

转型初见成效，未来快速增长

研究结论

- **向下游延伸，成功转型中：**公司以饲料业务起家，在充足的超前准备基础上开始瞄准下游，先后进入养殖及肉食品业务。目前，“种猪育种→饲料→商品猪养殖→生猪屠宰及肉食品加工”的纵向一体化产业链已经初具规模，公司转型取得初步成功。
- **饲料业务奠定坚实基础：**饲料业务保持稳定快速增长，为公司带来稳定现金流，并为下游养殖提供了安全的配套原料。公司因地制宜，在重点养殖区域有效布点，并以租赁、合资、收购等轻资产模式谨慎扩张，同时，4级服务体系定位于中小专业养殖户，通过小范围、高强度服务有效提升了产品定价能力及附加价值。未来饲料业务量增价稳，仍是公司收入主要来源。
- **养殖业务受益规模扩张：**公司目前拥有种猪 4700 头，二元能繁母猪存栏 1.1 万头，年出栏生猪 30 万头的生产能力。随着定向增发募集资金投入，沙洋等多座现有在建猪场将陆续投产，此外对外并购步伐的加快也将带动养殖规模快速增长至 100 万头以上。养殖业务将成为公司新的利润增长点。
- **肉食品业务值得期待：**公司以“自养猪，可溯源”的正邦鲜肉为卖点，有效整合上游饲料及养殖优势，通过专卖店、加盟店、专柜等形式开拓终端零售渠道，目前已经取得较快发展。由于轻资产模式风险小，扩张快，我们看好公司肉食品业务的发展潜力。
- **首次给予“买入”评级：**公司产业链一体化战略逐步实施将使公司综合竞争实力进一步提升，同时，未来公司饲料、养殖及肉食品等多项业务外延式扩张也将带动未来公司业绩增长幅度超出市场预期。我们预计，2010 至 2012 年归属母公司股东净利润分别为 1.36 亿、1.85 亿、2.07 亿，以增发 4380 万股（募集资金 4.38 亿，增发价 10 元）测算，折合全面摊薄每股收益分别为 0.51、0.69、0.77 元。给予公司 2011 年 30 倍 PE，对应目标价 20.7 元，首次给予“买入”评级。

催化剂：

- 国家收储带动猪价触底反弹并进入上行通道
- 外延式扩张进度超预期

风险因素：

- 原材料价格波动风险
- 生猪疫病爆发及生猪价格波动风险
- 营销网络拓展风险

东方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。



东方证券
ORIENT SECURITIES

郑文琦

农业、食品行业分析师
8621-63325888×6081
zwq@orientsec.com.cn

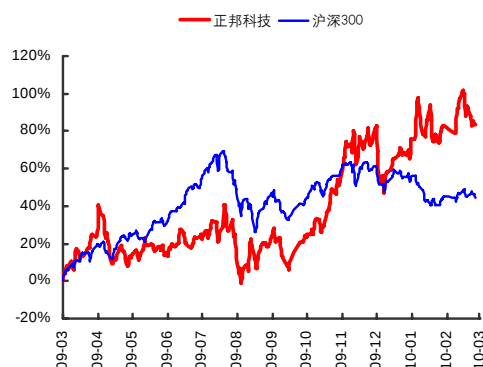
施剑刚

农业、食品行业分析师

投资评级 **买入** 增持 中性 减持（首次）

股价（2010 年 3 月 15 日） 13.46 元
目标价格（6 个月） 20.7 元
总股本/A 股（万股） 22,589/22,589
A 股市值（百万元） 3011.12
国家/地区 中国
行业 农林牧渔
报告日期 2010 年 3 月 16 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	1.7	5.3	76.1
相对表现 (%)	1.1	14.9	30.2

资料来源：WIND

财务预测

	2009E	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	4673	6003	7749	8912
主营业务利润(百万)	81	195	271	316
净利润(百万)	77	161	225	262
EBITDA(百万)	142	270	348	404
每股收益(元)	0.27	0.51	0.69	0.77
净资产收益率(%)	14%	14%	16%	15%
每股经营现金流(元)	-0.14	0.65	0.80	1.06
市盈率(X)	48.5	26.3	19.4	17.4
EV/EBITDA(X)	26	14	11	9

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

目 录

1 一体化宏图——向下游延伸，成功转型中	3
2 饲料业务——精心布局，稳步前行	4
2.1 因地制宜，分散布点	5
2.2 谨慎开发，租赁为先	7
2.3 深度营销，综合服务	8
3 养殖业务——盈利增长，募资扩容	9
3.1 链条完整，优势明显	9
3.2 增发募资，扩大规模	10
4 肉食品业务——蓝海竞争，期待成长	11
5 首次给予“买入”评级	12
6 风险因素	13

