

建议申购

估值区间：22-25

2010年7月27日

发行数据

发行前总股本(万)	8,100
本次发行股数(万)	2,700
发行后总股本(万)	10,800
发行价(元)	24
发行市盈率(倍)	31.9
申购日期	2010-7-28

发行后主要股东

	持股比例
华宝投资	17.4%
中能集团	16.6%
Parallel 投资控股	13.7%
上海国有资产公司	5.7%
上海烟草集团	5.72%

行业指数



资料来源：招商证券

- 1、《民和股份(002234) - 肉价携苗价反弹，把握交易性机会》2010/7/22
- 2、《民和股份(002234) - 反倾销初裁及春节双因素推动鸡苗价格超预期上涨》2010/2/23
- 3、《我国对美肉鸡反倾销初裁点评 - 短期助推禽类价格复苏，长期利于禽类出口》2010/2/8

朱卫华

0755-82943101
zhuweihua@cmschina.com.cn
S1090203100034

黄珺

0755-82943241
huangj@cmschina.com.cn
S1090208040189

研究助理

董广阳

0755-82943140
donggy@cmschina.com.cn

占据中国禽业制高点

益生股份(002458) IPO投资价值分析报告

益生股份是肉鸡养殖行业的第三家上市公司，为国内最大祖代肉鸡的养殖及父母代肉鸡雏销售企业，位于国内禽业产业链的最顶端，依托管理、规模等优势近年成长迅速，募投项目继续扩大祖代及父母代肉种鸡规模，长期看好，建议申购。

- **山东益生为中国最大的白羽祖代肉种鸡养殖企业。**公司 2009 年对外销售父母代肉种雏鸡 1,223 万套，父母代蛋种雏鸡 505 万套，商品肉雏鸡 3,111 万只，是我国祖代肉种鸡繁育数量最多、品种最全的公司，连续三年祖代肉种鸡和祖代蛋种鸡更换量全国第一，分别约占 30%和 24%，主导产品为父母代肉种鸡雏鸡和商品鸡肉雏鸡，分别贡献毛利的 73%和 14%。
- **祖代肉鸡养殖为国内禽业最高端，益生凭借管理、规模、地域及技术等综合优势占据国内禽业制高点。**祖代肉种鸡繁育生产过程兼有选育和扩繁生产的双重任务，对技术和资金要求高，准入门槛高，经过十多年激烈的市场竞争，2009 年行业内相关企业已整合至 13 家，排名前 5 位的企业年引种量为 77.04 万套，占全国的比例为 85.11%，公司凭借出色的管理、规模大品种多、地域、技术等综合实力迅速成长，成为行业第一。
- **募投项目：往下游延伸，重点扩大下游商品代肉雏鸡产量，有助于提高盈利稳定性。**本次 IPO 公司拟发行 2,700 万股，募集 2.73 亿元，全部用于建设 90 万套父母代肉种鸡场建设项目和 4.6 万套祖代肉种鸡场建设，新增商品肉雏鸡产量 258%和父母代肉雏鸡产量 19%。
- **未来三年看募投项目投产，预计父母代肉雏鸡价格小幅回落、商品代肉雏鸡价格反弹回升，业绩复合增长率超过 20%，长期看向上游突破，向全球禽业制高点迈进。**预计公司募投项目于 2012 年完全达产，新增商品肉雏鸡产量 258%和父母代肉雏鸡产量 19%，判断近两年父母代肉雏鸡价格在 08、09 年高价基础上稍有回落及商品代鸡苗价格逐步回暖，达到 1.4 亿的净利润，未来还可能通过合作及自研等方式向上游原种代突破，进一步提高盈利水平。
- **申购价格 24 元为合理估值区间。**我们预计未来三年 EPS 为 0.78、1.02 和 1.31 元，参照农业类龙头公司目前 2010 年 30-35 倍的定位，公司合理估值区间应为 22-25 元，认为公司 24 元申购价较为合理，看好公司未来发展前景及畜禽类板块盈利的恢复，建议申购。
- **风险因素：**肉鸡产品价格波动剧烈；祖代鸡存栏量大，延缓行业复苏。

