

好当家(600467.SH)

3 季度增长 38%，4 季度旺季会更好

 评级: **买入** 前次: **买入**

 目标价(元): **13.44-15.24**

分析师

谢刚

S0740510120005

021-20315178

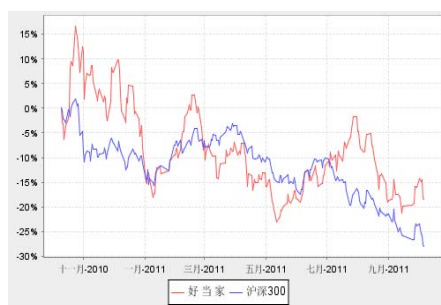
xiegang@r.qlzq.com.cn

2011 年 10 月 24 日

基本状况

总股本(百万股)	633.60
流通股本(百万股)	633.60
市价(元)	11.26
市值(百万元)	7134.34
流通市值(百万元)	7134.34

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	528.29	774.11	1,027.95	1,303.70	1,697.32
营业收入增速	11.23%	46.53%	32.79%	26.83%	30.19%
净利润增长率	-39.51%	89.68%	47.85%	60.75%	44.14%
摊薄每股收益(元)	0.12	0.23	0.33	0.54	0.77
前次预测每股收益(元)	0.12	0.23	0.33	0.54	0.77
市场预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
偏差率(本次-市场/市场)	—	—	—	—	—
市盈率(倍)	83.07	51.96	35.15	21.86	15.17
PEG	—	0.58	0.73	0.36	0.34
每股净资产(元)	2.03	2.19	2.53	3.06	3.83
每股现金流量	0.10	0.17	0.36	0.55	0.73
净资产收益率	5.86%	10.27%	13.19%	17.49%	20.14%
市净率	4.87	5.34	4.63	3.82	3.05
总股本(百万股)	633.60	633.60	633.60	633.60	633.60

备注: 市场预测取 聚源一 预期

核心观点

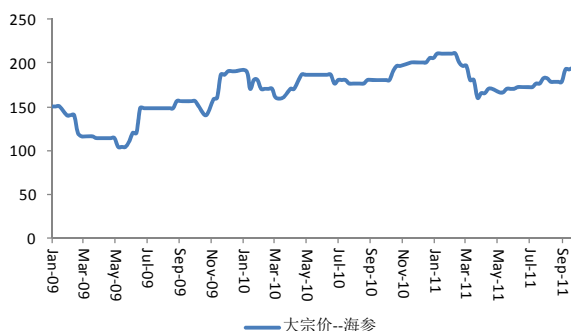
- 好当家 3 季报出炉, 期内共实现销售额 6 亿元, 同比增长 13.94%; 利润总额 1.1 亿元, 同比增长 39.46%; 归属母公司净利润 1.07 亿元, 同比增长 37.92%, 对应 EPS 为 0.17 元, 完全符合预期。
- 3 季度是海参销售淡季, 海蜇则承担了主要利润贡献来源。受需求景所带动, 今年山东地区海蜇价格大涨近 5 成, 销售均价从去年的 12.5 元涨至前期的 18-20 元/公斤, 涨幅 45-60% 左右。由于海蜇苗为公司自主繁育, 成本低, 毛利率高达 80% 以上, 助推海蜇成为 3 季度好当家利润增长的最主要来源。
- 国庆前后几乎所有的品种价格都出现了上升, 我们必须提示投资者关注海蜇价格上涨的背景——海珍品需求旺盛, 价格和盈利可能超预期。国庆前后, 海蜇涨 45-60% (12.5 元-20 元), 海参环比涨 20% (180-216 元), 虾夷扇贝涨 8% (25 元-28 元), 鲍鱼涨 30% (180-250 元), 小黄鱼涨 50% (16-24 元), 海湾贝涨 57% (7-11 元), 八代蛸涨 15% (26-30 元), 鱿鱼涨 10% (20-22 元)。记得今年 7-8 月份我们调研山东水产品行业时, 第一茬海蜇价格就已涨到 18-20 元, 两个月后的第二茬价格继续强势, 说明整个海珍品需求景气度不减。
- 4 季度海参将接力增长, 价格目前已经上涨至 220 元附近, 未来就看放量是否能达预期了。我们对今年秋冬捕捞季期间鲜海参价格的预期为 200-220 元, 目前已经达到, 未来进一步上涨空间有限, 下跌也不会跌到哪去, 关键看捕捞量是否能达到预期。2011 年 1-6 月份, 好当家海参捕捞量 1064 吨, 我们判断秋冬季旺季公司海参捕捞量也在 1000 吨上下, 全年累计捕捞量应在 2000 吨上下。
- 明年由于精养池改造后单产提升, 预计好当家海参捕捞量应在 2400-2500 吨, 均价则较 2011 年的 200 元上涨 10% 至 220 元/公斤, 加上改造成本和苗种成本高峰已过, 海参毛利率有望稳步提升 54.3% 上下。