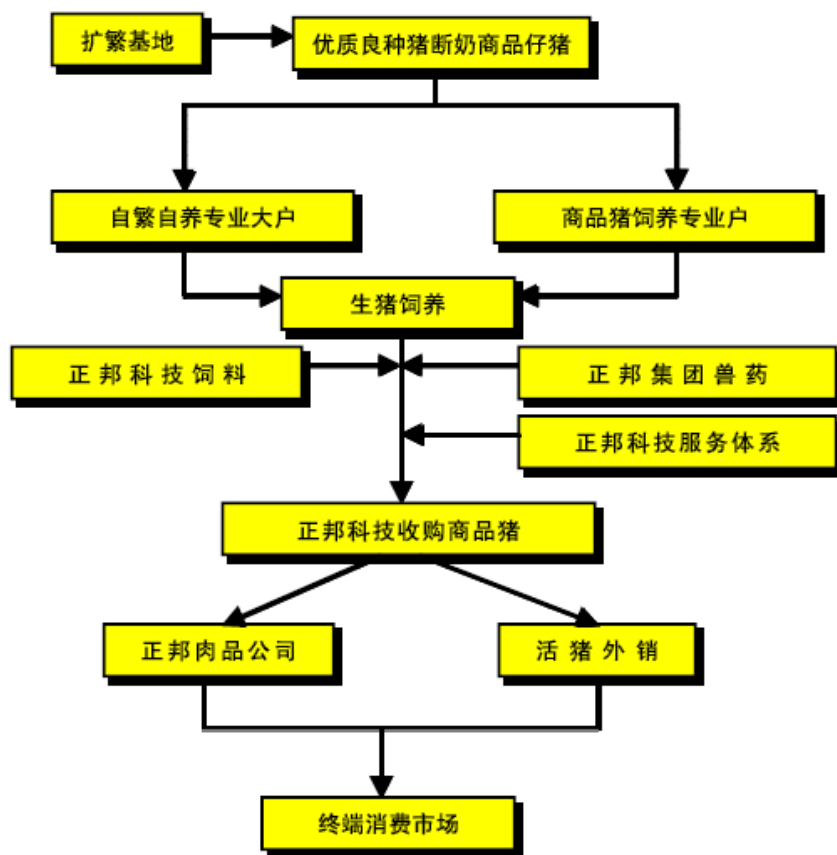
1 一体化宏图——向下游延伸，成功转型中

公司成立于 2004 年，并于 2007 年在中小企业板上市，目前，公司主营业务涉及饲料生产、生猪育种及养殖、肉食品加工三大领域。回顾发展历程，公司前身——正邦实业从 1996 年开始以饲料起家，2004 年，正邦饲料即已处于江西市场占有率第一的行业领先地位。

在完成原始积累之后，正邦瞄准下游的育种养殖，迈出了向产业链一体化企业转型的步伐。2004 年，公司通过收购育种中心，并先后设立多个扩繁猪场，开始涉足生猪育种、养殖业务，2009 年 3 月，公司正式介入肉食品业务。经过多年发展，公司着力打造的“种猪育种→饲料→商品猪养殖→生猪屠宰及肉食品加工”的纵向一体化产业链已经初具规模。

