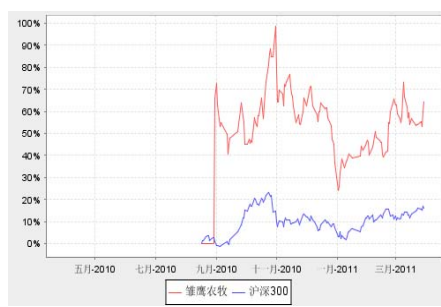


雏鹰农牧 (002477.SZ)
**高速扩张、受益全年行业高景气
的养猪龙头**

评级: **增持** 前次: **增持**
 目标价(元): **63.92-73.68**
 分析师: **谢刚** 联系人: **胡彦超**
 S0740210090003 农林牧渔小组
 021-20315178 021-20315176
 xiegang@qlzq.com.cn huyc@qlzq.com.cn
 2011年4月15日

基本状况

总股本(百万股)	133.50
流通股本(百万股)	33.50
市价(元)	57.46
市值(百万元)	7670.91
流通市值(百万元)	1924.91

股价与行业-市场走势对比

业绩预测

指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	541.08	682.96	1,167.0	1,764.8	2,498.0
营业收入增速	48.58%	26.22%	70.88%	51.22%	41.55%
净利润增长率	41.32%	39.24%	73.47%	31.71%	44.90%
摊薄每股收益(元)	0.88	0.92	1.60	2.10	3.05
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)	—	—	—	—	—
市盈率(倍)	—	—	35.72	27.12	18.72
PEG	—	—	0.49	0.86	0.42
每股净资产(元)	3.66	11.80	12.95	15.05	18.10
每股现金流量(元)	0.00	0.00	2.05	1.46	2.54
净资产收益率	24.14%	7.81%	12.34%	13.98%	16.85%
市净率	0.00	4.86	4.41	3.79	3.15
总股本(百万元)	100.00	133.50	133.50	133.50	133.50

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

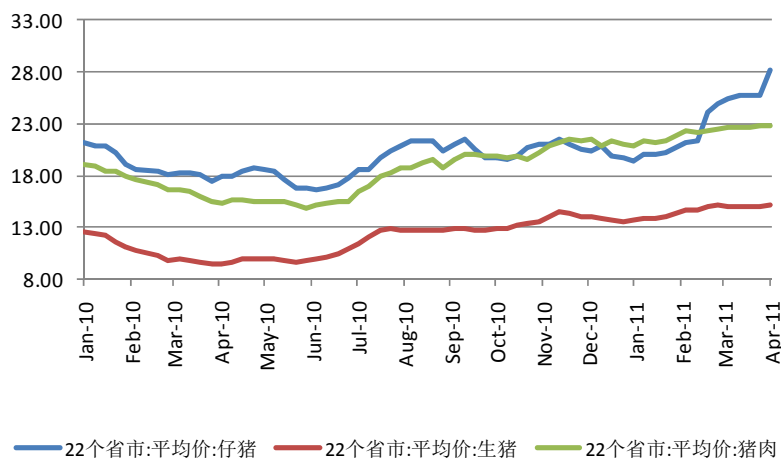
- **雏鹰 2011 年一季报出炉:** 一季度公司共实现销售收入 1.94 亿元, 同比增长 40.6%; 实现净利润 0.42 亿元, 同比增长 106.26%; 对应摊薄后 EPS 为 0.32 元, 符合我们预期。2011 年半年报预增 130%-180%, 这对公司股票股价表现有一定正面作用。
- **四川湖南的草根数据显示, 目前生猪补栏进度仍较为缓慢, 母猪存栏仍低, 预计全年猪价和包括鸡肉整体肉价都将维持高位, 养殖高景气有望贯穿 2011 年全年(后文有详细分析与论证)。** 公司作为高速增长养猪龙头, 将受益于行业高景气, 迎来 2011 年量价利齐升推动业绩大幅增长的良好局面。
 - **从量上看, 预计公司 2011 年出栏达到 96 万头, 同比增长 44%。** 公司已经形成年产 100 万头生猪/仔猪的能力, 2010 年底公司拥有 2.57 万头经产母猪和 1 万多头后备母猪, 按公司目前种猪生产性能, 2.57 万头能繁母猪今年可提供仔猪/生猪 50 万头以上=2.57 万头×公司 PSY20.5(每头母猪每年提供的健康商品猪数); 通过一万多后备母猪以及进一步外购种猪, 公司 2011 年计划增加能繁母猪数 5-6 万头, 保守假定今年产一胎, 也可提供仔猪/生猪 50-60 万头。
 - **从价格上看, 预计 2011 年全国生猪均价达到 15 元/公斤, 同比增长 30%。** 预计上半年生猪价格以上涨为基调, 5-6 月出现阶段高点, 届时猪价将达到 16-18 元, 三季度以维稳为主, 三季度末及四季度进入猪肉传统消费旺季后, 猪价还会继续小幅上升。
 - **从利润水平看, 2011 年生猪自繁自养头均盈利水平预计在 300-350 元左右, 大大超过去年的 50-100 元。** 处于盈利预测的谨慎性原则, 我们保守预计公司头盈利为 250 元。
- **基于雏鹰模式低成本、高效率、易扩张的竞争优势, 我们预计 2011-13 年出栏量增速为 44%、33%和 35%, 生猪出栏量分别为 96、128、172 万头, 销售额预计为 11.7、17.5、35.0 亿元, 归属母公司净利润为 2.13、2.81 和 4.07 百万元, 增速为 73%、32%、45%, 对应 EPS 为 1.598、2.105、3.049 元。**

