

唐人神 (002567)

着力打造生猪产业链一体化

预计上市定价

27.8~30.4 RMB

主要数据

行业	农林牧渔行业
公司网址	www.tangrenshen.com.cn
大股东/持股	株洲成业投资, 24.7%
实际控制人/持股	陶一山, 10.4%
总股本(百万股)	138
流通 A 股(百万股)	35
流通 B/H 股(百万股)	
总市值(亿元)	
流通 A 股市值(亿元)	
每股净资产(元)	3.77
资产负债率(%)	60.2

研究员

王华 农林牧渔研究员
S1060210090003
0755-22621039
wanghua505@pingan.com.cn

投资要点

■ 饲料和中式肉制品区域性龙头

湖南省饲料和中式肉制品龙头企业。2010 年, 公司营业收入和净利润分别实现 43.8 和 4.3 亿元, 其中饲料占公司营业收入和毛利润的 89.5%和 79.1%, 为公司利润主要来源。2010 年公司饲料在湖南市场总销量为 66.27 万吨, 市场份额达 7.24%, 市场占有率居湖南第一。同时公司积极发展肉品业务, 2009 年在湖南中式肉制品市场, “唐人神”肉品市场份额达到 68%, 排名第一。

■ 消费升级, 饲料和肉类市场空间持续增长

消费升级, 国内对猪、牛、羊、水产等肉类需求持续增加。目前我国肉类产品人均占有量在 55 公斤左右, 发达国家的人均占有量在 70-130 公斤之间, 我国肉类的消费需求有较大的增长空间。

肉类需求拉动和工业普及率上升, 饲料市场持续增长。我们认为, 下游养殖业周期性变化, 上游原料价格不确定性变化, 行业利润受双重压制。具有品牌、渠道、产业链一体化优势的企业优先获得整合机会, 实现快速发展。

■ 产业链一体化经营, 持续拓展盈利空间

公司初步形成了种猪、饲料、肉制品加工和销售的生猪产业链一体化经营模式。依托技术研发、品牌建设以及营销模式创新, 公司业绩增长显著高于行业平均水平。未来公司业绩增长来源于饲料市场占有率的提高, 肉制品市场的开拓以及产能突破后种猪业务的快速发展。

■ 上市合理定价区间为 27.8—30.4 元

预计 11-12 年营业收入增速为 20.8%和 14.7%, 净利增速分别为 37.4%和 35.8%, EPS 分别为 0.83 和 1.12 元。从两个角度判断, 我们认为公司上市合理定价区间为 27.8-30.4 元, 对应 2011-2012 年的动态 PE 分别为 33.5-36.6 倍, 24.8-27.1 倍。

■ 风险提示

原料价格波动、自然灾害疫情等给公司正常经营带来的不利影响。

	2009A	2010A	2011E	2012E
主营收入(百万元)	3748	4380	5290	6067
YoY(%)	15%	17%	21%	15%
净利润(百万元)	66	83	114	155
YoY(%)	26%	26%	37%	36%
毛利率(%)	10.4%	9.8%	9.5%	9.8%
净利率(%)	1.8%	1.9%	2.2%	2.6%
ROE(%)	13.9%	16.0%	7.4%	9.1%
EPS(摊薄/元)	0.48	0.60	0.83	1.12

正文目录

一、合理定价区间为 27.8 – 30.4 元	3
二、公司概况	4
2.1 饲料和中式肉制品区域性龙头	4
2.2 股权结构及本次发行	6
三、消费升级，饲料和肉类市场空间持续增长	7
3.1 消费升级推动肉类需求持续增长	7
3.2 下游需求拉动、工业饲料普及率提升，饲料行业市场空间持续扩大	8
3.3 饲料行业市场集中度逐步提高，整合空间较大	8
四、产业链一体化经营，持续拓展盈利空间	9
4.1 产业链一体化经营模式，提高企业持续盈利能力	9
4.2 技术研发优势突出，做强生猪产业链	10
4.3 品牌和营销模式创新，做大市场规模	11
六、募投项目分析及盈利预测	12
6.1 募投项目分析	12
6.2 收入与业绩预测	13
七、风险提示	13
7.1 原材料价格波动风险	14
7.2 自然灾害疫情风险	14

一、合理定价区间为 27.8 – 30.4 元

唐人神集团股份有限公司（以下简称“唐人神”或公司）营收来源于饲料（猪饲料、禽饲料、水产饲料）、生鲜肉及各类肉制品、种猪、动物保健品等，其中饲料占 2010 年营收的 89.5%。我们通过两个角度来判断公司上市后的合理价格。

■ 以饲料行业 2011 年动态 PE 作为参考标的

我们主要选取新希望、通威股份、海大集团、大北农、金新农、正邦科技六家饲料行业上市公司为估值的参照标的。其中通威股份、海大集团以生产水产饲料为主，其他四家以生产猪饲料为主。

按 2011 年 3 月 14 日收盘价，可比公司 2011 年的动态市盈率均值为 29.01 倍，考虑到公司生猪产业链一体化初步建立，公司肉类、种猪等业务增长空间较大，我们给予 10%-15% 的估值溢价，预计 2011 年动态 PE 为 32-35 倍 PE。

