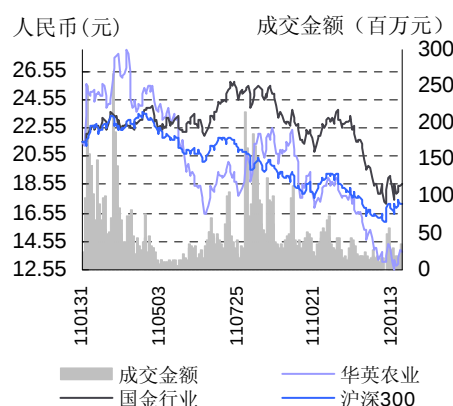


华英农业 (002321.SZ)
肉禽鱼产品行业
评级: 持有 首次评级
公司研究

 市价 (人民币): 13.88 元
 目标 (人民币): 12.08-15.10 元

长期竞争力评级: 高于行业均值
市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	103.00
总市值(百万元)	2,040.36
年内股价最高最低(元)	28.03/12.55
沪深 300 指数	2901.22
中小板指数	6641.82



国内肉鸭产业链一体化的领军者

公司基本情况 (人民币)

项 目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.274	0.385	0.613	0.755	0.962
每股净资产(元)	6.13	6.41	6.82	7.38	8.14
每股经营性现金流(元)	0.58	0.23	1.60	1.19	1.15
市盈率(倍)	97.14	65.75	22.66	18.39	14.42
行业优化市盈率(倍)	53.20	58.60	53.90	53.90	53.90
净利润增长率(%)	-13.95%	40.47%	59.17%	23.24%	27.48%
净资产收益率(%)	4.47%	6.00%	8.98%	10.23%	11.82%
总股本(百万股)	147.00	147.00	147.00	147.00	147.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **公司是国内规模最大的樱桃谷鸭养殖与加工一体化企业。**根据世界消费的一般规律,我国肉鸭(肉禽)行业空间未来将保持平稳增长,个体肉禽养殖加工企业的成长性更多来源于对竞争对手市场份额的挤占。在集中度不高和同质性竞争较为严重的行业背景之下,挖掘产业链价值、提升成本控制能力和寻找与竞争对手的差异点将是肉禽养殖企业提高竞争力的出路。
- **公司目前的看点主要在于:** (1) 已建立了集祖代种鸭、父母代种鸡种鸭的养殖、孵化,商品代鸡鸭养殖,禽类产品加工与销售以及饲料生产销售为一体的较为完整的产业链,为实现产品差异化标准化打下基础; (2) 凭借地处饲料原料产地和灵活调整饲料配方等有利因素形成一定的原料成本优势; (3) 目前已初步形成“华英牌”品牌优势,并正致力于通过产业链经营模式来扩大产品品质的差异化优势。
- **与圣农发展相比,**公司目前尚未展现出如圣农那样立足于产品差异化基础上的强大的营销体系,这将是公司未来可以提升的空间之一。
- **公司未来的潜在增长点在于:** (1) 随着产能的逐步释放,过去制约公司成长的养殖产能瓶颈问题逐步得到解决,公司未来成长的关键点将在于如何通过提高营销体系的效率来拉动销量的增长; (2) 公司正等待欧洲出口许可证,如果公司未来在出口业务取得突破,则将有利于进一步推动业务增长和提升整体盈利水平。

盈利预测与投资建议

- **盈利预测。**我们预计公司 2011-2013 年净利润分别为 90 百万元、111 百万元和 141 百万元,同比增长 59.17%、23.24%和 27.48%,EPS 分别为 0.61 元、0.76 元和 0.96 元。若考虑增发摊薄,2011-2013 年净利润分别为 EPS 分别为 0.61 元、0.56 元和 0.72 元。
- **投资建议。**A 股目前与华英农业可比的主要禽类上市公司为民和股份、雏鹰农牧、益生股份和圣农发展,平均估值水平为 18×11PE 和 17×12PE。参考可比公司的估值水平,我们给予公司 16-20×12PE 的估值水平,目标价 12.08-15.10 元,首次给予“持有”的投资评级。

风险提示

- (1) 玉米、豆粕等饲料原料大幅上涨风险; (2) 富民计划农户养殖管理风险; (3) 垃圾处理和环境保护风险; (4) 养殖疫病风险。

陈振志 分析师 SAC 执业编号: S1130511030027
 (8621)61038213
 chenzzh@gjzq.com.cn

虞秀兰 联系人
 (8621)61038294
 yuxl@gjzq.com.cn

内容目录

公司盈利预测及估值	3
盈利预测：2011-2013 年 EPS 为 0.61 元、0.76 元和 0.96 元	3
估值与投资建议：首次给予“持有”的投资评级	3
公司概况	4
肉禽（肉鸭）养殖：行业空间平稳增长，集中度提升是趋势	4
我国是第一大鸭肉生产国，集中了全球 70%生产能力和 23%的出口份额....	4
根据全球肉类消费趋势和规律，我国禽肉消费增长潜力大	6
肉禽（肉鸭）养殖行业门槛不高，集中度有待提升	9
公司是国内产业链一体化合同养鸭模式的龙头企业	10
看点之一：公司已具有一定的原料成本优势	10
看点之二：产业链已成型，为深挖盈利增长空间和实现产品差异化标准化打下基础	11
看点之三：公司正在寻求品牌和产品的差异化	12
与圣农发展之比较：华英农业具有较大的可提升空间	14
公司未来潜在的增长点	16
肉鸭业务突破瓶颈，加工产量有望得到提升	16
肉鸡养殖：未来可能会发展自养模式	17
等待欧洲出口许可证批准	19
风险提示	20
附录：三张报表预测摘要	21

公司盈利预测及估值

盈利预测：2011-2013 年 EPS 为 0.61 元、0.76 元和 0.96 元

- **核心假设：**（1）随着产能的逐步释放和营销的推广，预计假设公司冻鸭产品未来三年的销量增长分别为分别增长 15%、25%和 25%。（2）随着公司未来肉鸭养殖产能的增加，公司将优先保证自用鸭苗的供给，因此根据公司未来的产能扩张节奏，我们假设未来三年鸭苗销量增速均为-20%。（3）根据公司肉鸡总产能增长和销售趋势，我们假设未来三年冻鸡销量增速分别为 130%、100%和 50%。
- **盈利预测：**我们预计公司 2011-2013 年主营收入分别为 1787 百万元、2428 百万元及 3317 百万元，同比分别增长 37.1%、35.9%和 36.6%；2011-2013 年净利润分别为 90 百万元、111 百万元和 141 百万元，同比增长 59.17%、23.24%和 27.48%，EPS 分别为 0.61 元、0.76 元和 0.96 元，若考虑增发 EPS 分别为 0.61 元，0.56 元和 0.72 元。

图表1：华英农业主营业务销售预测表

冻鸭产品	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
平均售价（元/吨）	6670	8045	8661	8,132	8,572	9,430	9,430	9,807
增长率（YOY）		21%	8%	-6%	5%	10%	0%	4%
销售数量（万吨）	5.88	7.33	7.22	7.09	7.83	9.0	11.3	14.1
增长率（YOY）		25%	-1%	-2%	10%	15%	25%	25%
销售收入（百万元）	392.2	589	625	577	671	849	1061	1379
增长率（YOY）		50%	6%	-8%	16%	27%	25%	30%
毛利率	3%	10%	15%	17%	7.5%	9.3%	9.0%	9.0%
毛利润	11	60	92	95	50	79	95	124
冻鸡产品								
平均售价（元/吨）	8,240	8,983	9,561	9,178	9,653	10,426	10,217	10,626
增长率（YOY）		9%	6%	-4%	5%	8%	-2%	4%
销售数量（万吨）	0.0	0.6	0.6	0.8	1.8	4.2	8.4	12.5
增长率（YOY）		57980%	2%	34%	127.8%	130%	100%	50%
销售收入（百万元）	0.1	52	57	73	175	436	854	1332
增长率（YOY）		63218%	9%	29%	140%	148%	96%	56%
毛利率	-10.2%	12.3%	4.3%	-1.2%	6.9%	7.0%	6.0%	6.0%
毛利润	-0.0	6	2	-1	12	30	51	80
鸭苗								
平均售价（元/羽）	2.8	5.7	3.2	2.6	3.8	4.1	3.3	3.5
增长率（YOY）		102%	-44%	-19%	44%	10%	-20%	6%
销售数量（万羽）	3,009	2,484	3,679	5,729	6,415	5131.7	4105.3	3284.3
增长率（YOY）		-17%	48%	56%	12%	-20%	-20%	-20%
销售收入（百万元）	84.9	141	118	150	241	212	136	115
增长率（YOY）		67%	-16%	27%	61%	-12%	-36%	-15%
毛利率	45.2%	57.8%	30.4%	24.2%	29.9%	35.0%	25.0%	25.0%
毛利润	38.4	82	36	36	72	74	34	29
其它								
销售收入（百万元）	161	156	162	133	215	290	377	491
增长率（YOY）		-3%	4%	-18%	62%	35%	30%	30%
毛利率	22.3%	11.1%	-0.8%	-8.1%	9.5%	15.0%	25.0%	25.0%
毛利润	36	17	-1	-11	20	44	94	123

来源：公司公告、国金证券研究所

估值与投资建议：首次给予“持有”的投资评级

- A 股目前与华英农业可比的主要禽类上市公司为民和股份、雏鹰农牧、益生股份和圣农发展，平均估值水平为 18×11PE 和 17×12PE。参考可比公司的估值水平，我们给予公司 16-20×12PE 的估值水平，目标价 12.08-15.10 元，首次给予“持有”的投资评级。

图表2：可比公司估值水平

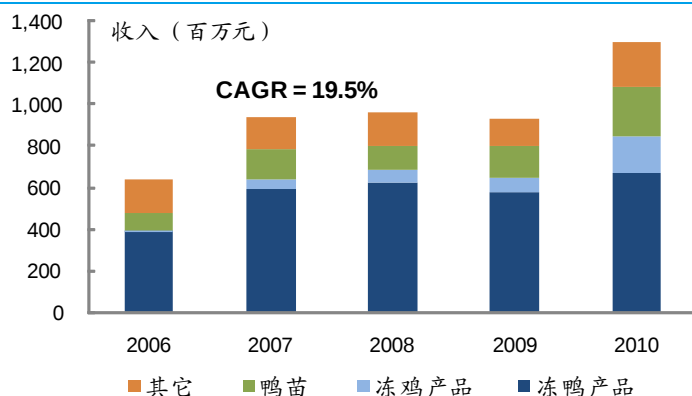
可比公司	股价	总市值(亿元)	EPS		PE	
			2011E	2012E	2011E	2012E
益生股份	25.80	36.22	1.76	1.70	14.70	15.20
圣农发展	13.75	125.25	0.58	0.78	23.69	17.57
雏鹰农牧	26.10	69.69	1.53	1.65	17.09	15.78
民和股份	28.74	43.40	1.89	1.62	15.22	17.74
				平均	17.67	16.57