- 雏鹰是猪价上涨过程中盈利弹性最大的品种，未来三年公司保持 40% 的规模扩张和利润增速水平，目标价位 63.92-73.68 元，对应 2011 年 40xEPS 和 2012 年 35xEPS，重申“增持”评级。
- 短期猪价快速上涨和畜禽养殖板块的整体业绩向好将成为公司短期股价的催化剂。在瘦肉精事件的短暂冲击之后，猪价在供需紧张下重新回到上涨通道。目前全国生猪均价已经涨至 15.16 元/公斤，周环比涨 1%，今年以来累计涨幅达到 11.4%，仔猪均价涨至 28.09 元/公斤，周环比涨 9%，今年以来累计涨幅达到 43%。此外，圣农发展、雏鹰农业、益生股份、华英农业等养殖企业预计一季报、半年报都将出现 50%-100% 甚至更高的增长，将推动畜禽养殖板块二季度 EPS 和 PE 共同提升。

图表 1：本轮生猪养殖周期预判——目前处于快速补栏期，2012 年春节后猪价将快速下跌

阶段	表现	持续时间	对应本轮周期时间预计
亏损期	养猪场/户资金链断裂，开始淘汰母猪	3-5 个月	2010.2-2010.5
供不应求期	淘汰母猪后 3-5 个月转为供不应求，价格从谷底反弹	3-5 个月	2010.6-2010.8
补栏观望期	走出亏损进入盈利后观望，母猪补栏者较少	6 个月	2010.9-2011.2
快速补栏期	进入盈利半年后，行情渐高，补栏者增加，母猪存栏开始增长；但补栏母猪一年内无法影响生猪供应，猪价高位保持一年，母猪补栏持续一年	12 个月	2011.3-2012.2
出栏增长期	一年后生猪供应增加，出栏持续增加，供大于求，价格下跌	3-6 个月	2012.3-2012.7
亏损期	养猪场/户资金链断裂，开始淘汰母猪	3-5 个月	2012.8-2013.1

来源：齐鲁证券研究所

图表 2：近期生猪/仔猪价格继续上涨（元/公斤）


来源：齐鲁证券研究所

2011 年全年生猪养殖维持高景气

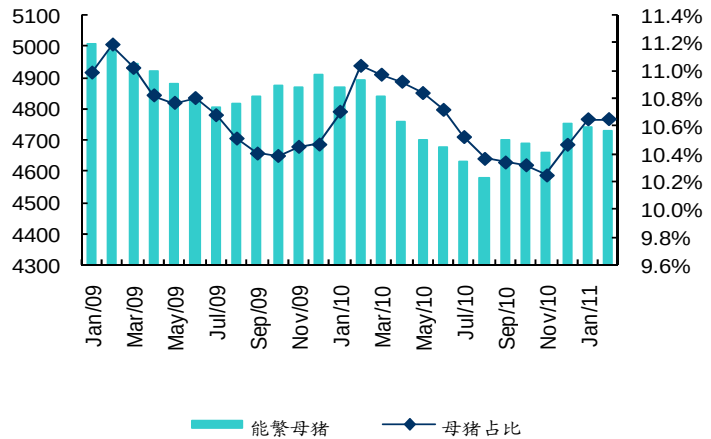
- 生猪是典型的强周期行业，通常表现为 3 年左右一个完整的周期。阳光下没有新鲜事，在养殖户追涨杀跌，人性贪婪和恐惧交替出现的情况下，生猪周期理论依旧适用。本轮猪价上涨周期再次验证了：行情在绝望中产生（2010 年上半年疫情和猪价低迷，养猪大幅亏损，养殖户退出），在犹豫中成长（2010 年下半年疫情和调控使养猪户对补栏存在疑虑，存

栏增长缓慢)。

基于母猪存栏视角：母猪存栏低于均衡值 9%，2011 年全年生猪供需紧张

- 能繁母猪存栏量决定了生猪中期的潜在供给能力，而生猪/仔猪的存栏量决定了生猪短期的供需。我们分别从这两个角度判断生猪价格和盈利周期。
- 母猪存栏量是生猪出栏量提前 12 个月的领先指标。养猪存在“三四五”的自然周期——补栏后备母猪（50-60 公斤）、性成熟配种（需 3 个月左右）、114 天妊娠期、产仔后 5 个月育肥出栏。也就是说，在母猪补栏 12 个月后生猪供给能力才会改变。
- 2010 年 8 月起母猪存栏量有所增长。在 2010 年 7 月生猪养殖越过盈亏平衡线之后，母猪存栏在 8 月触底反弹，由最低点的 4580 万头增长至 2011 年 2 月底的 4730 万头，同比仍下滑 3.3%。

