

2011-01-20

农林牧渔

山下湖 002173-SZ

向上游转型的珍珠业翘楚

◇ 调研地点：诸暨

◇ 拜访对象：山下湖集团股份有限公司董事会秘书马三光、证代张玉兰

◆国内最大的淡水珍珠加工企业和出口商

山下湖珍珠集团是国内最大的淡水珍珠加工企业，产品主要外销香港，外销收入占主营业务收入比例稳定在 70% 以上。

在全国淡水珍珠的出口销售中，山下湖 2006-2009 年出口金额分别为 2562.62 万美元、3145.51 万美元、3739.25 万美元和 3023.72 万美元，分别占同期国内珍珠出口金额的比例为 17.8%、12.69%、14.79% 和 14.96%，除 07 年外，一直位于国内出口金额第一名。

◆山下湖的竞争力体现在养殖资源、客户资源以及技术领先等方面

山下湖上市实现了转型，从单一的珍珠加工向上游珍珠养殖拓展。目前已经拥有位于湖南和湖北的近 3 万亩养殖基地，产业链的拉长有助于抗风险能力。

其次，山下湖与香港地区 95% 以上的珍珠批发贸易商建立了客户关系，具备坚实的客户基础和完善的外销营销网络。

山下湖在增养技术方面领先于行业，公司的单蚌产珠可达 30 克，高于行业的 20-25 克，单产的提高也有助于培育较大珍珠个体，从而产生更高的经济效益。

◆募投项目进入收获期，自供珍珠比例达到 20% 以上

珍珠的养殖过程须经历人工育苗或自然采苗、母贝的养成、植片、休养、饲养、管理、珍珠采收等环节，通常需要 4-5 年的时间甚至更长。

山下湖先后收购 3 万亩养殖基地，目前已形成 1000 万只珍珠蚌的养殖规模，预计公司 11 年开始每年自供珍珠 60 吨左右，公司珍珠自供比例将提升到 20% 以上。

◆上游看整合，下游受益消费升级

珍珠养殖长期看，基于周期壁垒和养殖效益的阶段性的下降，有整合的必要性，集中度会不断提高，取得上游的养殖资源，对于大型加工企业而言具有重要意义。

同时，我们认为下游珍珠饰品行业受益于消费升级，可长期看好。

◆近 3 年净利润复合增速为 61%，合理的价值区间为 18.45-20.5 元

我们预计公司近三年净利润的复合增速为 61%，EPS 分别为 0.30 元、0.41 元和 0.50 元。作为唯一的珍珠上市企业，我们给予公司 11 年 45-50 倍 PE，目标价 18.45-20.5 元，短期增持，长期看好公司向上游转型之路。

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	344	284	341	368	406
营业收入增长率	17.84%	-17.41%	20.15%	7.91%	10.32%
净利润（百万元）	37	12	30	41	50
净利润增长率	5.45%	-68.46%	155.55%	35.26%	22.25%
EPS（元）	0.37	0.12	0.30	0.41	0.50
ROE（归属母公司） （摊薄）	10.51%	3.21%	7.59%	9.31%	10.22%
P/E	52	165	64	48	39
P/B	5	5	5	4	4

首次

增持

当前价格	18.95 元
目标价格	20.5 元
目标期限	6 个月

分析师：

李婕

（执业证书编号：S0930511010001）

联系人

刘晓波

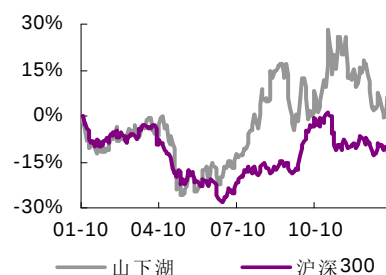
021-2216 9177

liuxb@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	101
总市值(百万元)	1,940
流通比例(%)	46.27%
12 个月最高/最低(元)	23.08/12.65
近 3 月日均成交量(百万股)	2.19
主要股东	陈夏英

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-1.53	18.20	22.16
绝对收益	-9.22	8.26	7.22

相关报告：

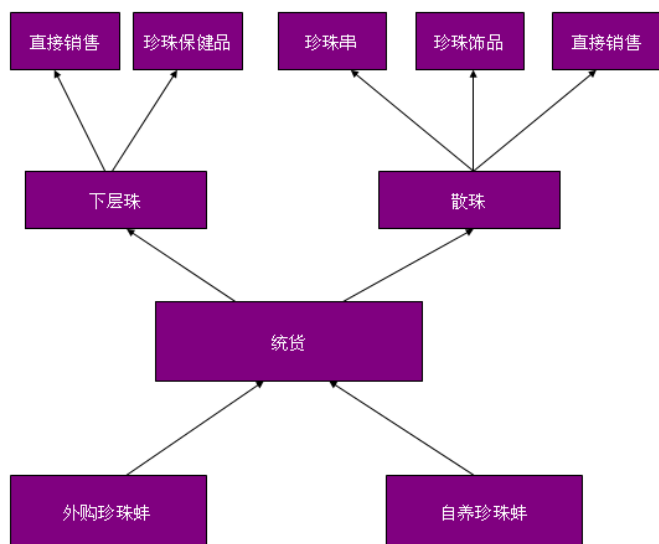
光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

