

内外兼修，成长可期

——隆平高科（000998）调研报告

报告日期：2011年6月21日

分析师

王萍

☎0755-83515609 ✉ wangp@cgws.com

执业证书编号：S1070209040318

要点：

- **品种齐全，重点突出：**2010年，杂交水稻种子，杂交玉米种子和以辣椒为主的蔬菜种子的销售收入、毛利润占比达到81.72%和84.65%，为公司主要产品。由于合作方利马格兰在全球处于领先地位，小麦种子也是未来发展方向。
- **业绩快速增长：**2010年和2011年1季度，营业收入增速为21.39%和13.39%；净利润（扣除非经常性损益）增速为571.96%和91.41%。我们认为除基数低外，政府支持和自身动力是推动公司业绩快速增长的主要原因。
- **受益于种业政策：**由于单个企业无法与跨国企业抗衡，政府是推动我国种业并购整合的主要力量，公司作为龙头，会直接受益。政府会从育繁推三个环节进行支持：鼓励科技资源向企业流动、给予龙头土地和资金，以及深化价值营销模式。
- **自我调整，做大做强：**公司主动调整杂交水稻种子品种，削减数量，在销售收入稳步增长的同时，盈利能力大幅提高，特别是注重服务后，效果更为明显，主推品种Y两优一号推广面积2010年翻番。杂交玉米种子通过安徽隆平和合资公司运作：安徽隆平的隆平206品质不逊于先玉335，2010年放量，销售收入翻番，由于制种产量高，预计今年再翻番；合资公司主做第四积温带品种，品种权从利马格兰获取，适宜推广面积为1000万亩。干辣椒种子，做得也不错，未来打造干辣椒全产业链，包括研发、生产、销售、收购、加工和深加工，进一步提升效益。
- **重视人的因素：**2010年4月，聘请刘石担任公司总裁，积极公司与利马格兰的深度合作；在解决少数股东权益问题上，之所以要等待时机也是考虑到人的因素，需要兼顾控股子公司核心层利益。
- **给予公司“推荐”投资评级：**按销售规模，公司全球排名为15-20名，未来3-5年，做到10名，甚者以内是有可能的，特别是在新政出台后。预计2011-2013年EPS为0.42、0.61、0.84元，对应于最新收盘价，PE为65.74、45.04、32.63X，估值偏高，但未来业绩存在超预期。
- **风险提示：**自然灾害造成产量下降、销售进度低于预期等。

投资评级：推荐（首次）

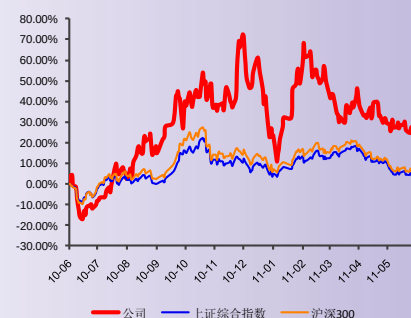
市场数据

总市值（亿元）	73.07
流通市值（亿元）	73.07
总股本（万股）	27720
流通股本（万股）	27720
12个月最高/最低（元）	36.41/17.46
十大流通股（%）	35.5
股东总数	73836

盈利预测

单位：万元	2010A	2011E	2012E
营业收入	128040	150000	175000
(+/-%)	21.39%	17.15%	16.67%
净利润	7460	11525	16819
(+/-%)	53.92	54.48	45.94
摊薄每股收益	0.27	0.42	0.61
PE	97.94	63.40	43.44

股价表现图



相关报告

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。



1. 业绩快速增长

公司核心产品是杂交水稻种子，按销售规模，全球排名第一。杂交玉米种子和以辣椒为主的蔬菜种子做得也不错。由于合作方利马格兰在全球处于领先地位，小麦种子也是未来发展方向。棉花种子市场规模小，特别是杂交，仅为10亿，因此不会作为重点。

2007-2009年，非经常性损益在利润总额中所占比重过大，因此业绩与2010年不具有可比性。

2010年，公司实现营业收入128039.66万元，同比增长21.39%；净利润（扣除非经常性损益）为6592万元，同比增长571.96%。我们认为除基数低外，政府支持和自身动力是推动公司业绩快速增长的主要原因。