主要财务数据

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	332	365	446	520	636
同比增长	13%	10%	22%	17%	22%
营业利润(百万元)	68	79	82	108	140
同比增长	66%	17%	4%	31%	30%
净利润(百万元)	71	81	84	110	142
同比增长	55%	14%	4%	30%	29%
每股收益(元)	0.66	0.75	0.78	1.02	1.31
ROE	42%	35%	9%	10%	12%

资料来源：招商证券

一、国内种鸡行业龙头

山东益生种畜禽股份有限公司由原烟台市对外经济贸易委员会下属的烟台市食品进出口公司的子公司——烟台外贸种禽公司改制而来，1997 年初由外贸种禽内部职工曹积生等 34 名自然人出资设立烟台益生，2007 年 11 月整体变更为现股份公司。此次 IPO 前公司总股本 8100 万股，实际控制人为公司董事长兼总经理曹积生，持有公司 68.61% 的股权。

表 1、益生股份发行前后股权比例变化情况

股东	本次发行前		本次发行后	
	股数(万股)	比例	股数(万股)	比例
曹积生（董事长、总经理，锁定 36 个月）	5,557.41	69%	5,557.41	51%
迟汉东（第一副董事长、副总经理，锁定 36 个月）	582.39	7%	582.39	5%
耿培梁（第二副董事长、副总经理，锁定 36 个月）	332.91	4%	332.91	3%
其余 23 名自然人股东（锁定 36 个月）	1,627.29	20%	1,627.29	15%
社会公众股	-	-	2,700	25%
合计	8,100	100%	10,800	100%

资料来源：公司招股书，招商证券

种禽行业后起之秀，中国最大的白羽祖代肉种鸡养殖企业。公司的主营业务包括祖代种鸡的引进与饲养、父母代种雏鸡的生产与销售、商品肉雏鸡的销售、饲料的生产和销售、种猪和商品猪的饲养和销售。截至 2009 年 12 月底，公司祖代肉种鸡存栏 39.66 万套，祖代蛋种鸡存栏 10.76 万套，父母代肉种鸡存栏 26.13 万套，2009 年对外销售父母代肉种雏鸡 1,222.60 万套，父母代蛋种雏鸡 504.87 万套，商品肉雏鸡 3,110.76 万只，由 1990 年全国 40 余家祖代肉种鸡经营企业中最小的一家，成为目前全国最大的祖代肉种鸡养殖企业，是唯一经中国农业部批准，能够同时从美国进口 AA+与罗斯 308 两个国内市场份额最大的祖代肉种鸡品种并掌握了上述两个品种的相关繁育技术、我国繁育祖代肉种鸡数量最多、品种最全的公司，成为中国畜牧业协会委托拟定中国白羽父母代肉鸡的平养及笼养行业标准的公司。

祖代肉种鸡和祖代蛋种鸡更换量连续三年第一。公司 2007 年-2009 年祖代肉种鸡进口量分别为 16.61 万套、20.90 万套和 27.55 万套，占当年全国祖代肉种鸡更换量的百分比分别为 24.30%、26.42%和 29.43%，同期祖代蛋种鸡进口量分别为 3.41 万套、7.21 万套和 7.00 万套，占全国 21%、24.79%和 23.94%，两大产品市场占有率连续三年排名第一，AA+祖代肉种鸡与罗斯 308 祖代蛋种鸡两品种的单一规模上均居全国首位。

表 2、全国祖代肉种鸡年更换量排名

排名	公司名称	2009 年更换量（万套）	市场份额（%）
1	山东益生种畜禽股份有限公司	27.55	29.43
2	北京家禽育种有限公司	22.09	23.60
3	北京大风家禽育种有限公司	12.80	13.67
4	北京艾拔益加家禽育种有限公司	9.20	9.83
5	山东诸城外贸集团公司	5.40	5.77
6	吉林德大有限公司	3.52	3.76
7	河北飞龙家禽育种有限公司	3.30	3.53
8	黑龙江省农垦祖代种鸡场	3.00	3.2
9	江苏海门艾拔益加家禽育种有限公司	2.25	2.40
10	吉林金星实业有限公司	2.0	2.14
11	吉林兴华饲料有限公司	1.0	1.07

