

投资评级: 买入（维持）

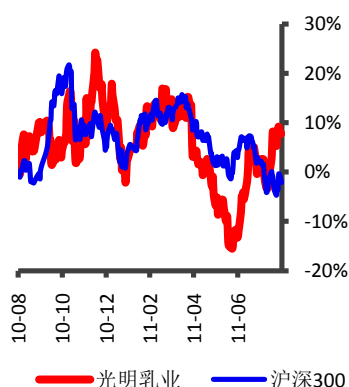
当前价格: 9.80 元
目标价格: 14.00 元
目标期限: 12 个月

市场数据

总股本(百万股)	1049.19
A 股股本(百万股)	1049.19
B 股股本(百万股)	0
A 股流通比例(%)	99.30
12 个月最高/最低	11.91/7.5
第一大股东	上海牛奶(集团)有限公司
第一大股东持股比例	35.03
上证综指/沪深 300	2576/2853

注: 2011 年 8 月 29 日数据

近十二个月股价表现



%	1 个月	3 个月	12 个月
相对收益	9.5	16.4	11.0
绝对收益	5.5	12.6	10.8

注: 相对收益与沪深 300 相比

分析师: 金嘉欣

执业证书编号: S0500511010002

联系人: 赵 军

(8621) 68634510-8715

zj2890@xcsc.com

上海市场发力省外市场平平，期待利剑出鞘破困局

——2011 年度中报点评

投资要点:

□ 2011 年上半年实现收入同比增 28.18%，归属母公司净利同比增 20.03%。

2011 年上半年公司实现收入 55.46 亿元，同比增长 28.18%；营业利润 4293 万元，同比下滑 32.68%；归属于公司股东净利润 7330 万元，同比增长 20.03%，归属于上市公司股东的扣除非经常损益的净利润 6768 万元，同比增长 37.25%。上半年实现 EPS0.07 元。

□ 毛利率同比下降 1.95 个百分点主要受合并 Synlait 报表所致。

2010 年 11 月 Synlait 进入合并财务报表，Synlait 上半年并入对外出售收入约 7.89 亿元，约占公司全部收入的 14.46%，而 Synlait 的毛利率只有 15% 左右，因此这使得公司上半年综合毛利率下降 1.95 个百分点。从今年二季度毛利率 32.92%和去年四季度毛利率 32.12%比较来看（两者均有 Synlait 并表因素），毛利率基本持平，显示公司的产品成本压力基本缓解。

□ 发力上海市场，省外市场平平；扣除 Synlait 的国内收入增长约 11.15%。

另人可喜的是公司上海市场上半年实现了 33.5% 的高增长，贡献收入 16.2 亿元，这与公司通过加强渠道建设，扩大优势区域；通过精细化管理，提高执行力的工作方针有关。然而上半年公司省外市场贡献收入 30.48 亿元，同比基本持平（只增长 2%）。上海与省外市场的两极分化可能是公司战略的重新调整所致（注：09 年上海市场下滑 1.13%，而省外市场增长 11.5%；10 年上海市场只增长 10.9%，低于省外市场 19.18% 的增长表现）。扣除 Synlait 国外销售收入后的收入同比增速约为 11.15%，较伊利等竞争对手差距较大。

□ 管理费用增速过大，其超过销售费用的增速可能与 Synlait 运营模式有关。

公司上半年管理费用增长 48.36%，而销售费用只增长 20%。我们认为销售费用增长 20%与国内收入增长 11.15%较为接近，另外包括了合并 Synlait 的销售费用。而管理费用同比增长 48.36%，剔除股权激励费用摊销 1400 万左右（约占 2010 年管理费用的 5%），管理费用的增速依然过大，与销售费用增速不太匹配，我们认为可能与 Synlait 加工厂模式的高管理费用低销售费用有关。

□ 所得税返还使得营业利润的下滑变为归属上市公司股东净利润的增长。

11 年上半年营业利润下降 32.68%，受益于递延所得税资产增加及所得税返还增加，上半年所得税费用为-2363 万元，贡献了净利润的增长，使得归属上市公司股东的净利润增长了 20%。

