

益生股份（002458）新股报告：

无评级

父母代肉种鸡繁育龙头

市场数据

报告日期	2010-7-23
收盘价(元)	
发行前股本(百万股)	81.00
拟发行股本(百万股)	27.00
总市值(百万元)	
流通市值(百万元)	
净资产(百万元)	230.91
总资产(百万元)	545.22
每股净资产	2.85

主要财务指标

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	365	454	530	678
同比增长(%)	10.0%	24.1%	16.9%	27.9%
净利润(百万元)	81	83	104	128
同比增长(%)	14.5%	1.7%	25.8%	23.5%
毛利率(%)	34.4%	29.5%	31.2%	29.9%
净利率(%)	22.2%	18.2%	19.6%	18.9%
净资产收益率(%)	35.1%	11.5%	13.0%	14.3%
每股收益(元)	0.75	0.76	0.96	1.19
每股经营现金流(元)	0.99	1.74	2.04	2.43

相关报告

投资要点：产扩张推动业绩增长，2010 年合理股价区间为 22.80-25.08 元。

赵钦

021-38565914

zhaoq@xyzq.com.cn

王斌

s0190200010016

021-38565928

wangbin@xyzq.com.cn

- 父母代肉种鸡繁育龙头。公司 2007-2009 年祖代肉种鸡引种量占当年全国祖代肉种鸡更换量的 24.3%、26.4%和 29.4%，全国排名第一；2008 年公司父母代肉种鸡、商品鸡雏鸡销量分别占据全国 36.1%、0.9%的市场份额。
- IPO 项目：产能扩展推动业绩增长。IPO 项目将投资 2.74 亿元，新增父母代种鸡产能 19%。新增商品代雏鸡产能 257%，维持公司在鸡苗繁育行业的领先地位。
- 2009-2012 年净利复合增长率 17%。IPO 项目达产期为三年，预计公司 2010-2012 年收入 4.54、5.30、6.78 亿元，归属母公司净利 0.83、1.04、1.28 亿元，对应 EPS 0.76、0.96、1.19 元，2009-2012 年净利复合增长率为 17%，
- 参考行业相关公司估值，给予益生股份 2010 年 30-33 倍 PE，对应合理股价区间为 22.80-25.08 元。
- 风险提示。疫病风险，鸡苗价格波动风险。

目 录

一. 投资概要	- 3 -
二. 发行及公司简介	- 4 -
1. 发行简介: 增加鸡苗产能	- 4 -
2. 公司简介: 鸡苗繁育产业链	- 5 -
三. 父母代肉种鸡繁育龙头	- 7 -
1. 父母代肉种鸡繁育第一	- 7 -
四. 其它业务: 规模小	- 9 -
五. 目标价: 22.80-25.08 元	- 11 -
1. 业绩预测	- 11 -
2. 估值	- 12 -
3. 风险提示	- 12 -
图 1: 分业务收入 (左图, %)、毛利 (右图, %) 构成	- 4 -
图 2: 公司发行前后股权结构	- 4 -
图 3: IPO 项目新增产能	- 5 -
图 4: 种鸡繁育产业链	- 6 -
图 5: 种鸡繁育各代放大 (套、只、吨)	- 6 -
图 6: 祖代肉种鸡引种份额 (%)	- 7 -
图 7: 公司近三年祖代种鸡进口量及更换量占比 (万套, %)	- 8 -
图 8: 公司鸡类产品均价 (元/套, 元/只)	- 8 -
图 9: 公司下属子公司股权结构	- 10 -
表 1: 相对估值	- 3 -
表 2: 公司 IPO 募投项目	- 5 -
表 3: 2009 年祖代肉种鸡引种市场占有率	- 6 -
表 4: 2009 年祖代蛋种鸡引种市场占有率	- 7 -
表 5: 2006-2008 年我国白羽肉鸡引种及繁育情况	- 8 -
表 6: 公司鸡苗业务预测	- 9 -
表 7: 下属子公司资产 (截止 2009 年底) 及盈利 (2009 年) 状况	- 10 -
表 8: 公司种猪业务预测	- 10 -
表 9: 公司其它业务预测	- 11 -
表 10: 公司盈利预测假设	- 11 -
表 11: 公司盈利预测结果	- 12 -
表 12: 相对估值	- 12 -
附表	- 13 -

一、投资概要

1、估值及投资建议

公司 2007-2009 年祖代肉种鸡引种量占当年全国祖代肉种鸡更换量的 24.3%、26.4%和 29.4%，排名第一，此次 IPO 项目投资 2.74 亿元，将新增父母代种雏鸡产能 19%，新增商品代雏鸡产能 257%，维持公司在鸡苗繁育行业的领先地位。

预计公司 2010-2012 年收入 4.54、5.30、6.78 亿元，归属母公司净利 0.83、1.04、1.28 亿元，对应 EPS 0.76、0.96、1.19 元，2009-2012 年净利复合增长率为 17%。

