

雏鹰农牧 (002477.SZ)

肉禽鱼产品行业

评级: 增持 维持评级

公司研究

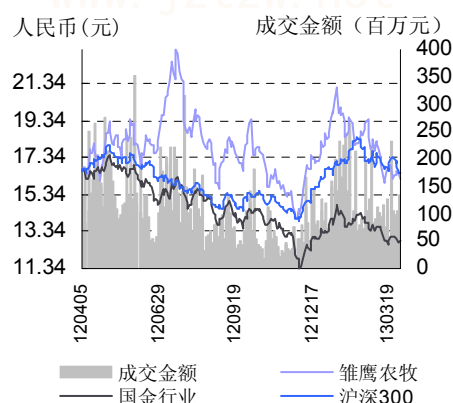
市价(人民币): 16.14 元

目标(人民币): 16.79 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)	228.70
总市值(百万元)	86.19
年内股价最高最低(元)	23.16/14.00
沪深 300 指数	2495.08
中小板指数	5213.42



短期承压，长期看好的成长型生猪养殖标的；

公司基本情况(人民币)

项 目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.921	1.605	0.576	0.600	1.114
每股净资产(元)	11.80	7.28	4.22	4.82	5.93
每股经营性现金流(元)	0.19	0.56	-0.05	0.47	1.11
市盈率(倍)	62.21	14.34	28.02	26.91	14.48
行业优化市盈率(倍)	74.19	27.87	23.88	24.46	24.46
净利润增长率(%)	39.24%	248.58%	-28.24%	4.13%	85.79%
净资产收益率(%)	7.81%	22.05%	13.66%	12.46%	18.79%
总股本(百万股)	133.50	267.00	534.00	534.00	534.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 本轮周期性上涨机会逐步酝酿，但预计上涨高度将低于上一轮。随着猪价的逐步下跌，亏损持续，猪价正朝养殖户的心理底线逼近，我们认为本轮心理底线将会在 12 元以下，如能顺利进入此区间并持续数月，那么随之而来的将是逐步酝酿的猪价上涨趋势，我们对此持乐观态度，核心理由在于高存栏的现状与二季度需求预计难有改观的判断，因此，我们提示目前已经进入猪价重要观察期，目前的亏损进一步持续一段时间后，结合农户淘汰母猪的现象逐步显现，可以逐步加仓布局猪周期的“爬坡”行情，但同时我们提示随着规模化比例的提升等原因，去产能的幅度可能会低于历轮周期，也就意味着本轮上涨的高度（头均盈利）可能会低于历轮周期。
- 出栏规模稳步增长。从产能建设的进度与后备母猪的储备来看，公司的产能处在稳步上升过程当中，公司仍然有保持 40% 左右的出栏规模增长的能力，但实际的情况将视仔猪与肉猪的具体行情而定，公司灵活调整出栏比例，如增大肉猪出栏规模比例将会略微降低整体生猪出栏规模增速。
- 雏牧香专卖点为未来中期重要看点。公司自 2012 年 9 月开启第一家雏牧香专卖店开始涉足终端，我们认可公司将传统农业向下游延伸要品牌的做法，但短期内受制于消费习惯的影响，迅速实现全面盈利、百花齐放的压力较大，难以形成实质 EPS 贡献；但同时我们认为公司定位准确，有望逐步占据该产业的第一品牌定位为后期盈利蓄力。目前仍处于打磨的阶段，磨合期至少要一个周期即一年，随着打磨期的结束，公司有望逐步进入放量增长的阶段。

估值

- 预计 13 年 EPS 为 0.60 元左右，目前公司的股价对应 13XPE 约为 26.91 倍，处于相对合理位置。从周期股的角度来看，随着猪周期向上拐点的逐步确认，目前的估值将会被 2014 年的较高增长所吞噬，因此在下半年的投资机会将相对更为突出；另外从消费股的角度来看，随着雏牧香建设成效逐步显现，公司将面临着对公司属性重估带来的估值提升的机会。

投资建议

- 预计公司 2012-14 年 EPS 分别达到 0.58 元、0.60 元、1.11 元，我们给予 13 年 28 倍的估值目标，给予公司“增持”评级，目标价 16.79 元。

钟凯锋

联系人

(8621)60870959

zhongkf@gjzq.com.cn

黄挺

分析师 SAC 执业编号: S1130511030028

(8621)61038218

huangting@gjzq.com.cn

内容目录

投资逻辑	4
公司概况：生猪养殖为核心，全产业链方案实践者	4
股权结构	6
普通猪：价格向上拐点重要观察窗口显现，出栏量仍处于稳步上升阶段	6
猪价观点：三季度出现拐点，但预期本轮高度与上升周期的长度有限	6
出栏量：公司产能稳步推进，年均 40% 增长可期	9
生态猪：消费品模式运作，中期重要看点	10
盈利预测与估值	15
附录：三张报表预测摘要	19

图表目录

图表 1：雏鹰农牧收入保持快速增长	4
图表 2：公司毛利率、净利率水平有所波动	4
图表 3：雏鹰出栏量排名全国第二	5
图表 4：猪类产品是公司的主要收入来源（2011 年报）	5
图表 5：肉猪与仔猪是公司的主要利润来源	5
图表 6：河南省仍然是公司的主要收入来源（2011 年报）	6
图表 7：公司股权结构情况	6
图表 8：大众消费品需求同样受经济周期的影响	7
图表 9：22 省市生猪价格走势（元/kg）	7
图表 10：目前头均自繁自养盈利为-182 元/头左右，还未达到最低点但已接近	8
图表 11：猪粮比、猪料比比历史低位仍然较高	8
图表 12：仔猪/生猪指标比上一轮周期拐点更高显示养殖热情还没降到足够低	8
图表 13：母猪/生猪指标同样比上一轮周期拐点更高	8
图表 14：全国生猪存栏量	9
图表 15：从 12 个月前瞻指标母猪存栏数来看，二季度供给仍将进一步增加	9
图表 16：公司生猪产能建设表	9
图表 17：公司的后备种猪数量充足	10
图表 18：公司采取的流程化养殖模式	10
图表 19：各个养殖环节的结算制度	10
图表 20：生态猪项目基本情况	11
图表 21：预计门店开设情况及对应出栏消化需求测算	11
图表 22：出栏消化途径粗略估算	12

图表 23: 门店拥有诸多消费品专卖门店元素	12
图表 24: 公司利用气调包装, 每盒均附有追溯码	12
图表 25: 盈利能力测算	13
图表 26: 门店成本测算	14
图表 27: 我国高端消费能力快速增长之奢侈品	15
图表 28: 我国高端消费能力快速增长之金银珠宝	15
图表 29: 仔猪分项预测	16
图表 30: 商品肉猪分项预测	16
图表 31: 二元种猪分项预测	17
图表 32: 生猪产品合计	17
图表 33: 估值参考表	18