根据我们预测，唐人神 2011 年摊薄后每股收益为 0.83 元，据此计算，公司上市后的合理价格为 26.6-29.0 元，中值为 27.8 元。

■ 2、以近 1 个月中小板新股首日平均涨幅作为参考标的

我们选取了自 2 月 15 日所有中小板上市新股首日涨幅作为参考标的，17 只新股平均涨幅为 21.4%，其中同为饲料行业的金新农首日涨幅为 16.9%（发行价格对应 2011 年动态 PE 为 28.9 倍），

根据我们预测，唐人神 2011 年摊薄后每股收益为 0.83 元，公司发行价格确定为 27 元，发行价格对应 2011 年动态市盈率为 32.5 倍，因此我们预计公司上市首日涨幅在 10%-15%，据此计算上市首日定价在 29.7-31.1 元，中值为 30.4 元。

综上，我们认为公司上市后合理价格 27.8-30.4 元，预计全面摊薄后公司 2011-2012 年 EPS 分别为 0.83 元和 1.12 元，对应 2011-2012 年的动态 PE 分别为 33.5-36.6，24.8-27.1 倍。

图表1 饲料行业主要参照公司PE估值水平

单位：元/股、元、倍

	股价 (03/14)	每股收益/EPS			市盈率/PE		
		2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E
新希望	20.57	0.54	1.27	1.55	38.09	16.26	13.27
通威股份	9.95	0.21	0.22	0.34	46.67	44.32	29.54
海大集团	28.76	0.53	0.72	0.98	53.98	40.08	29.42
大北农	37.94	0.70	0.88	1.28	54.55	43.13	29.60
金新农	26.56	0.62	0.65	0.83	42.77	40.93	32.00
正邦科技	15.83	0.24	0.38	0.65	66.57	41.26	24.51
平均					50.44	37.66	29.01

资料来源：wind，平安证券研究所

备注：新希望市盈率异常未纳入平均值计算

图表2: 2011年2月15号以来中小板新股首日平均涨幅为21.4%

上市公司	上市日期	发行价	上市首日收盘价	上市首日涨跌幅
兄弟科技(002562)	2011/3/10	21	28.8	37.1%
张化机(002564)	2011/3/10	29.5	34	15.3%
亚威股份(002559)	2011/3/3	40	38.4	-4.0%
通达股份(002560)	2011/3/3	28.8	32.45	12.7%
徐家汇(002561)	2011/3/3	16	20.93	30.8%
顺荣股份(002555)	2011/3/2	35	36.88	5.4%
辉隆股份(002556)	2011/3/2	37.5	38.68	3.1%
洽洽食品(002557)	2011/3/2	40	38.22	-4.5%
世纪游轮(002558)	2011/3/2	30	38.13	27.1%
尚荣医疗(002551)	2011/2/25	46	60.01	30.5%
宝鼎重工(002552)	2011/2/25	20	25.55	27.8%
南方轴承(002553)	2011/2/25	17	25.16	48.0%
惠博普(002554)	2011/2/25	26	28.71	10.4%
春兴精工(002547)	2011/2/18	16	22.01	37.6%
金新农(002548)	2011/2/18	24	28.05	16.9%
凯美特气(002549)	2011/2/18	25.48	37.5	47.2%
千红制药(002550)	2011/2/18	32	39.22	22.6%
平均				21.4%

资料来源: wind, 平安证券研究所

二、公司概况

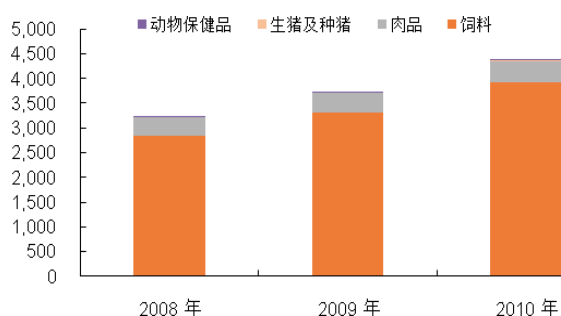
2.1 饲料和中式肉制品区域性龙头

唐人神主要从事饲料（猪饲料、禽饲料、水产饲料）、生鲜肉及各类肉制品、种猪、动物保健品等生产和销售，目前公司已初步构建了生猪养殖产业链一体化。

2010 年，公司营业收入和净利润分别实现 43.8 和 4.3 亿元，其中饲料占公司营业收入和毛利润的 89.5%和 79.1%，为公司利润主要来源。2010 年公司饲料总产量达到 132.12 万吨，其中湖南市场总销量 66.27 万吨，湖南省内的市场份额达 7.24%，市场占有率居湖南第一。

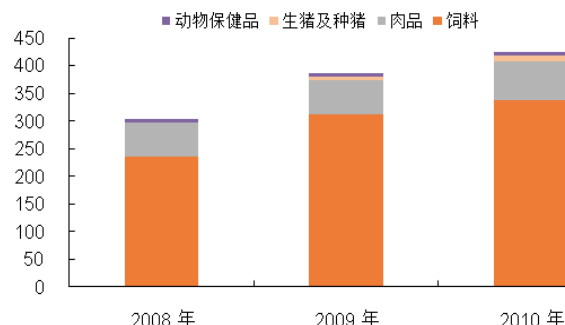
同时公司积极发展肉品业务，2009年在湖南中式肉制品市场，“唐人神”肉品市场份额达到68%，排名第一。