✚ 杂交水稻种子：2009年，公司主动调整产品品种，开始削减数量（之前，有300多个），不以做大为第一要务，而要做稳做强。虽然当年的销售收入仅增长7.7%，但毛利率由2008年27.46%增至34.97%。2010年，销售收入为55225.39万元，同比增长7.49%，毛利率继续增至35.39%，净利润为1亿元。

✚ 杂交玉米种子：销售收入为26905.85万元，同比增长277.87%，主要原因在于并入北京屯玉1-9月份销售收入；毛利率为27.29%，同比增加4.37个百分点，如果扣除北京屯玉，毛利率应该超过40%，主要原因在于隆平206（属于安徽隆平）放量，销售收入翻番。

✚ 干辣椒种子及其制品：销售收入为22501.6万元，同比增长30.36%；毛利率减少1.73个百分点，为20.66%，主要原因可能在于处于产业链打造初期，更多表现为增收。

✚ 蔬菜瓜果种子：销售收入为4681.9万元，同比增长17.27%；毛利率为59.77%，同比增加17.9个百分点。

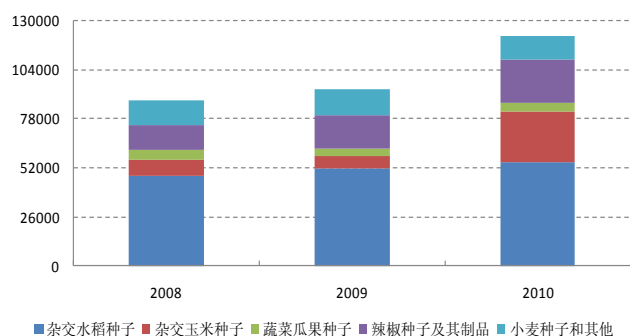
✚ 小麦种子：销售收入为7826.9万元，同比下降10.51%；毛利率为11.4%，同比增加2.61个百分点。

✚ 大米和农化：产品结构调整使得销售收入下降，但毛利率增加。

期间费用控制得力，特别是销售费用和管理费用，增速低于营业收入。营运能力变化不大。净资产收益率（扣除非经常性损益）为6.87%，同比增加5.82个百分点。

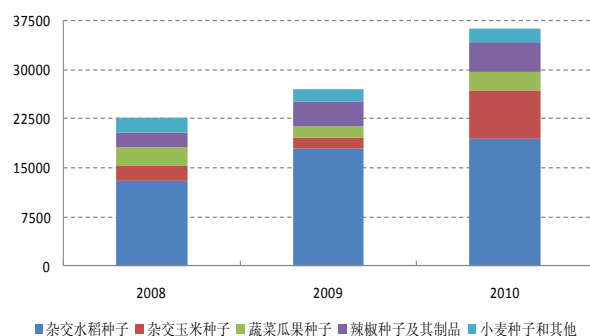
由于销售形势转好，预收帐款期末余额为17557.79万元，连续两年明显增长；其他应付款为11154.53万元，同比增长132.08%。