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

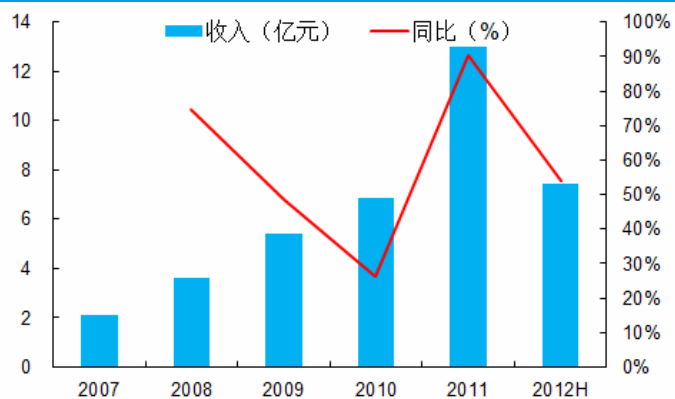
投资逻辑

- 本轮周期性上涨机会逐步酝酿，但预计上涨高度将低于上一轮。随着猪价的逐步下跌，亏损持续，猪价正朝养殖户的心理底线逼近，我们认为本轮心理底线将会在 12 元以下，如能顺利进入此区间并持续数月，那么随之而来的将是逐步酝酿的猪价上涨趋势，我们对此持乐观态度，核心理由在于高存栏的现状与二季度需求预计难有改观的判断，因此，我们提示目前已经进入猪价重要观察期，目前的亏损进一步持续一段时间后，结合农户淘汰母猪的现象逐步显现，可以逐步加仓布局猪周期的“爬坡”行情，但同时我们提示随着规模化比例的提升等原因，去产能的幅度可能会低于历轮周期，也就意味着本轮上涨的高度（头均盈利）可能会低于历轮周期。
- 出栏规模稳步增长。从产能建设的进度与后备母猪的储备来看，公司的产能处在稳步上升过程当中，公司仍然有保持 40%左右的出栏规模增长的能力，但实际的情况将视仔猪与肉猪的具体行情而定，公司灵活调整出栏比例，如增大肉猪出栏规模比例将会略微降低整体生猪出栏规模增速。
- 雏牧香专卖店为未来中期重要看点。公司自 2012 年 9 月开启第一家雏牧香专卖店开始涉足终端，我们认可公司将传统农业向下游延伸要品牌的做法，但短期内受制于消费习惯的影响，迅速实现全面盈利、百花齐放的压力较大，难以形成实质 EPS 贡献；但同时我们认为公司定位准确，有望逐步占据该产业的第一品牌定位为后期盈利蓄力。目前仍处于打磨的阶段，磨合期至少要一个周期即一年，随着打磨期的结束，公司有望逐步进入放量增长的阶段。
- 预计 13 年 EPS 为 0.60 元左右，目前公司的股价对应 13XPE 约为 26.91 倍，处于相对合理位置。从周期股的角度来看，随着猪周期向上拐点的逐步确认，目前的估值将会被 2014 年的较高增长所吞噬，因此在下半年的投资机会将相对更为突出；另外从消费股的角度来看，随着雏牧香建设成效逐步显现，公司将面临着对公司属性重估带来的估值提升的机会。
- 预计公司 2012-14 年 EPS 分别达到 0.58 元、0.60 元、1.11 元，我们给予 13 年 28 倍的估值目标，给予公司“增持”评级，目标价 16.79 元。

公司概况：生猪养殖为核心，全产业链方案实践者

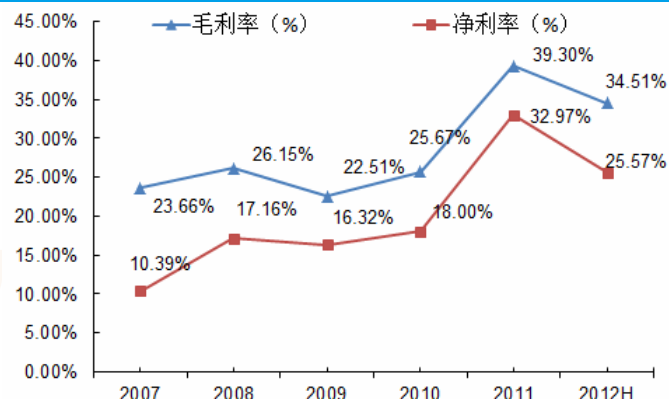
- 雏鹰农牧隶属养猪大省河南，是一家以生猪养殖为核心业务的上市公司。公司 2012 年出栏生猪约 160 万头，是国内第二大的生猪养殖企业。公司销售 2011 年实现销售收入 13 亿元，净利润达到 4.29 亿元。

图表1：雏鹰农牧收入保持快速增长

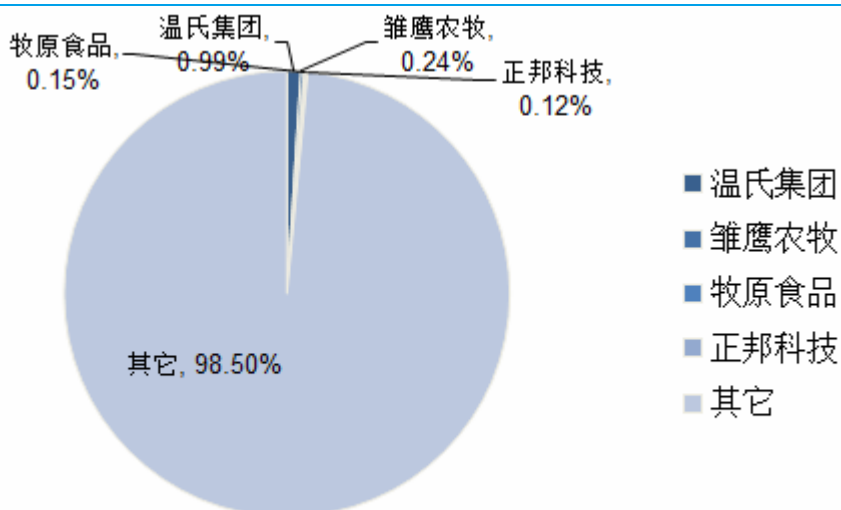


来源：国金证券研究所 wind

图表2：公司毛利率、净利率水平有所波动



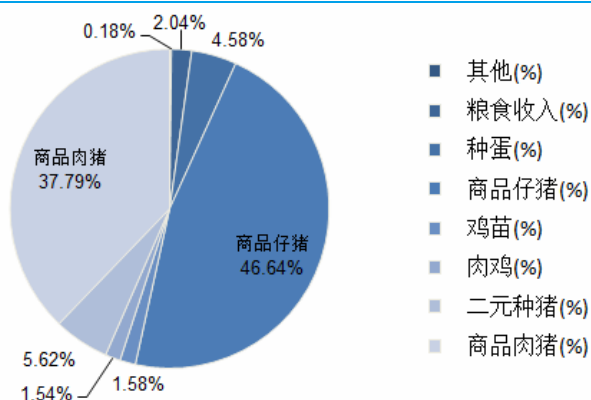
图表3: 雏鹰出栏量排名全国第二



来源: 国金证券研究所 wind

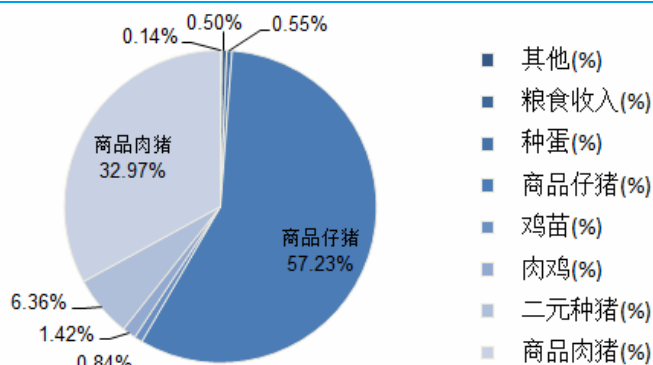
- **生猪养殖是公司的核心业务。**2011 年, 公司的生猪养殖业务占公司收入比例为 90.06%, 利润占比达到 96.56%, 近年来, 公司的生猪养殖业务占比持续提高。
- **主营业务主要涵盖畜禽。**公司已经建立了包括饲料生产、种猪繁育、生猪养殖、种蛋生产、鸡苗孵化, 技术研发、疫病防治等在内的一体化经营模式, 产业链完整; 公司生产的主要产品分为两类: 一类是生猪产品, 包括商品仔猪、二元种猪、商品肉猪; 另一类是家禽产品, 包括种蛋、鸡苗和肉鸡 (淘汰种鸡), 此外公司还有一些粮食、蔬菜的业务, 但占比都很小。
- **生猪占利润比例达 96.6%。**在公司的产品结构中, 生猪仍然是绝对的主力产品, 2011 年生猪利润占比达到 96.6%, 其中仔猪和肉猪是其中的重心, 2011 年分别占利润的 57.23% 和 32.97%。

图表4: 猪类产品是公司的主要收入来源 (2011 年报)



