

西部牧业 (300106.SZ)

依托资源优势，生鲜乳业务快速扩张

评级:

前次:

目标价(元):

分析师
消费品小组

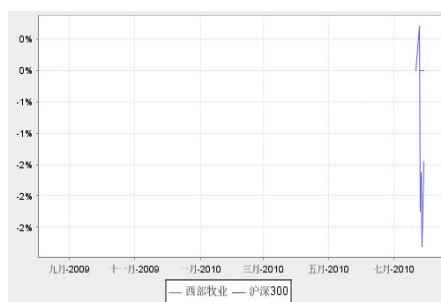
分析师
傅芬
S0740208100090
021-58206417
fusu@qlzq.com.cn

2010年8月16日

基本状况

总股本(百万股)	117.00
流通股本(百万股)	24.00
市价(元)	0.00
市值(百万元)	0.00
流通市值(百万元)	0.00

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	235.63	267.23	354.97	486.74	621.34
营业收入增速	263.88%	13.41%	32.83%	37.12%	27.65%
净利润增长率	140.32%	29.46%	28.01%	20.97%	30.45%
摊薄每股收益(元)	0.27	0.35	0.33	0.40	0.53
前次预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
市场预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
偏差率(本次-市场/市场)	—	—	—	—	—
市盈率(倍)	0.00	0.00	35.73	29.53	22.64
PEG	0.00	0.00	1.28	1.41	0.74
每股净资产(元)	1.48	1.85	4.70	5.11	5.63
每股现金流量	0.27	-0.14	0.76	0.14	0.58
净资产收益率	18.28%	18.92%	7.08%	7.89%	9.33%
市净率	0.00	0.00	2.53	2.33	2.11
总股本(百万股)	87.00	87.00	117.00	117.00	117.00

备注: 市场预测取聚源一致预期

投资要点

- 公司是新疆地区优质生鲜乳供应商。公司地处天山北坡优质牧区，具备得天独厚的地理资源优势。公司大股东背景是新疆建设兵团农八师，全力支持公司成长为石河子地区奶牛养殖业的龙头。
- 公司控制了石河子地区 60%的奶牛资源。2009 年公司在石河子养殖奶牛的覆盖率达到 67%，石河子奶业规划中到 2012 年奶牛存栏量达到 10 万头，届时公司 IPO 项目达产，公司服务和自养奶牛数量将达到 6.3 万头，覆盖奶牛市场份额仍超过 60%。
- 公司 IPO 项目达产后公司自产生鲜乳规模将翻番、外购生鲜乳规模增长 70%，预计新增利润 2689 万元。公司 IPO 项目为 6000 头高产奶牛标准化养殖基地、生鲜乳服务体系升级改造等，预计 2012 年达产后每年自产生鲜乳达到 3 万吨以上，外购生鲜乳日平均收购、储运能力达到 500 吨。
- 公司客户均为大型乳品加工企业，新增产能有望完全消化。公司前五大客户均为大型乳品企业，与公司签订长期生鲜乳供销协议，公司新增产能有望完全消化。公司处于奶业产业链的上、中游，中、下游的大型乳品企业掌握原奶定价权，公司扩产后可以保持稳定的利润率，但难以获得超额收益。
- 预计公司 2010-2012 年 EPS 为 0.33 元、0.4 元、0.53 元。预计公司未来三年营业收入分别为 3.55 亿元、4.87 亿元、6.21 亿元，同比增长 33%、37%、28%，净利润增长 28%、21%、30%。
- 公司合理估值区间为：13.2-15.9 元；公司股票上市首日定价区间为 17-18.2 元。
- 风险提示：重大自然灾害；客户集中度高。

内容目录

新疆地区优质生鲜乳供应商	- 4 -
地处天山北坡优质牧区，具备得天独厚的地理资源优势	- 4 -
公司奶业服务体系提升奶牛养殖效率，具备创新性和可复制性.....	- 4 -
兵团扶持公司奶业服务体系规模扩张	- 5 -
IPO 项目扩大产能.....	- 5 -
公司是高品质、放心奶源供应商	- 6 -
公司客户为大型乳企，前五名占据生鲜乳销量 98.74%.....	- 7 -
公司新增产能有望完全消化，但难以获得超额收益	- 7 -
公司生鲜乳业务分析	- 8 -
公司毛利率变化分析	- 8 -
公司盈利预测	- 9 -
预测前提与基本假设	- 9 -
盈利预测	- 9 -
公司估值	- 10 -
绝对估值	- 10 -
相对估值	- 11 -
公司股票上市首日定价区间为 17-18.2 元	- 12 -
风险提示	- 12 -
重大自然灾害	- 12 -
客户集中度高	- 12 -