来源：聚源一致预期、国金证券研究所

公司概况

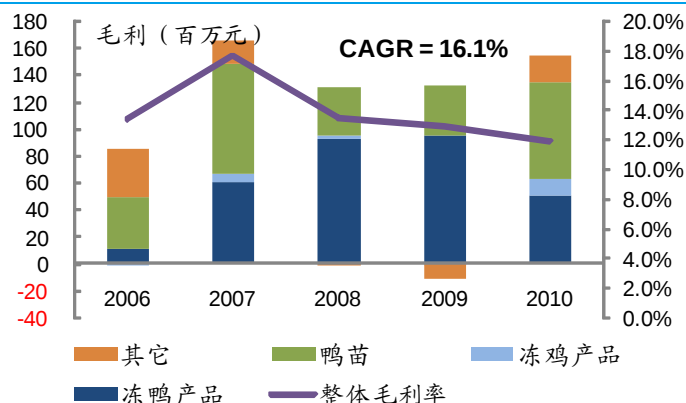
- 公司是国内规模最大的樱桃谷鸭养殖与加工一体化企业，形成了包括种鸭孵化、饲料、养殖、屠宰加工、熟食制品和羽绒加工于一体的产业链。“华英牌”冻鸭远销国内鸭肉加工企业和出口日韩等地区。
- 2010 年公司销售 7.8 万吨冻鸭及 6400 万羽鸭苗，综合冻鸡、饲料等收入达 13.0 亿元，毛利率 11.9%，净利率 4.3%。
- 截止 2011 年 6 月底，公司第一大股东潢川华英禽业总公司，持股比例为 28.59%。实际控制人为潢川县财政局。

图表3：公司营业收入 2010 年增速达 39.8%



来源：公司公告、国金证券研究所

图表4：公司毛利率维持在 13% 附近



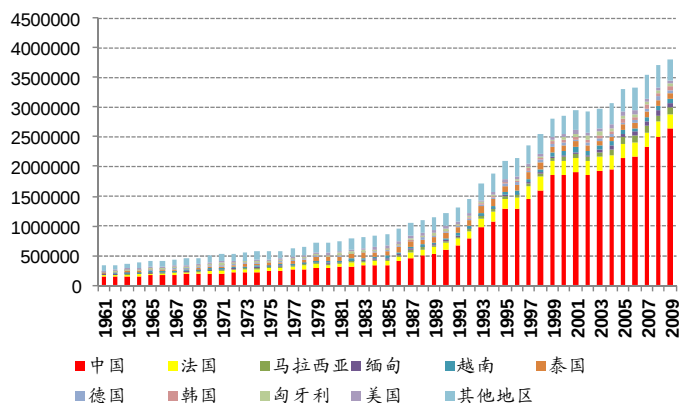
肉禽（肉鸭）养殖：行业空间平稳增长，集中度提升是趋势

我国是第一大鸭肉生产国，集中了全球 70% 生产能力和 23% 的出口份额

- 我国是全球第一大鸭肉生产国，过去 20 余年产量的年均复合增速达 8.12%，高于同期 6.14% 的全球产量增速。从全球的供给格局来看，鸭肉的生产较为集中，我国是第一大鸭肉生产和消费大国，产量约占全球的 70%，远高位居第二位法国（大国份额仅为 6%）。我国鸭肉产量从 1990 年的 59.96 万吨增长至 2009 年的 264.38 万吨，年均复合增速到达 8.12%，高于同期 6.14% 的全球产量增速。
- 我国是紧随美国之后的第二大鸡肉生产国。相比鸭肉，鸡肉的生产格局则较为分散。美国是全球鸡肉第一生产大国，约占全球份额的 20%，我国紧随其后，约占全球产量的 14%。我国鸡肉产量从 1990 年的 266.32 万吨增

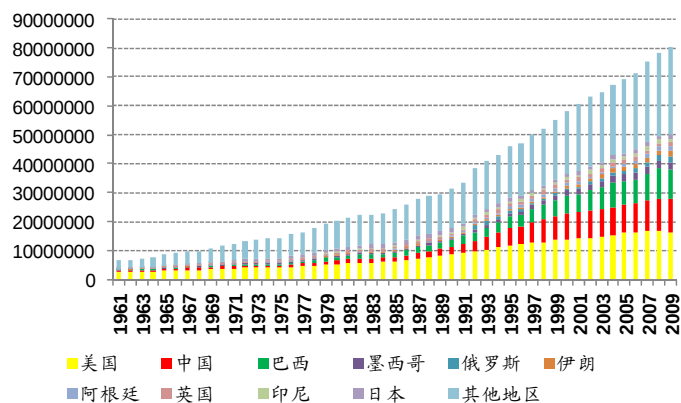
长至 2009 年的 1144.26 万吨，年均复合增速到达 7.97%，高于同期 5.08% 的全球产量增速。

