

农产品价格走向和子行业投资机会

--2010 年农业行业投资策略报告

报告关键点：

- CPI 转正未必对农业板块走势有利
- 明年国内猪肉和粮食供应问题不大
- 我们推荐糖，给予南宁糖业3个月目标价32.30元，买入-B的投资评级
- 我们维持农林牧渔板块同步大市-A的投资评级

报告摘要：

- **CPI 转正未必支持农业股表现：**我们考察了历史上的农业板块表现。在2003年初CPI 转正的情况下，农业板块并没有超越大盘的表现。农业股大幅跑赢大盘主要在08年上半年整体通胀较为严重的条件下。而大部分时间农业股相对大盘的表现，和其他中小板相对大盘的表现是比较类似的。其本质可能是不同市值股票的轮动关系。
- **明年粮食猪肉供应无虞：**整体来看，明年国内粮食和猪肉的供应问题都不大。因为供需失衡导致价格上涨的可能性较小。我们预计明年粮食批发价格同比约在5%左右。猪肉价格明年震荡走高的可能性较大，但涨幅不会很大，价格累计同比上涨很可能在20%之内。
- **推荐糖和南宁糖业：**农业的子行业投资，我们主要推荐制糖业，对应的股票是南宁糖业。我们的观点是：国内外糖价将在未来3-6个月将创下新高。国外从目前的22美分上涨至25美分以上。国内糖价从4500元上涨至5000元以上。随着糖价的上涨，制糖上市企业中受益最明显的是南宁糖业。我们估计，2010年国内白糖均价在5000元/吨，南宁糖业业绩1.90元/股。因为糖价可能在明年一季度持续趋势性上涨。考虑到糖价可能的趋势，以及参考历史水平，我们给予公司17倍的PE，目标价32.30元。首次给予买入-B的投资评级。
- **其他子行业情况：**因为棉花价格的继续上涨，建议关注棉花类上市公司的交易性机会。因为水产品价格的上涨，使得水产类公司值得关注。而饲料和苹果汁行业处于相对的低谷状况，未来有望进入复苏，值得关注。
- **板块投资评级：**对整个板块的投资评级，我们从未来的盈利趋势，水平等角度考虑，倾向于认为明年农业板块相对大盘估值略向上，盈利向下。而在这两个因素的刺激下，农业股相对大盘走平的可能性较大。给予农业板块同步大市-A的投资评级。

农林牧渔

上次评级

同步大市-A

同步大市-A

报告日期

2009-12-05

首选股票

目标价

评级

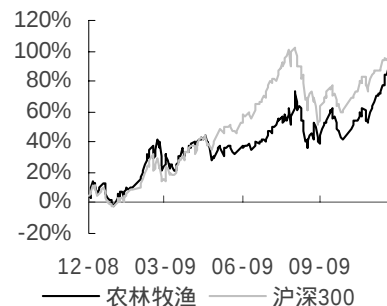
000911

南宁糖业

32.30

买入-B

12 个月行业表现



研究员

尤宏业

助理行业分析师

021-68765361

youhy@essence.com.cn

前期研究成果

农产品：国际糖市展望

2009-08-06

农林牧渔：下调粮食产品出口税率点评

2009-06-23

农林牧渔：发掘子行业投资机会

2009-06-17

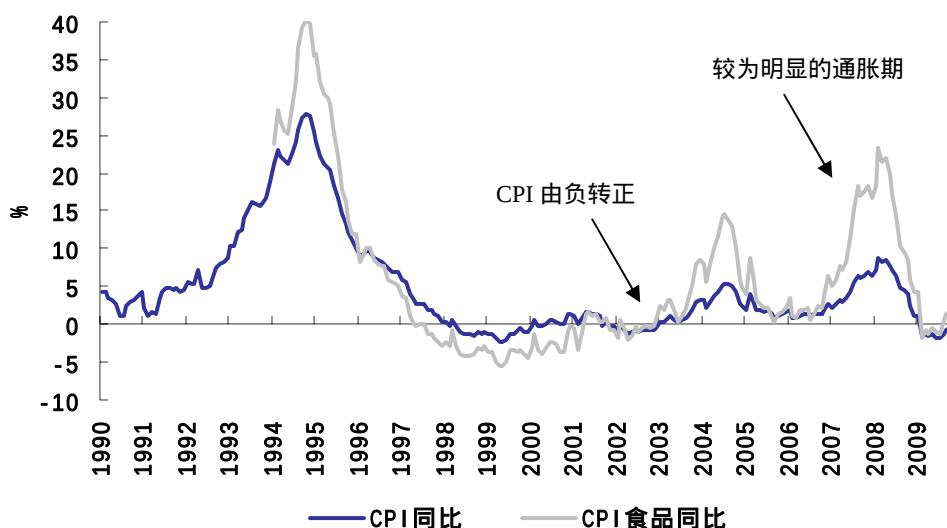
1. 通胀预期和农业股表现

目前，对农业股的投资，市场比较关心的是：CPI 就要由负转正。CPI 转正和通胀预期，是否会对农业股的表现产生影响？

我们先来看一下历史的情况。(图 1)显示，CPI 由负转正，是在 2000 年 5 月和 2003 年 1 月。在 2000 年以后通胀较为严重时期（CPI 同比>5%）是：2004 年年中，2007 年下半年和 2008 年上半年。而(图 2)农业股大幅跑赢沪深 300 主要在：2005 年 3 季度，2006 年 2 季度，2007 年 1 季度，2008 年上半年，2008 年 4 季度，2009 年三季度。

除了 08 年上半年通胀比较严重时刻，其他农业股跑赢的时候，并没有明显的通胀。03 年初的 CPI 由负转正，以及 04 年年中的通胀没有给农业板块带来跑赢大市的动力。(图 2)显示，农业板块跑赢大盘的时机，可能和中小盘和大盘股票之间的轮动有关。

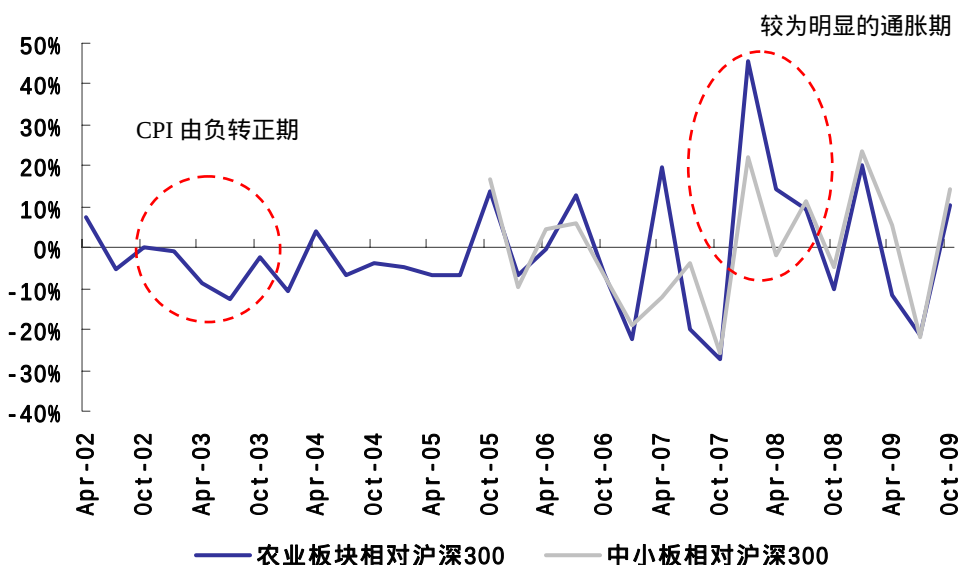
图 1 中国的 CPI 和 CPI 食品的月度同比（1990-2009）



CPI 由负转正，是在 2000 年 5 月和 2003 年 1 月。在 2000 年以后通胀较为严重时期（CPI 同比>5%）是：2004 年年中，2007 年下半年和 2008 年上半年

