

仙坛股份(002576.SZ)

肉鸡全产业链一体化运营的优势企业

询价(元):

13.6-13.9 元

分析师

齐鲁农业团队

谢刚

张俊宇 021-20315191

S0740510120005

zhangjy@r.qlzq.com.cn

021-20315178

陈奇 021-20315189

xiegang@r.qlzq.com.cn

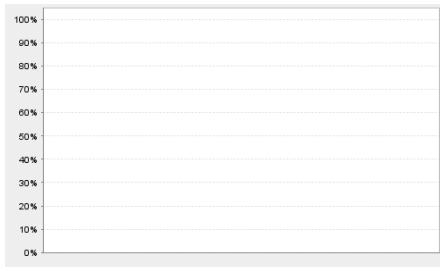
chenqi@r.qlzq.com.cn

2015年2月5日

基本状况

| | |
|-----------|--------|
| 总股本(百万股) | 159.35 |
| 流通股本(百万股) | 0.00 |
| 市价(元) | 0.00 |
| 市值(百万元) | 0.00 |
| 流通市值(百万元) | 0.00 |

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

| 指标 | 2013A | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 1,773.0 | 1,734.6 | 1,907.9 | 2,164.8 | 2,247.6 |
| 营业收入增速 | -11.66% | -2.16% | 9.99% | 13.46% | 3.82% |
| 净利润增长率 | -45.13% | -6.88% | 121.47 | 89.86% | -59.83% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.40 | 0.37 | 0.62 | 1.17 | 0.47 |
| 前次预测每股收益(元) | | | | | |
| 市场预测每股收益(元) | | | | | |
| 偏差率(本次-市场/市 | | | | | |
| 市盈率(倍) | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| PEG | — | — | 0.00 | 0.00 | — |
| 每股净资产(元) | 6.35 | 6.72 | 7.54 | 9.10 | 9.73 |
| 每股现金流量(元) | 0.86 | 0.82 | 1.97 | 2.51 | 1.61 |
| 净资产收益率 | 6.28% | 5.52% | 10.90% | 17.15% | 6.44% |
| 市净率 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 总股本(百万元) | 119.50 | 119.50 | 159.35 | 159.35 | 159.35 |

备注: 市场预测取聚源一致预期

投资要点

- **近 13 年高速发展, 仙坛股份成长为国内白羽肉鸡养殖屠宰销售全产业链优势企业之一。**仙坛股份成立于 2001 年, 公司以肉鸡业务为核心, 实现全产业链一体化经营。经 13 年发展, 当前公司已具备年养殖和屠宰白羽肉鸡近 1 亿羽能力, 规模排在行业前列, 是国内知名快餐连锁、食品加工行业客户的优质供应商。
- **公司核心竞争优势在于: 一体化经营的产业链、高效管理、稳定技术团队以及过硬的产品质量与品牌。**公司业务环节现已覆盖饲料生产、肉鸡养殖与屠宰、鸡肉产品加工, 实现了肉鸡产业链的纵向一体化经营。十余年白羽肉鸡专业养殖经验, 对商品代肉鸡养殖业务采取“公司+基地”合作养殖模式, 管理采取有效的“七统一”模式, 推动公司出产优质肉鸡和高品质、安全、绿色鸡肉产品。
- **通过同业财务数据对比, 我们可以发现仙坛股份营业收入处于行业中上游水平, 整体运营效率突出。**
- **行业空间大, 优势公司规模稳步增长。**未来受益于消费理念转变和快餐行业发展, 国内白羽肉鸡消费量稳步增长, 空间接近 2000 亿; 同时行业规模化趋势加速, 而且优势公司在资金优势下将助力其超行业发展。
- **周期角度看, 2014 年禽业迎来祖代种鸡进口量的拐点, 2015-16 年产业将迎来盈利和估值的大幅回升契机。**
- **公司此次 IPO 拟募集不超过 3985 万股, 募集资金主要投向生鸡屠宰加工厂建设项目。**公司已对该项目进行先期投入, 截至 2014 年末, 该项目已建成投产。待募集资金到位后, 公司将以募集资金予以置换预先投入的自筹资金。我们预计募投项目产能利用率逐步提升, 至 2017 年年增加净利润 5682 万元。
- **预计 2015-17 年销售收入为 1,907.92、2,164.82 和 2,247.61 百万元; 净利润 98.20、186.45 和 74.89 百万元, 同比增长 121.5%、89.9%和-59.8%, 对应摊薄后 EPS 为 0.62、1.17 和 0.47 元。综合 DCF 和 PE 估值法, 公司合理目标价 13.6-13.9 元。按照最新新股发行规则, 我们大致预测仙坛股份发行价为 5.28 元。**

