

獐子岛(002069.SZ)

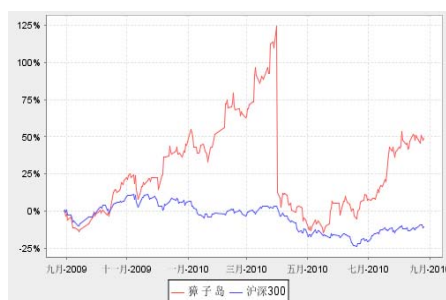
喜迎旺季，量价齐升

评级: **买入** 前次: **买入**
 目标价(元): **48.61-51.28**
 联系人: 分析师
 谢刚 周涛
 消费品小组 S0740210070008
 021-58208304
 xiegang@qlzq.com.cn
 2010年9月13日

基本状况

总股本(百万股)	452.40
流通股本(百万股)	452.40
市价(元)	40.43
市值(百万元)	18290.53
流通市值(百万元)	18290.53

股价与行业-市场走势对比



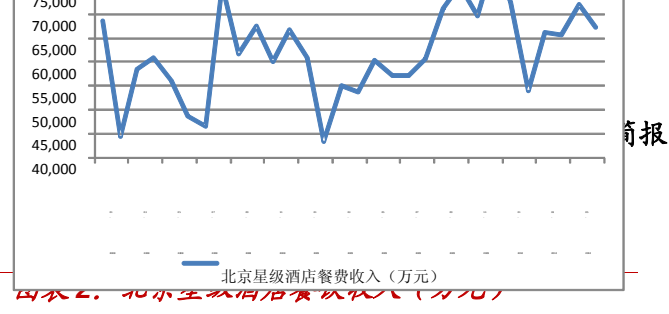
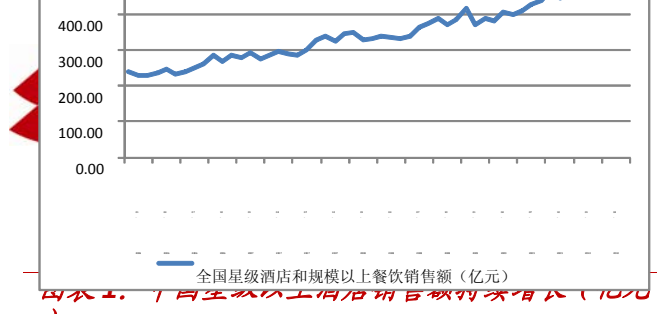
业绩预测

指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1006.99	1512.54	2033.56	2594.76	3350.48
营业收入增速	56.99%	50.20%	34.45%	27.60%	29.13%
净利润增长率	-25.3%	65.0%	81.2%	44.5%	42.9%
摊薄每股收益(元)	0.55	0.91	0.83	1.20	1.71
前次预测每股收益(元)	--	--	--	--	--
市场预测每股收益(元)	--	--	--	--	--
偏差率(本次-市场/市场)	--	--	--	--	--
市盈率(倍)	28.22	41.12	48.85	33.80	23.65
PEG	--	0.63	0.60	0.76	0.55
每股净资产(元)	5.53	6.09	3.87	4.77	6.18
每股现金流量	-0.04	0.33	-0.12	0.55	0.90
净资产收益率	10.02%	15.00%	21.37%	25.08%	27.67%
市净率	2.83	6.17	10.44	8.48	6.54
总股本(百万股)	226.20	226.20	452.40	452.40	452.40