来源: 国金证券研究所 wind

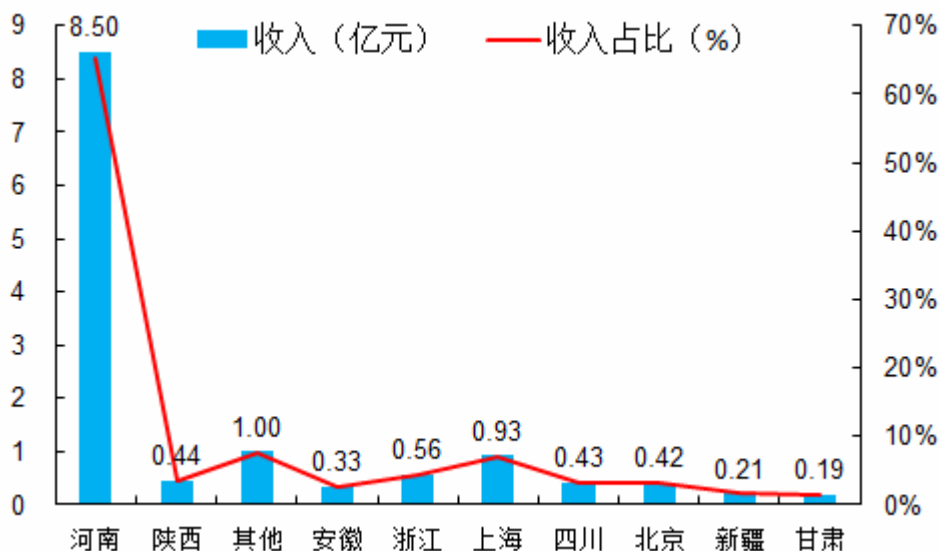
图表5: 肉猪与仔猪是公司的主要利润来源



- **公司业务地域分布主要集中在省内:**以 2011 年看, 公司的业务分布为集中在省内市场, 全国共有 1 个亿级省份, 2 个 5000 万省份, 5 个 2000 万省份, 而河南收入占比达 65.36%。
- **河南基地市场收入占比达 65.36%。**河南基地市场是唯一一个过亿市场, 2011 年收入达到 8.5 亿。

- 长三角为省外市场开拓情况最好的市场。上海、浙江是省外唯二的 5000 万级市场，2011 年分别达到 9261.76 万元、5557.52 万元。
- 除此之外还包括 5 个 2000 万级市场，包括北京、四川、安徽、新疆、陕西。

图表6：河南省仍然是公司的主要收入来源（2011 年报）

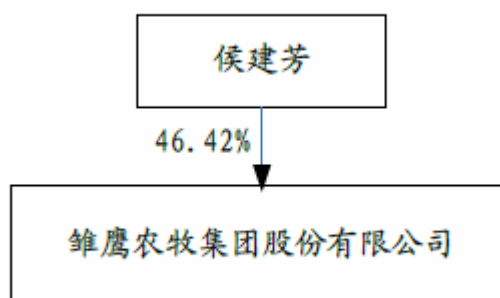


来源：国金证券研究所 wind

股权结构

- 公司拥有股本 5.34 亿股，其中流通股 2.29 亿股，占总股本的 42.83%。按最新的股价计算，公司的市值约为 90 亿元，其中流通市值 38 亿元。
- 公司的实际控制人为董事长侯建芳先生，其持有公司 46.42% 的股份，

图表7：公司股权结构情况



来源：国金证券研究所 公司公告

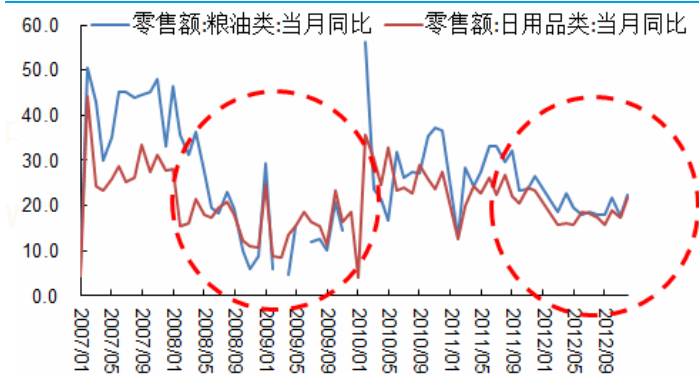
普通猪：价格向上拐点重要观察窗口显现，出栏量仍处于稳步上升阶段

猪价观点：三季度出现拐点，但预期本轮高度与上升周期的长度有限

- 我们认为 13 年猪价走势：在寻底到 12 元以下以后，经过数月振荡之后，逐步迎来上升拐点；我们认为，虽然农业部的数据绝对值存在着准确性的问题，但作为趋势指标，其 4000 个监测点仍然是最有样本指导意义的，

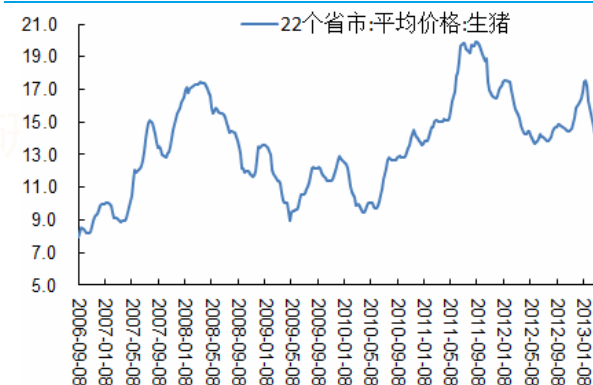
再结合草根的情况，目前供给端处于高位的确性比较高；此外从需求层面来看，受三公消费与经济复苏不明确的影响，预计二季度需求仍然会比较弱，意味着亏损有望贯穿整个二季度，随着亏损时间的拉长与深度的加深，我们认为去产能会如期而至，以滞后 4-6 个月影响到出栏量来看，将会使得三季后供需格局造成逆转。但同时我们认为，受规模化养殖比例提升，养殖户结构调整等因素影响，本轮周期中，养殖户的抗亏损能力明显强于历轮周期，因此，我们认为本轮去产能相比历轮周期而言，剧烈程度要相对缓和许多，对应在周期拐点出现后，由于供给减少的幅度相对有限，因此，周期向上的高度（头均盈利）可能会较低，周期向上的时间段可能会较短。

图表8：大众消费品需求同样受经济周期的影响



来源：国金证券研究所

图表9：22 省市生猪价格走势（元/kg）



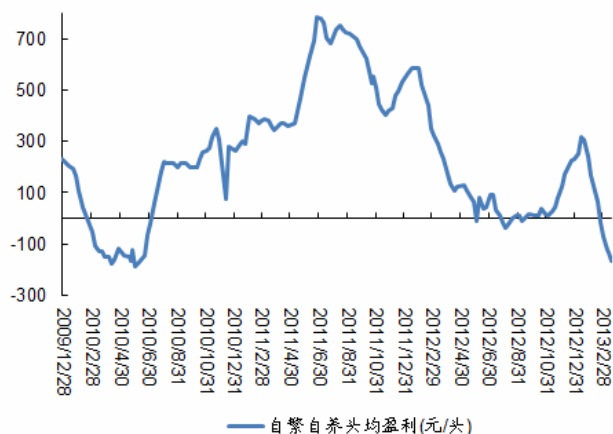
- 三季度出现拐点，价格下探到 12 元以下，震荡数月，形成中期反转走势。我们认为这是概率较高的路径，核心理由在于：13H1 供给端高存栏的相对确定，而需求端受经济复苏缓慢以及三公消费打击难有起色影响。具体来看：

- 第一，我们认为目前的生猪价格仍然没有跌到足以支撑中期反转的位置。我们认为支撑猪价中期反转的核心在于充分的去产能，而从我们所关注的两个维度的指标来看，这一点目前尚不成立：一是从去产能的动力指标来看：不管是从核心指标头均自繁自养盈利，还是辅助指标猪粮比、猪料比都比历史低位要高，去产能的动力并不十分充足；二是从去产能的结果指标来看：仔猪/生猪、母猪/生猪的指标仍然高于上一轮周期底部，意味着对仔猪、母猪的需求还没有到达底部，而从草根信息来看，关于淘汰母猪，仔猪补栏大幅受挫的现象还没有出现。因此，综合这两方面的指标来看，我们认为，猪价将进一步下行，预计到 12 元以下，头均自繁自养盈利低至-200 元以后（考虑到规模化养殖比例提升带来的亏损承受能力增强，这个数值可能会更低），才会出现比较明显的去产能动作，为支撑中期猪价反转提供第一个条件。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