表3：饲料占公司营收85%以上 单位：百万元



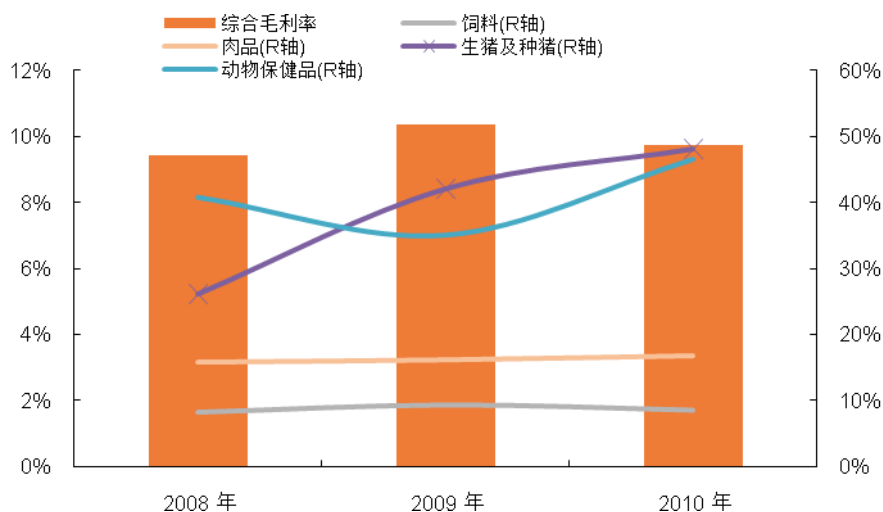
资料来源：招股说明书,平安证券研究所

图表4：饲料占公司毛利75%以上 单位：百万元



资料来源：招股说明书,平安证券研究所

图表5：综合毛利率基本稳定

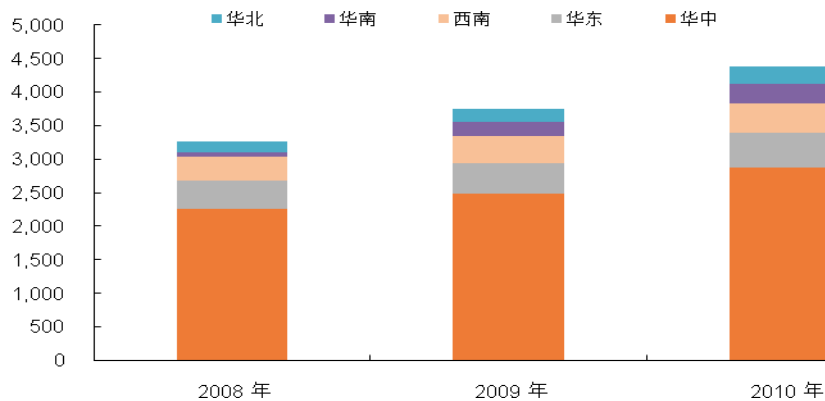


资料来源：招股说明书,平安证券研究所

公司销售区域集中在华中地区，近年来通过市场开拓，公司初步布局华东、西南等重点养殖区域，销售结构逐步优化。

图表6：华中地区主营业务收入占比逐年下降

单位：百万元



资料来源：招股说明书，平安证券研究所

2.2 股权结构及本次发行

公司前身为 1992 年 9 月成立的湖南湘大实业有限公司（以下简称“湘大有限”），1997 年湘大有限整体变更为唐人神，目前公司总股本为 10,300 万股。

本次发行前，株洲成业投资股份有限公司（以下简称“株洲成业”）持有公司 3,412.29 万股，占股权比例 33.12%，系公司之控股股东。该公司属于投资管理型公司，主营业务包括对农业、商贸连锁业、肉类加工、旅游业、教育产业的投资及投资咨询。公司董事长陶一山间接控制株洲成业，为公司的实际控制人。本次公司拟公开发行 3,500 万股，占发行后总股本的 25.36%。

图表1：发行前后股权结构

单位：万股

股东名称	发行前		发行后	
	持股量	持股比例	持股量	持股比例
株洲成业投资股份有限公司	3,412.29	33.12%	3,412.29	24.72%
大生行饲料有限公司	2,814.20	27.32%	2,814.20	20.39%
湖南湘投高科技创业投资有限公司	2,268.00	22.02%	2,268.00	16.43%
上海盛万投资有限公司	600.00	5.83%	600.00	4.35%
长沙兴创投资管理合伙企业	500.00	4.85%	500.00	3.62%
深圳市海恒投资有限公司	317.00	3.08%	317.00	2.30%
深圳市南海成长创业投资合伙企业	150.00	1.46%	150.00	1.09%
湖南金中科技开发有限公司	106.80	1.04%	106.80	0.77%
中国肉类食品综合研究中心（SLS）	78.40	0.76%	78.40	0.57%
中国农业大学（SLS）	53.31	0.52%	53.31	0.38%
社会公众股	-	-	3,500.00	25.36%
合计	10,300.00	100.00%	13,800.00	100.00%