□ 期待年底利剑（来自新西兰的婴幼儿奶粉）出鞘破困局。

光明收购 Synlait 公司的战略之举年底将见效，Synlait 公司二号工厂配方奶粉（含婴幼儿奶粉）将于今年底明年初投放市场。我们认为该产品的奶源地背书和光明的技术背书将是最大的营销亮点。其中奶源地和品质更是婴幼儿奶粉的重中之重。我们认为该产品很有可能一举扭转光明的被动局面，杀出

一片新天地。

□ 盈利预测及估值

我们维持原先的业绩预测：公司 2011-2013 年的 EPS 为 0.25 元、0.55 元、1.14 元。该盈利预测假定显得偏乐观，因此我们在估值倍数方面给予一定的保险系数。我们给予 2011 年 25 倍的 PE, 预期 13.7 元, DCF 估值大约在 15.4 元左右。维持未来十二个月的目标价为 14 元。维持“买入”评级。

注：我们于 6 月 6 日上调公司评级至“买入”，截止目前累计涨幅 16.25%。

□ 重点关注事项

股价催化剂(正面)：源自新西兰的婴幼儿奶粉投放市场

风险提示（负面）：业绩低于预期，食品安全

主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	9572.11	11986.53	16283.84	21540.61
收入同比(%)	20.51%	25.22%	35.85%	32.28%
归属母公司净利润（百万元）	194.38	259.93	574.57	1199.11
净利润同比(%)	58.71%	33.73%	121.05%	108.70%
毛利率(%)	34.50%	36.00%	39.70%	42.51%
每股收益(元)	0.19	0.25	0.55	1.14
P/E	52.90	39.56	17.90	8.57
P/B	4.41	4.18	3.54	2.70

附录：2011 年 6 月 6 日报告《如运作成功，新西兰奶粉可新增约两个光明市值》

事件：公司股价随大盘调整从 4 月 27 日至 6 月 2 日**累计下跌达 20.55%**，6 月 3 日小幅反弹，我们认为目前的估值使得其安全边际增加；随着公司新西兰控股子公司 Synlait Milk Limited 的 Synlait 2 号工厂 2011 年 8 月份建成，其生产的**高端婴幼儿奶粉**将因其**新西兰血统**和光明的技术优势成为公司未来高成长的利器。我们认为市场漏算了较大一笔销售利润，经测算高端婴幼儿奶粉业务达产后销售利润部分将贡献约新增 **126 亿元 -137 亿元** 的市值（预计由上市公司独享），因此，我们上调公司评级至“买入”。

点评：

- 市场对高端婴幼儿奶粉的估值是基于对 Synlait 公司的财务估值，存在一定程度的漏估和低估。市场对高端婴幼儿奶粉的估值是基于对 Synlait 的财务预测，公司 2010 年 7 月 16 日公告显示 Synlait 财务预测是，未来 3 年的销售额预计分别为新西兰元 2.8 亿、3.85 亿和 4.59 亿。归属于本公司的净利润预计分别为新西兰元 184 万、423 万和 1082 万。我们认为此评估只是估算进了高端婴幼儿奶粉的加工部分利润，**漏算了高端婴幼儿奶粉更大的一块即销售利润部分**。

- Synlait 公司财务估值漏估了高端婴幼儿奶粉的销售利润部分。我们的推算逻辑基于两点：

其一从财务上讲，吨奶价格显示 Synlait 公司预测中计算的高端婴幼儿奶粉只是成本加少量加工毛利的出厂价。Synlait 公司 2009 年财年收入为 1.5 亿新西兰元，2010 财年前 9 个月（2009.8.1-2010.4.30）收入为 1.65 亿新西兰元。而公司 2010 年之前只有生产工业奶粉的 1 号工厂，**产能为 5 万吨**。而生产**高端婴幼儿奶粉**的 2 号工厂（产能 5 万吨）预计在 2011 年 8 月投产，2013 年达产，公司对 2 号工厂盈利假设的前提是 2011 年至 2013 年产能利用率分别为 30%、60%、100%。