数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 2 板块的季度涨跌幅对比（2002-2009）



03 年 CPI 由负转正，农业股跑输大盘。08 年通胀严重，农业股大幅跑赢。大多数时候，农业股和中小板相对沪深 300 的表现类似。

数据来源：Wind，安信证券研究中心

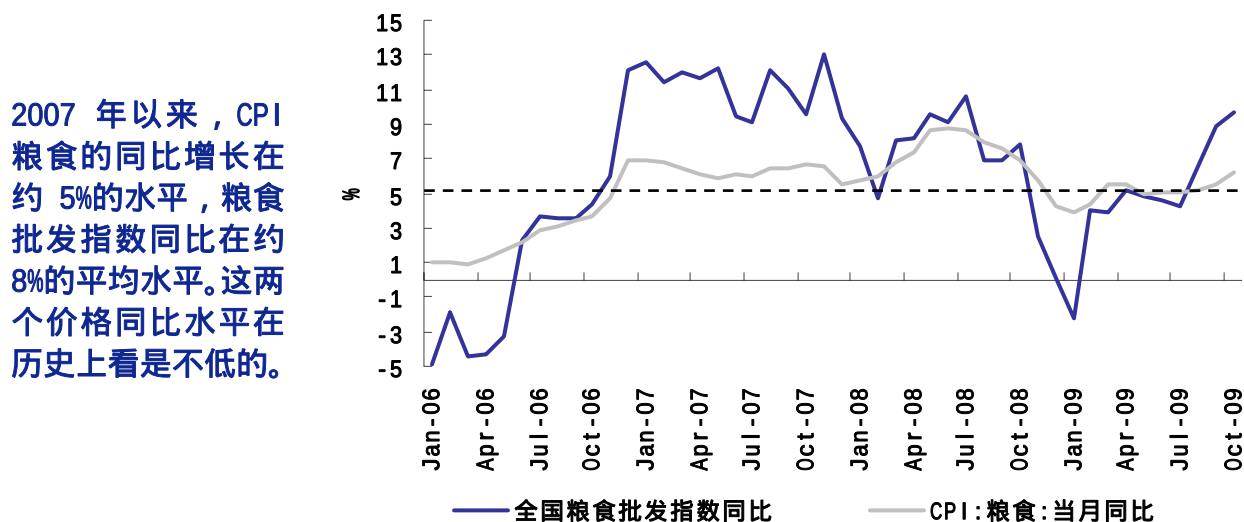
2. 影响国内食品通胀的主要因素

虽然，从历史上简单比较，由轻微通缩转向通胀（2003 年初），并不会带来农业股太大的表现。但对粮食和猪肉市场的判断，对农业、宏观和固定收益都有一定的意义。

2.1. 国内粮食市场

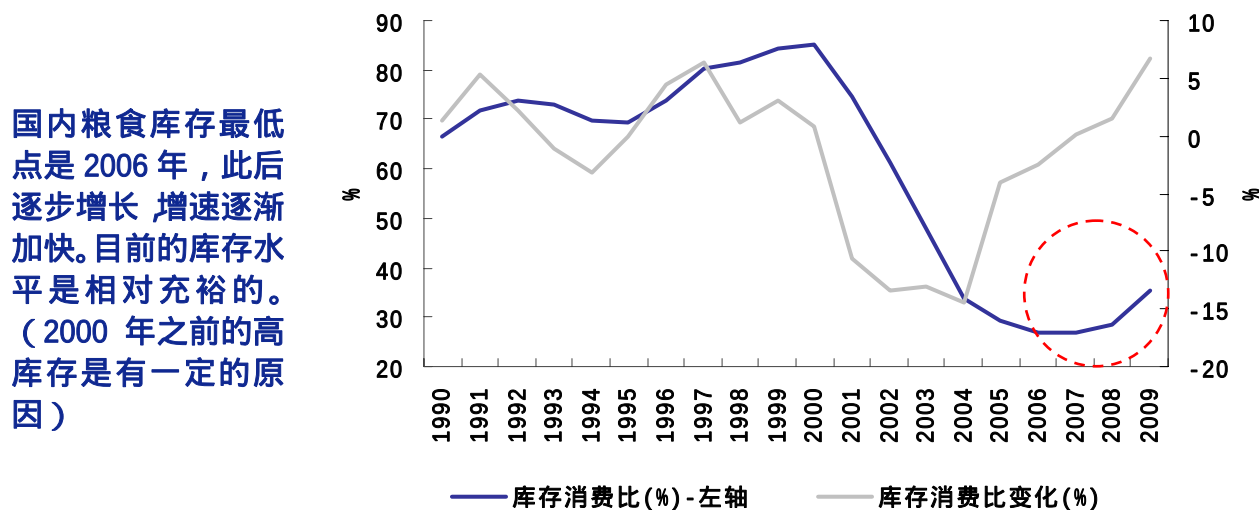
(图 3)显示 2007 年以来，CPI 粮食的同比增长在约 5%的水平，这个价格同比水平在历史上看是不低的。再加上国家的补贴和各种支持政策，粮食收益率在近几年一直处于历史高位(图 5)。在高价和高收益率的刺激下，产量从 2004 年开始崛起，加上今年，连续 6 年实现了增产(图 6)。库存也从较低的位置回到相对充裕的水平。(2000 年之前的高库存和当时的经济状况、存粮习惯有关。)虽然，今年由于年初和年中的严重干旱，产量受一定的影响，我们估计因为旱灾今年产量低于潜在产量至少 2%。展望明年，在高收益率下，如果天气情况正常，继续增产的可能性较大。明年粮食价格的同比大幅上升的概率很小。我们预计明年粮食批发价格同比约在 5%左右。