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

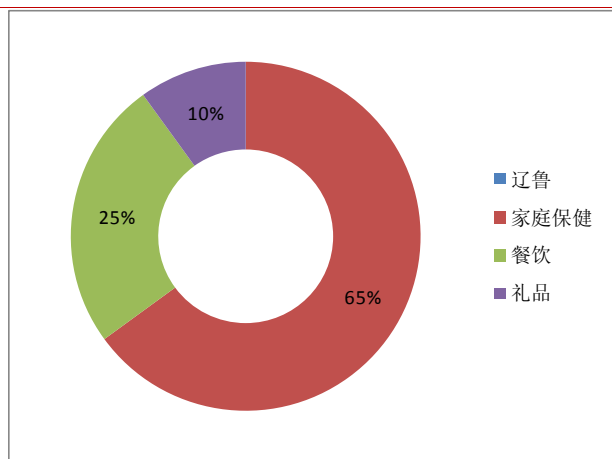
- 随着中国传统佳节——中秋节前的日益临近，食品饮料行业已经进入了年内旺销黄金季，海参、虾夷扇贝、鲍鱼等产品销量一路走高，并在7月、8月份创出年内新高，全年销量同比至少增长四成以上。
- 根据我们草根调研信息，我们估计辽鲁地区有冬季进补的文化传统，其中家庭保健消费量约占当地海参消费量的60-70%，通过专卖和酒店等渠道走量30-40%；近几年，随着北京等外埠市场海参消费热潮的兴起，酒店餐饮、礼品专卖、超市渠道销售的量约占当地销量的60%左右，家庭自购保健作用的海参消费量约占40%左右。
- 今年以来，北京等辽鲁之外的市场消费量迅速启动，广东等华南地区的消费量也加速抬头，连最难进入的江浙沪等华东市场也有升温迹象，因此我们认为——需求超预期、成本锁定下的价格上涨使得利润曲线加速上扬，是我们推荐水产品股票的最大逻辑。
- 近期，我们也电话调研了一些海珍品专卖店，其中獐子岛的销售情况是其中最好的，而且价格上涨幅度也在35%左右，与东方海洋涨价20-30%、好当家30-40%的涨价幅度相当。
- 对于獐子岛而言，我们除了强调需求超预期引发销量创出年内新高之外，还要反复强调的是营销和品牌的塑建，我们发现同条件地段下獐子岛的专卖店销售额增势要较其他品牌更快更稳定，我们认为这是獐子岛近几年孜孜不倦进行品牌建设和渠道构建的直接效果体现，当然，未来差距可能会更大。
- 经过前期的此消彼涨，我们发现一个有趣的现象——虽然核心竞争力甲冠行业，但獐子岛目前的估值水平却名列水产品“四驾马车”最末端，故此我们再度重点推荐獐子岛，预计公司10-12年EPS为0.83、1.20、1.71元，合理目标价到48.61-51.28元，当前股价还有20-30%的涨幅，建议积极买入。