- 近期，我们在和上海地区和机构投资者路演交流下来，被问及得比较多的一个问题是一一若中国宏观经济出现硬着陆，则海珍品销量和价格会怎么变化？这个问题比较难回答，一是硬着陆究竟该怎么定位？有没有量化指标？二是数据结构性恶化和结构性改善可能同时并存，譬如，周期和投资相关的数据会比较难看，但和消费相关的数据会比较好。就屈指可数的案例而言，08 年金融危机爆发后，中国海珍品的销量和价格表现要滞后 6 个月，前 6 个月量价齐升非常景气，后 6 个月量价齐缩景气补跌。作为微观研究员，我们更注意实体经济领域发生的现象和细节，在比较 2011/12 年和 08 年不同之处后我们倾向于认为一一2011/12 年海珍品的需求比 08 年更坚实，因为经销商的库存很低，或投机性需求远不如那时泛滥。
- 我们通过以上分析试图说明几个问题：首先，海珍品销售数据要滞后宏观经济 6 个月以上，这至少意味着 2012 年 6 月份以前海珍品的量价关系还较为良好；其次，如果到明年中期，国内宏观经济到时没有出现 08 年 7-10 月份期间的继续恶化，而是止跌反弹，那么海珍品的销售数据则不可能出现那时断崖式补跌；随着周期股触底反弹的到来，海珍品的基本面将位高举高打，届时，我们失去的最多只是向上的弹性，而不是损失真正的盈利；最后，我还是相信一一明年政府换届期间不会容忍宏观经济出现硬着陆风险。必须承认我们的宏观策略分析师、行业分析师现有的分析框架是有局限性的，经济学的很多问题最终必须站在政治的角度去解读和参悟。总体看，情况没有那么悲观，在发展中解决问题、以时间换空间的路径可能更为现实。在种种不确定性中如何把握确定性可能更为关键，至少，在我们产业结构升级浪潮中，大消费还是最受益的领域；至少，中国政府的工业反哺农业等制度性红利及惠农政策还会延续下去，农业公司会好过很多其他行业公司。
- 综上，我们继续看好 11 年 4 季度的海珍品盈利增长以及投资逻辑。维持好当家 11-13 年净利润预测 2.11 亿元、3.4 亿元、4.9 亿元，同比增长 47.8%、60.8%、44.1%，不考虑增发摊薄，对应 11-13 年 EPS 分别为 0.33、0.54、0.77 元；若按增发 1.13 亿股后的总股本 7.466 亿股测算，则 2012 年 EPS 为 0.45 元，2013 年 EPS 为 0.66 元，摊薄效应约为 18% 左右。
- 公司目前市价在增发价附近，若 11 月上旬公司能顺利拿到增发正式批文的话，则 2012 年 5 月份之前能顺利完成增发的概率较大。考虑到未来确定性的盈利增长前景及公司较强的盈利释放动力，我们仍建议中线投资者积极布局好当家，重申公司买入评级，目标价 13.44-15.24 元。

图表 1：好当家海参业务核心假设

好当家	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
海参销量(吨)	304	370	464	822	980	1290	1145	1010	1354	1932	2415	3312
海参销售额(百万元)	29	39	60	93	132	226	141	125	258	384	528	784
毛利率	79.27%	74.41%	72.44%	64.53%	57.19%	62.71%	61.96%	43.43%	33.57%	47.95%	54.32%	55.01%

图表 2：海参价格近期上涨至 200-220 元/公斤



来源：齐鲁证券研究所

图表 3：好当家海参业务成本结构

海参成本结构(万元)	2010	2011E	2012E	2013E
生产成本	17150.95	19981.11	24125.41	35263.28
其中：参苗	11200	12320	14000	24000
其中：折旧	839.36	1339.61	2539.61	2539.61
其中：人工等其他	5111.59	6321.50	7585.80	8723.67