图 3 中国粮食批发指数和 CPI 粮食同比



数据来源：Wind，安信证券研究中心

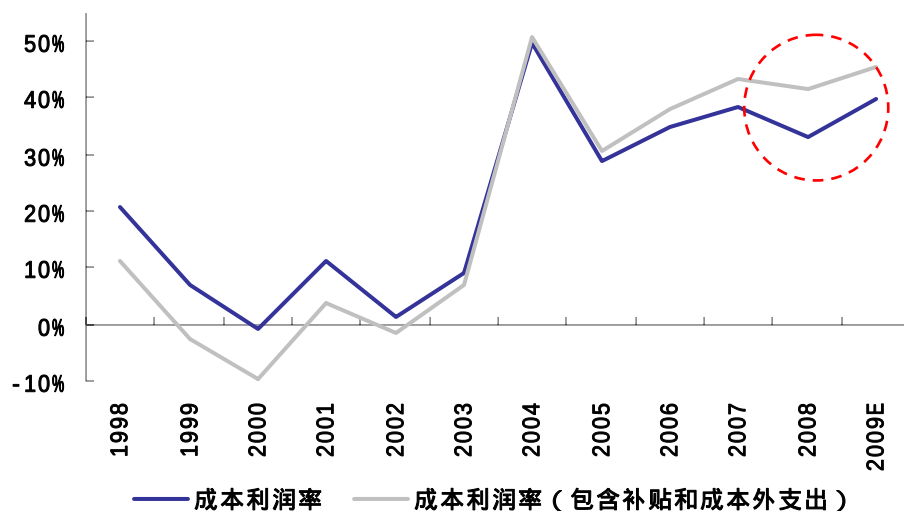
图 4 中国粮食库存消费比和变化



数据来源：USDA，安信证券研究中心

图 5 三种粮食种植的平均成本利润率

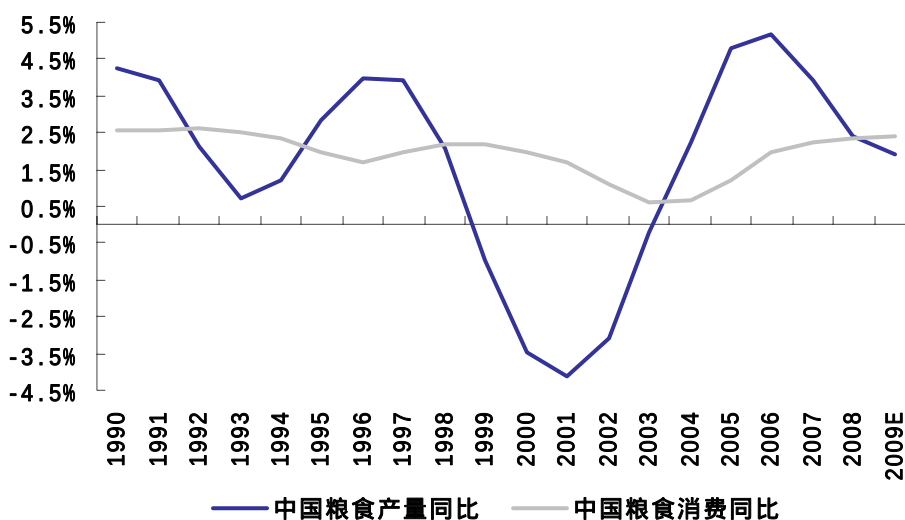
因为补贴和粮食价格的走高,目前的种粮收益率在历史高位。由此推测种植积极性(种植面积扩大和单产的提高)不会太差。



数据来源：国家发改委，安信证券研究中心

图 6 中国粮食产量同比和消费量同比

今年由于年初和年中的干旱严重,整体产量没有增长。但潜在增长率应该不会低于消费增速



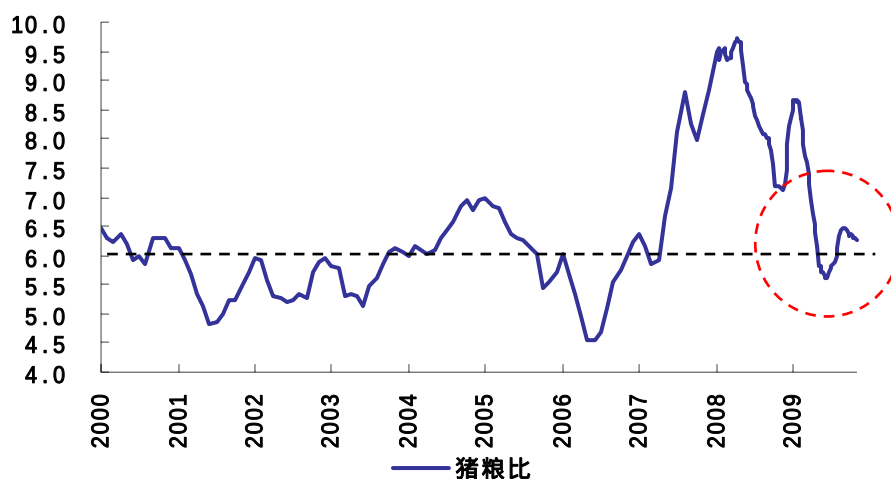
数据来源：USDA，中国粮油信息中心，安信证券研究中心
数据来源：数据经过移动平均的平滑处理

2.2. 国内猪肉市场

2007 和 2008 年的猪肉高价，引发生猪供应的大幅增长，猪肉价格随之一路走低，在今年 6 月份探底(图 7)。与之前的周期相比，这次猪粮比的探底深度较浅，时间也相对较短。这也许是成本结构的系统性抬升，以及消费增长的强劲。值得注意的是，在 7 月份之后(图 8)，生猪的存栏量快速增长，环比增速较快。高存栏量，往往预示着未来一个季度供应量的增长，所以我们认为年底和明年一季度，猪肉供应是相对充裕的。除去临近年底春节一般存在的价格季节性上涨因素，猪肉价格大幅上涨的概率较小。未来半年到一年的生猪供应变化，更取决于能繁母猪的存栏量(图 9)。母猪存栏占比，从年中开始一直在下降，但减幅逐渐减缓。从草根层面的情况来看，能繁母猪里 1-4 胎的年轻母猪占比很高。从种种迹象综合来看，明年生猪的供应不太可能出现太大的问题。考虑到消费增速可能较快，以及生猪本身的周期性，猪肉价格稍稍走高的可能性较大。但涨幅不会很大，明年猪肉价格同比累计上涨很可能在 20%之内。

图 7 国内猪粮比

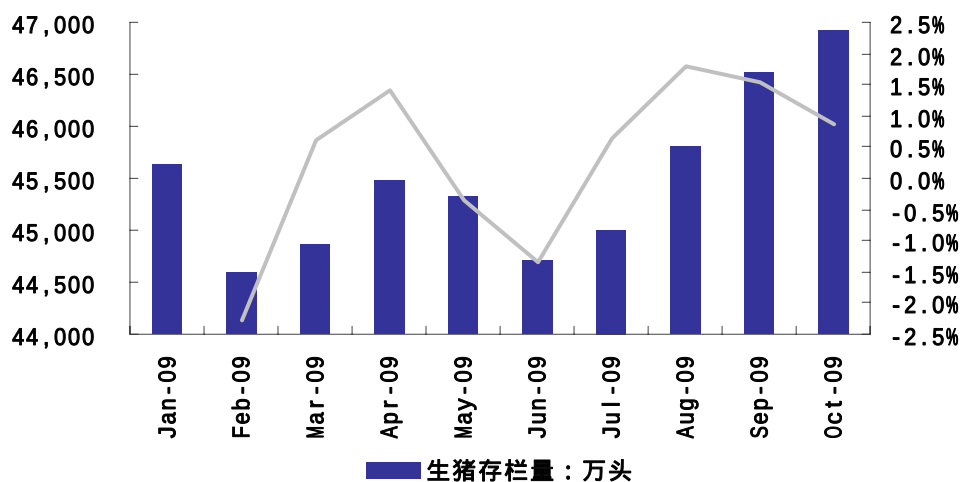
猪粮比在今年年中探底之后，迅速反弹。这次探底的深度和时间明显小于以前的周期。可能暗示成本结构和消费的变化。



