



掘金海参产业链，高增长可期

——壹桥苗业 (002447) 调研报告

分析师

王萍 0755-83515609

执业证书编号 S1070209040318

联系人

朱琳 010-88366060-8810

从业证书编号 S1070111030006

投资评级：推荐（首次）

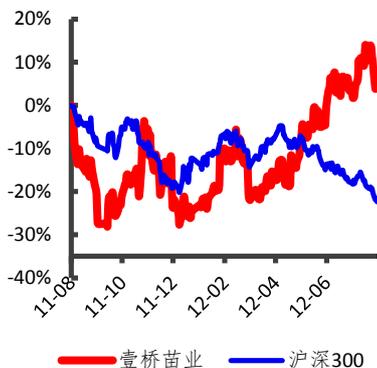
市场数据

目前股价	40.48
总市值（亿元）	53.87
流通市值（亿元）	20.51
总股本（亿股）	1.34
流通股本（亿股）	0.51
12个月最高/最低	44.55/20.96

公司盈利预测

	2012E	2013E	2014E
营业收入（百万）	302.7	498.1	778.6
(+/-%)	45.3%	64.6%	56.3%
净利润（百万）	128.6	215.9	306.0
(+/-%)	28.2%	67.8%	41.7%
摊薄EPS	0.96	1.61	2.28
PE	42	25	18

股价表现图



数据来源：Wind 资讯

投资建议：

公司借力募集资金，掘金围堰海参业务，全力打造海参全产业链，未来三年围堰海参净利润增速高达75%，预计2012-2014年EPS分别为0.96元、1.61元及2.28元，对应当前PE分别为42X、25X、18X。我们看好公司海参业务的高成长性，首次给予公司“推荐”的投资评级。

要点：

- **从育苗龙头到围堰海参全产业链华丽转身。** 公司是国内海珍品育苗细分市场的龙头企业，上市以来借力募集资金，公司大力发展海参养殖业务，围堰海参业务销售收入大幅增长，营收占比由11.36%上升到36.2%。
- **围堰海参业务成长空间广阔。** 全球海参产量的增加主要来自于人工养殖海参，而养殖区域大部分在中国。分养殖结构来看，目前我国虾池和吊笼海参增速较快，底播和围堰海参受养殖海域所限增速有限。结合香港及台湾地区海参消费的发展过程，我们认为国内海参消费在人均GDP突破6000美元后，增速将明显加快，特别是中西部地区，海参消费有望实现“突破式”增长。
- **公司全线发力打造海参产业链。** **上游：**拟投资建设8万立方米海参育苗水体，按照海参苗250头/斤，每亩投苗1.5万头来测算，公司新增8万立方米海参苗水体投产后可满足公司约8000亩海域投苗量。**中游：**稳步推进确权海域改造，计划每年新改造1万亩海域，全部海域将于2015年完成改造。2012年-2014年预计可捕面积分别为3800亩、8000亩及1.38万亩。**下游：**加大海参加工生产线的投入，提高加工海参生产能力，扩展加工海参销售渠道，深耕海参消费中高端市场。
- **公司贝苗业务平稳增长。** 近年来我国扇贝面积快速增加，产量逐年攀升，带动扇贝种苗需求的增长，此外公司重要客户獐子岛等公司亦公布扇贝扩产计划，未来公司贝苗需求将较为稳定，营业收入平稳增长。
- **定向融资及拆迁款缓解海域改造资金压力。** 目前公司尚有约2.5万亩海域需要改造，保守计算，公司全部海域改造完成尚需改造资金约10亿元。2012年公司相关资产涉及拆迁，目前公告获得拆迁补偿款3.36亿元，此外公司6月发布公告，拟定向增发融资4.86亿元用于改造1.4万亩海域，建设围堰海参养殖基地。如定增得以顺利完成，公司海域改造资金缺口减少至1.78亿元，海域改造资金压力进一步缓解。

1. 投资建议

上市以来，公司借力募集资金，掘金围堰海参业务，全力打造海参产业链，未来三年围堰海参净利润增速高达 75%，预计 2012-2014 年 EPS 分别为 0.96 元、1.61 元及 2.28 元，对应当前 PE 分别为 42X、25X、18X。我们看好公司海参业务的高成长性，首次给予公司“推荐”的投资评级。

2. 从育苗龙头到围堰海参全产业链的华丽转身

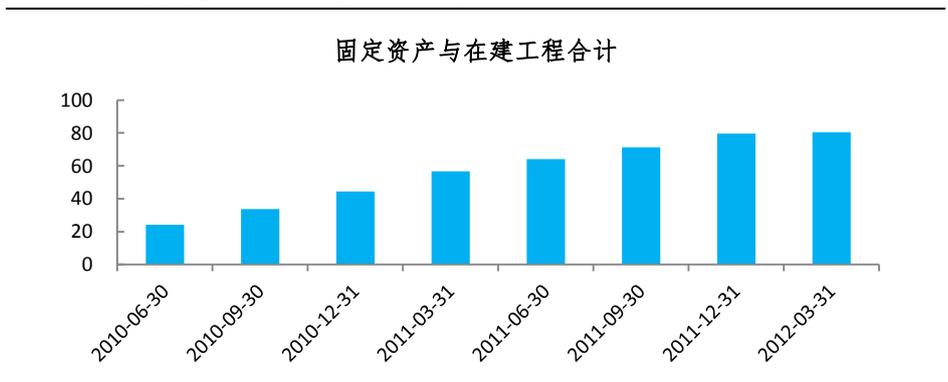
公司是国内海珍品育苗细分市场的龙头企业，主要产品包括虾夷扇贝苗、海湾扇贝苗、栉孔扇贝苗、海参苗及海参等。公司于 2010 年 7 月 IPO 上市，募集资金 49266 万元。借力募集资金，公司大力发展海参养殖业务（表 1），经过上市两年来的持续投入，公司固定资产和在建工程合计值由上市前 2.42 亿元增长至 2012 年一季度末 8.05 亿，2 年内增长 3.3 倍（图 1）。