内容目录

| | |
|-----------------------------------|--------|
| 仙坛股份：肉鸡全产业链一体化运营优势企业 | - 4 - |
| 核心竞争优势：技术优势明显，综合生产管理能力强 | - 5 - |
| “七统一”管理与一体化经营发挥协同效应 | - 5 - |
| 研发优势突出，产品质量过硬 | - 6 - |
| 横向比较：仙坛股份收入增速中等偏下，但运营效率较高 | - 8 - |
| 行业集中度逐步提升，产业迎来盈利反转契机 | - 9 - |
| 国内鸡肉消费量稳步增长，市场空间巨大 | - 9 - |
| 肉鸡行业集中度提升，优势企业迎来发展机遇 | - 10 - |
| 祖代鸡继续限产，2015-16 年禽链景气向上 | - 11 - |
| IPO 募投项目 3 年内将持续放量，加速公司销量增长 | - 12 - |
| 盈利预测和投资建议 | - 13 - |
| 盈利假设前提 | - 13 - |
| 盈利预测和估值 | - 13 - |
| 合理价格区间：13.6 元-13.9 元 | - 13 - |

图表目录

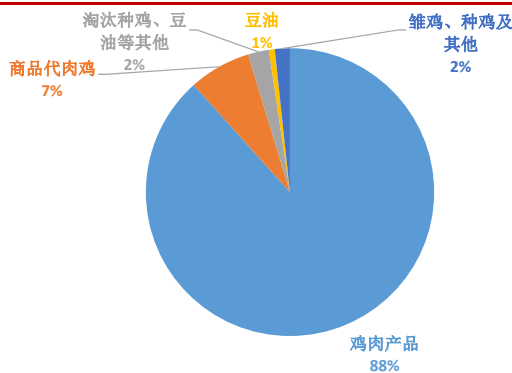
| | |
|----------------------------------|--------|
| 图表 1：仙坛股份肉鸡销售营业收入占总量 88% | - 4 - |
| 图表 2：仙坛股份营业收入集中在华东地区 | - 4 - |
| 图表 3：仙坛股份饲料存货周转率占据优势地位 | - 4 - |
| 图表 4：仙坛股份 ROE 占据优势地位 | - 4 - |
| 图表 5：公司肉鸡养殖及屠宰加工行业产业链 | - 5 - |
| 图表 6：“七统一”管理示意图 | - 6 - |
| 图表 7：仙坛股份食品安全控制技术运用 | - 7 - |
| 图表 8：仙坛股份研发支出比例稳定 | - 7 - |
| 图表 9：公司生物干预技术、养殖环境控制技术 | - 7 - |
| 图表 10：仙坛股份产品质量优势突出 | - 8 - |
| 图表 11：仙坛股份销售收入增速处于行业下游 | - 8 - |
| 图表 12：仙坛股份整体毛利率处于行业中游 | - 8 - |
| 图表 13：仙坛股份存货周转率处于行业中上游 | - 8 - |
| 图表 14：仙坛股份总资产周转率处于行业上游 | - 8 - |
| 图表 15：仙坛股份 ROE 处于行业上游水平 | - 9 - |
| 图表 16：仙坛股份期间费用率处于行业下游水平 | - 9 - |
| 图表 17：2006-2015 世界肉鸡产量及消费量 | - 9 - |
| 图表 18：2006-2015 中国肉鸡产量及消费量 | - 10 - |