排名	公司名称	2009年更换量(万套)	市场份额(%)
12	河北天丰集团家禽育种有限公司	0.8	0.85
13	河南汤阴哈巴德家禽育种有限公司	0.7	0.75
	合计	93.61	100

资料来源：公司招股书

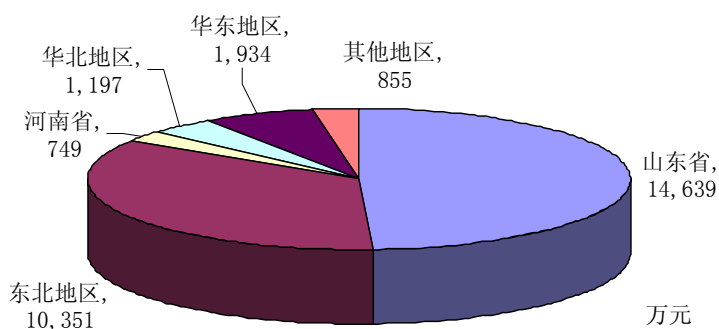
主要利润来源为父母代肉种鸡雏鸡和商品肉雏鸡。2009 年公司实现销售收入为 3.65 亿元，毛利 1.26 亿元，综合毛利率高达 34.43%，净利润 8116 万元，近三年保持收入稳步增长及高盈利水平。其中父母代肉种鸡雏鸡和商品鸡肉雏鸡分别占销售收入的 55% 和 17%，毛利的 73% 和 14%，为公司主要的收入及利润来源。雏鸡通过陆路及航空运输，销售至全国各地（除上海、新疆、西藏），猪、饲料、整车及备件、煤等收入则主要来源于山东本地。

表 3、近三年益生股份主营业务收入及毛利

单位：万元	2007 年	2008 年	2009 年	2009 年占比
主营业务收入	29,340	33,234	36,548	
鸡类产品	17,130	26,050	29,725	81%
父母代肉种鸡雏鸡	12,228	18,261	20,266	55%
商品鸡肉雏鸡	3,586	5,354	6,065	17%
猪产品	2,239	3,045	3,207	
饲料	1,634	1,733	1,302	
其他	1,407	2,406	2,314	
整车、备件等	4,554	-	-	
煤	2,375	-	-	
毛利	6,790	11,052	12,583	
鸡类产品	5,206	9,633	11,713	93%
父母代肉种鸡雏鸡	4,955	8,294	9,225	73%
商品鸡肉雏鸡	1,205	1,828	1,746	14%
毛利率	23.14%	33.25%	34.43%	
父母代肉种鸡雏鸡	40.52%	45.42%	45.52%	
商品鸡肉雏鸡	33.62%	34.14%	28.79%	

资料来源：公司招股书，招商证券，注：汽车和煤及其它业务均已于 2007 年转让。

图 1、益生股份 2009 年销售收入结构（分地区）



资料来源：公司招股书

二、管理、规模、地域等综合优势占据禽业制高点

1、祖代肉鸡养殖为国内禽业最高端，竞争格局明晰

祖代种鸡的繁育生产环节处于国内肉鸡产业的最高层次，为我国畜禽种质国际输入与国内输出环节。现代化商品肉鸡生产必须经过从育种——祖代肉种鸡繁育生产——父母代肉种鸡繁育生产——商品肉鸡饲养的过程，相应肉鸡产业形成了包括纯系原种鸡、曾祖代肉种鸡、祖代肉种鸡、父母代肉种鸡、商品肉鸡和鸡肉产品的系统产业链条。中国白羽肉鸡产业经过近三十年的发展，已经形成了从祖代肉种鸡、父母代肉种鸡、商品肉鸡繁育饲养到屠宰、鸡肉食品加工及出口的完整体系，但世界范围内的原种鸡种源控制于欧美少数几家育种公司手中，中国所用的祖代种鸡均需从国外进口，因此我国的肉鸡良种繁育体系中，祖代肉种鸡繁育处于最高的层次。