表 1 上市后公司海参养殖项目投入

时间	建设项目	投入资金
2010.9.30	取得瓦房店市 39932.7 亩海域 10 年使用权	5500 万元
2010.10.11	建设 5000 亩海参良种基地	11500 万元
2011.8.5	建设 1 万亩海参围堰养殖基地	35000 万元
2012.6.13	建设 1.4 万亩海参围堰养殖基地	48600 万元
2012.6.13	建设 8 万立方米海参苗繁育基地	31200 万元

资料来源：WIND，长城证券研究所

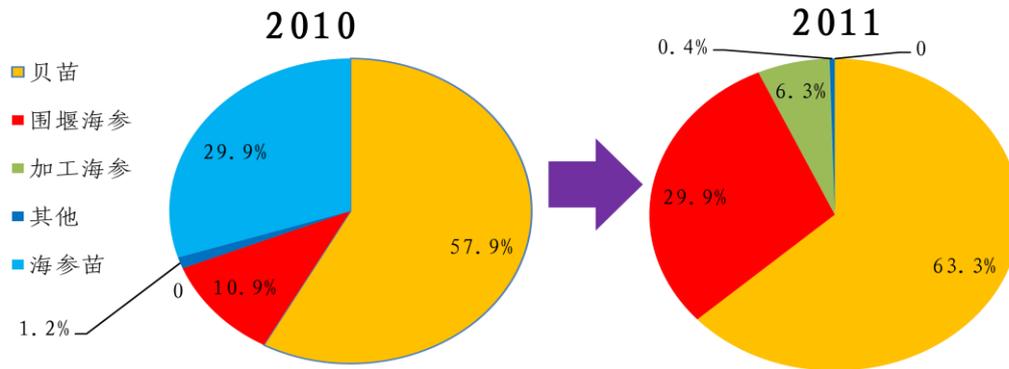
图 1：公司固定资产和在建工程合计值（千万）



资料来源：WIND，长城证券研究所

上市二年来围堰海参养殖业务的快速扩张使得公司主营业务变动明显。上市初始公司贝苗、海参苗销售收入分占总收入 58%及 30%，是公司最主要的收入来源（图 1）。2011 年公司海参苗不再对外销售，全部用于公司围堰海参养殖项目，不再为公司贡献营业收入，但围堰海参和加工海参业务销售收入大幅增长，占公司总营收的 36.2%。

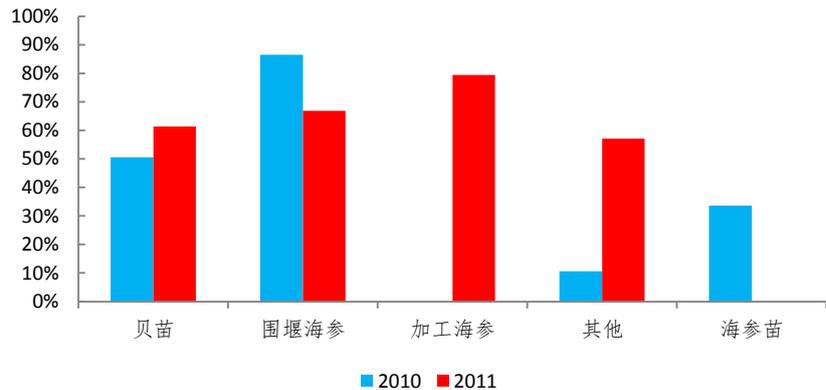
图 2: 近两年公司主营业务收入对比



资料来源: WIND, 长城证券研究所

公司毛利较高, 2011 年整体毛利率为 64.14%, 较 2010 年提升 15 个百分点。主要原因是公司各项业务中毛利较高的围堰海参和加工海参 2011 年收入大幅增长(图 3)。

图 3: 公司各项业务毛利率 (%)



资料来源: WIND, 长城证券研究所

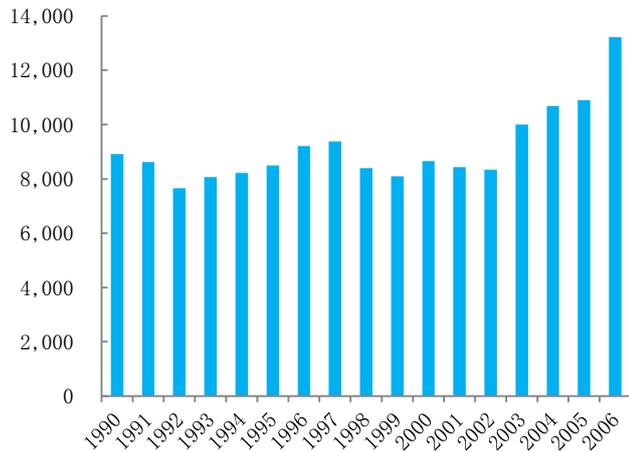
3. 公司围堰海参业务成长空间广阔

3.1 海参行业供给: “世界看中国”

全球约有 1100 余种海参, 在我国海域有 140 种。可供食用的海参约 40 种, 其中有 21 种海参分布在我国海域。全球热带地区海参产量占总产量的 86%, 热带海参品种丰富, 有黑沙参、白沙参、糙海参等多个品种; 温带产区主要分布在太平洋东西两岸, 温带海参品种呈单种性, 主要是海参, 细分品种包括灰海参、花海参、绿海参、梅花参等。在热带和温带各种海参品种中, 海刺参的品质最好, 经济价值较高, 我们平时食用的“海参”多指的是海刺参(下文中所指海参均指海刺参)。

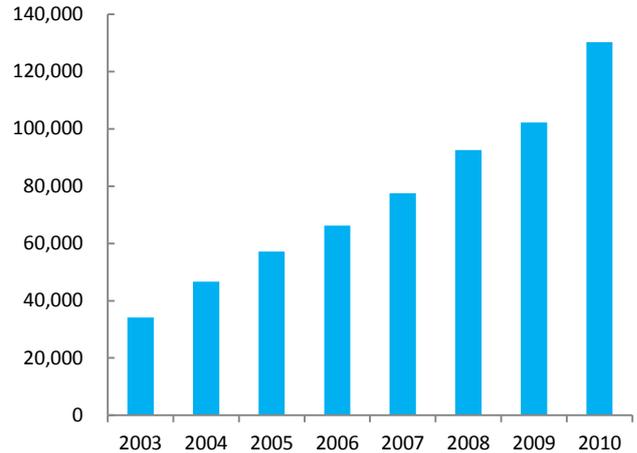
野生海参生长周期长，适合生长海域有限，连年的捕捞已使得野生参资源较为匮乏。自 1990 年至今全球野生海参捕捞量增速十分有限（图 4），全球海参产量的增加主要来自于人工养殖海参，而养殖区域大部分在中国（图 5）。从全球范围来看，国外海参对中国市场海参供给影响较小。

图 4：全球野生海参捕捞量（吨）



资料来源：FAO，长城证券研究所

图 5：中国海参养殖量（吨）



资料来源：FAO，长城证券研究所

我国海参的养殖方式主要有三种（表 2），底播养殖、围堰养殖及虾池、吊笼养殖。海参养殖方式的不同使得海参品质差异明显，底播海参品质最优，围堰海参品质次之，虾池和吊笼养殖海参品质最差。

表 2 海参养殖方式

方式列表	养殖方式	相关 A 股上市公司
底播增殖	在适宜养殖的海域按一定密度投放一定规格的海产品苗种，使之在海底自然生长、不断增殖	东方海洋、獐子岛
围堰养殖	在近海进行围堰，利用围堰石头缝隙透水，实现海水自然交换，进行养殖	壹桥苗业、好当家
虾池养殖	在虾池底用水泥板或碎石等护坡，底质为砂泥底，通过自然纳水，进行养殖	无
吊笼养殖	用网箱框架组作为载体养殖海参，一般以毛竹为支架	无

资料来源：长城证券研究所

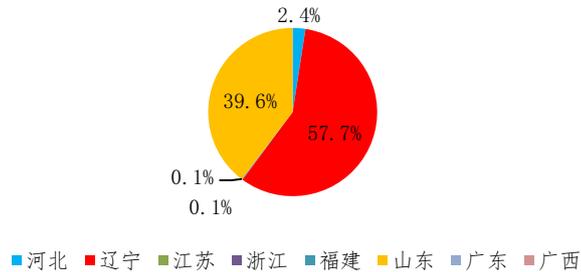
受海参生长环境所限（表 3），我国海参养殖海域集中在辽宁（大连为主）及山东（烟台为主），二省的养殖面积占全国总面积的 97% 左右（图 6），但近年随着海参技术对温度和盐度的不断突破，辽宁丹东、山东东营、浙江、福建等过去被认为不具备养殖海参条件的海域成功养殖，近年海参供给迅速增加（图 5），2003 年至今全国海参产量年均增速约 21%。但值得注意的是，新增海参养殖的养殖方式以虾池及网箱吊笼为主，底播和围堰海参新增较少（表 4）。

表 3 海参传统生长条件

温度	盐度	酸碱度	溶解氧
幼参 15℃-23℃，成参 10℃-15℃	28‰-33‰	7.8-8	5mg/L

资料来源：长城证券研究所

图 6: 我国海参养殖面积地区分布



资料来源: 中国渔业统计年鉴 2011, 长城证券研究所

表 4 近年新增海参养殖地区及养殖方式

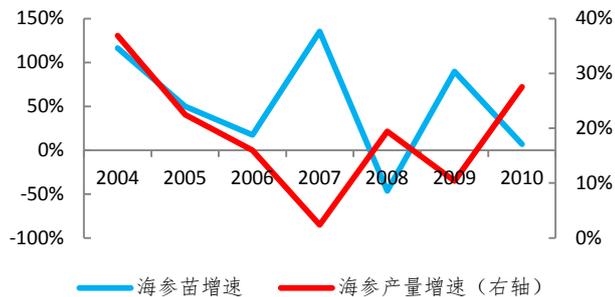
养殖地	养殖方式
辽宁丹东	虾池
辽宁锦州	虾池
山东东营	虾池
江苏如东	虾池
浙江苍南	网箱吊笼
福建连江	虾池、网箱吊笼
福建霞浦	虾池、网箱吊笼
福建莆田	虾池、网箱吊笼

资料来源: 长城证券研究所

2009 年以来海参养殖面积迅速增加 (图 8), 今年春季, 福建南参大量上市, 整个海参市场的供给快速增加 20%, 海参价格遭受冲击。考虑到海参的生长周期及前期育苗量、养殖面积的增速 (图 7 及图 8), 我们预计 2012 年海参产量年均增速为 25%以上, 目前南参价格持续下跌, 南参养殖处于亏损状态, 预计 2013 年南参养殖面积将有所下降, 进而引起海参产量增速下行。分养殖结构来看, 虾池和吊笼海参增速较快, 底播和围堰海参受养殖海域所限增速有限。

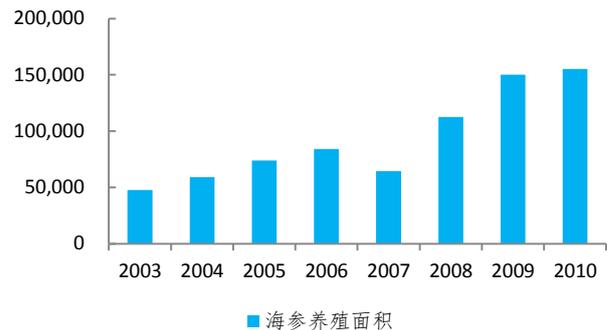
今年春季南参的大量上市加速了海参行业内部竞争, 目前海参行业竞争激烈, 鱼龙混杂, 以次充好现象十分严重, 这也使得消费者选取产品时从只关注价格转向为价格与品质并重。我们认为未来海参消费市场将加速分化, “产地+养殖方式+品牌” 将有效区分海参消费市场, 未来将形成底播海参供应高端市场, 围堰供应中端市场, 虾池和吊笼海参供应低端市场的格局。

图 7: 海参产量 (吨) 与育苗量 (亿头) 增速



资料来源: 中国渔业统计年鉴, 长城证券研究所

图 8: 海参养殖面积 (公顷)

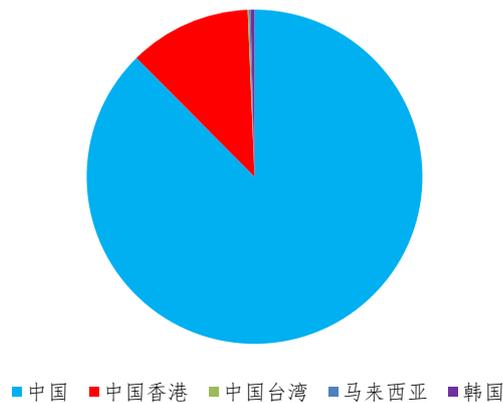


资料来源: 中国渔业统计年鉴, 长城证券研究所

3.2 海参行业需求: 成长空间广阔, 增速有望加快

全球华人是海参的主要消费群体, 其主要消费市场为中国大陆、香港、台湾、马来西亚等国, 其中中国大陆是最主要的海参消费地区, 消费总量占全球消费总量 85%以上 (图 7)。虽然海参消费均集中在全球华人地区, 但各个国家的海参消费习惯亦有所差异, 中国香港、台湾地区以淡干、盐渍等干制海参为主, 马来西亚偏爱冻干海参, 韩国喜爱活海参及调味活海参。

图 9: 2009 年全球海参消费地区分布图



资料来源: FAO, 长城证券研究所

观察近些年中国香港和台湾地区海参消费总量, 可发现海参消费的两个特点: (1) 香港地区人均 GDP1983 年突破 5000 美元, 1988 年突破 10000 美元; 台湾地区人均 GDP1987 年突破 5000 美元, 1992 年突破 10000 美元。在人均 GDP5000-10000 美元区间内, 香港和台湾的海参消费年均消费总量较之前明显提升 (图 10 及图 11) (2) 在人均 GDP 突破 10000 美元后, 海参消费与人均 GDP 增速相关性较强。

图 10: 香港海参消费量 (吨) 及人均 GDP 增速

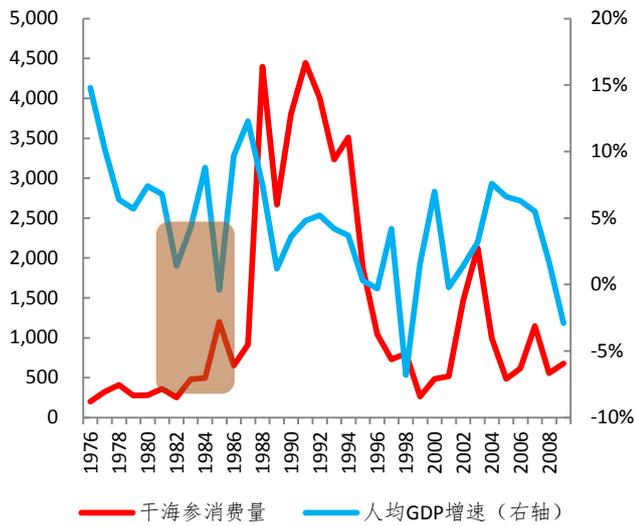
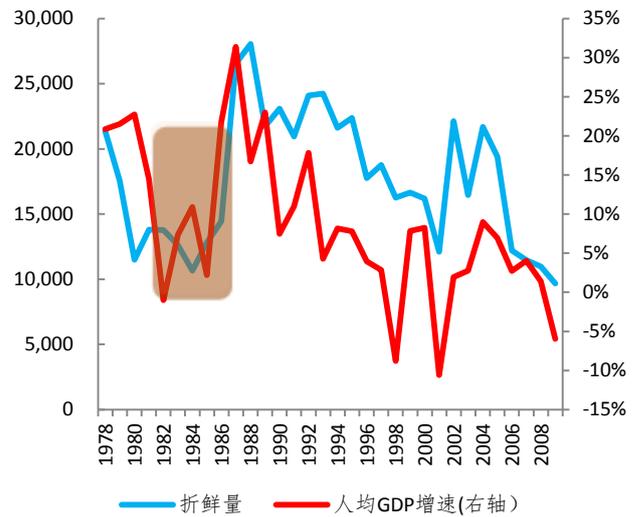


图 11: 台湾海参消费总量 (吨) 及人均 GDP 增速

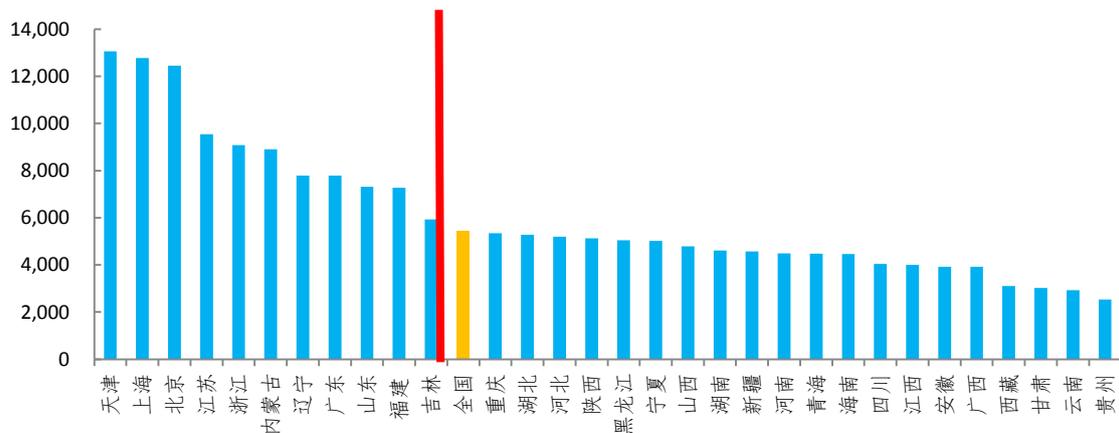


资料来源: FAO, WIND, 长城证券研究所

资料来源: FAO, wind, 长城证券研究所

2011 年我国人均 GDP 约 5430 美元, 天津、上海、北京、江苏、浙江、内蒙古、辽宁、广东、山东、福建及吉林省人均 GDP 已突破 6000 美元(图 10), 而这些省市也正是海参消费的主要区域。在结合香港及台湾地区海参消费的发展过程, 我们认为国内特别是中西部海参消费仍有较大的增长空间, 目前制约中西部地区海参消费的原因主要有二, 一是居民收入水平较低, 二是海参消费意识不强。未来随着中西部居民收入水平的不断提升以及海参消费观念的不断推广, 中西部海参消费有望实现“突破式”增长。除天津、上海、北京外, 东部各省人均 GDP 总量均不足 10000 美元, 结合香港和台湾地区海参消费的发展过程, 未来这些省市将是“支撑”海参消费的“中坚力量”。

图 12: 2011 年全国及各省人均国内生产总值 (美元)



资料来源: CEIC, 长城证券研究所

4 公司全线发力打造海参产业链

4.1 上游：发挥育苗优势，大力建设参苗繁育基地

公司以海珍品育苗“起家”，对外主要销售虾夷扇贝苗及海参苗，经过长期的研发和实践积累了一整套海珍品育苗的成熟技术，包括多层次水质自然净化处理技术、海参苗远源杂交繁育技术等。出于打造海参全产业链的考虑，2011年起公司海参苗不再对外销售，全部用于公司围堰海参养殖业务。

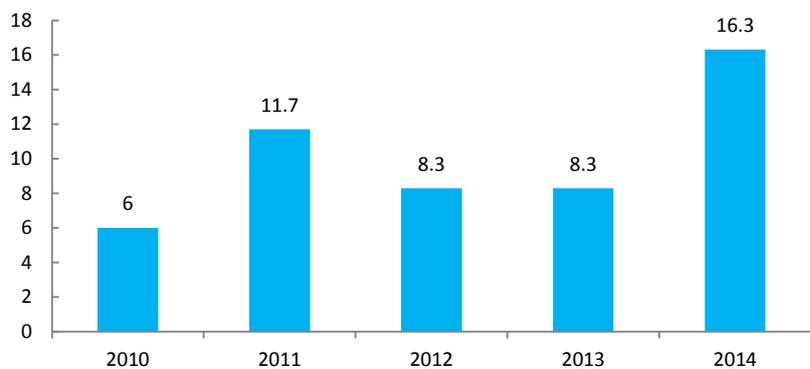
由于今年公司原有的6万立方米水体因动迁停用，公司育苗水体减少至8.3万立方米（表5及图13），2012年6月13日公司发布公告拟非公开发行股票不超过2540万股，募集资金不超过79800万元，用于“围堰海参养殖基地项目”和配套“海参苗繁育基地项目”，海参苗繁育基地项目将占用土地面积120亩，项目建成后将新增8万立方米育苗水体，可新增海参苗产量24万公斤，上述海参苗将全部用于“围堰海参养殖基地项目”。我们按照海参苗250头/斤，每亩投苗1.5万头来测算，公司新增8万立方米海参苗水体投产后可满足公司约8000亩海域投苗量。

表 5 公司育苗水体变动情况

育苗水体所在地	体积（立方米）	取得方式及时间	现有状态
瓦房店市鲍鱼岛村	6万	上市前自有	2012年因动迁停用
沙山海珍品养殖公司	1.5万	2011年1月7日租赁，租期一年	到期未续租
沙山水产繁殖有限公司	2.3万	2011年1月7日租赁，租期一年	到期未续租
交流岛西海头村海兴养殖厂	0.8万	2011年1月7日租赁，租期一年	到期未续租
谢屯镇泉眼村杨守军育苗场	1.2万	2011年6月收购	使用中
谢屯镇雨田海产	1.1万	2010年底收购	使用中
谢屯镇沙山村	6万	IPO募投项目建设	使用中
-	8万	非公开发行股票建设	筹备期

资料来源：公司公告，长城证券研究所

图 13: 公司历年育苗水体变化情况（年末值）



资料来源：WIND，长城证券研究所

4.2 中游：海参捕捞面积快速增长

公司目前拥有确权海域 45679.7 亩，其中包括上市前的谢屯镇沙山村 4460 亩海域、上市后利用超募资金取得沙山村近 4 万亩海域以及 2011 年 6 月收购的泉眼村 1286 亩海域（表 6）。目前公司正稳步推进确权海域改造，已完成沙山村 1.5 万亩海域改造，计划每年新改造 1 万亩海域，全部海域将于 2015 年完成改造。

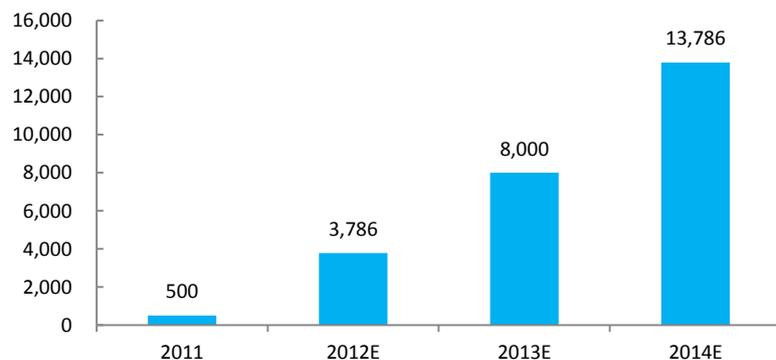
表 6 公司海域变动情况

海域位置	面积（亩）	取得时间	现有状态
谢屯镇沙山村	4460	2008.6	使用中
海屯镇沙山村	39932	2010.09	海域改造中
泉眼村	1286	2011.06	使用中

资料来源：公司公告，长城证券研究所

公司采用“轮播轮捕”的养殖方式，对海域养殖海参捕捞完全后，再投入新的海参苗进行养殖，养殖时间长短与投苗大小有关，如投苗规格为每斤 50-30 头以内的大苗，养殖周期约 1 年，若投苗规模为每斤 100-300 头的小苗，养殖周期为 2 年。2012 年公司海参可捕面积约为 3800 亩，其中包括 2010 年投入的正常苗约 1500 亩、2011 年投入的大苗约 1000 亩以及收购的 1286 亩海域，2013 年可捕面积为 2011 年投入的正常苗约 8000 亩，2014 年的可捕面积取决于 2012 年的投苗量，预计为 1.38 万亩（图 14）。

图 14： 海参可捕捞面积（亩）



资料来源：长城证券研究所

海参的亩产水平主要取决于投苗密度及存活率，存活率与水域环境密切相关，不同环境下存活率差异较大。公司围堰海参水深在 4-9 米之间，投苗密度为 1.5 万头左右，从实际产量来看，2011 年公司亩产 250 公斤，2012 年上半年亩产为 266 公斤。出于审慎的考虑，我们在盈利预测中海参亩产按 250 公斤来计算，预计 2012-2015 年海参产量年均增速高达 300%（图 15）。

图 15: 海参产量 (公斤) 及增速



资料来源: 长城证券研究所

从海参市场价格来看, 产地和养殖方式的差异使得市场售价差异较大。福建莆田南参价格目前已跌至 100 元以下, 大幅低于养殖成本线, 威海水产市场海参批发价为 150 元/斤。在“北参南养”海参普遍降价的情况下, 公司海参以优良的品质得到市场认可, 上半年鲜活海参平均售价为 167.17 元/公斤, 溢价较为明显。考虑到下半年海参的出皮率好于上半年, 预计公司下半年价格将有所回升, 全年海参售价在 175 元/公斤左右。目前南参养殖持续处于亏损区间内, 预计未来两年南参养殖面积将减少, 海参增速下行, 加之经济的逐步回暖, 预计 2013 和 2014 年公司海参售价为 180 元/公斤以及 185 元/公斤。

4.3 下游: 提高海参加工比例, 加速销售渠道建设

公司围堰海参产品主要是销鲜为主, 加工海参收入占比仅为 17% (表 7), 考虑到加工海参毛利更高, 公司加大对海参加工生产线的投入。2011 年下半年加工淡干海参深加工生产线投产, 海参日加工能力达 5 万斤。

表 7 公司海参加工情况

	营业收入	占比	毛利率
鲜海参	6237.9	83%	66.9%
加工海参	1316.49	17%	79.4%

资料来源: 公司 2011 年年报, 长城证券研究所

公司加工海参产品有弥藏、淡干、盐渍、即食四大系列 (表 8 及图 16), 多个细分品种, 这些产品将通过公司直营店与加盟店进行销售, 目前全国有直营店与加盟店 20 多家, 未来公司将加快销售渠道拓展力度, 以加盟店为主, 深耕海参消费中高端市场。

表 8 公司海参加工情况

	细分系列特点
弥藏海参	6 龄精壮种参
淡干海参	有礼品装和实惠装
盐渍海参	3 龄海参制作而成的盐渍海参
即食海参	原味、香辣味、酱香味及冷冻装

资料来源：公司公告，长城证券研究所

4.4 未来三年围堰海参净利润增速高达 75%

海参业务盈利预测假设：

(1) 2012-2014 年公司海参产量为 94.65 万公斤、200 万公斤及 345 万公斤。

(2) 2012-2014 年公司海参售价为 175 元、180 元及 185 元。

(3) 为与公司所使用的会计政策保持一致性，预测表中 2012 年之后海参销售成本包括了海参苗、围堰和海底造礁折旧、海域使用金等成本。

表 9 公司海参业务预测明细表

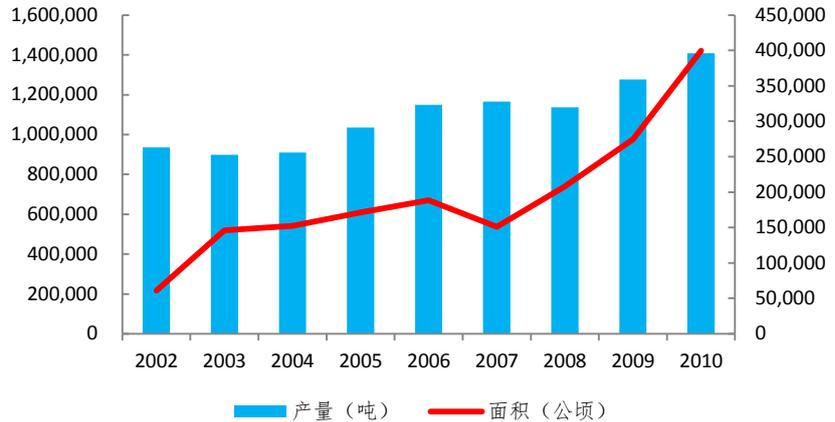
	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
总产量 (万公斤)	6.25	7.66	13.22	32.5	94.65	200	344.65
综合销售单价 (元)	132.92	135.14	161.64	232.44	175	180	185
销售收入 (万元)	830.6	1,035.64	2,136.9	7,554.39	16,564	36,000	63,760
销售成本 (万元)	560.56	701	289.6	2,336.25	6,268	13,259	27,448
毛利润 (万元)	270.04	333.66	1,847.30	5,218.14	8,630.19	18,741.48	28,592.16
毛利率 (%)	67.49	67.78	86.45	69.07	52.10	52.06	44.84

资料来源：公司公告，长城证券研究所

5 贝苗业务平稳增长

2007 年以来我国扇贝面积快速增加，产量逐年攀升。截止 2010 年全国扇贝种植面积达 4 亿公顷，年产量 141 万吨（图 16），扇贝种植面积的迅速扩大催生了扇贝种苗需求的增长，此外公司下游重要客户獐子岛等公司也计划扩大虾夷扇贝生产能力。整体来看，未来公司贝苗下游需求将较为旺盛。

图 16: 中国扇贝产量 (吨) 及养殖面积 (公顷)



资料来源: 中国渔业年鉴, 长城证券研究所

从公司贝苗生产来看, 公司育苗业务有明显的季节性, 一般在上半年进行虾夷贝苗和海湾贝苗的繁育, 而下半年进行海参苗的繁育 (图 19 及图 20)。故公司贝苗和海参苗可共用育苗水体。我们预计公司用于虾夷扇贝、海湾扇贝以及栉孔扇贝育苗水体将保持稳定, 整体贝苗业务平稳增长。

图 19: 公司贝苗生产流程



资料来源: 公司招股说明书, 长城证券研究所

图 20: 公司海参苗生产流程 (秋海参苗)



资料来源: 公司招股说明书, 长城证券研究所

表 10 公司贝苗业务预测明细表

	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入 (万元)	12,491	13,893	17,330	13,188	13,602	13,702	14,112
销售成本 (万元)	7,014	7,894	9,652	5,097	4,266	4,416	4,191
毛利润 (万元)	5,476	5,998	7,678	8,092	9,336	9,285	9,921
毛利率 (%)	43.84%	43.18%	44.31%	61.36%	68.64%	67.77%	68.40%

资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

6 定向融资及拆迁款缓解海域改造资金压力

目前公司已改造完成沙山海域约 1.5 万亩，尚有约 2.5 万亩海域需要改造。今年 6 月公司发布公告，拟定向增发融资不超过 7.98 亿元，用于围堰海参养殖及配套苗室建设项目，其中 4.86 亿元用于改造 1.4 万亩海域，建设围堰海参养殖基地。保守计算，公司全部海域改造完成尚需改造资金约 10 亿元。2012 年公司相关资产涉及拆迁，共收到补偿款 3.36 亿元（表 11），海域改造资金缺口减少至 1.78 亿元，海域改造资金压力进一步缓解。

表 11 公司收到补偿款情况

时间	补偿款	补偿内容
2012.6.15	2.5 亿	鲍鱼岛村土地及 6 万立方米育苗室、普湾新区海域
2012.6.29	0.86 亿	普湾新区 1480.15 亩海域及相关养殖

资料来源：公司公告，长城证券研究所

7 . 风险提示

- 海参需求与经济增速及国民收入密切相关，如经济下行程度超出预期，则可引起海参需求下滑，进而影响公司海参销售和价格低于预期。
- 公司养殖海域受到自然灾害及污染影响，产量低于预期。

附表：盈利预测表

利润表 (百万)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	195.61	208.36	302.68	498.13	778.59
营业成本	99.82	74.73	105.87	177.33	319.28
销售费用	1.31	1.44	2.12	3.49	5.45
管理费用	43.23	28.86	21.19	34.87	54.50
财务费用	2.67	8.63	27.98	36.70	50.66
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	48.39	94.79	145.52	245.75	348.69
营业外收支	20.59	20.84	1.50	1.03	1.03
利润总额	68.97	115.63	147.02	246.78	349.72
所得税	8.77	15.31	18.38	30.85	43.72
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	60.20	100.32	128.65	215.93	306.01

资产负债表	(百万)				
流动资产	318.69	435.14	489.02	817.91	1,456.55
货币资金	212.85	21.81	36.32	59.78	93.43
应收账款	0.00	2.86	4.54	7.47	11.68
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
存货	79.33	391.74	423.47	709.32	1,277.13
非流动资产	531.67	905.09	1,126.56	1,296.65	1,467.02
固定资产	443.85	797.07	1,030.49	1,212.53	1,394.85
资产总计	850.36	1,340.23	1,615.59	2,114.56	2,923.56
流动负债	75.99	140.03	316.83	638.47	1,206.25
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付款项	68.24	105.17	148.99	249.56	449.33
非流动负债	63.61	406.68	406.68	406.68	406.68
长期借款	50.00	395.00	395.00	395.00	395.00
负债合计	139.60	546.71	723.51	1,045.15	1,612.92
股东权益	710.76	793.52	892.07	1,069.41	1,310.64
股本	67.00	134.00	134.00	134.00	134.00
留存收益	643.76	659.52	758.07	935.41	1,176.64
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债和权益总计	850.36	1,340.23	1,615.59	2,114.56	2,923.56

现金流量表	(百万)				
经营活动现金流	9,831	-10,680	21,781	13,156	7057
其中营运资本减少	-1,559	-24,345	1,893	-17,156	-33,904
投资活动现金流	-34,370	-39,035	-29,170	-25,728	-27,397
其中资本支出	-34,170	-42,494	-29,170	-25,728	-27,397
融资活动现金流	42,004	30,610	-3,009	-3,859	-6,478
净现金总变化	17,465	-19,104	-10,399	-16,431	-26,818

资料来源: wind、长城证券研究所

主要财务指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
成长性					
营业收入增长	27.7%	6.5%	45.3%	64.6%	56.3%
营业成本增长	17.7%	-25.1%	41.7%	67.5%	80.1%
营业利润增长	3.1%	95.9%	53.5%	68.9%	41.9%
利润总额增长	39.6%	67.6%	27.2%	67.8%	41.7%
净利润增长	39.6%	66.6%	28.2%	67.8%	41.7%
盈利能力					
毛利率	49.0%	64.1%	65.0%	64.4%	59.0%
销售净利率	30.8%	48.1%	42.5%	43.3%	39.3%
ROE	8.5%	12.6%	14.4%	20.2%	23.3%
ROIC	10.6%	10.0%	11.6%	15.5%	17.0%
营运效率					
销售费用/营业收入	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
管理费用/营业收入	22.1%	13.9%	7.0%	7.0%	7.0%
财务费用/营业收入	1.4%	4.1%	9.2%	7.4%	6.5%
投资收益/营业利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
所得税/利润总额	12.7%	13.2%	12.5%	12.5%	12.5%
应收账款周转率	136.83	56.32	50.40	52.02	66.67
存货周转率	0.42	0.18	0.19	0.18	0.15
流动资产周转率	0.52	0.45	0.46	0.44	0.32
总资产周转率	0.18	0.14	0.16	0.20	0.20
偿债能力					
资产负债率	16.4%	40.8%	44.8%	49.4%	55.2%
流动比率	4.19	3.11	1.54	1.28	1.21
速动比率	3.15	0.31	0.21	0.17	0.15
每股指标 (元)					
EPS	0.899	0.749	0.960	1.611	2.284
每股净资产	10.61	5.92	6.66	7.98	9.78
每股经营现金流	1.47	-0.80	1.63	0.98	0.53
每股经营现金/EPS	1.6	-1.1	1.7	0.6	0.2
估值					
PE	45.6	54.8	42.7	25.4	18.0
PEG	0.68	1.94	0.63	0.61	-
PB	3.9	6.9	6.2	5.1	4.2
EV/EBITDA	39.92	42.02	24.70	16.79	12.94
EV/SALES	14.37	28.32	19.89	12.46	8.36
EV/IC	4.82	4.91	4.25	3.49	2.80
ROIC/WACC	1.07	1.01	1.17	1.56	1.72
REP	4.50	4.84	3.63	2.23	1.63

研究员介绍及承诺:

王 萍: 中国科学技术大学经济学硕士, 2007 年加入长城证券, 2008 年任农业与食品饮料行业分析师。

朱 琳: 南开大学金融工程学硕士, 2010年11月加入长城证券研究所。

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。

免责声明

长城证券有限责任公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由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达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。

长城证券投资评级说明

公司评级: 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

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。

长城证券销售交易部**深圳联系人**

刘 璇: 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com
马 珂: 0755-83516433, 18665383680, make@cgws.com
王 涛: 0755-83516217, 13808859088, wangt@cgws.com

北京联系人

赵 东: 010-88366060-8730, 13701166983
杨 洁: 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com
王 媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com
陈方圆: 021-61680360, 18607195599, chenfy@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址: 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: 86-755-83516207
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
上海办公地址: 上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼
邮编: 200135 传真: 021-61680357
网址: <http://www.cgws.com>