| | |
|--|--------|
| 图表 19: 年出栏 1 万只以上占肉鸡养殖总量的 80% | - 11 - |
| 图表 20: 年出栏 5 万只以上占肉鸡养殖总量的 40% | - 11 - |
| 图表 21: 2015 年国内猪价震荡向上, 呈现“微蹲起跳稳”的“√”走势 | - 11 - |
| 图表 22: 预计 2015 年行业整体盈利大于 2014 年 | - 12 - |
| 图表 23: 2015 年全年各季度养殖盈利同、环比改善 | - 12 - |
| 图表 24: 2013 年下半年祖代鸡场经历巨亏 | - 12 - |
| 图表 25: 2014 年 Q3 祖代鸡引种量同比下滑 25% | - 12 - |
| 图表 26: 拟募投项目 | - 13 - |
| 图表 27: 仙坛股份三项期间费用假设 | - 13 - |
| 图表 28: 仙坛股份绝对估值法得出 13.90 元 | - 13 - |
| 图表 29: 畜禽养殖行业 PE 相对估值法: 10.5 元-13.6 元 | - 14 - |

仙坛股份：肉鸡全产业链一体化运营优势企业

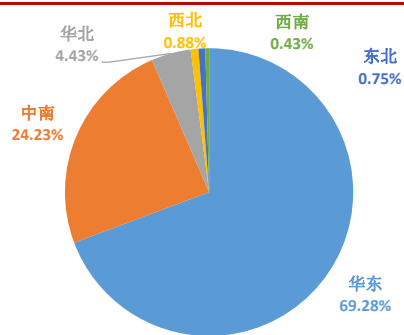
- 近 13 年高速发展，仙坛股份成长为国内肉鸡养殖销售龙头之一。**仙坛股份成立于 2001 年，经 13 年高速发展，公司现拥有 3 家全资子公司，一家参股公司，具备年产肉鸡 18.14 万吨的能力。公司主要产品为商品代肉鸡与鸡肉产品，是国内肯德基、麦当劳（铭基、上海泓禧）、双汇、金锣等快餐连锁、食品加工行业客户的优质供应商。目前鸡肉产品业务超过营业收入的近 90%，公司以肉鸡业务为核心，积极进行产业链延伸，通过饲料配制生产、肉鸡养殖与屠宰、鸡肉加工的一体化经营，实现全产业链环节覆盖，提升食品安全可追溯的整体综合竞争力。
- 公司核心竞争优势在于：一体化经营的产业链、高效管理、稳定技术团队以及过硬的产品质量与品牌。**公司业务环节现已覆盖饲料生产、肉鸡养殖与屠宰、鸡肉产品加工，实现了肉鸡产业链的纵向一体化经营。十余年白羽肉鸡专业养殖经验，对商品代肉鸡养殖业务采取“公司+基地”合作养殖模式，管理采取有效的“七统一”模式，推动公司出产优质肉鸡和高品质、安全、绿色鸡肉产品。
- 通过同业财务数据对比，我们可发现公司营业收入处于行业中上游水平。**未来随着行业集中度的不断增加，公司的技术和运营优势将会更加凸显，盈利能力将进一步提升。同时公司的销售费用、管理费用等在行业中的处于中下水平，优秀的组织结构和专业的企业管理在成本控制上也体现出巨大优势。
- 从周期角度看，随着禽链的景气度不断提高，行业处于反转的初期，2015 年的市场值得期待。**