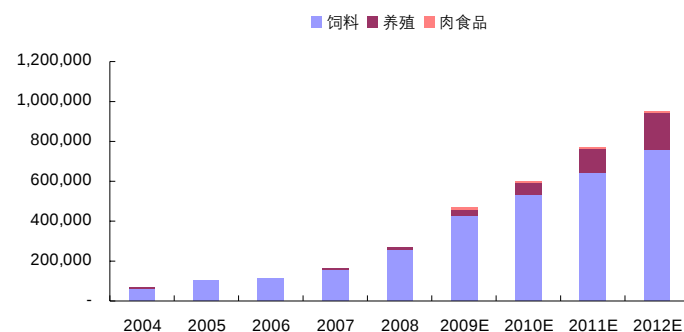
同时，在正邦集团其他业务（如兽药）的平台支持下，公司的价值链体系则更趋完整。

图 正邦生猪价值链

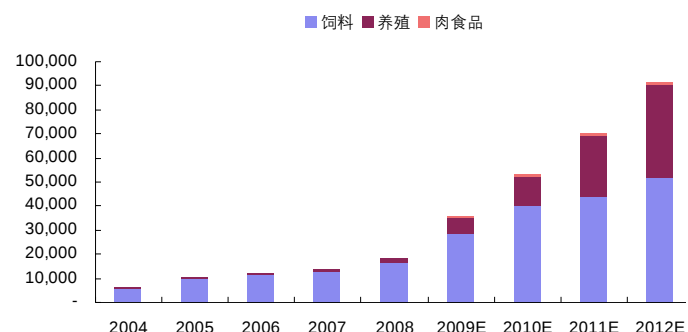


资料来源：东方证券研究所

尽管从目前业务结构上看，公司收入仍主要来源于饲料业务，但我们认为，在早期成功经营饲料业务的基础上，公司早已通过多年经验积累，完成了转型的第一步。由于养殖业务毛利率远高于饲料，且规模基数低、增速快，因此，未来养殖业务有望成为公司成长过程中新的利润增长点。

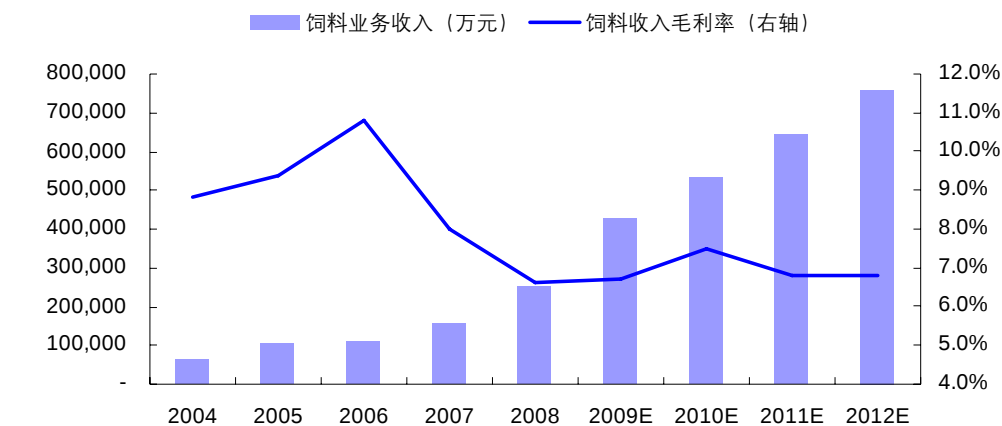
图 公司历年收入构成（万元）


资料来源：公司数据，东方证券研究所

图 公司历年毛利构成（万元）


2 饲料业务——精心布局，稳步前行

近年来，公司饲料业务保持了稳定、快速的增长，为公司发展带来了相对稳定的现金流，也为养殖业务的培育奠定了坚实的基础。规模方面，尽管并未进入国内第一阵营，但公司销售网络早已覆盖山东、四川、广东等重点畜禽养殖区域。

图 公司饲料业务收入及毛利


资料来源：东方证券研究所

图 公司饲料销售网络分布图


资料来源：东方证券研究所

2.1 因地制宜，分散布点

从产能布局来看，公司在江西以外的各子公司产能大多不超过 10 万吨，且基本分布在各饲养大省的中心区域，我们认为，这种产能布局一方面是公司基于自身产品结构及综合竞争优势所作出的最优决策，另一方面也是集中体现了公司贴近市场、小范围高强度服务的差异化战略思想。

从成本上来说，由于公司饲料产能主要分布在劳动力成本及运输成本相对低廉的中部地区和西南地区，因此，单位加工成本及饲养成本相对低于东部发达地区，因此，这样的布局也进一步凸显了公司的区位优势。

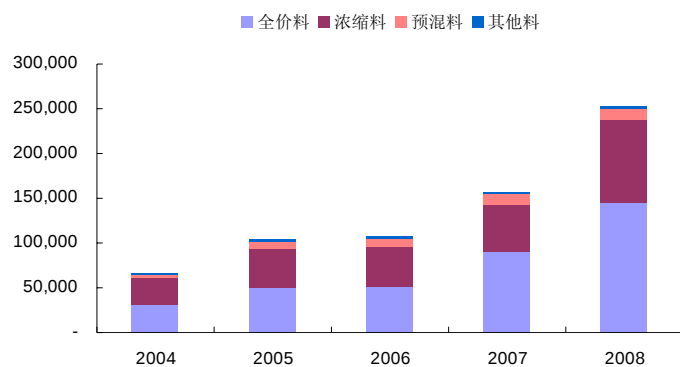
表 公司部分配合饲料、浓缩饲料产能分布

设计产能（万吨）	子公司（分公司）
>20	南昌广联
12-20	云南广联、江西樟树、广西广联、山东天普阳光
3	长沙、哈尔滨、云南（大鲸、领袖、大理华惠）、江西（汇联、吉安正邦）、山东正邦
2	河南（广联、驻马店正邦、郑州正邦）、广西正邦、贵阳正邦