一、国内最大的淡水珍珠加工企业和出口商

山下湖主要从事淡水珍珠养殖与加工业务。公司主要向养殖户采购达到采珠期的育珠蚌，剖蚌取珠后获得生产加工需要的珍珠原材料（称为统货或统珠），经过清洗、筛选分类、增光漂白、抛光、打孔等程序，形成各种规格的珍珠串和散珠产品以及珍珠项链、珍珠手链、珍珠戒指等款式多样的珍珠饰品。同时公司也是国内最大的淡水珍珠出口商。

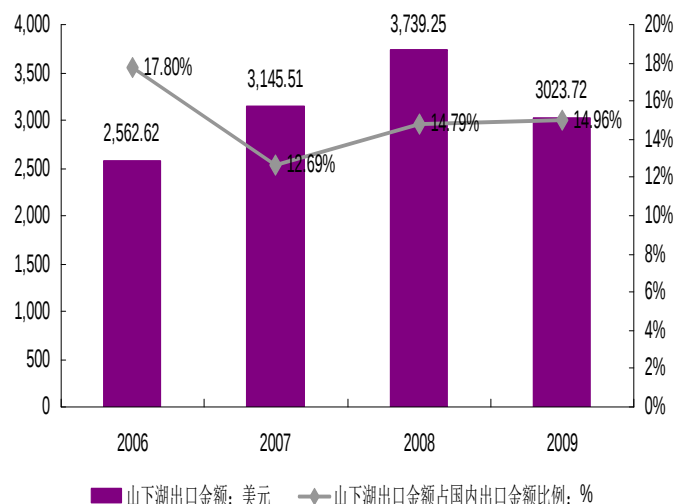
图 1：山下湖经营模式



资料来源：公司招股书、光大证券研究所

图 2：山下湖出口金额位于全国前列

山下湖珍珠出口金额与占国内珍珠出口比例



资料来源：公司年报、光大证券研究所

从加工到上游养殖的拓展

山下湖上市前主要定位于珍珠加工型企业，通过采购珍珠蚌或珍珠统货进行粗加工。上市之后，公司逐步向上游养殖这块拓展，尤其在山下湖 09 年变更募集资金投向珍珠养殖，届时把募集资金全部投向上游养殖。

打造珍珠行业的德尔比斯

在这一过程中，公司实现了从单一的加工型企业向资源型企业的转变，与之对应的是公司经营的抗风险能力提升。

目前山下湖有 3 万亩的养殖水域，大概占国内养殖面积的 4%，并且不排除未来山下湖进一步收购养殖水域的可能性。

山下湖近几年一直想做珍珠行业的德尔比斯。参考全球最大的毛坯钻石生产商德尔比斯的成长路径，通过资源的把控（德尔比斯控制全球一半以上的钻石矿），取得足够的话语权。山下湖也在试图这样做，就是把上游养殖这块比例提高到足够高份额，从而对下游有较强的定价能力。

目前整个珍珠粗加工行业面临的问题是赚取简单的加工费，议价能力弱主要取决于供应商的规模小、多、杂等原因。当较大的加工企业上游资源进行集中后，就会容易摆脱议价能力较弱的尴尬局面。

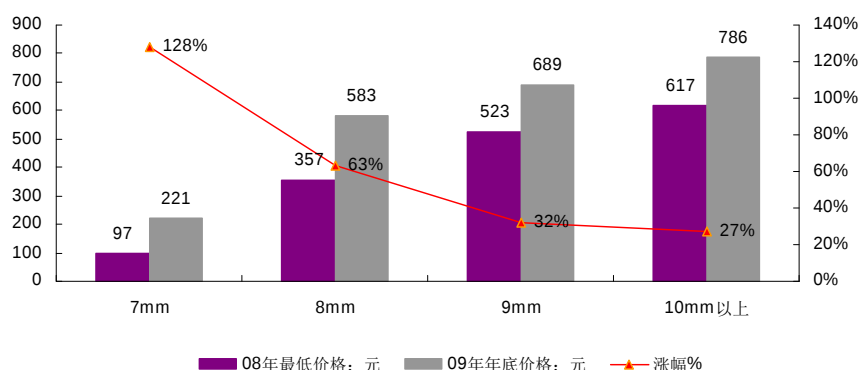
珍珠价格向上驱动业绩提升

珍珠作为可选消费品，与经济周期紧密相连。经济复苏时，价格反弹

幅度较快。其中中低端弹性最大，中高端需求相对稳定，存在价格粘性。

图 3：中低端珍珠价格弹性更高

山下湖珍珠分规格价格弹性比较



资料来源：公司年报，光大证券研究所

拉长周期来看，珍珠价格较前些年的最高点仍有相当的幅度，主要因为：一是，行业经历了一个放量的过程，供给端释放导致价格下跌；二是供给端释放也带来了新的问题，许多中小养殖户的无序养殖导致珍珠品质下降，拉低了珍珠均价。