图表目录

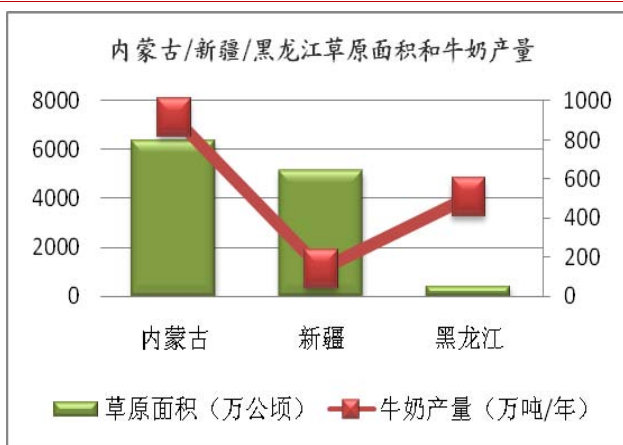
图表 1: 三大优势牧区牧草资源和产奶量比较.....	- 4 -
图表 2: 各地奶牛单产比较	- 4 -
图表 3: 公司奶业服务体系	- 5 -
图表 4: 公司控制了石河子 60%的奶牛资源	- 5 -
图表 5: 公司 IPO 项目分析 (万元)	- 5 -
图表 6: 预计 2012 年公司自产生鲜乳规模翻番	- 6 -
图表 7: 预计 2012 年公司外购生鲜乳规模增长 70%以上	- 6 -
图表 8: 公司生鲜乳质量指标高于国家标准	- 7 -
图表 9: 公司外购生鲜乳价格高于市场价格	- 7 -
图表 10: 公司客户为大型乳品企业	- 7 -
图表 11: 公司外购生鲜乳价格高于市场价格	- 7 -
图表 12: 公司 2008 年起收入大幅增长	- 8 -
图表 13: 公司 2009 年主营业务收入构成	- 8 -
图表 14: 公司前三年毛利率水平变化	- 9 -
图表 15: 公司 2009 年各项业务毛利率水平	- 9 -
图表 16: 公司生鲜乳业务预测	- 10 -
图表 17: 公司主要财务指标预测	- 10 -
图表 18: 绝对估值假设	- 11 -
图表 19: A 股乳业上市公司相对估值比较	- 11 -
图表 20: A 股畜牧业上市公司相对估值比较	- 11 -
图表 21: 7-8 月新股上市首日涨幅统计	- 13 -
附表 1: 三大报表预测与比率分析	- 14 -

新疆地区优质生鲜乳供应商

地处天山北坡优质牧区，具备得天独厚的地理资源优势

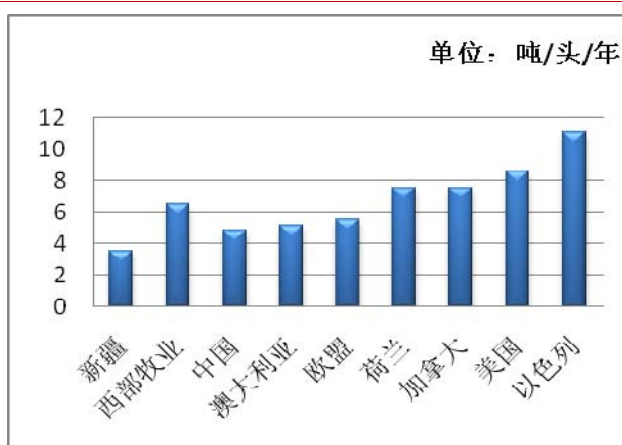
- 公司地处的石河子市位于北疆天山北坡经济带的中心，优越的自然地理位置为公司业务的发展提供了良好的外部条件。新疆天山北坡是业内公认的全国最优质天然牧场之一，所产生鲜乳品质优异，是国家规划奶牛业的重点发展区域。
- 优良的奶源基地吸引了伊利、娃哈哈、旺旺等多家知名乳制品生产企业在石河子市投资建厂，使石河子市成为了我国重要的奶业生产基地。
- 新疆地区的草场面积在全国省份排名第二，具备良好的基础，但现代畜牧业起步晚、基础低，还有很大的发展空间，未来5年将是新疆奶业快速发展的时期。

图表 1：三大优势牧区牧草资源和产奶量比较



来源：齐鲁证券研究所

图表 2：各地奶牛单产比较



来源：齐鲁证券研究所

公司奶业服务体系提升奶牛养殖效率，具备创新性和可复制性

- 公司的生鲜乳业务模式是通过对奶牛养殖户提供统一良种繁育、养殖技术、疾病防治、挤奶设施、冷链运输等专业服务，对生鲜乳生产进行源头控制、过程控制、质量控制。只要符合质量标准，加入到公司专业服务体系的奶牛养殖户生产的生鲜乳全部由公司收购，由西部牧业负责冷链运输及最终销售。
- 目前我国小规模经营的奶农生产的牛奶约占市场供应总额的60%。我国小规模养殖的奶牛单产水平较低，且质量不高，原奶收购环节操作不规范更是造成乳业质量安全问题的源头。
- 公司发展以奶业专业化服务带动奶农共同发展的经营模式，对分散养殖的奶牛养殖户统一良种繁育、养殖技术、疾病防治、奶厅设备。公司的专业服务体系适应中国国情和新疆实际情况，具有一定的创新性和较强的可复制性。
- 新疆地域辽阔，自然条件优越，但由于养殖技术落后，新疆散养的奶牛产奶量只有3-4吨，且牛奶质量无法得到保证。公司通过为奶牛养殖户提供全程专业化服务，奶牛产奶量和牛奶质量将大幅提升，奶源安全性也得到保证，是值得提倡的奶牛养殖和生鲜乳供应发展模式。