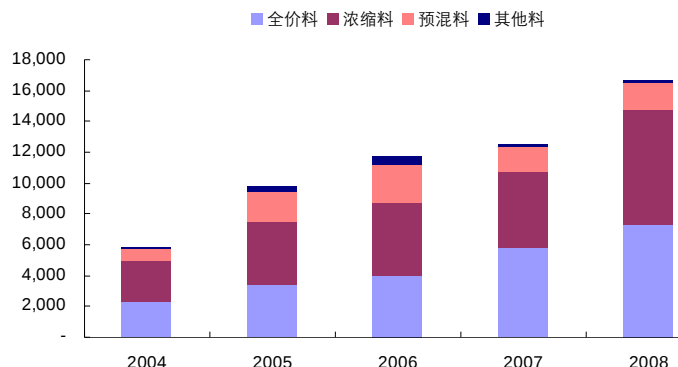
资料来源：东方证券研究所

产品覆盖方面，公司一方面生产全价料，供养殖户直接使用，另一方面，也生产预混料及浓缩料，以供养殖场及小型饲料企业生产全价饲料。这样的产品结构不仅可以避免与当地具有区域优势的小型饲料企业直接打全价料价格战，同时也可以发挥预混料及浓缩料广适性（生产受运输半径限制较小）及高毛利（技术含量高，还可以与当地企业建立业务关系）等多方面的优势。

此外，由于浓缩料不含能量成分，较全价料运输成本低，因此，在西南地区等交通运输不便的市场上，公司可以轻易地通过这样的战略来扩大销售覆盖范围。实际上，从历年各类饲料产品的收入及毛利贡献上，也可看出浓缩料推广对于盈利的推动作用。

图 公司历年饲料分类产品收入（万元）


资料来源：公司数据，东方证券研究所

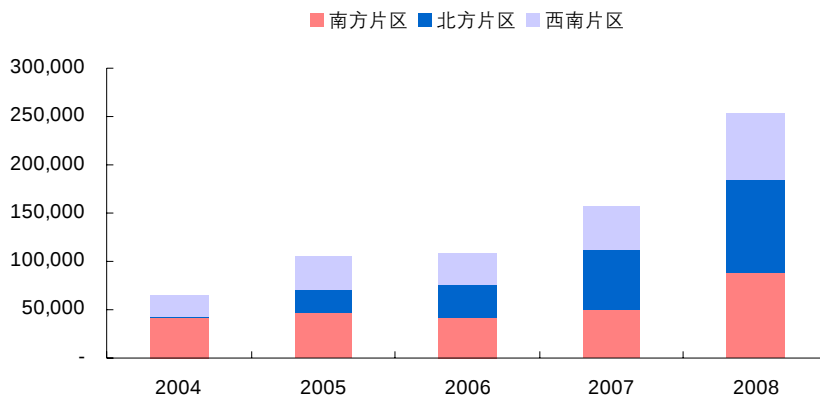
图 公司历年饲料分类产品毛利（万元）


从片区经营上看，公司以南方片区为根据地，先后成功开拓西南及北方片区市场，为饲料业务扩张带来了新的增长点。

表 公司各片区特点

片区	省份	特点
南方	江西、湖南等	开发早，管理水平较高。已形成品牌效应，市占率较高，以全价料、浓缩料和预混合饲料为重点，
北方	北京、黑龙江、山东、河南	开发较晚，基数小，大投入后增长较快
西南	云南、成都、广西、贵阳等	经营时间较长，以浓缩料为重点

资料来源：东方证券研究所

图 公司分片区收入（万元）


资料来源：东方证券研究所

2.2 谨慎开发，租赁为先

在扩张早期，公司采用了较为谨慎的市场预开发战略，整体流程主要包括：市场调研——挖掘与收集客户需求——从附近兄弟省市调集饲料过来销售——租赁当地生产线与场地组织生产——自投自产自销。

硬件方面，公司走的是先租用再建厂的轻资产路线，从而大幅降低了扩张所带来的成本上升和高风险；软件方面，公司有意识地选择规模不太大的经销商，进而避开强势渠道，增强定价自主权，以便组织配送及对终端客户赊销。由此，公司便可以在子公司已经具备了一定市场影响力及服务支持能力的基础上再投入资金进行必要的扩张。

网点上，公司遵循“60 公里无死角、100 公里村村有、300 公里见得到”的销售网点布局原则，每 60 公里的销售半径内设立一家分公司或子公司，并以分、子公司为圆心，设定多个营销环，并明确相应的销售目标。