图 1: 公司种子销售收入（万元）



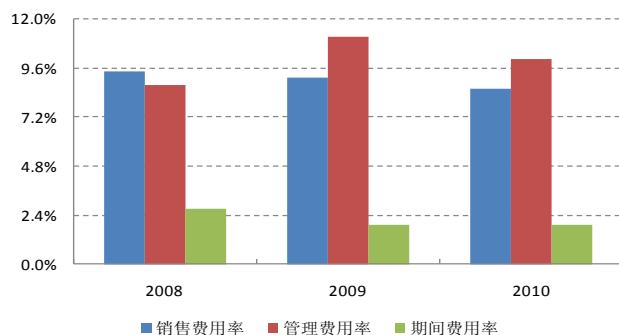
数据来源：公司公告

图 2: 公司种子销售毛利润（万元）



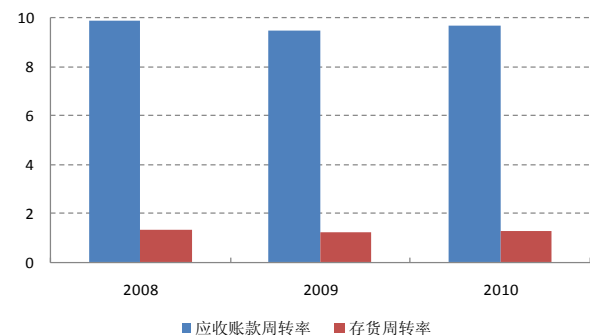
数据来源：公司公告

图 3: 公司期间费用率



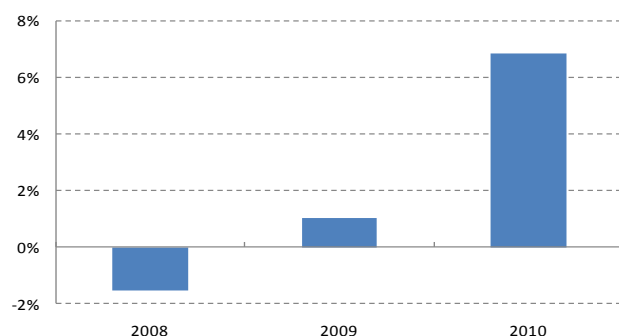
数据来源：公司公告

图 4: 公司营运能力



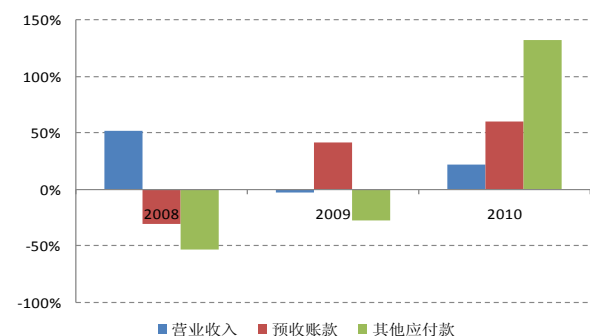
数据来源：公司公告

图 5: 公司净资产收益率（扣除非经常性损益）



数据来源：公司公告

图 6: 公司预收帐款、其他应付款增速和营业收入增速



数据来源：公司公告

各主要控股子公司业绩表现不错，特别是安徽隆平。

✚ 湖南隆平和四川隆平业绩增速可观。

✚ 全资子公司湖南亚华自被收购以来，一年比一年好。

✚ 安徽隆平在 2002 年成立，杂交玉米、杂交水稻、小麦种子在营业收入中所占比重各为 1/3，其中隆平 206 销售价格比先玉 335 高，在营业收入中所占比重为 30%（杂交玉米种子销量为 1000 万公斤，其中隆平 206 为 500-600 万公斤）；杂交水