2、关键假设

IPO 项目达产期为三年，预计 2010-2012 年，公司销售父母代肉种雏鸡 1450、1500、1700 万套，对应均价 16.5、17.0、17.0 元/套，毛利率 40%、42%、42%；销售父母代蛋种雏鸡 600、700、800 万套，对应均价 6.5、7.0、7.0 元/套，毛利率 20%、25%、25%；销售商品代雏鸡 5000、6000、11000 万只，对应均价 2.0、2.2、2.2 元/只，毛利率 20%、22%、22%。

3、股价表现催化剂

禽肉价格上涨；鸡苗价格上涨。

4、风险提示

疫病风险；鸡苗价格波动风险。

5、估值

给予益生股份 2010 年 30-33 倍 PE，对应合理股价区间为 22.80-25.08 元。

表 1：相对估值

	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）			股本	市值
	2010-7-22	2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E	（百万股）	（亿元）
民和股份	13.80	-0.39	0.40	0.67	-35	35	21	108	15
圣农发展	28.32	0.49	0.67	0.99	58	42	29	410	116
华英农业	19.34	0.27	0.48	0.69	71	40	28	147	28
正邦科技	14.55	0.24	0.39	0.56	61	37	26	269	39
通威股份	8.06	0.21	0.36	0.47	38	23	17	688	55
新希望	8.56	0.54	0.58	0.68	16	15	13	832	71
均值					35	32	22		
益生股份	—	0.75	0.76	0.96	—			108	

数据来源：Wind、兴业证券研发中心整理

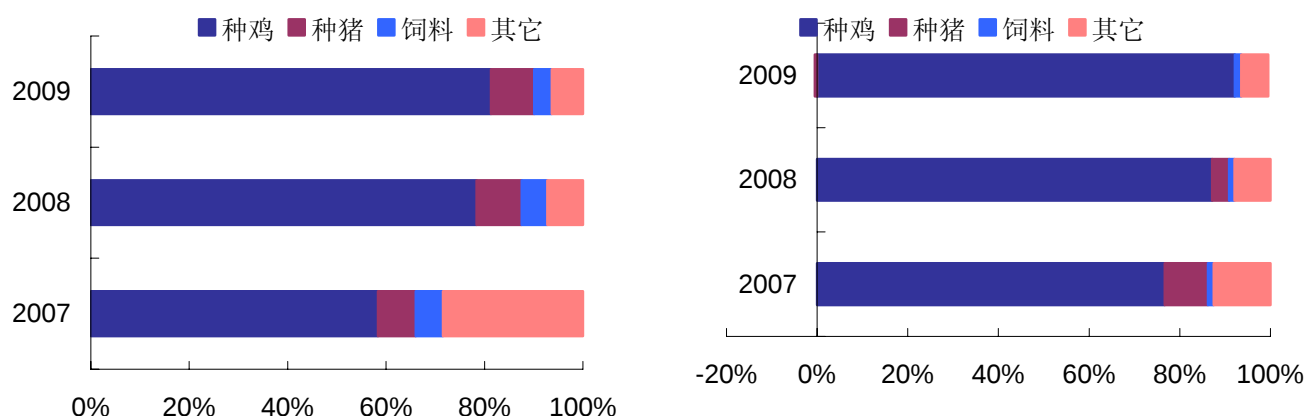
注：除益生股份为预测值外，对比公司业绩预测均取 Wind 一致预期

二. 发行及公司简介

1. 发行简介：增加鸡苗产能

种鸡繁育是公司主要收入、毛利来源。2009 年公司，父母代、商品代鸡苗收入 2.97 亿元，占比 81.3%，贡献毛利 1.17 亿元，占比 93.1%；种猪、奶牛、乳业、饲料（外销）等其它业务合计收入 0.68 亿元，贡献毛利 870 万元，对主业影响较小。