表 公司饲料销售策略

	销售半径	市场占有率要求
营销一环	10 公里以内	95%
营销二环	10—20 公里	80%以上
营销三环	20—60 公里	60%以上

资料来源：东方证券研究所

从上市之初，正邦便将全国性扩张作为未来发展方向，考虑到同质化竞争使饲料行业早已逐渐微利化，公司在一定程度上放缓了自行建厂的步伐，改为以合资、参股等形式进行扩张，

结构整合方面，公司在向养殖下游延伸过程中，开始在自身生猪产业发展的重点区域进行饲料产能的合理整合及扩张，如在养猪核心区新干县新设新干分公司以缩短在养殖中心区服务半径，在信丰县新设赣州正邦，以分流信丰分公司的水产饲料生产压力，使其能进一步提高猪饲料生产能力，进而提高对服务区的服务能力。

外延式扩张方面，2005 年，公司通过控股山东天普阳光（下属十余家子公司，分布于山东各地）打入山东市场，同时，2009 年天普阳光自身也在所服务区域内增设饲料生产基地，重新布局市场区域，以增加企业在布局区域内的市场竞争力。2009 年，公司又成功收购了江门得宝集团，从而扩大了在广东区域内的饲料产销能力，此外，公司也在山东、云南、安徽等地与熟悉当地市场的企业和个人合作，从而拓展饲料业务网络，增加服务区服务密度。

总体而言，公司的有效整合及扩张不仅可以充分利用合资方在当地的经销渠道，同时也实现了利用股权对具备较强经营能力的合资公司管理层进行相应激励的可能。本次增资扩股行为，符合公司区域聚焦滚动扩张发展的思路，为下步产业链的延伸打下了基础。

2.3 深度营销，综合服务

公司将目标客户锁定在农村中小专业养殖户，通过构建 4 级服务体系，公司为养殖户提供了及时、高效的服务（包括防疫建议、场舍规划、养殖技术等）及培训，稳定了客户资源，并提高了产品的附加价值，从而带动了产销规模的扩大。

作为 4 级服务体系的基础，公司的驻地服务队伍依托乡村兽医、教师等经大力培训而来，依靠他们的驻地优势和人脉体系，将其与公司经销商的业绩挂钩，从而将有关的养殖配套服务从县一级下沉到了村一级，通过这种“一站式服务”，公司增强了与客户间的沟通，随着服务质量的提升，当地养殖客户品牌信任度及忠诚度逐步提高，公司在产品定价能力得到有效加强的同时，也为进一步的市场扩张奠定了基础。

同时，公司将手中已掌握的发明专利技术（主要是仔猪料、育肥猪料）应用延伸至“公司+基地+农户”的养殖模式中，不仅通过下游养殖直接带动了饲料销售，而且也间接促进了公司种猪及商品仔猪繁育体系的建设。

表 公司“四级”营销服务体系

体系	内容
专家型服务体系	由国内、省内知名专家组成服务团队，针对共性的服务需求组织专门服务（包括区域性的新技术培训、疑难性问题的诊断服务）
专职技术服务体系	配合用户对专项技术的需求，组织专题培训与现场讲解，突破性地解决专项问题
专业技术型营销队伍建设	招聘数百名毕业于动物科学或动物医学及相关专业大专院校毕业生充实到营销队伍中，并用 3~5 年时间将营销队伍打造成为当地支农的忠实培训师
驻地服务队伍建设	发挥当地原农业系统基层兽医的力量，利用其在当地的人脉优势，迅速形成公司在当地服务的重要力量

资料来源：东方证券研究所

3 养殖业务——盈利增长，募资扩容

3.1 链条完整，优势明显

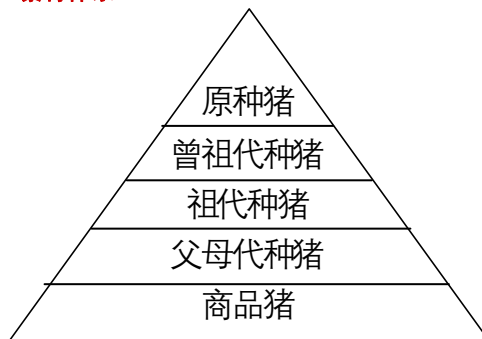
近年来，由于农村劳动力大量向城市转移，同时猪价大幅波动使亏损养殖户积极性受到一定抑制，因此，散户正在逐步退出，而集约化和规模化养殖的优势则开始逐步显现。

基于打造养猪产业价值链工程的理念，通过数年对于对养猪繁育体系建设及商业模式创新的超前投入，目前公司从种猪育种、种猪繁育、商品仔猪生产、肉猪生产（含“公司+基地+农户”）的养猪产业一体化战略产业模式效益已经开始显现。