来源：齐鲁证券研究所

图表 4: 好当家销售收入预测

项 目	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
海参													
平均售价 (元/公斤)	136.73	97.98	108.00	139.30	209.11	136.11	174.99	122.97	123.87	136.61	136.86	216.61	236.61
增长率 (YOY)	N/A	-28.99%	8.16%	23.23%	54.67%	-32.48%	29.51%	-29.73%	0.57%	54.19%	4.20%	10.07%	8.23%
销售数量 (吨)	158.00	303.00	376.61	583.61	863.61	806.00	1,206.00	1,145.00	1,030.00	1,351.00	1,351.00	2,416.00	3,316.00
增长率 (YOY)	N/A	92.20%	21.84%	25.31%	0.00%	111.37%	31.63%	-11.24%	-11.77%	34.02%	42.69%	25.00%	37.14%
销售收入 (百万元)	21.60	29.48	38.85	59.99	92.78	132.41	225.73	140.80	124.94	258.18	383.85	528.11	783.88
增长率 (YOY)	N/A	36.48%	31.78%	54.41%	54.67%	42.71%	70.48%	-37.63%	-11.27%	106.65%	48.67%	37.58%	48.43%
毛利率	80.90%	76.27%	74.41%	79.44%	84.90%	87.18%	82.71%	81.80%	81.29%	83.67%	87.38%	84.32%	88.01%
销售成本	2.38	6.11	9.94	16.53	32.91	56.68	84.18	53.56	70.68	171.51	199.81	241.25	352.63
增长率 (YOY)	N/A	156.72%	62.71%	66.27%	99.09%	72.24%	48.50%	-36.37%	31.95%	142.66%	16.50%	20.74%	46.17%
毛利	19.22	23.37	28.91	43.46	59.87	75.73	141.56	87.24	54.26	86.67	184.04	286.86	431.25
增长率 (YOY)	N/A	21.59%	23.70%	50.33%	37.77%	26.48%	86.93%	-38.37%	-37.80%	59.74%	112.34%	55.87%	50.34%
占总销售额比重	9.59%	10.74%	11.41%	14.98%	16.25%	20.54%	28.33%	29.88%	22.26%	34.09%	37.34%	40.51%	46.18%
占主营业务利润比重	23.24%	25.12%	30.02%	34.71%	46.50%	51.17%	56.54%	48.79%	33.11%	43.51%	57.99%	63.78%	68.67%
海蜇													
平均售价 (元/公斤)	0.00	0.00	0.10	0.30	7.00	8.21	10.43	8.80	8.37	12.31	16.36	18.71	21.11
增长率 (YOY)	N/A	N/A	N/A	-8.78%	-15.79%	16.42%	26.99%	-5.15%	-15.40%	47.79%	32.50%	14.50%	12.50%
销售数量 (吨)	0.00	0.00	1,316.61	1,786.00	1,606.00	1,326.00	1,106.00	1,317.00	1,706.00	1,361.00	1,361.00	8,106.00	7,016.00
增长率 (YOY)	N/A	N/A	N/A	108.86%	10.39%	6.75%	26.76%	19.41%	-23.67%	4.37%	23.08%	25.00%	15.00%
销售收入 (百万元)	0.00	0.00	12.27	23.38	21.73	27.01	43.48	49.24	65.20	70.07	79.98	114.48	148.11
增长率 (YOY)	N/A	N/A	N/A	90.52%	-7.04%	24.28%	60.97%	13.26%	32.40%	7.48%	14.14%	43.13%	29.38%
毛利率	0.00%	0.00%	84.43%	71.40%	71.00%	76.11%	81.43%	78.00%	78.00%	83.01%	87.79%	88.13%	90.61%
销售成本	0.00	0.00	1.91	6.21	5.86	6.56	8.07	10.80	13.12	11.35	9.78	12.22	14.05
增长率 (YOY)	N/A	N/A	N/A	224.96%	-5.64%	12.01%	23.06%	33.82%	21.42%	-13.49%	-13.86%	25.00%	15.00%
毛利	0.00	0.00	10.36	17.17	15.88	20.45	35.40	38.44	52.08	58.73	70.21	102.26	134.05
增长率 (YOY)	N/A	N/A	N/A	65.73%	-7.54%	28.80%	73.14%	8.58%	35.48%	12.77%	19.55%	45.65%	31.09%