图表5：全球鸭肉生产较为集中。我国是全球最大的鸭肉生产国，约占全球总量的70%，其次法国约占6%。（单位：吨）

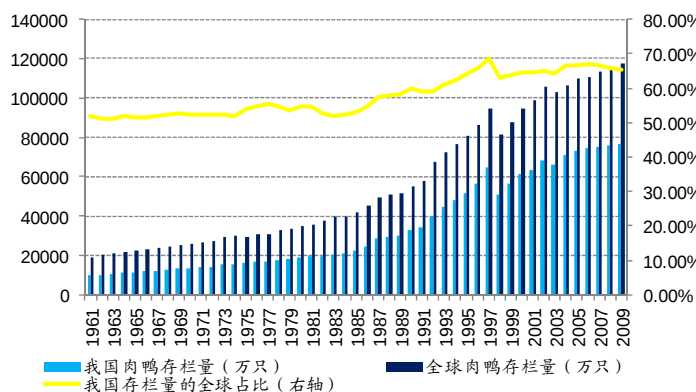


来源：FAO、国金证券研究所

图表6：全球鸡肉生产的集中度明显低于鸭肉。美国是全球最大鸡肉生产国，约占总量的20%。我国是第二大生产国，约占总量的14%。（单位：吨）

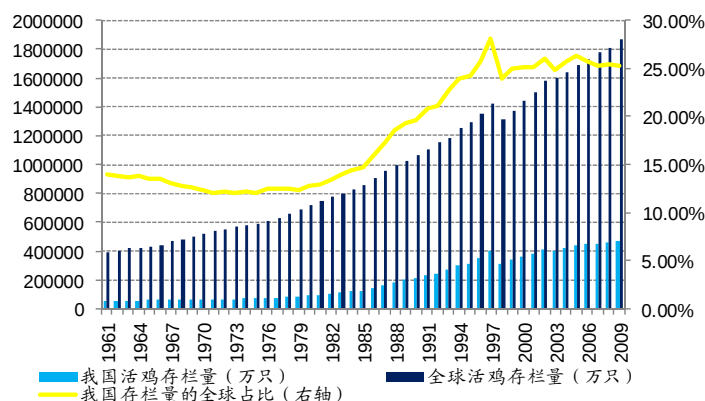


图表7：我国肉鸭存栏量约占全球的65%

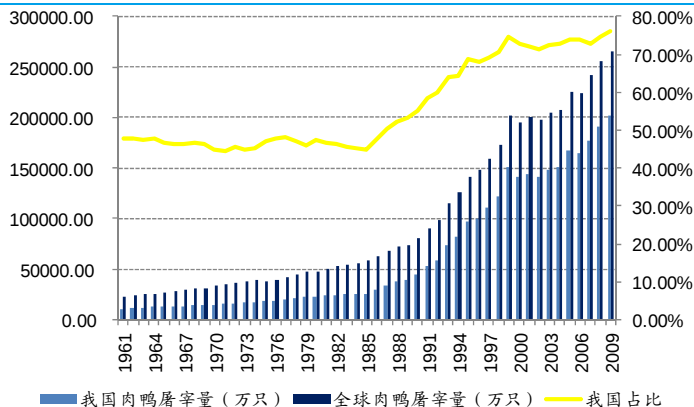


来源：FAO、国金证券研究所

图表8：我国活鸡存栏量约占全球的25%

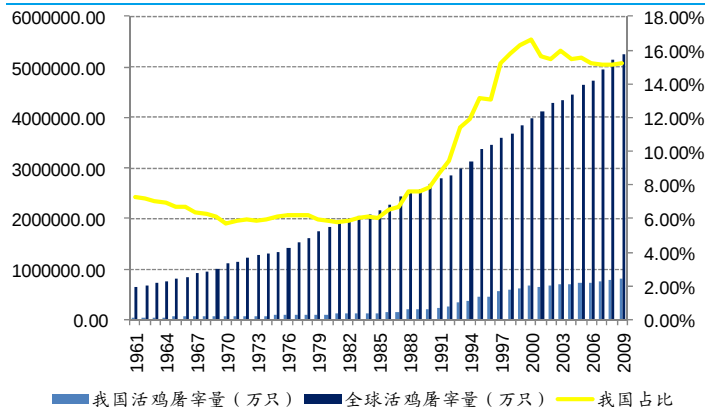


图表9：我国肉鸭屠宰量约占全球的76%



来源：FAO、国金证券研究所

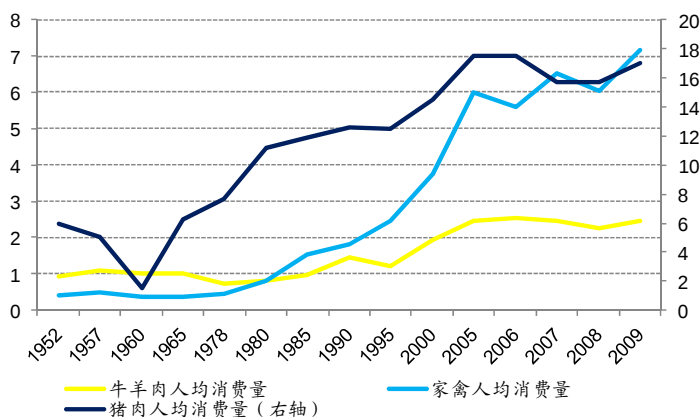
图表10：我国活鸡屠宰量约占全球的15%



根据全球肉类消费趋势和规律，我国禽肉消费增长潜力大

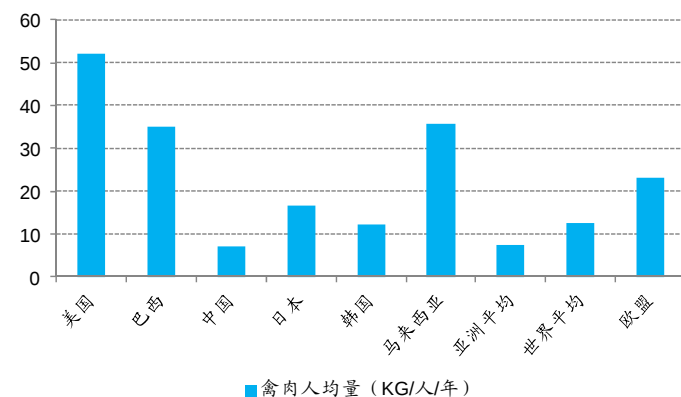
- **海外禽肉的消费趋势。**欧美和日本等发达国家对高脂肪、高胆固醇含量的红肉（猪牛羊肉）消费已经加以节制，取而代之以高蛋白、低脂肪、低胆固醇含量的白肉（鸡鸭鹅肉和水产），白肉逐渐成为最受欢迎的肉类食品。除了营养价值以外，面对粮食价格的飞涨，禽肉相比其他肉类的优势还体现在更高的肉料比（生产成本低）、更短的屠宰周期、更低廉的价格和更方便的加工烹调（快餐消费）。根据世界消费的一般规律，肉类消费达到一定水平后，禽肉将成为发展的重点。
- **美国的禽肉消费趋势。**美国近 20 年来肉类的消费趋势是：猪肉约占 25%，基本不变；牛肉大幅降至 34%，而禽肉则大幅上升至 40% 以上。这种肉类结构变化，在世界上有一定的代表性。根据美国农业部的预测，美国的禽肉消费将在 2018 年将赶超其他红肉（猪牛羊肉）。而牛肉和猪肉的消费量则将在 2013 年触及最低点，并且将持续低于 1980 年的消费水平。
- **欧盟的禽肉消费趋势。**由于禽肉价格更低廉和加工更方便，整个欧盟的禽肉消费量将保持稳定增长的态势，2020 年欧盟人均禽肉消费量预计将达 24.7 kg。
- **我国人均禽肉消费增速约为 7.48%，远高于猪牛羊等红肉消费增速。**相比红肉（猪牛羊肉），白肉（鸡肉、鸭肉等）具有高蛋白、低脂、低胆固醇的特质，已成为健康饮食的趋势。过去 20 年，我国家禽、牛羊肉和猪肉人均消费量增速分别为 7.48%、2.82% 和 1.59%，禽肉人均消费增速明显高于猪牛羊肉。
- **我国人均禽肉消费水平低，居民消费水平的提高和健康饮食理念的推广将助推禽肉消费的进一步增长。**我国的人均禽肉消费量仍处于较低水平，人均消费量约为 7-8 公斤/人/年，而世界的平均水平为 12.5 公斤/人/年，而美国、巴西、日本、韩国和马来西亚等禽肉消费国家的人均消费量则分别为 52 公斤/人/年、35 公斤/人/年、16.8 公斤/人/年、12.4 公斤/人/年和 35.6 公斤/人/年。随着我国居民收入水平的提高和健康饮食理念的推广，我国人均禽肉消费水平在未来仍存在较大的提升空间。

图表11：我国家禽人均消费量呈下凹曲线，增速明显高于猪肉和牛羊肉的人均消费增长（KG/人/年）

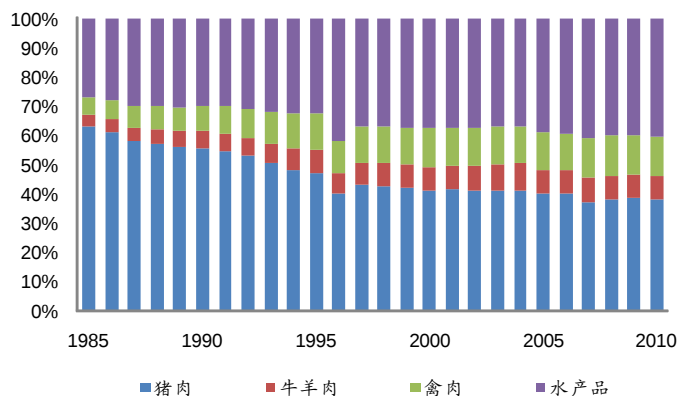


来源：FAO、国金证券研究所

图表12：我国家禽人均消费量仍然偏低，随着饮食结构的改善，未来仍有较大的提升空间

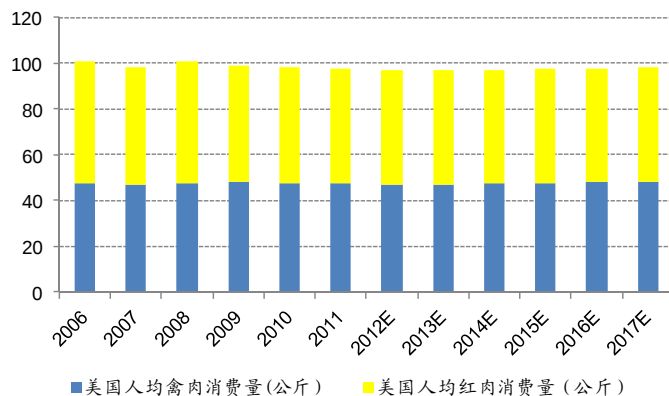


图表13：与欧美国家相比，我国禽肉在肉类消费中占比仍较低



来源：wind、国金证券研究所

图表14：美国的人均禽肉消费量几乎与红肉消费相当



■ 鸭肉 VS 鸡肉：肉鸭养殖盈利略低，鸭肉消费开始出现追赶之势。

- 肉鸭养殖 VS 肉鸡养殖。（1）多年的肉鸡饲养使得肉鸡的疾病越来越复杂，现今在肉鸡临床上很少能见到单一病原感染的疾病。而肉鸭疾病少，抗病能力相对较强，容易饲养。因此，肉鸭养殖的存活率和禽药支出一般要高于肉鸡养殖；（2）肉鸭养殖的料肉比要高于肉鸡养殖，饲料成本支出较后者高；（3）饲养肉鸭鸭舍投资比鸡舍投资要低，简易大棚就可饲养，肉鸡舍改鸭舍几乎不需投资；（4）由于饲料是禽畜养殖占比最大的成本开支，较高的料肉比使得肉鸭养殖的盈利能力略低于肉鸡养殖。

图表15：受高料肉比影响，肉鸭养殖的盈利能力比肉鸡养殖略低

	肉鸡养殖	成本占比	肉鸭养殖	成本占比
年批次	5.5~6.5		6~7	
苗成本	3.5	19%	3.5	18%
料肉比	1.8:1		2.6:1	
饲料成本	12.2	68%	14.6	75%
用药成本	0.8	4%	0.3	2%
其他成本	1.5	8%	1.0	5%
总成本	18.0		19.4	
冻品售价	12.0		12.0	
售重	2.0		2.0	
净利润	6.1		4.6	
净利率	25%		19%	

来源：wind、国金证券研究所

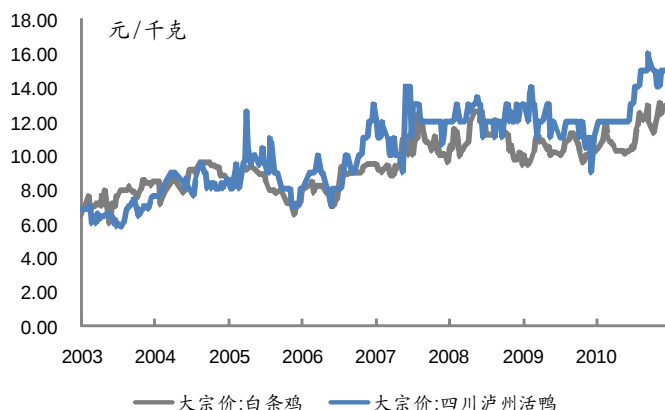
图表16：肉鸡与肉鸭养殖参数对比

	鸡	鸭
在禽肉中占比	约80%	约15%
料肉比	1.7 : 1	2.6 : 1
饲料	对饲料的要求较高	对饲料的要求较低
养殖性能	单位面积的产出率更高，孵化周期约21天，出栏需40多天	单位面积产出率低，孵化周期约28天，出栏需40多天
抗病性	抗病性强，用药约1元/只	抗病性强，用药约0.3元/只
自养投资支出	约10元/只	约5元/只

- 肉鸭价格 VS 肉鸡价格：两者变动趋势具有较强的趋同性，但鸭肉价格一般高于鸡肉价格。（1）在消费替代的作用之下，鸭肉和鸡肉猪肉的价格的变动趋势较为一致，相关系数接近 0.9；（2）由于肉鸭的养殖成本和人工除毛等加工成本高于肉鸡，成本驱动下是鸭肉价格一般高于鸡肉的原因之一。
- 鸭肉消费增速 VS 鸡肉消费增速：我国鸡肉消费量约为鸭肉消费量的 4.6 倍。然而，近 10 年来，鸭肉消费增速开始高于鸡肉增速。（1）我国有 10 个禁食猪肉的民族，牛羊肉有膻味，鹅肉有青草味和鸭肉有骚味等因素均使得上述肉类消费受到一定程度限制，而唯独鸡肉是全民皆宜，消费覆盖面最广。（2）我国传统的饮食观念认为肉鸡的功能温中、益气、补虚，是一种很好的滋补性食物，是热补；而肉鸭性平或偏凉，功能滋阴补虚，利尿消肿，是温补。南方地区传统上有食用

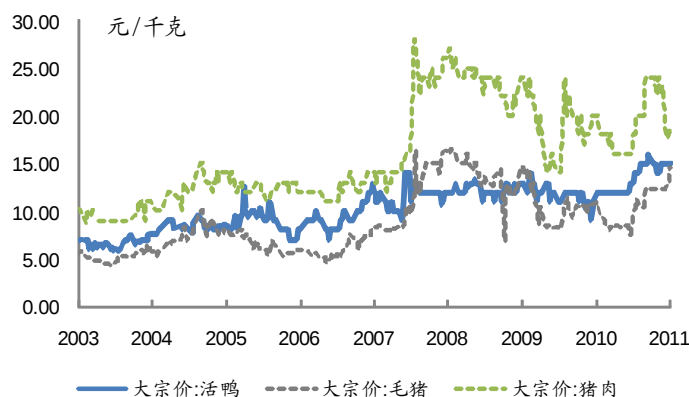
水禽的习惯，水禽加工产品花色品种丰富，并逐渐被北部的消费者接受，水禽加工产品消费量逐年增加。此外，由于鸭肉的脂肪含量比鸡肉更低和逐渐受到现代营养学家的推崇，消费者逐渐重视鸭肉的健康营养价值。（3）据 FAO 统计，过去 20 年我国鸡肉与鸭肉消费增速基本一致，约为 8%，但 2000-2009 年鸭肉消费复合年增速达 4.0%，高于鸡肉的 2.7%。我国鸡肉消费覆盖面广，是鸭肉消费量的 4.6 倍。然而鸭肉消费最近 10 年来已经逐渐出现追赶之势。