根据“金字塔型”种猪生产繁育体系，公司从顶端开始着手，早在 2004 年，公司就以 400 多万元的超低成本收购了原农业部定点一级原种猪场——江西省生猪育种中心。同时，还与国外一流的种猪公司合作，通过原种猪引进和培育相结合的生产模式，快速壮大种猪的养殖规模、占领养猪技术的至高点。此外，对于种猪扩繁场的投入和生猪养殖重点区域商品仔猪繁育体系的建设，则使公司快速形成了父母代种猪的繁育能力，并为商品猪养殖提供了大量的良种断奶仔猪。

对于养殖业务，公司实施以养猪为主的区域集中战略，以三元杂交种猪繁育为中心、在方圆约 50 公里之内、以“统一配方、统一技术、统一品质、统一品牌、统一销价和保证质量、保证服务”（五统两保）的“公司+农户+基地”模式，集中发展畜牧小区，通过配合饲料供应基地建设，从而有效地缩短了服务半径，提高了服务效率。

图 “金字塔型”种猪生产繁育体系



资料来源：东方证券研究所

从结构上看，以正邦养殖为核心，公司全面整合了旗下包括正邦农牧、安远正邦、原种猪场等养殖相关资产。目前，公司已有 3 座种猪（原种猪）繁育基地、6 座商品仔猪繁育场，拥有种猪 4700 头，二元能繁母猪存栏 1.1 万头，年出栏生猪 30 万头的生产能力。

随着沙洋等多座现有在建猪场的陆续投产及对外并购步伐的加快，公司养殖规模将快速增长，我们预计，公司 2010 年将实现种猪 7000 头、二元能繁母猪存栏 4 万头、年出栏 80 万头商品猪的生产规模，2012 年将初步达到 120-140 万头的商品猪出栏能力。

此外，对于生猪养殖的严重污染问题，公司则因地制宜，充分利用赣州 280 万亩脐橙对天然肥料的巨大需求，巧妙地解决了猪粪的处理难题，不仅为公司节约了每头生猪 20 元以上的排污成本，同时也形成了养殖到排污的生态循环经济链条。

表 公司生猪产能分布

子公司	生猪产能 (万头)	投产时间	养殖区域	猪场分布
正邦养殖	1.3	2003 年 10 月	南昌、吉安	进贤钟陵、新干谭丘、新干金川
江西正邦农牧	4.5	2005 年 9 月	赣州信丰	古陂、嘉定、正平、大塘
安远正邦	4.0	2006 年 12 月	赣州安远	重石、塘村
正邦养殖龙南分公司(募投)	8.0	2009 年	赣州龙南	八宝洞、关西、桃江
正邦养殖吉安分公司(募投)	10.0	2009 年	吉安	安塘、登龙、凤凰
原种猪场(增发)	1.4	2011 年(预计)	抚州	金溪
沙洋正邦(增发)	29.6	2011 年(预计)	荆门沙洋	原种、第一~第五猪场
合计	58.8			

资料来源：东方证券研究所

3.2 增发募资，扩大规模

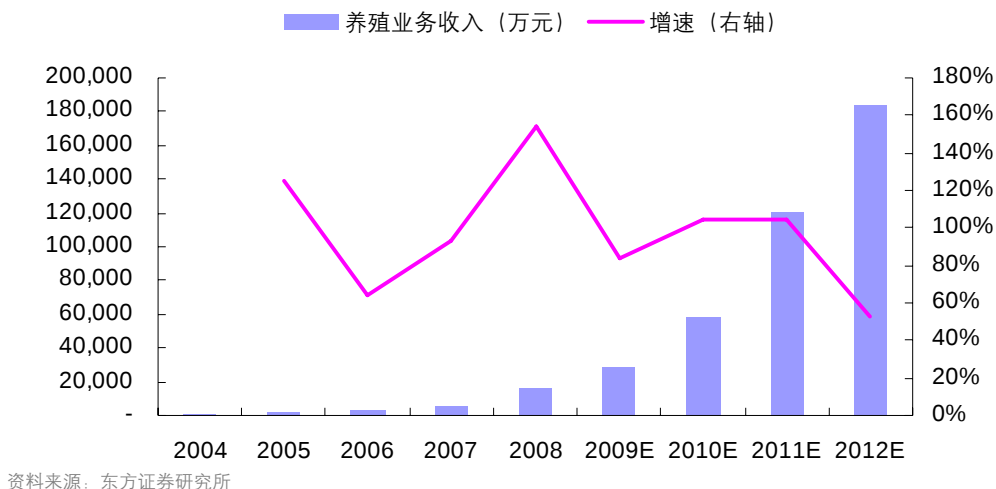
公司于 2009 年 9 月公布了非公开发行预案，拟筹集不超过 4.38 亿元资金用于 10 个项目建设，其中正邦集团拟以不超过 5,000 万元的现金参与认购。目前，此次增发已获证监会核准。