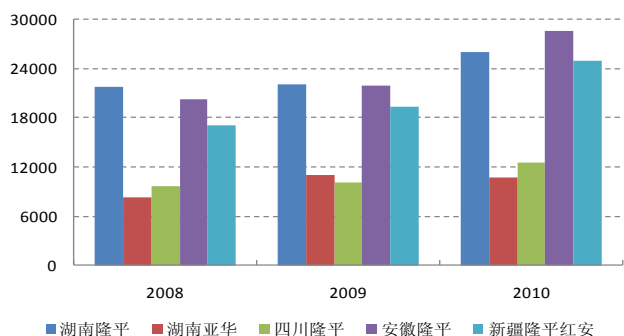


稻种子表现一般。

新疆红安在 2005 年成立，主要产品为干辣椒种子，做得不错，未来打造干辣椒全产业链，包括研发、生产、销售、收购、加工和深加工（如辣红素等），进一步提升效益。

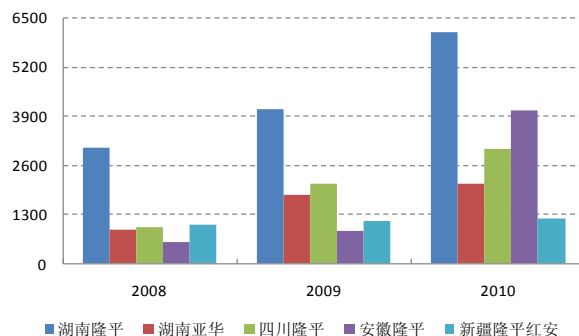
全资子公司甘肃隆平在今年成立，预计在 2012 年见到效益。

图 7：各主要子公司营业收入（万元）



数据来源：公司公告

图 8：各主要子公司净利润（万元）



数据来源：公司公告

1 季报显示多项举措仍在继续，销售形势乐观，营业收入增幅为 13.39%，但净利润（扣除非经常性损益）增幅为 91.41%，预收帐款、其他应付款期末余额增幅分别为 55.37% 和 49.53%。2 季度是销售淡季，半年报业绩预告显示可能减亏。

2. 政府主导种业整合，龙头收益

2000 年，《种子法》颁布，种业逐步走向市场，进入第一个快速增长期。2000-2010 年，国有企业逐步退出；品种推广速度加快；两次大规模品种更换，增产幅度都在 3% 以上，种子在粮食增产因素中排在第一位；企业参加区试品种在逐年增加，研究所在减少，说明企业加大研发投入力度，逐步主导市场。

4 月 18 日，国务院颁布《关于加快推进种业发展意见》，给出的指导性建议包括鼓励企业之间兼并重组；鼓励龙头整合行业资源；对符合“育繁推一体化”企业给予税收优惠；支持企业开展商业化育种；鼓励科技资源向企业流动等。种业被明确提升至战略地位。1962 年，为了解决填饱肚子问题，中央颁布过类似文件，此次是在面对全球竞争的情况下，以全面提升我国种业实力为目的，可以说是 50 年等一回。

5 月 9 日，推进种业发展工作协调组在长沙召开首次会议，由国务院副总理回良玉主持，围绕《关于加快推进种业发展意见》如何落实展开，重点是打造 8-10 家龙头。该会议意义不寻常，第一次以国务院名义召开此类会议，中央 17 个涉农部门副部长、相关司司长和各省分管农业副省长 57 人，局级领导 200 多人出席。

对于我国来说，目前，种业完全市场化是不现实的，因为企业根本无法与跨国企业抗衡，资金、技术、销售等方面的实力都不在一个层次上，政府仍然是主要力量。如果政策恰当，赶超跨国企业是可能的；不恰当，阻碍发展，粮食安全会成问题。



2.1. 鼓励科技资源向企业流动（育种环节）

鼓励科技资源向企业流动的意义是非同一般的。

自 1949 年起，国家开始积累种质资源，企业，特别是民营企业无法调动，因此如果想做大做强种业，鼓励包括种质资源在内的科技资源向企业流动是必须的。

由于无需面对市场，研究所没有压力，但企业有。研究所应该做收集种质资源等工作，为未来 10-20 年做准备。另外，研究所退出育种等环节，参加区试品种减少，企业压力也会减小。

跨国企业在与国内合作时，种质资源是不会放的，如铁岭先锋是独资的，利马格兰也是。之前，利马格兰想把研发从公司拿走，但公司不同意，导致双方合作一直没有突破。目前，利马格兰同意把配好的亲本种子交给公司，品种权也归公司所有。

2.2. 加大资金和土地的支持力度（扩繁环节）

目前，制种基地都是通过与农民签订合同进行落实，存在很多问题，如连片土地难以寻找、个体多造成水平参差不齐等。

制种成本增长快也是困扰企业的大难题之一。通常来说，由企业提供亲本种子，农户制种，合同约定标准产量和对应的标准收入。从部分企业了解到，今年，杂交玉米制种成本为 2400 元/亩，较 2010 年 1700 元/亩，增幅超过 30%；即使碰到最糟糕情况，企业也要保证农户每亩 1000 多元的收入；如果实际产量高于标准产量，农户按约定价格卖给企业。杂交水稻制种成本增幅应该不会低于 20%。