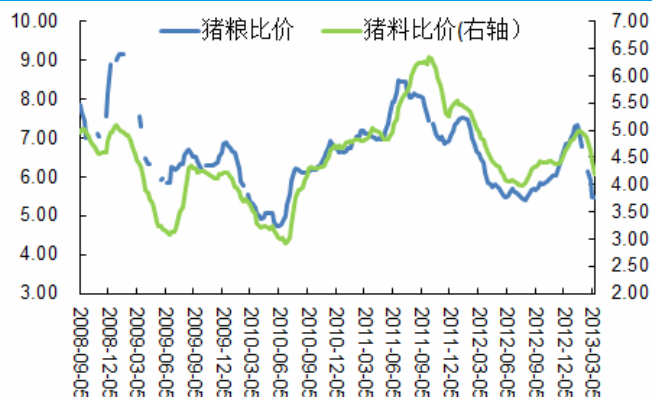
www.jztzw.net

图表10：目前头均自繁自养盈利为-182元/头左右，还未达到最低点但已接近



来源：国金证券研究所

图表11：猪粮比、猪料比比历史低位仍然较高



图表12：仔猪/生猪指标比上一轮周期拐点更高显示养殖热情还没降到足够低



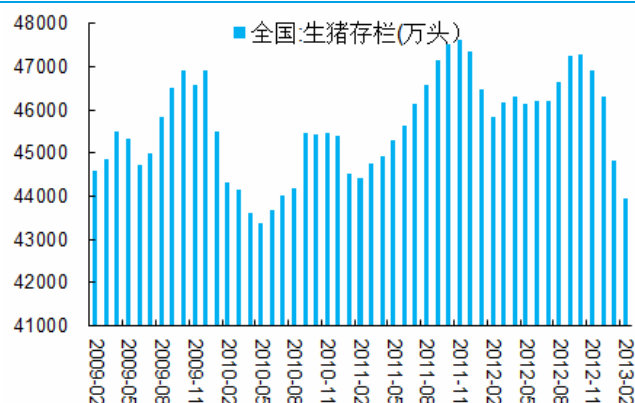
来源：国金证券研究所

图表13：母猪/生猪指标同样比上一轮周期拐点更高



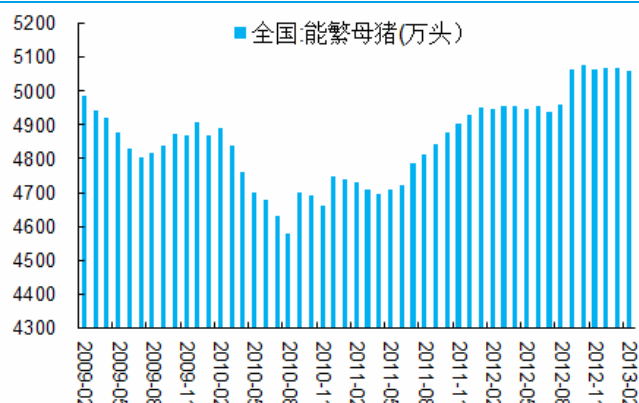
- 第二，我们认为在二季度出现大规模去产能的概率较高，因为目前供需缺口可能在二季度继续存在甚至进一步放大，使得二季度猪价都将处于亏损当中，随着亏损的持续，去产能也会随之而来，去产能完成后滞后 4-6 个月影响到生猪出栏量的减少，届时拐点将会被逐步确立。对于供需格局，在供给方面，市场对于高存栏的现象认可度较高，而从农业部的数据来看，具有前瞻性功能的母猪存栏量指标在 2012 年二季度处于 4950 万头左右的高位，再结合饲料产量及草根信息的情况，我们认为二季度供给高位的局面仍将持续；而在需求方面，我们认为在经济复苏不明确的情况下，需求难有改善，特别是在三公消费打击，改变工作作风等倡导下，餐饮消费景气度出现了明显的下滑，我们认为猪肉需求也将受此牵连。因此，在供给持续高位，需求难有起色的情况下，我们认为，猪价仍然有充足的动力下探并保持较深的亏损位置，随之而来的将是大规模去产能的开始。

图表14：全国生猪存栏量



来源：国金证券研究所，同花顺 ifind

图表15：从12个月前瞻指标母猪存栏数来看，二季度供给仍将进一步增加



出栏量：公司产能稳步推进，年均40%增长可期

- 产能储备保障，在建+已完成部分的450万头产能稳步推进。公司目前在建达到450万头，其中上市前拥有105万头，尉氏县拥有100万头，卫辉市拥有100万头，襄城县拥有30万头，此外还包括三门峡市100万头生态猪，卢氏县0.3万头野猪，米林县10万头藏香猪。截至2012年半年报，上述产能的建设进度如下表所示，公司2012年出栏量约为160万头，以目前产能建设推进程度来看，出栏量从产能上是有保障的。

图表16：公司生猪产能建设表

时间	项目名称	地点	新增产能(万头)	投资规模(亿元)	建设期(年)	建设进度	目前可使用状态	预计可使用状态	预计产生收益(亿元)	预计产生利润(亿元)	配套投资	占地
上市前			105.41									
2012/7/5	藏香猪项目	西藏米林县	10	3							投资0.11亿元配套建设年产5万吨的饲料厂、投资0.24亿元建设年消化10万头的屠宰加工厂	
	一期		3	0.21	2				1.48	0.53		
	二期		7	2	一期建成后							
2012/5/26	卫辉年出栏100万头生猪项目	卫辉市所辖区域李源屯镇、庞寨乡、后河专业园区	100	20.2	2		尚未投产	截止2012年6月30日，项目筹建中	31.48	5.54	配套建设饲料厂、屠宰加工厂、熟食加工厂、有机肥厂、绿色蔬菜种植基地共投资5.9亿元	1.5万亩
2012/5/22	尉氏县40万头商品猪项目	开封尉氏县	40	不超过4亿	2	18.59%	尚未投产					
2012/4/12	襄城县出栏30万头生猪项目	襄城县	30	4.5		3.05%	尚未投产	2014年5月				
	三门峡100万头生态猪项目											
2011/12/14	卢氏县出栏20万头生态猪项目	三门峡市卢氏县	20	8	3-5年	7.25%	尚未投产		8	1.6	同时建设与之配套的种猪场、饲料加工厂、屠宰场等	8万亩
2011/9/21	渑池县年出栏30万头生态猪项目	三门峡市渑池县	30	12	3-5年	2.08%	尚未投产		12	2.4	同时建设与之配套的种猪场、饲料加工厂等	12万亩
2011/7/28	卢氏县出栏3000头野猪项目	三门峡市卢氏县	0.3	0.1	1	30.76%	部分投产		0.1			
2011/3/23	陕县出栏50万头生态猪项目	三门峡市陕县	50	20	3-5年	16.50%	部分投产		20	4	建设与之配套的生猪屠宰加工厂、种猪场、饲料加工厂等	20万亩
2010/9/15	尉氏县出栏60万头(10万头种猪、50万头仔猪)	尉氏县	60	4.37	2	90.70%	产生效益7,348.39万元	2012年7月31日		0.86		0.36万亩

来源：国金证券研究所

- 后备母猪保障。截至2012年半年报，公司拥有种猪数量7.85万头，尤其是外购纯种猪的数量持续快速增长，保障公司中长期的养殖能力。

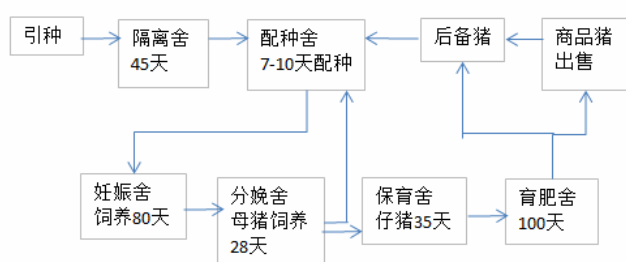
图表17: 公司的后备种猪数量充足

项目	单位	2009.12.31	2010.12.31	2011.12.31	2012.06.30
外购纯种猪	万头	0.46	0.97	2.20	3.29
外购二元种猪	万头			0.37	0.35
自繁种猪	万头	1.29	2.06	4.02	4.21
合计		2.31	3.54	6.59	7.85

来源: 国金证券研究所

- **养殖模式保障养殖效率。**低成本获得高养殖效率。公司在同样的资源下能够获得较高的养殖效率主要来源于模式的安排。一是养殖制度, 公司通过分阶段养殖的方式, 每个农户只负责一个阶段, 使用的是公司统一的供种、药物、饲料, 农户带不进去其它来源的生产资料。二是农户激励制度, 公司最终仍然是通过养殖户的养殖成果来决定养殖收益, 因此成活率、料肉比等指标依然是农户追求的目标, 提升其主观能动性。这种合作模式下, 公司的资源优势包括, 生产资料采购规模化优势, 合理布局带来的疫病隔离优势等, 农户的优势来自于其专业技术优势, 二者相结合, 且二都皆有动力将优势发挥出来保障收益, 因此公司得以最终低成本获得高养殖效率。