兵团扶持公司奶业服务体系规模扩张

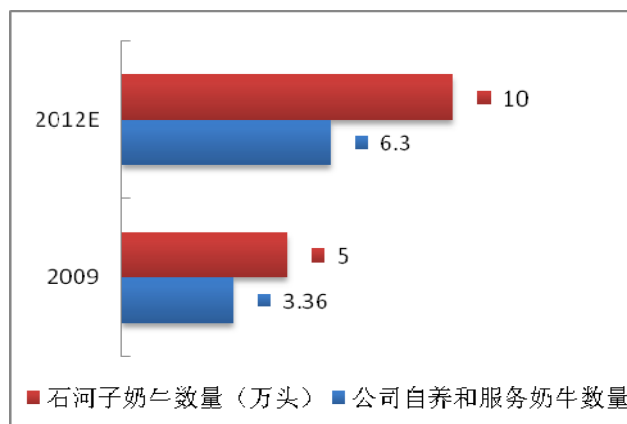
- 公司的实际控制人是新疆建设兵团农八师国资委，农八师主要分布在石河子附近，师部驻石河子市，和石河子市实行一个党委，政企分设，部门合一的体制。公司自成立以来得到农八师的大力支持，公司上市后，是农八师旗下唯一上市公司，农八师为避免关联交易，其他团场将退出奶牛养殖业，全力扶持公司做大做强。
- 2009年公司服务奶牛数量为3.03万头，自养奶牛3263头，占到石河子地区奶牛市场份额的67%。2012年公司IPO项目达产后服务和自养奶牛将达到6.3万头，而石河子地区奶业规划中2012年将达到10万头，公司外购生鲜乳业务还有很大的拓展空间。
- 石河子周边地区也是公司奶业服务模式的拓展方向。目前，公司已经开始与新疆昌吉、沙湾等地的牛场洽谈，同时还在与兵团其他师市进行合作洽谈，公司将逐步扩大奶业专业服务体系的区域范围。

图表 3：公司奶业服务体系



来源：齐鲁证券研究所

图表 4：公司控制了石河子 60% 的奶牛资源



来源：齐鲁证券研究所

IPO 项目扩大产能

- 公司本次 IPO 发行 3000 万股，占发行后总股本的 25.64%。募集资金将用于以下项目：

图表 5：公司 IPO 项目分析 (万元)

项目名称	投资额	项目建设期	年新增收入	年新增利润	内部收益率
6000 头高产奶牛标准化养殖基地建设项目	9073	2 年	12146	2046	17.46%
生鲜乳综合服务体系升级改造项目	4115	1 年	1932	643	14.86%
牛、羊良种繁育技术工程研究项目	2170	1 年			15.40%

来源：齐鲁证券研究所

- 公司 IPO 项目中，6000 头高产奶牛标准化养殖基地项目主要将扩大公司自产生鲜乳的规模，6000 头全部为青年牛，公司拟外购 3000 头、自繁 3000 头。奶牛分批到位，预计 2 年后达产，达产后自产生鲜乳规模将达到年供应量 3 万吨以上。

图表 6：预计 2012 年公司自产生鲜乳规模翻番


来源：齐鲁证券研究所

- IPO 项目中生鲜乳综合服务体系升级改造项目将扩大外购生鲜乳的规模。公司将改造挤奶厅 40 座，新建挤奶厅 50 座，增加配套 15 辆液态奶恒温运输车，形成日收购、储运 500 吨鲜奶的能力。

图表 7：预计 2012 年公司外购生鲜乳规模增长 70% 以上


来源：齐鲁证券研究所

- 牛、羊良种繁育技术工程研究项目则将提升公司的良种繁育技术并为公司扩产保障足够的良种供应。

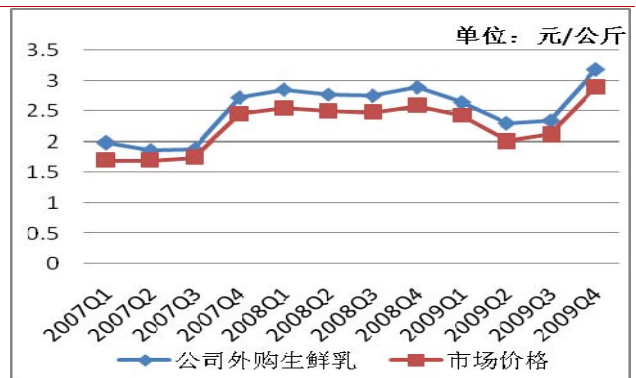
公司是高品质、放心奶源供应商

- 公司对外购奶源的奶牛养殖户提供统一良种繁育、养殖技术、疾病防治、挤奶设施、冷链运输等一整套的全程专业化服务，从源头上严格控制，保障了原奶的高品质和安全性。公司提供生鲜乳质量优良，品质远远超过国家标准，收购价格也高于市场平均水平 0.2 元左右。
- 2008 年三鹿引爆的“三聚氰胺”事件发展成为全行业事件，国内乳品企业几乎无一幸免。但公司销售的牛奶均未检测出三聚氰胺，因此“三聚氰胺”事件后，全国各地出现乳企拒收原奶、奶农悲愤倒奶的事件，而公司产品从未遭遇拒收，“放心奶源”为公司赢得了客户的信任。