随着经济的复苏以及行业的整合，我们认为珍珠价格有一个恢复的过程，山下湖将充分受益珍珠价格上涨带来的好处。

但同时，我们也提醒大家注意的是公司在过去两三年里因下游市场局限一直未能取得较大增长，在可预见的未来，新的市场拓展需要时间。

目前公司已经和香港 95% 以上的贸易商建立合作关系，而香港毕竟是中转地作用，不排除公司未来直接接触欧美贸易商。

二、珍珠行业介绍

珍珠按产出水域可分为海水珠和淡水珠两大类。目前全球淡水珍珠产量约 1500 吨，海水珍珠产量不足 100 吨。

表 1：海水珍珠和淡水珍珠比较

比较项目	大溪地珍珠	海水珍珠 合浦珍珠	南洋珠	淡水珍珠
产地	法属波利尼西亚	日本和中国的北海、湛江	澳大利亚和东南亚各国	主要是中国，日本有少量
育珠贝	黑蝶贝	马氏珠母贝	白蝶贝	三角帆蚌、褶纹冠蚌
插核（片）时间	育珠贝养殖 3 年后	育珠贝养殖 2 年后	育珠贝养殖 3 年后	养殖 1 年左右的幼蚌
采珠时间	插核 2 年后	插核当年	插核后 1-2 年	插片后 3 年以上
产量	10 吨	80 吨	较少	约 1500 吨
珍珠价格	很高	一般	较高	较低

资料来源：公司招股书，光大证券研究所

全球 95%的淡水珠产自中国

全球海水珍珠主要分日本东珠、中国南珠和法属波利尼西亚为主的大溪地黑珍珠，以及澳大利亚、印度尼西亚、菲律宾、缅甸等地养殖的南洋珠；而淡水珍珠 95%以上产于中国。

图 4：全球养殖珍珠产地分布图



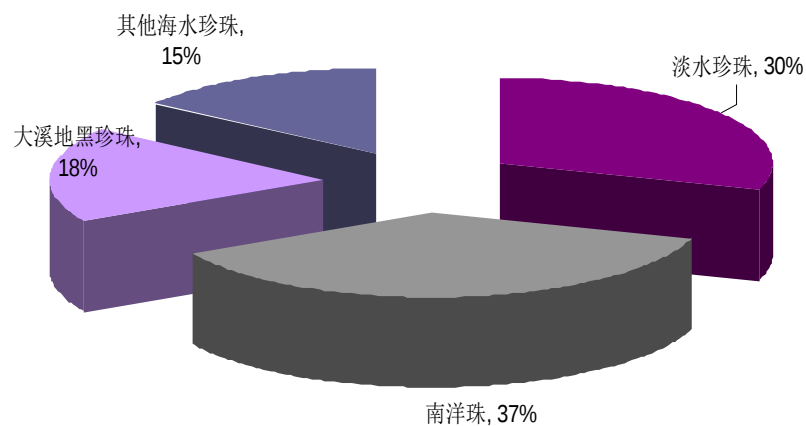
资料来源：中宝协《中国珍珠产业现状与发展对策》，光大证券研究所

全球淡水珍珠产值只占珍珠产值的 30%

虽然淡水珠占世界珍珠产量的 95%，但淡水珍珠的产值只占 30%，海水珍珠由于稀缺性，价格相对较高，5%的量却占据了世界 70%的产值。

图 5：淡水珍珠只占产值的 30%

2007 年世界各类珍珠的产值比例



资料来源：中宝协，光大证券研究所

我国淡水珍珠行业

1、养殖规模大，产量高

从地域上看，我国淡水珍珠养殖主要分布在湖南、江苏、浙江等省份，全国养殖规模约 80 万亩，年产量约 1500 吨，占全球珍珠总产量的 95% 以上。

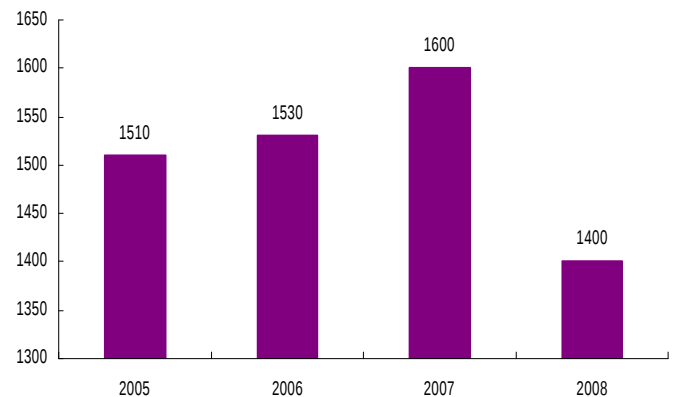
表 2：全国淡水珍珠养殖区域统计

省份	养殖水面（万亩）	区域内主要市、县
湖南省	23	常德
江苏省	16	苏州、无锡、常州、镇江
浙江省	12	诸暨、金华、兰溪、湖州
安徽省	12	巢湖、安庆、池州、芜湖
江西省	9	南昌、九江、上饶等
湖北省	9	荆州、鄂州等
合计	81	