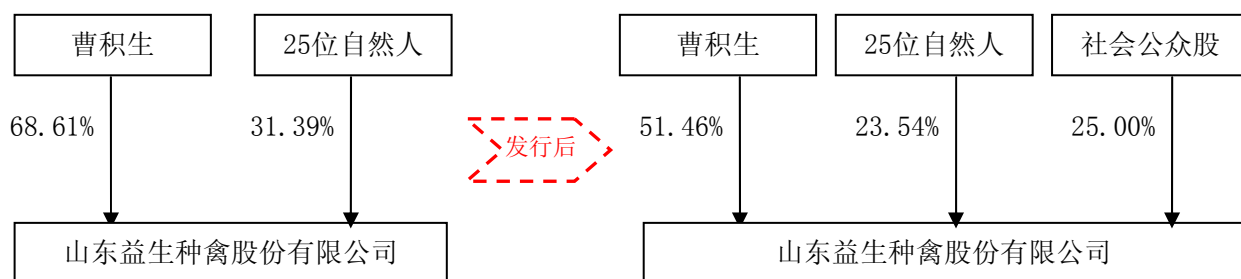
图 1：分业务收入（左图，%）、毛利（右图，%）构成



数据来源：公司招股说明书、兴业证券研发中心整理

益生股份发行前股本 8,100 万股，本次拟发行 2,700 万股，发行后总股本 10,800 万股。公司实际控制人曹积生先生持有公司 5,557.41 万股，占公司发行前总股本的 68.61%；迟汉东、耿培梁、李秀国、卢强等 25 位合计持有公司 2542.59 万股，占公司发行前总股本的 31.39%；本次公开发行 2700 万股社会公众股，发行后股权结构见下图，曹积生先生仍处于绝对控股地位：

图 2：公司发行前后股权结构



数据来源：公司招股说明书、兴业证券研发中心整理

募集资金用于“90 万套父母代肉种鸡场”和“4.6 万套祖代肉种鸡场”项目，总投资 2.74 亿元。

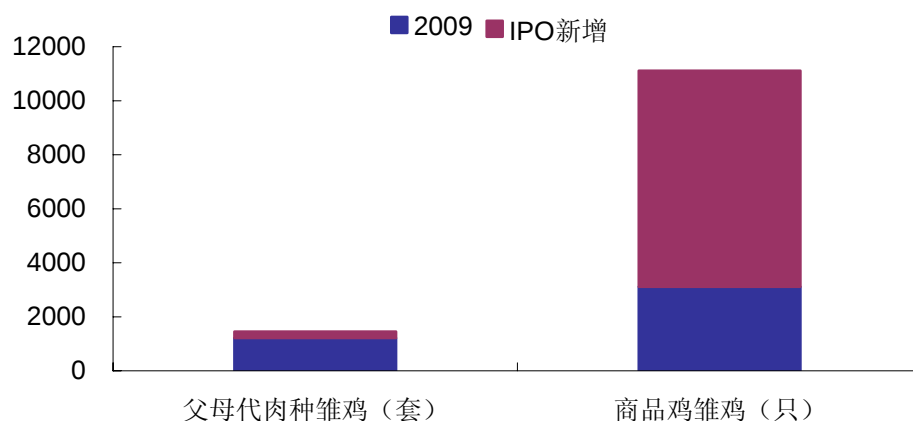
表 2: 公司 IPO 募投项目

序号	项目名称	项目总投资 (万元)	达产周期 (年)	简介	2009 年产量
1	90 万套父母代肉种鸡场建设项目	25086.49	3	年更新父母代肉种鸡 60 万套、存栏量 90 万套，提供商品肉鸡雏鸡 8,028.80 万只	对外销售商品肉雏鸡,110.76 万只
2	4.6 万套祖代肉种鸡场建设项目	2259.45	3	年更新祖代肉种鸡 4.6 万套、存栏量 6.9 万套，提供父母代肉种鸡雏鸡年产量 230 万套。	对外销售父母代肉种雏鸡 1,222.60 万套，
合计		27345.94			

数据来源：公司招股说明书、兴业证券研发中心整理

IPO 项目达产周期为三年，达产后将新增商品代肉鸡雏鸡产量 8000 万只/年，父母代种鸡雏鸡产量 230 万套/年，即在 2009 年销量基础上，商品代雏鸡增加 257%，父母代种雏鸡增加 19%。

图 3: IPO 项目新增产能



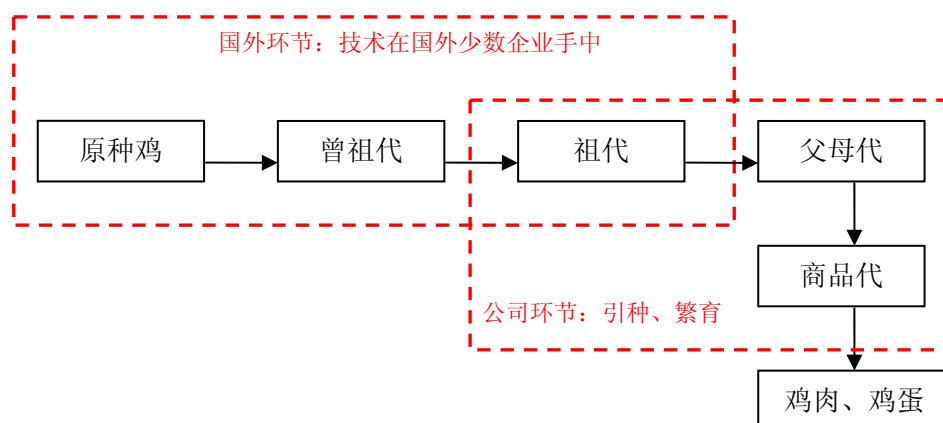
数据来源：公司招股说明书、兴业证券研发中心整理

注：考虑实际经营，最终产能扩展包括但不限于 IPO 项目

2. 公司简介：鸡苗繁育产业链

鸡的产业链为“原种代→曾祖代→祖代→父母代→商品代→鸡肉/鸡蛋（分肉鸡、蛋鸡）”，益生股份从事引进祖代种鸡、繁育销售父母代和商品代鸡苗业务，其下游为山东民和、山东仙坛等商品代鸡苗繁育、养殖企业。