表 4、白羽肉鸡行业完整产业链各环节及公司情况

	原种代（曾祖代）种鸡养殖繁育（销售祖代鸡雏）	祖代种鸡引种养殖，父母代雏鸡孵化（销售父母代鸡雏）	父母代种鸡养殖繁育，商品代雏鸡孵化（销售商品代鸡雏）	商品代肉鸡养殖销售（用于屠宰加工）	商品代肉鸡屠宰加工（销售鸡肉）
代表公司	美国安伟捷、美国科宝、美国海兰国际、德国罗曼家禽等	山东益生、北京家禽育种、北京大风家禽	山东民和、诸城外贸（自用）、吉林德大（自用）、福建圣农（自用）	山东六和、亚太中慧、诸城外贸、吉林德大、山东鲁南牧工商、青岛九联、福建圣农	山东六和、诸城外联、青島九联、山东鲁南牧工商、福建圣农

资料来源：招商证券

表 5、2006-2008 年中国白羽肉鸡各代更换量及养殖量

类别	2006	2007	2008
白羽祖代肉种鸡(万套)	50	68	79
白羽父母代肉种鸡(万套)	2,688	2,584	3,000
白羽商品代肉鸡（亿只）	27.01	28.91	27.79
白羽鸡肉（万吨）	435	465	447

资料来源：行业协会，招商证券

祖代肉种鸡繁育环节对技术和资金要求高，准入门槛高。祖代肉种鸡繁育生产过程兼有选育和扩繁生产的双重任务，在祖代鸡的生产中是用四系杂交的方式生产父母代种鸡，美国供给我国的 4 系祖代肉种鸡，每 100 只 D 系母鸡配套 26.5 只 C 系公鸡，35 只 B 系母鸡和 10.5 只 A 系公鸡，AB 杂交后代中只留 AB 公鸡，CD 的杂交后代中只留 CD 母鸡，这就意味着通过这种淘汰最终可以选用最优秀的公鸡进行繁育生产，繁殖出更优秀的父母代肉种鸡后代，因此此环节包含对祖代种鸡的筛选工作，决定最终商品代肉种鸡的品质，若卫生安全控制不当，将造成大范围疫情的发生。再者，因父母代鸡场为全进全出，祖代鸡场也必须全进全出，而祖代成本是父母代引种成本的 10-20 倍，且祖代种鸡到 25 周龄才收集种蛋进行孵化生产，不仅在技术上，在经营管理和资金上要求也更高。目前我国，新的祖代肉种鸡场项目的建设立项和祖代肉种鸡的进口实行由农业部严格审批的核准制度，准入门槛日益提高。

祖代鸡繁育企业集中度高，竞争格局明晰。在全国种鸡饲养总量稳步增加的同时，国内种鸡养殖企业经过长期的市场竞争与优胜劣汰，逐步形成了以少数全国性的大型企业为主导的市场竞争格局。1994 年，全国共有 40 户祖代肉鸡生产企业，共饲养祖代肉种鸡 45 万套；经过十多年激烈的市场竞争，至 2009 年行业内相关企业已整合至 13 家。目

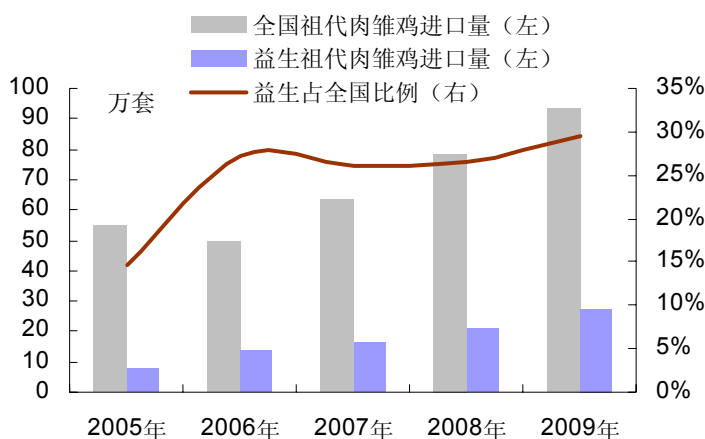
前国内祖代肉种鸡引种量集中在少数企业手中，排名前 5 位的企业年引种量为 77.04 万套，占全国的比例为 85.11%。