图表17：活鸭与活鸡价格基本一致，

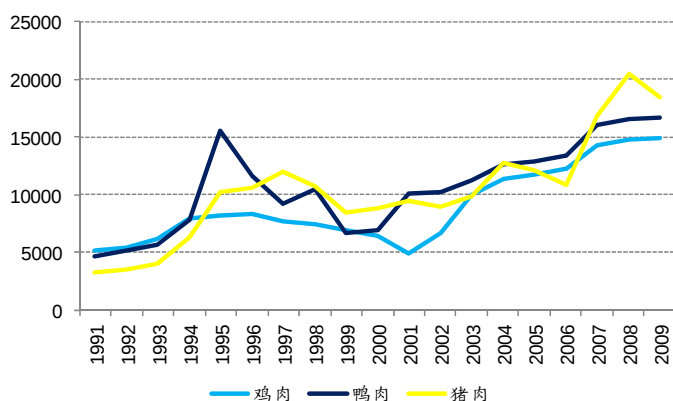


来源：wind、国金证券研究所

图表18：活鸭价格的波动性要低于猪肉价格

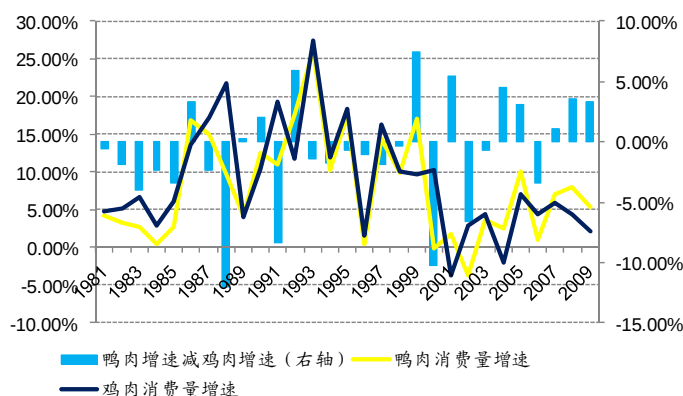


图表19：鸭肉、鸡肉和猪肉价格之间具有很强的联动性，相关系数接近 0.9（单位：元/吨）



来源：FAO、国金证券研究所

图表20：近 10 年来，鸭肉消费增速开始高于鸡肉增速

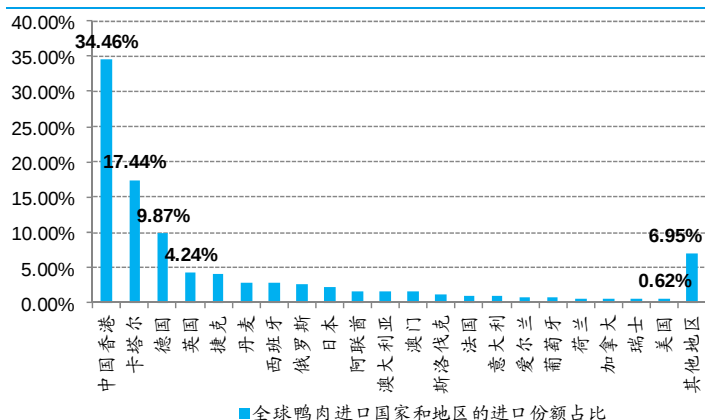


■ 我国是全球第一大鸭肉出口国，出口贸易将是国内禽肉增长的又一潜在动力，但道路并不平坦。

- 从全球鸭肉贸易的角度来看，我国是全球第一大鸭肉出口国，约占全球出口量的 22.59%，其次是匈牙利、荷兰、德国和法国。而全球第一大鸭肉进口区域为中国香港，约占全球进口量的 34.46%，其次是卡塔尔、德国和美国。我国鸭肉的出口占比严重低于我国的产量占比，鸭肉出口量仅占国内产量的 1.13%
- 出口外贸是我国鸭肉产量增长的一大潜在拉动力，但是我们认为出口的道路并不平坦。外国的技术壁垒一直是我国禽类产品出口的第一障碍，主要表现为：（1）质量标准越来越高，有些标准的制定甚至明显高出本国执行标准；（2）检测内容不断增加，不仅提高了禽类加工企业的生产成本，而且降低了我们的资源和成本优势；（3）检测手段十

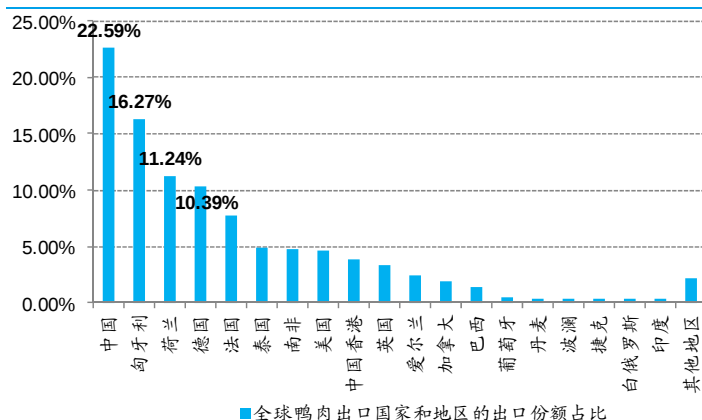
分苛刻，尤其是对进口禽肉的检测，各进口国大部分均采取精密检测的手段。这些壁垒的存在，意味着出口的道路并不平坦。欧盟此前全面禁止进口中国生产的禽肉产品就是先例。

图表21：全球鸭肉进口国家和地区的进口份额占比情况



来源：FAO、国金证券研究所

图表22：全球鸭肉出口国家和地区的出口份额占比情况



肉禽（肉鸭）养殖行业门槛不高，集中度有待提升

■ 肉鸭养殖行业门槛不高，市场集中度有待提升

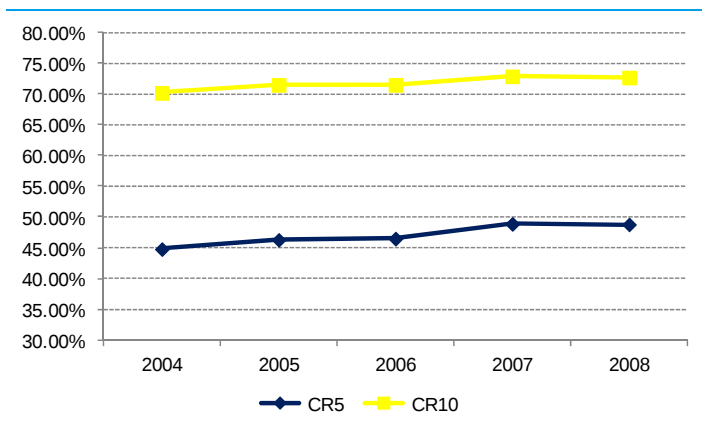
- 禽肉养殖的行业壁垒并不高，养殖技术和达到食品卫生要求相对并不是很困难。正式因为如此，我国禽肉养殖行业目前行业集中度较低，未来仍有待进一步提升。以肉鸡养殖为例，年出栏 100 万只以上的养殖场（户）只有 147 家，而年出栏规模 5 万只一下的养殖场（户）则高达 300 多万家。
- 我国肉鸭的饲养区主要分布在长江中下游、华东、东南沿海各省及华北等省市。该区江河纵横、湖泊众多、水生动植物资源丰富，利于养鸭业发展。据统计，山东、浙江、江苏、广东、四川、安徽、湖南、湖北、江西、重庆、福建、河南、广西等 13 个省的鸭养殖量约占全国的 90%以上，其中福建省是番鸭和半番鸭的主产区，而浙江、福建和湖北则是我国蛋鸭生产、加工的主产区。

图表23：从肉鸡养殖的分散性可以看出我国肉禽养殖行业的规模化程度仍有待进一步提高

养殖规模（年出栏数）	场（户）数	出栏数（万只）
1-1999只	27,127,006	144,668.89
2000-9999只	358,688	175,489.05
10000-49999只	136,833	265,210.81
50000-99999只	12,405	81,817.83
100000-499999只	2,623	50,390.89
500000-999999只	344	21,804.28
100万只以上	147	48,640.82

来源：畜牧业年鉴、国金证券研究所

图表24：国内禽养殖的区域集中度逐渐提升



- 在较为分散的行业中，经过多年的经营和积累，国内也已经涌现出一批大型鸭、鹅加工龙头企业，如河南华英、山东六和、北京金星鸭业、内蒙古塞飞亚、吉林正方等。这些企业大多从种鸭（鹅）繁育到

商品鸭（鹅）饲养，从屠宰加工到销售等，有一条完整的产业化链条，有效解决了水禽业发展中的产、加、销等诸多问题，拓展了产品的国内外市场。其中，前几大肉鸭企业规模差别不大，目前均在 5000 万只左右，均为一体化养殖，具有较好的产品质量和出口能力。目前国内肉鸭加工企业已达 90 多家，其中年加工量超过 2000 万只的只有河南华英、山东乐港、香河正大等 9 家企业，年加工量超过 7000 万只的仅有河南华英一家。

图表25：我国肉鸭10强企业

序号	2010年肉鸭10强(肉鸭10强)
1	河南华英禽业集团
2	内蒙古塞飞亚农业科技发展股份有限公司
3	山东六和集团有限公司
4	江西煌上煌集团有限公司
5	山东中澳农工商集团有限公司
6	山东华康食品有限公司
7	兖州绿源食品有限公司
8	北京金星鸭业中心
9	四川绵樱鸭业有限公司
10	江苏高邮鸭集团

来源：中国肉禽网、国金证券研究所

图表26：我国肉鸡10强企业

序号	2010年肉鸡10强(肉鸡10强)
1	福建圣农发展股份有限公司
2	青岛九联集团股份有限公司
3	诸城外贸有限责任公司
4	山东凤祥（集团）有限责任公司
5	北京华都集团有限公司
6	北京大发正大有限公司
7	山东六和集团有限公司
8	山西粟海集团有限公司
9	山东莱阳春雪食品有限公司
10	河南省淇县永达实业有限公司

- 在行业空间平稳增长的环境下，个体肉禽养殖加工企业的成长性更多来源于对弱势竞争对手市场份额的挤占。而在集中度不高和同质性竞争较为严重的行业背景之下，提升控制成本能力、进一步挖掘产业链价值、以及设法寻找与竞争对手的差异点将是肉禽养殖企业提高竞争力的可选路径。
- 由于肉鸭行业的门槛和风险相对较低，产品同质化程度高，目前行业竞争较为激烈。而龙头企业之间的规模相近，净利率约在 5-6%。
- 成本控制能力仍有提升余地。饲料为养鸭主要成本，我们认为超大规模将有益于形成成本采购的规模效应。此外，我国饲料储存损失率为 9.7%，而日本、美国等发达国家粮食产后损失率不到 1%，提升饲料管理水平也将有利于节约成本。
- 进一步挖掘产业链价值是提升盈利水平的又一可选路径。目前一体化冻鸭产品虽具有优良品质，但并没有获取价格溢价。精深加工比例在国外占 80%，而目前国内其仅占 30%左右，仍有较大的发展空间。熟食等深加工产品的品牌销售以及出口均有利于提升盈利能力。

公司是国内产业链一体化合同养鸭模式的龙头企业

看点之一：公司已具有一定的原料成本优势

■ 客观优势：地处原料产地且规模采购，具有原料成本优势

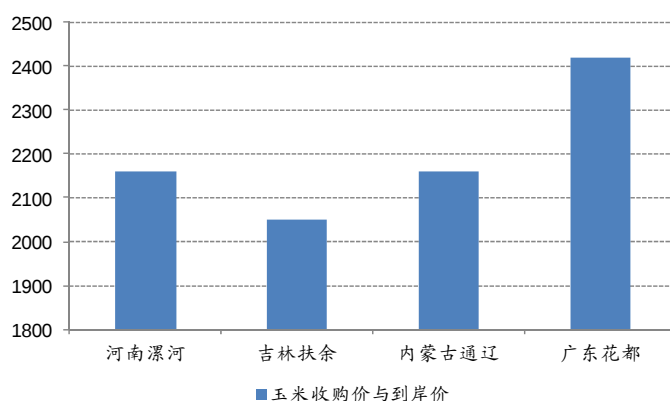
- 公司饲料成本约占冻鸭生产成本的 65-70%；约占商品代鸭苗生产成本的 55-65%。
- 规模采购具有成本优势。玉米采购来源主要是产粮大省河南和辽宁等，近距离运输和大规模采购具有成本优势。2011 年上半年采购玉米共 7.8 万吨，随着养鸭规模扩大，全年有望采购 20 万吨左右。

图表27：河南是我国玉米和小麦的主产区之一

小麦各产区产量分布		玉米各产区产量分布	
河南	26.80%	黑龙江	13.10%
山东	17.90%	吉林	11.30%
河北	10.70%	山东	10.90%
安徽	10.50%	河南	9.20%
江苏	8.80%	河北	8.50%
新疆	5.40%	内蒙古	8.30%
其他	20.00%	其他	38.70%