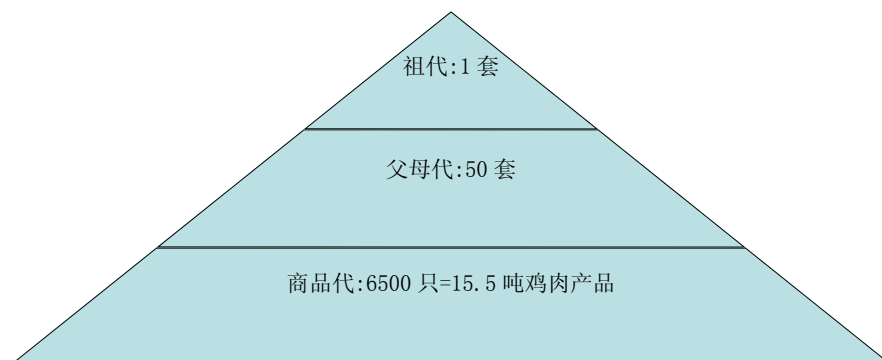
图 4：种鸡繁育产业链



数据来源：兴业证券研发中心整理

原种鸡、曾祖代为纯种繁育，目的是提纯基因、稳定性状；祖代、父母代、商品代为杂交、放大过程。一般 1 套祖代肉种鸡可生产 50 套父母代肉种鸡，1 套父母代肉种鸡可生产 130 只商品肉鸡，按成品鸡 2.8 千克/只，屠宰率 85%估算，1 套祖代肉种鸡最终繁育出的商品鸡可以提供约 15.5 吨鸡肉产品。

图 5：种鸡繁育各代放大（套、只、吨）



数据来源：公司招股说明书、兴业证券研发中心整理

与上游原种鸡、曾祖代种鸡繁育巨头合作，使得公司在引种品质、繁育经验等方面较为先进。肉种鸡繁育核心技术掌握在 Aviagen、Cobb、Hubbard 等少数国外厂商手中，近年来，公司生产所需祖代肉种鸡全部通过美国安伟捷育种公司引进。

表 3：2009 年祖代肉种鸡引种市场占有率

	公司名称	品种	市场占有率
祖代肉种鸡	美国安伟捷育种公司	艾拔益加（AA+）	46.86%
		罗斯 308	29.54%
	美国科宝公司	科宝	23.60%

数据来源：公司招股说明书、兴业证券研发中心整理

蛋种鸡繁育核心技术掌握在 Hy-line、Lohhman 等少数企业手中，近年来公司的祖代蛋种鸡通过美国海兰国际公司和德国罗曼家禽育种公司引进。

表 4：2009 年祖代蛋种鸡引种市场占有率

	公司名称	品种	市场占有率
祖代蛋种鸡	美国海兰国际公司	海兰	69.30%
	德国罗曼家禽育种公司	罗曼	13.71%
	荷兰尤利公司	海赛克斯	7.04%
	匈牙利巴波娜特佳家禽育种公司	巴波娜特佳	6.28%
	德国尼克国际育种公司	尼克	3.67%

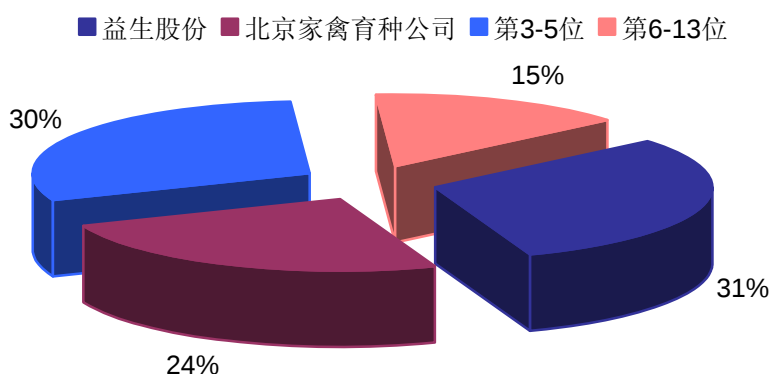
数据来源：公司招股说明书、兴业证券研发中心整理

三. 父母代肉种鸡繁育龙头

1. 父母代肉种鸡繁育第一

种禽繁育行业集中度逐渐提高。1994 年，全国有 40 家祖代肉鸡饲养企业，共饲养祖代肉种鸡 45 万套；目前我国祖代肉种鸡饲养企业共 13 家，2009 年合计引种约 90.50 万套，其中益生股份引种 27.55 万套，占比 31%，排名第一。