最保守估算 Synlait 公司盈利预测中高端婴幼儿奶粉所采用的出厂均价：2013 营收预测是 4.59 亿新元，2009 财年的 1.5 亿新元和 2010 财年前 9 个月的营收 1.65 亿新元为工业奶粉收入。合理假定工业奶粉的营收大约在 2 亿新元左右。也就意味着高端婴幼儿奶粉的收入为 2.59 亿新元，对应 5 万吨销量，均价约在 0.52 万新元/吨，折合人民币仅 2.7 万元/吨；如果再退一步讲，高端婴幼儿奶粉的收入为 2.59 亿新元，对应 3 万吨销量（60% 产能利用率），均价约在 0.87 新元/吨，折人民币 4.5 万元/吨。出厂均价远远低于而国内定位于中高端的贝因美奶粉出厂均价 8.2 万元/吨。因此，我们得出市场对光明乳业未来的盈利预测只是考虑了 Synlait 公司**高端婴幼儿奶粉业务的加工利润，漏掉了更大的销售利润**。我们认为按照高端奶粉高毛利的原则，有理由相信，光明定位高端的婴幼儿奶粉未来销售给经销商或卖场、超市的均价应该在 8.2 万元/吨以上。

其二、从经营角度看，Synlait 公司作为一家加工型公司不可能直接主导市场终端销售，未来将主要依靠光明的销售渠道，也就意味着上市公司将 100% 享受高端婴幼儿奶粉的销售利润。Synlait 目前的业务主要是工业

奶粉，主要客户是生产型企业，属于典型的加工型企业，对于未来的婴幼儿奶粉业务，公司不太可能自己组建专门的终端营销队伍，这里面存在相当大的跨度。而这也就意味着在婴幼儿奶粉业务上Synlait公司只承担贴牌加工的角色，终端销售所涉及到的渠道、品牌等将由其拥有中国奶粉市场销售经验和渠道的控股股东光明乳业来实施。

□ 高端婴幼儿奶粉销售部分净利估算：**高端婴幼儿奶粉销售业务达产后的新增市值约在126亿元-137亿元。**

销售给经销商的吨价假定：基于定位中高端的贝因美奶粉均价在8.2万元/吨。我们合理假定光明定位于高端的婴幼儿奶粉的均价在9-9.8万元/吨（比贝因美高10%-20%）。

收入假定：2013年达产时高端婴幼儿奶粉的业务收入是5万吨*9万元/吨=45亿元和5万吨*9.8万元/吨=49亿元。

毛利率假定：定位于中高端的贝因美奶粉是65%的毛利率，假定进口环节具有大概20%左右的税费（增值税作为价外税除外）。我们合理假定光明未来高端婴幼儿奶粉销售部分的**毛利率在60%左右**（仅销售部分毛利率，未考虑加工部分毛利率）。

净利润率假定：贝因美2010年的利润率为14.2%，净利润率为11.6%。我们认为光明未来的高端婴幼儿奶粉在费用率方面将受益现有业务而低于贝因美的费用率，从而使得**光明的高端婴幼儿奶粉可能享受10%左右的净利润率**。理由如下：光明现有的奶粉销售体系（含渠道和营销队伍）对其未来的高端婴幼儿奶粉具有很好的支撑，即意味着其原先销售费用中的某些固定支出部分将降低光明高端婴幼儿奶粉的新增销售费用，从而降低销售费用率，使得其不高于贝因美；而光明高端婴幼儿奶粉的管理费用率也因被现有业务分摊而低于贝因美的管理费用率。

销售净利润合计：综合收入预计和净利润率预计，我们预计**光明高端婴幼儿奶粉销售业务达产后净利润的保守估计为4.5亿元-4.9亿元（即45亿*10%-49亿*10%）**。以28倍动态市盈率测算，**高端婴幼儿奶粉销售业务达产后的新增市值约在126亿元-137亿元**。同时考虑到Synlait公司中光明乳业预计分享的约5200万元（1082万新元），对应市值约14亿元。因此，**Synlait公司完全达产后将贡献约150亿元（137亿元销售部分市值+14亿元加工部分市值）的市值，以目前88亿市值计算，大约新增两个光明市值。**