数据来源：全国畜牧总站，安信证券研究中心

图 8 国内生猪月度存栏量

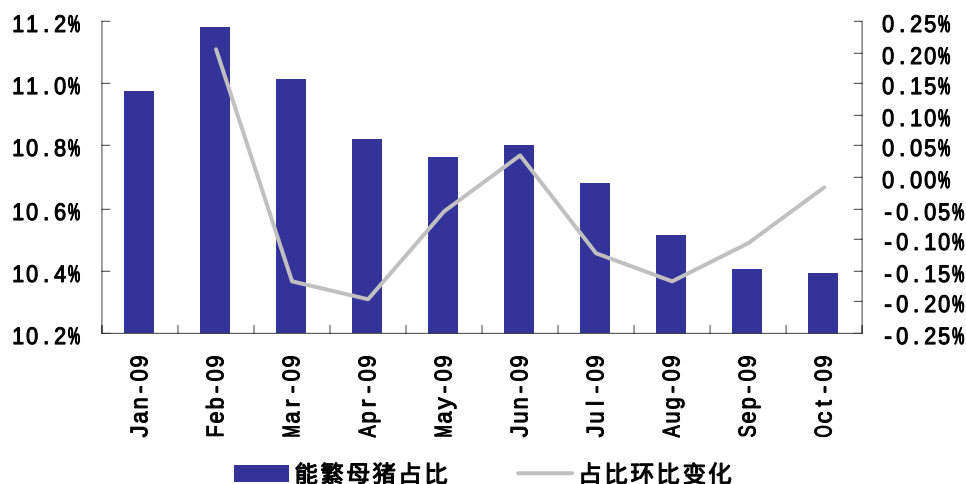
生猪存栏量在 7 月份之后，环比快速增长并达到年内新高。



数据来源：农业部，安信证券研究中心

图 9 国内能繁母猪存栏占比

能繁母猪的存栏占比在 6 月份之后一直下降，但下降速度日益趋缓。



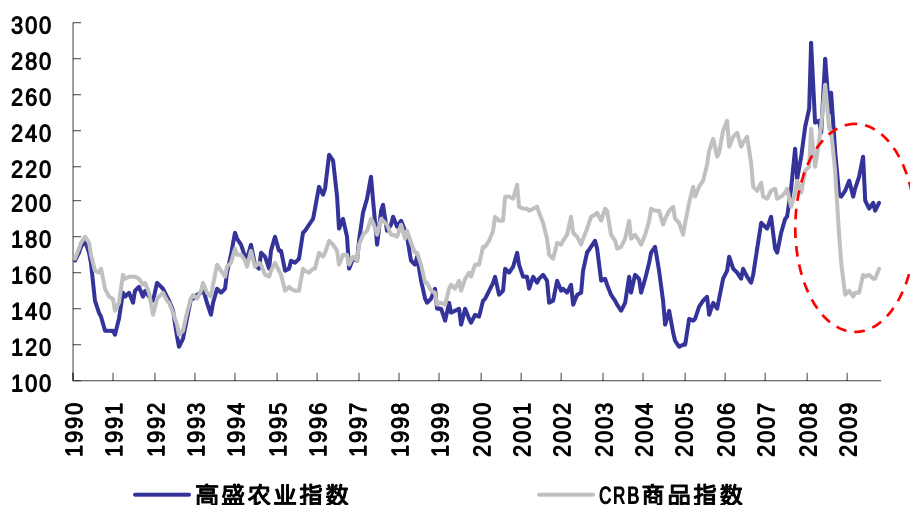
数据来源：农业部，安信证券研究中心

2.3. 国际粮食市场

今年全球谷物的增产幅度是超过之前预期的。连续两年的增产显示了谷物在高价刺激下的生产弹性。在增产的情况下，库存消费比得以回升（图 11）。目前，农产品的相对价格处于历史的高位（图 10）。比原材料（CRB 价格指数）价格更高，意味着世界范围农作物种植利润率的提升。这种利润率的提升将带来种植面积的增加，基础设施的投入，以及相关技术研发的更进一步。当然，这些因素会在中长期慢慢作用。看明年的全球农产品市场，我们还是倾向于认为，在目前的相对高价因素刺激下，供应增速应该是快过需求的增速，供需情况还是会继续改善。明年国际农产品价格继续上涨的概率较小，持平或有下跌的概率较大。

图 10 高盛农业指数和 CRB 商品指数（剔除美元影响 1969 年 12 月=100）

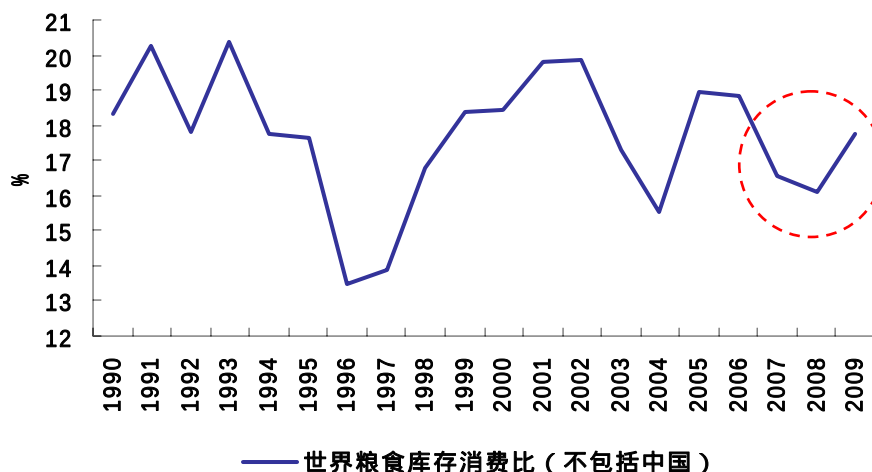
高盛农业指数相对大宗原材料还处于较高位置，暗示着广泛作物种植收益率比之前要高不少



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 11 世界（不包括中国）粮食库存消费比

世界粮食的库存消费比相对低点已上升不少



数据来源：USDA，安信证券研究中心

2.4. 总结看法

我们讨论了国内猪肉、粮食和国外粮食市场。整体看来，明年供应的问题都不太大。因为供需失衡导致的价格上涨可能性较小。值得关注的是国内肉类消费情况，看起来肉类消费上了一个台阶，这种系统性变化是否对猪肉和粮食价格造成影响值得关注。

3. 细分子行业投资机会

农业的子行业繁多，很多子行业有其独立性。发掘子行业，对把握投资机会很重要。今年以来，农业子行业变化最明显的是糖和棉花，价格几乎都创了新高（当然，还有一些小类经济作物大蒜等，价格波动也很大）。这些经济作物的价格上涨和供应收缩有较大的关系，而深究背后的原因，和这两年种粮收益处于稳定高位，以及产生的替代效应有一定的关联。水产品价格的上升，似乎可以联系到需求的增长。同样基于需求的增长，或许应该对处于景气低谷的饲料、苹果汁等行业报以一定的希望。

综合起来，由于糖价的继续上涨，我们推荐南宁糖业。因为棉花价格的继续上涨，建议关注棉花类上市公司的交易性机会。因为水产品价格的上涨，使得水产类公司值得关注。

3.1. 白糖

图 12 NYBOT 原糖价格

相对 2006 年的周期，由于更高成本、更大缺口和美元贬值，这次价格上涨相应地会更高。



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 13 国内和国外的糖价对比

国内外差价达到历史最高水平，由于贸易的力量，国内糖价有继续上行的动力。



数据来源：Bloomberg，中国食糖网，安信证券研究中心

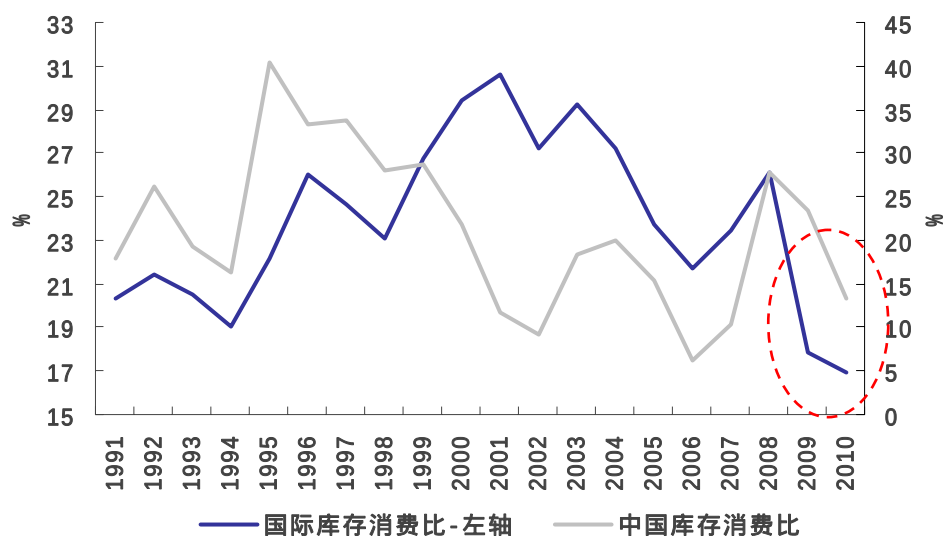
数据说明：进口完税价是通过 NYBOT 原糖价格、汇率、运费和税率进行模拟的价格

