1,415.00	1,730.00
增长率 (YOY)	N/A	39.01%	24.85%	-0.65%	-39.80%	50.95%	27.53%	24.67%	22.26%
产销率 (%)	86.80%	100.64%	78.32%	139.91%	82.46%	83.57%	94.19%	87.08%	94.28%
销售单价 (元/吨)	52973.60	55191.20	67266.20	54,485.62	49,037.06	49,037.06	49,037.06	49,037.06	49,037.06
销售收入 (百万元)	30.09	43.58	66.31	53.36	28.91	43.64	55.66	69.39	84.83
增长率 (YOY)	N/A	44.83%	52.16%	-19.53%	-45.82%	50.95%	27.53%	24.67%	22.26%
盐渍海参									
产量 (吨)	7.70	15.10	30.20	39.74	57.27	138.27	168.17	185.67	274.26
销售数量 (吨)	6.30	13.70	24.60	32.37	46.65	112.63	136.99	151.25	223.40
增长率 (YOY)	N/A	117.46%	79.56%	31.59%	44.11%	141.43%	21.63%	10.41%	47.71%
产销率 (%)	81.82%	90.73%	81.46%	81.46%	81.46%	81.46%	81.46%	81.46%	81.46%
销售单价 (元/吨)	847302	857591	897398	900000	1170000	1228500	1289925	1354421	1422142
销售收入 (百万元)	5.34	11.75	22.08	29.13	54.58	138.36	176.71	204.85	317.71
增长率 (YOY)	N/A	120.10%	87.90%	31.97%	87.35%	153.50%	27.71%	15.93%	55.10%
精包装旅游食品(即食鲍鱼等)									
销量 (吨)	0.00	0.00	0.00	2.30	18.38	28.50	56.99	74.09	96.31
销售单价 (百万元/吨)	0.00	0.00	0.00	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50
销售收入 (百万元)	0.00	0.00	0.00	5.75	45.96	71.24	142.48	185.22	240.78
其他产品									
销售收入 (百万元)	9.16	21.64	39.67	59.51	59.51	77.36	100.56	120.68	142.40
獐子岛海石公司									
销售收入 (百万元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	22.00	19.80	18.81	0.00
毛利率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	50.00%	47.50%	45.00%	0.00%
加工业务总销售收入 (百万元)	73.95	112.34	204.67	207.85	227.73	409.87	566.83	676.72	877.86
加工业务销售成本 (百万元)	54.40	78.99	131.24	162.36	186.74	356.84	504.82	609.45	799.38
加工业务毛利率 (%)	26.43%	29.69%	35.88%	21.89%	18.00%	12.94%	10.94%	9.94%	8.94%

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）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	638	641	1,007	1,313	1,622	2,044
增长率		0.6%	57.0%	30.3%	23.6%	26.0%
主营业务成本	-342	-382	-703	-916	-1,107	-1,413
% 销售收入	53.6%	59.5%	69.8%	69.8%	68.3%	69.1%
毛利	296	260	304	397	515	631
% 销售收入	46.4%	40.5%	30.2%	30.2%	31.7%	30.9%
营业税金及附加	-1	-1	-2	-2	-2	-3
% 销售收入	0.1%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
营业费用	-31	-45	-64	-84	-104	-131
% 销售收入	4.8%	7.0%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%
管理费用	-73	-44	-81	-104	-120	-141
% 销售收入	11.4%	6.9%	8.0%	7.9%	7.4%	6.9%
息税前利润 (EBIT)	192	170	157	207	289	356
% 销售收入	30.1%	26.5%	15.6%	15.8%	17.8%	17.4%
财务费用	-21	-7	-20	-26	-29	-43
% 销售收入	3.4%	1.1%	1.9%	2.0%	1.8%	2.1%
资产减值损失	0	1	-3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	3	5	2	5	5	5
% 税前利润	1.6%	2.9%	1.6%	2.6%	1.9%	1.5%
营业利润	173	169	137	187	264	319
营业利润率	27.1%	26.4%	13.6%	14.2%	16.3%	15.6%
营业外收支	-1	7	4	5	5	5
税前利润	172	176	142	192	269	324
利润率	27.0%	27.4%	14.1%	14.6%	16.6%	15.8%
所得税	-4	-8	-17	-22	-31	-37
所得税率	2.4%	4.6%	11.7%	11.6%	11.6%	11.6%
净利润	168	168	125	169	238	286
少数股东损益	1	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	167	168	125	169	238	286
净利率	26.2%	26.1%	12.4%	12.9%	14.7%	14.0%