图 6：祖代肉种鸡引种份额（%）

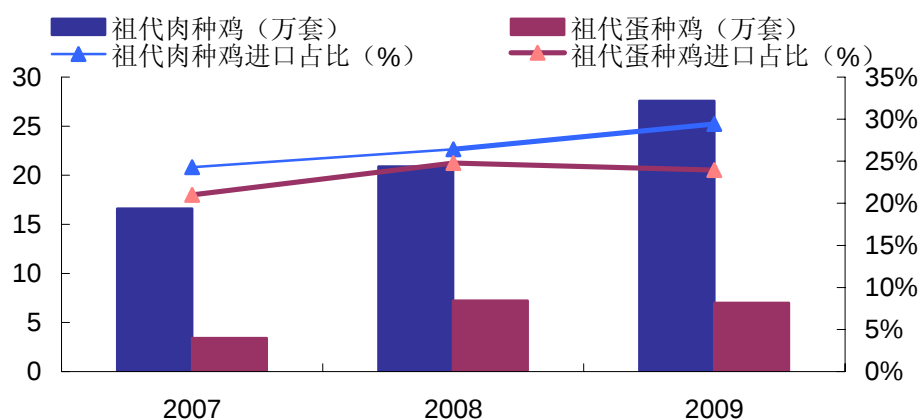


数据来源：公司招股说明书、兴业证券研发中心整理

注：引种量，并非更换量

祖代肉种鸡更换量排名第一。2007-2009 年公司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%，市场占有率连续三年排名第一。

图 7: 公司近三年祖代种鸡进口量及更换量占比 (万套, %)



数据来源: 公司招股说明书、兴业证券研发中心整理

根据中国畜牧业协会数据, 我国白羽肉鸡近年来繁育数据如下:

表 5: 2006-2008 年我国白羽肉鸡引种及繁育情况

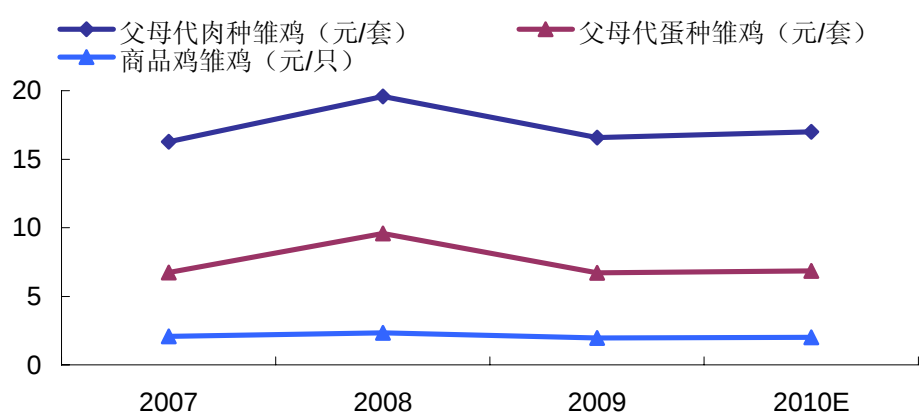
类别	2006	2007	2008
白羽祖代肉种鸡(万套)	50	68	79
白羽父母代肉种鸡(万套)	2688	2584	3000
白羽商品代肉鸡 (亿只)	27.01	28.91	27.79
白羽鸡肉 (万吨)	435	465	447

数据来源: 中国畜牧业协会、公司招股说明书、兴业证券研发中心整理

2008 年, 公司销售父母代白羽肉种雏鸡 932.7 万套 (未考虑公司自身使用量), 占当年全国销售量的 36.1%; 销售商品鸡雏鸡 2297.64 万只, 占当年全国销售量的 0.9%。

2006-2009 年, 公司父母代肉种雏鸡均价为 17.46 元/套, 公司父母代蛋种雏鸡均价为 7.48 元/套, 公司商品代肉种雏鸡均价为 2.10 元/只。

图 8: 公司鸡类产品均价 (元/套, 元/只)



数据来源: 公司招股说明书、兴业证券研发中心整理

目前整个种鸡繁育行业基本处于供求平衡状态, 对于未来鸡苗价格处于谨慎考虑, 假设: **预计 2010-2012 年, 公司销售父母代肉种雏鸡 1450、1500、1700 万套,**

对应均价 16.5、17.0、17.0 元/套，毛利率 40%、42%、42%；销售父母代蛋种雏鸡 600、700、800 万套，对应均价 6.5、7.0、7.0 元/套，毛利率 20%、25%、25%；销售商品代雏鸡 5000、6000、11000 万只，对应均价 2.0、2.2、2.2 元/只，毛利率 20%、22%、22%。