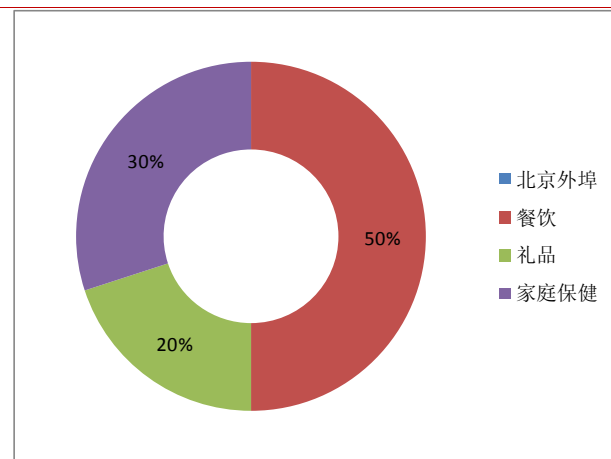
来源：齐鲁证券研究所

来源：齐鲁证券研究所

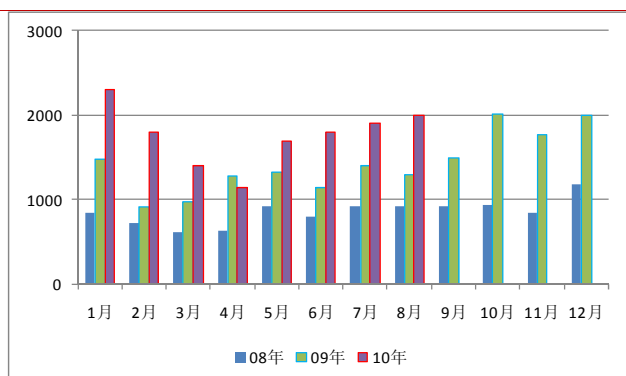
图表3：辽鲁海参消费需求结构



图表4：北京等外埠市场海参需求结构

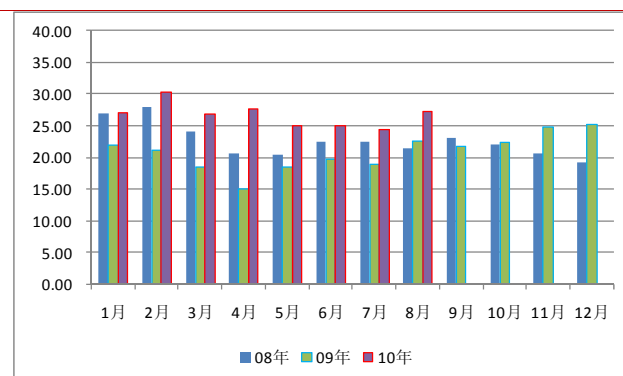


图表5：公司虾夷扇贝销量预测（吨）



来源：齐鲁证券研究所

图表6：虾夷扇贝销售价格预测（元/公斤）



来源：齐鲁证券研究所

图表 7：海水养殖四驾马车相对 PE 估值结果：48.61-51.28 元

公司名称	股价	2010E	2011E	2012E	2010PE	2011PE	2012PE
好当家	12.4	0.20	0.34	0.49	62.41	36.15	25.39
东方海洋	18.27	0.33	0.46	0.61	55.06	39.33	30.00
壹桥苗业	88.99	0.86	1.35	2.02	103.85	65.78	43.95
獐子岛	40.43	0.83	1.20	1.71	48.85	33.80	23.65
平均PE					73.78	47.09	33.11
修正后PE					58.74	40.00	30.00
獐子岛估值		48.61	47.85	51.28			

来源：齐鲁证券研究所

图表 8：獐子岛 DCF 估值结果：54.28-57.13 元

II、DCF 估值 (FCFF, WACC)			
每股价值	57.13	TV 增长率	3.0%
隐含 P/E	69.03	WACC	9.88%
企业值	13,619.29	债务	690.59
股票价值	12,922.73	投资	270.56
		少数股东权益	5.97
$PV(FCFF) = \sum_{t=1}^{n=10} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCFF_n \times (1+TV)}{(1+WACC)^n \times (WACC-TV)}$			
III、DCF 估值 (FCFE 贴现)			
每股价值	54.28	TV 增长率	3.0%
隐含 P/E	65.58	Ke	10.28%
企业值	12,277.24	债务	690.59
股票价值	12,277.24	投资	270.56
		少数股东权益	5.97
$PV(FCFE) = \sum_{t=1}^{n=10} \frac{FCFE_t}{(1+K_e)^t} + \frac{FCFE_n \times (1+TV)}{(1+K_e)^n \times (K_e-TV)}$			