来源：中华粮网、国金证券研究所

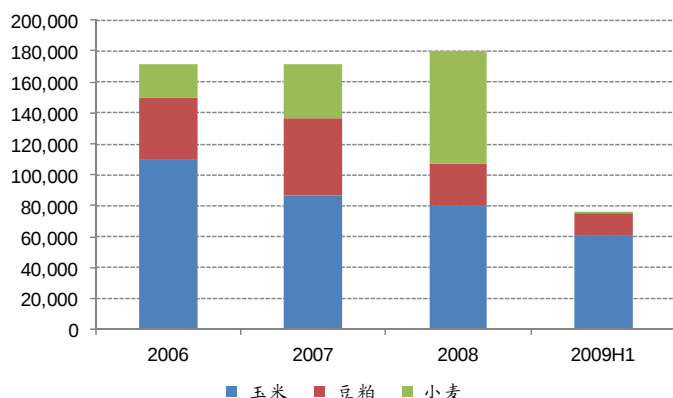
图表28：河南作为玉米原料产地，具有价格优势



■ 主观优势：由于饲料自产，公司可以通过调整配方灵活应对成本上涨

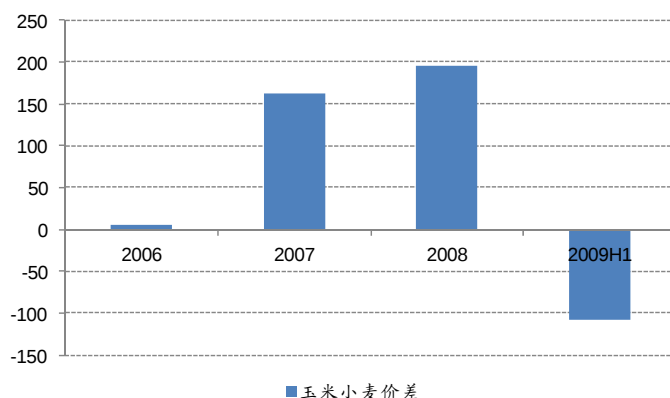
- 玉米和小麦都属于饲料原料中的能量物质，两者之间在很大程度上可以实现相互替代。由于公司具有饲料自产能力，公司可以根据玉米和小麦比价对饲料中的玉米小麦的配比进行灵活调整，降低成本。例如，在玉米价格具有优势的情况下，玉米可以占配方的 60%、小麦占 5-8%；而在小麦价格占有优势的情况下，小麦可以占到配方的 55%，而玉米占比则可以下调至 10-12%。此外，豆粕、棉粕、花生粕、鱼粉等蛋白类物质之间也可以根据性价比优势进行动态调整，从而在一定程度上控制成本上涨压力。

图表29：公司饲料原料历史采购情况



来源：公司公告、国金证券研究所

图表30：玉米和小麦历史价差



看点之二：产业链已成型，为深挖盈利增长空间和实现产品差异化标准化打下基础

- 目前，国内小型禽肉加工企业主要采取单一屠宰加工模式。该模式主要是从养殖场或散户批量收购活禽，进行屠宰加工后再进行销售，不能有效地控制禽肉品质，且很难形成品牌效应。
- 相对于，单一屠宰加工模式，公司已建立了集祖代和父母代种鸭、父母代种鸡的养殖、孵化、商品代鸭和鸡的养殖，禽类产品及其制品的加工与销售以及饲料生产销售为一体的较为完整的一体化产业链。肉鸡养殖企业圣农发展的成功经验已经证明产业链模式的价值，我们认为公司一体化产业链模式的建立将有望为进一步挖掘利润增长空间和实现产品差异化标准化打下基础。

- 相对于单一环节的中小型竞争对手而言，公司的产业链模式已呈现明显优势。而在面对同样采取一体化产业链模式的山东六和、山东乐港和内蒙古塞飞亚等业内排名较前的竞争对手时，公司要想进一步拉开差异化优势，公司可能需要在产业链经营上付出更大的努力。

图表31：各大肉鸭养殖加工一体化公司的对比分析

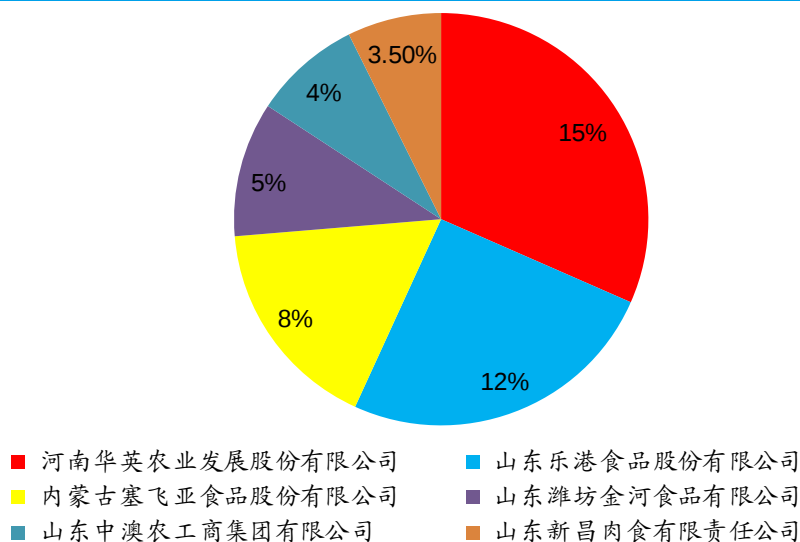
	加工规模	盈利能力	成长性	养殖模式	其他	评价
华英农业	目前产能年屠宰加工樱桃谷鸭7000万只，肉鸡8000万只，商品代鸭苗1亿只	2007-2009年公司平均净利率4.51%	2007-2009年公司收入几乎无增长	一体化产业链，合同养殖：公司+基地+农户	出口日韩和香港。兼营养鸡业务	质量过硬成就知名品牌，享有“世界鸭王”美誉
山东六和	2009年销售鸭6.28万吨（折合约3500万只），年可生产畜禽种苗近亿只	2008-2010年平均净利率为5.09%	2007-2009年禽类养殖复合增速63%	一体化产业链，“龙头企业+政府+银行+担保公司+养殖场+保险公司+养殖合作社+专业服务组织”八位一体	出口。公司主营饲料和养鸡业务，为全国第一大饲料公司	获国家无公害农产品认定证书、全国名牌农产品
山东乐港	年肉鸭综合加工能力4000万只。兼猪肉屠宰加工	-	-	一体化产业链	出口日韩、欧盟、瑞士、南非及中东、东欧等数十个国家，此外还涉及热电、塑胶、建筑和房地产及中医院	-
内蒙古塞飞亚	2008年加工2500万只，原计划2010年3000万只以上	-	-	一体化产业链	-	以熟食等深加工产品为主

来源：公司公告、国金证券研究所

看点之三：公司正在寻求品牌和产品的差异化

- 初具品牌优势。在同质性竞争较强的行业背景下，公司已初步体现出一定的品牌优势。公司的“华英牌”产品在行业内已经具有一定的知名度和美誉度。“华英”商标于2006年则被评为“中国驰名商标”；“华英牌”高品质鸭肉于2006年被河南省商务厅认定为“河南出口名牌”；2006年被农业部认定为“中国名牌农产品”。

图表32：全国樱桃谷鸭一体化养殖加工企业市场占有率一览表



来源：公司公告、国金证券研究所

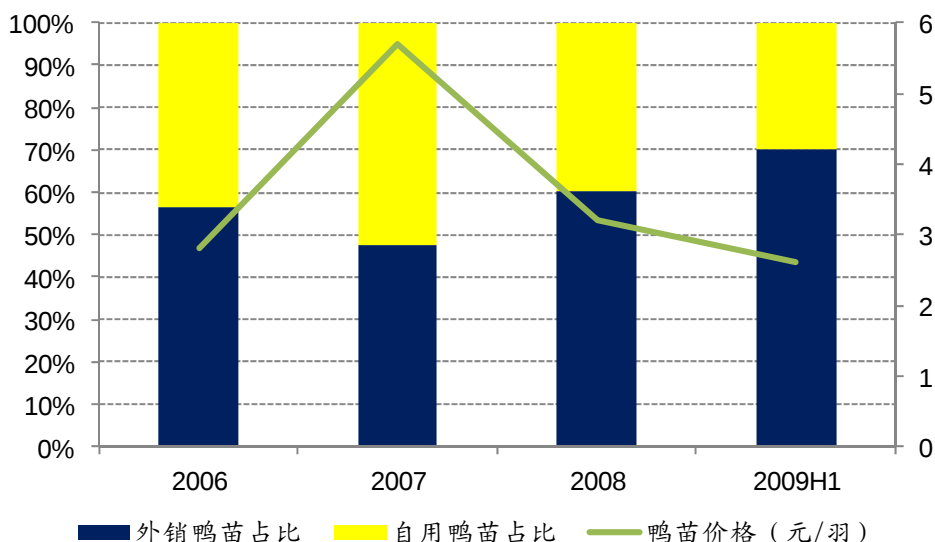
- 借助产业链优势，公司正致力于通过一体化合同养殖来规避养殖风险和追求产品品质的差异化。
 - 苗种环节：优质苗种来自英国樱桃谷鸭。

(1) 公司祖代鸭种从英国樱桃谷农场（包括其独子公司）引进樱桃谷鸭 SM3 品种，品种纯正、遗传性能稳定、生长速度快、饲料报酬高、抗病力强。近 20 年与其合作良好，优先保障供应。

(2) 公司的鸭苗优先自给，剩余外销。凭借在孵化方面积累的成熟技术，公司鸭苗在市场上具有一定的竞争力，售价可高于市场价约 0.2 元/只。

(3) 由于公司具有从祖代鸭养殖孵化开始的较为完整的产业链，**从理论的角度而言**，鸭苗作为中间产品，可供出售亦可供继续养殖而进入产业链的下一个环节，公司可以根据当时的市场价格及未来的走势预测来调剂留种及自养和出售的数量，依此来平滑公司业绩大幅波动的风险。即在鸭苗价格大涨时增加鸭苗的外销比例，而在鸭苗价格下降时扩大养殖规模增加冻鸭产量，平抑单产品价格低迷的影响。然而，**从实际的业务数据来看**，鸭苗价格和外销比例并没有表现出很明显的正相关性。我们认为其中的原因可能在于：在行业景气情况，合同养殖户养殖积极性提升，养殖规模扩大，由于鸭苗自身供给有限，公司将优先保证自用鸭苗的供应，然后才是外销。