我们认为，此次增发涉及饲料生产、生猪种猪育种、商品仔猪繁育及商品猪养殖、生猪屠宰及肉食品加工等多个环节，将有效缓解公司产能瓶颈，推动公司养殖规模迅速扩大，对于公司打造纵向一体化的完整产业链具有极其重要的战略意义。

表 公司增发项目（单位：万元，万头）

	项目名称	拟投资总额	预计收入	税后利润	种猪产能	生猪产能
饲料	年产 18 万吨饲料厂建设项目	4,225.20	24,840.00	591.00		
	沙洋正邦年产 24 万吨饲料厂建设项目	5,012.00	33,240.00	909.00		
原种猪	原种猪场公司金溪琅琊基地建设项目	4,519.50	3,137.00	1,270.00	0.65	1.35
	沙洋正邦原种猪场	5,023.20	2,595.00	1,482.00	0.78	1.62
生猪养殖	沙洋正邦第一猪场	2,847.23	2,320.00	362.48		5.80
	沙洋正邦第二猪场	2,861.54	2,320.00	361.87		5.80
	沙洋正邦第三猪场	2,851.41	2,320.00	362.30		5.80
	沙洋正邦第四猪场	2,850.72	2,320.00	362.33		5.80
	沙洋正邦第五猪场	2,492.41	1,920.00	282.00		4.80
肉食品	年加工 8 万吨可溯源安全猪肉食品项目	11,141.60	117,866.40	4,410.00		
	合计	43,824.81	192,878.40	10,392.98	1.43	30.97

资料来源：东方证券研究所

图 养殖业务收入预测及增速


4 肉食品业务——蓝海竞争，期待成长

2009 年上半年，公司在养殖业务发展取得稳定发展的基础上，开始在肉食品行业加大投入。2009 年 8 月，公司组建了以畜禽产品加工经营为主要业务的江西正邦食品有限公司，并以其为龙头，开始在全国主要城市建立市场营销网络体系，具体包括在北京（北京正邦伟杰）、南京（南京正邦生鲜）、南昌（南昌正邦食品）、吉安（吉安正邦食品）、山东（山东和康源）等地设立合资公司，并在吉安着手新建生猪屠宰加工厂等。目前，公司肉食品业务在江西、河南、山东、北京、天津等地区迅速发展，取得了良好的市场地位。

产品方面，肉制品所需屠宰生猪全部来源于自有养殖基地，采取统一经营模式和质量标准，实行就地生产、就地销售，经屠宰分割后进行统一配送，这样不仅缩短肉类产品流通时间，加快生产工艺流程与销售流程，而且能够最大限度保证肉食的新鲜度和口味，满足消费者需求。种类方面，公司在生鲜肉以外，还开发了西式灌肠、火腿切片、培根等中高端产品和部分休闲食品。

渠道方面，公司按照“减少投资、整合资源”的“轻资产”原则推进，以生鲜产品作为主导产品进行运作，通过专卖店、加盟店、专柜等形式开拓终端零售渠道，进而实现快速扩张。零售店面统一使用“正邦鲜肉”品牌推广，统一控制终端价格，区域内实行独家专卖经营模式。

结合公司发展情况，我们对肉食品业务表示谨慎乐观，同时，我们认为，正邦在肉食品领域的扩张正是其打通从基地到餐桌、全程可追溯的肉食品产业链的关键一环。依托完善的产业链，尤其是良好的上游的饲料及养殖基础，公司饲料加工、繁育种、养殖、防疫保健到屠宰加工和终端销售配送等多方面优势可以得到有效整合，以“自养猪，可溯源”生产全过程控制体系也将成为正邦鲜肉的最大卖点。

图 正邦鲜肉专卖店

资料来源：东方证券研究所

5 首次给予“买入”评级

我们预计，2010至2012年公司归属母公司股东净利润分别为1.36亿、1.85亿、2.07亿，以增发4380万股（募集资金4.38亿，增发价10元）测算，折合全面摊薄每股收益分别为0.51、0.69、0.77元，对应目前股价市盈率分别为26.4、19.4、17.4倍。