则公司鸡苗业务 2010-2012 年收入为 3.8、4.4、5.9 亿元，贡献毛利 1.2、1.5、1.9 亿元，仍将贡献公司八成以上收入及九成以上毛利。

表 6：公司鸡苗业务预测

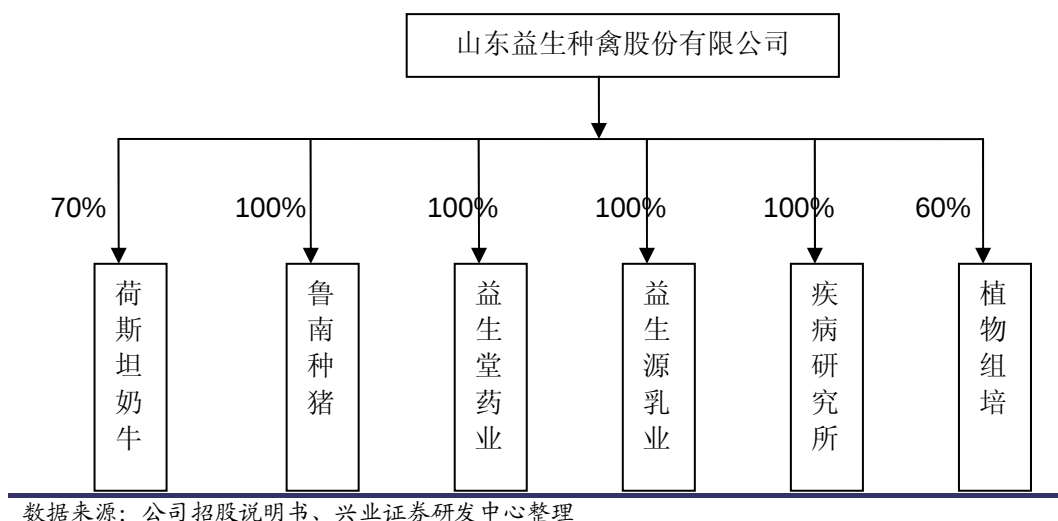
		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
父母代肉种雏鸡	产能（万套）	—	—	—	1,450.00	1,550.00	1,700.00
	销量（万套）	752.02	932.70	1,222.60	1,450.00	1,550.00	1,700.00
	单价（元/套）	16.26	19.58	16.58	16.50	17.00	17.00
	收入（百万元）	122.28	182.61	202.66	239.25	263.50	289.00
	毛利率（%）	40.52%	45.44%	45.52%	40.00%	42.00%	42.00%
	成本（百万元）	72.73	99.63	110.41	143.55	152.83	167.62
	毛利（百万元）	49.55	82.98	92.25	95.70	110.67	121.38
父母代蛋种雏鸡	产能（万套）	—	—	—	600.00	700.00	800.00
	销量（万套）	195.37	254.00	505.50	600.00	700.00	800.00
	单价（元/套）	6.74	9.59	6.71	6.50	7.00	7.00
	收入（百万元）	13.16	24.35	33.94	39.00	49.00	56.00
	毛利率（%）	-72.50%	-20.20%	21.85%	20.00%	25.00%	25.00%
	成本（百万元）	22.71	29.27	26.52	31.20	36.75	42.00
	毛利（百万元）	-9.54	-4.92	7.42	7.80	12.25	14.00
商品代雏鸡	产能（万只）	—	—	—	5,000.00	6,000.00	11,000.00
	销量（万只）	1,723.84	2,297.64	3,110.13	5,000.00	6,000.00	11,000.00
	单价（元/只）	2.08	2.33	1.95	2.00	2.20	2.20
	收入（百万元）	35.86	53.54	60.65	100.00	132.00	242.00
	毛利率（%）	33.62%	34.14%	28.79%	20.00%	22.00%	22.00%
	成本（百万元）	23.80	35.26	43.19	80.00	102.96	188.76
	毛利（百万元）	12.05	18.28	17.46	20.00	29.04	53.24
小计	销量（万套/万只）	2,671.23	3,484.34	4,838.23	7,050.00	8,250.00	13,500.00
	收入（百万元）	171.30	260.50	297.25	378.25	444.50	587.00
	YOY(%)	—	52.07%	14.11%	27.25%	17.51%	32.06%
	毛利率（%）	30.39%	36.98%	39.40%	32.65%	34.19%	32.13%
	成本（百万元）	119.24	164.16	180.12	254.75	292.54	398.38
	毛利（百万元）	52.06	96.34	117.13	123.50	151.96	188.62
	收入占比（%）	58.39%	78.38%	81.33%	83.38%	83.85%	86.60%
	毛利占比（%）	76.97%	87.33%	93.09%	92.19%	91.81%	93.05%

数据来源：公司招股说明书、兴业证券研发中心整理

四、其它业务：规模小

公司下属种猪繁育、奶牛、乳业、兽药、疾病研究、植物组培等业务，各子公司股权结构如下：

图 9: 公司下属子公司股权结构



子公司总体规模较小，对于公司总体盈利影响较小，短期内仍将维持现状。

表 7: 下属子公司资产（截止 2009 年底）及盈利（2009 年）状况

子公司	总资产 (百万元)	净资产 (百万元)	净利润 (百万元)	持股比例 (%)
山东鲁南种猪繁育有限公司	21.20	1.06	-4.37	100%
烟台益生源乳业有限公司	9.26	3.42	1.35	100%
山东荷斯坦奶牛繁育中心有限公司	27.61	4.21	-0.72	70%
山东益生堂药业有限公司	9.71	1.76	-0.91	100%
山东益生畜禽疾病研究院	1.48	-1.22	-0.69	100%
山东益生植物组培科技发展有限公司	1.19	1.06	-0.46	60%
权益			-5.40	

数据来源：公司招股说明书、兴业证券研发中心整理

种猪繁育业务与种鸡繁育业务相似，但是由于行业种猪规模过剩，公司种猪繁育业务短期仍将低迷。

表 8: 公司种猪业务预测

猪繁育	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
原种猪						
销量 (头)	951	1,939	1,239	1,200	1,400	1,600
均价 (元/头)	2,318.09	2,633.96	2,789.67	2,600.00	2,700.00	2,700.00
收入 (百万元)	2.20	5.11	3.46	3.12	3.78	4.32
二元猪						
销量 (头)	5,247	4,093	5,660	6,000	7,000	8,000
均价 (元/头)	1,288.48	1,600.58	1,410.88	1,400.00	1,500.00	1,500.00
收入 (百万元)	6.76	6.55	7.99	8.40	10.50	12.00
商品猪						
销量 (头)	15,646	17,053	24,262	30,000	35,000	40,000
均价 (元/头)	857.75	1,101.85	850.35	800.00	900.00	900.00
收入 (百万元)	13.42	18.79	20.63	24.00	31.50	36.00
小计						
收入 (百万元)	22.39	30.45	32.07	35.52	45.78	52.32
毛利率 (%)	27.86%	12.86%	-2.01%	5.00%	10.00%	10.00%
成本 (百万元)	16.15	26.53	32.72	33.74	41.20	47.09
毛利 (百万元)	6.24	3.92	-0.64	1.78	4.58	5.23

数据来源：公司招股说明书、兴业证券研发中心整理

斯坦奶牛繁育和益生源乳业联系较为紧密，但局限于山东地区，规模小；益生堂药业起着和公司繁育业务配套的作用；畜禽疾病研究院为民办非企业单位法人；植物组培主要为经济作物组织培养繁殖。以上子公司由于规模较小，短期不是公司发展重点，合计盈利预测如下：

表 9：公司其它业务预测

其它	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
收入（百万元）	83.36	24.06	23.14	25.00	25.00	25.00
毛利率（%）	10.16%	36.41%	32.37%	30.00%	30.00%	30.00%
成本（百万元）	74.89	15.30	15.64	17.50	17.50	17.50
毛利（百万元）	8.47	8.76	7.49	7.50	7.50	7.50

数据来源：公司招股说明书、兴业证券研发中心整理

注：不包括种猪繁育业务

五. 目标价：22.80-25.08 元

1. 业绩预测

分业务预测汇总如下，考虑公司发展，预计 2010-2012 年公司营业费用为 2000、2500、3000 万元；管理费用为 2500、3500、4500 万元；财务费用考虑公司 2010 年完成融资，根据模型计算得 600、100、-100 万元。

表 10：公司盈利预测假设

		2009	2010E	2011E	2012E
鸡苗业务	收入（百万元）	297.25	378.25	444.50	587.00
	YOY(%)	14.11%	27.25%	17.51%	32.06%
	毛利率（%）	39.40%	32.65%	34.19%	32.13%
其它业务	收入（百万元）	68.23	75.37	85.63	90.82
	YOY(%)	-5.02%	10.46%	13.61%	6.06%
	毛利率（%）	12.74%	13.88%	15.84%	15.51%
营业费用(百万元)		15.33	20.00	25.00	30.00
管理费用(百万元)		20.69	25.00	35.00	45.00
财务费用(百万元)		10	6	1	-1
实际税率（%）		0.17%	0.00%	0.00%	0.00%

数据来源：兴业证券研发中心整理

注：其中财务费用为假设发行后，根据负债及账上现金计算值，其它为预测值；其它业务为除鸡苗业务外所有业务

预计公司 2010-2012 收入为 4.54、5.30、6.78 亿元，净利为 0.83、1.04、1.28 亿元，对应 EPS 为 0.76、0.96、1.19 元，2009-2012 年净利复合增长率为 17%。