如果政府能支持公司获取 10-20 万亩土地，并投入几千万元，不但规模化、机械化和集约化就能更快实现，而且制种成本也能得到部分消化。

另外，由于土地连片、生产成本低（生产资料统一采购）和有议价能力，我们认为农村合作社也是企业发展方向之一。政府可以鼓励企业作为理事（相当于股东，但约束力小，自由进出）参与农村合作社，为其制定规则、服务等。实际上，公司已经把其作为重点发展方向之一。

2.3. 深化价值营销理念（推广环节）

之前，国内企业仅负责生产，销售交给经销商，服务是没有的。在整个种子价值链里，如果零售价为 5 元，企业得到 2.6 元，经销商得到 2.4 元。由于营销工作依赖经销商，企业处于被控制地位。

先玉 335 毛利率做到 70%，净利率做到 40%，而国内玉米种子毛利率仅为 30%（登海先锋和敦煌先锋均主要经营先玉 335，营业收入合计达到 12 亿元，净利润合计达到 4 亿元），成功之处主要在于把快速消费品的价值营销理念带入国内种业，使得营销模式介于 B to B 和 B to C 之间。经销商负责销售不变，但企业除了生产外，还负责调动相关力量去服务农民，让农民了解产品，调动需求。



以脱粒会为例，先玉 335 的棒子存在个头小、密度大等特点，但堆在一起，体积小。为了打消农民对于产量的疑虑，脱粒会的重要性不可小觑。在会上，采取有奖竞猜重量等方式，礼品可能也就是个碗、盆之类的，但让农民感动，有被尊重的感觉。

先锋好的服务使得农民了解并信任先玉 335 的品质，部分地区经销商到了没有该品种无法经营的地步，哪方处于控制地位一目了然。

简单模仿并不难，但要领略精髓绝对不是一蹴而就的，不管怎么说，价值营销理念已经深入人心。以安徽隆平为例，产品已经卖完，销售人员背着电脑在培训农民，农民开始为下年度产品缴纳预付帐款。

营销模式的改变使得国内杂交玉米种子市场规模也由之前的 60 亿元增至 120 亿元，因此通过给农民带来效益，整个种子产业链的价值得以提升，企业和经销商也得到实惠。

2.4. 推动并购整合和加大研发投入力度相辅相成

种子研发需要 5-10 年，才能见到效益，因此在大规模并购整合前，大多数企业不但没有研发能力，而且容易扰乱市场秩序。先锋在美国并购重组过程中，具有自主创新能力的种子企业就不超过 3 家。

考虑到效益，企业只有在达到一定规模后，研发投入力度才能加大。20 世纪 90 年代以来，国际种业就是通过大规模并购整合，研发投入才得以明显提高，形成 8-10 家具有技术创新能力和拥有丰富种质资源的跨国企业。

跨国企业都有自己的优势：孟山都擅长转基因；先锋种质资源优势明显；Dow 兼有两者；KWS 是德国家族企业，利马格兰是法国农场主合作企业，都侧重种质资源。以利马格兰为例，销售收入为 12 亿欧元，净利润为 2000-3000 欧元，销售净利率仅为 1.67-2.5%，主要原因在于 10-15%的销售收入投入到研发，而国内企业研发投入在销售收入中所占比重达到 4-5%就算不错的。

选育好的品种就如大海捞针。每年，先锋 69 个实验站配出 100 多万个组合，经过 4-5 级筛选，仅出 10-15 个组合。寻找合适的基因与育种一样困难，美国主要是由先锋和孟山都负责，先锋在 2005 年投入 6 亿美元，孟山都整栋大楼都在做这个。

由于对技术、资金等要素，要求高，国内企业根本无力去做，本着集中力量干大事的原则，只能由政府主导，如“十一五”期间，我国向转基因项目投入 200 亿。

目前，国内种业有 8700 多家企业，99%没有研发能力，前 10 家市场份额合计仅为 13%，联合成为面对强敌的唯一选择。实际上，即使对于利马格兰，在拓展强敌林立的美国市场时，也选择与另外一家欧洲企业 KWS 合作，市场份额由之前 4%增至 2010 年 9%。