图表 1：仙坛股份肉鸡销售营业收入占总量 88%



来源：wind，齐鲁证券研究所

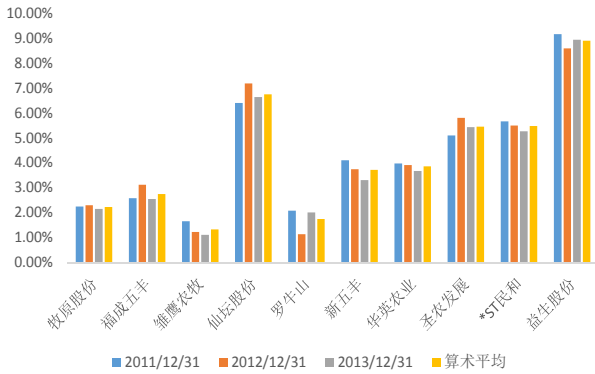
图表 2：仙坛股份营业收入集中在华东地区



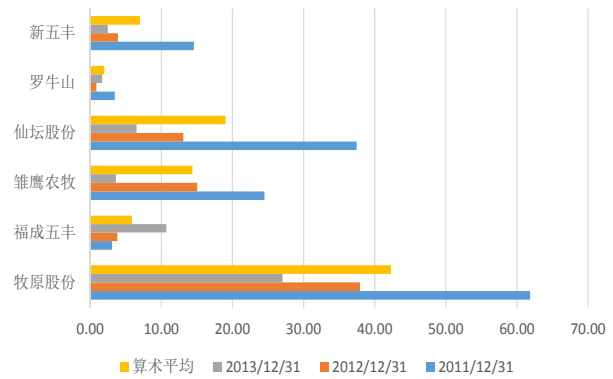
来源：wind，齐鲁证券研究所

图表 3：仙坛股份饲料存货周转率占据优势地位

图表 4：仙坛股份 ROE 占据优势地位



来源: wind, 齐鲁证券研究所



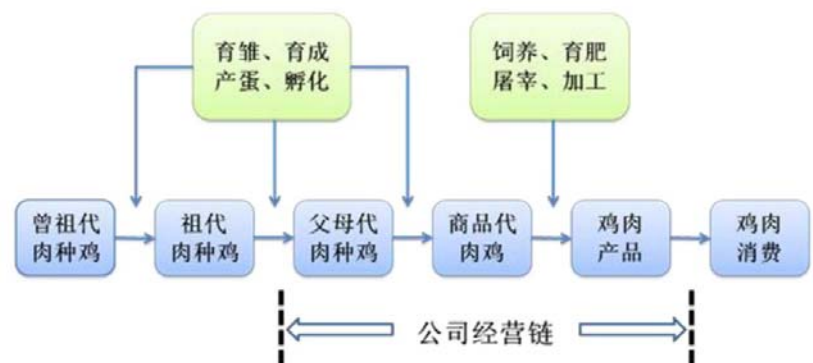
来源: 招股书, 齐鲁证券研究所

核心竞争优势: 技术优势明显, 综合生产管理能力强

“七统一”管理与一体化经营发挥协同效应

- **公司纵向一体化经营的产业链优势明显:** 覆盖父母代肉种鸡养殖、雏鸡孵化、饲料生产、商品代肉鸡养殖与屠宰、鸡肉产品加工完整产业链。
 - **1) 纵向一体化经营有利于增强市场应对与风险抵御能力。** 公司通过有效整合分散的多个肉鸡生产环节, 在把握鸡肉产品短期市场价格波动幅度的基础上, 合理预测市场供求变化方向后, 适度调节存栏种鸡、商品代雏鸡、种蛋、饲料等产业链各环节的产出数量, 从而将个别生产环节不利的市场影响因素转化为公司生产计划实施的内部管理问题, 有效减少市场供求不均衡波动对肉鸡养殖连续性、稳定性的不利影响, 使整个生产流程可控, 最终使公司取得最佳收益。
 - **2) 有利于公司实现均衡生产与订单销售的匹配,** 从而稳定对核心客户、高端客户的产品供应, 形成紧密战略合作关系。
 - **3) 将所有生产程序整合为单一作业平台,** 有利于公司建设食品安全可追溯管理体系, 稳定产品质量和成本控制, 提升公司优质肉鸡和高品质绿色鸡肉产品供应商的产业地位。

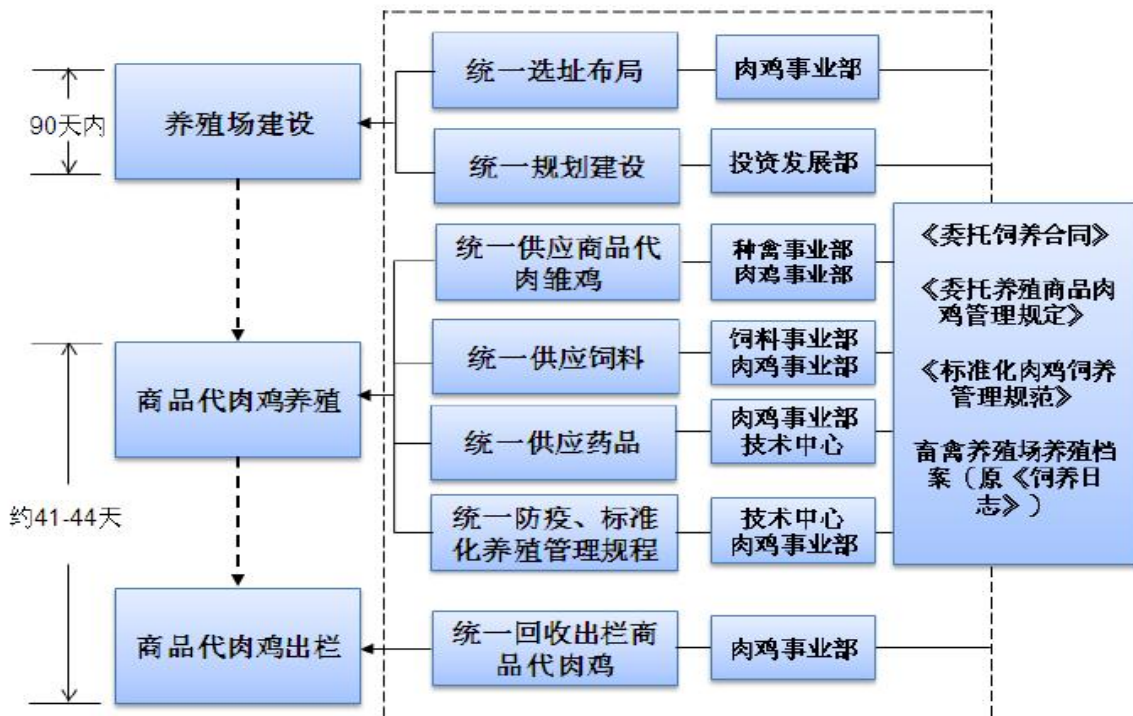
图表 5: 公司肉鸡养殖及屠宰加工行业产业链



来源: 招股书, 齐鲁证券研究所

- “七统一”管理下的“公司+基地”商品代肉鸡合作养殖模式发挥巨大优势：公司集十余年白羽肉鸡专业养殖经验，对商品代肉鸡养殖业务采取“公司+基地”的合作养殖模式，有效整合了公司科学养殖的流程化“七统一”管理优势，充分利用了合作养殖场零星土地、合作养殖户闲散资金，调动了合作养殖户养殖责任心，实现了生物安全风险可控下的养殖规模扩张，同时亦在公司与合作场之间形成合作互赢的信赖机制，并带动合作养殖户致富。
 - 1) 分散合作养殖优势。公司按照小场多点、区域控制的原则实施分散养殖，实现公司整体肉鸡养殖区域的合理养殖密度，从而兼具养殖模式可复制性强、规模化经营与有效防疫相融合的优势。一方面，公司通过有效利用合作养殖户小块农村承包土地建立养殖场，实现了农村集体土地的集中、节约使用，另一方面，通过规划场区间有效间距保证物理隔离，有利于肉鸡养殖的分散防疫、减少疾病，稳定提升养殖质量。
 - 2) “七统一”管理优势。公司通过流程化管理不仅实现一般委托养殖模式的五统一管理，即统一供雏、统一供料、统一供药、统一防疫和技术指导、统一回收，还增加、深化了“统一”的内容：一是生物安全体系的物理隔离方面，对养殖场区实施统一选址布局和统一规划建设。二是对统一技术指导进一步深化，实施统一的标准化养殖管理规程。因此，公司对商品代肉鸡合作养殖环节实施了严格管控措施，实现了风险可控下的养殖规模扩张。