图表 8：公司生鲜乳质量指标高于国家标准

项目	国家标准	西部牧业
脂肪，%	3.1	3.8
蛋白质，%	2.8	3.3
杂质度，ppm	4	2

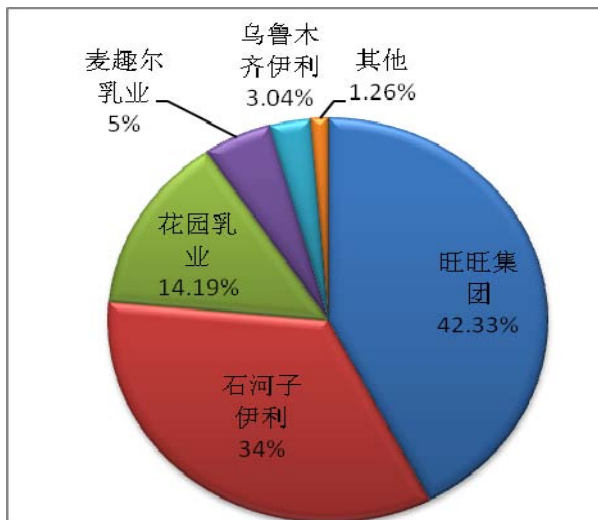
来源：齐鲁证券研究所

图表 9：公司外购生鲜乳价格高于市场价格


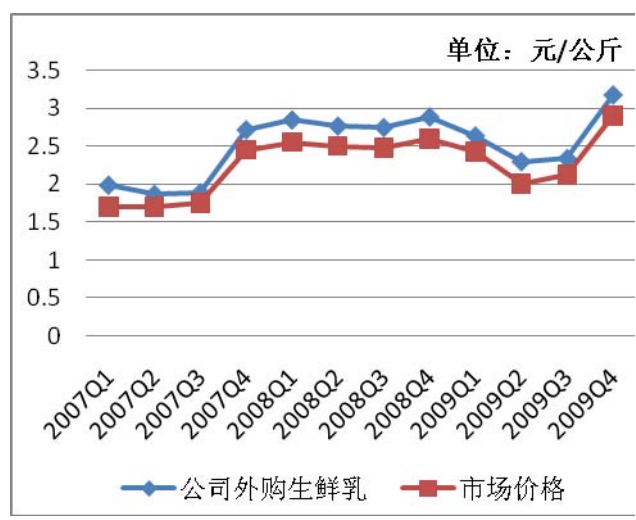
来源：齐鲁证券研究所

公司客户为大型乳企，前五名占据生鲜乳销量 98.74%

- 公司生鲜乳客户均为大型乳品企业。由于新疆乳品具有优质和安全的优势，全国知名乳品企业纷纷在北疆建设乳品供应基地和加工企业。公司与伊利、旺旺、娃哈哈、麦趣尔、花园等知名乳品企业采取合资建厂、供销协议等方式建立了长期稳定的合作关系。
- 公司前五家客户集中度非常高。公司目前生鲜乳产品的前五家客户分别是：新疆乳旺/明旺（旺旺集团）、石河子伊利乳业、新疆花园乳业、新疆麦趣尔乳业、乌鲁木齐伊利乳业。2009年这五家公司占到公司全部生鲜乳销售量的98.74%。

图表 10：公司客户为大型乳品企业


来源：齐鲁证券研究所

图表 11：公司外购生鲜乳价格高于市场价格


来源：齐鲁证券研究所

公司新增产能有望完全消化，但难以获得超额收益

- 公司生鲜乳产品质优价高，销售态势良好。公司外购生鲜乳价格一直高于市场价格 0.2 元左右，公司产品的销售价格上也可以看出公司产品的受欢迎程度。
- 目前以石河子市为中心半径 150 公里的范围内，已有加工企业近 15 家，每天加工能力达 3,000 余吨，而本区域内每天的原奶供应量不足 2,000 吨；石河子市三家乳品加工企业目前的设备生产能力已达 800 吨，2012

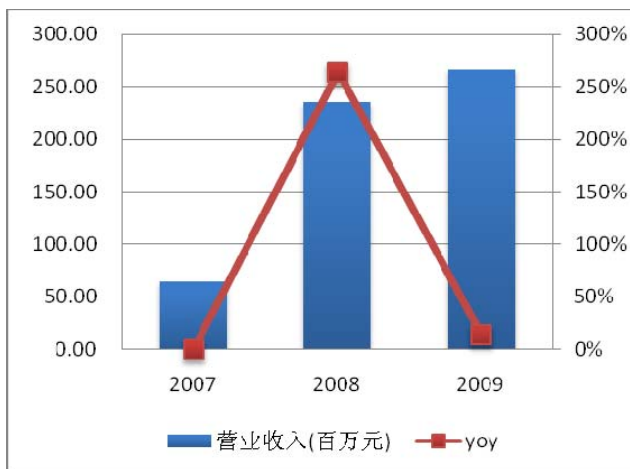
年将达 1,000 吨，而公司目前每天的供应奶量仅 300 吨，生鲜乳的供应始终有较大缺口。即便 IPO 项目达产后，公司的日鲜奶供应量也只有 500-600 吨，还是不能满足供需缺口，因此，我们认为公司新增产能被完全消化的可能性很大。

- 在奶业产业链中，公司作为原奶供应商处于上、中游位置，产品定价权更多掌握在下游大型乳品加工企业手中，公司产品畅销，新增产能达产后有望保持稳定的收益率水平，但难以获得超额收益。

公司生鲜乳业务分析

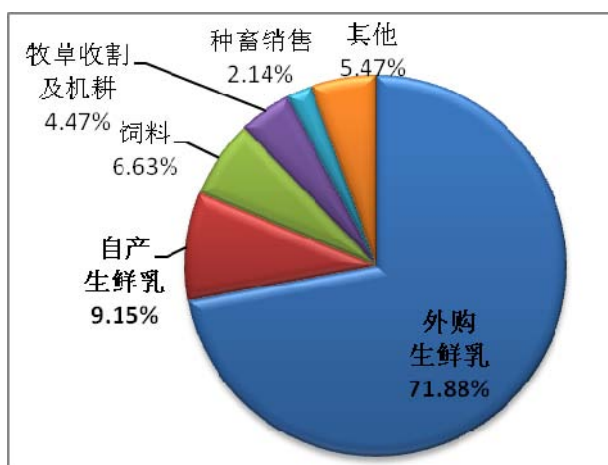
- 公司 2007 年收购了天源奶业，增加了外购生鲜乳业务。公司收购天源奶业之前主要从事集约化养殖业务，产品包括生鲜乳、种畜销售、牛羊肉销售等，业绩基数较低。2007 年收购了原本就是公司部门独立出去后的天源奶业后，公司 2008 年营业收入、利润均大幅增长。
- 目前，公司业务已经构成了一条完整的畜牧经济产业链，成为新疆地区集奶牛集约化养殖、种畜繁育、优质生鲜乳供应为一体的畜牧产业化龙头企业。公司未来发展方向主要是通过在新疆地区复制专业化奶业服务体系、扩大奶牛养殖户服务数量，从而扩大外购生鲜乳规模。
- 在生鲜乳业务中，外购生鲜乳是公司主要的收入来源，占到主营收入的 72%，2009 年公司外购生鲜乳和自产生鲜乳的收入比例是 9:1。IPO 项目达产后公司自产生鲜乳比例将有所提升。

图表 12：公司 2008 年起收入大幅增长



来源：齐鲁证券研究所

图表 13：公司 2009 年主营业务收入构成

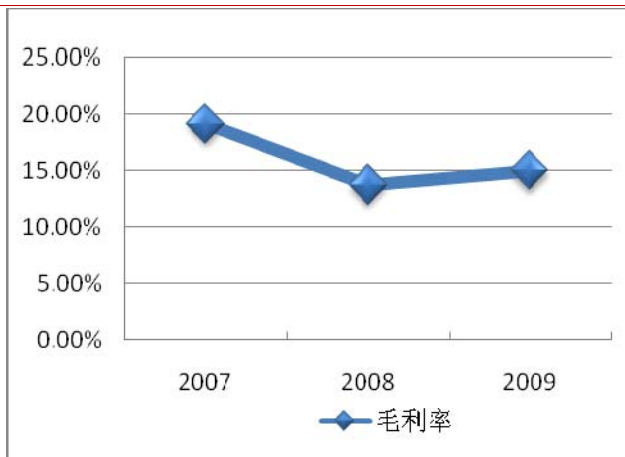


来源：齐鲁证券研究所

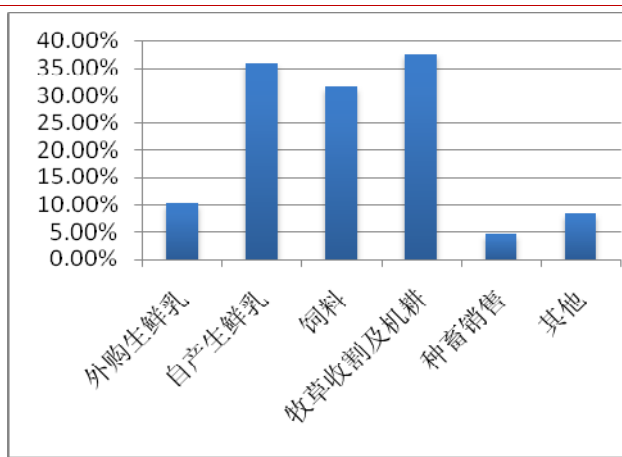
公司毛利率变化分析

- 公司前三年毛利率水平变动主要是由于 2008 年新增外购生鲜乳业务，而外购生鲜乳业务赚取的是购销差价，此项业务当年毛利率水平在 9.5%，低于公司集约化养殖产品平均的 35% 毛利率，因此造成 2008 年之后毛利率水平降低。
- 从分产品毛利率来看，外购生鲜乳业务是赚取购销差价，毛利率水平比较稳定，预计未来扩大服务范围后能保持在 8%-9%；公司自产生鲜乳是集约化奶牛养殖的主要产品，由于自产生鲜乳品质高、安全性强，属于高端产品，毛利率保持在 35% 左右，由于公司已经形成了完整的畜牧经