为了理顺市场秩序，除了鼓励企业之间兼并重组之外，我国政府还直接干预市场，如提高种业进入门槛，规定注册资本必须在 3000 万以上等。当然，行政干预仅是权宜之计，还是应该由市场来做，而政府要做的是加大违规惩处力度，让参与者各司其职。

对高价种子进行限价也是权益之计。国内种粮比仅为 20-25: 1，如果种植 1 亩杂



交水稻,需 1.5 斤种子 (通常来说,1 亩水田需要 1 公斤水稻种子,1 亩旱地需要 2 公斤玉米种子),采购价格为 30 元/斤,支出 45 元,在生产成本中所占比重为 4%,因此价格不但不高,而且应该继续上涨。国内品种更新时间为 5-7 年,而美国为 3 年,可见好品种数量没有达到打架的地步,因此激发研发热情是必须的。

3. 自身不断改进,优势明显

除第二大股东是杂交水稻研究中心 (持股比例为 8.04%) 外,公司自有研发平台,包括上海隆平、全资子公司亚华研究院、西城基因 (在 2010 年收购) 和全资子公司超级杂交水稻研究中心 (在 2010 年收购剩余股权)。另外,各主要控股子公司也有研发能力。

对于一般企业,更换职业经理人不会产生大的影响,但种子企业不同,人决定命运,因此公司对人的因素相当重视。2010 年 4 月,刘石担任总裁,除开始推行价值营销模式外,还积极推动公司与利马格兰的深度合作。

另外,解决少数股东权益问题迟迟没有时间表,公司也是考虑到人的因素,主要原因在于该问题涉及控股子公司核心层利益。我们可以看到 4 月份,公司收购四川隆平 28% 股权 (以 6.34 倍静态 PE),但总经理缪培忠仍持有 20% 股权。当然,不是说该问题不解决,而是等待时机成熟。

公司“双杂”种子均为两条腿走路,在统一指挥下,有序竞争。今年,“双杂”种子制种面积都会增加,但适销对路品种的价格仍然会上升。

➤ 杂交水稻种子

2007 年,公司收购亚华种业的种业资产 (湖南亚华、亚华研究院和全资子公司湖南亚华棉花,后者在 2009 年又与湖南隆平棉油合并成全资子公司湖南亚华棉油),作为杂交水稻种子运作的另一平台。

杂交水稻 (均为籼稻) 种植面积占到水稻的 60%,常规 (以粳稻为主) 占到 40%。推广杂交水稻可以有效提高亩产,一期在常规基础上,提高 20%,二期在一期基础上,提高 20%。公司杂交水稻种子主推品种 Y 两优一号作为中稻种植 (从效益来看,两系中稻 > 两系晚稻 > 两系早稻),亩产达到 700 公斤。

Y 两优一号零售价为每公斤 70 多元,结算价为 50 多元,2008、2009 年推广面积为 100 多万亩,2010 年推广面积翻番 (好品质+价值营销模式)。未来,公司可能会用未扣除返利的出厂价来计算销售收入,把返利放到销售费用中,这样一来,即使产品提价,毛利率上升也不会明显。

2009、2010 年,受天气影响,杂交水稻种子单产连续下降,特别是江苏作为两系主要制种基地之一,由之前的 300-400 斤/亩降至 100 斤/亩,造成单产降幅在 2010 年超过 50%,但由于制种面积连续两年增长、生产能力强,以及三系供需仍然有余,需求还是得到满足,企业提价能力有限 (虽然销售价格增幅在 20% 以上,但生产成本增长更快) 也说明这个问题。

小企业由于资源有限,非人力因素对其影响大,业绩波动厉害,而公司作为龙头,



好过行业，特别是好品种销售情况不错。

杂交水稻种子出口前景乐观，但存在两个问题：一是仅有落后品种可以出口；二是其他国家考虑到粮食安全问题，不可能完全依赖中国。另外，检验检疫也是一个难题。与先锋在我国操作方式一样，公司绕开这些问题，在菲律宾、印尼等国建立合资公司，进行研发、生产和销售。