资料来源：公司招股书、光大证券研究所

图 6：08 年因灾害原因导致减产

2005-2008 我国珍珠产量：吨



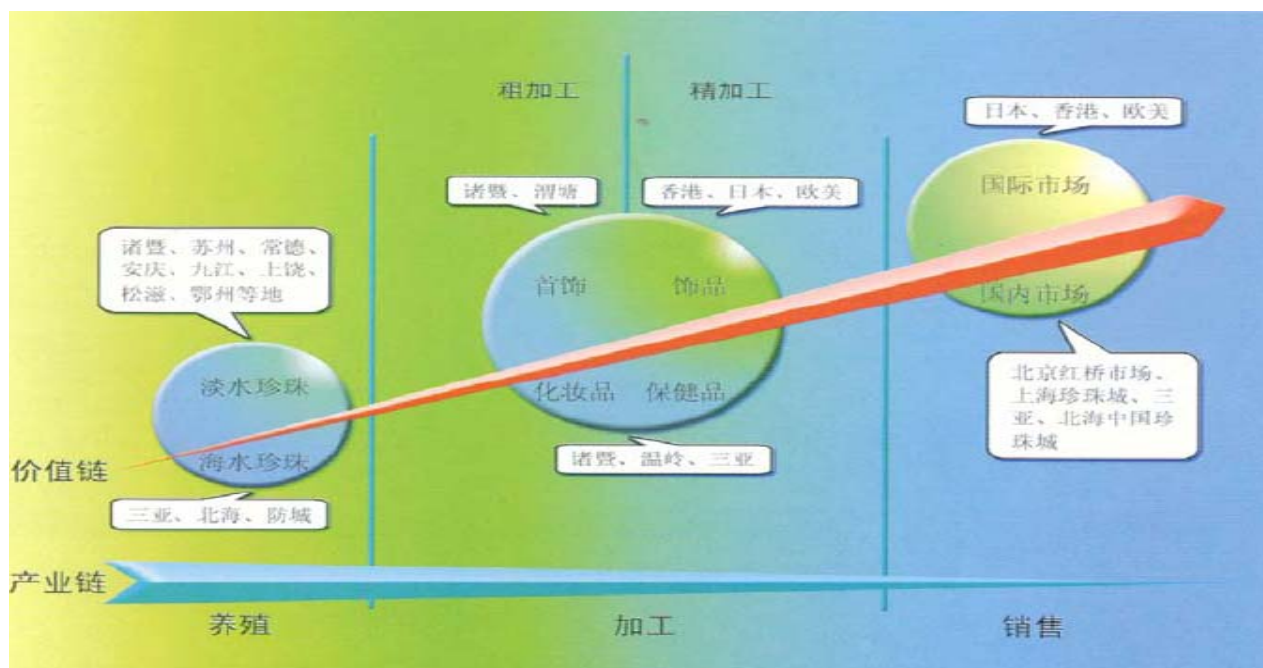
资料来源：公司招股书、光大证券研究所

2、以粗加工为主，产品附加值不高

我国是世界上淡水珍珠资源、加工和贸易的大国，但珍珠业总销售额不高，约占世界珍珠业总销售额的 8%。中国生产了占全球产量 95% 以上的淡水珍珠，然而中国淡水珍珠的产值仅占全球珍珠产值的不足 5%。

在珍珠产品精加工方面，特别是珍珠产品的设计能力方面，我国大陆珍珠加工企业与香港、日本等同行存在较大的差距。

图 7：珍珠产业产业链和价值链示意图



资料来源：中宝协《中国珍珠产业现状与发展对策》，光大证券研究所

3、规模较大企业销售主要依靠出口，终端市场有待开拓

目前，我国大陆珍珠行业中规模比较大的企业销售渠道主要依靠出口，原珠及饰品出口量占全球总产量的 90% 以上，大部分以珍珠串等半成品提供给境外珠宝商，后者经深加工（主要通过设计形成各式终端消费品）后销售到世界各地。多数珍珠企业因受规模、资金等限制，尚未建立终端消费市场网络和国际销售网络。

三、对于珍珠行业的看法

1、长期看，上游养殖行业会整合

正如大部分农业子行业所遇到的问题，集中度一直是困扰行业发展的一个因素。此外，珍珠养殖存在一定的有机污染，走绿色养殖符合未来发展趋势，而能把这种绿色养殖得以实施的只有规模化养殖户。当地政府考虑生态问题势必会扶持大型养殖企业。

周期壁垒将推动行业集中度提高

珍珠养殖周期较长，一般而言需要 3 年以上，像山下湖为了保证高品质，可达到 5 年以上，较长的养殖周期导致在一个完整的养殖周期中，不确定性较大，对资金周转能力要求较高。