图表18: 公司采取的流程化养殖模式



来源: 国金证券研究所

图表19: 各个养殖环节的结算制度

养殖阶段	结算标准
配种舍	每交一头怀孕后备种猪, 公司向农户支付150元; 每交一头未怀孕后备种猪, 公司向农户支付30元; 每交一头怀孕经产母猪, 公司向农户支付104元; 每交一头未怀孕经产母猪, 公司向农户支付30元。
妊娠舍	每顺利转入分娩舍一头怀孕种猪, 公司向农户支付112元; 每流产一头, 公司向农户支付30元。
分娩舍	公司根据交付仔猪重里结算收入, 标准为3.34元/斤。
保育舍	公司根据生猪的增重数里结算收入, 标准为3.40元/斤。
育成舍	出栏重里与约定价格的计算金额减进栏重里与进栏约定价格计算金额

生态猪: 消费品模式运作, 中期重要看点

- **产能依托: 产能建设稳步推进。**公司于2011年3月份起投资40亿元, 新建100万头生态猪养殖项目; 公司于2011年3月起, 与三门峡市签署协议, 项目将投建于旗下的三个县, 其中陕县50万头, 占地面积为20万亩, 渑池县30万头, 占地12万亩, 卢氏20万头, 占地8万亩, 公司已分别于2011年3月18日、9月19日、12月12日与当地县人民政府签署了合作意向书。
- 截至2012年底, 工程完成征地开发近10万亩, 全部工程进度完成近20%, 预计出栏能力超过12万头, 存栏超过5.3万头。生态猪产能建设稳步推进当中, 按目前的推进进度来看, 陕县推广顺利, 是目前出栏的主要来源, 渑池与卢氏推进速度略慢, 目前存栏数目比较少。

图表20：生态猪项目基本情况

项目地点	公告时间	产能建设进度 (%，截至2012中报)	存栏情况 (万头、截至2012年11月)	占地面积 (万亩)	目标产能 (万头)	投资额 (亿元)
陕县	2011年3月23日	16.50%	5	20	50	20
通地	2011年9月21日	2.08%	0.3	12	30	12
卢氏	2011年12月14日	7.25%	0	8	20	8
	存栏量	产能 (万头，截至2012年10月)	征地面积 (万亩，截至2012年12月)	工程进度（截至2012年12月）		
整体	5.3	12	10	20%		

来源：国金证券研究所 公司公告，上海证券报、河南省政府网站等网络公开资料

- **销售模式：**以专卖店为依托，抢占品牌占位前景可期。公司生态猪将以专卖店销售为主，配套公司的雏牧香专卖店建设同步推进。
- **门店拓展：**省内+长三角地区将成为重点。预计省内资源优势和长三角消费能力保障将是公司开拓的两个主要着力点。据公开资料显示，截至2013年2月份，目前公司的专卖店在河南省内约80余家，其中郑州50家，此外，在上海公司的门店约有20家左右，预计今年公司的门店将以省内和长三角地区为主，其中省内有望开到300家左右，长三角地区开发视情况而定，保守估计今年开到200家左右，全国预计将开到600家左右。
- **出栏预测及出栏消化能力测算：**我们预计今年有望出栏10万头，在600家店面的核心假设下预计将需要日均每天消化1头生态猪左右。粗略计算，如果按10万头出栏量以及600家专卖店（考虑开店时间有早晚，按平均每家店营业天数为半年或180天来算），则平均每家店需要销售0.93头猪，或约100kg左右的生态肉来消化。

图表21：预计门店开设情况及对应出栏消化需求测算

	专卖店数（家）	2013年底（家）	备注
郑州	50	50	郑州分布已经比较全面，扩张的空间不大
河南（除郑州）	30	250	2012年10月向河南17辖市招商300家
长三角	20	200	目前仅在上海开业，上海测算目标300家左右，长三角已经通过收购相应公司准备布局
其它	0	100	整体变数较大，上重要运行完一个周期情况再决定推进速度，在此我们仅做保守估计
总计	100	600	
假设出栏数（万头）		10	2012年出栏较少，2013年10万头出栏从产能上来看问题不大
营业天数（按开店时间全年分布不同，按180天计算）		180	门店开放时间分布全年，按平均营业180天粗略估算
平均每店每日销售数（头/天·店）		0.93	
生态猪可售重量（kg/头）		105.00	
生态猪平均重量（kg）		140	生态猪平均重量在130-150之间
生态猪屠宰率（%）		75%	猪杂碎预计主要以大宗交易为主
平均每店每日销售重量（kg/天·店）		97.22	
乐观假设（kg/天·店）		58.33	核心假设：门店总数1000家
悲观假设（kg/天·店）		145.83	核心假设：门店总数400家

来源：国金证券研究所，大河网等公开资料

- **出栏生态猪销售消化途径：**大宗&零售将是出栏消化的主要途径，其中大宗可能会在前期作为主导，零售将会呈现逐步加速的态势。公司在招商时非常注重合作对象的客户资源，因此，我们预计，大宗交易将会是公司肉猪消化的重要途径，根据我们的测算，以一个300人的单位来算，公司仅需2-3个这样的单位就能消化掉分配到门店的数量（未考虑多个供应商情况），目前公司的大客户包括省内著名企业、台资著名企业等等，其员工人数都远远大于300人的规模。在终端销售方面，将以稳定增长为主，因为公司通过门店为品牌阵地的经营模式决定了终端需求也将以口口相传的渗透式传播为主，通过“品质+便捷”取胜来稳定回头客，由回头客再向周边人群渗透，这种方式将会是一个斜率逐步加大的爬升过程。

图表22：出栏消化途径粗略估算

CASE 1	全零售消化	CASE 3	大宗交易与零售结合
大宗交易占比（%）	0%	大宗交易占比（%）	50%
门店零售占比（包括家急送、充值卡交易）	100%	门店零售占比（包括家急送、充值卡交易）	50%
户均购买量（kg/天）	0.52	户均购买量（kg/天）	0.52
人均消费量（两/天）	2.6	人均消费量（两/天）	2.6
户均人口（人/户）	4	户均人口（人/户）	4
消化产品所需顾客人数（人/天）	186.97	消化产品所需顾客人数（人/天）	93.48
平均营业时间（小时）	10	平均营业时间（小时）	10
平均每小时成交笔数（笔/小时）	18.70	平均每小时成交笔数（笔/小时）	9.35
		大客户购买量（kg/天）	39
		人均消费量（两/天）	2.6
		大客户员工数（人/户）	300
		消化所需大顾客户数（户/天）	1.25
CASE 2	全大宗交易消化		
大宗交易占比（%）	100%		
门店零售占比（包括家急送、充值卡交易）	0%		
大客户购买量（kg/天）	39		
人均消费量（两/天）	2.6		
大客户员工数（人/户）	300		
消化所需大顾客户数（户/天）	2.49		

来源：国金证券研究所，农业部

- 我们认可公司的销售模式。第一：公司通过专卖店的形式锁定住了大量拥有客户资源的合作户，实际上是在销售资源上做优化配置，从销售的角度来看是一种非常值得认可的模式，从一定程度上有些类似像洋河利用招收核心客户亲属作为员工来锁定核心客户的做法。第二：因为生态猪是高端猪肉，定位是高端消费，需要有效的产品力保障与清晰的品牌支撑，专卖店的模式有助于公司全程把握产品的品质，规避潜在的食品安全风险，同时，专卖店的建设有利于公司建立起高端产品的形象，以专卖店作为桥头堡，提升公司品牌的高度。

图表23：门店拥有诸多消费品专卖门店元素



来源：国金证券研究所

图表24：公司利用气调包装，每盒均附有追溯码



- 盈利能力。由于目前成本还存在不确定性，如饲料用量比例，养殖、屠宰设施折旧较大等，我们在此仅做粗略推算。据我们测算结果显示，公司的生态猪由于饲料成本并不见得比普通猪高，而明显高于普通猪的部分（如租金、折旧）在成本中占比较小，因此，生态猪的成本并不比普通猪高出多少。门店方面，由于固定支出较大，需要通过走量来摊薄，具体盈亏平衡点各异，我们尝试给予成本测算如下表所示。
- 生猪到店前盈利能力分析：成本方面，根据我们假设，我们测算得出结果是生态猪到店成本约为 10 元/斤，普通猪到店成本约 9.2 元/斤（注：由于目前生态猪还处于初步养殖阶段，成本还未达到稳定状态，下表仅为粗略估算结果）。主要原因在于生态猪除吃饲料以外，还吃大量的蔬菜等等（视农户种植的情况而定，包括苜蓿、胡萝卜、

蔬菜、南瓜等等），此外生态猪产仔率往往较高，因此分摊母猪的成本较低。而售价方面，生态猪的售价要比普通猪肉高很多，因此，从盈利能力的角度来看，生态猪的盈利能力非常突出。