资料来源：招股说明书

三、消费升级，饲料和肉类市场空间持续增长

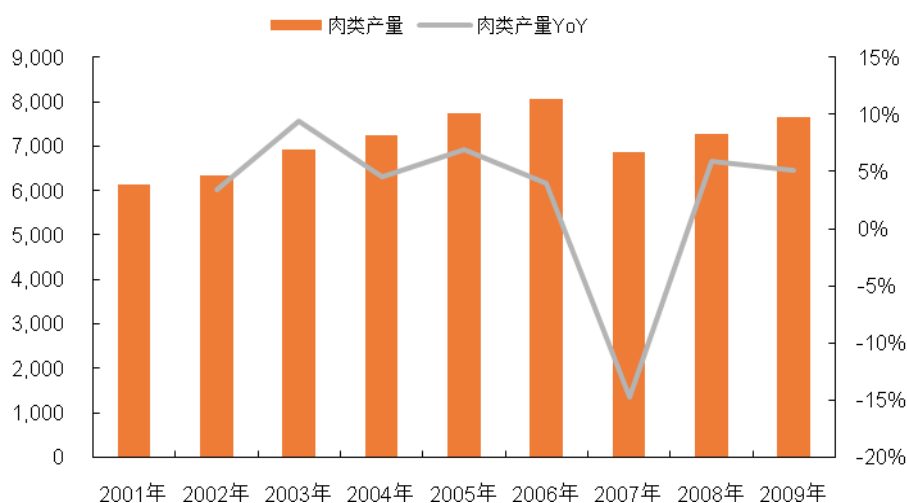
3.1 消费升级推动肉类需求持续增长

消费升级，国内对猪、牛、羊、水产等肉类需求持续增加，2009年肉类总产量达到7,642万吨，比2001年增加了24.8%。

目前我国肉类产品人均占有量在55公斤左右，发达国家的人均占有量在70-130公斤之间。随着生活水平的提高和人们消费观念由“温饱型”逐步向“营养型”转变，我国肉类的消费需求有较大的增长空间。