比如 08 年经济危机，外围市场导致珍珠出口急剧下滑，市场萎缩伴随价格急剧下跌。广大中小养殖户资金链断裂，也看不清衰退何时结束，所以纷纷提前杀蚌、取珠、套现。

行业整合存在问题

珍珠养殖行业的收购一般发生在行业较差时，中小养殖户因资金链问题，在行业底部被迫套现。这时做收购，容易以较低的价格获取较好的养

殖资源。

但当行业逐步走出危机的时候,能够存活下来的养殖户看到行业的复苏,就不愿再被收购,或者收购价格就会比较高。这也是目前山下湖所遇到的问题。

产量蛋糕再做大比较难

制约珍珠产量的一个瓶颈主要是养殖水域的稀缺性。由于养殖淡水珍珠的水域条件要求非常高,比如水深必须在 1.5 米 - 3 米,水质酸碱度在 PH7 - 7.5 之间,以适宜育珠蚌的生长和珍珠质的分泌;全年水温在 15 度 - 30 度;水中饵料生物要充沛,要有一定数量的浮游植物和浮游动物;水域的透明度要求在 30 厘米左右;通风良好,保持适宜的光照;以及远离工业污染源等。因此,全国适宜淡水珍珠养殖的区域较为有限,珍珠养殖面积上升的空间较小。估计未来较长时间内,我国淡水珍珠产量提升的空间不大。

另一个问题是行业内退出较多,尤其是行业寒冬时候很多养殖户被迫退出。由于周期壁垒较高,等行业复苏选择重新进入也有可能得不偿失。

此外灾害性天气,对珍珠供应影响较大,08 年的冰冻导致育珠蚌冻伤冻死,湖南、江苏、安徽、浙江等地 10 万亩养殖水域受灾,直接导致珍珠减产 100 吨左右。

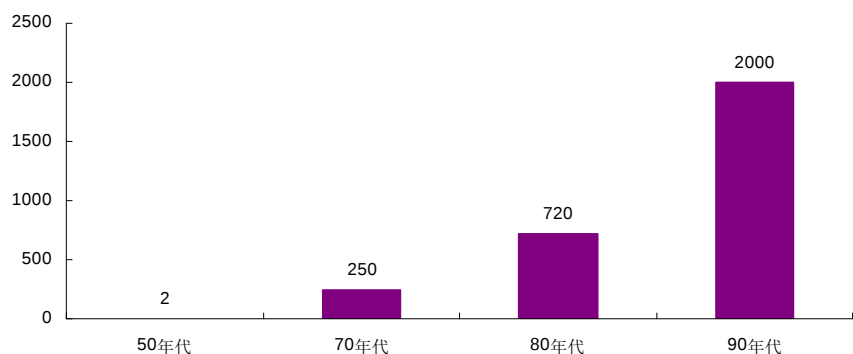
2、下游行业增速较快,品牌是关键

珠宝首饰贸易额快速增长

珍珠首饰行业是珠宝首饰行业的子行业。当今世界珠宝贸易以每年 8-10% 的速度增长。

图 8：全球珠宝贸易额快速增长

全球珠宝贸易额增长图：亿美元



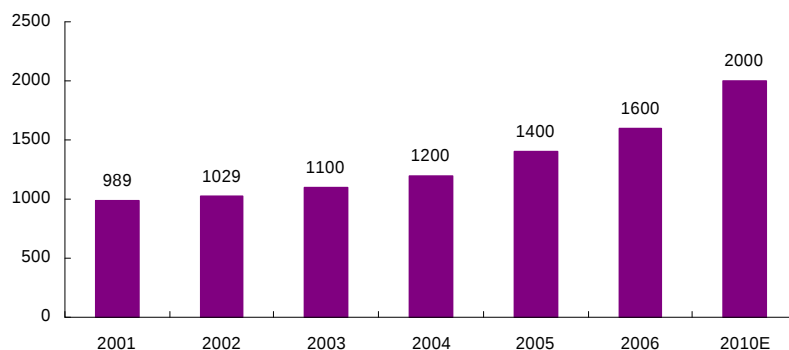
资料来源：中宝协，光大证券研究所

世界珠宝的消费大国主要为发达国家与地区,如美国、日本、英国、加拿大、瑞士、德国、香港等。

从 2001 年以来,中国珠宝首饰业也以 15% 左右的年增长率快速增长,出口增幅更是连续几年超过 20%。

图 9：中国珠宝首饰业销售规模稳定增长

中国珠宝首饰业销售规模：亿元



资料来源：中宝协，光大证券研究所

内外需求支撑我国珍珠市场的发展

世界珍珠产品的销售总额约为 60 亿美元，我国淡水珍珠的销售总额约 5 亿美元，占世界淡水珍珠销售总额的 8% 左右。

(1) 欧美、日本等主要珍珠消费地经济持续增长，有利于扩大我国淡水珍珠的出口数量。

近两年，我国各种珍珠及珍珠制品年出口额约 2 亿多美元，其中大多数产品通过我国香港销往美国、日本、欧洲等地。尽管平均价格有所降低，但需求量呈上升趋势。特别是高档珍珠（9 毫米以上，正圆形），无论淡水珍珠还是海水珍珠，缺口量依然很大。如珠宝级珍珠，国际市场每年需求量约有 500 吨，其中海水珍珠的年需求量大约 100 吨，淡水珍珠的年需求量大约 400 吨。而珠宝级珍珠仅有 100-200 吨，存在较大供给缺口。