图表 6：“七统一”管理示意图



来源：齐鲁证券研究所

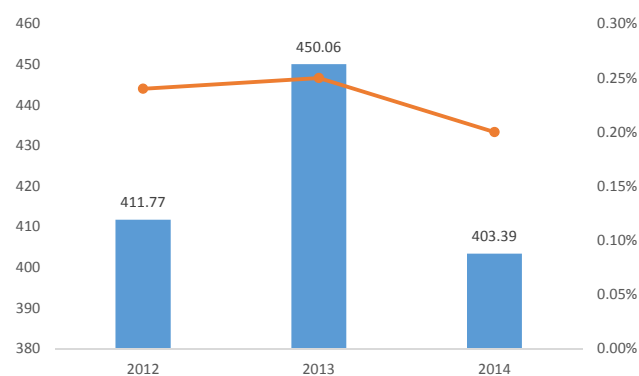
研发优势突出，产品质量过硬

- **公司建设技术中心，为技术开发提供组织保障。**公司持续关注产业发展动态，注重技术创新，建立了与行业特点、公司自身情况相符合的技术创新体系。公司已设有专门的技术中心负责研究、完善公司各生产环节的技术和工艺，并采取自主研究与吸收借鉴国内外先进技术并重的方式，有效将行业先进技术成果与公司实际情况相结合，不断提高公司各生产环节技术和工艺水平。公司技术中心已获得中国合格评定国家认可委员会实验室合格证书，并被烟台市科学技术局认定为“烟台市商品代白羽肉鸡工程技术研究中心”。
- **公司注重食品安全控制技术运用。**公司将包括种鸡育雏育成、产蛋、种蛋收集与消毒、孵化、商品代肉鸡养殖、防疫、免疫、鸡舍环境控制、技术服务、饲料生产加工、屠宰加工等在内的各个管理环节均实行标准化管理和流程化作业，将生物安全、药残控制和加工过程卫生控制有机整合，实现食品安全的全过程控制。

图表 7: 仙坛股份食品安全控制技术运用

| 业务环节 | 实施标准 |
|--------|--|
| 肉鸡养殖 | GB/T20014 中国良好农业规范 (GAP+, 认证级别一级) |
| 饲料生产加工 | ISO9001:2008 质量管理体系、ISO22000:2005 食品安全管理体系 (FSMS) |
| | 肉鸡配合饲料生产良好操作规范 |
| | GB/T5916-2008 产蛋后备鸡、产蛋鸡、肉用仔鸡配合饲料国家标准、GB13078-2001 饲料卫生标准 |
| 屠宰加工 | ISO9001:2008 质量管理体系、ISO22000:2005 食品安全管理体系 (FSMS) |
| | 肉鸡加工卫生标准操作规程 (SSOP), 肉鸡加工良好操作规范 (GMP) (符合食品法典委员会《食品卫生通则》、国家认证认可监督管理委员会《出口食品生产企业安全卫生要求》、国家质检总局《出口肉类屠宰加工企业注册卫生规范》) |
| | GB16869-2005 鲜、冻禽产品国家标准、SB/T10379-2012 速冻调制食品国内贸易行业标准、NY/T753-2012 绿色食品禽肉农业行业标准 |