图表25：盈利能力测算

	生态猪	普通猪
饲料成本（元/头）	1120	924
饲料价格（元/kg）	3	3
料肉比（%）	4	2.8
饲料占比（%）	66.67%	100%
育成重量（kg）	140	110
人工（元/头）	360	180
每人养殖生猪数目	50	100
人均劳动力成本	1500	1500
母猪成本（元/头）	147.46	154.58
母猪购买（元/头）	2500	1700
淘汰前产胎数	8	8
每胎产仔数	14	12
每年所产仔批数	2	2
每日所耗饲料	3.2	3
饲料价格（元/kg）	3	3
疫苗医疗成本（元/头）	50	50
制造费用（元/头）	266.67	50.00
投资额	4000	1500
一年所养批数	1	2
折旧年限	15	15
租金费用	80	3.18
地租租金（元/亩）	200	530
亩均养殖头数（头/亩）	2.5	166.67
其它费用（元/头）	50	50
养殖环节成本（元/头）	2074.13	1411.76
屠宰加工费用（元/头）	81.8	81.8
折旧年限	10	10
建设投资（元/头）	118	118
气调包装（元/头）	60	60
其它成本（元/头）	10	10
运输费用	14	11
运输距离（km）	250	250
冷链运输单价（元/吨公里）	0.4	0.4
配送成本（元/头）	15	15
检疫等各种税费（元/头）	60	60
屠宰率（%）	75%	70%
猪肝等其它收入（元/头）	140	165
到店成本（元/头）	2244.93	1579.56
到店成本（元/kg）	20.05	18.37

来源：国金证券研究所，公开资料，行业信息类比推测

- 生猪到店后盈利能力分析。根据我们的调研及公开信息，我们测算门店的成本线在郑州预计在 850 元左右，上海门店约 1200 元左右，其中店租与人工在各地有差异，因此，实际情况可能会有所出入，仅给出我们所调研门店作为样本供投资者进行参考。假设给予终端门店 20% 的毛利空间，测算下来郑州每天卖 0.5 头生态猪即可覆盖成本，在上海每天卖 0.7 头生态猪可覆盖成本。

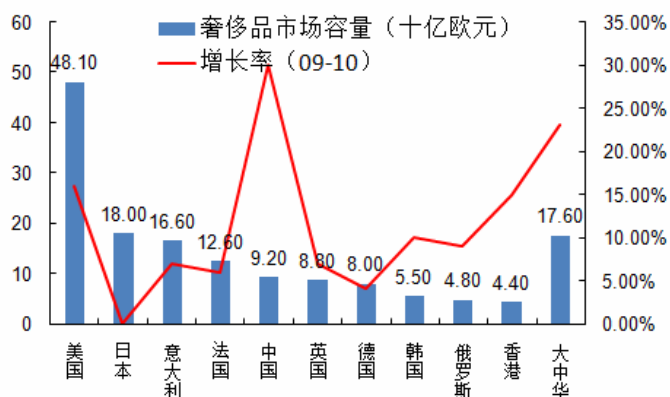
图表26：门店成本测算

成本项目	郑州	上海	备注
店租（元/月）	10000	23000	各地区别较大
人工（元/月）	10000	6000	
工资（元/月）	2000	2000	
人数（人）	5	3	包括配送员、店员
装修折旧（元/月）	833.33	1250.00	
装修费（元/店）	100000	150000	
折旧年限（年）	10	10	
水电（元/月）	2000	2000	
税金（元/月）	1000	1000	
保证金、装修费利息（元/月）	1200	1500	各地保证金、装修费金额不一样
其它（元/月）	300	400	
总成本（元/月）	25333.33	35150.00	
每天经营成本（元/天）	844.44	1171.67	注：结合公开资料、实地调研估计值，不同门店差异较大

来源：国金证券研究所，公开资料，实地调研，其它行业数据估计

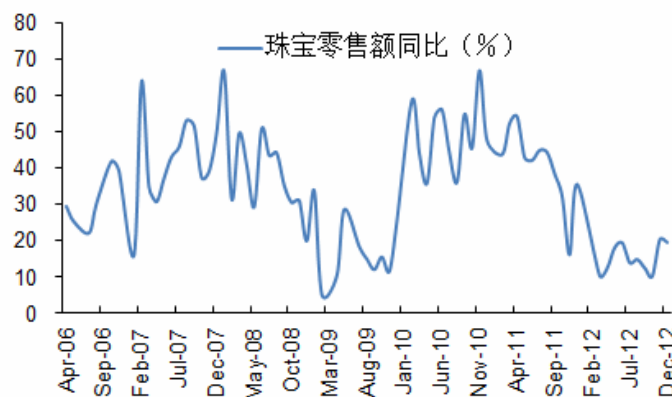
- **终端需求现状。**根据我们实地调研的情况，郑州情况销售良好，旺季走量很快，但淡季略有压力，总体来看，运营较为稳健，在上海，目前仍然处于导入初期，预计进入盈利期还需要等待。
- **实地调研情况。**根据我们的实地调研，目前郑州维牧香在郑州的运营情况良好，根据我们的估算，一家店的日运营成本约在 850 元左右，预计日均销售 150 盒的情况下可以覆盖成本，从实地了解的情况来看，150 盒的销售略微有一些压力，在旺季的时候（如过年期间）较容易实现，但在淡季的时候（如年后）则会有一些压力。而在上海的实地调研情况显示，由于导入时期较短，首家上海专卖店于 2013 年 1 月 29 日开业，整体而言，消费习惯还在培养当中。
- **目前存在的制约因素。**我们认为目前限制需求的原因主要包括几个方面。一是价格，公司的生态肉价格水平明显高出一截，部分消费者目前的收入水平要承担这一价格还是有一定的困难；二是消费习惯，传统的菜场购物的方式较为根深蒂固，再加上菜场购物可以一次购买所需产品，因此在便利性有一些优势，消费习惯的改变需要一个过程，导致暂时来看，需求会受到一定的阻力；三是品牌需要一定的累积，由于公司选择的是一种自下而上的品牌传播模式，以专卖店为桥头堡，以直观的店面形象来冲击周边消费者的意识，这种方式优势明显，但是劣势也较为明显，即品牌的传播的速度要相对慢一些，公司的独特优势，全自养、全追溯、高品质、保安全的优势很难迅速的铺开而被充分认知，因此，品牌的累积需要一定的时间，这也客观上造成了短期销售上的些许压力。
- **从中期来看，我们看好公司生态猪的前景，核心原因在于目前压制需求的因素都有望在未来 2-3 年内发生明显的变革。**
 - **收入水平驱动。**公司的产品价格是抑制需求的一个主要方面，但这一块需求只是被压制而不是没有，随着收入水平的提高，对于更安全，更天然的猪肉的需求会逐步释放出来，而观察近几年我国高端消费的增速来看，包括金银、奢侈品、豪车、出境游等等增速非常迅猛，由于高端消费品的非必需品属性，实际上增长的速度会远高于普通消费品的增速水平，公司的产品非常符合消费升级大主题是我们看好的主要理由。

图表27：我国高端消费能力快速增长之奢侈品



来源：国金证券研究所

图表28：我国高端消费能力快速增长之金银珠宝



- **消费习惯驱动。**我国社会正在发生的一个深刻变革即 80、90 后逐步组建家庭，逐步成为家庭成分的主力军，对于这一部分群体，受新兴事物接受能力更强，如在购物方式上，愿意接受网购这种更便捷的购物方式，而不拘泥于传统的现场购物的形式。因此，对于雏鹰结合了手机追溯、网购、安全的购物形式更容易受到这部分的欢迎，类消费品方式的品牌形象也更容易被这些群体接受。
- **品牌加速效应。**公司选择一种传播速度较慢，但投入效率更有保障的品牌传播模式。我们认为这是一个逐步加速的传播模式，是一种“酒香不怕巷子深”的传播模式，这种传播模式的核心在于过硬的产品力，而这一点，从我们草根了解的情况来看，公司的生态肉产品拥有这种优势，因此，我们看好公司以此为根基，品牌高度会进入逐步累积，加速提升的阶段。

盈利预测与估值

- **核心假设：**假设公司 2012-2014 年仔猪出栏数分别为 107、140、191 万头，商品肉猪出栏数分别为 39、66、95 万头，二元种猪出栏数分别为 6.6、7.9、10.6 万头，由于公司在仔猪与商品肉猪出栏销售方面可以灵活控制，主要视市场情况而定，因此出栏总数与仔猪比例可能会体现为较强的波动性。
- **预计生猪产品 2012-2014 年合计实现销售收入分别达到 14.84 亿元、21.53 亿元、31.86 亿元。毛利率分别达到 29.60%、27.36%、33.90%。对生猪产品的分项预测如下所示。**

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

图表29：仔猪分项预测

仔猪	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
产量（万头）								
销量（万头）	9.82	16.47	30.18	43.64	72.09	107.00	140.00	191.00
单头价格（元/头）	539.69	744.45	531.64	614.53	841.25	700.00	662.50	700.00
单头重量（kg）	25.00	25.00	25.00	25.00	25.00	25.00	25.00	25.00
销量（吨）	2456.18	4117.43	7543.88	10910.00	18022.50	26750.00	35000.00	47750.00
单位重量价格（元/kg）	21.59	29.78	21.27	24.58	33.65	28.00	26.50	28.00
销售收入（亿元）	0.53	1.23	1.60	2.68	6.06	7.49	9.28	13.37
销售成本（亿元）	0.44	0.80	1.17	1.71	3.14	4.78	6.31	8.12
单头成本（元/头）	448.42	486.13	389.32	392.19	435.63	446.63	450.38	425.00
饲料	232.50	255.00	262.50	270.00	277.50	308.63	306.38	279.00
料肉比	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00
仔猪饲料成本（元/kg）	3.10	3.40	3.50	3.60	3.70	4.12	4.09	3.72
豆粕占比（%）	13.74%	17.03%	14.87%	13.38%	12.97%	13.49%	12.85%	12.90%
豆粕用量（kg/kg）	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15
豆粕价格（元/kg）	2.84	3.86	3.47	3.21	3.20	3.70	3.50	3.20
玉米占比（%）	30.19%	28.59%	27.09%	31.67%	38.11%	37.91%	38.19%	38.71%
玉米用量（kg/kg）	0.60	0.60	0.60	0.60	0.60	0.60	0.60	0.60
玉米价格（元/kg）	1.56	1.62	1.58	1.90	2.35	2.60	2.60	2.40
其它占比（%）	56.06%	54.38%	58.04%	54.96%	48.92%	48.60%	48.96%	48.39%
其它（元）	1.74	1.85	2.03	1.98	1.81	2.00	2.00	1.80
人工（代养费用为主）	40	40	40	40	40	42	44	46
人均饲养头数（头/批）	100	100	100	100	100	100	100	100
人均饲养批数（批）	6	6	6	6	6	6	6	6
人均月工资（元）	2000	2000	2000	2000	2000	2100.00	2200.00	2300.00
医疗费用	70	70	70	70	70	70.00	70.00	70.00
其它费用	105.92	121.13	16.82	12.19	48.13	26	30	30
毛利率（%）	16.9%	34.7%	26.8%	36.2%	48.22%	36.20%	32.02%	39.29%

来源：国金证券研究所

图表30：商品肉猪分项预测

商品肉猪	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
产量（万头）								
销量（万头）	1.44	5.99	13.29	19.93	26.79	39.00	66.00	95.00
单头价格（元/头）	1363.25	1384.28	1254.07	1273.81	1834.00	1575.00	1627.50	1732.50
单头重量（kg）	109.11	98.31	107.62	105.00	105.00	105.00	105.00	105.00
销量（吨）	1571.89	5892.50	14307.96	20926.50	28129.50	40950.00	69300.00	99750.00
单位重量价格（元/kg）	12.49	14.08	11.65	12.13	17.47	15.00	15.50	16.50
销售收入（亿元）	0.20	0.83	1.67	2.54	4.91	6.14	10.74	16.46
销售成本（亿元）	0.16	0.73	1.57	2.26	3.23	4.97	8.49	11.82
单头成本（元/头）	1116.91	1211.38	1177.20	1133.06	1205.18	1274.53	1286.59	1244.08
饲料	763.79	880.90	919.09	926.10	955.50	1,027.53	1,024.59	976.08
料肉比	2.80	2.80	2.80	2.80	2.80	2.80	2.80	2.80
商品猪饲料成本（元/kg）	2.50	3.20	3.05	3.15	3.25	3.50	3.49	3.32
豆粕占比（%）	17.04%	18.09%	17.07%	15.29%	14.77%	15.88%	15.06%	14.46%
豆粕用量（kg/kg）	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15
豆粕价格（元/kg）	2.84	3.86	3.47	3.21	3.20	3.70	3.50	3.20
玉米占比（%）	37.44%	30.38%	31.08%	36.19%	43.38%	44.64%	44.76%	43.37%
玉米用量（kg/kg）	0.60	0.60	0.60	0.60	0.60	0.60	0.60	0.60
玉米价格（元/kg）	1.56	1.62	1.58	1.90	2.35	2.60	2.60	2.40
其它占比（%）	45.52%	51.53%	51.85%	48.52%	41.85%	39.48%	40.17%	42.17%
其它（元）	1.14	1.65	1.58	1.53	1.36	1.38	1.40	1.40
人工（代养费用为主）	240	120	120	120	120	126	132	138
人均饲养头数（头/批）	50	100	100	100	100	100	100	100
人均饲养批数（批）	2	2	2	2	2	2	2	2
人均月工资（元）	2000	2000	2000	2000	2000	2100.00	2200.00	2300.00
医疗费用	70	70	70	70	70	66.00	70.00	70.00
其它费用	43.12	140.48	68.10	16.96	59.68	55	60	60
毛利率（%）	18.1%	12.5%	6.1%	11.1%	34.29%	19.08%	20.95%	28.19%

来源：国金证券研究所

图表31：二元种猪分项预测

二元种猪	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
产量 (万头)								
销量 (万头)	2.10	2.44	4.91	2.92	3.52	6.60	7.90	10.60
单头价格 (元/头)	1672.77	2184.86	1901.35	1745.95	2077.30	1830.00	1920.00	1920.00
单头重量 (kg)	60.00	60.00	60.00	60.00	60.00	60.00	60.00	60.00
销量 (吨)	1260.84	1465.26	2943.18	1752.00	2112.00	3960.00	4740.00	6360.00
单位重量价格 (元/kg)	27.88	36.41	31.69	29.10	34.62	30.50	32.00	32.00
销售收入 (亿元)	0.35	0.53	0.93	0.51	0.73	1.21	1.52	2.04
销售成本 (亿元)	0.22	0.25	0.48	0.26	0.41	0.70	0.85	1.13
单头成本 (元/头)	1029.75	1014.65	978.62	881.70	1154.32	1058.30	1070.30	1061.60
饲料	504.00	558.00	576.00	567.00	612.00	636.30	636.30	615.60
料肉比	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00
种猪饲料成本 (元/kg)	2.80	3.10	3.20	3.15	3.40	3.54	3.54	3.42
豆粕占比 (%)	15.21%	18.68%	16.27%	15.29%	14.12%	15.70%	14.85%	14.04%
豆粕用量 (kg/kg)	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15
豆粕价格 (元/kg)	2.84	3.86	3.47	3.21	3.20	3.70	3.50	3.20
玉米占比 (%)	33.43%	31.35%	29.63%	36.19%	41.47%	44.13%	44.13%	42.11%
玉米用量 (kg/kg)	0.60	0.60	0.60	0.60	0.60	0.60	0.60	0.60
玉米价格 (元/kg)	1.56	1.62	1.58	1.90	2.35	2.60	2.60	2.40
其它占比 (%)	51.36%	49.97%	54.11%	48.52%	44.41%	40.17%	41.02%	43.86%
其它 (元)	1.44	1.55	1.73	1.53	1.51	1.42	1.45	1.50
人工 (代养费用为主)	240.00	240.00	240.00	240.00	240.00	252.00	264.00	276.00
人均饲养头数 (头/年)	100	100	100	100	100	100	100	100
人均月工资 (元)	2000	2000	2000	2000	2000	2,100.00	2,200.00	2,300.00
医疗费用	70	70	70	70	70	70.00	70.00	70.00
其它费用	215.75	146.65	92.62	4.70	232.32	100	100	100
毛利率 (%)	38.4%	53.6%	48.5%	49.5%	44.43%	42.17%	44.26%	44.71%