从年初上涨以来,NYBOT 原糖价格创下了近年以来的新高(图 12)。这次周期比上次周期的国际糖价更高是有其合理性的。首先,整体的大宗原材料和劳动力成本的上升。其次,这个周期,糖的库存消费比水平更低(图 14)。另外,美元的贬值也为以美元计价的大宗商品价格提供了支撑。我们观察国内外的糖价在大趋势上具备同步性。而且,目前进口糖完税价已经高出国内现货价格很多,价差达到历史的高点(图 13)。国内外价格同步性,使得国内糖价有上行的动力。

我们的观点是:国内外糖价将在未来 3-6 个月创下新高。国外从目前的 22 美分上涨至 25 美分以上。国内糖价从 4500 元上涨至 5000 元以上。我们认为,由于替代作物收益率高的原因,国际糖产量可能低于预期,而消费从发展中国家的情况看来可能超预期。国内由于糖的进口完税价大大高于国内糖价,国内糖价有上涨的动力。而且因为甘蔗的收益率要向粮食靠拢,也需要整体成本价格的上涨(图 15)。

图 14 国际和国内糖的期末库存消费比变化

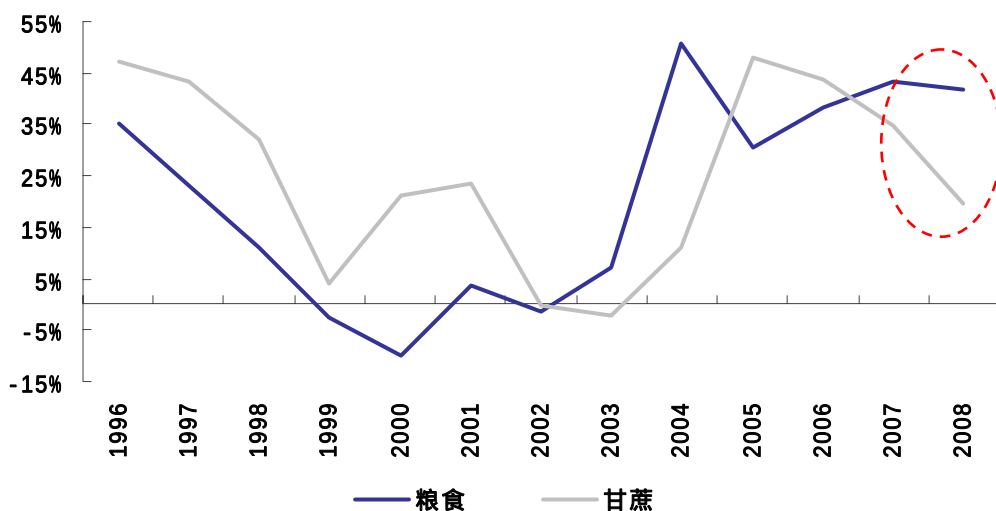
国内外的糖库存在经历 08/09, 09/10 榨季两次产不足需以后,库存消费比水平处于历史低点。



数据来源: USDA, 安信证券研究中心

图 15 三种粮食和甘蔗的种植成本利润率

国内甘蔗和粮食的成本利润率差距,使得甘蔗价格有向上修复的动力



数据来源: 国家发改委, 安信证券研究中心

南宁糖业的业绩对糖价敏感，弹性较大。糖价每上涨 100 元/吨，南糖业绩增加 0.1 元/股。

表 1 南宁糖业业绩敏感性分析（按 65 万吨的产量计算）

销售均价：元/吨	4200	4400	4600	4800	5000	5200
每吨盈利：元	541	645	749	853	957	1061
税后利润：万元	29,908	35,654	41,400	47,146	52,892	58,638
每股盈利：元	1.04	1.24	1.44	1.64	1.85	2.05

数据来源：安信证券研究中心

随着糖价的上涨，制糖上市企业中受益最明显的是南宁糖业。糖价每上升 100 元/吨，企业盈利能增加 0.1 元/股。我们估计，2010 年国内白糖均价在 5000 元/吨，南宁糖业业绩 1.90 元/股。因为糖价可能在明年一季度持续趋势性上涨。考虑到糖价可能的趋势，以及参考历史水平，我们给予公司 17 倍的 PE，目标价 32.30 元。首次给予买入-B 的投资评级。

3.2. 棉花

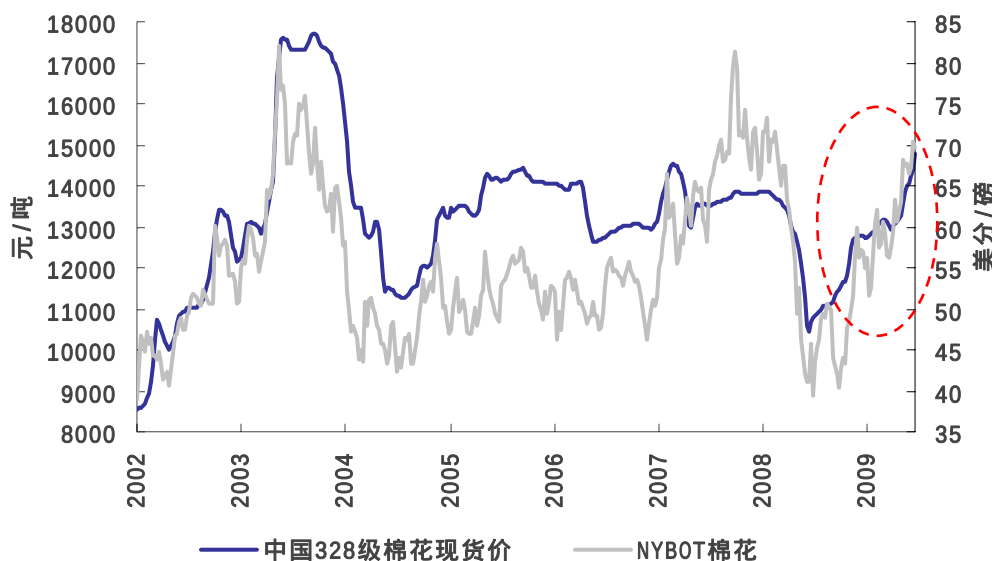
国内外棉花价格创出今年以来的新高(图 16)。由于前期价格低迷，09/10 种植季的棉花继续减产。全球的库存消费比从 57.8% 下降到 49.8%，下降近 8 个百分点，是 10 年以来的低位，相当于 02-04 年的水平(图 17)。而 02-04 年那段历史，也是 2001 年世界经济危机之后，价格下跌，产量收缩，伴随着后来的经济和需求恢复，导致库存消费比不断下降。NYBOT 棉花价格从 2001 年 11 月的 30 美分/磅的最低点，上涨至 2003 年 11 月的 82 美分/磅。虽然，上涨的部分原因是这段时期内的美元大幅贬值，但剔除美元因素之后，棉花涨幅依然是很大的。站在 2009 年四季度，我们同样可以看到供应的收缩和需求的恢复。这也使得未来一年棉花价格继续上行变成大概率事件。