占总销售额比重	0.00%	0.00%	3.60%	5.84%	3.81%	4.19%	5.46%	10.45%	11.61%	9.25%	7.78%	8.78%	8.73%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	10.76%	13.71%	12.33%	13.82%	14.14%	21.50%	31.78%	29.48%	22.12%	22.74%	21.35%
鲍鱼													
平均售价 (元/公斤)	400.00	196.96	277.61	224.91	243.11	306.00	306.00	360.00	360.00	480.00	480.00	500.00	500.00
增长率 (YOY)	N/A	-51.05%	15.51%	-1.14%	3.64%	28.69%	0.00%	-16.67%	-40.00%	20.00%	11.11%	0.00%	0.00%
销售数量 (吨)	15.17	286.11	31.03	86.11	13.81	33.00	28.00	28.00	28.00	36.11	36.11	40.00	40.00
增长率 (YOY)	N/A	60.12%	-48.59%	48.72%	-70.07%	70.13%	87.23%	-33.33%	19.32%	5.00%	-4.76%	22.86%	9.30%
销售收入 (百万元)	15.17	11.89	7.06	10.38	3.22	7.05	13.20	7.33	5.25	6.62	7.00	8.60	9.40
增长率 (YOY)	N/A	-21.62%	-40.62%	47.03%	-68.98%	118.95%	87.23%	-44.44%	-28.41%	26.00%	5.82%	22.86%	9.30%
毛利率	80.16%	74.36%	77.76%	81.08%	71.17%	80.20%	80.00%	80.00%	78.00%	78.00%	77.50%	77.50%	77.50%
销售成本	3.01	3.06	1.57	1.87	0.93	1.06	1.98	1.32	1.58	1.65	1.58	1.94	2.12
增长率 (YOY)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	87.23%	-33.33%	19.32%	5.00%	-4.76%	22.86%	9.30%
毛利	12.16	8.83	5.49	8.51	2.29	5.99	11.22	6.01	3.68	4.96	5.43	6.67	7.29
增长率 (YOY)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	87.23%	-46.41%	-38.89%	35.00%	9.35%	22.86%	9.30%
占总销售额比重	6.74%	4.33%	2.07%	2.59%	0.56%	1.09%	1.66%	1.56%	0.94%	0.87%	0.68%	0.66%	0.55%
占主营业务利润比重	14.70%	9.49%	5.70%	6.80%	1.78%	4.05%	4.48%	3.36%	2.24%	2.49%	1.71%	1.48%	1.16%
牙鲆鱼													
平均售价 (元/公斤)	14.00	13.11	13.74	11.37	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00	11.00	11.00	10.00	10.00
增长率 (YOY)	N/A	-14.90%	0.86%	-3.88%	-2.94%	-15.91%	-2.00%	-2.04%	-4.17%	10.87%	4.90%	4.67%	4.46%
销售数量 (吨)	751.43	263.28	263.28	263.28	263.28	263.28	263.28	263.28	263.28	263.28	263.28	263.28	263.28
增长率 (YOY)	N/A	31.14%	0.23%	-14.94%	-52.38%	-75.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
销售收入 (百万元)	55.79	62.26	62.94	51.46	23.79	5.00	4.90	4.80	4.60	5.10	5.35	5.60	5.85
增长率 (YOY)	N/A	11.60%	1.09%	-18.23%	-53.78%	-78.98%	-2.00%	-2.04%	-4.17%	10.87%	4.90%	4.67%	4.46%
毛利率	58.53%	46.53%	43.04%	31.73%	21.69%	17.88%	18.88%	14.10%	14.10%	15.10%	15.10%	16.10%	16.10%
销售成本	24.25	33.29	35.85	35.14	18.63	4.11	4.07	4.12	3.90	4.33	4.33	4.47	4.61
增长率 (YOY)	N/A	37.28%	7.69%	-1.99%	-46.99%	-77.96%	-0.81%	1.18%	-5.28%	10.87%	0.00%	3.24%	3.27%
毛利	31.54	28.97	27.09	16.33	5.16	0.89	0.83	0.68	0.70	0.77	1.02	1.13	1.24
增长率 (YOY)	N/A	-8.15%	-6.49%	-39.73%	-68.40%	-82.67%	-7.48%	-17.88%	2.61%	10.87%	32.36%	10.76%	9.16%