图表33：华英农业外销鸭苗和自用鸭苗占比



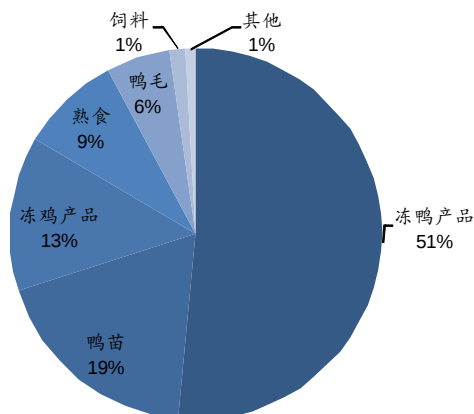
来源：公司公告、国金证券研究所

- **养殖环节：**公司目前的养殖模式为“公司+基地+农户”，原料鸭的养殖采取“五统一”模式，即统一配送雏苗、统一配送饲料、统一养殖技术标准、统一疫病防治、统一调度屠宰，全程执行标准化养殖。
- **鸭源控制：**屠宰加工所用樱桃谷鸭主要有三个来源，即公司自建基地养殖场、合同养殖户自建养殖场和向社会养殖户收购。公司本部产品全部实行合同养殖，外地分子公司屠宰加工鸭源部分为向社会养殖户收购。外购鸭源占比基本为 16%-24%，其余绝大部分为自建基地养殖和合同养殖户养殖。养殖前公司按批次规定养殖标准，在成活率、饲料消耗和质量标准都达标下验收，合格率不高于 98%。由于公司徐州分公司、菏泽华英公司、丰城华英公司所需鸭源来自于向社会养殖户外购，因此该批鸭源在饲料、注射用药、疫苗等方便比本部鸭源存在更大的风险暴露。作为应对措施，公司已建立社会养殖服务、监督、管理和防病防疫体系来控制风险。从最近几年的情况来看，风险仍在可控范围之内。我们认为公司未来应该继续控制好这部分风险，以保障产品整体质量，不能因为小部分外购鸭源的潜在风险而毁掉经营多年的公司品牌，那是得不偿失的。从另一方面来说，我们在一定程度上也认同公司控制外购鸭源比例的做法，这有助于保障公司对产品品

质的控制力。对于食品加工企业而言，食品安全和品质是生存和发展的重要基石。

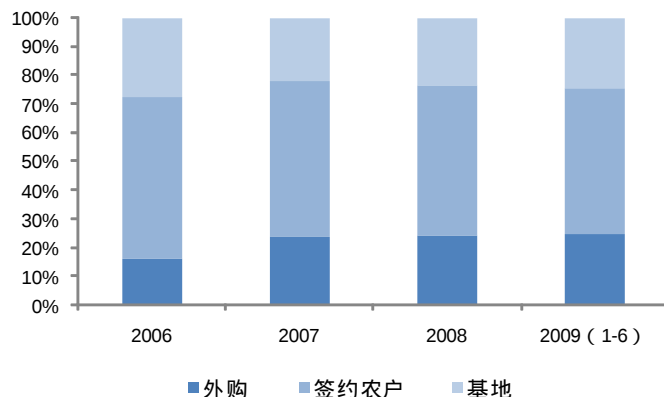
- **加工环节：**公司所有屠宰加工生产线均采用人工挂鸭、机械宰杀、浸烫脱羽、摘除处理内脏、自动清洗鸭体、降温分级、分割包装的机械化生产模式。相对于国内小型禽肉加工企业而言，公司的机械化生产有助于最大程度地减少人为污染源，从而有助于保证产品质量和安全。

图表34：冻鸭与鸭苗为2010年主要收入来源



来源：公司公告、国金证券研究所

图表35：公司约五成肉鸭来自于签约农户

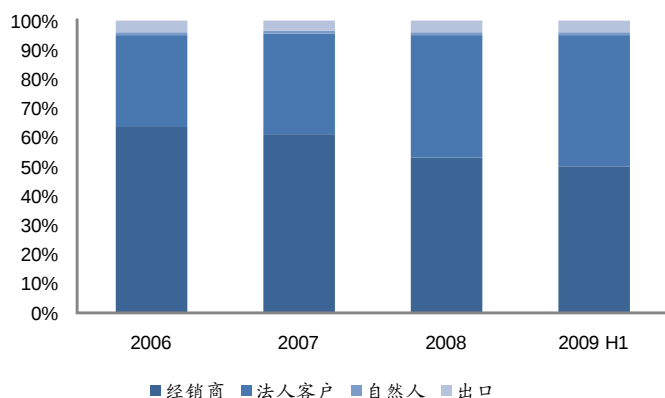


与圣农发展之比较：华英农业具有较大的可提升空间

■ 销售渠道之比较。

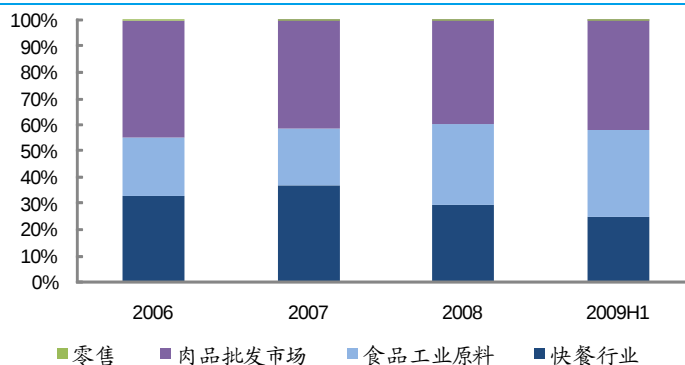
- 圣农发展的客户为肯德基、麦当劳等快餐企业，双汇、太太乐等食品工业企业和肉品批发市场。其中，快餐企业和食品工业企业为公司重点客户，为直销模式，销售占比约为60%。面向批发市场主要通过经销模式销售。其中直销部分盈利能力强，是公司优先满足客户。在销售策略上，公司没有把有限的产能用于集中满足个别大客户的全部需求，而是在用部分产能满足老客户和大客户30%-40%的需求同时，剩余产能用于新客户的培育和开发。
- 华英农业冻鸭产品前十大客户为全聚德、双汇等大型加工企业。从过去几年的经营情况来看，公司前十大客户相对稳定。目前公司的销售网络已经在主要省区逐渐铺开。国内主要在武汉等地区商超、餐饮及经销商销售。此外，公司已开始尝试直营店销售。公司60%的熟食用于出口，在已有日本、韩国和香港、非洲市场的同时，公司2010年实现了出口南亚、中亚国家和澳门。
- 圣农发展目前已经借助于肉鸡自养一体化产业链模式建立起了产品的差异化标准化优势（产品供不应求），从而建立较为顺畅的营销体系。而华英农业目前尚未展现出如圣农那样立足于产品差异化基础上的强大的营销体系，这将是公司未来可以提升的空间之一。

图表36：华英农业冻鸭销售中经销商和法人各占一半

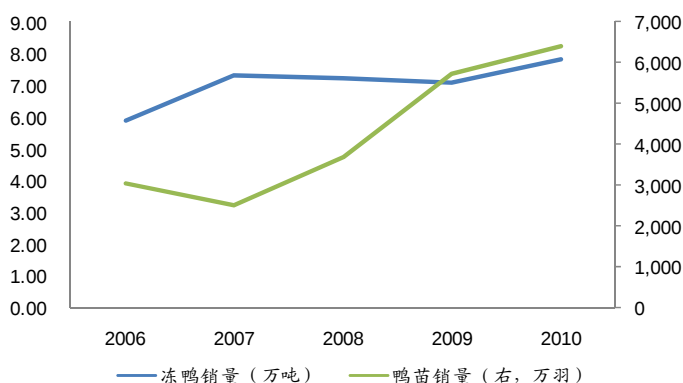


来源：公司公告、国金证券研究所

图表37：圣农发展的快餐企业客户和食品工业客户均为直销，销售占比约占60%



图表38：鸭苗销量稳步增长，冻鸭相对缓慢

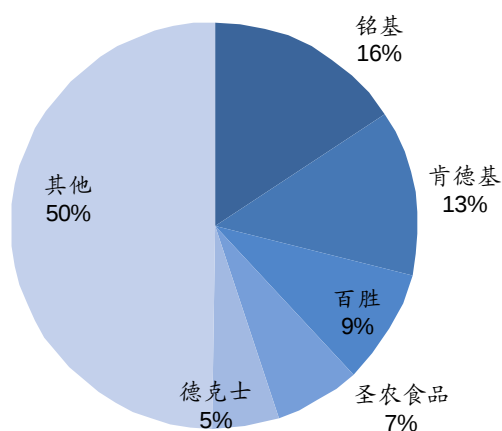


来源：公司网页、国金证券研究所

图表39：公司已覆盖国内主要区域，并1/10为出口



图表40：圣农发展大客户以快餐类为主（2009年）



来源：公司公告、国金证券研究所

图表41：华英农业冻鸭销售前十大客户相对稳定

	06年	07年	08年	09年1-6月
1	宋成福	武汉琦强	武汉琦强	武汉琦强
2	北京西南	陈兵亮	上海日永	上海日永食品
3	陈兵亮	北京西南	陈兵亮	北京东方友谊
4	董为民	董为民	南京桂花鸭	联华超市
5	河南双汇	宋成福	董为民	宋成福
6	香港五丰	南京桂花鸭	联华超市	陈翔
7	刘臻峰	欧尚（中国）	北京东方	任传鑫
8	联华超市	联华超市	河南双汇	陈兵亮
9	欧尚（中国）	香港五丰	欧尚（中国）	重庆永辉
10	武汉琦强	河南双汇	刘臻峰	欧尚（中国）

■ 养殖模式和盈利能力之比较

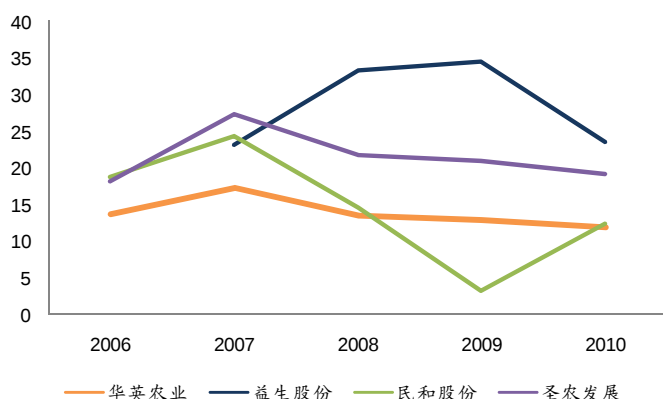
- 公司与圣农发展分别为养鸭与养鸡行业一体化的养殖加工龙头。公司的养殖环节超过半数为农户合同养殖，而圣农全为公司自养。
- 公司与圣农发展的毛利率在 2007-2010 年期间存在 7.3%-10.0% 的相对稳定差距。我们认为该差异主要来自于：(1) 鸭肉属于小众肉类且食品安全尚未得到重视，公司对下游没有形成议价能力；(2) 农户养殖约有 1 元/只的利润，约占单只活鸭价格的 5%。

图表42：公司与圣农发展比较

	华英农业	圣农发展
养殖规模	约5000万只鸭及2000万只鸡	年养殖1.4亿只鸡
养殖模式	一体化合同养殖（鸭抗病性较强）	一体化自养（鸡抗病性较弱）
养殖风险	养殖户承担，但分食约1元/只利润	公司承担，但所处山区环境好，养殖风险小
扩张难点	政府支持、投资额相对较少	选址、投资额（25亿元/亿只）
主要客户	南京桂花鸭等前五大客户占15%	肯德基、麦当劳、德克士等快餐客户约占1/3，有一定的价格溢价
客户满足情况	客户稳定，基本满足其需求	饥饿疗法，仅满足每个经销商的1/3左右
盈利情况	冻鸭毛利率3-17%，鸭苗30%左右，冻鸡毛利5%左右	毛利率稳定在19-26%