来源：齐鲁证券研究所

图表 9：獐子岛销售收入预测表

项 目	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
水产养殖										
销售收入 (百万元)	204.23	237.54	300.55	411.35	380.83	514.42	623.93	891.17	1,210.59	1,657.29
增长率 (YOY)	N/A	N/A	N/A	36.87%	-7.42%	35.08%	21.29%	42.83%	35.84%	36.90%
毛利率	52.17%	52.94%	57.19%	59.84%	56.85%	47.29%	54.13%	63.97%	68.26%	70.53%
销售成本 (百万元)	97.68	111.78	128.67	165.19	164.31	271.13	286.20	321.11	384.27	488.40
增长率 (YOY)	N/A	N/A	N/A	28.39%	-0.54%	65.01%	5.56%	12.20%	19.67%	27.10%
毛利 (百万元)	106.55	125.75	171.88	246.16	216.52	243.29	337.73	570.05	826.32	1,168.89
增长率 (YOY)	N/A	N/A	N/A	43.21%	-12.04%	12.36%	38.82%	68.79%	44.96%	41.46%
占总销售额比重	69.32%	64.71%	57.80%	64.26%	59.37%	51.08%	41.25%	43.82%	46.66%	49.46%
占主营业务利润比重	82.41%	78.25%	69.38%	82.80%	83.30%	80.06%	79.72%	79.45%	83.79%	85.64%
水产加工										
销售收入 (百万元)	73.95	112.34	204.67	206.43	227.73	336.75	596.76	755.70	902.72	1,113.06
增长率 (YOY)	N/A	51.92%	82.19%	0.86%	10.32%	47.87%	77.21%	26.63%	19.46%	23.30%
毛利率	26.43%	29.69%	35.88%	21.89%	18.00%	12.94%	11.75%	16.75%	14.70%	14.54%
销售成本 (百万元)	54.40	78.99	131.24	161.25	186.74	293.17	526.63	629.10	769.99	951.17
增长率 (YOY)	N/A	N/A	N/A	22.87%	15.81%	57.00%	79.63%	19.46%	22.40%	23.53%
毛利 (百万元)	19.54	33.36	73.43	45.18	40.99	43.58	70.13	126.60	132.73	161.88
增长率 (YOY)	N/A	N/A	N/A	-38.47%	-9.28%	6.30%	60.95%	80.51%	4.85%	21.96%
占总销售额比重	25.10%	30.60%	39.36%	32.25%	35.50%	33.44%	39.45%	37.16%	34.79%	33.22%
占主营业务利润比重	15.12%	20.76%	29.64%	15.20%	15.77%	14.34%	16.55%	17.65%	13.46%	11.86%
水产贸易、交通运输等										
销售收入 (百万元)	16.44	17.20	14.78	22.33	32.87	155.82	291.85	386.70	481.44	580.13
增长率 (YOY)	N/A	N/A	N/A	51.10%	47.20%	374.10%	87.30%	32.50%	24.50%	20.50%
毛利率	19.49%	9.28%	16.35%	26.71%	7.33%	10.92%	5.41%	5.38%	5.63%	5.88%
销售成本 (百万元)	13.24	15.60	12.36	16.36	30.46	138.81	276.06	365.88	454.31	545.99
增长率 (YOY)	N/A	N/A	N/A	32.39%	86.14%	355.72%	98.88%	32.54%	24.17%	20.18%
毛利 (百万元)	3.20	1.60	2.42	5.96	2.41	17.01	15.79	20.82	27.13	34.14
增长率 (YOY)	N/A	N/A	N/A	146.81%	-59.64%	606.70%	-7.19%	31.87%	30.28%	25.85%
占总销售额比重	5.58%	4.69%	2.84%	3.49%	5.12%	15.47%	19.30%	19.02%	18.55%	17.31%
占主营业务利润比重	2.48%	0.99%	0.98%	2.01%	0.93%	5.60%	2.90%	2.90%	2.75%	2.50%
销售收入 (百万元)	294.62	367.08	520.00	640.11	641.43	1006.99	1512.54	2033.56	2594.76	3350.48
销售成本 (百万元)	165.32	206.37	272.27	342.81	381.51	703.11	1088.89	1316.09	1608.57	1985.56
毛利 (百万元)	129.29	160.70	247.74	297.31	259.92	303.88	423.66	717.47	986.19	1364.92
平均毛利率	43.89%	43.78%	47.64%	46.45%	40.52%	30.18%	28.01%	35.28%	38.01%	40.74%

来源：齐鲁证券研究所

图表 10：獐子岛海水养殖业务销售预测表

项 目	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
虾夷扇贝										
平均售价 (万元/吨)	2.30	2.48	2.82	2.87	2.90	2.61	2.44	2.70	2.86	3.01
增长率 (YOY)	N/A	7.64%	13.58%	2.10%	0.77%	-10.00%	-6.57%	10.92%	6.00%	5.00%
生产数量 (吨)	9711.26	10560.70	13293.53	14360.37	13496.83	20136.00	34289.00	47750.00	67500.00	90250.00
销售数量 (吨)	6211.46	6191.50	7058.03	10483.07	9447.78	14095.20	17144.50	24352.50	33750.00	45125.00
增长率 (YOY)	N/A	-0.32%	14.00%	48.53%	-9.88%	49.19%	21.63%	42.04%	38.59%	33.70%
销售收入 (百万元)	143.04	153.47	198.72	301.35	273.67	367.46	417.57	657.88	966.46	1356.80
增长率 (YOY)	N/A	7.29%	29.48%	51.65%	-9.19%	34.27%	13.64%	57.55%	46.90%	40.39%
毛利率	54.72%	66.78%	69.80%	66.00%	65.73%	53.81%	66.00%	75.48%	76.87%	77.97%
销售成本 (百万元)	64.77	50.98	60.01	102.46	93.79	169.73	141.97	161.33	223.59	298.95
增长率 (YOY)	N/A	-21.28%	17.71%	70.73%	-8.46%	80.97%	-16.35%	13.63%	38.59%	33.70%
毛利 (百万元)	78.27	102.49	138.71	198.89	179.88	197.73	275.60	496.55	742.87	1057.85
增长率 (YOY)	N/A	30.94%	35.34%	43.39%	-9.56%	9.92%	39.38%	80.17%	49.61%	42.40%
鲜活刺参										
平均售价 (元/公斤)	126.35	128.69	129.78	144.90	173.88	170.40	187.44	224.93	244.93	264.93
增长率 (YOY)	N/A	1.85%	0.85%	11.65%	20.00%	-2.00%	10.00%	20.00%	8.89%	8.17%
生产数量 (吨)	169.00	261.00	366.00	428.16	266.40	362.05	530.44	412.92	428.65	530.44
销售数量 (吨)	104.30	162.50	247.90	214.08	133.20	181.03	298.52	246.69	262.11	326.35
增长率 (YOY)	N/A	55.80%	52.55%	-13.64%	-37.78%	35.90%	64.91%	-17.36%	6.25%	24.51%
销售收入 (百万元)	13.18	20.91	32.17	31.02	23.16	30.85	55.96	55.49	64.20	86.46
增长率 (YOY)	N/A	58.69%	53.84%	-3.58%	-25.34%	33.19%	81.40%	-0.84%	15.70%	34.68%
毛利率	50.00%	50.00%	50.00%	53.74%	61.45%	77.72%	51.00%	59.17%	62.50%	65.33%
销售成本 (百万元)	6.59	10.46	16.09	14.35	8.93	6.87	27.42	22.66	24.07	29.97
增长率 (YOY)	N/A	58.69%	53.84%	-10.79%	-37.78%	-23.02%	298.94%	-17.36%	6.25%	24.51%
毛利 (百万元)	6.59	10.46	16.09	16.67	14.23	23.97	28.54	32.83	40.12	56.49
增长率 (YOY)	N/A	58.69%	53.84%	3.63%	-14.62%	68.45%	19.03%	15.04%	22.22%	40.78%
鲍鱼										
平均售价 (元/公斤)	279.2	286.6	292.9	465.5	414.9	235.5	251.3	253.8	254.8	233.7
增长率 (YOY)	N/A	2.62%	2.23%	58.92%	-10.87%	-43.26%	6.71%	1.01%	0.39%	-8.29%
生产数量 (吨)	45.00	94.00	150.00	114.94	122.08	331.56	526.00	641.50	641.50	834.00
销售数量 (吨)	44.30	93.90	146.90	114.94	122.08	331.56	526.00	641.50	641.50	834.00
增长率 (YOY)	N/A	111.96%	56.44%	-21.76%	6.21%	171.59%	58.64%	21.96%	0.00%	30.01%
销售收入 (百万元)	12.37	26.91	43.03	53.51	50.66	78.07	132.16	162.80	163.44	194.88
增长率 (YOY)	N/A	117.52%	59.93%	24.34%	-5.33%	54.11%	69.29%	23.18%	0.39%	19.24%
毛利率	40.00%	40.00%	40.00%	42.90%	42.90%	22.21%	21.10%	22.10%	23.10%	24.10%
销售成本 (百万元)	7.42	16.14	25.82	30.55	28.92	60.73	104.27	126.82	125.69	147.91
增长率 (YOY)	N/A	117.52%	59.93%	18.33%	-5.33%	109.96%	71.70%	21.62%	-0.90%	17.69%
毛利 (百万元)	4.9	10.8	17.2	23.0	21.7	17.3	27.9	36.0	37.8	47.0
增长率 (YOY)	N/A	117.52%	59.93%	33.36%	-5.33%	-20.21%	60.83%	29.02%	4.94%	24.40%
海胆等其他										
销售收入 (百万元)	25.47	7.12	14.59	25.47	33.34	38.05	18.25	15.00	16.50	18.15
毛利率	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	2.02%	11.16%	31.31%	31.30%	33.80%	36.30%
销售成本 (百万元)				17.83	32.67	33.80	12.53	10.31	10.92	11.56
海水养殖销售收入合计 (百万元)	204.23	237.54	300.55	411.35	380.83	514.42	623.93	891.17	1210.59	1657.29
养殖业务成本合计 (百万元)	97.68	111.78	128.67	165.19	164.31	271.13	286.20	321.11	384.27	488.40
养殖业务毛利 (百万元)	106.55	125.75	171.88	246.16	216.52	243.29	337.73	570.05	826.32	1,168.89
养殖业务毛利率 (%)	52.17%	52.94%	57.19%	59.84%	56.85%	47.29%	54.13%	63.97%	68.26%	70.53%