(2) 我国经济持续稳定增长，有利于提升国内珍珠产品的市场容量。珍珠产品属于消费升级产品，也是我国传统的珠宝饰品。尤其我国有着历史悠久的珍珠消费文化。随着国民经济的持续稳定发展，国内珍珠饰品市场的需求有望保持增长趋势。

珍珠饰品品牌化之路较为艰难

从行业角度来看，长期以来，我国淡水珍珠加工企业的业务模式都是以珍珠加工业务为主。大部分的珍珠产成品都是直接批发给香港地区的珠宝商。香港珠宝商通过其自身的营销渠道将一部分珍珠产品转卖给欧美等发达国家和地区的珠宝企业，另一部分珍珠产品则以香港珠宝商的自主品牌（如“周大福”等）直接销售给消费者。

在这一过程中，国内淡水珍珠加工企业由于缺少品牌价值历史积累环节，品牌知名度较低，导致产品附加值不高；加之国内淡水珍珠加工行业的集中度较低，大部分加工企业尚无能力对珍珠资源形成垄断优势，批发环节的议价能力较弱，因此，现阶段我国淡水加工企业赚取利润的来源以加工费为主。

目前从世界范围来看，甚至是国内，珍珠饰品真正有品牌的还是在国外加工商手中，比如日本的御木本和田崎等，国内品牌相对较弱。

而品牌的铸就，需要时间的历练。即使国内前三强：阮仕、千足（山下湖）和佳丽，与国际品牌相比，仍难以望其项背。

表 3：国际主要的珍珠企业

序号	名称	基本情况介绍	备注
1	御木本珍珠（日本）	始于 1893 年，创始人“日本的珍珠之父”御木本幸吉，经营范围：各种类型的珍珠首饰、化妆品、餐饮。	世界顶尖的珍珠首饰品牌。销售网络覆盖 12 个国家和地区，共有 42 家销售店铺。
2	GOLAY（瑞士）	始于 1887 年，经营范围涵盖各式养殖珍珠及首饰，其他宝石首饰。	全球超过 1000 个销售点。
3	PASPALEY（澳大利亚）	始于 1950 年，运作南洋珍珠的领军公司，总部在悉尼，经营范围跨多个行业：养殖海水珍珠、房地产、畜牧业等。	为诸如 Tiffany、Cartier 等顶级珠宝公司提供南洋珍珠。营销网络遍布全球，主要的交易中心在香港和东京。
4	田崎珍珠（日本）	始于 1954 年，经营范围：AKOYA、南洋珠、淡水珍珠首饰和钻石、彩宝首饰。	在全球分布有 8 家分公司，共计 78 家零售店面；在中国有 37 家零售店，大陆有 29 家，分布在 11 个城市。
5	Mastoloni（美国）	始于 1920 年，是北美养殖珍珠行业的领军企业，主要经营淡水、海水珠的养殖、珠宝首饰的设计和加工。	营销网络主要分布在北美。
6	Autore（澳大利亚）	始于 1991 年，目前是世界最大的南洋珠及首饰分销商之一，2006 年销售额占全澳洲南洋珠的 30%，全球的 18%。	全球 10 个办事处，26 个销售点，同时还代理了澳洲西部 7 大南洋珠养殖场，印度尼西亚 2 大南洋珠养殖场。
7	Jewelmer（菲律宾）	始于 1985 年，目前是菲律宾最大的南洋珍珠养殖贸易公司，经营高品质的南洋珍珠首饰。	在东南亚共有 8 家销售店面，贸易遍布全球。
8	Honora（美国）	始于 1940 年，主要经营淡水珍珠和南洋珍珠首饰。	销售网点主要分布在美国。
9	Tara&sons（美国）	始于 1974 年，主要经营南洋珠和大溪地珍珠首饰的设计、加工、销售。	营销网点主要分布在美国。

资料来源：中宝协，光大证券研究所

四、山下湖的竞争力体现在资源优势及技术领先等方面

山下湖的资源优势主要体现在养殖资源和客户资源。此外，公司依托规模化带来的议价能力和增养技术也是公司主要竞争力体现。

1、养殖资源准备不断扩大

山下湖利用募集资金先后收购了湖南、湖北两块养殖基地，形成了 3 万亩左右的养殖水域，目前公司在养珍珠蚌 1000 万余只。

按照公司只采捕 5 龄蚌，平均来算，公司每年可采捕 5 龄蚌 200 万只，每只产珠 30 克，可每年自产珍珠 60 吨，实现自供比例 20% 左右。

而且公司也有意向不断扩大上游的资源优势,力图打造珍珠行业的德尔比斯。

2、客户资源力图不断拓展

山下湖已经与香港地区 95%以上的珍珠批发贸易商建立了客户关系,具备坚实的客户基础和完善的外销营销网络。

山下湖能够与香港绝大部分贸易商合作主要得益于公司本身的行业地位。山下湖是中国最大的珍珠出口贸易企业,已经成为中国珍珠龙头企业。从细分市场来看,珍珠首饰行业中,山下湖一直排在行业前列,在珍珠及首饰加工生产和品牌影响力方面优势显著。这也是促成公司能够建立强大外销营销网络的基础。