2、管理、规模及地域等优势为核心竞争力

管理是第一优势，，第二是规模和产品优势。第三地域优势

1) 管理优势：核心管理层均毕业于山东农大，专业性强并充分激励，行业低谷扩张抢占市场份额。公司核心管理层均毕业于山东农业大学畜牧兽医专业，多年从事畜禽生产业务，并大多持股，上市前高管 88.9%都是股东，高管的股份占公司的 87%，中层以上 70%都是股东，持股占总股份的 90%，专业性强、稳定性高、富有凝聚力。因公司经营畜禽种源业务，具有技术含量高且行业波动剧烈等特点，公司核心管理团队的专业水平和综合能力得以体现，如在 2006 年禽流感爆发时期，公司依托自身强大疫病防控实力及对未来行情的判断，，在同行收缩同时扩大产量，赢得远高于行业的发展。

图 2、益生股份祖代肉雏鸡进口规模迅速扩大



资料来源：公司招股书，招商证券

2) 规模和品种优势：上节已说过由于下游商品代和父母代规模化养殖场的增加，对祖代繁育企业的规模化要求越来越高，公司是全国最大的祖代种鸡养殖企业，规模优势带来几大好处：**一、对上游的议价能力强：**公司进口祖代种鸡占上游祖代雏鸡供应商美国安伟捷（占全世界 50% 以上份额）销售市场的 8.1%，全世界范围内排名第一，多年来双方友好合作，签订长期供销合同，几乎是行业内的最低价；**二、符合下游规模化发展，**公司一次性进口祖代种鸡批量大，可以在短期内提供更多的同批次祖代种鸡产出的父母代种雏鸡，单周可供种 29 万套，能满足下游客户一次性供种；**三、祖代肉、蛋种鸡及父母代种鸡三个主打品种，平滑行业波动：**虽然位于禽业产业链顶端，但仍避免不了鸡肉价格波动带来各环节产品的波动，因此公司在产业链内积极发展多品种，目前是唯—经中国农业部批准，能够同时从美国进口 AA+ 与罗斯 308 两个国内市场份额最大的祖代肉种鸡品种并掌握了上述两个品种的相关繁育技术，是我国繁育祖代肉种鸡数量最多、品种最全的公司，能同时大量提供父母代肉种鸡、父母代蛋种鸡和商品代肉雏鸡三大品种，品种间波动周期各不相同，可在资金周转及盈利上形成一定互补。

3) 山东的地域优势：公司位于山东烟台，首先是**需求巨大**，山东是产粮大省，肉鸡养殖成本优势明显，养殖基础良好，是国内白羽肉鸡最大养殖省（约占全国 25%）及最大出口省（约占全国 60%），公司的规模化大客户**山东民和、青岛九联、山东仙坛、潍坊**

昱合、六和集团等养殖基地均位于山东，对祖代种鸡需求正逐步加大，相对目前大多位于北京的主要竞争对手，公司的区位优势得以体现；其次是疫病防疫优势，公司养殖基地位于我国五个无规定动物疫病示范区之一的胶东半岛，防疫条件得天独厚，是建设种畜禽场的理想场所。

三、募投项目——重点扩大下游商品代肉雏鸡产量

本次 IPO 公司拟发行 2,700 万股，募集 2.73 亿元，全部用于建设 90 万套父母代肉种鸡场建设项目和 4.6 万套祖代肉种鸡场建设，分别投资 2.5 亿元和 2259 万元，达产后年新增更新父母代肉种鸡 60 万套、存栏 90 万套，祖代肉种鸡 4.6 万套、存栏 6.9 万套，即新增提供商品肉鸡雏鸡 8,029 万只，父母代肉种鸡雏鸡 230 万套，预计新增销售收入 2.4 亿元，税后利润 6,137 万元。