图表 3：2011 年 2 月底，能繁母猪同比仍下滑 3.3%



来源：农业部畜牧业司、齐鲁证券研究所

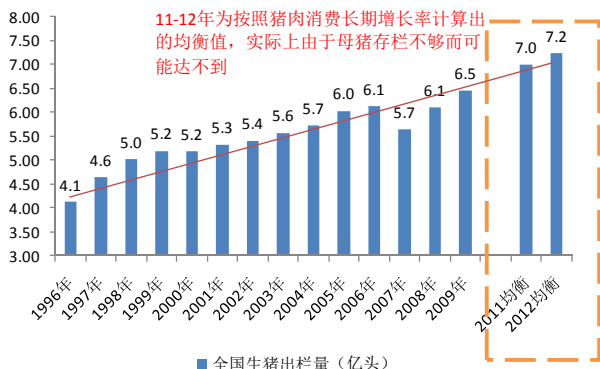
- 母猪存栏并未恢复到位，我们认为 2011 年能繁母猪存栏和 PSY 共同决定的生猪供给，和潜在猪肉消费需求之间存在 9% 的缺口。尽管全国能繁母猪存栏量由 2010 年 8 月最低时的 4580 万头增长至 2011 年年初的 4730 万头，但仍低于均衡水平 9% 左右。
- 能繁母猪的数量要和 PSY（每头母猪每年提供的健康上市商品猪数）结合起来分析。 $\text{生猪供给} = \text{能繁母猪} \times \text{PSY}$ 。我们测算认为：国内能繁母猪存栏量需要增加到 5185 万头（7 亿年出栏量/PSY13.5 头）才能满足消费需求，潜在缺口达 9%。在全年供给偏紧的情况下，2011 年猪价将整体维持高位。
- 随着我国居民收入水平的提高，近 15 年来我国猪肉消费量以每年 3%-4% 的速度增长，按此计算 2011 年我国生猪出栏量达到 7 亿头才能满足需求。
- PSY 受疫情影响较大，2011 年我国母猪 PSY 预计为 13.5 头。据台湾屏东科技大学钟文彬所作的一个调查数据，台湾地区受疫病影响，导致 PSY 从 1995 年的 15.4 头降至 2000 年的 13.5 头。

- 近期湖南省对娄底涟源、双峰等地调研情况反映，2010 年下半年以来，许多规模场的母猪平均产仔数仅 6-8 头，仔猪成活率也仅达到 85% 左右，照此估计 PSY 仅有 10-12 头。

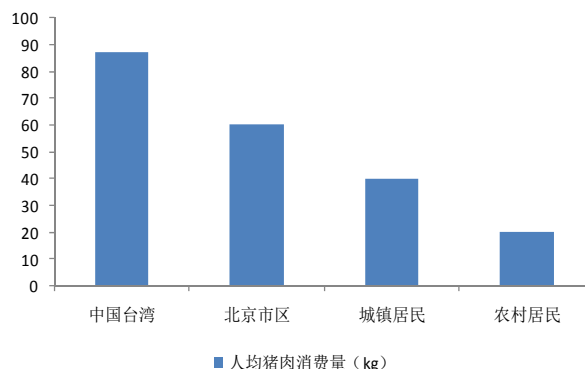
图表 4：我国母猪繁殖能力较低

	中国	雏鹰农牧	中国台湾	美国	北美	日本	巴西
PSY	13.5	20.5	14	20	23.26	24.92	25.96
年分娩胎数	1.7	2.2		2.28	2.42	2.43	2.5

来源：齐鲁证券研究所

图表 5：2011 年均衡出栏量为 7 亿头


来源：国家统计局、齐鲁证券研究所

图表 6：国内猪肉消费远未饱和


来源：国务院发展研究中心 2008、齐鲁证券研究所

- 2011 年春节后猪价快速上涨、盈利提升，将刺激母猪补栏增加，按照养殖周期生猪供给在 2012 年春节后逐步释放。2011 年全年生猪供给偏紧，猪价将维持高位。
- 按照养殖业内人士提供的经验法则“母猪存栏缺 1%，猪价涨 2-3%”，我们预计 2011 年生猪价格均价将达到 15 元/公斤，同比上涨 30%。

微观数据对母猪存栏变化的验证：川湘母猪存栏一路下滑

- 四川和湖南是我国生猪年出栏量最多的两个省，占我国生猪年出栏量的近 1/5。尽管 2010 年下半年起猪价大幅上涨，但这两个省的母猪存栏不增反降。
- 四川监测点 2011 年 3 月母猪存栏量为 20.88 万头，同比下滑 25.28%，环比下滑 1.96%，从 2010 年出起四川母猪存栏一路下滑。四川畜牧局认为 3 月母猪存栏继续下降的原因主要是**养殖户对后市判断不清，补栏非常谨慎。**
- 湖南监测点的情况与四川类似，能繁母猪存栏连续 10 个月下滑，累计下跌幅度达到 11.50%。
- 我们分析认为，出现这种情况的原因在于：
 - 对后市猪价走势的担忧使农户不敢补母猪，这是母猪存栏下降的核心原因。由于母猪补栏后 12 个月才有产出（生猪），农民担心一年后猪价下跌，养殖盈利下滑，因此，补母猪非常犹豫。
 - 养殖成本攀升，饲料价格和人工价格同比都大幅上涨；