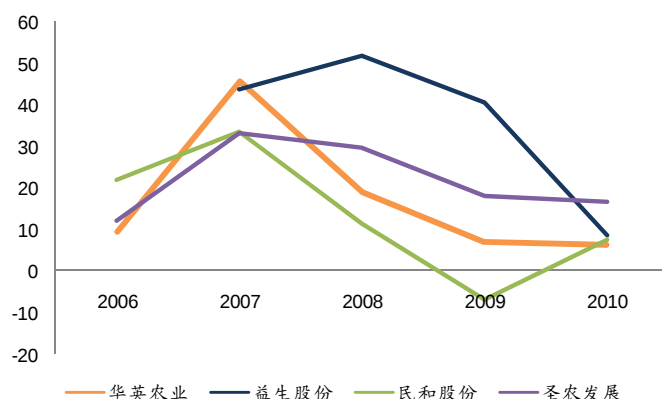
来源：公司公告、国金证券研究所

图表43：公司毛利率与圣农发展相差 7%-10%



来源：公司公告、国金证券研究所

图表44：公司 ROE 比圣农发展低约 10%



公司未来潜在的增长点

肉鸭业务突破瓶颈，加工产量有望得到提升

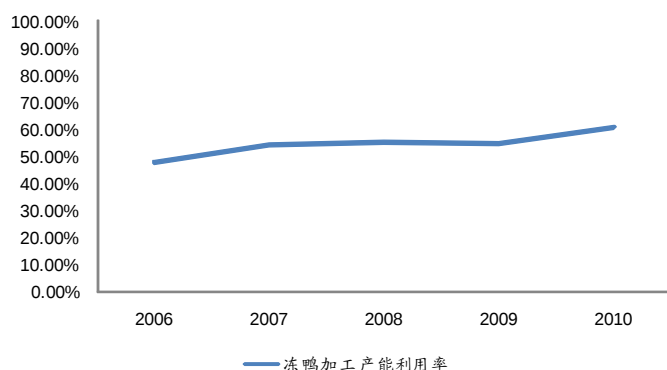
- 公司的成鸭养殖规模为目前加工瓶颈，肉鸭加工环节产能利用率仅为 60%。
 - 公司的原屠宰加工能力为 7000 万只/年。2010 年菏泽华英新建 2000 万只/年，已建成投产。
 - 目前成鸭供给为加工原料瓶颈，导致加工环节产能利用率仅为 60%。
- 肉鸭养殖规模近年将显著提升。
 - 公司总部拥有 1700 万只成鸭供给能力。富民计划将显著提升养殖户供给量。该项目在潢川附近支持农户建设养殖小区 500 个，每个场年

出栏商品鸭 12-15 万只，2011 年达产后将达到 8000 万只左右，与 9000 万只商品鸭设计屠宰能力基本匹配。

■ 富民计划近年逐年上轨，公司占用资金和承担风险较小。

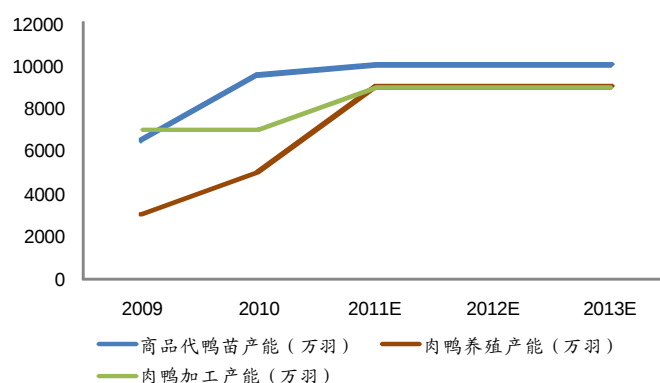
- 富民计划中当地政府按建筑面积 10 元/平方米的标准给予补助，银行予以贷款支持并实施保险。公司的资金占用和承担风险较小，主要提供原料和养殖技术辅导。
- 公司自 2010 年开展富民计划以来，部分农户刚开始养殖，约需 2 年才能熟练掌握养殖技术。我们认为 2012 年后农民能稳定提供成鸭。
- 在大幅的产能扩张后，公司产能将不再是问题，未来我们将更多地关注公司的营销如何去消化这批产能，这将有待我们后续进一步跟踪。

图表45：公司冻鸭加工的产能利用率仍有提升空间

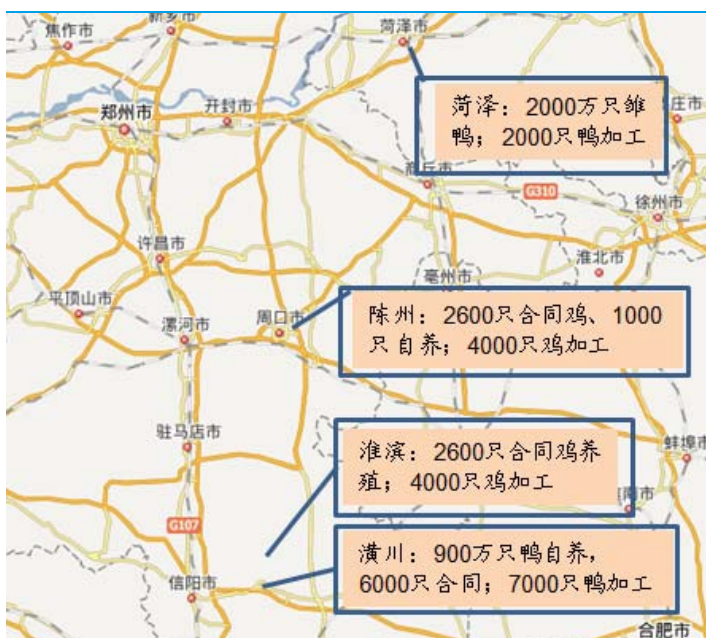


来源：公司公告、国金证券研究所

图表46：公司冻鸭和冻鸡产能增长趋势



图表47：公司产能的主要分布区域



来源：公司公告、国金证券研究所

图表48：公司各主要增产项目进展：肉鸭项目顺利，肉鸡项目略有延迟

单位 (万只)	原有产能	IPO新增	其他项目	政府配建	备注
鸭苗产能	6500	3000			已基本完成
商品鸭养殖	800	900		6000	富民计划预计2011年底将投产
商品鸭屠宰加	7000		2000		菏泽2000万只的项目已投产
商品鸡养殖		600	1000	5200	政府配建项目低于预期
商品鸡屠宰加	450	3400	4000		淮滨4000万只项目基本建成

肉鸡养殖：未来可能会发展自养模式

- 公司陈州和淮滨共5200万只合同鸡养殖项目进展低于预期。

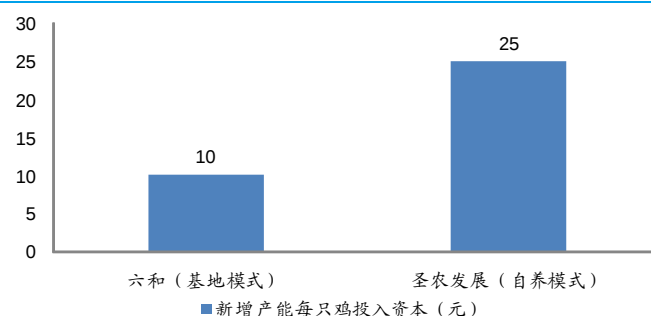
- 公司购买父母代鸡苗孵化，优先自用，剩余商品代鸡苗外销。公司目前的商品代鸡苗销售数量约达 1 亿只左右，但盈利状况并不十分理想。
- 公司 IPO 已建成自养肉鸡 600 万只。陈州华英新建年产 1000 万只商品鸡养殖项目基本完成。公司在陈州和淮滨分公司分别配套 2600 万只养殖能力，由于今年鸡肉价格景气，部分农户违约率最高达 70%。
- 公司 2010 年成鸡宰量 1142 万只，预计 2011-2012 将达 2000 万和 4000 万，产能利用率大幅提高，冻鸡产业有望实现规模效应。
- 加工产能将达8000万只。公司上市募投项目之一淮阳年4000万只鸡屠宰加工基地已投产，另一项目淮滨 4000万只肉鸡屠宰加工基地已基本完成。
- 鉴于农户的违约情况，公司未来可能会发展自养模式。
 - 由于鸡肉价格波动性比鸭肉大，在鸡肉价格景气年份，合同农户违约率较高。此外，鸡抗病性弱、且下游优质客户对鸡肉的食品安全要求较高，公司未来在肉鸡养殖方面不排除采用自养模式。
 - 河南与山东省有多家养鸡巨头，目前大用、永达、六合、正大等大型肉鸡养殖公司已积累了丰富的养殖经验和客户资源，占有了 KFC 等大型快餐公司客户资源。
 - 公司曾于 2009-2010 年在陈州建立 600 万只和 1000 万只自养肉鸡项目，积累了一定的养殖经验。大规模肉鸡自养要求投入大量的资金，以每只 25 元投资额测算，若自建 5000 万只，需投入 12.5 亿元。此外，偏好优良环境，由于肉鸡的抗病性稍弱，偏好高绿化、有效隔离其他养殖源疫病的地区。

图表49：基地模式与自养模式比较

	基地+农户饲养	公司自养
管理农户能力	更高	较低
疫病控制能力	较差	更强
食品安全性	较差	更优
定位高端	较差	更优
资产	相对轻资产	相对重资产
ROE	较高	较低
大规模养殖的大额资金要求	较少	更高

来源：公司公告、国金证券研究所

图表50：自养模式投入资本远高于基地模式



- 此外，公司董事会已经通过了非公开增发议案，本次非公开发行的股票数量拟不超过5000万股，发行股票价格不低于13.42元/股。募集资金将主要用于商品鸡养殖、商品鸭屠宰和樱桃谷商品雏鸭的产能扩张。

图表51：公司本次定向增发拟投资项目情况

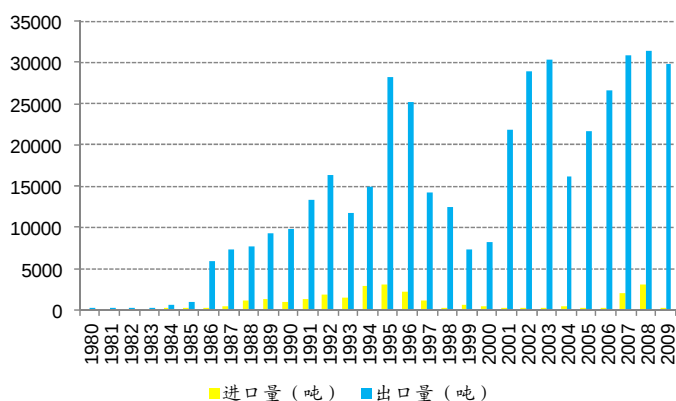
实施主体	项目名称	投资总额 (万元)	使用募集资金投资金额 (万元)
河南陈州华英禽业有限公司	2000万只/年商品鸡养殖场项目	17,650	17,650
河南华英农业发展股份有限公司	2000万只商品鸭屠宰项目	14,559	14,559
菏泽华英禽业有限公司	4000万只/年樱桃谷商品雏鸭生产项目	11,659	11,659
河南华英农业发展股份有限公司	补充公司流动资金	14,678	14,678
	合计	58,546	58,546