表 6、IPO 募集资金投向

项目（单位：万元）	总投资	年新增收入	年新增净利润	建设期
1、90万套父母代肉种鸡场建设项目	25,086	20,458	5,104	3 年
2、4.6万套祖代肉种鸡场建设项目	2,259	3,705	1,033	3 年
合计	27,346	24,163	6,137	

资料来源：行业协会，招商证券

往下游延伸，重点扩大下游商品代肉雏鸡产量，有助于提高盈利稳定性。2009 年公司对外销售父母代肉种雏鸡 1,222.60 万套，父母代蛋种雏鸡 504.87 万套，商品肉雏鸡 3,110.76 万只，募投项目是在此基础上新增商品肉雏鸡产量 258%和父母代肉雏鸡产量 19%。募投项目重点不在父母代肉种鸡而在商品代肉种鸡，我们认为有其合理性：一、近三年我国祖代肉种鸡进口量的增长远高于需求的增长，进口量的持续大幅增长将带来整个肉鸡产业的供应压力；二、公司商品代肉种鸡的潜在需求巨大，新增产量在山东即可消化近 80%，原有客户如山东六和和山东仙坛就有 1.3 亿新增需求，截至目前公司已经与多家下游客户签订了《产品销售意向书》，肉鸡雏鸡购买意向总量已经超过 12,000 万只；三、商品代肉雏鸡的毛利率低于父母代肉雏鸡，父母代肉雏鸡价格波动滞后于商品代肉雏鸡半年至一年，二业务相结合有助于平滑公司利润的波动，提高盈利稳定性。

四、盈利预测及估值

未来三年看募投项目投产，预计父母代肉雏鸡价格小幅回落、商品代肉雏鸡价格反弹回升，业绩复合增长率超过 20%。公司募投项目主要往下游商品代种鸡发展及进一步强化祖代种鸡业务，预计募投项目至 2012 年完全达产，届时公司首要主导产品祖代肉种鸡养殖量达 47 万套，市场占有率将达 35%以上，父母代肉雏鸡销量将达到 1600 万套，由于 09 年父母代肉雏鸡的高企及祖代肉鸡养殖企业的暴利，08、09 年祖代肉鸡进口量放大，因此预计父母代肉雏鸡价格在 10、11 年将有所回落，12 年复苏；第二主导产品商品代肉雏鸡的销量将增长两倍达到 1 亿只以上，我们看好未来两年鸡苗价格的持续回暖（可参考《民和股份（002234）- 肉价携苗价反弹，把握交易性机会》2010/7/22），至 2012 年贡献净利润可与父母代肉雏鸡相当，实现盈利两条腿走路，各贡献一半业绩（父母代肉雏鸡费用较高），达到 1.4 亿的净利润，未来三年复合增长率超过 20%。

长期看向上游突破，向全球禽业制高点迈进。强化主业及向下游发展的同时，公司也未停止向上游的突破，其中有两种方式，一是通过和上游国际育种公司的合作，将原种代繁育环节在中国本土化，二是整合国内外品种专家，研究出自己的原种代鸡，可进一步降低祖代肉种鸡的成本（美国祖代肉雏鸡空运至中国需 40 小时，死亡率较高）及提高盈利水平（公司经营范围可延伸至祖代肉雏鸡），值得长期看好。

申购价格 24 元为合理估值区间。综上，我们预计未来三年 EPS 为 0.78、1.02 和 1.31 元，参照农业类龙头公司目前 2010 年 30-35 倍的定位，公司合理估值区间应为 22-25 元，认为公司 24 元申购价较为合理，看好公司未来发展前景及畜禽类板块盈利的恢复，建议申购。