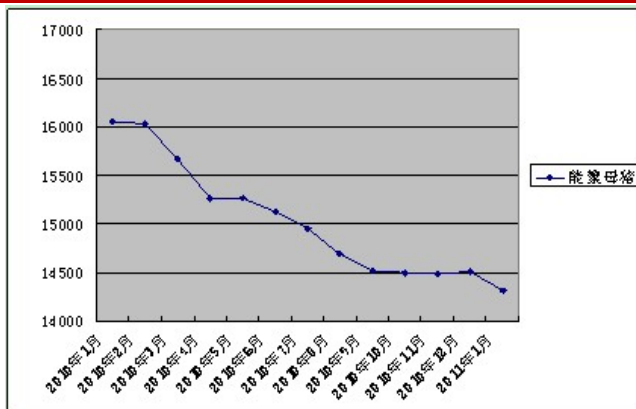
- 防疫形势严峻，2009 年-2010 年疫情出现常态化，口蹄疫和高热病在全国大部分地区反复发作，目前疫情仍有散发现象，抑制了农民的补栏积极性；
- 利润分配不合理导致养殖户补栏积极性低。大部分养殖户并不直接面对市场，而是通过屠宰公司、猪贩等中间商把养殖的生猪卖到消费市场，部分中间商、屠宰企业在局部地区具有垄断性质，往往往往通过压低生猪收购价格来保障利润，亏损的是养殖户。

图表 7：四川监测点母猪存栏变化情况



来源：四川畜牧局、齐鲁证券研究所

图表 8：湖南监测点母猪存栏变化情况（头）

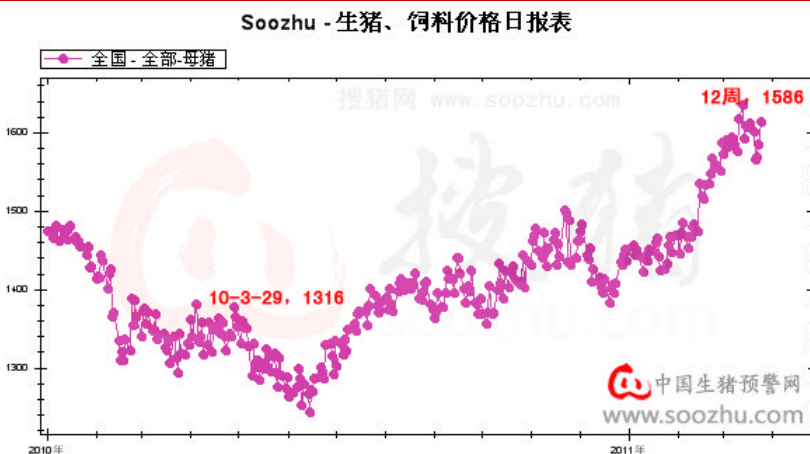


来源：齐鲁证券研究所

2011 年 3-4 月将是母猪存栏的拐点

- 尽管我们看到 3 月份四川的母猪补栏继续下降，但随着猪价走高，农户将在犹豫不决中逐步补栏，最近母猪价格的快速上涨就反映了这一点。
- 二元种猪的价格本身就是母猪供求关系的体现，2009-2010 年全年母猪价格都徘徊在低位。2009 年均价为 1450 元/头，2010 年均价进一步下跌 4.8%至 1380 元/头。这侧面验证了 2009 年-2010 年母猪补栏都不积极。
- 母猪价格低迷的情况已经改变，2011 年春节后母猪价格出现了大幅上涨，目前春节后母猪价格已经由 1400 元/头快速涨至 1600 元/头。

图表 9：母猪价格在 2011 年春节后快速上涨（元/头）



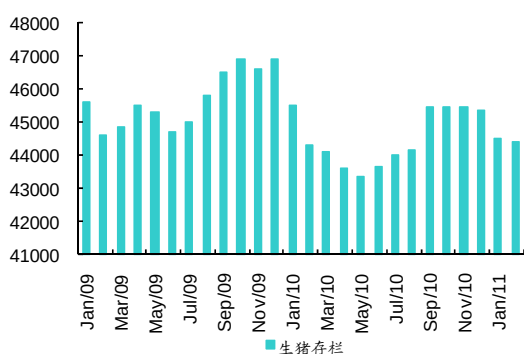
来源：中国生猪预警网、齐鲁证券研究所

- 我们判断 2011 年 3-4 月起母猪存栏将呈现环比提升，由于母猪的补栏速度缓慢，保守估计生猪养殖高景气可能维持到 2012 年春节前，乐观估计整个 2012 年上半年生猪养殖仍将维持高景气。