我们认为,公司未来也会逐步和欧美贸易商逐步接触,拓展新的客户资源,解决目前市场过于集中和饱和的风险。

3、公司具有较强的议价能力

凭借第一的市场地位,山下湖具备了较强议价能力。山下湖对原料需求量较大,采购额较高,在供应商中有较高的信用度。同时又具有收购规模优势,山下湖在采购环节的定价和议价往往就是行业采购行情的风向标。

为进一步密切与优质供应商的联系,山下湖在原有的联结基地及珠农的基础上,强化了对上游众多优质供应商的技术服务,建立了稳定的合作关系。

4、增养技术领先于行业

对于珍珠养殖而言,养成一定价值的珍珠至少需要插片后养殖育珠蚌三年以上,而普通的养殖户只能养殖育珠蚌 3-4 年,因为继续养殖育珠蚌极易染病,较高的病死率使继续养殖面临极大的风险。但对于珍珠养殖而言,持续生长才有可能产出大颗产品,成倍提高产品附加值。

公司总经理陈海军长期从事珍珠养殖研究,是珍珠增养技术的创始人之一。由于增养技术的进步,后期养殖育珠蚌的病死率大为降低,山下湖的育珠蚌普遍生长时间在 5 年左右。

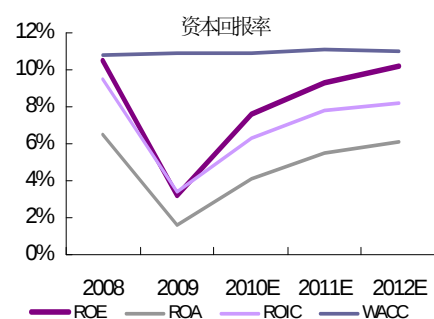
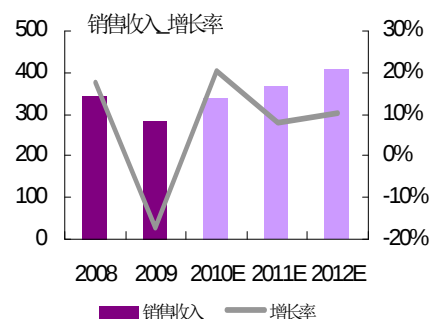
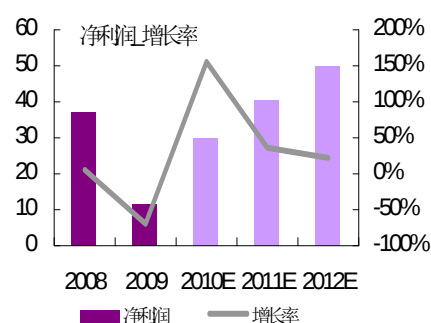
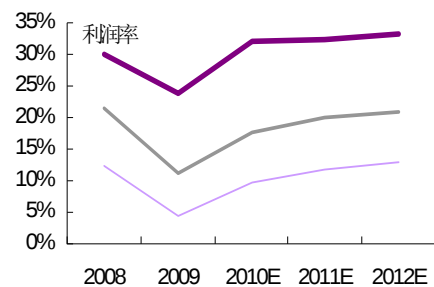
山下湖在增养技术方面领先于行业,公司的单蚌产珠可达 30 克,高于行业的 20-25 克,单产的提高也有助于培育较大珍珠个体,从而产生更高的经济效益。

五、预计未来公司随着珍珠价格逐步反弹以及公司自供珍珠比例的提高,公司毛利率将改善,给予增持评级

我们预计公司近三年净利润的复合增速为 62%,EPS 分别为 0.30 元、0.41 元和 0.50 元。作为唯一的珍珠上市企业,我们给予公司 11 年 45-50 倍 PE,目标价 18.45-20.5 元,短期增持,长期看好公司向上游转型之路。

风险提示: 珍珠价格疲软及人民币升值风险

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	344	284	341	368	406
营业成本	241	216	232	249	271
折旧和摊销	5	6	7	10	12
营业税费	4	4	5	5	6
销售费用	5	11	13	14	16
管理费用	18	20	24	26	28
财务费用	18	16	19	18	17
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	1	1	1	1
营业利润	55	16	43	57	68
利润总额	54	18	44	58	69
少数股东损益	6	1	3	3	3
归属母公司净利润	37.36	11.78	30.12	40.73	49.79

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	657	773	799	790	866
流动资产	575	684	673	624	682
货币资金	39	64	51	55	61
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	87	106	112	121	134
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	3	4	4	4	4
存货	386	470	463	398	434
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	3	3	4	4	4
固定资产	42	40	77	112	130
无形资产	19	26	25	24	22
总负债	265	370	362	309	332
无息负债	51	63	66	70	77
有息负债	215	307	296	239	256
股东权益	392	404	437	481	534
股本	67	101	101	101	101
公积金	171	139	142	146	151
未分配利润	117	128	155	191	236
少数股东权益	36	37	40	43	46