表 7、益生股份父母代肉雏鸡及商品代肉雏鸡业务预测

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
父母代肉雏鸡:						
祖代肉种鸡进口量（万套）	16.61	20.9	27.55	20.50	24.26	35.00
销售量（万套）	752	933	1,223	1,406	1,617	1,714
均价（元/套）	16.26	19.58	16.58	15.50	15.50	16.00
销售收入（万元）	12,228	18,261	20,266	21,793	25,062	27,422
yoy	-	49%	11%	8%	15%	9%
毛利（万元）	4,955	8,294	9,225	8,295	9,540	11,140
yoy	-	67%	11%	-10%	15%	17%
毛利率	41%	45%	46%	38%	38%	41%
单位毛利（元/套）	6.59	8.89	7.55	5.90	5.90	6.50
商品代肉雏鸡:						
销售量（万只）	1,722	2,299	3,111	5,599	6,999	11,199
均价（元/只）	2.08	2.33	1.95	2.15	2.20	2.15
销售收入（万元）	3,586	5,354	6,065	12,039	15,398	24,077
yoy	-	49%	13%	99%	28%	56%
毛利（万元）	1,205	1,828	1,746	4,088	5,459	7,951
yoy	-	52%	-4%	134%	34%	46%
毛利率	34%	34%	29%	34%	35%	33%
单位毛利（元/只）	0.70	0.80	0.56	0.73	0.78	0.71

资料来源：公司招股书，招商证券

表 8、益生股份盈利预测总表

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	293	332	365	446	520	636
二、营业总成本	253	265	287	364	413	496
其中：营业成本	225	222	240	317	360	433
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
营业费用	11	13	15	17	20	25
管理费用	15	22	21	24	28	34
财务费用	5	8.0	9.8	6.5	5	4
资产减值损失	-2	0	1	0	0	0
三、其他经营收益	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
四、营业利润	41	68	79	82	108	140

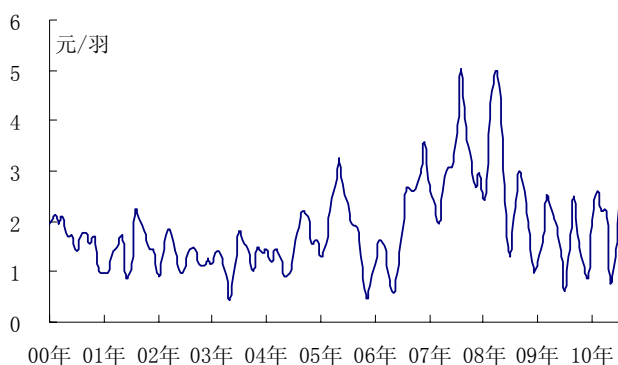
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
加：营业外收入	5	7	2	2	2	2
减：营业外支出	1	4	0	0	0	0
五、利润总额	46	71	81	84	110	142
减：所得税	0	0	0	0	0	0
六、净利润	45	71	81	84	110	142
减：少数股东损益	0	0	0	0	0	0
七、归属母公司所有者净利润	46	71	81.16	84	110	142
股本	108	108	108	108	108	108
EPS	0.42	0.66	0.75	0.78	1.02	1.31

资料来源：公司招股书，招商证券

五、风险因素

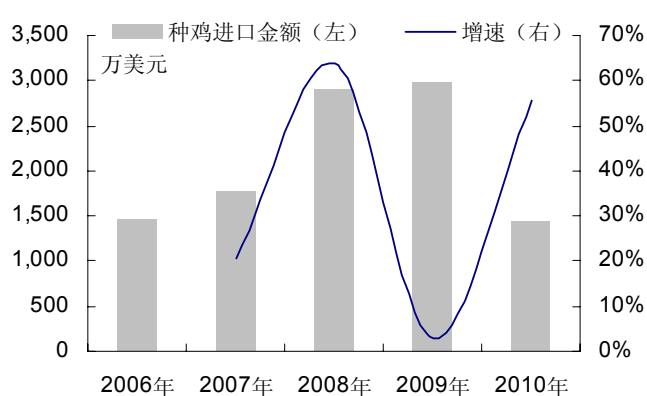
- 1、鸡肉产业链产品的波动剧烈；
- 2、祖代鸡进口量持续扩大，影响肉鸡行业各环节盈利的复苏。