基于生猪/仔猪存栏视角：2011 年 5-6 月将是本轮猪价上涨中的阶段高点

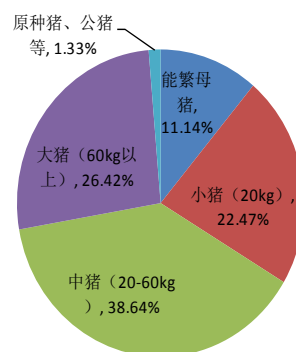
- 生猪/仔猪的存栏变化可以清晰反映出未来 3-5 个月的猪价走势。从生猪存栏总量来看，存栏量处于历史较低水平，从结构上来看，大猪（60 公斤以上）占比偏低，意味着未来 2 个月生猪供给将出现“青黄不接”的局面，猪价在 5-6 月将迎来阶段性的高点。

图表 10：全国生猪存栏量处于较低水平（万头）



来源：齐鲁证券研究所

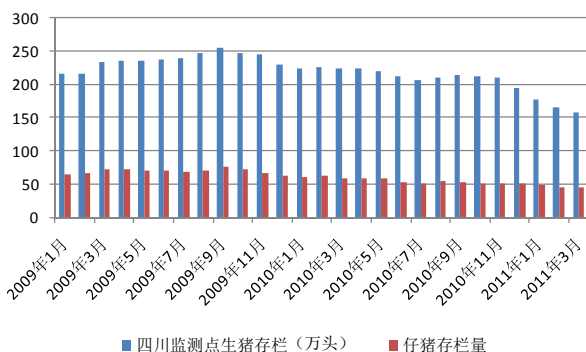
图表 11：湖南春节后大猪占比较少



来源：齐鲁证券研究所

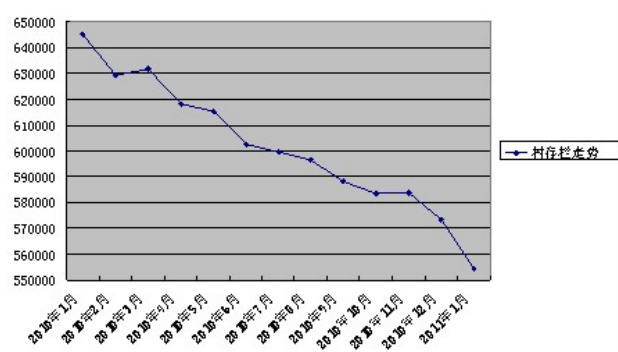
- 四川监测点 3 月底仔猪存栏同比下滑 25.24%，育肥猪存栏下降 29.73%，湖南监测点 2011 年 2 月生猪存栏下滑 12.91%，养殖业空栏率达到 72.45%，部分规模养殖程度较高地区，例如浏阳市、长沙县等地，空栏率超过 85%，创出历史新高。主要原因在于：
 - **2010 年上半年低迷行情的后续影响持续。**2010 年初生猪价格急剧下跌，最低时湖南猪粮比价低至 4.3:1、四川跌至 3.8:1，养殖户每出栏一头猪亏损 200-300 元。这迫使养猪户采取一系列措施调整生产速度，压缩养殖规模，积极淘汰部分老弱病残种猪，部分养殖户无力支撑退出了养殖业，不少养殖户在下半年猪价上涨后无力再度进入养猪业。
 - **政策调控和疫情的干扰打断补栏进程。**2010 年 8 月以后，随着猪价上涨，养殖利润渐高，但 10-12 月国家迅速出台的猪肉抛储政策和全国性的口蹄疫蔓延使得养猪户不敢贸然补栏，养猪业的高风险使得农户观望气氛浓厚。
 - **养殖户节前蜂拥出栏，导致节后猪源紧张。**为提高养殖效益、降低风险，养殖户选择在春节前纷纷争抢出栏，一些规模场甚至卖掉了所有 70kg 以上的猪，导致春节后 2-3 月都无猪可卖。

图表 12: 四川监测点存栏同比下降 29.73%



来源: 齐鲁证券研究所

图表 13: 湖南监测点生猪存栏下降 12.91%(头)