新棉收购价从去年的 5.4 元/公斤，一路上扬至 7 元/公斤。从这样估计来年棉花的成本价可能高达 16000 元/吨。我们预计 2010 年棉花价格继续上行的可能性较大，价格可能会突破前期高点，达到 20,000 元/吨。

因为原料市场的相对不同。棉籽市场是开放自由的，价格随时波动。而在广西的糖料市场是政府定价，利润分成。所以，除了新疆地区自己种植的棉花企业以外，收购籽棉进行加工的企业受益棉价上涨的程度较为有限。但在明年可能棉花价格不断创出新高的环境下，建议关注新赛股份、新农开发等棉花类企业。

图 16 国内棉花现货价格和国内棉花期货价格

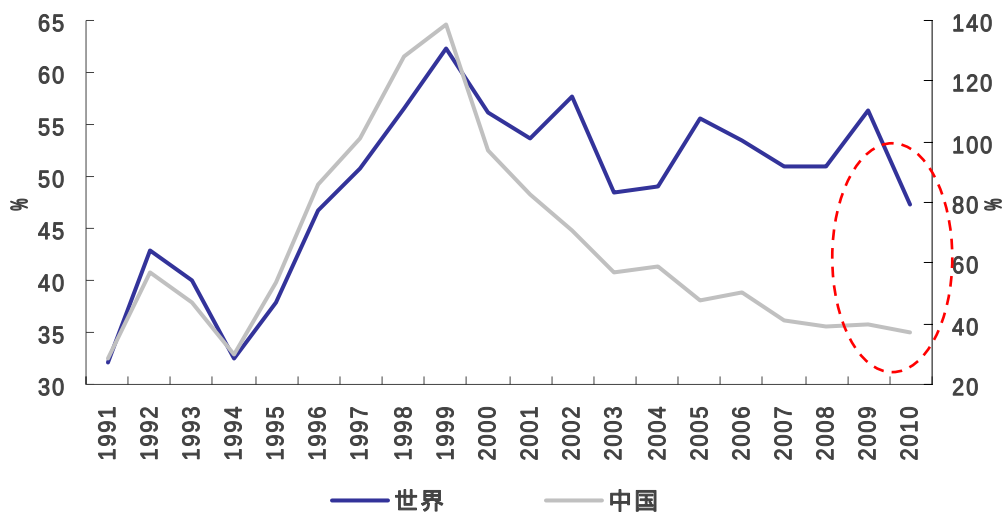
因为进口量不少，国内棉花价格和国内棉花价格有明显的同步性



数据来源：Bloomberg，中国棉花信息网，安信证券研究中心

图 17 世界和中国的期末棉花库存消费比

2010 年国内外棉花
价格都处于相对较
低的位置



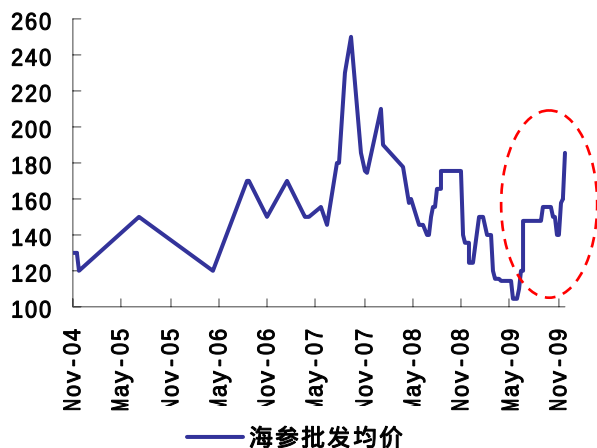
数据来源：USDA，安信证券研究中心

3.3. 水产品

11 月份，威海水产品批发市场的海参和鲍鱼价格出现明显的上涨（图 18，图 19）。海参价格上涨至 186 元/公斤，一个月以来涨幅 24%，比去年同期上涨 37%。目前的海参价格已和 2007 年同期相当。而鲍鱼价格涨至 220 元/公斤，一个月以来涨幅 47%，创出了近两年以来的新高，比去年同期上涨 47%。

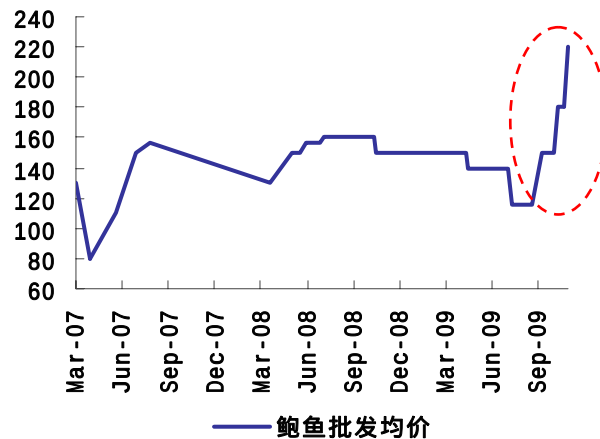
每年入冬，水产品价格会有约 30%左右的上涨，持续到春节，这属于季节性波动。但这次海参鲍鱼价格的上涨，涨幅明显要大于一般的季节性波动。鲍鱼价格上涨来得更早，幅度更大，一般认为，价格上涨是因为南方赤潮使得一些鲍鱼主产区大量减产造成的。而海参和鲍鱼存在一定的替代关系，价格也会有一定联动机制。但除去季节性和灾害因素，并考察其他广泛的消费变化，高端水产品国内需求恢复，还有出口需求的恢复，似乎是拉动价格上升的不可忽视的力量。在价格上涨的情况下，水产类上市公司包括，獐子岛、好当家和东方海洋等值得关注。

图 18 威海批发市场海参均价（元/公斤）



数据来源：农业部，安信证券研究中心

图 19 威海批发市场鲍鱼均价（元/公斤）



数据来源：农业部，安信证券研究中心

3.4. 其他行业

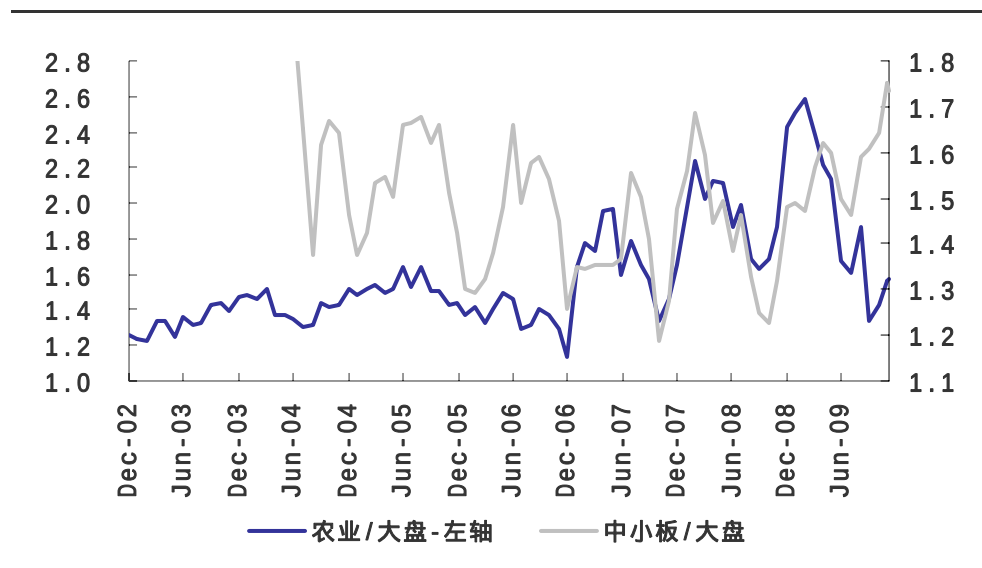
玉米杂交种行业是农业子行业里，相对具有盈利空间和稳定性的行业。2010 年的行业供需状况和 2009 年差别不太大。过去困扰整个行业的存货风险或许有进一步的下降。但从估值水平考察两个上市公司，敦煌种业和登海种业，我们认为其股价已经基本反映了公司的价值。未来继续大幅上涨的安全空间并不大。