图表8：2009年我国肉类总产量比2001年增加了24.8%

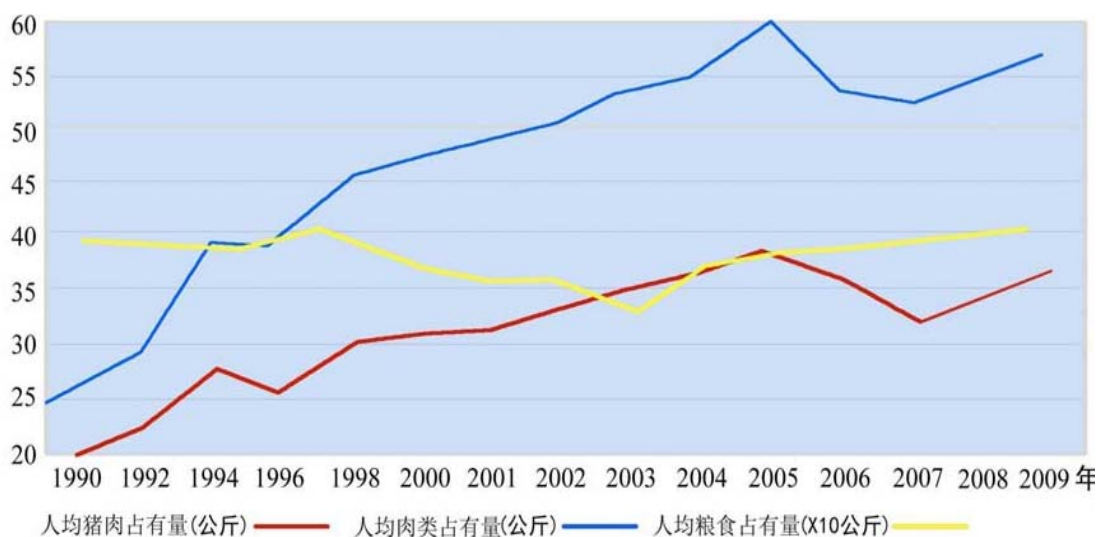
单位：万吨



资料来源：招股说明书，平安证券研究所

图表9：我国肉类产品人均占有量稳步上升

单位：公斤



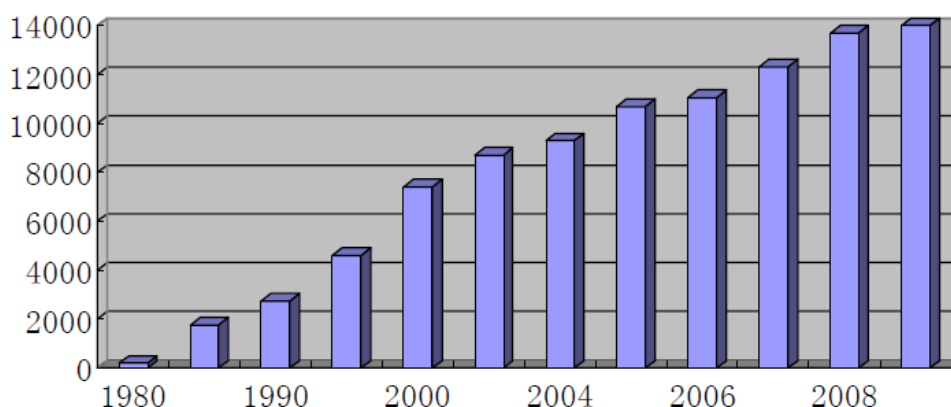
资料来源：招股说明书

3.2 下游需求拉动、工业饲料普及率提升，饲料行业市场空间持续扩大

1980－2009年间，饲料产品产量由200万吨增加到14,813.24万吨，增长了74倍，年均复合增长率为16%，实现持续增长。原因是：一方面畜产品和养殖水产品等肉类产品消费增加，饲料需求迅速扩大，另一方面随着我国传统养殖业的转型，规模化的养殖方式将逐步取代过去农户散养的传统饲养模式，规模养殖场所占的比重正在不断增加，生产专业化、集约化程度的提高将持续提高工业饲料普及率。

图表10：1980－2009年饲料产量年均复合增长率为16%

单位：万吨



资料来源：招股说明书

图表11：肉类产品工业饲料普及率仍有较大提升空间

	猪肉	奶类	禽肉	牛羊肉	海水养殖	淡水养殖
工业普及率（%）	45	40	70	30	45	45
料重比	3	0.3	2.2	2	1.8	1.8

资料来源：招股说明书，平安证券研究所

3.3 饲料行业市场集中度逐步提高，整合空间较大

饲料行业集中度逐步提高。近年来，饲料产品同质化程度越来越高，品牌竞争力差距逐渐缩小，大企业之间的竞争成为市场主流，企业集团化和兼并联合趋势加快。1990年，全国饲料加工企业14,010个，其中年产5吨以上的企业551个，不到4%；2008年我国年产百万吨的饲料企业达到16家，产量达4,564万吨，占全国总产量的33.4%。

行业整合空间较大。行业内前七大饲料公司的市场集中度不到7%，行业集中度较低，市场竞争激烈。我们认为，由于下游养殖业周期性变化，上游原料价格不确定性变化，饲料行业利润受到双重压制。具有品牌、渠道、资金、产业链一体化优势的企业优先获得整合机会，实现快速发展。

图表12: 饲料行业主要竞争对手

单位：万吨

主营产品		2009 年饲料销量	市场占有率
通威股份	水产、畜、禽饲料	295.87	2.00%
海大集团	水产、畜、禽饲料	176.13	1.19%
正邦科技	畜、禽饲料	152.47	1.03%
新希望	畜、禽饲料	125.2	0.85%
唐人神	畜、禽、水产饲料	115.48	0.78%
大北农	畜、禽饲料	95.34	0.64%
天邦股份	水产饲料	16.38	0.11%

资料来源: 招股说明书, 平安证券研究所

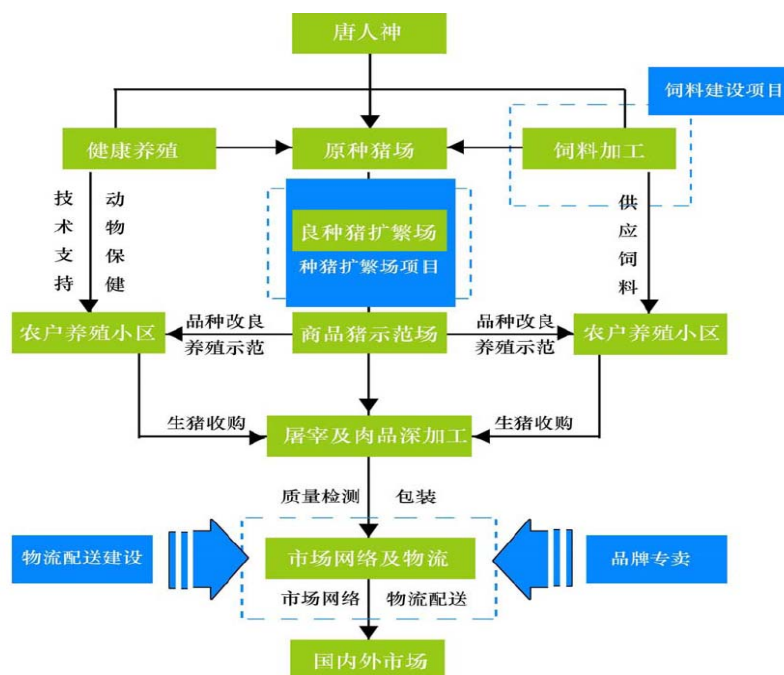
四、产业链一体化经营，持续拓展盈利空间

4.1 产业链一体化经营模式，提高企业持续盈利能力

为充分发挥产业链经营优势，有效提高公司整体抗风险能力，公司坚持以围绕生猪养殖打造产业链一体化经营模式为发展思路，并已初步形成由“品种改良、安全饲料、健康养殖、肉品加工、品牌专卖”五大环节构成的产业链布局。