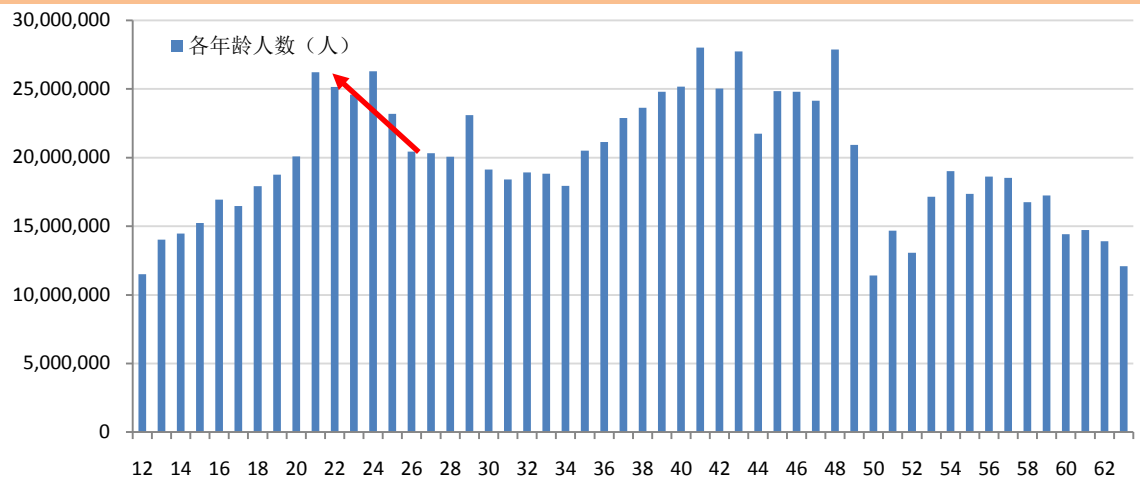
□ 婴幼儿奶粉市场潜力

- 1、我国《人口发展“十一五”和2020年规划》指出：受20世纪80年代至90年代第三次人口出生高峰的影响，未来十几年，20岁-29岁生育旺盛期妇女数量将形成一个高峰；9,000多万独生子女陆续进入生育年龄，出生率和出生人数将明显增加。
- 2、刘易斯拐点到来引发居民收入增速快于GDP名义收入增速，中国将迎来消费时代。
- 3、中国过程十年进行了快速的城镇化，2010年的城镇化率达50%，未来还将进一步提高。城市一般具有较高的收入水平和较低的母乳喂养率，同时城市人群更加认同工业化的婴幼儿食品。

2003年-2009年我国婴幼儿配方奶粉市场销量复合增长达到21%。目前我国已成为仅次于美国的世界第二大婴幼儿配方奶粉市场。Euromonitor预

测2010-2014年中国婴幼儿奶粉销量年均增速可以达到15%。

图 1 未来中国将进入生育高峰期



资料来源：湘财证券研究所

□ 婴幼儿奶粉市场格局（湘财证券收集整理）

目前全国共有114家婴幼儿配方奶粉生产企业，主要集中于黑龙江、内蒙古、新疆、河北、山东、陕西、四川等地区。

目前在婴幼儿配方奶粉市场，外资品牌与本土品牌竞争激烈。多美滋、美赞臣、惠氏等外资品牌于上世纪90年代进入我国市场，经过十几年的发展，凭借研发基础、悠久的历史、营销优势占据了较高的市场份额，并成为中高端市场的领导品牌。

2008年9月，“三聚氰胺”事件严重打击了消费者对国产品牌的信心。根

据AC尼尔森的统计数据，2008年5月-8月多美滋、美赞臣、惠氏、雅培占据高端市场前四名的位置，市场份额合计为56%，2008年9月至2009年4月，上述四大外资品牌的合计份额迅速提升至65%。