占总销售额比重	24.78%	22.68%	18.49%	12.85%	4.17%	0.78%	0.62%	1.02%	0.82%	0.67%	0.52%	0.43%	0.34%
占主营业务利润比重	38.13%	31.13%	28.13%	13.04%	4.01%	0.60%	0.33%	0.38%	0.43%	0.39%	0.32%	0.25%	0.20%
食品加工业													
销售收入 (百万元)	101.07	126.84	180.29	207.33	378.28	389.10	400.58	155.42	207.54	311.51	390.95	480.87	579.45
增长率 (YOY)	N/A	25.49%	42.14%	15.00%	82.45%	2.86%	2.95%	-61.20%	33.53%	50.10%	25.50%	23.00%	20.50%
毛利率	4.51%	3.95%	3.20%	3.67%	3.93%	3.75%	3.50%	1.40%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%
销售成本	96.11	119.29	174.34	193.51	355.92	367.72	382.33	153.24	203.73	279.74	379.89	467.26	563.05
增长率 (YOY)	N/A	24.12%	46.15%	10.99%	83.93%	3.04%	4.26%	-59.92%	32.95%	37.31%	35.80%	23.00%	20.50%
毛利	4.96	7.55	5.95	13.82	22.36	22.38	18.25	2.18	3.81	31.77	11.06	13.61	16.40
增长率 (YOY)	N/A	52.07%	-21.18%	132.35%	61.72%	0.09%	-18.46%	-88.07%	74.88%	734.80%	-65.18%	23.00%	20.50%
占总销售额比重	44.90%	46.21%	52.95%	51.76%	66.24%	60.34%	50.28%	32.99%	36.97%	41.14%	38.03%	36.88%	34.14%
占主营业务利润比重	6.00%	8.11%	6.18%	11.04%	17.36%	15.12%	7.29%	1.22%	2.32%	15.95%	3.49%	3.03%	2.61%
捕捞业													
销售收入 (百万元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	43.83	57.43	66.96	94.17	102.63	110.81	118.55	125.63
增长率 (YOY)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	31.02%	16.59%	40.64%	8.98%	7.98%	6.98%	5.98%
毛利率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	21.76%	23.96%	16.40%	16.40%	16.40%	16.40%	16.40%	16.40%
销售成本	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	34.28	43.68	55.94	85.11	86.98	100.28	107.87	114.94
增长率 (YOY)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	27.41%	28.06%	52.16%	2.20%	15.28%	7.57%	6.56%
毛利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	9.55	13.75	11.02	9.06	15.64	10.54	10.68	10.69
增长率 (YOY)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	43.96%	-19.83%	-17.82%	72.71%	-32.62%	1.35%	0.10%
占总销售额比重	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	6.80%	7.21%	14.21%	16.78%	13.55%	10.78%	9.09%	7.40%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	6.45%	5.49%	6.16%	5.53%	7.85%	3.32%	2.37%	1.70%
销售收入小计 (百万元)	225.12	274.50	340.48	400.58	571.06	644.79	796.73	471.18	561.35	757.27	1027.95	1303.70	1697.32
销售成本小计 (百万元)	142.41	181.45	244.18	275.38	442.30	496.79	546.38	292.37	397.50	558.05	710.59	853.94	1069.30
销售毛利小计 (百万元)	82.72	93.05	96.30	125.20	128.76	148.00	250.35	178.80	163.86	199.21	317.36	449.76	628.01
平均毛利率	36.74%	33.90%	28.28%	31.25%	22.55%	22.95%	31.42%	37.95%	29.19%	26.31%	30.87%	34.50%	37.00%