表 11: 公司盈利预测结果

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	365.48	453.62	530.13	677.82
YOY(%)	9.97%	24.12%	16.87%	27.86%
营业利润（百万元）	78.87	82.58	104.07	128.38
YOY(%)	21.58%	18.21%	19.63%	18.94%
净利润（百万元）	80.76	82.58	104.07	128.38
YOY(%)	22.10%	18.21%	19.63%	18.94%
最新摊薄每股收益（元）	0.75	0.76	0.96	1.19

数据来源：兴业证券研发中心整理

2. 估值

参考民和股份、圣农发展、华英农业三家禽类养殖企业估值以及正邦科技、通威股份、新希望三家饲料养殖企业估值，给予益生股份 2010 年 30-33 倍 PE，对应合理股价区间为 22.80-25.08 元。

表 12: 相对估值

	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）			股本	市值
	2010-7-22	2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E	（百万股）	（亿元）
民和股份	13.80	-0.39	0.40	0.67	-35	35	21	108	15
圣农发展	28.32	0.49	0.67	0.99	58	42	29	410	116
华英农业	19.34	0.27	0.48	0.69	71	40	28	147	28
正邦科技	14.55	0.24	0.39	0.56	61	37	26	269	39
通威股份	8.06	0.21	0.36	0.47	38	23	17	688	55
新希望	8.56	0.54	0.58	0.68	16	15	13	832	71
均值					35	32	22		
益生股份	—	0.75	0.76	0.96	—			108	

数据来源：Wind、兴业证券研发中心整理

注：除益生股份为预测值外，对比公司业绩预测均取 Wind 一致预期

3. 风险提示

养殖行业面临疫病风险。公司地处我国五大无规定动物疫病示范区之一的胶东半岛，历史上未发生重大畜禽疾病。

行业供求及价格波动风险。鸡苗价格波动受供求关系影响明显，鸡苗销售期只有 48 小时，这决定了短期内鸡苗价格波动较大，中长期存在 4-5 年的波动周期。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	139	608	605	811
货币资金	47	490	470	636
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	11	15	17	22
其他应收款	10	13	16	20
存货	30	42	47	62
非流动资产	406	550	469	388
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	224	370	273	166
在建工程	42	0	0	0
油气资产	0	0	0	0
无形资产	25	30	35	40
资产总计	545	1157	1074	1200
流动负债	157	279	116	145
短期借款	70	150	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	52	48	55	71
其他	35	81	62	74
非流动负债	156	156	156	156
长期借款	151	151	151	151
其他	6	6	6	6
负债合计	313	435	272	301
股本	81	108	108	108
资本公积	4	384	384	384
未分配利润	128	202	271	355
少数股东权益	2	2	2	2
股东权益合计	233	722	801	898
负债及权益合计	545	1157	1074	1200

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	81	83	104	128
折旧和摊销	91	97	136	147
资产减值准备	0	-2	0	0
无形资产摊销	1	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	10	6	1	-1
投资损失	0	0	0	0
少数股东损益	-0	0	0	0
营运资金的变动	21	-19	30	11
经营活动产生现金流量	161	188	221	262
投资活动产生现金流量	-133	-226	-65	-65
融资活动产生现金流量	106	481	-176	-30
现金净变动	134	443	-20	167
现金的期初余额	24	47	490	470
现金的期末余额	158	490	470	636

利润表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	365	454	530	678
营业成本	240	320	365	475
营业税金及附加	0	0	0	0
销售费用	15	20	25	30
管理费用	21	25	35	45
财务费用	10	6	1	-1
资产减值损失	1	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	79	83	104	128
营业外收入	2	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	81	83	104	128
所得税	0	0	0	0
净利润	81	83	104	128
少数股东损益	-0	0	0	0
归属母公司净利润	81	83	104	128
EPS (元)	0.75	0.76	0.96	1.19

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	10.0%	24.1%	16.9%	27.9%
营业利润增长率	16.5%	4.7%	25.8%	23.5%
净利润增长率	14.5%	1.7%	25.8%	23.5%
盈利能力(%)				
毛利率	34.4%	29.5%	31.2%	29.9%
净利率	22.2%	18.2%	19.6%	18.9%
ROE	35.1%	11.5%	13.0%	14.3%
偿债能力(%)				
资产负债率	57.3%	37.6%	25.4%	25.1%
流动比率	0.89	2.18	5.20	5.59
速动比率	0.70	2.03	4.79	5.16
营运能力(次)				
资产周转率	0.81	0.53	0.48	0.60
应收帐款周转率	31.89	34.37	33.44	34.83
每股资料(元)				
每股收益	0.75	0.76	0.96	1.19
每股经营现金	0.99	1.74	2.04	2.43
每股净资产	2.14	6.67	7.40	8.30
估值比率(倍)				
PE	0.00	0.00	0.00	0.00
PB	0.00	0.00	0.00	0.00

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间

中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间

回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

重要声明

兴业证券系列报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。