通过向农民提供优质种苗、饲料套餐产品、技术服务和生猪收购等综合服务，提高了农民的养殖效益，稳定了客户群体，实现了饲料、肉品、种猪主业的良性互动，提升了公司综合竞争力。

图表13：产业链一体化经营模式初步形成



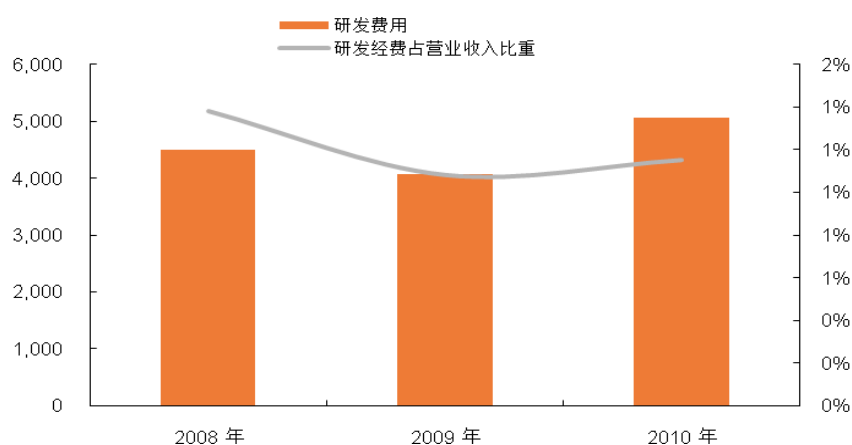
资料来源：招股说明书

4.2 技术研发优势突出，做强生猪产业链

三大研发中心将为公司做强生猪产业链提供有力的技术支持。2002年，中国农业大学和中国肉类研究中心成为公司股东。借助其研发实力，公司与两家机构分别成立了唐人神动物营养和肉类加工工程技术研究中心。同时公司与拥有全美最大的SPF核心种猪场的美国威特先公司合作成立唐人神中美联合基因研发中心。

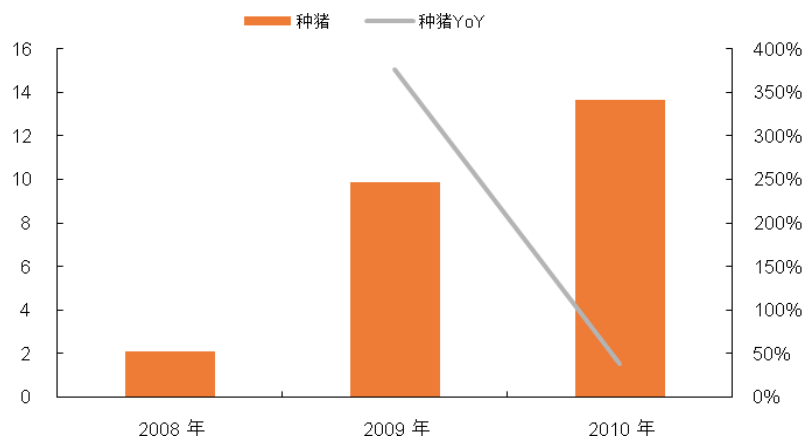
我们关注到，公司的祖父带种猪技术优势最为突出，带动种猪业务的高速发展。该业务主要通过与美国威特先育种公司合资成立美神育种实现。目前，美神育种的种猪已通过美国NSR(美国国家种猪登记系统)认证，美神原种猪场成为中国第一个经NSR认证的具有国际水准的原种猪场。预计种猪业务将成为公司主要的业绩增长点。

图表14：研发费用逐年增长



资料来源：招股说明书，平安证券研究所

图表15：种猪收入高速增长



资料来源：招股说明书，平安证券研究所

4.3 品牌和营销模式创新，做大市场规模

我们关注到，公司饲料销量以及饲料销售收入一直保持平稳快速增长，且增幅高于国内行业平均水平，市场规模持续扩大。

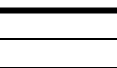
- 公司针对各产品专线和细分市场成功进行品牌构建。公司饲料“骆驼”牌猪饲料、水产饲料、“唐人神”牌低温肉制品分别荣获“中国名牌产品”；“唐人神”、“骆驼”商标被认定为“中国驰名商标”。
- 公司积极进行营销模式创新，具体表现在：1）实施“基地+产品专线”模式，各类专线分别创建了针对性的营销策略，如浓缩料的庭院式推广会，禽料的专业户招商会，鱼料的鱼塘推广会等；2）公司通过专家、专职技术、专业技术营销队伍、本地服务队伍“四级”营销服务体系，为养殖户提供“种猪、饲料、动物保健药品、技术服务、生猪收购”等一体化服务，帮助养殖户科学饲养和营养调控，提升养殖效益。

图表16: 公司销售收入增长率高国内行业平均水平

	2008 年		2009 年	
	唐人神	全国	唐人神	全国
饲料总销量增长率	8.2%	10.8%	25.6%	2.4%
销售收入增长率	33.4%	14.3%	17.0%	5.7%