我们认为，公司产业链一体化战略逐步实施将使公司综合竞争实力进一步提升，同时，未来公司饲料、养殖及肉食品等多项业务外延式扩张，也将带动未来公司业绩增长幅度超出市场预期。综合考虑公司产品生产周期及价格走势特点，我们给予公司2011年30倍PE，对应目标价20.7元，首次给予“买入”评级。

催化剂方面，根据我们此前的分析，近期国家出台的收储政策可能将刺激猪价开始重新进入上升通道，进而刺激短期股价表现。

6 风险因素

- **原材料价格波动风险：**公司饲料产品以玉米、豆粕等大宗农产品为原料，一旦短期内出现价格大幅波动，公司无法在短期内将其成本压力转嫁至下游，进而可能影响短期业绩。
- **生猪疫病爆发及生猪价格波动风险：**尽管公司在防治生猪疫病方面具备足够基础，但短期内一旦出现疫病大规模爆发，可能将引起猪肉出栏在短期内迅速增加，进而引起价格大幅下跌，并影响养殖效益。
- **营销网络拓展风险：**公司肉食品品牌建设需要较长时间，在此期间，一旦营销网络拓展失败，可能将拖累其他业务。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009E	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009E	2010E	2011E	2012E
流动资产	835	1015	1244	1403	营业收入	4673	6003	7749	8912
现金	196	205	200	203	营业成本	4316	5470	7049	8107
应收账款	45	58	75	86	营业税金及附加	0	0	0	0
其它应收款	20	26	33	38	营业费用	136	165	225	258
预付账款	128	162	209	241	管理费用	110	144	186	214
存货	444	562	725	833	财务费用	30	29	18	17
其他	1	1	1	1	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	597	735	837	990	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	548	669	748	837	营业利润	81	195	271	316
无形资产	38	55	77	101	营业外收入	16	0	0	0
其他	11	11	11	51	营业外支出	5	0	0	0
资产总计	1431	1750	2081	2393	利润总额	92	195	271	316
流动负债	828	511	584	634	所得税	16	33	46	54
短期借款	523	124	86	61	净利润	77	161	225	262
应付账款	177	224	289	332	少数股东损益	14	25	40	55
其他	128	162	209	240	归属母公司净利润	62	136	185	207
非流动负债	100	136	169	169	EBITDA	142	270	348	404
长期借款	85	122	154	154	EPS (元)	0.27	0.51	0.69	0.77
其他	14	14	14	14	主要财务比率				
负债合计	928	647	753	802	会计年度	2009E	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	80	105	145	200	成长能力				
股本	226	270	270	270	营业收入	73.3%	28.5%	29.1%	15.0%
资本公积	26	420	420	420	营业利润	57.6%	139.6%	39.5%	16.3%
留存收益	177	313	499	706	归属于母公司净利润	87.2%	119.8%	35.8%	11.7%
归属母公司股东权益	429	1003	1189	1395	获利能力				
负债和股东权益	1437	1756	2086	2398	毛利率	7.6%	8.9%	9.0%	9.0%
现金流量表					净利率	1.6%	2.7%	2.9%	2.9%
单位: 百万元					ROE	14.5%	13.6%	15.6%	14.8%
会计年度	2009E	2010E	2011E	2012E	ROA	4.3%	7.8%	8.9%	8.6%
经营活动现金流	-33	147	180	240	偿债能力				
净利润	77	161	225	262	资产负债率	64.8%	37.0%	36.2%	33.5%
折旧摊销	31	46	59	72	净负债比率	96.3%	4.1%	3.4%	0.9%
财务费用	30	29	18	17	流动比率	1.01	1.99	2.13	2.21
投资损失	0	0	0	0	速动比率	0.47	0.88	0.89	0.90
营运资金变动	-90	-122	-82	-94	营运能力				
其它	-80	32	-40	-17	总资产周转率	3.27	3.43	3.72	3.72
投资活动现金流	-253	-184	-161	-196	应收账款周转率	103	103	103	103
资本支出	-253	-184	-161	-196	应付账款周转率	26	27	27	27
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他	0	0	0	0	每股收益 (最新摊薄)	0.27	0.51	0.69	0.77
筹资活动现金流	268	46	-24	-42	每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.14	0.65	0.80	1.06
短期借款	256	-399	-38	-25	每股净资产 (最新摊薄)	2.25	4.91	5.90	7.06
长期借款	55	37	32	0	估值比率				
普通股增加	0	44	0	0	P/E	48.50	26.35	19.40	17.37
资本公积增加	0	394	0	0	P/B	5.92	2.72	2.26	1.89
其他	-44	-29	-18	-17	EV/EBITDA	26	14	11	9
现金净增加额	-18	9	-4	2					

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

郑文琦、施剑刚 农业、食品行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。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。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn