

受益通胀，精选个股

2011 年农林牧渔行业策略报告

报告关键点:

- 预计2011年农产品价格持续上涨;
- 推荐子行业: 种业、海产品养殖、畜牧业养殖、饲料;
- 推荐公司: 敦煌种业、东方海洋、雏鹰农牧、圣农发展、益生股份、海大集团;

报告摘要:

- 气候异常、国内粮食供求关系失衡、全球流动性过剩和国家粮食保护政策为我国2011年农产品价格上涨奠定基础;
全球气候异常是2010年国际粮价高涨的主要原因。2010年全球各种农作物的减产,直接降低了2011年的全球粮食库存。鉴于已经延续了三年的全球气候异常,2011年由于气候问题导致各类粮食减产也是大概率事件。
目前我国处于工业粮食用量不断增加、消费结构升级的阶段,部分农产品消费量快速增长,但产量增长较慢,从而导致多种大宗农产品依赖进口,消费缺口逐年增大。其中大豆、棉花消费严重依赖进口,玉米、粳稻、食糖部分依赖进口,小麦、稻谷尚能维持自给自足。供需失衡严重威胁到我国的粮食安全,严重依赖进口的大豆和棉花的部分定价权已经被国外大型粮商控制。
美国和欧洲的量化宽松经济政策直接推动了具有资源属性的粮食价格的上涨。目前国外农产品到岸完税价格高于我国农产品价格,以及我国不断提高的农业财政补贴和粮食最低收购价格均强制提高了我国农产品的价格。
- 投资建议: 农业板块子行业较多,投资机会主要来自于行业主题和业绩提升。
2011年我们依次看好的子行业是:
种业: 优势品种市场占有率不断提高,国家政策提升种业发展空间; 海产品养殖: 受益于消费升级和海产品价格持续走高,同时优质养殖海域的不断减少为海产品价格提供支撑; 畜牧业养殖(猪肉、鸡肉): 预计2011年上半年猪肉、鸡肉价格处于上涨阶段; 饲料: 养殖业向好,饲料需求增加,玉米价格稳定。
- 我们建议投资者关注: 敦煌种业、东方海洋、雏鹰农牧、圣农发展、益生股份、海大集团。

农林牧渔

领先大市-A

上次评级

领先大市-A

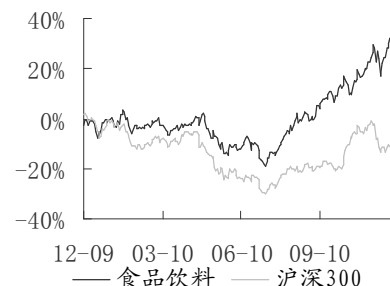
报告日期

2010-12-16

首选股票

目标价 评级

12 个月行业表现



研究员

尤宏业

宏观行业分析师

证书编号

youhy@essence.com.cn
S1450210060002

前期研究成果

农业数据周报(2010年11月29日)

2010-11-29

农业数据周报(2010年11月22日)

2010-11-22

农业数据周报(2010年11月15日)

2010-11-16

目录

1. 通胀背景下, 预计 2011 年农产品价格持续上涨	3
1.1. 概述: 2010 年我国粮食总产量比上年增产 2.9%	3
1.2. 全球气候异常是 2010 年国际粮价高涨的主要原因	4
1.3. 国外农产品到岸完税价格高于我国农产品价格	6
1.4. 供需失衡: 大部分农产品不能自给自足	7
1.5. 人工、良种、农机、农资粮食生产各种成本不断提高	8
1.6. 国家粮食最低收购价格不断提高推动粮价上涨	8
2. 2011 年我们推荐推荐种子、海洋养殖、畜牧养殖业子行业	9
2.1. 给予 2011 年农业板块“领先大市-A”评级	9
2.2. 种业: 看好持续热销品种	10
2.2.1. 敦煌种业: 先玉 335 量价齐升	11
2.3. 海洋养殖: 消费升级拉动需求持续增长	12
2.3.1. 东方海洋: 海参养殖量价齐升	12
2.4. 畜牧养殖业: 整体盈利能力不断提高	13
2.4.1. 雏鹰农牧: 猪肉价格上涨的直接受益者	14
2.4.2. 圣农发展: 增发项目助公司快速成长	15

1. 通胀背景下，预计 2011 年农产品价格持续上涨

1.1. 概述：2010 年我国粮食总产量比上年增产 2.9%

我国粮食播种面积已经连续 7 年增加，**预计 2011 年仍是全国粮食的丰收之年**。据国家统计局公布数据，2010 年全国粮食播种面积 109872 千公顷，比上年扩大 886 千公顷，同增 0.8%；全国粮食总产量为 54641 万吨，比上年增加 1559 万吨，增产 2.9%。其中，夏粮播种面积 27421 千公顷，扩大 38.4 千公顷，夏粮总产量为 12310 万吨，比上年减少 39 万吨；早稻播种面积 5794 千公顷，比上年减少 76.1 千公顷，早稻总产量为 3132 万吨，比上年减少 204 万吨；秋粮播种面积 76657 千公顷，比上年增加 924 千公顷，秋粮总产量初步统计为 39199 万吨，比上年增加 1801 万吨。

东北及内蒙古地区增产较多，其他主产区生产保持稳定。2010 年，东北及内蒙古粮食总产量达到 11779 万吨，比 2009 年增产 1393 万吨，同增 13.4%。由于去年东北及内蒙古地区遭遇伏旱，造成吉林、辽宁和内蒙古减产约 800 万吨，因此，今年东北及内蒙古地区大幅度增产是带有较大的恢复性增产因素的。十三个粮食主产区 2010 年粮食总产量为 41185 万吨，比上年增加 1475 万吨，同增 3.7%。其中江西、湖南因灾有一定幅度减产。全国 31 个省区市中，全年粮食总产量增产的有 20 个，减产的有 11 个。

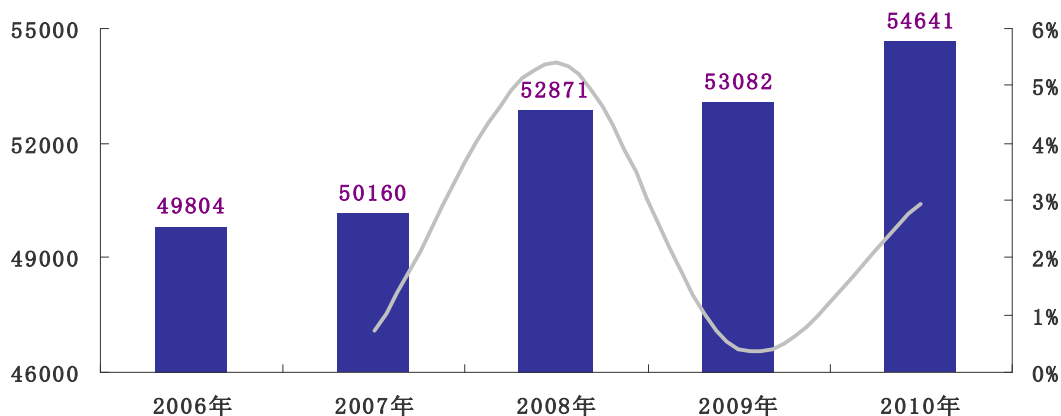
西南旱区减产较多。旱灾较重的广西、贵州、云南三省（区）粮食总产量为 4048 万吨，比 2009 年减产 160 万吨，下降 3.8%，其中，夏粮和早稻共减产约 201 万吨，秋粮形势较好，增产 43 万吨。

面积增加，气候条件有利。2010 年全年粮食播种面积达到 109872 千公顷，比 2009 年增加 886 千公顷，特别是高产作物玉米播种面积扩大了 1300 多千公顷，因面积扩大增产粮食 441 万吨。今年全国大部分秋粮主产区降水量比较丰沛，特别是素有中国粮仓之称的东北及内蒙古地区，水、光、热配合是历史上最好的，非常有利于农作物产量的形成。2010 年粮食的单位面积产量达到 4973 公斤/公顷，比上年提高了 103 公斤/公顷，因单产提高，粮食产量增产 1118 万吨。

由于播种面积继续增加，良种、高效化肥、先进灌溉技术的逐步推广，预计 2011 年我国粮食总量增产仍能维持 3% 左右。但“量增价涨”的局面仍会出现，**我们预计 2011 年我国农产品价格持续上涨，我们将从气候、国内外粮食产品在我国销售价格、粮食供求关系、人工农资成本和国家粮食最低收购价格五个方面进行论证。**

图 1：全国粮食总产量

单位：万吨

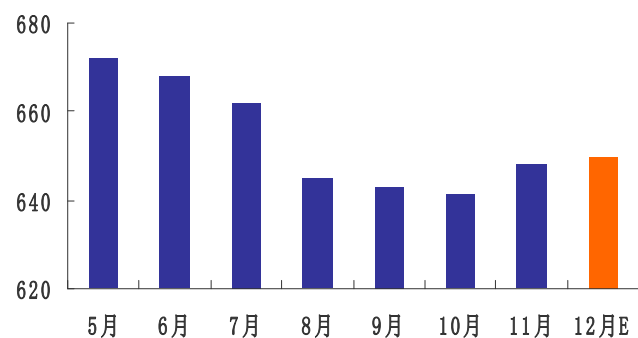


数据来源：国家统计局、安信证券研究中心

1.2. 全球气候异常是 2010 年国际粮价高涨的主要原因

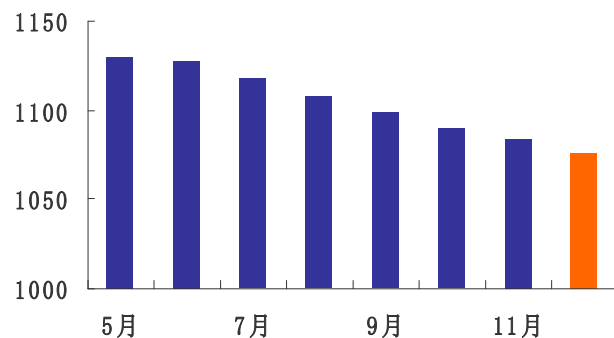
2010 年是世界粮食生产的多灾之年，由于世界主要粮食产地俄罗斯、加拿大、乌克兰、澳大利亚、哈萨克斯坦都出现了不同程度的自然灾害，导致美国农业部连续 7 个月下调小麦、大麦、玉米和稻米的全球总产量。由于粮食供给层面的偏紧，世界主要粮食品种期货、现货价格都在今年下半年都出现了较大幅上涨。2010 年全年各种农作物的减产，也直接降低了 2011 年的全球粮食库存，为 2011 年粮价的高位运行奠定了基础。鉴于已经延续了连续三年的全球气候异常，2011 年由于气候问题导致各类粮食减产也是大概率事件。

图 2：全球小麦产量各月预测值 单位：1000MT



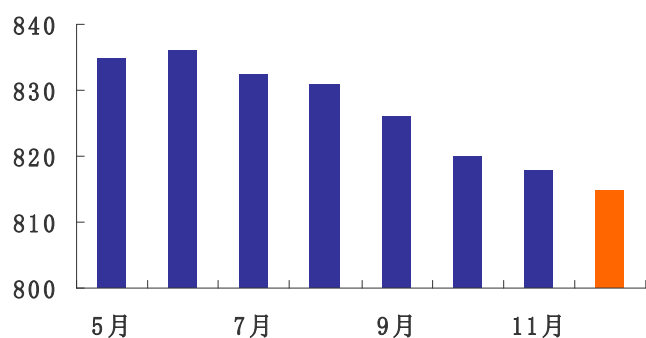
数据来源：USDA、安信证券研究中心

图 3：全球小麦产量各月预测值 单位：1000MT



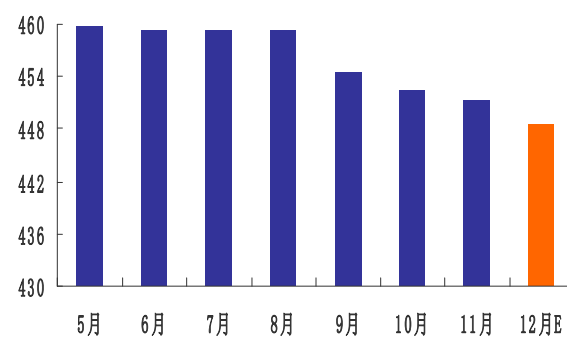
数据来源：USDA、安信证券研究中心

图 4：全球玉米产量各月预测值 单位：1000MT



数据来源：USDA、安信证券研究中心

图 5：全球稻米产量各月预测值 单位：1000MT



数据来源：USDA、安信证券研究中心

图 6: CBOT 小麦价格走势



数据来源: Bloomberg、安信证券研究中心

图 7: WCE 大麦价格走势



数据来源: Bloomberg、安信证券研究中心

图 8: AFE 泰国大米价格走势



数据来源: Bloomberg、安信证券研究中心

图 9: CBOT 玉米价格走势



数据来源: Bloomberg、安信证券研究中心

图 10: CBOT 大豆价格走势



数据来源: Bloomberg、安信证券研究中心

图 11: NYBOT 棉花价格走势



数据来源: Bloomberg、安信证券研究中心

表 1: 2010 年世界农作物主要受灾国家

国家	时间	自然灾害	受灾情况	主要受灾农作物
澳大利亚	4、5 月	蝗虫	席卷东南部的 4 个州, 覆盖约 50 万平方公里的区域, 此区域为澳大利亚大麦、小麦主产区	小麦、棉花
乌克兰	4-7 月	干旱	小麦播种面积 630 万公顷, 低于上年的 675 万公顷。其中, 冬小麦播种面积比上年减少了 45 万公顷, 确定对粮食出口实行配额制度, 额度可能设定为 250 万吨, 其中出口小麦为 150 万吨, 出口大麦 100 万吨	大麦、小麦
哈萨克斯坦	5、6 月	干旱	哈萨克斯坦农业部表示粮食产量预测从 1450-1550 万吨下调至 1350-1450 万吨	小麦
加拿大	6 月	降雨过量	加拿大小麦局表示, 2010/11 年度 (8 月到次年 7 月) 加拿大小麦产量可能达到 1560 万吨, 低于上年的 1880 万吨。降雨过量导致 1050 万英亩的耕地未能种植, 另外还有 250 万英亩的小麦作物受灾	小麦、大豆
俄罗斯	7、8 月	干旱	共有 43 个联邦主体 893 个地区的 25000 多个农业生产单位遭受旱灾, 农作物绝产面积 1330 万公顷, 占俄罗斯粮食作物播种总面积的 30%, 预计 2010 年粮食产量为 6050 万吨, 较 2009 年粮食总产量 9700 万吨下降 37.63%	小麦
	8 月	火灾	火灾直接影响俄罗斯南部小麦生产基地 1020 万公顷农作物, 占俄罗斯粮食作物播种总面积的 23%	小麦

数据来源: 安信证券研究中心

表 2: 2009 年世界大麦、小麦、玉米、稻米主要生产国和出口国排名

品种	大麦		小麦		玉米		稻米	
国家	生产	出口	生产	出口	生产	出口	生产	出口
中国	-	-	2	-	2	-	1	7
俄罗斯	2	3	4	4	-	-	-	-
加拿大	4	5	6	3	10	-	-	-
澳大利亚	5	2	8	5	-	-	-	-
哈萨克斯坦	10	8	-	7	-	-	-	-
乌克兰	3	1	9	6	9	4	-	-
欧盟	1	4	1	2	3	7	-	-

数据来源: USDA、安信证券研究中心

1.3. 国外农产品到岸完税价格高于我国农产品价格

截止 2010 年 11 月, 小麦、食糖、油菜籽、玉米、稻米的到岸完税价格均高于我国生产的农产品价格。根据历年经验, 当国外农产品到岸完税价格高于我国农产品价格后, 我国质优价低的农产品会出现大量走私到国外的情况, 同时由于比价效应, 国内粮商也会缓慢提价, 拉低国内外粮价的差距, 推动粮食价格上涨。

表 3: 2010 年 11 月国内农产品价格 VS 国外农产品到岸完税价格

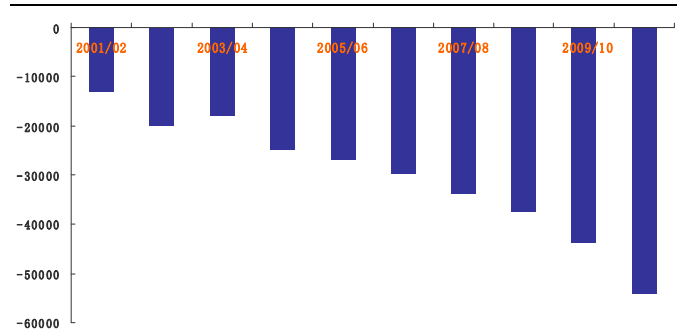
粮食品种	具体描述	价格单位: 元	国内外差价
小麦	国内优质麦运抵南方销区批发价	2500	20.80%
	美国墨西哥湾硬红冬麦（蛋白质含量 12%）到岸税后价	3020	
食糖	国内食糖价格	5743	24.67%
	珠三角地区进口食糖到岸税后价	7160	
油菜籽	湖北地区油菜籽进厂价	4080	14.22%
	加拿大油菜籽到岸税后价	4660	
玉米	东北玉米运抵南方港口交货价	2080	4.81%
	美国玉米运抵南方港口到岸税后价	2180	
稻米	国内晚籼米批发价	3160	4.43%
	泰米（25%破碎率）到岸税后价	3300	
大豆	山东地区国产大豆进厂价	3680	-0.54%
	山东地区进口大豆到岸税后价	3660	
豆油	山东地区国产豆油出厂价	7900	-0.76%
	美国墨西哥湾豆油运抵山东港口到岸税后价	7840	

数据来源: 农业部、安信证券研究中心

1.4. 供需失衡: 大部分农产品不能自给自足

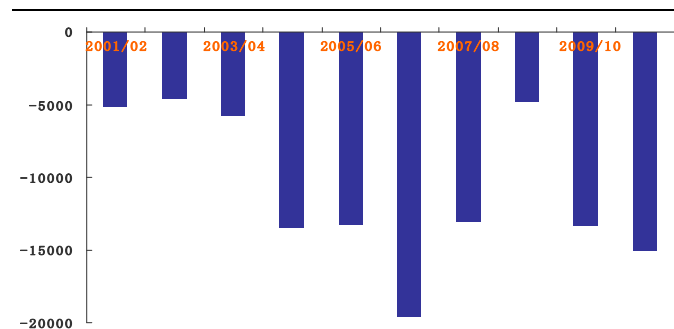
工业用量增加、消费结构升级和城镇化进程使我国部分农产品消费量快速增长但产量增长较慢。多种大宗农产品依赖进口，消费缺口逐年增大，其中大豆、棉花消费严重依赖进口，玉米、粳稻、食糖部分依赖进口，小麦、稻谷尚能维持自给自足。供需失衡严重威胁到我国的粮食安全，严重依赖进口的大豆和棉花的部分定价权已经被国外大型粮商控制。我们认为虽然棉价、糖价在短期有所回落，但由于各种成本上升的推动，2011 年仍将维持在高位运行，不会出现大幅下降，而小麦、稻谷、大豆、玉米价格将持续上涨。

图 12: 我国历年大豆消费缺口 单位: 1000MT



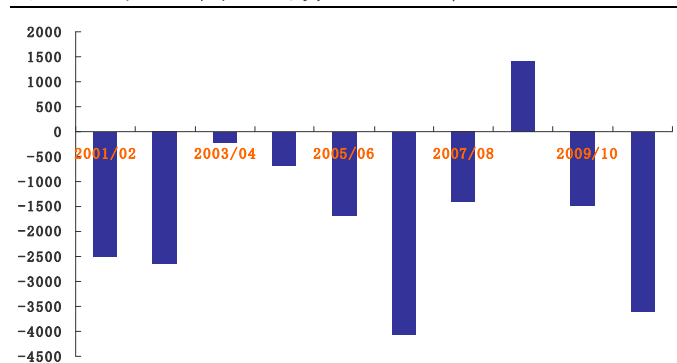
数据来源: USDA、安信证券研究中心

图 13: 我国历年棉花消费缺口 单位: 1000MT



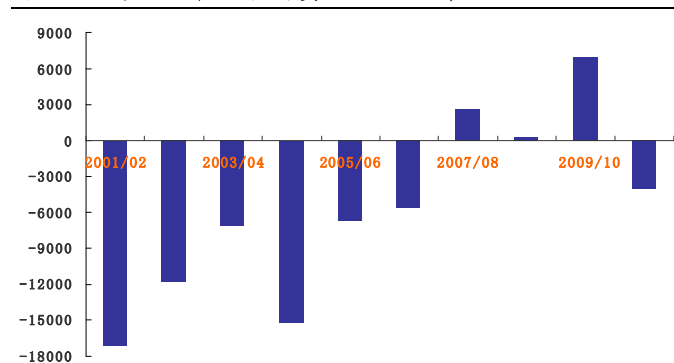
数据来源: USDA、安信证券研究中心

图 14: 我国历年食糖消费缺口 单位: 1000MT



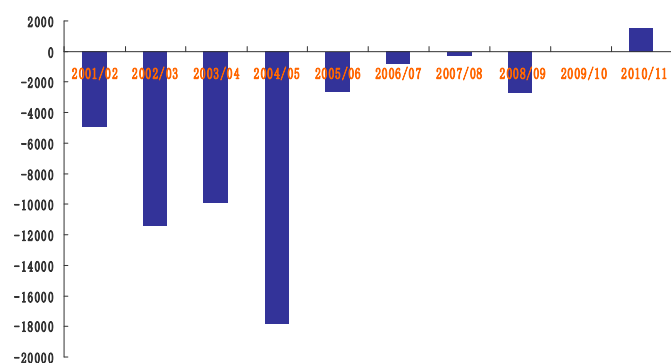
数据来源: USDA、安信证券研究中心

图 15: 我国历年玉米消费缺口 单位: 1000MT



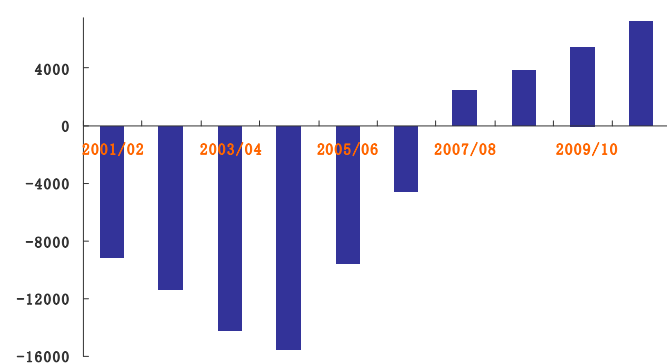
数据来源: USDA、安信证券研究中心

图 16: 我国历年大米消费缺口 单位: 1000MT



数据来源: USDA、安信证券研究中心

图 17: 我国历年小麦消费缺口 单位: 1000MT



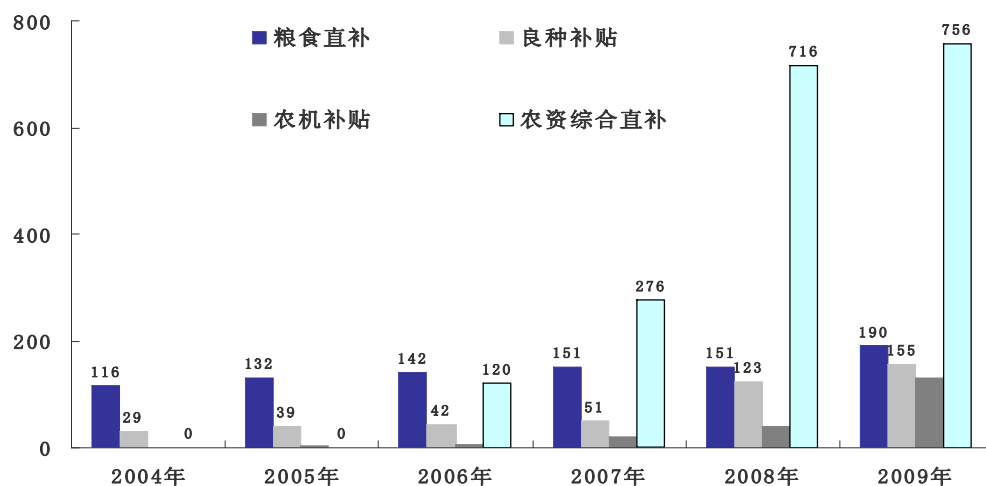
数据来源: USDA、安信证券研究中心

1.5. 人工、良种、农机、农资粮食生产各种成本不断提高

国家历年的粮食、农资综合、良种以及农机补贴不断提高从另一个视角反映出人工、良种、农机、农资不断上涨的历程。我国 2004 年至 2009 年国家财政农业补贴逐年提高, CAGR 高达 153.05%, 说明我国粮食价格上涨幅度仍小于人工成本、良种、农机和农资的涨价幅度, 粮食价格上涨在各种成本上浮的推动下乃是大势所趋。

图 18: 我国历年农业财政补贴

单位: 亿元



数据来源: 农业部、安信证券研究中心

1.6. 国家粮食最低收购价格不断提高推动粮价上涨

从 2004 年起, 我国实行重点粮食品种最低收购价政策, 市场粮价低于最低收购价时, 国家委托符合条件的粮食企业, 按最低收购价收购粮食。从执行情况看, 这一政策调控作用明显, 新粮上市时可以化解粮价下行压力; 粮价上涨时, 可以通过抛售平抑粮价, 国家掌握的大量粮源成为应对粮价波动的重要保障。

尽管稻米国家最低收购价格连续三年提升, CAGR10.82%, 小麦国家最低收购价格连续四年提升, CAGR8.17%, 但今年的粮食价格上涨幅度仍远高于最低收购价格上涨幅度。在自然灾害等因素的影响下, 市场看涨预期强烈, 粮食零售价持续上涨。例如今年新麦收购期间, 由于企业抢购和惜售现象存在, 导致收购成本较高, 小麦后期价格不存在下降空间。我们认为国家最低粮食收购价的不断提高无论在粮价处于上行或者下行通道时, 均强制的提高了基础粮食的价格, 2011 年粮价在最低收购价格的再次上调下必然上涨。

表 4: 历年国家粮食最低收购价

单位: 元/50 公斤

	2007	2008.2	2008.3	2009	同比	2010	同比	2011	同比
早籼稻	70	75	77	90	16.9%	93	3.3%		
中晚稻	72	75	79	92	16.5%	97	5.4%		
粳稻	75	79	82	95	15.9%	105	10.5%		
混合麦	69	70	72	83	15.3%	86	3.6%	93	8.1%
红小麦	69	70	72	83	15.3%	86	3.6%	93	8.1%
白小麦	69	75	77	87	13.0%	90	3.4%	95	5.6%

数据来源: 农业部、安信证券研究中心

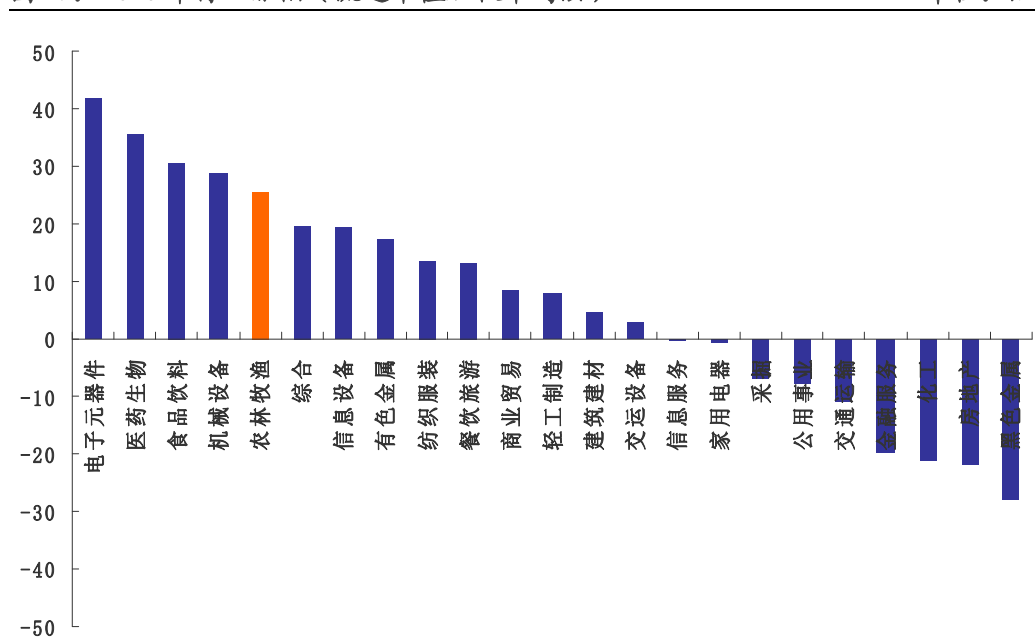
2. 2011 年我们推荐种子、海洋养殖、畜牧养殖业子行业

2.1. 给予 2011 年农业板块“领先大市-A”评级

截止 2010 年 11 月 30 日, 农林牧渔板块上涨 25.71%, 涨幅位列 23 个行业第五位, 子行业中种业和海产品养殖分别上涨 81.21% 和 63.36%。2010 年农业板块涨幅居前主要受益于通胀下的农产品涨价和消费升级, 我们认为由于 2011 年农产品价格持续上涨预期不变, 农业板块表现依然抢眼。

图 19: 2010 年行业涨幅 (流通市值加权平均法)

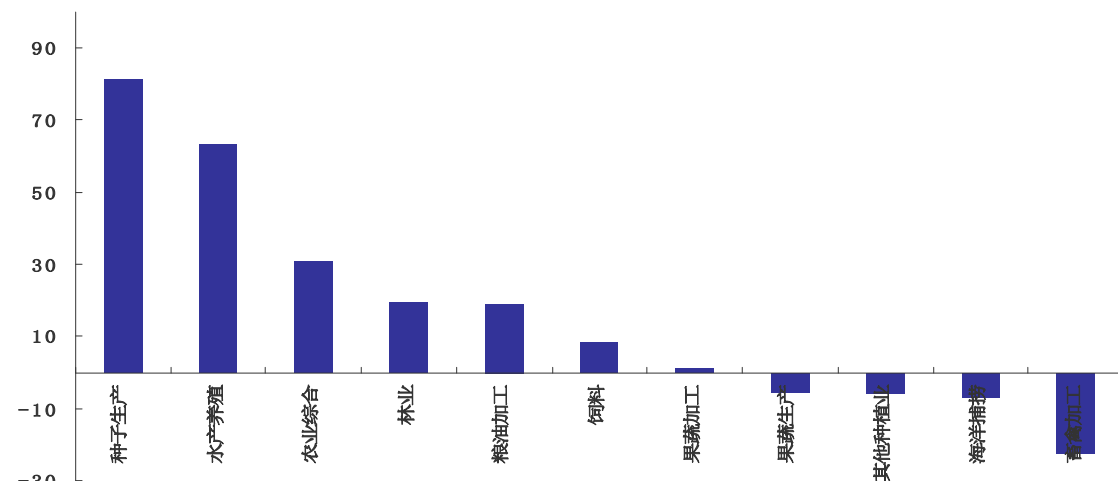
单位: %



数据来源: Wind、安信证券研究中心

图 20：2010 年农林牧渔子行业涨幅（流通市值加权平均法）

单位：%



数据来源：Wind、安信证券研究中心

2011 年我们看好的农业子行业依次为：种业、海产品养殖、畜牧业养殖、饲料业、乳业、苹果汁、番茄酱、糖，看好公司为敦煌种业、东方海洋、雏鹰农牧、圣农发展、益生股份和海大集团。

表 5：子行业走势和推荐公司

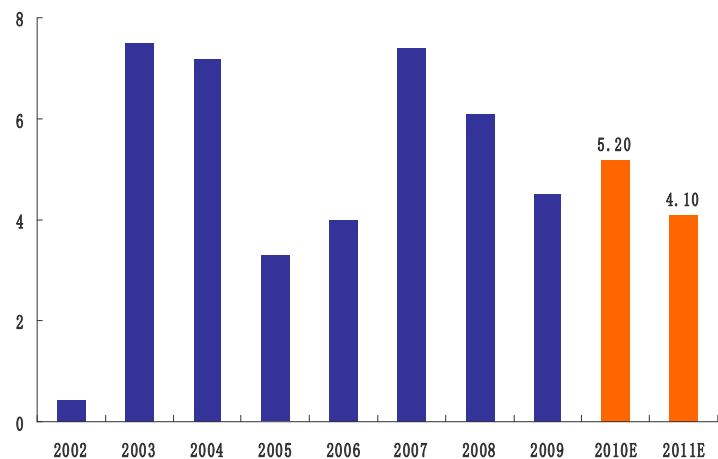
品种	走势预测	主要理由	关注公司	评级
粮食	稳中有升	本文第一节论述五条原因		
玉米种子	上涨	成本上升（受灾害影响单产下降），热销产品涨价	敦煌种业	买入-B
海产品	高位盘整	消费需求增加	东方海洋	买入-B
		受养殖周期限制，供应增长较慢，成本上升		
生猪	2011 年 6 月前持续上升		雏鹰农牧	买入-A
鸡肉	2011 年 6 月前持续上升	猪肉替代效应，季节性消费增加	圣农发展	买入-B
雏鸡	缓慢上涨	鸡肉价格上涨，养殖效益转好	益生股份	买入-A
饲料业	稳中有升	需求增加	海大集团	买入-B
乳业	原奶价格上涨	优质奶源持续短缺	西部牧业	增持-A
苹果汁	上涨	苹果价格上涨	国投中鲁	增持-A
番茄酱	上涨	番茄价格上涨	新中基	增持-A
糖	上半年高位运行	新榨季供需仍有缺口，	南宁糖业	增持-A

数据来源：安信证券研究中心

2.2. 种业：看好持续热销品种

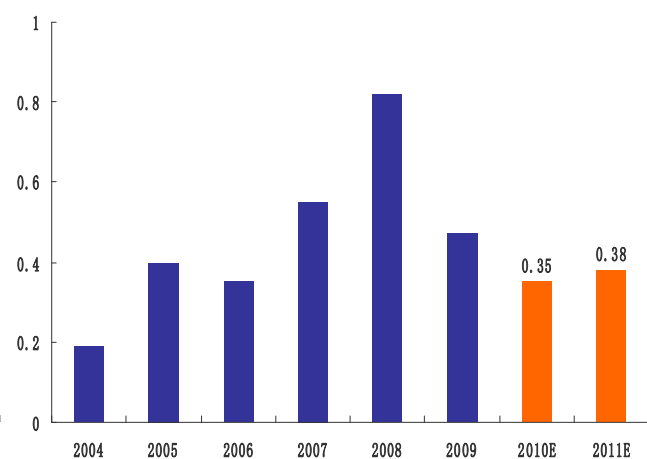
2010 年全国种子整体供应充足，但随着优质种子品种的不断推广，农民越来越愿意选购有品牌的良种进行播种，同时随着土地成本的不上升，良种价格持续走高，预计 2011 年优质种子价格处于稳中有升的态势。杂交玉米种子方面，据农业部统计，今年国内共生产杂交玉米种子 384 万亩，比 2009 年增加 50 万亩；预计产种 13.6 亿公斤，比上年增加 2.4 亿公斤；库存种子 2.5 亿公斤，比 2009 年减少 2 亿公斤。杂交水稻种子方面，今年杂交水稻种子共制种 157 万亩，比 2009 年增加 20 万亩；预计产种约 3 亿公斤，比上年增加 0.6 亿公斤左右；今年库存含脂种子 0.45 亿公斤，比上年增加 0.2 亿公斤，基本满足市场的需求。我国将于 2011 年实行新农作物种子生产经营许可证管理办法，将杂交水稻、玉米制种企业注册资本从最低 500 万元提高到 3000 万元，转基因制种企业不低于 1 亿元，有实力的大企业有望并购小型企业，种子行业面临重新洗牌。

图 21: 2011 年杂交玉米种子库存预期 单位: 亿公斤



数据来源: 农业部、安信证券研究中心

图 22: 2011 年杂交水稻种子库存预期 单位: 亿公斤



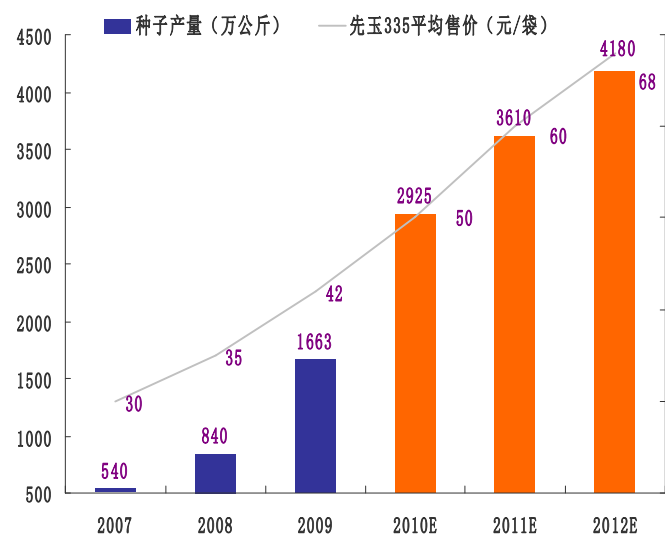
数据来源: 农业部、安信证券研究中心

2.2.1. 敦煌种业: 先玉 335 量价齐升

先玉 335 持续保持热销, 在于其优异的产品性状, 以及后期玉米粒脱水快, 甚至出现部分粮食部门加价收购的情况。同时美国先锋公司先进的营销理念指导下, 采取种子高质高价, 播种成活率几乎达到 100%, 同时配套单粒播种机, 改变了传统的人工播种为机械播种, 减轻了农民的劳动强度。

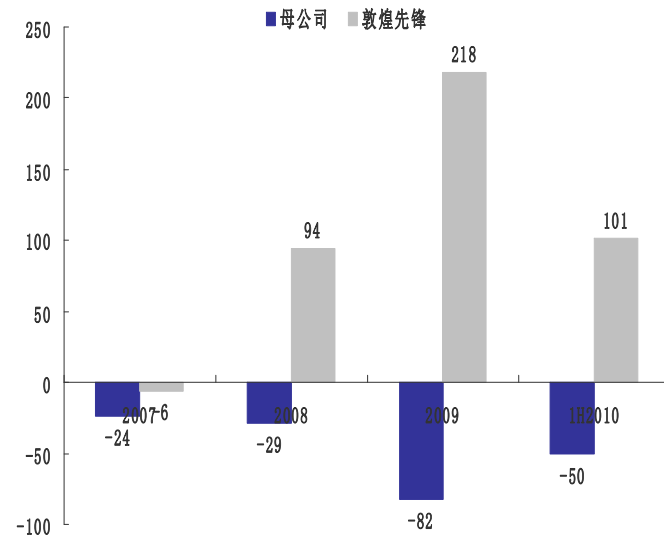
公司主营业务有望于 2011 年扭亏。公司业绩屡屡低于市场预期, 主要受公司母公司经营业绩下滑拖累。2010 年坏账计提基本于上半年完成, 且随着番茄酱价格上涨, 以及 2011 年棉花种植面积的扩大及棉价的回落, 预计 2010 年下半年和 2011 年主业皮棉加工和番茄酱生产亏损将减少甚至扭亏。

图 23: 预测敦煌先锋先玉 335 产量及价格



数据来源: 安信证券研究中心

图 24: 敦煌种业母公司及控股子公司净利润 百万元



数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

以 2009 年数据测算, 当先玉 335 成为地区主力种植品种 (市场占有率 30%), 市场容量为 6751 万公斤, 仍远大于我们预测公司 2012 年 4180 万公斤的产量, 产品销售毫无问题。预计 2010-2012 全面摊薄 EPS 为 0.35、0.96、1.46 元, 给予 2011 年 45 倍 PE, 对应目标价位 43.2 元, 给予买入-B 评级。

表 6: 先玉 335 销量假设

先玉 335 销售地区	2009 年玉米种植面积 (万亩)
东北地区 (黑龙江、吉林、辽宁)	12560
中西部地区 (新疆、甘肃、宁夏)	1963
内蒙古自治区	3480
合计	18003
平均每亩用种量 (公斤)	1.25
用种量 (假设先玉 335 达到 30%市场占有率)	6751.13 万公斤

数据来源: 安信证券研究中心

2.3. 海洋养殖: 消费升级拉动需求持续增长

海洋养殖业的主要产品为海参和虾夷扇贝, 海参的价格受节日需求和气候变化的影响较大, 虾夷扇贝的价格较为稳定。海参一年有两个捕捞季节, 主要集中在 5-6 月和 10-12 月, 视地理位置、气候条件而定。我们估算 2010 年海参捕捞量较 2009 年增加 0.9 万吨, 海参价格春节之后走低, 主要原因为消费量减少, 之后价格一路走高, 主要因为气候原因山东、大连海参产量较往年略有减少, 且由于干海参易于保存的特点, 部分地区出现游资炒作的情况发生。我们预计 2011 海参价格同 2010 年走势相似, 除春节过后略有回落外, 全年价格稳中有升。

图 25: 我国历年扇贝产量

单位: 万吨

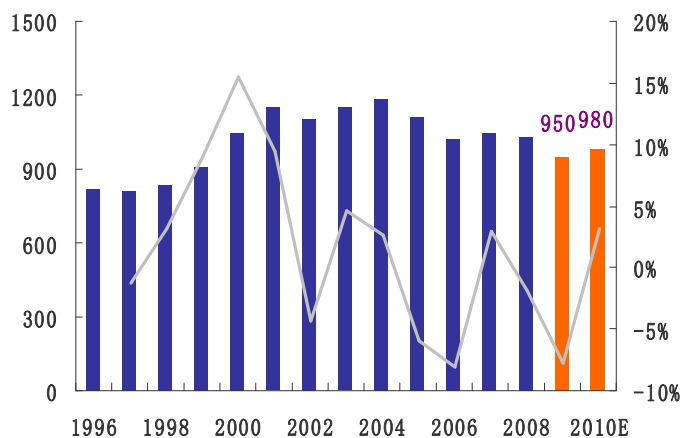
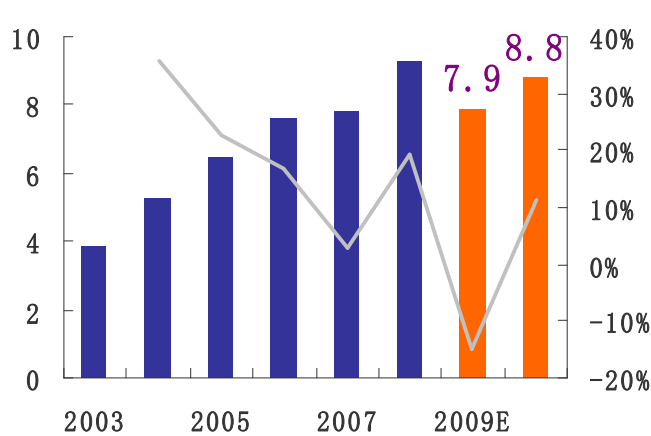


图 26: 我国历年海参产量

单位: 万吨



数据来源: 2009 年中国渔业年鉴、安信证券研究中心

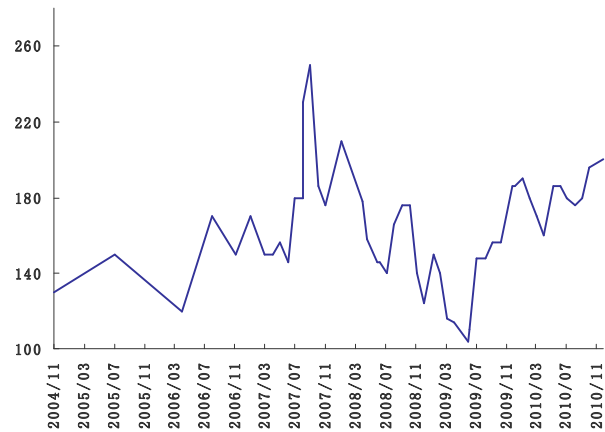
数据来源: 2009 年中国渔业年鉴、安信证券研究中心

2.3.1. 东方海洋: 海参养殖量价齐升

2010 年海参价格持续走高, 公司 10 月份鲜海参销售价格较今年上半年平均价格上涨 12%, 较去年平均价格上涨 40%。由于海参的养殖周期为 1-2 年, 考虑到气候异常因素, 预计明年海参价格仍维持高位运行。目前公司四片养殖海域均进入捕捞期, 预计 10-12 年全年捕捞量达到 580 吨、860 吨和 1050 吨。公司海参养殖主要为低播养殖, 产品营养价值高于普通虾池养殖, 产品溢价尚未体现, 我们预计未来 2 年内低播养殖海参溢价将逐步体现。

图 27: 威海海参价格

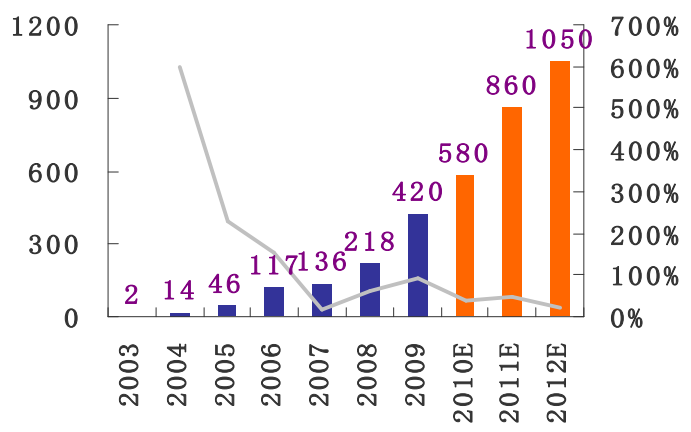
单位: 元



数据来源: 中国农业信息网、安信证券研究中心

图 28: 东方海洋海参捕捞量

单位: 吨



数据来源: 安信证券研究中心

三文鱼和胶原蛋白为明年利润爆点:

三文鱼养殖分为淡水鱼苗和海水鱼成两个阶段, 预计明年 2 月由淡水移至海水养殖, 如果养殖成功, 7、8 月份即可销售, 贡献 EPS0.12 元。胶原蛋白市场反映良好, 销量广阔, 公司聘请了赵雅芝作为胶原蛋白类产品代言人, 目前已拥有 40 家代理, 公司规划 2011 代理达到 150 家, 2010 销售 45 吨左右, 预计 2011 年销售 80 吨, 贡献 EPS0.09 元。

增发项目海域海参投苗全部完成, 不考虑特大自然风险, 公司海洋养殖及来料加工业务 2010-2012 年贡献全面摊薄 EPS 为 0.32、0.56、0.69 元。由于三文鱼淡水到海水养殖能否成功的不确定性, 2011 年暂不计入 EPS, 胶原蛋白业务 2011 年销售尚处于渠道拓展阶段, 不确定性较大, 2011、2012 年暂不计入 EPS。我们预计公司 2010-2012 年全面摊薄 EPS 为 0.40、0.56 和 0.74 元, 考虑到公司拥有优质海洋资源的稀缺性, 给予公司 2011 年 50 倍 PE, 对应 12 个月目标价为 28 元, 给予买入-B 评级。

表 7: 东方海洋海产品养殖海域

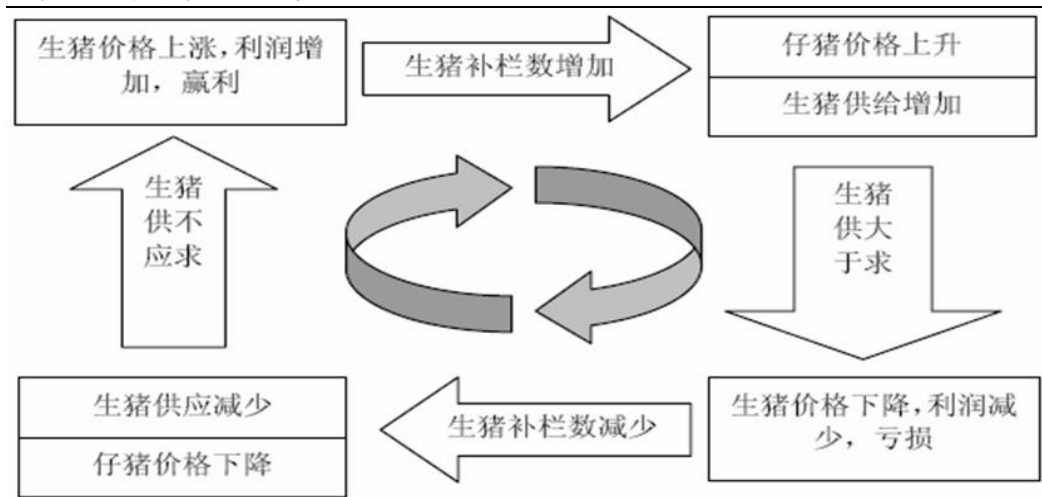
海域	面积 (亩)	备注
海阳辛安	836	围堰养殖
	10410	增发确权, 低播养殖, 2009 年主要收获海域
牟平	9903	增发确权, 低播养殖, 2011 年主要收获海域
莱州	10255	增发确权, 低播养殖, 2010 年主要收获海域
担子岛	9995	增发项目 (其中 4925 亩为租赁海域)
合计	41399	2010 年 4 月全部完成投苗

数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

2.4. 畜牧养殖业: 整体盈利能力不断提高

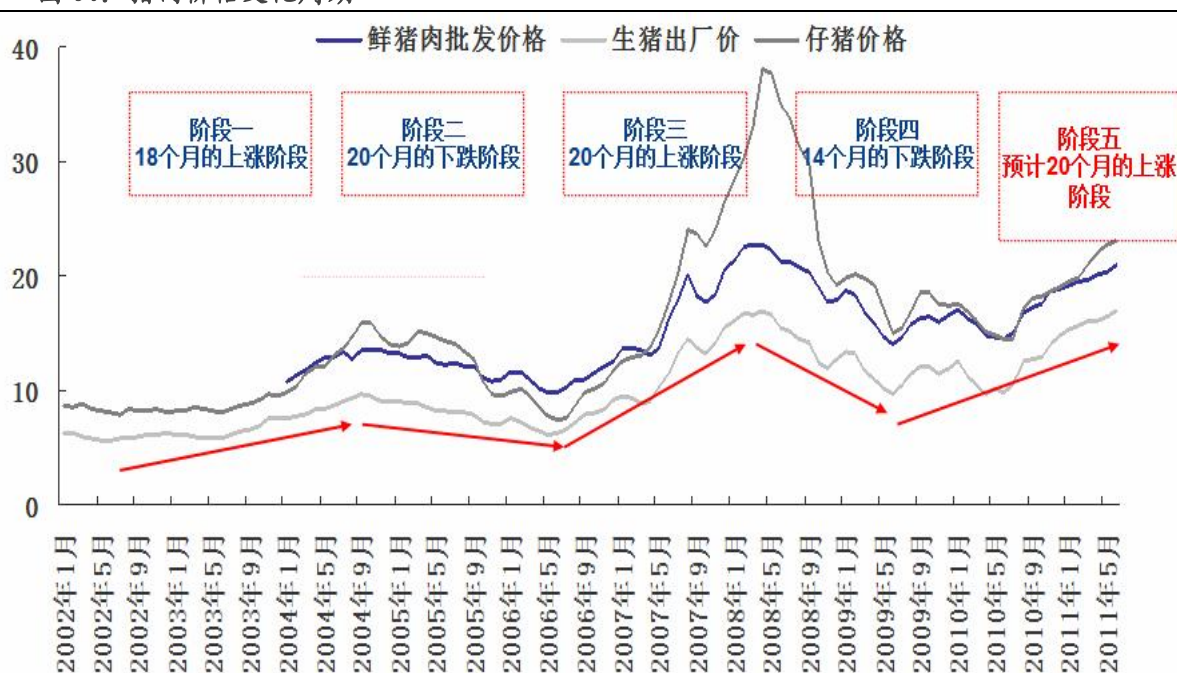
我国生猪和猪肉价格以大约三年为一个周期, 猪肉价格受供求关系变动而变化, 主要规律为: 上一期的猪肉价格→上一期的生猪养殖规模→本期的猪肉供给量→本期的猪肉价格。我国生猪价格在 2009 年 5 月到达谷底, 由于之前大量宰杀生猪和母猪, 加上政府启动冻猪肉收储计划, 供给过剩得到缓解, 从 2009 年 6 月猪肉价格进入新一周期上涨阶段。从今年 7 月起, 小麦、玉米、谷物大宗粮价上涨过大, 直接推动饲料价格高企, 加速猪肉价格的上涨, 我们预计 2011 年 6 月前猪肉价格持续上涨, 上涨幅度在 30%左右。

图 29：猪肉价格变化原理



数据来源：雏鹰农牧招股说明书、安信证券研究中心

图 30：猪肉价格变化周期



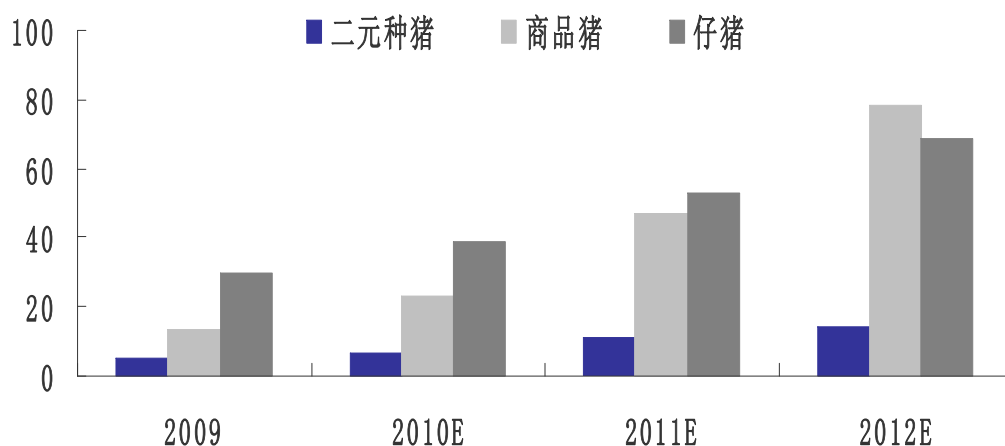
数据来源：安信证券研究中心

2.4.1. 雏鹰农牧：猪肉价格上涨的直接受益者

公司产品育肥猪、仔猪、二元种猪价格全面出现上涨，但由于饲料、人工成本也有较大增长，2010、2011 年毛利率并未有较大上升。公司部分育肥猪、仔猪延迟出栏，等待更高的售价。

图 31: 雏鹰农牧销量预测

单位: 万头



数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

创新的雏鹰模式是公司稳步发展的基石

雏鹰模式的优点:

- 1、前期投入相对较低: 工厂化养殖需要大量土地、设备, 前期投入较大, 雏鹰模式主要是设立小厂, 土地成本较低;
- 2、防疫相对简单: 由于雏鹰模式实行小厂分散养殖, 厂区间距大防疫容易;
- 3、核心优势: 公司与农户实施的是固定核算价, 农户避免了猪肉价格变动的风险; 当生猪价格上涨时, 公司完全占有超过核算价指的溢价部分, 使公司业绩有较大的向上弹性

我们认为, 国内生猪价格已进入新一轮上涨周期, 公司不仅受益于产能扩张, 而且还受益于猪价上升。我们预测公司 2010-2012 年每股全面摊薄 EPS 为 0.98、1.47 和 1.98 元, 给予公司 2011 年 50 倍 PE, 对应 12 个月目标价 73.5 元, 给予买入-A 评级。

表 8: 生猪销售收入价格敏感性分析

预测公司 2011 年生猪出栏 65 万头, 每头重 100 公斤				
2010 年生猪核算价为 6.42 元/斤				
生猪价格 (元/斤)	12	12.5	13	13.5
市场价格高于核算价格	5.58	6.08	6.58	7.08
收入 (万元)	36270	39520	42770	46020

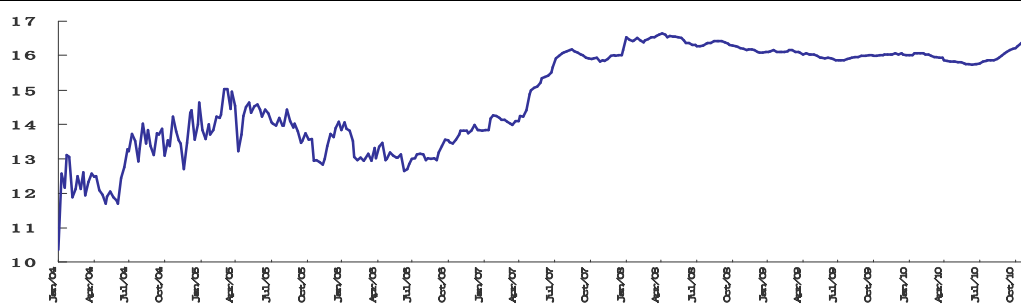
数据来源: 安信证券研究中心

2.4.2. 圣农发展: 增发项目助公司快速成长

受益于猪肉价格上涨, 与猪肉有替代作用的鸡肉也在三个月内上涨了 5% 左右, 预计公司单位利润将从 2010 年的 2 元/羽增长到 2011 年的 3 元/羽。我们预计公司 2010 到 2012 年全面摊薄 EPS 为 0.65、1.12、1.83 元, 考虑到公司刚刚完成定向增发, 增发价 26.31 元, 给予公司 2011 年 40 倍 PE, 12 个月目标价 44.8, 给予买入-B 评级。

图 32: 白条鸡市场价格

单位: 元



数据来源: 商务部、安信证券研究中心

日期: 2010-11-30

行业重点公司财务和估值汇总表

证券 代码	公司 名称	上次 评级	最新 评级	每股收益(元)			市盈率(X)			ROE(%)			现价	目标价	首次推 荐日期	自推荐 来涨幅
				2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011				
600354	敦煌种业	-	买入-B	0.16	0.35	0.96	202.69	92.66	36.85	16.50	24.50	32.00	32.43	48.00	-	-
002041	登海种业	-	增持-A	0.53	0.97	1.37	120.00	64.90	45.11	19.40	19.00	21.20	63.60	70.50	-	-
002086	东方海洋	-	买入-B	0.23	0.40	0.56	83.26	47.88	34.20	5.09	8.30	10.80	19.15	28.00	-	-
002069	獐子岛	-	增持-A	0.46	0.88	1.17	95.61	49.98	34.20	14.20	22.50	24.00	43.98	52.65	-	-
002477	雏鹰农牧	-	买入-A	0.66	0.98	1.47	90.91	61.22	40.82	24.10	26.10	24.90	60.00	73.50	-	-
002299	圣农发展	-	买入-B	0.49	0.65	1.12	64.84	44.75	31.36	12.68	14.7	20.6	31.77	44.80	-	-
002458	益生股份	-	买入-B	1.00	0.80	1.10	34.44	43.05	31.31	34.70	27.00	23.70	34.44	49.50	-	-
002311	海大集团	-	买入-B	0.90	0.75	0.98	34.72	41.47	31.89	7.60	9.87	12.34	31.25	49.00	-	-

敦煌种业 (600354) 财务报表预测和估值数据汇总

单位

百万元

模型更新时间

2010-11-30

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,110.0	1,512.7	1,739.6	2,296.3	2,755.5	成长性					
减: 营业成本	822.7	1,064.9	1,130.7	1,400.7	1,598.2	营业收入增长率	47.5%	36.3%	15.0%	32.0%	20.0%
营业税费	0.3	0.5	0.6	0.8	1.0	营业利润增长率	-229.2%	172.3%	98.8%	89.3%	30.8%
销售费用	85.0	135.6	140.1	188.8	231.8	净利润增长率	-195.5%	115.8%	177.8%	138.0%	51.3%
管理费用	66.3	93.4	118.5	145.1	177.3	EBITDA 增长率	284.7%	58.5%	54.5%	69.4%	25.8%
财务费用	62.0	50.4	40.9	38.1	30.3	EBIT 增长率	1214.6%	69.3%	68.3%	77.3%	27.5%
资产减值损失	22.5	21.9	20.0	-19.2	8.6	NOPLAT 增长率	285.3%	49.8%	74.6%	75.7%	26.8%
加: 公允价值变动收益	-3.5	3.5	-	-	-	投资资本增长率	5.6%	-5.3%	26.0%	5.1%	9.8%
投资和汇兑收益	5.3	-5.2	-2.0	1.0	2.0	净资产增长率	12.7%	19.9%	40.2%	43.4%	41.6%
营业利润	53.0	144.2	286.7	542.9	710.3	利润率					
加: 营业外净收支	15.0	-5.7	7.0	7.0	5.0	毛利率	25.9%	29.6%	35.0%	39.0%	42.0%
利润总额	68.0	138.5	293.7	549.9	715.3	营业利润率	4.8%	9.5%	16.5%	23.6%	25.8%
减: 所得税	2.0	-2.8	-	-	-	净利润率	1.3%	2.0%	4.8%	8.6%	10.9%
净利润	13.9	30.0	83.4	198.5	300.4	EBITDA/营业收入	13.4%	15.6%	20.9%	26.9%	28.2%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	10.4%	12.9%	18.8%	25.3%	26.9%
货币资金	405.1	658.5	551.8	1,021.0	1,585.2	运营效率					
交易性金融资产	10.4	1.1	1.0	1.0	1.0	固定资产周转天数	111	101	99	72	57
应收账款	370.2	353.7	587.4	703.7	985.2	流动营业资本周转天数	278	185	182	180	173
应收票据	3.8	0.5	2.3	3.8	3.0	流动资产周转天数	455	400	394	370	413
预付账款	208.3	200.5	189.2	203.2	199.4	应收账款周转天数	105	74	88	94	100
存货	592.9	557.1	700.5	753.4	861.9	存货周转天数	199	140	132	116	107
其他流动资产	0.5	1.5	1.8	2.7	3.6	总资产周转天数	653	565	545	479	500
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	473	347	332	287	257
持有至到期投资	0.5	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	52.5	50.0	49.9	49.9	49.9	ROE	9.3%	16.5%	24.5%	32.0%	29.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	3.0%	5.6%	10.7%	16.3%	16.7%
固定资产	356.9	490.1	466.5	446.4	425.4	ROIC	9.0%	12.8%	23.6%	32.9%	39.7%
在建工程	60.5	10.5	6.7	4.5	3.2	费用率					
无形资产	161.6	194.1	181.2	169.2	158.0	销售费用率	7.7%	9.0%	8.1%	8.2%	8.4%
其他非流动资产	2.9	7.0	7.6	8.0	8.2	管理费用率	6.0%	6.2%	6.8%	6.3%	6.4%
资产总额	2,225.9	2,524.6	2,746.0	3,367.0	4,284.1	财务费用率	5.6%	3.3%	2.4%	1.7%	1.1%
短期债务	1,192.9	1,218.2	996.8	993.6	989.5	三费/营业收入	19.2%	18.5%	17.2%	16.2%	15.9%
应付账款	182.0	278.7	309.8	300.3	399.6	偿债能力					
应付票据	4.0	1.3	3.1	4.1	3.7	资产负债率	68.0%	66.1%	56.3%	49.0%	43.2%
其他流动负债	111.7	150.5	214.3	322.1	425.6	负债权益比	212.4%	195.4%	129.1%	95.9%	76.0%
长期借款	5.6	1.3	1.3	1.3	1.3	流动比率	1.06	1.07	1.33	1.65	1.98
其他非流动负债	10.8	10.4	11.3	14.2	15.4	速动比率	0.66	0.73	0.86	1.18	1.51
负债总额	1,513.3	1,670.0	1,547.4	1,648.5	1,850.2	利息保障倍数	1.85	3.86	8.01	15.24	24.47
少数股东权益	137.4	249.6	460.0	811.4	1,226.3	分红指标					
股本	186.0	186.0	236.2	206.2	206.2	DPS(元)	-	-	-	-	-
留存收益	389.2	419.1	502.5	701.0	1,001.5	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	712.6	854.7	1,198.6	1,718.5	2,433.9	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	66.0	141.3	83.4	198.5	300.4	EPS(元)	0.07	0.16	0.35	0.96	1.46
加: 折旧和摊销	33.8	41.2	36.5	35.9	35.3	BVPS(元)	3.09	3.25	3.13	4.40	5.86
资产减值准备	22.5	21.9	20.0	-19.2	8.6	PE(X)	433.5	200.9	91.8	33.7	22.3
公允价值变动损失	3.5	-3.5	-	-	-	PB(X)	10.5	10.0	10.4	7.4	5.5
财务费用	65.6	58.3	40.9	38.1	30.3	P/FCF	30.2	45.9	-15.1	64.7	59.4
投资收益	-5.3	5.2	2.0	-1.0	-2.0	P/S	5.4	4.0	4.4	2.9	2.4
少数股东损益	52.1	111.3	210.3	351.4	414.9	EV/EBITDA	18.9	17.8	23.9	12.4	9.7
营运资金的变动	-47.8	171.5	-375.4	-62.3	-189.1	CAGR(%)	102.7%	71.7%	18.3%	-6.0%	-32.0%
经营活动产生现金流量	130.3	434.9	17.9	541.4	598.5	PEG	4.2	2.8	5.0	-5.6	-0.7
投资活动产生现金流量	-91.8	-149.4	-4.0	-1.1	-0.1	ROIC/WACC	1.0	1.4	2.5	3.5	4.3
融资活动产生现金流量	193.3	-177.5	-212.1	-71.4	-34.3	REP	1.9	2.1	1.9	1.2	0.9

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

登海种业 (002041) 财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-11-30

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	416.9	579.1	961.3	1,361.0	1,751.9	成长性					
减: 营业成本	191.8	248.3	456.6	666.6	827.4	营业收入增长率	32.8%	38.9%	66.0%	41.6%	28.7%
营业税费	0.0	0.1	0.2	0.3	0.4	营业利润增长率	37.9%	260.1%	19.4%	42.1%	45.4%
销售费用	73.2	90.9	177.8	245.0	306.6	净利润增长率	-65.6%	3498.1%	93.4%	41.7%	45.1%
管理费用	55.0	60.1	125.0	170.1	210.2	EBITDA 增长率	19.7%	205.2%	6.7%	40.0%	41.1%
财务费用	-8.1	-10.8	-28.1	-37.8	-59.9	EBIT 增长率	23.6%	301.3%	10.8%	43.1%	43.7%
资产减值损失	52.5	1.7	4.4	-3.4	1.5	NOPLAT 增长率	45.8%	224.6%	14.2%	42.7%	43.4%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-24.2%	-75.1%	-11.2%	-280.5%	291.5%
投资和汇兑收益	-	0.0	-	-	-	净资产增长率	8.4%	19.4%	24.9%	27.0%	30.8%
营业利润	52.4	188.9	225.5	320.3	465.8	利润率					
加: 营业外净收支	9.3	-3.5	2.0	2.0	2.0	毛利率	54.0%	57.1%	52.5%	51.0%	52.8%
利润总额	61.8	185.4	227.5	322.3	467.8	营业利润率	12.6%	32.6%	23.5%	23.5%	26.6%
减: 所得税	0.2	0.9	1.1	1.6	2.3	净利润率	0.6%	16.2%	18.8%	18.8%	21.3%
净利润	61.6	184.5	226.3	320.7	465.4	EBITDA/营业收入	16.0%	35.3%	22.7%	22.4%	24.6%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	10.6%	30.8%	20.5%	20.8%	23.2%
货币资金	477.5	898.3	1,476.4	2,045.6	2,948.5	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	249	207	134	98	78
应收账款	35.9	16.5	27.4	38.7	49.9	流动营业资本周转天数	65	-88	-114	-113	-154
应收票据	0.0	-	-	-	-	流动资产周转天数	631	605	605	668	740
预付账款	9.0	32.1	73.2	133.2	207.7	应收账款周转天数	8	3	2	2	2
存货	253.3	218.8	402.1	594.9	738.4	存货周转天数	273	161	119	134	138
其他流动资产	1.6	2.0	84.7	176.6	266.5	总资产周转天数	923	838	757	778	827
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	349	135	31	-8	-70
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	7.7%	19.4%	19.0%	21.2%	23.6%
投资性房地产	3.8	10.5	10.0	10.0	10.0	ROA	5.4%	11.8%	9.1%	9.4%	10.0%
固定资产	311.0	353.5	363.9	376.2	385.8	ROIC	11.6%	49.8%	228.1%	366.7%	-291.2%
在建工程	15.7	9.2	6.1	4.3	3.2	费用率					
无形资产	20.1	21.9	22.0	22.1	22.2	销售费用率	17.6%	15.7%	18.5%	18.0%	17.5%
其他非流动资产	2.7	2.4	8.1	8.5	8.7	管理费用率	13.2%	10.4%	13.0%	12.5%	12.0%
资产总额	1,132.1	1,565.5	2,474.9	3,411.1	4,641.8	财务费用率	-1.9%	-1.9%	-2.9%	-2.8%	-3.4%
短期债务	2.0	-	300.0	300.0	300.0	三费/营业收入	28.8%	24.2%	28.6%	27.7%	26.1%
应付账款	76.9	108.6	50.3	73.4	91.1	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	29.6%	39.2%	52.0%	55.7%	57.4%
其他流动负债	247.9	498.7	929.1	1,521.5	2,269.1	负债权益比	42.0%	64.5%	108.1%	125.9%	135.0%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	2.38	1.92	1.61	1.58	1.58
其他非流动负债	7.9	6.4	6.4	6.4	6.4	速动比率	1.48	1.55	1.29	1.26	1.30
负债总额	334.7	613.6	1,285.7	1,901.2	2,666.6	利息保障倍数	-5.50	-16.54	-7.02	-7.47	-6.77
少数股东权益	132.8	193.6	238.8	303.0	396.0	分红指标					
股本	176.0	187.0	187.0	187.0	187.0	DPS(元)	-	-	-	-	-
留存收益	488.7	582.3	763.4	1,019.9	1,392.2	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	797.5	951.9	1,189.2	1,509.8	1,975.2	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	61.6	184.5	226.3	320.7	465.4	EPS(元)	0.01	0.53	0.97	1.37	1.99
加: 折旧和摊销	24.9	28.3	20.5	22.6	24.7	BVPS(元)	4.53	5.41	6.36	8.07	10.56
资产减值准备	52.5	1.7	4.4	-3.4	1.5	PE(X)	3,967.2	110.3	60.6	42.8	29.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	12.9	10.8	9.2	7.3	5.6
财务费用	1.8	1.1	-0.9	-28.1	-37.8	P/FCF	-	29.2	22.3	23.2	14.1
投资收益	-	-0.0	-	-	-	P/S	24.8	17.8	11.4	8.1	6.3
少数股东损益	59.0	90.8	45.3	64.1	93.1	EV/EBITDA	149.5	50.4	46.3	31.5	20.5
营运资金的变动	131.0	279.2	44.5	262.9	444.9	CAGR(%)	73.3%	36.1%	32.2%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	243.8	512.2	312.8	629.0	969.7	PEG	54.1	3.1	1.9	-0.4	-0.3
投资活动产生现金流量	-66.1	-60.2	-32.1	-32.1	-32.1	ROIC/WACC	1.2	5.2	23.6	37.9	-30.1
融资活动产生现金流量	-19.8	-32.2	328.1	37.8	59.9	REP	23.8	23.0	5.5	-1.8	0.5

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

东方海洋（002086）财务报表预测和估值数据汇总

单位

百万元

模型更新时间

2010-11-30

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	560.1	473.5	695.5	869.3	1,011.1	成长性					
减：营业成本	445.2	366.0	521.0	632.1	720.1	营业收入增长率	20.7%	-15.5%	46.9%	25.0%	16.3%
营业税费	0.5	1.6	2.3	2.9	3.3	营业利润增长率	14.0%	12.4%	97.3%	41.5%	30.7%
销售费用	9.9	8.8	13.9	19.1	23.3	净利润增长率	19.7%	20.5%	75.7%	41.3%	30.5%
管理费用	19.7	31.8	43.8	53.9	60.7	EBITDA 增长率	33.5%	3.1%	69.1%	31.4%	22.8%
财务费用	27.1	19.0	17.5	19.3	18.8	EBIT 增长率	25.8%	-3.5%	68.4%	36.8%	26.6%
资产减值损失	13.2	-3.8	-2.0	2.0	2.0	NOPLAT 增长率	29.7%	2.2%	54.5%	36.6%	26.5%
加：公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	49.1%	25.9%	14.7%	9.2%	6.4%
投资和汇兑收益	0.1	-	-	-	-	净资产增长率	130.6%	4.6%	7.2%	9.5%	11.3%
营业利润	44.6	50.2	99.0	140.0	183.0	利润率					
加：营业外净收支	2.4	6.6	0.5	0.5	0.5	毛利率	20.5%	22.7%	25.1%	27.3%	28.8%
利润总额	47.0	56.7	99.5	140.5	183.5	营业利润率	8.0%	10.6%	14.2%	16.1%	18.1%
减：所得税	0.0	-	-	-	-	净利润率	8.2%	11.7%	14.0%	15.8%	17.7%
净利润	47.0	56.7	99.5	140.5	183.5	EBITDA/营业收入	16.2%	19.8%	22.8%	23.9%	25.3%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	12.8%	14.6%	16.7%	18.3%	20.0%
货币资金	461.4	180.1	80.2	69.5	119.9	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	288	426	340	309	282
应收账款	135.6	79.4	114.3	142.9	166.2	流动营业资本周转天数	208	309	257	275	283
应收票据	-	-	1.0	1.2	1.4	流动资产周转天数	397	579	339	308	318
预付账款	39.4	46.8	67.6	92.9	121.7	应收账款周转天数	48	58	41	44	46
存货	253.0	324.3	424.0	509.1	580.0	存货周转天数	149	227	197	196	198
其他流动资产	2.6	1.1	-8.4	-8.6	-8.7	总资产周转天数	784	1,226	855	716	663
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	577	923	752	672	623
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	4.4%	5.1%	8.3%	10.8%	12.6%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	2.9%	3.5%	6.0%	7.9%	9.5%
固定资产	522.3	599.1	715.4	778.7	806.2	ROIC	10.3%	7.0%	8.6%	10.3%	11.9%
在建工程	99.7	322.9	194.3	117.2	70.9	费用率					
无形资产	48.3	47.3	47.4	47.5	47.6	销售费用率	1.8%	1.9%	2.0%	2.2%	2.3%
其他非流动资产	31.7	30.8	34.8	35.1	35.3	管理费用率	3.5%	6.7%	6.3%	6.2%	6.0%
资产总额	1,594.1	1,631.9	1,670.7	1,785.7	1,940.6	财务费用率	4.8%	4.0%	2.5%	2.2%	1.9%
短期债务	426.2	365.8	365.5	370.0	369.5	三费/营业收入	10.1%	12.6%	10.8%	10.6%	10.2%
应付账款	56.9	80.3	50.0	60.6	69.0	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	33.3%	31.9%	28.7%	27.2%	25.3%
其他流动负债	5.4	9.5	10.0	11.8	15.1	负债权益比	50.0%	46.8%	40.2%	37.4%	33.9%
长期借款	30.0	45.0	45.0	45.0	45.0	流动比率	1.83	1.39	1.60	1.82	2.16
其他非流动负债	12.7	19.9	8.8	0.1	-7.0	速动比率	1.29	0.65	0.59	0.65	0.86
负债总额	531.1	520.5	479.3	487.5	491.7	利息保障倍数	2.65	3.64	6.65	8.26	10.73
少数股东权益	24.8	25.3	27.6	30.8	34.9	分红指标					
股本	121.9	243.9	243.9	243.9	243.9	DPS(元)	-	0.28	0.08	0.11	0.15
留存收益	916.2	842.2	920.0	1,029.9	1,173.3	分红比率	0.0%	123.5%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	1,062.9	1,111.4	1,191.4	1,304.5	1,452.1	股息收益率	0.0%	2.3%	0.7%	0.9%	1.2%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	47.0	55.3	99.5	140.5	183.5	EPS(元)	0.19	0.23	0.40	0.56	0.74
加：折旧和摊销	22.4	28.9	41.8	48.7	53.6	BVPS(元)	4.36	4.56	4.89	5.35	5.95
资产减值准备	13.2	-3.8	-2.0	2.0	2.0	PE(X)	64.1	53.2	30.3	21.4	16.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.8	2.6	2.5	2.3	2.0
财务费用	18.1	27.6	24.7	17.5	19.3	P/FCF	-	-11.0	-28.8	486.6	43.5
投资收益	-0.1	-	-	-	-	P/S	5.3	6.2	4.2	3.4	2.9
少数股东损益	1.1	1.4	2.3	3.2	4.2	EV/EBITDA	16.6	34.3	21.0	16.2	13.0
营运资金的变动	-181.9	-0.8	-190.5	-141.5	-119.8	CAGR(%)	44.1%	47.9%	30.0%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	-82.8	95.5	-31.5	72.2	142.3	PEG	1.5	1.1	1.0	-0.2	-0.2
投资活动产生现金流量	-221.2	-306.3	-32.1	-32.1	-32.1	ROIC/WACC	1.1	0.8	0.9	1.1	1.3
融资活动产生现金流量	685.7	-70.3	-37.3	-42.2	-55.1	REP	1.3	3.1	2.3	1.8	1.4

资料来源：安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

獐子岛 (002069) 财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-11-30

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,007.0	1,512.5	2,373.0	2,844.6	3,380.4	成长性					
减: 营业成本	703.1	1,088.9	1,485.5	1,755.1	2,065.7	营业收入增长率	57.0%	50.2%	56.9%	19.9%	18.8%
营业税费	1.6	2.7	4.2	4.8	5.9	营业利润增长率	-18.9%	46.5%	184.5%	24.5%	22.1%
销售费用	64.4	98.2	154.2	184.9	219.7	净利润增长率	-25.3%	65.0%	113.5%	25.1%	22.9%
管理费用	80.5	97.8	150.7	180.6	214.7	EBITDA 增长率	-4.5%	33.7%	118.7%	23.3%	20.9%
财务费用	19.6	20.7	3.9	4.1	1.8	EBIT 增长率	-10.9%	41.3%	159.8%	24.4%	21.7%
资产减值损失	2.6	4.8	3.0	3.0	3.0	NOPLAT 增长率	-17.1%	49.6%	101.3%	24.2%	21.5%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	25.0%	17.7%	19.0%	15.5%	13.7%
投资和汇兑收益	2.2	1.7	1.0	1.0	1.0	净资产增长率	9.3%	9.2%	39.3%	16.6%	18.1%
营业利润	137.4	201.2	572.5	713.0	870.7	利润率					
加: 营业外净收支	4.3	25.8	5.0	5.0	5.0	毛利率	30.2%	28.0%	37.4%	38.3%	38.9%
利润总额	141.7	227.0	577.5	718.0	875.7	营业利润率	13.6%	13.3%	24.1%	25.1%	25.8%
减: 所得税	16.6	31.1	144.4	179.5	218.9	净利润率	12.4%	13.7%	18.6%	19.4%	20.1%
净利润	125.2	206.6	441.0	551.6	678.0	EBITDA/营业收入	20.5%	18.2%	25.4%	26.2%	26.6%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	15.6%	14.7%	24.3%	25.2%	25.8%
货币资金	108.7	244.5	189.8	227.6	270.4	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	164	116	73	58	47
应收账款	53.3	81.1	105.7	128.3	150.9	流动营业资本周转天数	302	259	219	234	236
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	401	345	285	291	294
预付账款	63.3	164.6	238.9	326.7	430.0	应收账款周转天数	10	15	13	14	14
存货	990.2	1,173.0	1,546.6	1,827.3	2,150.5	存货周转天数	313	257	206	213	212
其他流动资产	12.7	7.4	1.5	1.9	2.6	总资产周转天数	607	488	376	364	352
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	492	397	299	292	282
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	27.7	26.0	26.0	26.0	26.0	ROE	9.9%	14.2%	22.5%	24.0%	24.7%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	6.9%	8.6%	16.2%	17.5%	18.5%
固定资产	478.7	496.0	472.1	451.7	430.5	ROIC	11.8%	14.2%	24.2%	25.3%	26.6%
在建工程	13.7	10.4	6.8	4.7	3.4	费用率					
无形资产	33.7	47.6	44.5	41.6	38.9	销售费用率	6.4%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%
其他非流动资产	38.1	32.6	46.6	37.0	37.2	管理费用率	8.0%	6.5%	6.4%	6.4%	6.4%
资产总额	1,820.0	2,283.2	2,678.5	3,072.8	3,540.4	财务费用率	1.9%	1.4%	0.2%	0.1%	0.1%
短期债务	314.5	562.4	188.4	192.2	124.0	三费/营业收入	16.3%	14.3%	13.0%	13.0%	12.9%
应付账款	97.7	128.9	178.6	200.6	235.4	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	30.4%	39.4%	25.4%	24.7%	22.6%
其他流动负债	40.2	75.6	94.5	123.0	156.8	负债权益比	43.7%	65.0%	34.0%	32.7%	29.2%
长期借款	98.2	37.0	37.0	37.0	37.0	流动比率	2.70	1.94	3.36	3.59	4.07
其他非流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.52	0.58	0.87	0.98	1.16
负债总额	553.2	899.8	656.0	735.7	774.7	利息保障倍数	8.01	10.72	147.01	173.05	476.03
少数股东权益	16.6	6.0	-1.9	-15.0	-36.3	分红指标					
股本	226.2	226.2	502.6	472.6	472.6	DPS(元)	0.08	0.18	0.33	0.40	0.53
留存收益	1,024.1	1,151.6	1,427.0	1,789.3	2,218.3	分红比率	27.1%	38.3%	37.5%	34.3%	36.7%
股东权益	1,266.9	1,383.4	1,927.7	2,246.9	2,654.6	股息收益率	0.2%	0.5%	0.8%	1.0%	1.4%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	125.2	195.9	441.0	551.6	678.0	EPS(元)	0.28	0.46	0.88	1.17	1.43
加: 折旧和摊销	84.3	82.6	27.1	27.1	27.1	BVPS(元)	2.76	3.04	3.84	4.79	5.69
资产减值准备	2.6	4.8	3.0	3.0	3.0	PE(X)	140.1	84.9	44.2	33.2	27.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	14.0	12.7	10.1	8.1	6.8
财务费用	19.3	20.0	3.9	4.1	1.8	P/FCF	-207.2	83.0	-44.3	80.7	73.5
投资收益	-2.2	-1.7	-1.0	-1.0	-1.0	P/S	17.4	11.6	8.2	6.4	5.4
少数股东损益	-0.0	-10.7	-7.9	-13.1	-21.3	EV/EBITDA	18.5	32.3	32.7	24.9	20.5
营运资金的变动	-240.3	-223.5	-279.9	-305.7	-342.5	CAGR(%)	62.6%	49.7%	20.7%	18.9%	15.8%
经营活动产生现金流量	-9.7	75.5	186.2	266.0	345.2	PEG	2.2	1.7	2.1	1.8	1.7
投资活动产生现金流量	-72.4	-106.9	5.3	-1.1	-1.1	ROIC/WACC	1.2	1.4	2.4	2.5	2.7
融资活动产生现金流量	0.2	167.4	-338.3	-219.6	-319.1	REP	2.1	3.5	3.8	2.9	2.4

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

行业深度分析

雏鹰农牧 (002477) 财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2010-11-30		
利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	364.2	541.1	768.3	1,267.8	1,566.5	成长性					
减: 营业成本	268.9	419.3	564.0	993.9	1,221.8	营业收入增长率	74.7%	48.6%	42.0%	65.0%	23.6%
营业税费	-	-	-	-	-	营业利润增长率	92.9%	28.1%	91.0%	20.3%	34.5%
销售费用	7.6	8.6	15.3	31.7	31.8	净利润增长率	188.6%	41.3%	66.7%	20.1%	34.3%
管理费用	17.4	24.5	32.2	57.1	69.0	EBITDA 增长率	68.9%	25.7%	49.0%	17.8%	30.1%
财务费用	10.8	11.7	9.2	8.8	7.4	EBIT 增长率	91.4%	25.0%	76.2%	18.8%	32.1%
资产减值损失	-0.4	0.5	1.4	0.4	-0.2	NOPLAT 增长率	166.1%	36.4%	56.5%	18.7%	32.0%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	60.4%	51.3%	39.1%	16.5%	12.4%
投资和汇兑收益	-	0.1	0.0	0.0	0.1	净资产增长率	70.8%	95.7%	54.0%	26.1%	33.5%
营业利润	59.8	76.6	146.3	175.9	236.6	利润率					
加: 营业外净收支	2.7	12.3	1.0	1.0	1.0	毛利率	26.2%	22.5%	26.6%	21.6%	22.0%
利润总额	62.5	88.9	147.3	176.9	237.6	营业利润率	16.4%	14.2%	19.0%	13.9%	15.1%
减: 所得税	-	0.6	-	-	-	净利润率	17.2%	16.3%	19.2%	14.0%	15.2%
净利润	62.5	88.3	147.3	176.9	237.6	EBITDA/营业收入	24.7%	20.9%	22.0%	15.7%	16.5%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	19.4%	16.3%	20.2%	14.6%	15.6%
货币资金	72.0	69.5	86.0	125.5	266.4	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	56	73	76	49	40
应收账款	16.6	25.8	40.7	61.8	78.0	流动营业资本周转天数	101	88	114	110	120
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	198	183	168	153	180
预付账款	36.0	28.1	22.4	21.2	8.9	应收帐款周转天数	15	10	12	11	12
存货	127.5	175.1	267.5	452.6	548.7	存货周转天数	105	101	104	102	115
其他流动资产	0.0	-	0.0	-0.0	-0.0	总资产周转天数	364	376	341	268	278
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	238	248	252	192	178
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	ROE	33.4%	24.1%	26.1%	24.9%	25.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	13.0%	13.6%	18.3%	16.3%	17.7%
固定资产	63.7	155.3	168.8	175.9	176.2	ROIC	39.6%	33.7%	34.8%	29.7%	33.6%
在建工程	75.1	67.0	40.8	25.1	15.7	费用率					
无形资产	64.1	60.9	56.9	53.2	49.7	销售费用率	2.1%	1.6%	2.0%	2.5%	2.0%
其他非流动资产	21.8	63.9	119.0	163.6	193.3	管理费用率	4.8%	4.5%	4.2%	4.5%	4.4%
资产总额	480.1	648.8	805.4	1,082.2	1,340.3	财务费用率	3.0%	2.2%	1.2%	0.7%	0.5%
短期债务	164.0	177.0	159.9	159.9	159.2	三费/营业收入	9.9%	8.3%	7.4%	7.7%	6.9%
应付账款	52.0	42.7	53.4	129.2	133.0	偿债能力					
应付票据	20.0	10.0	18.5	43.4	40.8	资产负债率	61.1%	43.6%	33.9%	36.1%	30.2%
其他流动负债	15.1	3.8	4.0	4.0	4.0	负债权益比	156.9%	77.4%	51.4%	56.5%	43.2%
长期借款	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	流动比率	1.00	1.28	1.77	1.96	2.68
其他非流动负债	2.1	9.5	13.6	24.6	32.8	速动比率	0.50	0.53	0.63	0.62	1.05
负债总额	293.2	283.0	289.3	401.1	409.8	利息保障倍数	6.51	7.54	16.85	20.96	32.80
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	45.0	100.0	150.2	120.2	120.2	DPS(元)	-	-	-	-	-
留存收益	141.9	265.8	413.1	590.0	827.6	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	186.9	365.8	563.3	710.2	947.8	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	62.5	88.3	147.3	176.9	237.6	EPS(元)	0.47	0.66	0.98	1.47	1.98
加: 折旧和摊销	19.7	25.4	13.2	14.0	14.5	BVPS(元)	1.40	2.74	3.75	5.91	7.89
资产减值准备	-0.4	0.5	1.4	0.4	-0.2	PE(X)	128.2	90.7	61.2	40.8	30.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	42.9	21.9	16.0	10.2	7.6
财务费用	11.1	12.1	9.2	8.8	7.4	P/FCF	217.6	-156.7	5,709.4	129.3	53.5
投资收益	-	-0.1	-0.0	-0.0	-0.1	P/S	22.0	14.8	11.7	5.7	4.6
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	-	53.8	36.4	27.4
营运资金的变动	-38.8	-74.2	-91.2	-117.8	-110.0	CAGR(%)	41.5%	39.1%	25.9%	29.0%	23.8%
经营活动产生现金流量	52.6	53.1	79.9	82.3	149.3	PEG	3.1	2.3	2.4	1.4	1.3
投资活动产生现金流量	-103.5	-132.5	-2.1	-2.1	-2.0	ROIC/WACC	4.0	3.4	3.5	3.0	3.4
融资活动产生现金流量	104.7	76.9	23.8	-38.8	-8.1	REP	-	-	4.1	3.3	2.5