来源：公司公告、国金证券研究所

等待欧洲出口许可证批准

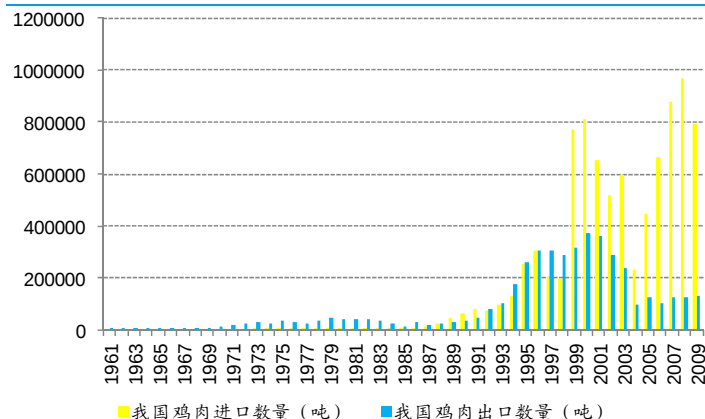
- 华英农业是国内少数具有自营出口权的禽肉加工企业，目前出口熟食。公司已经拥有对日本、韩国等多国的出口资格认证。目前公司出口量约占内地至香港冻品鸭的80%，约占我国对韩国出口鸭肉产品比例的60%。
- **增加出口有利于提升盈利水平。**目前公司作为本批次9家申请禽类出口欧盟中唯一肉鸭加工企业，正等待的资格认证。公司面向欧盟仍将以出口熟食为主。公司出口产品的毛利率比内销毛利率略高。2010年公司出口业务毛利率为12.17%，熟食总体毛利率为10.56%；2011年上半年出口业务毛利率为15.42%，熟食总体毛利率为11.43%。如果公司未来在出口业务取得突破，则将有利于提升整体盈利水平。

图表52：我国鸭肉的出口量远大于进口量

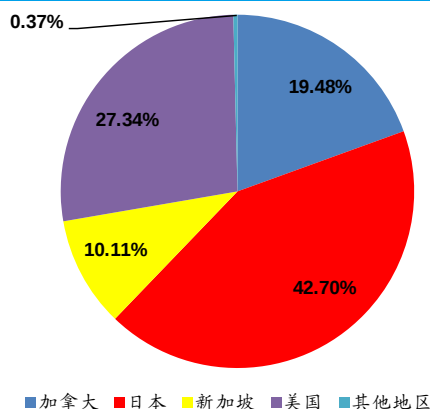


来源：FAO、国金证券研究所

图表53：与鸭肉相反，我国鸡肉的进口量远大于出口量

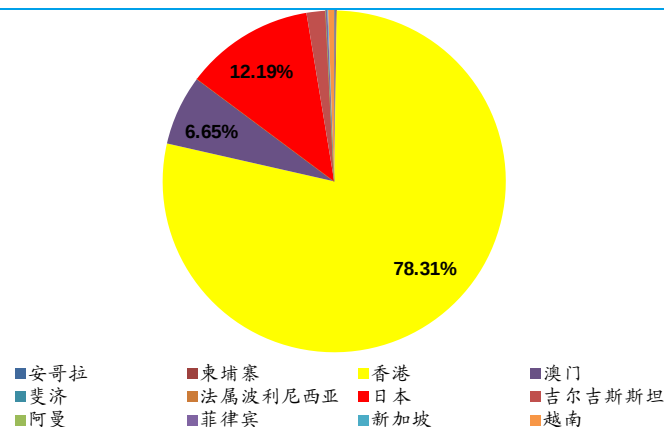


图表54：我国鸭肉进口国家和地区分布

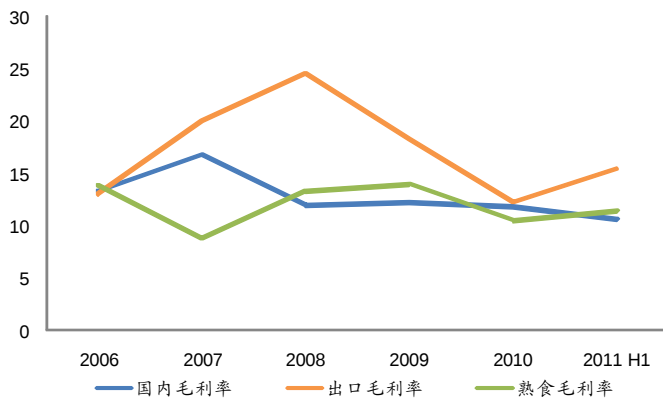


来源：FAO、国金证券研究所

图表55：我国鸭肉出口国家和地区分布

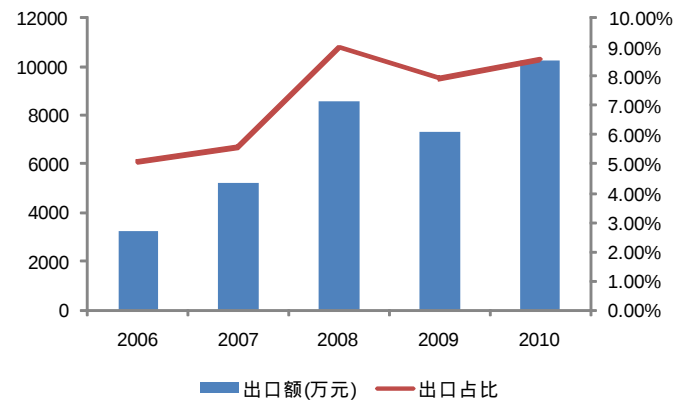


图表56： 出口毛利率相对较高



来源：公司公告、国金证券研究所

图表57： 公司出口产品比例逐步提升



风险提示

- 原料价格风险。若玉米、豆粕价格大幅上涨，公司肉鸭成本将大幅上涨，盈利能力将受到严重影响。
- 富民计划中的农户养殖管理风险。随着富民计划的快速扩张，数千名养鸭经验欠缺的农户加入，约需1-2年的有效辅导和管理才能掌握养殖技术。
- 垃圾处理和环境保护风险。公司已在某一商品代孵化场配备了OA系统试运营，并鼓励养殖农户推行养鱼等立体养殖方案，未来有望有效解决父母代鸭污水和商品代鸭粪污染。
- 养殖疫病风险。若出现严重禽类疫病，将影响公司的肉鸭及鸭苗销售。

附录：三张报表预测摘要
损益表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	963	932	1,303	1,787	2,428	3,317
增长率		-3.1%	39.8%	37.1%	35.9%	36.6%
主营业务成本	-833	-813	-1,149	-1,560	-2,153	-2,961
% 销售收入	86.6%	87.2%	88.1%	87.3%	88.7%	89.3%
毛利	129	120	155	227	275	356
% 销售收入	13.4%	12.8%	11.9%	12.7%	11.3%	10.7%
营业税金及附加	0	0	0	-1	-1	-1
% 销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业费用	-16	-18	-20	-27	-34	-46
% 销售收入	1.7%	2.0%	1.5%	1.5%	1.4%	1.4%
管理费用	-32	-35	-54	-71	-85	-116
% 销售收入	3.4%	3.7%	4.1%	4.0%	3.5%	3.5%
息税前利润（EBIT）	81	66	81	128	155	192
% 销售收入	8.4%	7.1%	6.2%	7.2%	6.4%	5.8%
财务费用	-43	-37	-31	-45	-51	-56
% 销售收入	4.5%	4.0%	2.37%	2.54%	2.1%	1.7%
资产减值损失	-2	-3	-7	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	n.a	0.0%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	36	26	43	83	104	136
营业利润率	3.7%	2.8%	3.3%	4.6%	4.3%	4.1%
营业外收支	15	15	12	10	10	10
税前利润	51	41	55	93	114	146
利润率	5.3%	4.4%	4.2%	5.2%	4.7%	4.4%
所得税	-1	0	1	-1	-1	-1
所得税率	2.0%	1.2%	-1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
净利润	50	40	55	92	113	144
少数股东损益	3	0	-1	2	2	3
归属于母公司的净利润	47	40	57	90	111	141
净利率	4.9%	4.3%	4.3%	5.0%	4.6%	4.3%

现金流量表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	50	40	55	92	113	144
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	84	102	121	124	132	136
非经营收益	44	36	32	50	57	64
营运资金变动	-30	-94	-176	-31	-128	-174
经营活动现金净流	148	85	33	235	174	170
资本开支	-175	-195	-375	-151	-149	-100
投资	0	0	-5	-1	0	0
其他	0	6	0	0	0	0
投资活动现金净流	-175	-189	-379	-152	-149	-100
股权募资	0	594	0	0	0	0
债权募资	82	89	203	30	121	84
其他	-53	-30	-48	-60	-96	-103
筹资活动现金净流	29	653	155	-30	25	-20
现金净流量	2	549	-191	53	50	50

资产负债表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	96	638	447	500	550	600
应收款项	84	109	147	186	253	345
存货	181	266	319	363	501	690
其他流动资产	24	77	181	236	325	446
流动资产	385	1,091	1,093	1,285	1,629	2,081
% 总资产	32.0%	55.2%	48.0%	51.2%	56.6%	62.9%
长期投资	47	46	49	50	49	49
固定资产	673	726	1,023	1,051	1,070	1,036
% 总资产	56.0%	36.7%	44.9%	41.9%	37.2%	31.3%
无形资产	96	114	113	121	129	138
非流动资产	816	886	1,186	1,224	1,251	1,225
% 总资产	68.0%	44.8%	52.0%	48.8%	43.4%	37.1%
资产总计	1,201	1,977	2,280	2,509	2,880	3,307
短期借款	511	586	834	902	1,023	1,106
应付款项	215	269	335	441	606	833
其他流动负债	0	0	0	30	30	31
流动负债	727	855	1,168	1,373	1,660	1,970
长期贷款	87	102	57	57	57	58
其他长期负债	40	43	38	0	0	0
负债	854	1,000	1,263	1,429	1,717	2,028
普通股股东权益	271	901	942	1,003	1,085	1,197
少数股东权益	76	76	75	77	79	82
负债股东权益合计	1,201	1,977	2,280	2,509	2,880	3,307

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	0.425	0.274	0.385	0.613	0.755	0.962
每股净资产	2.468	6.126	6.411	6.824	7.379	8.141
每股经营现金净流	1.350	0.580	0.225	1.600	1.187	1.153
每股股利	0.000	0.100	0.200	0.200	0.200	0.200
回报率						
净资产收益率	17.24%	4.47%	6.00%	8.98%	10.23%	11.82%
总资产收益率	3.90%	2.04%	2.48%	3.59%	3.85%	4.28%
投入资本收益率	8.38%	3.92%	4.27%	6.22%	6.85%	7.78%
增长率						
主营业务收入增长率	1.87%	-3.13%	39.78%	37.11%	35.87%	36.61%
EBIT增长率	-24.93%	-18.34%	22.10%	58.99%	21.09%	23.58%
净利润增长率	-45.24%	-13.95%	40.47%	59.17%	23.24%	27.48%
总资产增长率	15.65%	64.55%	15.33%	10.06%	14.79%	14.80%
资产管理能力						
应收账款周转天数	28.7	32.9	28.8	28.0	28.0	28.0
存货周转天数	72.7	100.4	92.9	85.0	85.0	85.0
应付账款周转天数	48.9	56.9	40.4	40.0	40.0	40.0
固定资产周转天数	218.9	272.3	250.3	177.9	126.4	83.2
偿债能力						
净负债/股东权益	144.50%	5.02%	43.58%	42.49%	45.53%	44.07%
EBIT利息保障倍数	1.9	1.8	2.6	2.8	3.1	3.4
资产负债率	71.07%	50.59%	55.38%	56.97%	59.60%	61.33%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	1	1	1	6
买入	0	0	0	2	5
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.00	1.40	1.44

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B