截至2009年12月，前十大品牌奶粉的市场占有率达到了83%，其中外资品牌的市场份额达45.2%，本土品牌中排名最靠前的分别是伊利和贝因美，分别位居第三、四位。

□ 光明介入高端婴幼儿奶粉市场的优势

1、品质优势

新西兰乳制品良好的国际声誉和消费者认知，为公司进入高端婴幼儿奶粉市场提供了一个良好的市场切入点和生产基地，也为公司寻求新利润增长点提供了一个理想的产业平台。同时实现了与本土婴幼儿奶粉企业的差异化竞争，优势明显。

2009年3月24日，中国消费者报社、新浪网亲子中心、北京艾索儿童咨询有限公司联合发布的《2009年中国婴幼儿消费市场3.15年度报告》调查结果显示：**质量、品牌和营养成分是消费者选择婴幼儿配方奶粉最主要的考虑因素**，同时婴幼儿喜好和亲朋好友推荐对消费者选择奶粉也起着较为重要的作用，而价格因素仅排在第六。

2、技术优势

2010年6月，光明牛奶获**乳业生物技术国家重点实验室**认证，这是乳业唯一的一家。强大的技术实力是公司走高端婴幼儿奶粉的技术保障。

3、渠道优势

目前国内婴幼儿食品的主要销售渠道包括大卖场、超市、便利店、母婴店（专业店）、网上直销等。婴幼儿配方奶粉市场，根据AC 尼尔森的统计，在众多流通渠道中，**大卖场、超市仍然是主要销售渠道**。光明乳业作为销售额近100亿的乳业第三巨头在渠道方面的优势可以顺利嫁接到高端婴幼儿奶粉业务。

4、品牌优势

光明乳业在华东市场尤其是上海市场具有良好的口碑和品牌优势，这种优势可以帮助光明未来的高端婴幼儿奶粉顺利打开中国市场，从而为光明高端婴幼儿奶粉进军全国市场建立根据地。

5、股权激励提升经营发展动力

公司目前已实施了股权激励计划，计划要求2011-2014年收入增速分别为20%、20%、20%、16%，归属于母公司净利润增速分别为58%、20%、20%、16%，每年加权平均净资产收益率不低于8%、净利润率2%。行权条件给管理层定下了最低发展要求，而公司高管和公司骨干未来将从公司股价的增长中获益，**使得高管和公司骨干与公司利益趋向一致**。

- **集团注入资产可以关注，但投资者不可过分依赖。**近期光明集团海外乳业收购动作频繁被报道，所谓无风不起浪，基于关联方避免同业竞争的需要和上海市国资整体上市的远景规划，**未来集团乳业相关资产注入是大概率时间**，只是时点难以把握，集团收购战略更多是从大乳业、大食品、大光明角度考虑，背后深层次意义可能是支持光明乳业做强做大的战略之举。

□ 盈利预测及估值

其他业务方面：2007年总经理郭本恒上任后将公司的发展战略从“聚焦新鲜”调整为“聚焦乳业、做强新鲜、突破常温、实现百亿”。随着战略的调整，公司专门设立了常温奶事业部开拓常温奶市场，将其在公司整体收入中的占比提高到40%，公司去年将常温酸奶“莫斯利安”从上海推向全国，未来计划在福建、安徽、山东、江西等地进行新一轮扩张，预计未来3年公司常温奶销售收入将保持15-20%左右的快速增长。

新鲜奶（包括巴氏奶和酸奶）在常温奶快速发展的同时，销售收入占比已经降低至43%左右，但贡献了公司主要净利润，未来公司将进一步通过产品创新逐步向华东以外地区谋求新市场。

注：我们的盈利预测假定公司现有业务未来三年增速为20%左右，假定高端婴幼儿奶粉业务11-13年的收入分别为5亿元、25亿元、50亿元。费用率方面我们进行了现有业务和高端婴幼儿奶粉业务费用的拆分。