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

圣农发展（002299）财务报表预测和估值数据汇总

单位

百万元

模型更新时间

2010-11-30

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,295.4	1,437.7	2,084.6	2,509.9	3,481.9	成长性					
减: 营业成本	1,014.6	1,137.1	1,677.1	1,914.8	2,549.9	营业收入增长率	44.3%	11.0%	45.0%	20.4%	38.7%
营业税费	0.2	0.1	0.2	0.3	0.3	营业利润增长率	7.9%	9.1%	36.1%	71.8%	62.3%
销售费用	21.7	23.4	41.7	47.7	62.7	净利润增长率	8.4%	10.5%	33.6%	72.1%	63.0%
管理费用	34.3	38.5	55.2	65.8	90.5	EBITDA 增长率	23.2%	9.8%	11.3%	47.0%	54.6%
财务费用	42.3	39.8	39.7	16.4	23.9	EBIT 增长率	17.7%	6.3%	30.1%	55.1%	61.7%
资产减值损失	0.2	0.0	0.2	0.2	0.2	NOPLAT 增长率	18.2%	7.4%	28.0%	55.2%	62.4%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	19.7%	38.7%	-3.7%	0.3%	4.1%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	17.7%	137.2%	15.3%	22.8%	30.2%
营业利润	182.1	198.7	270.5	464.7	754.3	利润率					
加: 营业外净收支	-1.2	1.7	-2.5	-3.5	-2.5	毛利率	21.7%	20.9%	19.6%	23.7%	26.8%
利润总额	180.9	200.4	268.0	461.2	751.8	营业利润率	14.1%	13.8%	13.0%	18.5%	21.7%
减: 所得税	-0.4	0.0	0.3	0.5	0.8	净利润率	14.0%	13.9%	12.8%	18.4%	21.6%
净利润	181.3	200.4	267.7	460.8	751.1	EBITDA/营业收入	23.7%	23.4%	18.0%	21.9%	24.5%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	17.3%	16.6%	14.9%	19.2%	22.4%
货币资金	95.5	393.6	991.7	1,634.9	2,508.6	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	237	263	203	173	125
应收帐款	71.3	71.8	115.7	139.2	193.2	流动营业资本周转天数	34	49	42	36	34
应收票据	-	-	2.9	3.4	4.8	流动资产周转天数	81	138	187	256	275
预付帐款	13.7	37.0	42.1	47.8	55.5	应收帐款周转天数	16	18	16	18	17
存货	187.1	232.8	275.7	314.8	419.2	存货周转天数	42	53	44	42	38
其他流动资产	-0.0	-0.0	0.0	0.0	0.0	总资产周转天数	360	456	434	458	418
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	305	357	281	229	169
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	27.2%	12.7%	14.7%	20.6%	25.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	12.4%	9.2%	9.4%	13.0%	16.5%
固定资产	948.5	1,154.1	1,202.1	1,216.7	1,207.4	ROIC	22.4%	20.1%	18.6%	29.9%	48.4%
在建工程	79.9	210.8	127.1	76.8	46.7	费用率					
无形资产	34.1	35.5	35.6	35.7	35.8	销售费用率	1.7%	1.6%	2.0%	1.9%	1.8%
其他非流动资产	33.1	43.5	56.5	67.0	77.3	管理费用率	2.7%	2.7%	2.7%	2.6%	2.6%
资产总额	1,463.3	2,179.2	2,849.3	3,536.4	4,548.3	财务费用率	3.3%	2.8%	1.9%	0.7%	0.7%
短期债务	507.5	228.0	500.0	700.0	900.0	三费/营业收入	7.6%	7.1%	6.6%	5.2%	5.1%
应付帐款	113.6	99.1	230.9	263.6	351.1	偿债能力					
应付票据	108.4	77.2	114.9	131.1	174.7	资产负债率	54.5%	27.5%	36.1%	36.6%	35.9%
其他流动负债	21.2	43.8	29.6	36.6	46.4	负债权益比	119.7%	37.9%	56.4%	57.8%	55.9%
长期借款	45.0	150.0	150.0	160.0	155.0	流动比率	0.49	1.64	1.63	1.89	2.16
其他非流动负债	1.5	1.4	1.4	1.4	1.4	速动比率	0.24	1.12	1.32	1.61	1.88
负债总额	797.2	599.4	1,026.7	1,292.8	1,628.5	利息保障倍数	5.31	5.99	7.81	29.25	32.60
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	369.0	410.0	410.0	410.0	410.0	DPS(元)	0.20	0.13	0.07	0.11	0.18
留存收益	297.1	1,169.8	1,410.8	1,825.5	2,501.4	分红比率	44.8%	25.8%	10.0%	10.0%	10.0%
股东权益	666.1	1,579.8	1,820.8	2,235.5	2,911.4	股息收益率	0.7%	0.5%	0.2%	0.4%	0.7%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	181.3	200.4	267.7	460.8	751.1	EPS(元)	0.44	0.49	0.65	1.12	1.83
加: 折旧和摊销	83.1	99.2	64.5	69.7	73.6	BVPS(元)	1.62	3.85	4.44	5.45	7.10
资产减值准备	0.2	0.0	0.2	0.2	0.2	PE(X)	60.0	54.3	40.7	23.6	14.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	16.3	6.9	6.0	4.9	3.7
财务费用	22.2	37.5	41.4	39.7	16.4	P/FCF	-	-26.2	18.8	16.5	12.4
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	8.4	7.6	5.2	4.3	3.1
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	33.7	32.6	28.5	18.6	11.3
营运资金的变动	-44.3	-84.6	80.9	-13.1	-26.7	CAGR(%)	36.5%	55.3%	59.2%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	-	-	453.0	534.0	822.0	PEG	1.6	1.0	0.7	-0.2	-0.1
投资活动产生现金流量	-	-	-32.1	-32.1	-32.1	ROIC/WACC	4.0	3.4	3.5	3.0	3.4
融资活动产生现金流量	-	-	607.0	190.6	167.3	REP	-	-	4.1	3.3	2.5

益生股份 (002458) 财务报表预测和估值数据汇总

单位

百万元

模型更新时间

2010-11-30

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	332.3	365.5	445.9	557.4	688.7	成长性					
减: 营业成本	221.8	239.7	281.8	374.5	447.6	营业收入增长率	13.3%	10.0%	22.0%	25.0%	23.6%
营业税费	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3	营业利润增长率	66.1%	16.5%	30.7%	5.9%	42.2%
销售费用	13.1	15.3	19.2	24.0	29.6	净利润增长率	55.4%	14.5%	29.6%	5.8%	41.6%
管理费用	21.9	20.7	25.6	33.4	39.9	EBITDA 增长率	24.5%	19.5%	-26.2%	5.1%	33.3%
财务费用	8.0	9.8	16.1	16.1	16.0	EBIT 增长率	67.1%	17.0%	34.5%	5.1%	36.8%
资产减值损失	-0.3	1.0	-	-	-	NOPLAT 增长率	57.7%	14.8%	33.7%	5.0%	36.2%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	108.5%	66.2%	61.8%	13.6%	24.4%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	60.6%	35.4%	66.7%	20.9%	33.5%
营业利润	67.7	78.9	103.1	109.1	155.2	利润率					
加: 营业外净收支	3.3	2.0	1.8	1.8	1.8	毛利率	33.3%	34.4%	36.8%	32.8%	35.0%
利润总额	71.0	80.9	104.9	110.9	157.0	营业利润率	20.4%	21.6%	23.1%	19.6%	22.5%
减: 所得税	0.2	0.1	-	-	-	净利润率	21.3%	22.2%	23.6%	20.0%	22.9%
净利润	70.9	81.2	105.2	111.3	157.6	EBITDA/营业收入	45.3%	49.2%	29.8%	25.1%	27.0%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	22.8%	24.2%	26.7%	22.5%	24.9%
货币资金	23.6	47.4	68.5	54.7	71.2	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	123	182	183	148	118
应收帐款	14.6	20.8	25.7	29.4	38.4	流动营业资本周转天数	-11	9	37	61	78
应收票据	-	0.0	12.2	5.1	8.4	流动资产周转天数	71	107	141	146	148
预付帐款	15.8	41.5	69.7	107.1	153.0	应收帐款周转天数	10	11	10	10	10
存货	24.8	29.7	34.7	44.8	54.7	存货周转天数	23	27	26	26	26
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	总资产周转天数	316	442	473	424	382
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	151	247	331	349	337
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	41.2%	34.7%	27.0%	23.7%	25.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	20.1%	14.8%	16.7%	16.2%	20.2%
固定资产	146.3	224.2	228.3	228.9	224.3	ROIC	87.3%	48.1%	38.7%	25.1%	30.1%
在建工程	17.2	42.1	25.9	16.1	10.3	费用率					
无形资产	19.3	25.4	23.8	22.3	20.9	销售费用率	3.9%	4.2%	4.3%	4.3%	4.3%
其他非流动资产	90.6	114.2	138.2	176.5	195.5	管理费用率	6.6%	5.7%	5.7%	6.0%	5.8%
资产总额	352.2	545.2	626.9	684.9	776.7	财务费用率	2.4%	2.7%	3.6%	2.9%	2.3%
短期债务	85.0	70.0	158.7	158.6	157.9	三费/营业收入	12.9%	12.5%	13.7%	13.2%	12.4%
应付帐款	32.6	57.0	44.8	59.5	82.9	偿债能力					
应付票据	2.2	-	3.1	4.1	3.3	资产负债率	51.2%	57.3%	49.7%	45.5%	39.1%
其他流动负债	20.0	17.1	21.3	20.9	20.6	负债权益比	105.0%	134.4%	98.7%	83.4%	64.3%
长期借款	30.0	150.5	150.5	150.5	150.5	流动比率	0.56	0.89	0.91	0.97	1.21
其他非流动负债	8.5	5.5	-0.9	-7.7	-17.8	速动比率	0.38	0.70	0.76	0.79	1.00
负债总额	180.3	312.6	382.5	390.9	402.4	利息保障倍数	9.42	9.09	7.39	7.79	10.68
少数股东权益	2.1	1.7	1.3	1.0	0.4	分红指标					
股本	81.0	81.0	131.2	101.2	101.2	DPS(元)	-	0.19	-	-	-
留存收益	88.8	149.9	255.1	366.4	524.0	分红比率	0.0%	24.6%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	171.8	232.6	387.7	468.6	625.6	股息收益率	0.0%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	70.8	80.8	105.2	111.3	157.6	EPS(元)	0.66	0.75	0.80	1.10	1.56
加: 折旧和摊销	75.5	92.0	13.7	14.4	14.9	BVPS(元)	1.57	2.14	2.94	4.62	6.18
资产减值准备	-0.3	1.0	-	-	-	PE(X)	52.5	45.8	42.9	31.3	22.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	21.9	16.1	11.7	7.5	5.6
财务费用	8.9	10.1	16.1	16.1	16.0	P/FCF	106.7	51.3	33.1	47.3	37.4
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	11.2	10.2	10.1	6.3	5.1
少数股东损益	-0.1	-0.4	-0.3	-0.3	-0.6	EV/EBITDA	-	-	34.9	25.7	19.2
营运资金的变动	-69.0	-80.4	-61.9	-35.7	-55.8	CAGR(%)	16.1%	24.8%	23.4%	33.3%	25.6%
经营活动产生现金流量	86.4	106.4	72.8	105.8	132.1	PEG	3.2	1.8	1.8	0.9	0.9
投资活动产生现金流量	-121.3	-169.6	-2.1	-2.1	-2.1	ROIC/WACC	9.1	5.0	4.0	2.6	3.1
融资活动产生现金流量	46.4	86.9	115.4	-46.2	-16.7	REP	-	-	2.3	2.4	1.6

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

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

梁涛

021-68766067

黄方祥

021-68765913

张勤

021-68763879

潘冬亮

010-59113590

马正南

0755-82558073

上海联系人

liangtao@essence.com.cn

上海联系人

huangfc@essence.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

pandl@essence.com.cn

北京联系人

huzhen@essence.com.cn

凌洁

021-68765237

朱贤

021-68765293

周蓉

010-59113563

李昕

010-59113565

李国瑞

0755-82558084

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

上海联系人

zhuxian@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

ligr@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