虽然杂交水稻种子经营难度大，但未来效益不会低于杂交玉米种子。1 季度，湖南隆平业绩增长应该快过安徽隆平。

表 1：我国杂交水稻种子供需形势

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
上年制种面积（万亩）	144	150	150	114	94.6	137	150
上年制种产量（亿公斤）	2.6	2.7	2.7	2.15	2.09	2.37	2.54
上年有效库存（亿公斤）	0.5	0.8	0.8	1.2	0.82	0.47	0.47
可供种量（亿公斤）	3.1	3.5	3.5	3.35	2.91	2.84	3.01
计划种植面积（亿亩）	2.5	2.5	2.5	2.36	2.46	2.5	2.6
需种量（亿公斤）	2.9	3	2.95	2.35	2.44	2.5	2.6
余种量（亿公斤）	0.2	0.5	0.55	1	0.47	0.34	0.41

数据来源：农技推广服务中心

➤ 杂交玉米种子

杂交玉米种子除了安徽隆平外，还与利马格兰合作为契机，待合资公司获得商务部审批后，玉米事业部和甘肃隆平注入合资公司，如果没有获得审批，由于品种权已经拿到，仍会做，仍以第四积温带品种（适宜推广面积为 1000 万亩）为主。

安徽隆平有一支 40 人的研发团队，占到员工数的 25%，4-5%的销售收入投入到研发，已经成为育繁推一体化企业。每年，配出 10 万个组合，目标是 50 万个组合。目前，有一个杂交玉米种子品种正在做国审。

隆平 206 单粒播种，密度与先玉 335 一样，但亩产更高，在 2007 年通过安徽省审并试推广（在 2009 年被河南省引种，在 2011 年通过山东、河北省审），2010 年是正式推广的第三年，出现放量是正常现象。另外，隆平 206 制种产量高，亩产 400 公斤，预计今年销量翻番。

之前，公司收购北京屯玉 60% 股权，但以退出告终。实际上，目前，国内还没有具备这样能力的企业，种业并购没有政府推动不容易进行，特别是整合，要看机会。

4. 给予“推荐”投资评级

新大新迈威控股公司，新大新股份控股新大新迈威，为公司实际控制人。新大新迈威在 1 季度减持 1100 万股，主要原因在于新大新股份需要 6.8 亿元收购利马格兰所持全部新大新迈威股权。另外，新大新股份收购利马格兰所持全部沐林早餐股权需要资金，九华科技博物院（公司在 2010 年退出，该公司成为万景国际全资子公司，而董事长伍



跃时之女伍南紫持有万景国际100%股权)至少需要5个亿才能滚动。由于股权比例低于20%，大股东应该不会继续减持。

按销售规模，公司全球排名为15-20名，未来3-5年，做到10名，甚者以内是有可能的（目前，第10名为20亿元），特别是在新政出台后。“十二五”期末，我国种子市场规模预计为500亿元，如果公司占到10%，销售收入就能达到50亿元。

预计2011-2013年EPS为0.42、0.61、0.84元，对应于最新收盘价，PE为65.74、45.04、32.63X，估值偏高，但作为种业政策最大受益者，自身又有做强的动力，未来业绩存在超预期，给予公司“推荐”投资评级。另外，公司资产负债表没有反映品种权的价值，低估几个亿，净资产评估价值应该为20-30个亿（1季度末，账面价值为11.49亿元），因此对应于最新市值，市净率为2.56-3.84，在农业板块里面，也不算高。

股价催化剂包括少数股东权益问题逐步得到解决、对其他企业进行并购重组、农产品价格大幅上涨等。

利润表（万元）	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	128040	150000	175000	200000
营业成本	90789	102000	113750	124000
销售费用	11018	12908	15059	17210
管理费用	12854	15059	17569	20079
财务费用	2481	3123	3068	2957
投资净收益	2495	3000	3000	3000
营业利润	12177	18870	27508	37701
营业外收支	1882	1000	1000	1000
利润总额	14060	19870	28508	38701
所得税	585	0	0	0
少数股东损益	6014	8346	11688	15480
净利润	7460	11525	16819	23221