济产业链，而且原材料资源丰富，上游种畜繁育和饲料成本都能控制，下游由于产品供不应求，具备较强的议价能力，因此预计未来扩大产能后自产生鲜乳的毛利率水平仍能保持在 30% 以上；公司饲料、牧草收割、种畜销售等业务是公司提供奶业专业化服务流程中的配套环节，规模和盈利水平都比较好控制。

图表 14： 公司前三年毛利率水平变化


来源：齐鲁证券研究所

图表 15： 公司 2009 年各项业务毛利率水平


来源：齐鲁证券研究所

公司盈利预测

预测前提与基本假设

- 基于当地牧区奶业规划和农八师的支持，公司生鲜乳服务体系模式可以快速复制；
- 公司 IPO 项目达产后新增产能可以完全消化；
- 预计公司到 2012 年服务奶牛数量达到 4.8 万头，年外购生鲜乳达到 13.7 万吨；外购生鲜乳毛利率 8%-9%；
- 预计公司到 2012 年存栏奶牛头数达到 1.5 万头，泌乳牛达到 4600 头，年单产达到 7 万吨，年自产生鲜乳接近 3.3 万吨；自产生鲜乳毛利率保持在 32%-33%。
- 公司其他业务规模主要为生鲜乳业务配套项目，盈利保持稳定。

盈利预测

- 公司生鲜乳业务处于快速成长期，预计公司 2010-2012 年营业收入分别为 3.55 亿元、4.87 亿元、6.21 亿元，同比增长 33%、37%、28%，净利润增长 28%、21%、30%。
- 公司 2010-2012EPS 分别为 0.33 元、0.4 元、0.53 元。

图表 16：公司生鲜乳业务预测

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
外购生鲜乳					
服务奶牛数量（万头）	2.12	3.03	3.2	4	4.8
单产	-	2.74	2.75	2.8	2.85
收购量（吨）	78001	82990	88000	112000	136800
单价	2.35	2.31	3	3.05	3.1
收入（百万元）	183	192	264	341.6	424.08
毛利率	9.55%	10.15%	9.00%	8.80%	8.80%
自产生鲜乳					
存栏奶牛（头）	2180	3263	7000	12000	15000
泌乳牛		1283	2500	3400	4600
单产（吨/年）		6.34	6.5	6.8	7
产量（吨）	6173	8132	16250	23120	32200
单价	2.95	3.01	3.2	3.25	3.3
收入（百万元）	18.22	24.45	52	75.14	106.26
毛利率	36.11%	35.79%	33.00%	32.00%	32.00%

来源：齐鲁证券研究所

图表 17：公司主要财务指标预测

指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	235.63	267.23	354.97	486.74	621.34
营业收入增速	263.88%	13.41%	32.83%	37.12%	27.65%
净利润增长率	140.32%	29.46%	28.01%	20.97%	30.45%
摊薄每股收益（元）	0.27	0.35	0.33	0.40	0.53
市盈率（倍）	0.00	0.00	35.73	29.53	22.64
PEG	0.00	0.00	1.28	1.41	0.74
每股净资产（元）	1.48	1.85	4.70	5.11	5.63
每股现金流量（元）	0.27	-0.14	0.76	0.14	0.58
净资产收益率	18.28%	18.92%	7.08%	7.89%	9.33%
市净率	0.00	0.00	2.53	2.33	2.11
总股本（百万元）	87.00	87.00	117.00	117.00	117.00

来源：齐鲁证券研究所

公司估值

绝对估值

图表 18：绝对估值假设

行业 Beta	0.9	债务利率 Kd	4.00%
无风险利率 Rf	2.50%	实际税率 Tc	0.01%
风险溢价	6.00%	股票贴现率 Ke	8.50%
资产贴现率 Ka	7.90%	WACC	8.11%
永续增长率	2%		

来源：齐鲁证券研究所

- 基于以上假设，DCF/FCFE 方式下公司估值结果为 14.22 元。

相对估值

- A 股上市公司中没有原奶供应商，我们分别从下游乳制品和畜牧业中选取可比公司作为相对估值参考对象。

图表 19：A 股乳业上市公司相对估值比较

证券代码	证券简称	股价（元）	总市值（亿元）	2009PE	E2010PE	E2011PE	E2012PE
002329.SZ	皇氏乳业	30.50	33.23	72.86	49.80	35.18	25.71
600429.SH	三元股份	6.02	54.07	-41.99	103.39	46.31	
600597.SH	光明乳业	8.75	93.25	76.14	50.34	41.22	31.62
600887.SH	伊利股份	32.00	258.02	39.84	29.83	22.79	18.04
平均				62.95	58.34	36.37	25.12
300106.SZ	西部牧业	11.90	10.35	46.00	35.73	29.53	22.64