我们预计公司2011-2013年的EPS为0.25元、0.55元、1.14元。该估值假定了2013年婴幼儿奶粉的产能利用率为100%，因此在目前产品还未发布的情况下描绘未来看似有些乐观，因此我们在估值方面给予一定的保险系数。我们给予2011年25倍的PE, 预期13.7元，DCF估值大约在15.4元左右。因此预计未来十二个月的目标价为14元。目前股价8.43元要经历12元附近的压力位，因此，我们认为一旦公司高端婴幼儿奶粉投放市场很有可能冲击12元压力位，**能否实现我们14元的目标价还有待观察其高端婴幼儿奶粉的市场销售情况**。考虑公司目前的股价基本合理，业绩估

值大幅漏估的高端婴幼儿奶粉的销售利润，我们上调公司评级至“买入”，未来十二个月目标价14元。

- 股价催化剂 公司高端婴幼儿奶粉上市
- 风险提示 食品安全的风险，高端婴幼儿奶粉市场开拓缓慢的风险。

主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	9572.11	11986.53	16283.84	21540.61
收入同比(%)	20.51%	25.22%	35.85%	32.28%
归属母公司净利润（百万元）	194.38	259.93	574.57	1199.11
净利润同比(%)	58.71%	33.73%	121.05%	108.70%
毛利率(%)	34.50%	36.00%	39.70%	42.51%
每股收益(元)	0.19	0.25	0.55	1.14
P/E	45.50	34.03	15.39	7.38
P/B	3.80	3.59	3.05	2.32
EV/EBITDA	18.65	13.21	7.68	4.19

表 1 2011 年上半年收入增长 28.18%，归属上市公司股东净利润同比增长 20%

	2H09	1H10	2H10	1H11	2H09 同比	1H10 同比	2H10 同比	1H11 同比
一、营业总收入	4091.54	4327.18	5244.94	5546.76	16.52%	12.35%	28.19%	28.18%
二、营业总成本	4031.97	4263.78	5104.98	5506.36	0.82%	13.35%	26.61%	29.14%
营业成本	2565.30	2791.65	3478.34	3686.43	10.32%	16.55%	35.59%	32.05%
营业税金及附加	13.23	15.96	27.04	24.18	9.34%	17.97%	104.34%	51.52%
销售费用	1262.99	1324.28	1403.05	1597.27	0.98%	9.53%	11.09%	20.61%
管理费用	147.46	117.42	162.75	165.01	-56.45%	-7.67%	10.37%	40.53%
财务费用	8.78	4.06	22.71	22.67	70.77%	-57.91%	158.51%	458.42%
资产减值损失	34.20	10.41	11.10	10.79				
三、其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00				
公允价值变动净收益	0.00	0.00	1.75	0.00				
投资净收益	6.40	0.37	3.16	2.53				
四、营业利润	65.97	63.77	144.86	42.93	-113.70%	-25.89%	119.56%	-32.68%
加：营业外收入	49.44	19.92	23.90	13.44				
减：营业外支出	11.92	6.34	5.14	5.35				
五、利润总额	103.50	77.35	163.61	51.02	-121.30%	-10.39%	58.08%	-34.04%
减：所得税	16.84	11.93	1.33	-23.63	-122.40%	-73.19%	-92.09%	-298.00%
六、净利润	86.66	65.42	162.28	74.65	-121.10%	56.50%	87.27%	14.11%
减：少数股东损益	9.52	4.35	28.97	1.35	-40.97%	-222.98%	204.31%	-68.96%
归属于母公司所有者的净利润	77.13	61.07	133.31	73.30	-118.07%	34.70%	72.82%	20.03%
每股收益	0.07	0.06	0.13	0.07	-118.07%	34.70%	72.82%	20.03%
以上同比为相对数，以下为绝对数								
	2H09	1H10	2H10	1H11	2H09 同比	1H10 同比	2H10 同比	1H11 同比
毛利率	37.30%	35.49%	33.68%	33.54%	3.53%	-2.33%	-3.62%	-1.95%
营业税金及附加率	0.32%	0.37%	0.52%	0.44%	-0.02%	0.02%	0.19%	0.07%
营业费用率	30.87%	30.60%	26.75%	28.80%	-4.75%	-0.79%	-4.12%	-1.81%
管理费用率	3.60%	2.71%	3.10%	2.97%	-6.04%	-0.59%	-0.50%	0.26%
财务费用率	0.21%	0.09%	0.43%	0.41%	0.07%	-0.16%	0.22%	0.31%
三项费用率	34.69%	33.41%	30.29%	32.18%	-10.72%	-1.53%	-4.40%	-1.23%
利润率	2.53%	1.79%	3.12%	0.92%	16.36%	-0.45%	0.59%	-0.87%
实际所得税率	16.27%	15.43%	0.81%	-46.32%	0.80%	-36.15%	-15.46%	-61.75%
净利润率	2.12%	1.51%	3.09%	1.35%	13.81%	0.43%	0.98%	-0.17%
归属母公司净利润率	1.89%	1.41%	2.54%	1.32%	14.04%	0.23%	0.66%	-0.09%