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	-60	-39	62	129	35
净利润	37	12	30	41	50
折旧摊销	5	6	7	10	12
净营运资金增加	123	63	8	-54	52
其他	-226	-120	16	132	-79
投资活动产生现金流	-13	-12	-45	-49	-29
净资本支出	9	13	50	50	30
长期投资变化	3	3	0	0	0
其他资产变化	-26	-29	-95	-99	-59
融资活动现金流	10	76	-30	-75	0
股本变化	0	34	0	0	0
债务净变化	28	92	-11	-57	17
无息负债变化	-14	12	3	5	6
净现金流	-62	24	-13	4	6

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	17.84%	-17.41%	20.15%	7.91%	10.32%
净利润增长率	5.45%	-68.46%	155.55%	35.26%	22.25%
EBITDA 增长率	10.13%	-51.60%	77.88%	22.96%	15.44%
EBIT 增长率	9.41%	-56.41%	89.26%	21.53%	14.62%
估值指标					
PE	52	165	64	48	39
PB	5	5	5	4	4
EV/EBITDA	20	60	34	27	24
EV/EBIT	22	72	38	31	27
EV/NOPLAT	27	99	50	40	36
EV/Sales	5	8	7	6	6
EV/IC	3	3	3	3	3
盈利能力 (%)					
毛利率	30.05%	23.96%	32.15%	32.45%	33.27%
EBITDA 率	22.93%	13.44%	19.90%	22.67%	23.72%
EBIT 率	21.35%	11.27%	17.75%	19.99%	20.77%
税前净利润率	15.83%	6.18%	12.76%	15.62%	17.09%
税后净利润率 (归属母公司)	10.86%	4.15%	8.82%	11.06%	12.25%
ROA	6.53%	1.64%	4.15%	5.54%	6.10%
ROE (归属母公司) (摊薄)	10.51%	3.21%	7.59%	9.31%	10.22%
经营性 ROIC	9.48%	3.39%	6.32%	7.82%	8.17%
偿债能力					
流动比率	2.17	1.85	1.86	2.02	2.05
速动比率	71.38%	57.81%	58.00%	73.05%	74.63%
归属母公司权益/有息债务	1.65	1.20	1.34	1.83	1.91
有形资产/有息债务	2.96	2.43	2.61	3.20	3.29
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.37	0.12	0.30	0.41	0.50
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	-0.59	-0.39	0.61	1.28	0.35
每股自由现金流(FCFF)	-0.66	-0.45	0.03	0.70	-0.05
每股净资产	3.54	3.65	3.95	4.35	4.85
每股销售收入	3.42	2.83	3.40	3.67	4.04

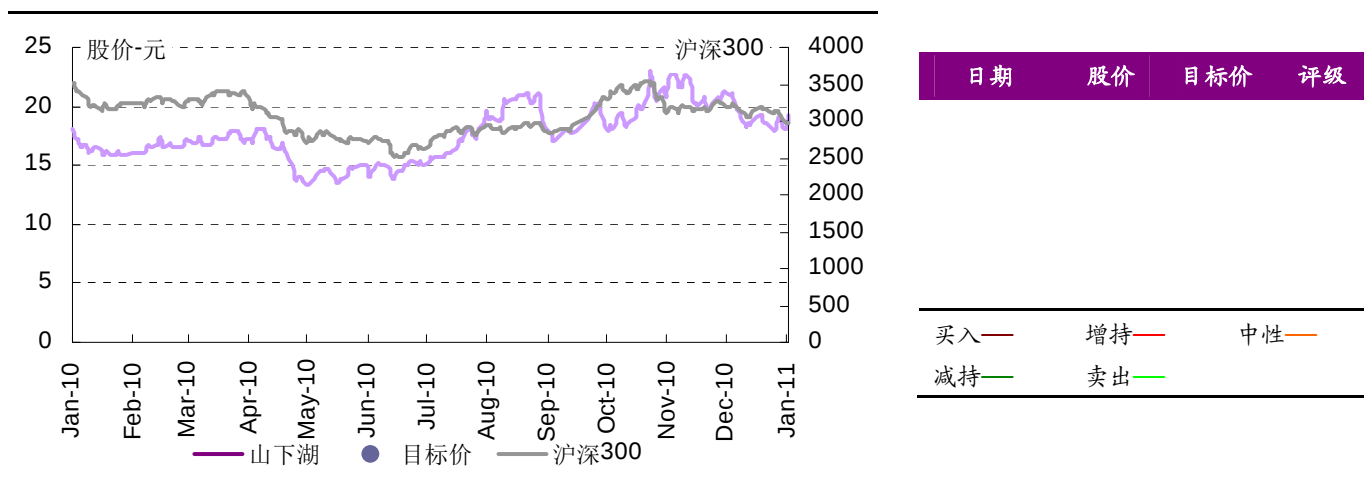
资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

山下湖（002173）



资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志 (主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebsecn.com
上海				
	杨日昕 (主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
	平珂 (主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
深圳				
	王汗青 (主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
专题				
银行/信托				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

风险提示及免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

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的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

经营业务许可证编号：z22831000

已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑与光大证券及其附属机构可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。