现金流量表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	167	168	125	169	238	286
少数股东损益	1	0	0	0	0	0
非现金支出	52	69	87	40	40	44
非经营收益	15	3	12	24	20	34
营运资金变动	-52	-378	-234	-258	-260	-413
经营活动现金净流	182	-138	-10	-25	38	-49
资本开支	-207	-105	-72	23	-86	-87
投资	-1	-2	-4	-1	0	0
其他	-1	0	4	5	5	5
投资活动现金净流	-209	-107	-72	27	-81	-82
股权募资	683	0	0	0	0	0
债权募资	-318	268	53	-33	124	258
其他	-117	-85	-53	-27	-81	-127
筹资活动现金净流	249	182	0	-60	43	131
现金净流量	222	-63	-82	-59	0	0

资产负债表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	254	191	109	50	50	50
应收款项	35	11	53	43	53	67
存货	389	763	990	1,267	1,532	1,955
其他流动资产	27	51	76	84	102	129
流动资产	705	1,015	1,228	1,445	1,737	2,201
% 总资产	57.0%	64.4%	67.5%	73.2%	75.0%	77.8%
长期投资	21	25	28	29	28	28
固定资产	435	450	492	460	508	554
% 总资产	35.2%	28.5%	27.1%	23.3%	21.9%	19.6%
无形资产	77	83	64	37	41	43
非流动资产	532	561	592	528	579	627
% 总资产	43.0%	35.6%	32.5%	26.8%	25.0%	22.2%
资产总计	1,237	1,576	1,820	1,973	2,316	2,828
短期借款	43	312	317	254	358	606
应付款项	44	61	105	109	132	167
其他流动负债	72	36	33	96	138	170
流动负债	159	409	455	459	628	944
长期贷款	8	7	98	128	148	158
其他长期负债	2	1	0	0	0	0
负债	169	417	553	587	776	1,102
普通股股东权益	1,066	1,159	1,250	1,369	1,524	1,710
少数股东权益	1	0	17	17	17	17
负债股东权益合计	1,237	1,576	1,820	1,973	2,316	2,828

比率分析

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
每股指标						
每股收益	1.477	1.483	0.554	0.749	1.053	1.264
每股净资产	9.430	10.248	5.527	6.052	6.736	7.558
每股经营现金净流	1.610	-1.222	-0.043	-0.113	0.169	-0.217
每股股利	0.000	0.700	0.300	0.225	0.369	0.442
回报率						
净资产收益率	15.67%	14.47%	10.02%	12.37%	15.63%	16.73%
总资产收益率	13.50%	10.64%	6.88%	8.58%	10.28%	10.11%
投入资本收益率	16.81%	10.97%	8.27%	10.37%	12.48%	12.66%
增长率						
主营业务收入增长率	23.08%	0.57%	56.99%	30.34%	23.60%	25.98%
EBIT增长率	9.59%	-11.83%	-7.38%	31.77%	39.23%	23.46%
净利润增长率	11.22%	0.37%	-25.34%	35.22%	40.66%	20.07%
总资产增长率	66.25%	27.37%	15.48%	8.39%	17.41%	22.11%
资产管理能力						
应收账款周转天数	12.7	12.4	10.5	10.0	10.0	10.0
存货周转天数	358.3	550.9	455.1	505.1	505.1	505.1
应付账款周转天数	38.8	40.9	37.2	35.2	35.2	35.2
固定资产周转天数	217.7	248.7	173.5	123.8	92.6	81.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-18.98%	11.04%	24.17%	23.98%	29.59%	41.36%
EBIT利息保障倍数	9.0	24.6	8.0	8.0	9.9	8.3
资产负债率	13.69%	26.45%	30.39%	29.76%	33.49%	38.96%

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	4	6	6	11
买入	0	0	5	5	54
持有	0	0	1	1	39
减持	0	0	0	0	4
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.44	1.50	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 2008-04-29	买入	33.26	86.90 ~ 91.73
2 2008-08-20	买入	18.82	N/A
3 2008-09-22	买入	15.12	N/A
4 2008-10-21	买入	14.76	N/A
5 2008-12-02	买入	16.21	N/A
6 2009-04-09	买入	20.67	N/A
7 2009-08-02	买入	26.14	25.81 ~ 27.84
8 2009-10-14	买入	26.85	N/A

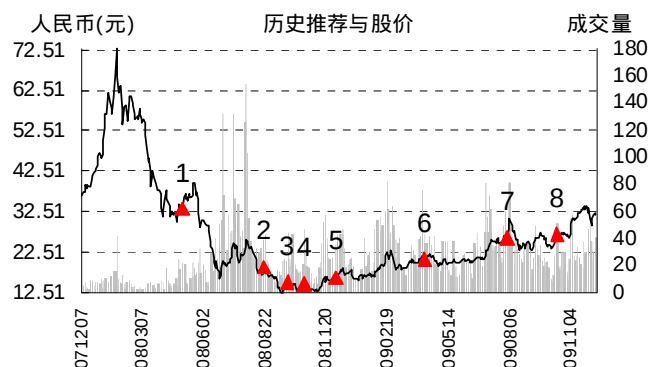
来源：国金证券研究所

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。