资产负债表（万元）				
流动资产	170222	190350	218722	255671
货币资金	54970	59856	71867	93927
应收帐款	15807	18518	21604	24691
应收票据	53	63	73	83
存货	76074	85467	95313	103901
非流动资产	73972	80539	88101	96769
固定资产	35029	43036	52039	62147
资产总计	244195	270890	306823	352440
流动负债	117219	124044	131469	138383
短期借款	68780	68780	68780	68780
应付款项	13351	15000	16727	18235
非流动负债	4046	4046	4047	4048
长期借款	0	0	0	0
负债合计	121265	128090	135515	142431
股东权益	122930	142800	171308	210009
股本	27720	27720	27720	27720
留存收益	71228	82753	99572	122793
少数股东权益	23982	32327	44015	59496
负债和权益总计	244195	270890	306823	352440

现金流量表（万元）				
经营活动现金流	15840	15934	24956	37162
其中营运资本减少	-206	-8418	-8934	-7973
投资活动现金流	-15578	-11049	-12945	-15102
其中资本支出	-6937	-11049	-12944	-15101
融资活动现金流	-7316	0	0	0
净现金总变化	-7083	4885	12011	22060

主要财务指标	2010A	2011E	2012E	2013E
成长性				
营业收入增长	21.39%	17.15%	16.67%	14.29%
营业成本增长	16.43%	12.35%	11.52%	9.01%
营业利润增长	58.63%	54.96%	45.77%	37.06%
利润总额增长	69.06%	41.33%	43.47%	35.76%
净利润增长	53.92%	54.48%	45.94%	38.06%
盈利能力				
毛利率	29.09%	32.00%	35.00%	38.00%
销售净利率	5.83%	7.68%	9.61%	11.61%
ROE	6.07%	8.07%	9.82%	11.06%
ROIC	8.54%	12.03%	15.20%	18.31%
营运效率				
销售费用/营业收入	8.61%	8.61%	8.61%	8.61%
管理费用/营业收入	10.04%	10.04%	10.04%	10.04%
财务费用/营业收入	1.94%	2.08%	1.75%	1.48%
投资收益/营业利润	20.49%	15.90%	10.91%	7.96%
所得税/利润总额	4.16%	0.00%	0.00%	0.00%
应收帐款周转率	7.46	7.48	7.56	7.59
存货周转率	1.12	1.13	1.14	1.07
流动资产周转率	0.71	0.73	0.74	0.72
总资产周转率	0.50	0.52	0.53	0.53
偿债能力				
资产负债率	49.66%	47.28%	44.17%	40.41%
流动比率	1.45	1.53	1.66	1.85
速动比率	0.80	0.85	0.94	1.10
每股指标（元）				
EPS	0.27	0.42	0.61	0.84
每股净资产	4.43	5.15	6.18	7.58
每股经营现金流	0.57	0.57	0.90	1.34
每股经营现金/EPS	2.12	1.38	1.48	1.60

估值				
PE	97.94	63.40	43.44	31.47
PEG	2.13	1.51	1.14	-
PB	5.94	5.12	4.27	3.48
EV/EBITDA	47.69	32.83	23.66	17.82
EV/SALES	6.28	5.36	4.59	4.02
EV/IC	5.16	4.55	4.03	3.61
ROIC/WACC	0.88	1.23	1.56	1.88
REP	5.89	3.69	2.58	1.92

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润

资料来源：长城证券盈利预测模型

研究员介绍:

王 萍: 中国科学技术大学经济学硕士，07年加入长城证券，08年任农业和食品饮料行业分析师。

研究员承诺:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘 璇: 从业资格证书编号: S1070108071121, 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com

北京联系人

杨 洁: 从业资格证书编号: S0630110060053, 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com

上海联系人

王维昌: 从业资格证书编号: S1070109111501, 021-61680354, 13321976702, wwc@cgws.com

谢彦蔚: 从业资格证书编号: S1070111030008, 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com

长城证券研究所投资评级标准:

公司评级

- 强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%;
- 推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间;
- 中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间;
- 回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

- 推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;
- 中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;
- 回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

免责声明:

本报告由长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。



长城证券研究所
地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层
邮编：518034
传真：86-775-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 10 层
邮编：100044
传真：86-10-88366686
网址：<http://www.cgws.com>