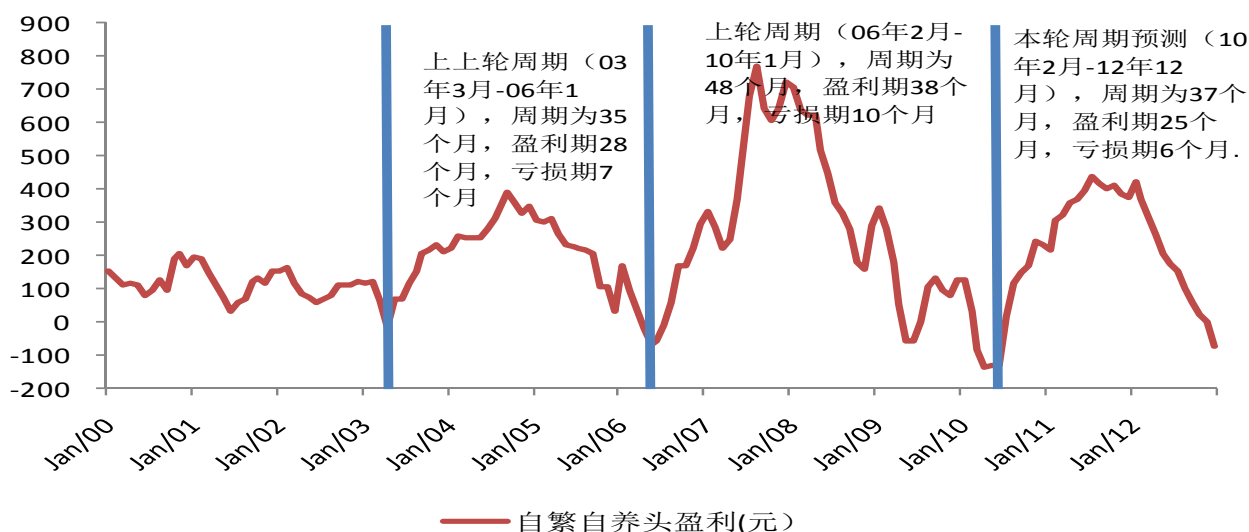


来源: 齐鲁证券研究所

新一波生猪补栏自 2011 年 3 月开始

- 生猪补栏积极性大幅提高, 驱动了仔猪的价格在春节后的大幅上涨, 目前局部地区已涨至 30 元/公斤, 一个月内涨幅达到 25-30%, 目前仔猪价格上涨反映了仔猪补栏需求增加但供给有限, 有价而无市。
- 综合多方面分析后, 我们认为: **2012 年春节后生猪供给才能大幅增加, 整个 2011 年生猪市场都将处于供需偏紧的状态; 预计上半年生猪价格以上涨为基调, 5-6 月出现阶段高点, 三季度以维稳为主, 三季度末及四季度进入猪肉传统消费旺季后, 猪价还会继续小幅上升。全年生猪均价达到 15 元/公斤, 同比增长 30%; 自繁自养头均盈利水平预计在 300-350 元左右, 大大超过去年的 50-100 元。**
- **2011 年养殖行业全年高景气将使养殖企业利润大幅提升, 圣农发展、雏鹰农业、益生股份等养殖企业预计一季报将出现 50%-100% 甚至更高的增长, 推动畜禽养殖板块二季度 EPS 和 PE 共同提升。**
- 如不发生大的疫情影响, **2012 年春节前生猪盈利维持高位, 春节后猪价将开始下跌, 2012 年下半年生猪养殖行业将再度陷入亏损。**