来源: 齐鲁证券研究所

图表 5：好当家三张报表摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售净收入	475	528	774	1,028	1,304	1,697	货币资金	44	55	57	-751	-974	-599
增长率	—	11.2%	46.5%	32.8%	26.8%	30.2%	应收账款	20	22	34	39	50	65
销售成本	-220	-330	-498	-631	-748	-944	存货	353	452	567	681	819	1,025
% 收入	46.2%	62.5%	64.3%	61.4%	57.4%	55.6%	其他流动资产	10	15	11	25	30	38
毛利	255	198	276	397	555	754	流动资产合计	426	544	669	-5	-75	529
% 收入	53.8%	37.5%	35.7%	38.6%	42.6%	44.4%	% 总资产	27.2%	30.8%	31.5%	-0.2%	-3.2%	18.1%
销售及行政费用	-46	-47	-47	-62	-77	-99	长期投资	43	43	53	53	53	53
% 收入	9.6%	9.0%	6.0%	6.0%	5.9%	5.8%	固定资产	1,037	1,118	1,334	1,832	2,303	2,269
EBITDA	210	151	230	335	478	655	无形资产	60	61	63	63	64	64
% 收入	44.2%	28.6%	29.7%	32.6%	36.7%	38.6%	非流动资产合计	1,142	1,224	1,452	1,949	2,421	2,388
折旧与摊销	-53	-64	-67	-80	-106	-126	% 总资产	72.8%	69.2%	68.5%	100.2%	103.2%	81.9%
% 收入	11.3%	12.2%	8.6%	7.8%	8.1%	7.4%	资产总计	1,568	1,767	2,121	1,945	2,346	2,917
EBIT	156	87	163	255	372	529	短期借款	167	235	478	40	40	40
% 收入	32.9%	16.4%	21.1%	24.8%	28.6%	31.2%	应付款项	66	65	85	112	137	174
利息费用	-12	-11	-18	-39	-22	-22	其他流动负债	59	77	90	91	104	124
投资收益	0	0	0	0	0	0	流动负债	292	377	653	244	282	339
税前经营收益	144	76	145	216	350	507	长期贷款	10	50	20	40	60	80
% 收入	30.3%	14.3%	18.8%	21.0%	26.9%	29.9%	其他长期负债	13	12	14	14	14	14
其他非经营收益	-14	2	4	5	5	6	负债	314	439	687	297	355	432
税前利润	130	77	149	221	355	512	普通股股东权益	1,209	1,285	1,390	1,601	1,940	2,429
% 收入	27.4%	14.6%	19.3%	21.5%	27.3%	30.2%	少数股东权益	45	43	45	47	50	56
所得税	-7	-3	-5	-8	-12	-18	负债股东权益合计	1,568	1,767	2,121	1,945	2,346	2,917
所得税率	5.4%	3.7%	3.2%	3.5%	3.5%	3.5%	比率分析						
少数股东损益	-2	-1	2	2	4	5		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
归属于普通股股东净利润	124	75	143	211	339	489	每股指标						
净利率	26.2%	14.2%	18.4%	20.5%	26.0%	28.8%	每股收益(元)	0.196	0.119	0.225	0.333	0.536	0.772
现金流量表 (人民币百万元)							每股净资产(元)	1.909	2.028	2.193	2.526	3.062	3.834
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	每股经营现金净流(元)	0.213	0.099	0.170	0.359	0.554	0.733
净利润	123	74	145	213	343	494	每股股利(元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
少数股东损益	0	0	0	2	4	5	回报率						
非现金支出	77	67	68	80	106	126	净资产收益率	10.29%	5.86%	10.27%	13.19%	17.49%	20.14%
非经营收益	16	13	17	34	17	17	总资产收益率	7.94%	4.26%	6.73%	10.85%	14.47%	16.77%
营运资金变动	-81	-92	-123	-100	-115	-172	投入资本收益率	10.99%	5.51%	8.66%	10.16%	11.93%	16.20%
经营活动现金净流	135	62	107	230	354	470	增长率						
资本开支	70	143	245	572	572	87	主营业务收入增长率	—	11.23%	46.53%	32.79%	26.83%	30.19%
投资	0	0	-21	0	0	0	EBIT增长率	—	-44.54%	88.14%	56.56%	45.85%	42.05%
其他	0	0	3	0	0	0	净利润增长率	—	-39.51%	89.68%	47.85%	60.75%	44.14%
投资活动现金净流	-70	-143	-263	-572	-572	-87	总资产增长率	—	12.68%	20.02%	-8.31%	20.62%	24.35%
股权募资	0	0	0	0	0	0	资产管理能力						
债权募资	-75	108	213	-418	20	20	应收账款周转天数	4.1	7.8	7.8	8.0	8.0	8.0
其他	-15	-11	-58	-46	-22	-22	存货周转天数	235.6	372.6	329.5	350.0	350.0	350.0
筹资活动现金净流	-90	97	154	-464	-2	-2	应付账款周转天数	19.9	28.1	26.3	25.0	25.0	25.0
现金净流量	-24	17	-1	-806	-220	381	固定资产周转天数	388.6	727.6	531.6	449.1	449.4	392.2
							偿债能力						
							净负债/股东权益	10.64%	17.33%	30.72%	50.42%	53.98%	28.93%
							EBIT利息保障倍数	17.1	13.6	13.0	8.5	21.5	29.4

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: 021-20315181
手机: 18616512309
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

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: 021-20315112
手机:18621368050
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

济南
联系人:韩丽萍
电话:0531-68889516
手机:15806668226
传真:0531-68889536
邮编:250001
地址:山东济南经七路 86 号
证券大厦 2308