来源：齐鲁证券研究所

图表 11：獐子岛加工业务销售收入预测

项 目	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
虾夷贝柱										
产量 (吨)	399.20	460.00	966.30	700.00	715.00	1,015.00	1,195.00	1,195.00	1,255.00	1,855.00
销售数量 (吨)	396.20	420.70	806.20	833.15	707.50	865.00	1,105.00	1,195.00	1,225.00	1,555.00
增长率 (YOY)	N/A	6.18%	91.63%	3.34%	-15.08%	22.26%	27.75%	8.14%	2.51%	26.94%
产销率 (%)	99.25%	91.46%	83.43%	119.02%	98.95%	85.22%	92.47%	100.00%	97.61%	83.83%
销售单价 (元/吨)	47,562	55,838	68,941	55,842	53,050	53,050	53,050	53,050	53,050	53,050
销售收入 (百万元)	18.84	23.49	55.58	46.52	37.53	45.89	58.62	63.39	64.99	82.49
增长率 (YOY)	N/A	24.66%	136.60%	-16.29%	-19.33%	22.26%	27.75%	8.14%	2.51%	26.94%
半壳虾夷贝										
产量 (吨)	428.80	810.60	876.20	700.00	715.00	1,065.00	1,275.00	1,275.00	1,345.00	2,245.00
销售数量 (吨)	566.70	615.40	989.00	788.10	707.50	890.00	1,170.00	1,275.00	1,310.00	1,795.00
增长率 (YOY)	N/A	8.59%	60.71%	-20.31%	-10.23%	25.80%	31.46%	8.97%	2.75%	37.02%
产销率 (%)	132.16%	75.92%	112.87%	112.59%	98.95%	83.57%	91.76%	100.00%	97.40%	79.96%
销售单价 (元/吨)	18,557	19,308	21,271	17,230	16,368	16,368	16,368	16,368	16,368	16,368
销售收入 (百万元)	10.52	11.88	21.04	13.58	11.58	14.57	19.15	20.87	21.44	29.38
增长率 (YOY)	N/A	12.99%	77.05%	-35.45%	-14.72%	25.80%	31.46%	8.97%	2.75%	37.02%
虾夷贝柱连籽										
产量 (吨)	654.40	784.60	1,258.70	700.00	715.00	1,065.00	1,275.00	1,345.00	1,345.00	1,945.00
销售数量 (吨)	568.00	789.60	985.80	979.35	707.50	890.00	1,170.00	1,310.00	1,345.00	1,645.00
增长率 (YOY)	N/A	39.01%	24.85%	-0.65%	-27.76%	25.80%	31.46%	11.97%	2.67%	22.30%
产销率 (%)	86.80%	100.64%	78.32%	139.91%	98.95%	83.57%	91.76%	97.40%	100.00%	84.58%
销售单价 (元/吨)	52974	55191	67266	54486	51761	51761	51761	51761	51761	51761
销售收入 (百万元)	30.09	43.58	66.31	53.36	36.62	46.07	60.56	67.81	69.62	85.15
增长率 (YOY)	N/A	44.83%	52.16%	-19.53%	-31.37%	25.80%	31.46%	11.97%	2.67%	22.30%
盐渍、即食等加工海参										
产量 (吨)	7.70	15.10	30.20	32.85	57.27	77.90	108.73	99.09	101.56	122.94
销售数量 (吨)	6.30	13.70	24.60	26.76	46.65	63.45	88.57	80.72	82.72	100.14
增长率 (YOY)	N/A	117.46%	79.56%	8.78%	74.33%	36.02%	39.58%	-8.86%	2.48%	21.05%
产销率 (%)	81.82%	90.73%	81.46%	81.46%	81.46%	81.46%	81.46%	81.46%	81.46%	81.46%
销售单价 (元/公斤)	847	858	897	900	1170	1229	1312	1706	2047	2354
销售收入 (百万元)	5.34	11.75	22.08	24.08	54.58	77.95	116.20	137.68	169.32	235.71
增长率 (YOY)	N/A	120.10%	87.90%	9.10%	126.63%	42.82%	49.07%	18.48%	22.98%	39.21%
精包装旅游食品 (即食鲍鱼等)										
销量 (吨)	0.00	0.00	0.00	2.30	6.10	16.58	26.30	32.08	32.08	41.70
销售单价 (百万元/吨)	0.00	0.00	0.00	2.50	2.50	2.20	1.32	1.58	1.82	2.00
销售收入 (百万元)	0.00	0.00	0.00	5.75	15.26	36.47	34.72	50.81	58.43	83.56
冻鱼片等其他加工品										
销售收入 (百万元)	9.16	21.64	39.67	63.13	72.16	115.80	307.51	415.14	518.93	596.77
加工业务总销售收入 (百万元)	73.95	112.34	204.67	206.43	227.73	336.75	596.76	755.70	902.72	1113.06
加工业务销售成本 (百万元)	54.40	78.99	131.24	161.25	186.74	293.17	526.63	629.10	769.99	951.17
加工业务毛利率 (%)	26.43%	29.69%	35.88%	21.89%	18.00%	12.94%	11.75%	16.75%	14.70%	14.54%