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

表 2 2011 年二季度收入增速加快，二季度收入同比增长 33%

	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q10 同比	4Q10 同比	1Q11 同比	2Q11 同比
一、营业总收入	2487.38	2757.56	2613.44	2933.32	11.51%	48.18%	23.05%	33.14%
二、营业总成本	2399.34	2705.65	2578.33	2928.03	11.16%	44.42%	23.66%	34.39%
营业成本	1606.58	1871.76	1718.72	1967.71	14.03%	61.86%	24.08%	39.90%
营业税金及附加	14.96	12.08	8.71	15.47	102.43%	106.77%	39.85%	58.98%
销售费用	700.49	702.56	759.51	837.77	3.72%	19.56%	20.56%	20.66%
管理费用	65.35	97.40	76.94	88.07	4.45%	14.73%	32.53%	48.36%
财务费用	5.17	17.53	10.48	12.19	-18.04%	608.97%	663.02%	353.79%
资产减值损失	6.78	4.31	3.97	6.82				
三、其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00				
公允价值变动净收益	0.00	1.75	0.00	0.00				
投资净收益	3.17	-0.01	1.37	1.17				
四、营业利润	91.21	53.65	36.48	6.45	25.25%	-883.55%	-6.99%	-73.72%
加：营业外收入	2.74	21.16	5.16	8.28				
减：营业外支出	1.93	3.21	2.08	3.27				
五、利润总额	92.01	71.60	39.56	11.46	-5.62%	1091.61%	-1.60%	-69.15%
减：所得税	20.20	-18.87	5.27	-28.90	-34.53%	34.65%	-57.94%	4779.38%
六、净利润	71.81	90.47	34.29	40.36	7.77%	351.86%	23.90%	6.94%
减：少数股东损益	0.57	28.40	7.44	-6.09	-114.39%	110.95%	242.90%	-379.75%
归属于母公司所有者的净利润	71.24	62.06	26.85	46.45	0.94%	846.63%	5.27%	30.61%
每股收益	0.07	0.06	0.03	0.04	0.94%	846.63%	5.27%	30.61%
以上同比为相对数，以下同比为绝对数								
	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q10 同比	4Q10 同比	1Q11 同比	2Q11 同比
毛利率	35.41%	32.12%	34.24%	32.92%	-1.43%	-5.74%	-0.55%	-3.24%
营业税金及附加率	0.60%	0.44%	0.33%	0.53%	0.27%	0.12%	0.04%	0.09%
营业费用率	28.16%	25.48%	29.06%	28.56%	-2.12%	-6.10%	-0.60%	-2.95%
管理费用率	2.63%	3.53%	2.94%	3.00%	-0.18%	-1.03%	0.21%	0.31%
财务费用率	0.21%	0.64%	0.40%	0.42%	-0.07%	0.50%	0.34%	0.29%
三项费用率	31.00%	29.65%	32.41%	31.98%	-2.37%	-6.62%	-0.05%	-2.35%
利润率	3.70%	2.60%	1.51%	0.39%	-0.67%	2.27%	-0.38%	-1.30%
实际所得税率	21.95%	-26.35%	13.32%	-252.19%	-9.70%	206.86%	-17.84%	-250.60%
净利润率	2.89%	3.28%	1.31%	1.38%	-0.10%	2.20%	0.01%	-0.34%
归属母公司净利润率	2.86%	2.25%	1.03%	1.58%	-0.30%	1.90%	-0.17%	-0.03%