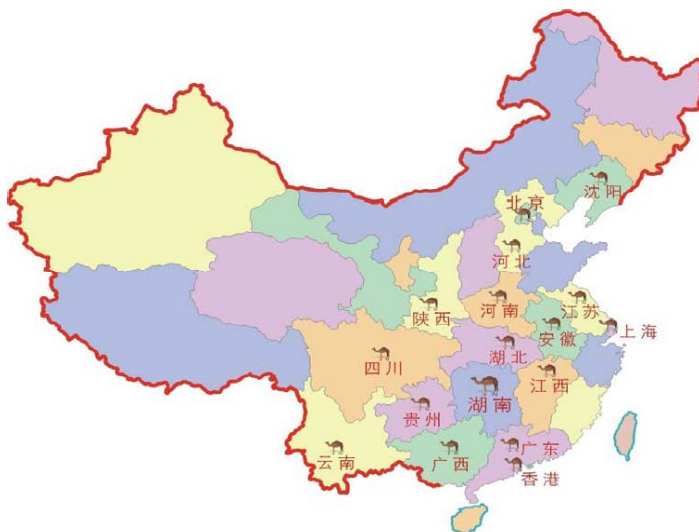
资料来源: 招股说明书, 平安证券研究所

图表17: 公司饲料业务产品品牌

品牌	标识	品牌定位
“骆驼”牌		中高价格、高档次高品质的猪饲料；以中小养殖户为主；市场区域定位：全国各子公司。
“湘大”牌		中高档次、高品质水产饲料，以中小养殖户为主，市场区域定位：全国淡水湖泊养殖子公司。
“大生”牌		中高档次，高品质，以猪饲料为主，针对大型猪场。市场区域定位：全国各子公司。
“加乐”牌		禽饲料，市场区域定位：全国各子公司。
“爱迪”		猪配合料，以中小养殖户为主，市场区域定位：全国各子公司。
“快育宝”		预混料，主要作为公司生产浓缩料与配合料原材料，部分对外销售。

资料来源: 招股说明书

图表18：公司饲料业务全国分布图



资料来源：招股说明书

六、募投项目分析及盈利预测

6.1 募投项目分析

本次拟募集资金 3.44 亿元左右，主要用于扩大饲料和原种猪产能以及肉品市场网络、物流体系建设。达产后将新增饲料产能 68 万吨，比 2010 年增加 26.4%。

我们认为，募投项目的实施有利于公司1）巩固湖南市场，并积极开拓全国市场；2）通过市场网络建设和优化，做大肉品业务；3）突破种猪产能瓶颈，实现该业务快速增长。

图表19：募集资金投资项目

单位：万元

项目名称	建设期	总投资	年新增收入	年税后利润
1、株洲年产 36 万吨全价配合饲料生产线项目	1 年	8,440	50,201	1,138
2、邳州年产 18 万吨配合饲料项目	1 年	5,229	21,030	594
3、成都年产 18 万吨配合饲料项目	1 年	5,533	21,006	592
4、永州年产 30 万吨畜禽饲料生产线项目	1 年	7,504	36,962	849
5、肉品市场网络及物流体系建设项目	1 年	3,612	14,698	291
6、年产 3 万头原种猪扩繁场建设项目	1 年	4,105	2,308	720

资料来源：招股说明书，平安证券研究所

6.2 收入与业绩预测

关键假设

- 综合考虑饲料原料价格上涨趋势和公司饲料业务结构调整，预计饲料价格稳中有降，但销量随着市场开拓持续增长；
- 综合考虑肉品成本变化趋势和业务结构调整，预计肉品价格稳中有升，销量持续上涨；
- 种猪业务产能瓶颈突破后快速发展，动物保健业务稳定发展；
- 销售费用率、管理费用率持续下降，财务费用率大幅下降；
- 假设公司继续享受高新技术企业享有的 15% 的所得税优惠；
- 募投项目按计划陆续实施。

根据我们的财务模型，2011-2012 年公司营业收入分别实现 52.9 亿和 60.7 亿元，增速分别为 20.8% 和 14.7%，归属母公司净利润分别为 1.14 和 1.55 亿元，增速分别为 37.4% 和 35.8%，2011-2012 年全面摊薄每股收益分别为 0.83 和 1.12 元。