来源：国金证券研究所

图表32：生猪产品合计

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
生猪合计 (万头)	13.37	24.91	48.38	66.49	102.40	152.60	213.90	296.60
销售收入 (亿元)	1.08	2.59	4.20	5.73	11.71	14.84	21.53	31.86
销售成本 (亿元)	0.82	1.77	3.22	4.23	6.78	10.45	15.64	21.06
毛利 (亿元)	0.26	0.81	0.98	1.50	4.93	4.39	5.89	10.80
毛利率 (%)	24.14%	31.47%	23.41%	26.23%	42.14%	29.60%	27.36%	33.90%
毛利占比 (%)	52.78%	85.57%	80.83%	85.77%	96.56%	97.04%	95.58%	97.52%

来源：国金证券研究所

- 我们预计公司 2012-14 年的 EPS 分别达到 0.58 元、0.60 元、1.11 元。目前的股价对应公司 2013 年 EPS 为 26.91 倍。公司所属生猪养殖行业属于强周期行业，A 股中涉及生猪养殖的上市公司往往涉及其它主业，如房地产、教育、饲料等，因此，除了生猪养殖企业之外，我们另外再选取了同样为全产业链布局的圣农发展，以及肉制品龙头双汇作为参照，综合来看，生猪养殖企业的平均 PE 在 19 倍左右，而作为一体化龙头圣农发展的估值在 27 倍左右。

图表33：估值参考表

证券代码	证券名称	主营产品名称	生猪养殖业 务利润占比	13年预测 EPS (元)	收盘价 (2013/3/21)	13PE
600975.SH	新五丰	生猪出口、生猪内销、饲料、 原料及其他、鲜肉、冻肉	88%	0.48	6.89	14.35
000735.SZ	罗牛山	生猪、商品房	48%	0.20	5.69	28.45
000860.SZ	顺鑫农业	白酒、蔬菜、种子、猪肉、种 猪、食品、市场管理、房地产 、广告、建筑工程、纸业、苗 木	7%	0.90	14.89	16.52
002505.SZ	大康牧业	饲料、幼猪、种猪、育肥猪、 屠宰肉制品	95%	0.29	7.05	24.31
002157.SZ	正邦科技	饲料、养殖、食品、原料贸易	40%	0.53	7.02	13.25
平均值						19.38
000895.SZ	双汇发展	高温肉制品、低温肉制品、生 鲜冻肉		3.50	74.51	21.32
002299.SZ	圣农发展	鸡肉		0.44	12.02	27.18

来源：国金证券研究所 wind

- 综合来看，我们结合周期性与产业链一体化进行估值，参考圣农给予公司2013年28倍的估值，对应目标价16.79元。我们认为，相对而言，随着周期拐点的逐步确立，以及2013H1受2012H1高基数的影响下业绩风险释放结束后，公司在2013年下半年的投资机会将会显得更为突出，给予公司“增持”评级。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	541	683	1,300	1,582	2,266	3,300	货币资金	69	783	589	700	700	700
增长率		26.2%	90.4%	21.7%	43.2%	45.6%	应收款项	26	33	53	54	78	113
主营业务成本	-419	-508	-789	-1,130	-1,650	-2,193	存货	175	298	655	1,238	1,650	2,193
% 销售收入	77.5%	74.3%	60.7%	71.4%	72.8%	66.4%	其他流动资产	28	66	67	341	497	660
毛利	122	175	511	453	616	1,108	流动资产	298	1,180	1,364	2,333	2,924	3,665
% 销售收入	22.5%	25.7%	39.3%	28.6%	27.2%	33.6%	% 总资产	46.0%	65.4%	53.4%	53.0%	41.3%	35.7%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0	长期投资	3	9	9	10	9	9
% 销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产	264	448	927	1,936	4,033	6,475
营业费用	-9	-14	-22	-28	-43	-66	% 总资产	40.7%	24.8%	36.3%	43.9%	56.9%	63.1%
% 销售收入	1.6%	2.0%	1.7%	1.8%	1.9%	2.0%	无形资产	66	95	99	86	81	78
管理费用	-25	-35	-46	-63	-91	-132	非流动资产	350	624	1,190	2,072	4,164	6,602
% 销售收入	4.5%	5.2%	3.5%	4.0%	4.0%	4.0%	% 总资产	54.0%	34.6%	46.6%	47.0%	58.7%	64.3%
息税前利润 (EBIT)	89	126	444	361	483	910	资产总计	649	1,803	2,554	4,405	7,088	10,268
% 销售收入	16.4%	18.5%	34.1%	22.8%	21.3%	27.6%	短期借款	177	97	431	1,610	3,737	6,072
财务费用	-12	-15	-20	-56	-163	-310	应付款项	53	64	127	498	728	969
% 销售收入	2.2%	2.2%	1.5%	3.5%	7.2%	9.4%	其他流动负债	4	10	1	14	21	29
资产减值损失	-1	0	-1	0	0	0	流动负债	234	171	559	2,123	4,486	7,070
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	40	40	28	28	28	29
投资收益	0	1	0	1	1	1	其他长期负债	10	18	21	0	0	0
% 税前利润	0.1%	0.4%	0.1%	0.2%	0.2%	0.1%	负债	283	228	608	2,151	4,514	7,099
营业利润	77	111	423	305	320	600	普通股股东权益	366	1,575	1,944	2,251	2,571	3,167
营业利润率	14.2%	16.3%	32.6%	19.3%	14.1%	18.2%	少数股东权益	0	0	2	2	2	2
营业外收支	12	13	6	8	7	7	负债股东权益合计	649	1,803	2,554	4,405	7,088	10,268
税前利润	89	124	429	313	327	607	比率分析						
利润率	16.4%	18.2%	33.0%	19.8%	14.4%	18.4%		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
所得税	-1	-1	-1	-6	-7	-12	每股指标						
所得税率	0.6%	1.0%	0.2%	1.8%	2.0%	2.0%	每股收益	0.883	0.921	1.605	0.576	0.600	1.114
净利润	88	123	429	308	320	595	每股净资产	3.658	11.798	7.279	4.216	4.816	5.930
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.531	0.191	0.555	-0.050	0.473	1.107
归属于母公司的净利润	88	123	429	308	320	595	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	16.3%	18.0%	33.0%	19.4%	14.1%	18.0%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	24.14%	7.81%	22.05%	13.66%	12.46%	18.79%
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	总资产收益率	13.61%	6.82%	16.78%	6.98%	4.52%	5.80%
净利润	88	123	429	308	320	595	投入资本收益率	15.12%	7.30%	18.41%	9.10%	7.46%	9.62%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	26	36	51	79	117	172	主营业务收入增长率	48.58%	26.22%	90.36%	21.70%	43.23%	45.63%
非经营收益	4	12	19	60	170	317	EBIT增长率	26.35%	42.32%	251.63%	-18.67%	33.76%	88.49%
营运资金变动	-65	-145	-351	-472	-356	-493	净利润增长率	41.32%	39.24%	248.58%	-28.24%	4.13%	85.79%
经营活动现金净流	53	26	148	-27	252	591	总资产增长率	35.14%	177.95%	41.62%	81.98%	61.44%	45.10%
资本开支	-140	-296	-594	-951	-2,202	-2,603	资产管理能力						
投资	0	-9	0	-1	0	0	应收账款周转天数	9.5	12.8	10.5	10.0	10.0	10.0
其他	8	10	9	1	1	1	存货周转天数	131.7	170.2	220.4	400.0	365.0	365.0
投资活动现金净流	-132	-295	-585	-952	-2,202	-2,603	应付账款周转天数	15.1	17.6	23.0	20.0	20.0	20.0
股权募资	91	1,094	3	0	0	0	固定资产周转天数	133.1	133.2	101.6	165.0	179.2	171.9
债权募资	13	-80	322	1,158	2,127	2,336	偿债能力						
其他	-27	-22	-81	-69	-178	-324	净负债/股东权益	40.33%	-41.01%	-6.69%	41.64%	119.09%	170.43%
筹资活动现金净流	77	993	243	1,089	1,949	2,012	EBIT利息保障倍数	7.6	8.3	22.2	6.5	3.0	2.9
现金净流量	-3	723	-194	111	0	0	资产负债率	43.62%	12.67%	23.81%	48.84%	63.69%	69.14%

来源：公司年报、国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

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
买入	0	2	3	7	20
增持	0	2	9	14	32
中性	0	0	1	1	2
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.50	1.76	1.74	1.70

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“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 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 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

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：

买入：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 20%以上；
增持：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 5%－20%；
中性：预期未来 6－12 个月内变动幅度在 -5%－5%；
减持：预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 5%以下。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

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)-61038271

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 6793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-33516015

传真：0755-33516020

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518026

地址：深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net