另外，饲料和苹果汁行业处于相对的低谷状况，未来有望进入复苏，值得关注。

4. 板块投资评级

对整个板块的投资评级，我们从未来的盈利趋势，估值水平等角度考虑问题。明年经济复苏，整个工业的利润水平增速较快。而农业行业在利润增速上可能要低于其他广泛的行业平均水平。从估值来讲（图 20），农业板块相对大盘的市盈率目前处于 07 年以来的低位。而中小板相对大盘的估值已创出新高。简单从近两年农业的估值中轴来看，目前农业板块的估值水平还有 20% 的提升空间。但农业板块不少公司盈利能力较差，整体的 ROE 水平是要低于中小板的，相对低的估值水平本身也是合理的。而且，当时农业板块的高估值是有一定原因的。07 年下半年到 08 年，国内通胀较为严重，国外粮价飞涨，国家财政对农业大量投入。这一系列事件促成了农业股的大行情，推升整体板块的估值水平。而这些条件在未来一年，难以同时出现。对诸多因素进行考察，我们倾向于认为在估值相对略有向上，盈利相对向下的两个因素刺激下，农业股相对大盘的走平的可能性较大。给予农业板块同步大市-A 的投资评级。

图 20 农业板块和中小板相对大盘的市盈率（TTM）比值



数据来源：Wind，安信证券研究中心

5. 总结

市场面临着 CPI 转正以及通胀的担忧。我们考察了历史上的农业板块表现。在 2003 年初 CPI 转正的情况下，农业板块并没有超越大盘的表现。农业股大幅跑赢大盘主要在 08 年上半年整体通胀较为严重的条件下。而大部分时间农业股相对大盘的表现，和其他中小板相对大盘的表现是类似的。其本质可能是不同市值股票的轮动关系。

我们讨论了对通胀影响较大的国内粮食和猪肉市场。整体看起来，明年供应的问题都不太大。因为供需失衡导致的价格上涨可能性较小。我们预计明年粮食批发价格同比约在 5% 左右。猪肉价格明年震荡走高的可能性较大。但涨幅不会很大，价格同比累计上涨很可能在 20% 之内。

在农业的子行业投资里面，我们主要推荐糖和南宁糖业。我们的观点是：国内外糖价将在未来 3-6 个月创下新高。国外从目前的 22 美分上涨至 25 美分以上。国内糖价从 4500 元上涨至 5000 元以上。随着糖价的上涨，制糖上市企业中受益最明显的是南宁糖业。我们估计，2010 年国内白糖均价在 5000 元/吨，南宁糖业业绩 1.90 元/股。因为糖价可能在明年一季度持续趋势性上涨。考虑到糖价可能的趋势，以及参考历史水平，我们给予公司 17 倍的 PE，目标价 32.30 元。首次给予买入-B 的投资评级。

其他子行业里面，因为棉花价格的继续上涨，建议关注棉花类上市公司的交易性机会。因为水产品价格的上涨，使得水产类公司值得关注。而饲料和苹果汁行业处于相对的低谷状况，未来有望进入复苏，值得关注。

对整个板块的投资评级，我们从未来的盈利趋势，估值水平等角度考虑，倾向于认为明年农业板块相对大盘估值向上，盈利向下。而在这的两个因素刺激下，农业股相对大盘的走平的可能性较大。给予农业板块同步大市-A 的投资评级。

业绩大幅受益于糖价上涨

报告关键点：

- 未来3-6个月，国内外糖价将继续上涨并创出新高
- 我们估计，2010年国内白糖均价在5000元/吨，南宁糖业业绩1.90元/股
- 按17倍的PE估值，给予南宁糖业3个月目标价32.30元，买入-B的投资评级

报告摘要：

- 国际糖价坚挺：**下一个榨季的供需状况比上一个周期2006年价格高点时更为紧张，期末库存消费比要低4.8个百分点。而且相比当时，整体生产成本有系统性的上涨。并且，国际糖市场最重要的出口国，巴西货币雷亚尔兑美元的汇率相对2006年升值约30%。以上因素使目前的国际糖价有很强的支撑。
- 进一步看多国际糖价：**我们注意到印度白糖减产的主要原因是，大量的甘蔗用来生产粗糖。其本质是印度农村饮料消费的快速增长，估计增速在20%以上。同时，相比上一个周期，目前的世界谷物价格处于高位，对甘蔗的种植替代性更强。所以，我们相对看好世界糖的消费，看淡生产的增速。这是我们进一步看多国际糖价的理由。
- 国内糖价有支撑：**国内外糖价在大趋势上有同步性。国内经过减产，预计明年的期末库存消费比将下降约10个百分点。而且，相对近几年的成本上升，以及粮食价格的上涨，甘蔗价格需要有系统性的修复。综合供需和成本因素，我们认为目前的国内糖价是比较坚挺的。
- 进一步看多国内糖价：**今年年初和年中的干旱天气，会对甘蔗生长造成不利的影响。而且糖价大幅上涨是在8月份以后，上调甘蔗收购价是在11月份，对全年的甘蔗种植生产的激励作用不会太明显。从消费角度，下游产品的产量增长快速恢复。明年消费量可能有超预期的亮点。而且进口糖和国内糖的差价达到历史高点。综合起来，我们进一步看多国内糖价。
- 投资建议：**我们估计，2010年国内白糖均价在5000元/吨，南宁糖业业绩1.90元/股。因为糖价可能在明年一季度持续趋势性上涨。考虑到糖价可能的趋势，以及参考历史水平，我们给予公司17倍的PE，目标价32.30元。首次给予买入-B的投资评级。

评级： **买入-B**

上次评级：

目标价格：**32.30 元**

期限： 3 个月 上次预测：

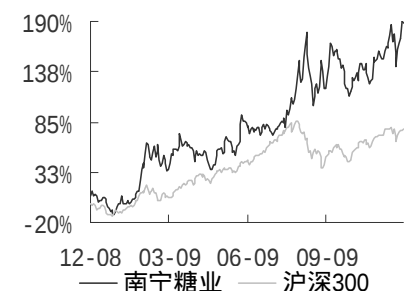
现价： 25.38 元

报告日期：**2009-12-07**

市场数据

总市值(百万元)	6,813.43
流通市值(百万元)	6,813.43
总股本(百万股)	286.64
流通股本(百万股)	286.64
12 个月最高/最低	7.24/24.87 元
十大流通股东(%)	58.35%
股东户数	41,755

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	10.79	0.49	104.15
绝对收益	16.28	18.90	187.89

研究员

尤宏业

021-68765361

助理行业分析师

youhy@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	3,135.9	3,297.8	4,064.9	5,155.7	5,433.6
Growth(%)	12.7%	5.2%	23.3%	26.8%	5.4%
净利润	129.8	26.9	187.3	545.9	335.4
Growth(%)	-34.7%	-79.3%	595.7%	191.4%	-38.6%
毛利率(%)	19.0%	16.5%	19.2%	26.1%	20.6%
净利润率(%)	4.1%	0.8%	4.6%	10.6%	6.2%
每股收益(元)	0.45	0.09	0.65	1.90	1.17
每股净资产(元)	5.20	4.93	5.00	5.23	5.37
市盈率	47.5	228.9	32.9	11.3	18.4
市净率	4.1	4.4	4.3	4.1	4.0
净资产收益率(%)	8.7%	2.7%	13.3%	37.1%	22.2%
ROIC(%)	10.1%	6.4%	9.3%	25.6%	19.0%
EV/EBITDA	17.2	22.2	16.5	8.0	10.7
股息收益率	0.0%	1.8%	2.7%	8.0%	4.9%