图表 14: 2011 年全年生猪养殖头盈利预计在 300-350 元



来源: 齐鲁证券研究所

图表 3: 雏鹰农牧销售收入预测表

项 目	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
商品仔猪							
平均售价 (元/头)	539.70	744.39	531.56	614.53	737.43	811.18	892.29
增长率 (YOY)	—	37.93%	-28.59%	15.61%	20.00%	10.00%	10.00%
销售数量 (头)	98,247	164,697	301,755	436,400	523,900	636,400	859,140
增长率 (YOY)	—	67.64%	83.22%	44.62%	20.05%	21.47%	35.00%
销售收入 (百万元)	53.02	122.60	160.40	268.18	386.34	516.23	766.61
增长率 (YOY)	—	131.21%	30.84%	67.19%	44.06%	33.62%	48.50%
毛利率	16.92%	34.70%	26.78%	36.18%	33.90%	30.82%	31.38%
销售成本 (百万元)	44.05	80.05	117.45	171.15	255.37	357.13	526.05
增长率 (YOY)	—	81.71%	46.72%	45.72%	49.20%	39.85%	47.30%
毛利 (百万元)	8.97	42.55	42.95	97.03	130.98	159.10	240.56
增长率 (YOY)	—	374.34%	0.96%	125.89%	34.99%	21.47%	51.20%
占总销售额比重	24.59%	33.71%	29.63%	39.23%	33.10%	29.25%	30.69%
占主营业务利润比重	17.23%	44.65%	35.32%	55.55%	43.36%	39.20%	40.79%
二元种猪							
平均售价 (元/头)	1,673	2,185	1,901	1,746	2,000	2,100	2,250
增长率 (YOY)	—	30.61%	-12.98%	-8.17%	14.55%	5.00%	7.14%
销售数量 (头)	21,014	24,421	49,053	29,200	48,876	81,668	110,252
增长率 (YOY)	—	16.21%	100.86%	-40.47%	67.38%	67.09%	35.00%
销售收入 (百万元)	35.15	53.36	93.27	50.98	97.75	171.50	248.07
增长率 (YOY)	—	51.79%	74.80%	-45.34%	91.74%	75.45%	44.64%
毛利率	38.44%	53.57%	48.54%	49.51%	50.00%	47.62%	48.89%
销售成本 (百万元)	21.64	24.77	48.00	25.74	48.88	89.84	126.79
增长率 (YOY)	—	14.50%	93.73%	-46.37%	89.88%	83.80%	41.14%
毛利 (百万元)	13.51	28.58	45.27	25.24	48.88	81.67	121.28
增长率 (YOY)	—	111.51%	58.39%	-44.24%	93.64%	67.09%	48.50%
占总销售额比重	16.30%	14.67%	17.23%	7.46%	8.38%	9.72%	9.93%
占主营业务利润比重	25.95%	29.99%	37.22%	14.45%	16.18%	20.12%	20.57%
商品肉猪							
平均售价 (元/头)	1,363	1,384	1,254	1,274	1,465	1,538	1,615
增长率 (YOY)	—	1.57%	-9.43%	1.60%	15.00%	5.00%	5.00%
销售数量 (头)	14,406	59,935	132,946	199,300	386,800	559,300	755,055
增长率 (YOY)	—	316.04%	121.82%	49.91%	94.08%	44.60%	35.00%
销售收入 (百万元)	19.63	82.97	166.69	253.87	566.62	860.27	1,219.44
增长率 (YOY)	—	322.59%	100.91%	52.30%	123.19%	51.83%	41.75%
毛利率	18.08%	12.49%	6.13%	11.06%	17.07%	16.25%	15.48%
销售成本 (百万元)	16.08	72.60	156.47	225.79	469.92	720.45	1,030.68
增长率 (YOY)	—	351.42%	115.51%	44.31%	108.12%	53.31%	43.06%
毛利 (百万元)	3.55	10.36	10.22	28.08	96.70	139.83	188.76
增长率 (YOY)	—	191.95%	-1.39%	174.73%	244.40%	44.60%	35.00%
占总销售额比重	9.11%	22.81%	30.79%	37.14%	48.55%	48.75%	48.82%
占主营业务利润比重	6.82%	10.88%	8.40%	16.07%	32.01%	34.45%	32.01%
生猪小计							
销售数量 (头)	133,667	249,053	483,754	664,900	959,576	1,277,368	1,724,447
增长率 (YOY)	—	86.32%	94.24%	37.45%	44.32%	33.12%	35.00%
销售收入 (百万元)	107.81	258.92	420.36	573.03	1,050.71	1,548.01	2,234.11
增长率 (YOY)	—	140.17%	62.35%	36.32%	83.36%	47.33%	44.32%
毛利率	24.15%	31.47%	23.42%	26.24%	26.32%	24.59%	24.65%
销售成本 (百万元)	81.78	177.43	321.91	422.69	774.16	1,167.42	1,683.51
增长率 (YOY)	—	116.97%	81.43%	31.30%	83.15%	50.80%	44.21%
毛利 (百万元)	26.03	81.49	98.44	150.35	276.55	380.59	550.60
增长率 (YOY)	—	213.03%	20.80%	52.72%	83.94%	37.62%	44.67%
占总销售额比重	50.00%	71.20%	77.64%	83.83%	90.03%	87.72%	89.43%
占主营业务利润比重	50.00%	85.52%	80.94%	86.07%	91.55%	93.78%	93.37%
家禽合计							
销售收入 (百万元)	97.38	101.55	117.36	107.18	113.61	117.02	120.53
增长率 (YOY)	—	4.28%	15.58%	-8.68%	6.00%	3.00%	3.00%
毛利率	23.33%	13.04%	19.32%	22.08%	21.34%	20.58%	19.81%
销售成本 (百万元)	74.66	88.30	94.68	83.52	89.36	92.94	96.65
增长率 (YOY)	—	18.28%	7.22%	-11.80%	7.00%	4.00%	4.00%
毛利 (百万元)	22.72	13.24	22.68	23.66	24.25	24.08	23.88
占总销售额比重	4893.83%	27.92%	21.68%	15.68%	9.73%	6.63%	4.82%
占主营业务利润比重	—	13.90%	18.65%	13.55%	8.03%	5.93%	4.05%
其他							
销售收入 (百万元)	0.00	3.20	3.68	3.30	2.75	2.89	3.03
毛利率	0.00%	17.39%	13.69%	20.08%	46.28%	40.00%	30.00%
销售成本 (百万元)	0.00	2.65	3.17	2.64	1.48	1.73	2.12
毛利 (百万元)	0.00	0.56	0.50	0.66	1.27	1.16	0.91
占总销售额比重	0.00%	0.88%	0.68%	0.48%	0.24%	0.16%	0.12%
占主营业务利润比重	—	0.58%	0.41%	0.38%	0.42%	0.28%	0.15%
销售收入小计 (百万元)	215.62	363.67	541.41	683.57	1167.07	1764.81	2498.05
销售成本小计 (百万元)	163.55	268.38	419.78	508.90	865.00	1358.98	1908.34
毛利 (百万元)	52.07	95.29	121.63	174.67	302.07	405.83	589.71
平均毛利率	24.15%	26.20%	22.46%	25.55%	25.88%	23.00%	23.61%