来源：齐鲁证券研究所

附录 1：财务预测简表
损益表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入	641	1,007	1,513	2,034	2,595	3,350
增长率	0.21%	57.0%	50.2%	34.4%	27.6%	29.1%
营业成本	-382	-703	-1,089	-1,316	-1,609	-1,986
% 销售收入	59.5%	69.8%	72.0%	64.7%	62.0%	59.3%
毛利	260	304	424	717	986	1,365
% 销售收入	40.5%	30.2%	28.0%	35.3%	38.0%	40.7%
营业税金及附加	-1	-2	-3	-3	-4	-6
% 销售收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	-45	-64	-98	-130	-167	-217
% 销售收入	7.0%	6.4%	6.5%	6.4%	6.4%	6.5%
管理费用	-44	-81	-98	-136	-175	-226
% 销售收入	6.9%	8.0%	6.5%	6.7%	6.7%	6.8%
息税前利润 (EBIT)	170	157	225	448	641	916
% 销售收入	26.5%	15.6%	14.9%	22.0%	24.7%	27.3%
财务费用	-7	-20	-21	-22	-21	-25
% 销售收入	1.1%	1.9%	1.4%	1.1%	0.8%	0.7%
资产减值损失	1	-3	-5	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	5	2	2	2	2	3
% 税前利润	2.9%	1.6%	0.8%	0.4%	0.3%	0.3%
营业利润	169	137	201	428	621	893
营业利润率	26.4%	13.6%	13.3%	21.0%	23.9%	26.7%
营业外收支	7	4	26	0	0	0
税前利润	176	142	227	428	621	893
利润率	27.4%	14.1%	15.0%	21.0%	23.9%	26.7%
所得税	-8	-17	-31	-56	-82	-118
所得税率	4.6%	11.7%	13.7%	13.2%	13.2%	13.2%
净利润	168	125	196	371	539	775
少数股东损益	0	0	-11	-3	-2	2
归属于母公司的净利润	168	125	207	374	541	773
净利率	26.1%	12.4%	13.7%	18.4%	20.9%	23.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	168	125	196	371	539	775
少数股东损益	0	0	0	-3	-2	2
非现金支出	69	87	87	69	83	120
非经营收益	3	12	16	25	24	26
营运资金变动	-378	-234	-223	-521	-397	-515
经营活动现金净流	-138	-10	75	-59	248	408
资本开支	105	72	109	9	205	405
投资	-2	-4	0	0	0	0
其他	0	4	2	2	2	3
投资活动现金净流	-107	-72	-107	-7	-203	-402
股权募资	0	0	0	226	0	0
债权募资	268	53	276	-115	91	10
其他	-85	-53	-109	-27	-252	-164
筹资活动现金净流	182	0	167	85	-161	-154
现金净流量	-63	-82	136	19	-116	-149