图 3、近 10 年山东地区鸡苗价格



资料来源：农业部，招商证券

图 4、我国种鸡年度进口金额



资料来源：国家海关总署

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	79	139	842	918	1106
现金	24	47	758	821	989
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	10	11	7	8	10
其它应收款	4	10	12	14	17
存货	25	30	29	33	40
其他	16	41	36	41	49
非流动资产	273	406	465	496	434
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	146	224	328	360	302
无形资产	19	25	25	24	22
其他	108	156	113	112	111
资产总计	352	545	1307	1413	1540
流动负债	142	157	178	190	198
短期借款	85	70	50	50	50
应付账款	29	52	25	29	35
预收账款	10	7	9	10	12
其他	18	28	94	101	101
长期负债	38	156	162	172	182
长期借款	30	151	161	171	181
其他	8	6	1	1	1
负债合计	180	313	340	361	379
股本	81	81	108	108	108
资本公积金	4	4	652	652	652
留存收益	85	146	206	290	399
少数股东权益	2	2	2	2	2
母公司所有者权益	170	231	966	1050	1159
负债及权益合计	352	545	1307	1413	1540

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	86	106	285	286	295
净利润		81	84	110	142
折旧摊销		0	138	170	164
财务费用		0	6	5	4
投资收益		0	0	0	0
营运资金变动		0	56	(3)	(16)
其它		25	1	4	1
投资活动现金流	(121)	(170)	(202)	(202)	(100)
资本支出		0	(202)	(202)	(100)
其他投资		(170)	0	0	0
筹资活动现金流	46	87	627	(20)	(27)
借款变动		0	(12)	10	10
普通股增加		0	27	0	0
资本公积增加		0	648	0	0
股利分配		0	(24)	(25)	(33)
其他		87	(11)	(5)	(4)
现金净增加额	11	24	710	64	168

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	332	365	446	520	636
营业成本	222	240	317	360	433
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	13	15	17	20	25
管理费用	22	21	24	28	34
财务费用	8	10	6	5	4
资产减值损失	(0)	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	68	79	82	108	140
营业外收入	7	2	2	2	2
营业外支出	4	0	0	0	0
利润总额	71	81	84	110	142
所得税	0	0	0	0	0
净利润	71	81	84	110	142
少数股东损益	(0)	(0)	0	0	0
母公司所有者净利润	71	81	84	110	142
EPS (元)	0.66	0.75	0.78	1.02	1.31

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	13%	10%	22%	17%	22%
营业利润	66%	17%	4%	31%	30%
净利润	55%	14%	4%	30%	29%
获利能力					
毛利率	33.3%	34.4%	29.1%	30.9%	31.9%
净利率	21.3%	22.2%	18.9%	21.1%	22.3%
ROE	41.8%	35.1%	8.7%	10.4%	12.2%
ROIC	26.2%	19.0%	7.5%	8.8%	10.3%
偿债能力					
资产负债率	51.2%	57.3%	26.0%	25.6%	24.6%
净负债比率	33.2%	42.7%	16.9%	16.3%	15.6%
流动比率	0.6	0.9	4.7	4.8	5.6
速动比率	0.4	0.7	4.6	4.7	5.4
营运能力					
资产周转率	0.9	0.7	0.3	0.4	0.4
存货周转率	10.4	8.8	10.7	11.5	11.8
应收帐款周转率	34.5	34.0	48.8	67.1	68.6
应付帐款周转率	9.9	6.0	8.2	13.3	13.7
每股资料(元)					
每股收益	0.66	0.75	0.78	1.02	1.31
每股经营现金	0.80	0.99	2.64	2.65	2.73
每股净资产	1.57	2.14	8.94	9.72	10.73
每股股利	0.22	0.14	0.23	0.23	0.30

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

朱卫华：清华大学经济学学士，中国科学技术大学管理学硕士，拥有证券执业资格、注册国际投资分析师 CIIA 资格，9 年证券从业经验。现为招商证券研发中心研究董事、消费品研究小组组长，连续获得《新财富》最佳分析师食品饮料行业 2005、2006、2007 年度第一名、2008、2009 年度第二名，农林牧渔行业 2005 年度第三名。

黄珺：MBA，拥有证券执业资格，5 年证券从业经验，现于招商证券从事农林牧渔、食品饮料行业研究。

董广阳：食品科学与工程专业学士，上海财经大学经济学硕士，2 年证券从业经验，现于招商证券从事食品饮料、农林牧渔行业研究。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。