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2009-11-30

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	3,135.9	3,297.8	4,064.9	5,155.7	5,433.6	成长性					
减: 营业成本	2,541.3	2,754.7	3,286.3	3,811.5	4,312.5	营业收入增长率	12.7%	5.2%	23.3%	26.8%	5.4%
营业税费	22.5	22.6	28.0	35.6	37.5	营业利润增长率	-32.3%	-64.6%	345.0%	192.3%	-38.7%
销售费用	43.1	64.2	79.3	100.5	106.0	净利润增长率	-34.7%	-79.3%	595.7%	191.4%	-38.6%
管理费用	261.6	278.3	343.1	435.1	458.6	EBITDA 增长率	-3.4%	-17.5%	27.1%	97.9%	-27.9%
财务费用	110.5	126.6	100.0	110.0	115.0	EBIT 增长率	-11.8%	-30.1%	83.4%	136.2%	-32.5%
资产减值损失	14.4	0.9	3.3	5.6	1.5	NOPLAT 增长率	-0.9%	-31.8%	68.3%	135.6%	-32.4%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	8.7%	15.2%	-14.4%	-8.7%	-10.4%
投资和汇兑收益	0.4	0.0	-	-	-	净资产增长率	17.8%	-5.3%	1.6%	4.6%	2.7%
营业利润	143.0	50.5	224.9	657.4	402.6	利润率					
加: 营业外净收支	8.8	-0.6	-0.0	-2.0	-0.0	毛利率	19.0%	16.5%	19.2%	26.1%	20.6%
利润总额	151.8	49.9	224.9	655.3	402.6	营业利润率	4.6%	1.5%	5.5%	12.8%	7.4%
减: 所得税	21.8	12.4	33.7	98.3	60.4	净利率	4.1%	0.8%	4.6%	10.6%	6.2%
净利润	129.8	26.9	187.3	545.9	335.4	EBITDA/营业收入	13.8%	10.8%	11.1%	17.4%	11.9%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	8.1%	5.4%	8.0%	14.9%	9.5%
货币资金	468.6	358.1	-	-	-	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	249	266	228	172	155
应收帐款	338.2	232.7	286.9	363.8	383.4	流动营业资本周转天数	22	27	10	-2	-6
应收票据	4.0	2.3	2.8	3.5	3.7	流动资产周转天数	128	144	110	81	82
预付帐款	277.1	216.4	144.1	60.3	-34.6	应收帐款周转天数	30	29	20	20	22
存货	187.7	557.1	664.7	770.9	872.2	存货周转天数	21	41	54	50	54
其他流动资产	-0.0	1.4	8.2	17.8	20.2	总资产周转天数	394	423	347	260	243
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	284	303	244	170	146
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	45.6	43.5	44.1	44.1	44.1	ROE	8.7%	2.7%	13.3%	37.1%	22.2%
投资性房地产	1.3	0.6	0.6	0.6	0.6	ROA	3.6%	0.9%	5.1%	15.0%	9.5%
固定资产	2,233.2	2,635.9	2,517.1	2,398.8	2,277.6	ROIC	10.1%	6.4%	9.3%	25.6%	19.0%
在建工程	35.2	20.8	13.1	8.5	5.7	费用率					
无形资产	17.4	21.8	20.5	19.2	18.0	销售费用率	1.4%	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%
其他非流动资产	28.8	24.3	26.8	25.3	24.4	管理费用率	8.3%	8.4%	8.4%	8.4%	8.4%
资产总额	3,637.1	4,115.0	3,728.8	3,712.7	3,615.4	财务费用率	3.5%	3.8%	2.5%	2.1%	2.1%
短期债务	1,376.0	1,880.5	1,071.4	785.7	503.6	三费/营业收入	13.2%	14.2%	12.9%	12.5%	12.5%
应付帐款	400.1	698.8	1,108.2	1,285.3	1,454.2	偿债能力					
应付票据	-	5.0	5.9	6.9	7.8	资产负债率	59.0%	65.7%	61.5%	59.6%	57.4%
其他流动负债	164.4	58.8	27.1	-13.2	-55.5	负债权益比	144.0%	191.5%	160.0%	147.5%	134.7%
长期借款	46.6	20.0	20.0	20.0	20.0	流动比率	0.61	0.51	0.50	0.59	0.65
其他非流动负债	3.7	13.2	58.1	122.0	138.3	速动比率	0.52	0.30	0.20	0.21	0.19
负债总额	2,146.6	2,703.2	2,294.4	2,212.6	2,074.9	利息保障倍数	2.29	1.40	3.25	6.98	4.50
少数股东权益	175.9	183.0	186.8	197.9	204.8	分红指标					
股本	286.6	286.6	286.6	286.6	286.6	DPS(元)	-	0.39	0.59	1.71	1.05
留存收益	1,027.9	942.2	960.9	1,015.5	1,049.0	分红比率	0.0%	415.2%	90.0%	90.0%	90.0%
股东权益	1,490.5	1,411.8	1,434.4	1,500.1	1,540.5	股息收益率	0.0%	1.8%	2.7%	8.0%	4.9%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	129.9	37.5	187.3	545.9	335.4	EPS(元)	0.45	0.09	0.65	1.90	1.17
加: 折旧和摊销	194.6	191.3	127.4	127.9	128.1	BVPS(元)	5.20	4.93	5.00	5.23	5.37
资产减值准备	14.4	0.9	3.3	5.6	1.5	PE(X)	47.5	228.9	32.9	11.3	18.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.1	4.4	4.3	4.1	4.0
财务费用	60.7	107.6	126.7	100.0	110.0	P/FCF	164.8	-395.4	-31.9	12.8	20.9
投资收益	-0.4	-0.0	-	-	-	P/S	2.0	1.9	1.5	1.2	1.1
少数股东损益	0.1	10.6	3.8	11.1	6.8	EV/EBITDA	17.2	22.2	16.5	8.0	10.7
营运资金的变动	-144.3	-81.1	324.4	88.7	114.1	CAGR(%)	62.5%	109.0%	26.6%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	303.6	273.0	746.3	889.1	701.0	PEG	0.8	2.1	1.2	-0.1	-0.2
投资活动产生现金流量	-302.1	-487.6	-2.1	-2.1	-2.1	ROIC/WACC	1.1	0.7	1.0	2.8	2.1
融资活动产生现金流量	137.7	104.0	-1,077.7	-887.0	-698.9	REP	2.6	3.8	2.9	1.1	1.6

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

尤宏业，北京大学理学学士，经济学双学士。2005 年 7 月至 2008 年 3 月就职于中国农业科学院，从事农业经济和政策研究。2008 年 5 月加入安信证券研究所。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

行业评级体系

收益评级：

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤

021-67865293

梁涛

021-68766067

南方

021-68765206

周蓉

010-66581676

李昕

010-66581689

张茜萍

0755-82558089

李瑾

0755-82558084

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essences.com.cn

上海联系人

nanfang@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

深圳联系人

zhangqp@essence.com.cn

深圳联系人

lijin@essence.com.cn

凌洁

021-68765237

李国瑞

021-68763872

张勤

021-68763879

马正南

010-66581668

潘琳

0755-82558268

王远洋

0755-82558087

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

上海联系人

ligr@essence.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

panlin@essence.com.cn

深圳联系人

wangyy3@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编: 100034