资产负债表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	191	109	245	267	152	1
应收账款	11	53	81	369	468	599
存货	763	990	1,173	1,334	1,631	2,013
其他流动资产	51	76	172	337	410	504
流动资产	1,015	1,228	1,671	2,307	2,660	3,117
% 总资产	64.4%	67.5%	73.2%	80.7%	79.8%	76.5%
长期投资	25	28	26	26	26	26
固定资产	450	492	506	476	607	902
% 总资产	28.5%	27.1%	22.2%	16.7%	18.2%	22.1%
无形资产	83	64	69	39	30	21
非流动资产	561	592	613	552	674	959
% 总资产	35.6%	32.5%	26.8%	19.3%	20.2%	23.5%
资产总计	1,576	1,820	2,283	2,859	3,334	4,077
短期借款	312	317	654	529	610	610
应付款项	61	104	150	226	280	352
其他流动负债	36	34	60	303	229	251
流动资产	409	455	863	1,057	1,119	1,212
长期贷款	7	98	37	47	57	67
其他长期负债	1	0	0	0	0	0
负债	417	553	900	1,104	1,176	1,279
普通股股东权益	1,159	1,250	1,377	1,752	2,157	2,795
少数股东权益	0	17	6	3	1	3
负债股东权益合计	1,576	1,820	2,283	2,859	3,334	4,077

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益 (元)	1.483	0.554	0.913	0.828	1.196	1.709
每股净资产 (元)	10.248	5.527	6.090	3.872	4.769	6.178
每股经营现金净流 (元)	-1.222	-0.043	0.334	-0.122	0.552	0.897
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.500	0.500	0.300	0.300
回报率						
净资产收益率	14.47%	10.02%	15.00%	21.37%	25.08%	27.67%
总资产收益率	10.64%	6.88%	9.05%	13.10%	16.23%	18.97%
投入资本收益率	12.85%	9.00%	10.76%	19.10%	21.01%	23.06%
增长率						
营业总收入增长率	0.21%	56.99%	50.20%	34.45%	27.60%	29.13%
EBIT 增长率	-12.42%	-7.38%	42.91%	99.35%	42.85%	42.94%
净利润增长率	0.35%	-25.34%	64.98%	81.24%	44.53%	42.91%
总资产增长率	26.94%	15.48%	25.45%	25.21%	16.63%	22.27%
资产管理能力						
应收账款周转天数	12.4	10.5	15.0	16.3	15.8	15.3
存货周转天数	550.9	455.1	362.6	370.0	370.0	370.0
应付账款周转天数	41.6	37.1	35.0	40.0	40.0	40.0
固定资产周转天数	229.7	166.0	117.6	85.9	73.7	79.7
偿债能力						
净负债/股东权益	11.04%	24.17%	32.24%	17.60%	23.82%	24.13%
EBIT 利息保障倍数	24.6	8.0	10.9	20.0	30.4	36.9
资产负债率	26.45%	30.39%	39.41%	38.63%	35.27%	31.37%

来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明
买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15% 以上

增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6-12 个月内波动幅度在 -5%~+5%

减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5% 以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本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。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本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各种金融服务。本公司及其本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“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，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或修改。

上海

联系人:王莉本

电话:021-58303470

手机:13641659577

传真:021-58318543

邮编:200122

地址:上海市浦电路 438 号双

鸽大厦 19 楼

深圳

联系人:李霖

电话:0755-23819303

手机:15816898448

传真:0755-82717806

邮编:518048

地址:深圳市福田区深南大道

4011 号港中旅大厦 6 楼

北京

联系人:张哲

电话:021-58206173

手机:18621368050

传真:021-58318543

邮编:200122

地址:上海市浦电路 438 号双

鸽大厦 19 楼

济南

联系人:韩丽萍

电话:0531-81283786

手机:15806668226

传真:0531-81283791

邮编:250010

地址:山东济南经十路 17703

号华特广场 B501