来源: 齐鲁证券研究所

图表 4：公司财务报表摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	364	541	683	1,167	1,765	2,498
增长率	74.74%	48.6%	26.2%	70.9%	51.2%	41.5%
营业成本	-269	-419	-508	-865	-1,359	-1,908
% 销售收入	73.8%	77.5%	74.3%	74.1%	77.0%	76.4%
毛利	95	122	175	302	406	590
% 销售收入	26.2%	22.5%	25.7%	25.9%	23.0%	23.6%
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	-8	-9	-14	-25	-38	-55
% 销售收入	2.1%	1.6%	2.0%	2.1%	2.2%	2.2%
管理费用	-17	-25	-35	-58	-83	-112
% 销售收入	4.8%	4.5%	5.2%	5.0%	4.7%	4.5%
息税前利润 (EBIT)	70	89	126	219	285	422
% 销售收入	19.3%	16.4%	18.5%	18.8%	16.1%	16.9%
财务费用	-11	-12	-15	-8	-6	-17
% 销售收入	3.0%	2.2%	2.2%	0.7%	0.3%	0.7%
资产减值损失	0	-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	1	1	1	1
% 税前利润	0.0%	0.1%	0.4%	0.3%	0.2%	0.1%
营业利润	60	77	111	211	279	406
营业利润率	16.4%	14.2%	16.3%	18.1%	15.8%	16.3%
营业外收支	3	12	13	3	3	3
税前利润	62	89	124	214	282	409
利润率	17.2%	16.4%	18.2%	18.4%	16.0%	16.4%
所得税	0	-1	-1	-1	-1	-2
所得税率	0.0%	0.6%	1.0%	0.5%	0.5%	0.5%
净利润	62	88	123	213	281	407
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	62	88	123	213	281	407
净利率	17.2%	16.3%	18.0%	18.3%	15.9%	16.3%
现金流量表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	62	0	0	213	281	407
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	19	0	0	59	110	155
非经营收益	11	0	0	16	10	20
营运资金变动	-40	0	0	-15	-206	-244
经营活动现金净流	53	0	0	273	195	338
资本开支	104	140	296	341	567	147
投资	-1	0	-9	0	0	0
其他	1	8	10	1	1	1
投资活动现金净流	-103	-132	-295	-340	-566	-146
股权募资	15	91	1,094	0	0	0
债权募资	86	13	-80	-137	389	-89
其他	4	-27	-22	-19	-73	-24
筹资活动现金净流	105	77	993	-156	316	-114
现金净流量	54	-56	698	-223	-55	79
资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	72	69	783	560	504	583
应收款项	17	26	33	64	97	137
存货	128	175	298	332	521	732
其他流动资产	36	28	66	61	95	134
流动资产	252	298	1,180	1,016	1,217	1,585
% 总资产	52.5%	46.0%	65.4%	52.8%	47.1%	53.8%
长期投资	3	3	9	9	9	9
固定资产	158	264	500	744	1,157	1,107
% 总资产	32.8%	40.7%	27.7%	38.7%	44.8%	37.6%
无形资产	67	66	95	136	182	227
非流动资产	228	350	624	908	1,368	1,363
% 总资产	47.5%	54.0%	34.6%	47.2%	52.9%	46.2%
资产总计	480	649	1,803	1,924	2,585	2,948
短期借款	164	177	97	0	89	0
应付款项	72	53	64	108	154	193
其他流动负债	15	4	10	70	15	22
流动负债	251	234	171	178	258	215
长期贷款	40	40	40	0	300	300
其他长期负债	2	10	18	18	18	18
负债	293	283	228	196	576	532
普通股股东权益	187	366	1,575	1,728	2,009	2,416
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	480	649	1,803	1,924	2,585	2,948
比率分析						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益 (元)	1.389	0.883	0.921	1.598	2.105	3.049
每股净资产 (元)	4.154	3.658	11.798	12.946	15.050	18.100
每股经营现金净流 (元)	1.168	0.000	0.000	2.045	1.461	2.535
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.450	0.450	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	33.44%	24.14%	7.81%	12.34%	13.98%	16.85%
总资产收益率	13.02%	13.61%	6.82%	11.09%	10.87%	13.81%
投入资本收益率	22.24%	17.27%	13.58%	18.81%	15.04%	19.78%
增长率						
营业总收入增长率	74.74%	48.58%	26.22%	70.88%	51.22%	41.55%
EBIT 增长率	85.72%	26.35%	42.32%	73.73%	29.99%	48.22%
净利润增长率	188.60%	41.32%	39.24%	73.47%	31.71%	44.90%
总资产增长率	87.09%	35.14%	177.95%	6.69%	34.36%	14.05%
资产管理能力						
应收账款周转天数	14.8	9.5	12.8	15.0	15.0	15.0
存货周转天数	143.9	131.7	170.2	140.0	140.0	140.0
应付账款周转天数	12.4	15.1	17.6	13.0	13.0	13.0
固定资本周转天数	81.3	94.3	133.4	116.9	134.9	121.8
偿债能力						
净负债/股东权益	70.63%	40.33%	-41.01%	-32.38%	-5.72%	-11.71%
EBIT 利息保障倍数	6.5	7.6	8.3	26.2	46.3	25.1
资产负债率	61.07%	43.62%	12.67%	10.18%	22.28%	18.05%

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: 021-20315181
手机: 18616512309
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

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: 021-20315112
手机:18621368050
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

济南
联系人:韩丽萍
电话:0531-68889516
手机:15806668226
传真:0531-68889536
邮编:250001
地址:山东济南经七路 86 号
证券大厦 2308