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

表 3 预测利润表和资产负债表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	3107	2840	3913	5746	营业收入	9572	11987	16284	21541
现金	1139	600	927	1886	营业成本	6270	7671	9820	12384
应收账款	931	1054	1445	1919	营业税金及附加	43	52	72	95
其他应收款	35	66	79	109	营业费用	2727	3532	5048	6678
预付账款	161	191	247	311	管理费用	280	370	569	686
存货	806	923	1208	1513	财务费用	27	22	21	-1
其他流动资产	36	5	6	8	资产减值损失	22	20	20	20
非流动资产	2867	3219	3172	2919	公允价值变动收益	2	0	0	0
长期投资	11	12	12	12	投资净收益	4	0	0	0
固定资产	1978	2285	2250	2019	营业利润	209	319	735	1679
无形资产	145	254	297	290	营业外收入	44	40	40	40
其他非流动资产	733	667	612	597	营业外支出	11	11	11	11
资产总计	5975	6058	7086	8664	利润总额	241	348	764	1708
流动负债	2562	2563	3102	3687	所得税	13	52	138	427
短期借款	258	118	100	100	净利润	228	296	627	1281
应付账款	1230	1369	1810	2258	少数股东损益	33	36	52	82
其他流动负债	1075	1077	1192	1329	归属母公司净利润	194	260	575	1199
非流动负债	726	640	636	636	EBITDA	475	671	1154	2115
长期借款	567	567	567	567	EPS (元)	0.19	0.25	0.55	1.14
其他非流动负债	159	73	68	68	获利能力				
负债合计	3288	3203	3738	4323	毛利率 (%)	34.50%	36.00%	39.70%	42.51%
少数股东权益	357	393	445	527	ROE (%)	8.34%	10.56%	19.80%	31.44%
股本	1049	1049	1049	1049	ROIC (%)	9.67%	10.13%	20.68%	41.48%
资本公积	448	448	448	448	估值比率				
留存收益	833	967	1412	2323	P/E	52.90	39.56	17.90	8.57
归属母公司股东权益	2329	2462	2903	3814	P/B	4.41	4.18	3.54	2.70
负债和股东权益	5975	6058	7086	8664	EV/EBITDA	21.68	15.36	8.93	4.87

资料来源:公司公告,湘财证券研究所

表 4 DCF 相关参数

贝塔值 (β)	1.10
无风险利率 (%)	3.50%
市场的预期收益率 (%)	12.00%
股权资本成本 (K_e)	12.82%
债务成本 K_d (%)	4.73%
债务比率 $D/(D+E)$ (%)	7.62%
WACC	12.20%

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

表 5 DCF 估值敏感性分析

WACC (%)	永续增长率					
	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
7.20%	22.13	25.31	29.71	36.21	46.77	66.93
8.20%	19.02	21.33	24.40	28.64	34.90	45.08
9.20%	16.60	18.34	20.58	23.53	27.62	33.65
10.20%	14.66	16.01	17.70	19.85	22.70	26.64
11.20%	13.08	14.15	15.46	17.08	19.16	21.90
12.20%	11.76	12.63	13.66	14.92	16.49	18.49
13.20%	10.65	11.36	12.20	13.20	14.41	15.92
14.20%	9.71	10.29	10.98	11.78	12.75	13.92
15.20%	8.89	9.38	9.95	10.61	11.39	12.32
16.20%	8.18	8.60	9.07	9.62	10.26	11.01
17.20%	7.56	7.91	8.31	8.77	9.30	9.92
18.20%	7.00	7.31	7.66	8.05	8.49	9.00

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

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%以上；

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。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，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。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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。

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。

本报告版权仅为湘财证券有限责任公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。