来源：齐鲁证券研究所

图表 20：A 股畜牧业上市公司相对估值比较

证券代码	证券简称	股价（元）	总市值（亿元）	2009PE	E2010PE	E2011PE	E2012PE
002321.SZ	华英农业	19.65	29.19	72.50	41.47	28.96	22.81
002458.SZ	益生股份	33.46	36.04	44.41	43.55	34.17	27.47
002234.SZ	民和股份	14.38	15.50	-36.53	42.75	23.33	15.20
002299.SZ	圣农发展	30.58	125.67	62.71	46.40	31.19	24.08
平均				35.77	43.54	29.41	22.39
300106.SZ	西部牧业	11.90	10.35	46.00	35.73	29.53	22.64

来源：齐鲁证券研究所

- 我们认为给予公司 2010 年 40 倍 PE、2011 年 35 倍 PE、2012 年 30 倍 PE 比较合理。
- 结合绝对估值法和相对估值法，我们认为公司合理的估值区间为：13.2-15.9 元。

公司股票上市首日定价区间为 17-18.2 元

- 西部牧业 IPO 股票将于近日上市交易，发行价格为 11.9 元/股，对应 2010 年预测市盈率 36 倍。公司本次发行共计 3000 万股，占发行后总股本的 25.64%。
- 我们选取 7-8 月份 A 股中小企业板和创业板上市公司进行统计，上市首日股票平均涨幅为 43.93%，按西部牧业发行价 11.9 元计算，对应上市公司股票价格为 17.14 元。
- 参考同属农业板块的益生股份和壹桥苗业上市首日表现，我们对西部牧业上市首日定价区间为 17-18.2 元。

风险提示

重大自然灾害

- 如果发生重大旱灾、雪灾，将对公司饲养的牲畜或者牧草、棚舍等养殖设备造成损失。

客户集中度高

- 公司客户集中非常高，前五家客户几乎占据全部生鲜乳销售，如果其中有客户发生经营问题或者产品质量问题，将影响公司生鲜乳的销售。

图表 21: 7-8 月新股上市首日涨幅统计

股票代码	公司名称	发行价格 (元)	上市首日涨幅 (%)	上市日期
300103.SZ	达刚路机	29.10	59.24	2010-8-12
300104.SZ	乐视网	29.20	58.72	2010-8-12
300102.SZ	乾照光电	45.00	87.55	2010-8-12
002460.SZ	赣锋锂业	20.70	193.26	2010-8-10
002459.SZ	天业通联	22.46	51.94	2010-8-10
002458.SZ	益生股份	24.00	52.90	2010-8-10
300101.SZ	国腾电子	32.00	118.47	2010-8-6
300099.SZ	尤洛卡	48.65	60.12	2010-8-6
300100.SZ	双林股份	20.91	77.67	2010-8-6
002455.SZ	百川股份	20.00	64.95	2010-8-3
002456.SZ	欧菲光	30.00	54.33	2010-8-3
002457.SZ	青龙管业	25.00	29.20	2010-8-3
300096.SZ	易联众	19.80	47.63	2010-7-28
300095.SZ	华伍股份	22.56	64.01	2010-7-28
300097.SZ	智云股份	19.38	52.48	2010-7-28
300098.SZ	高新兴	36.00	12.36	2010-7-28
002454.SZ	松芝股份	18.20	22.80	2010-7-20
002451.SZ	摩恩电气	10.00	65.20	2010-7-20
002452.SZ	长高集团	25.88	16.31	2010-7-20
002453.SZ	天马精化	14.96	45.92	2010-7-20
002414.SZ	高德红外	26.00	-2.04	2010-7-16
002449.SZ	国星光电	28.00	1.29	2010-7-16
002450.SZ	康得新	14.20	41.20	2010-7-16
002448.SZ	中原内配	21.80	83.49	2010-7-16
002444.SZ	巨星科技	29.00	-5.34	2010-7-13
002445.SZ	中南重工	18.80	7.18	2010-7-13
002446.SZ	盛路通信	17.82	17.56	2010-7-13
002447.SZ	壹桥苗业	28.98	45.96	2010-7-13
300093.SZ	金刚玻璃	16.20	36.54	2010-7-8
300092.SZ	科新机电	16.00	20.56	2010-7-8
300094.SZ	国联水产	14.38	-0.63	2010-7-8
002442.SZ	龙星化工	12.50	20.88	2010-7-6
002440.SZ	闰土股份	31.20	-5.13	2010-7-6
002441.SZ	众业达	39.90	-3.06	2010-7-6
	平均		43.93	