图表20：主营业务盈利预测

行业	收入	2008	2009	2010	2011E	2012E
饲料	销售均价（元/吨）	3087.3	2876.3	2974.9	2920.0	2900.0
	销售数量（万吨）	92.0	115.5	131.8	165.0	190.0
	收入（百万元）	2839.6	3321.5	3921.7	4818.0	5510.0
	成本（百万元）	2603.6	3009.9	3583.5	4408.5	5047.2
	毛利率	8.3%	9.4%	8.6%	8.5%	8.4%
肉品	销售均价（元/吨）	21595.6	16835.8	18312.3	18400.0	18600.0
	销售数量（吨）	17669.8	22629.1	22717.5	23200.0	24500.0
	收入（百万元）	381.6	381.0	416.0	426.9	455.7
	成本（百万元）	320.9	319.2	346.3	353.5	376.4
	毛利率	15.9%	16.2%	16.7%	17.2%	17.4%
生猪	收入（百万元）	5.3	15.5	21.0	30.0	85.0
	成本（百万元）	3.9	9.0	10.9	15.0	40.8
	毛利率	26.1%	42.0%	48.1%	50.0%	52.0%
动物保 健品	收入（百万元）	15.6	20.9	14.9	15.0	16.0
	成本（百万元）	9.2	13.6	8.0	8.3	8.8
	毛利率	40.9%	35.1%	46.6%	45.0%	45.0%
合计	收入（百万元）	3254.5	3748.5	4379.7	5289.9	6066.7
	成本（百万元）	2947.4	3359.7	3952.5	4785.2	5473.2
	综合毛利率	9.4%	10.4%	9.8%	9.5%	9.8%

资料来源：平安证券研究所

七、风险提示

7.1 原材料价格波动风险

公司饲料生产的主要原材料包括玉米、豆粕、棉粕、菜粕、鱼粉、氨基酸、维生素等，其原材料成本占饲料生产总成本的95%以上，因此原材料价格的波动会对产品的销售价格和毛利率有很直接的影响。

7.2 自然灾害疫情风险

公司饲料业务以猪禽饲料为主，对畜禽养殖业的依赖度很大，如果出现大规模的畜禽疫病，将对公司饲料业务产生不利影响。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010	2011E	2012E	会计年度	2009	2010	2011E	2012E
流动资产	539	634	1071	963	营业收入	3748	4380	5290	6067
现金	95	124	393	146	营业成本	3360	3953	4785	5473
应收账款	35	39	47	52	营业税金及附加	0	0	0	0
其他应收款	22	28	39	42	营业费用	197	206	236	270
预付账款	108	74	111	119	管理费用	99	115	135	155
存货	273	365	479	602	财务费用	17	24	10	-3
其他流动资产	6	3	3	3	资产减值损失	1	1	1	1
非流动资产	713	817	997	1305	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	82	96	105	115	投资净收益	8	16	18	20
固定资产	500	496	618	892	营业利润	83	96	140	191
无形资产	108	122	122	122	营业外收入	6	11	9	9
其他非流动资产	23	104	152	177	营业外支出	4	1	2	2
资产总计	1252	1451	2068	2269	利润总额	84	106	146	197
流动负债	615	722	428	460	所得税	13	17	23	31
短期借款	282	387	0	165	净利润	71	89	124	167
应付账款	134	160	201	109	少数股东损益	5	6	10	12
其他流动负债	199	175	227	186	归属母公司净利润	66	83	114	155
非流动负债	106	151	30	30	EBITDA	100	121	179	228
长期借款	98	143	23	23	EPS (元)	0.48	0.60	0.83	1.12
其他非流动负债	8	8	7	7					
负债合计	721	874	457	491	主要财务比率				
少数股东权益	55	57	66	78	会计年度	2009	2010	2011E	2012E
股本	103	103	138	138	成长能力				
资本公积	144	144	1019	1019	营业收入	15.2%	16.8%	20.8%	14.7%
留存收益	229	273	387	542	营业利润	37.6%	16.1%	45.4%	36.4%
归属母公司股东权	476	521	1545	1700	归属于母公司净利润	26.2%	25.6%	37.4%	35.8%
负债和股东权益	1252	1451	2068	2269	获利能力				
					毛利率(%)	10.4%	9.8%	9.5%	9.8%
现金流量表					净利率(%)	12.4%	1.8	1.9	2.2
单位:百万元					ROE(%)	13.9%	16.0%	7.4%	9.1%
会计年度	2009	2010	2011E	2012E	ROIC(%)	11.6%	11.4%	11.1%	9.3%
经营活动现金流	59	101	68	-83	偿债能力				
净利润	71	89	124	167	资产负债率(%)	57.6%	60.2%	22.1%	21.6%
折旧摊销	0	0	29	40	净负债比率(%)	52.71	60.67%	5.03%	38.24%
财务费用	17	24	10	-3	流动比率	0.88	0.88	2.51	2.09
投资损失	-8	-16	-18	-20	速动比率	0.43	0.37	1.39	0.78
营运资金变动	0	0	-79	-271	营运能力				
其他经营现金流	-21	3	2	4	总资产周转率	3.09	3.24	3.01	2.80
投资活动现金流	-73	-141	-191	-331	应收账款周转率	85	95	99	100
资本支出	98	143	199	341	应付账款周转率	22.94	26.87	26.48	35.26
长期投资	-0	0	9	10	每股指标 (元)				
其他投资现金流	24	2	18	20	每股收益(最新摊薄)	0.48	0.60	0.83	1.12
筹资活动现金流	-57	68	392	167	每股经营现金流(最新摊)	0.43	0.73	0.49	-0.60
短期借款	62	105	-387	165	每股净资产(最新摊薄)	3.45	3.77	11.19	12.32
长期借款	-47	45	-120	0					
普通股增加	0	0	35	0					
资本公积增加	-1	1	875	0					
其他筹资现金流	-71	-83	-11	2					
现金净增加额	-71	28	269	-247					

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257