来源: 齐鲁证券研究所

附表 22：三大报表预测与比率分析
损益表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入	65	236	267	355	487	621
增长率	—	263.9%	13.4%	32.8%	37.1%	27.7%
营业成本	-52	-203	-227	-304	-418	-532
	80.9					
%销售收入	%	86.3%	85.0%	85.7%	85.9%	85.6%
毛利	12	32	40	51	68	89
	19.1					
%销售收入	%	13.7%	15.0%	14.3%	14.1%	14.4%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业费用	-2	-2	-3	-5	-12	-16
%销售收入	3.4%	1.0%	1.1%	1.5%	2.5%	2.5%
管理费用	-4	-8	-7	-10	-17	-22
%销售收入	6.1%	3.3%	2.8%	2.8%	3.5%	3.5%
息税前利润（EBIT）	6	22	30	35	39	52
%销售收入	9.6%	9.4%	11.1%	10.0%	8.0%	8.4%
财务费用	-1	-1	-3	1	5	6
%销售收入	0.8%	0.2%	1.1%	-0.1%	-1.0%	-1.0%
资产减值损失	1	1	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
%税前利润	4.9%	0.0%	0.7%	0.3%	0.2%	0.2%
营业利润	7	22	27	36	44	58
	11.2					
营业利润率	%	9.4%	10.0%	10.1%	9.1%	9.4%
营业外收支	2	0	4	3	3	3
税前利润	9	23	30	39	47	61
	14.5					
利润率	%	9.6%	11.3%	11.0%	9.7%	9.9%
所得税	0	0	0	0	0	0
所得税率	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%
净利润	9	23	30	39	47	61
少数股东损益	0	-1	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	10	24	30	39	47	61
	15.1					
净利率	%	10.0%	11.4%	11.0%	9.7%	9.9%

现金流量表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	9	23	30	39	47	61
少数股东损益	0	0	0	0	0	0

非现金支出	10	12	15	17	22	24
非经营收益	0	1	3	1	-2	-3
营运资金变动	3	-12	-61	32	-51	-14
经营活动现金净流	23	24	-12	89	16	68
资本开支	12	20	37	82	81	-73
投资	-1	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-13	-20	-37	-82	-81	73
股权募资	2	14	8	350	0	0
债权募资	1	-14	51	-24	-70	0
其他	-2	-2	-3	-4	-1	0
筹资活动现金净流	1	-2	56	323	-71	0
现金净流量	10	2	7	329	-136	141

资产负债表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	10	12	19	349	212	353
应收款项	32	22	32	38	51	66
存货	27	38	68	60	90	110
其他流动资产	3	7	32	26	47	53
流动资产	72	79	151	473	400	582
%总资产	31.8%	31.8%	43.2%	63.9%	54.8%	71.2%
长期投资	3	0	0	0	0	0
固定资产	125	143	172	241	304	211
%总资产	55.3%	57.8%	49.2%	32.6%	41.7%	25.8%
无形资产	26	26	27	26	25	25
非流动资产	154	169	199	267	330	236
%总资产	68.2%	68.2%	56.8%	36.1%	45.2%	28.8%
资产总计	226	248	350	740	730	818
短期借款	29	25	59	5	5	5
应付款项	66	55	40	66	81	110
其他流动负债	-3	-5	-5	-7	-9	-11
流动负债	93	75	94	64	77	103
长期贷款	2	0	40	70	0	0
其他长期负债	38	41	46	46	46	46
负债	133	116	180	180	123	149
普通股股东权益	93	129	161	550	597	659
少数股东权益	0	3	10	10	10	9
负债股东权益合计	226	248	350	740	730	818

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益 (元)	0.125	0.270	0.350	0.333	0.403	0.526

每股净资产(元)	1.190	1.478	1.849	4.703	5.106	5.632
每股经营现金净流(元)	0.288	0.272	-0.138	0.758	0.138	0.583
每股股利(元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	10.51%	18.28%	18.92%	7.08%	7.89%	9.33%
总资产收益率	4.32%	9.48%	8.69%	5.26%	6.46%	7.52%
投入资本收益率	5.56%	15.24%	11.89%	12.36%	9.79%	16.22%
增长率						
营业总收入增长率	—	263.88%	13.41%	32.83%	37.12%	27.65%
EBIT 增长率	—	256.73%	34.37%	19.08%	10.80%	32.52%
净利润增长率	—	140.32%	29.46%	28.01%	20.97%	30.45%
总资产增长率	—	9.65%	41.14%	111.34%	-1.39%	12.04%
资产管理能力						
应收账款周转天数	60.5	27.5	27.4	27.4	27.4	27.4
存货周转天数	93.7	58.4	85.6	72.0	78.8	75.4
应付账款周转天数	47.1	24.0	25.0	24.5	24.7	24.6
固定资产周转天数	345.1	197.2	196.9	174.1	144.6	115.4
偿债能力						
净负债/股东权益	22.86%	9.82%	46.48%	-48.91%	-34.17%	-52.16%
EBIT 利息保障倍数	12.2	42.8	9.8	-69.5	-8.0	-8.2
资产负债率	58.81%	46.85%	51.32%	24.35%	16.82%	18.26%

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:021-58303470
手机:13641659577
传真:021-58318543
邮编:200122
地址:上海市浦电路 438 号双
鸽大厦 19 楼

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:021-58206173
手机:18621368050
传真:021-58318543
邮编:200122
地址:上海市浦电路 438 号双
鸽大厦 19 楼

济南
联系人:韩丽萍
电话:0531-81283786
手机:15806668226
传真:0531-81283791
邮编:250010
地址:山东济南经十路 17703
号华特广场 B501