来源：招股书，齐鲁证券研究所

图表 8: 仙坛股份研发支出比例稳定


来源：招股书，齐鲁证券研究所

图表 9: 公司生物干预技术、养殖环境控制技术

| 技术 | 内容 | 效果 | |
|--------|--|---|--|
| 生物干预技术 | 人工强制换羽技术 | 采取停水、断料、控制光照等强制措施，给鸡以突然应激，造成卵泡发育停止或萎缩，停止产蛋、开始换羽，换羽后恢复供料等，鸡只恢复产蛋 | 根据商品代肉鸡市场情况对父母代肉种鸡采取人工强制换羽技术，调节父母代肉种鸡产蛋周期，进而调节商品代肉雏鸡的供应量，从而获得最大的养殖效益 |
| | 人工照明技术 | 父母代肉种鸡育雏育成期实行遮光饲养，父母代肉种鸡产蛋期辅助人工照明 | 育雏育成期实行遮光饲养可减少种鸡活动，节约饲料成本。产蛋期辅助采用人工照明，适当进行光照，刺激种鸡性激素分泌，加快卵子形成与排出，提高种鸡生产性能与种蛋产量 |
| 环境控制技术 | 不同生长阶段的种鸡，对环境温度、湿度、通风量的要求不同，如随着种鸡日龄的增加，环境温度需逐渐调低 | 公司根据多年的饲养经验已总结出不同生长阶段的种鸡的适应温度、湿度。通过使用自动化的温控设备，结合过往种鸡养殖经验，对温度、湿度、通风量进行自动控制，提高鸡舍环控的管理水平及有效控制程度，进而提高种鸡质量 | |

来源：招股书，齐鲁证券研究所

- **食品安全控制到位带来过硬产品。**公司通过一体化经营从源头开始对饲料生产、孵化、养殖、屠宰加工等各个环节实施严格质量控制，保证产品品质和食品安全，致力于提供优质肉鸡和高品质、安全、绿色鸡肉产品。建立鸡肉产品食品安全追溯制度，确保生产的鸡肉产品通过该程序可以追溯到加工该产品的生产日期、关键加工环节的执行情况、执行人、

发货时间、发货人、生产原料、辅料和包装物料的供应商等信息。公司每年进行一次产品模拟追溯程序的演练，以保证产品追溯的有效性。

图表 10: 仙坛股份产品质量优势突出

| 产品 | 质量优势 |
|-------|--|
| 商品代肉鸡 | 按出口标准饲养，疾病少、成活率高，批量出栏的肉鸡体型、重量整齐度高、均匀度好 |
| 鸡肉产品 | 按国际标准（《日本肯定列表》）实施药残和微生物检测控制 |
| | 通过落实关键点控制和肉鸡加工的卫生标准操作规程、良好操作规范，实施标准化程序作业，实现食品安全可追溯 |
| | 获得绿色食品认证、清真食品认证、无公害农产品产地认证 |

来源：招股书，齐鲁证券研究所

- **过硬产品带来仙坛较高品牌效应。**公司自成立以来先后取得农业产业化国家重点龙头企业、中国驰名商标等荣誉。凭借养殖流程标准化、防疫控制规范化，公司先后被认定为肉用种鸡科学饲养技术研究示范基地、农产品加工业示范企业、国家肉食鸡养殖加工标准化示范区，有关养殖场区被认定为国家级畜禽养殖标准化示范创建场、出口禽肉备案养殖场、烟台市肉用种鸡科学饲养技术示范场。

横向比较：仙坛股份收入增速中等偏下，但运营效率较高

- **通过同业对比，我们认为公司盈利能力处于行业中下游水平，但存货周转率和 ROE 等均处于较高水平；整体运营效率突出，处于行业中上游水平；期间费用处于下游水平。**

图表 11: 仙坛股份销售收入增速处于行业下游

| 营业收入增速 | 2011/12/31 | 2012/12/31 | 2013/12/31 | 算术平均 |
|--------|------------|------------|------------|--------|
| 牧原股份 | 155.17% | 31.44% | 37.13% | 74.58% |
| 福成五丰 | 3.17% | 85.91% | 5.91% | 31.66% |
| 雏鹰农牧 | 90.36% | 21.78% | 17.99% | 43.38% |
| 仙坛股份 | 16.06% | 8.51% | -11.66% | 4.31% |
| 罗牛山 | 25.12% | -22.90% | 101.99% | 34.74% |
| 新五丰 | 9.58% | 7.97% | 8.88% | 8.81% |
| 华英农业 | 29.35% | 7.33% | -2.93% | 11.25% |
| 圣农发展 | 50.34% | 31.75% | 14.85% | 32.32% |
| *ST民和 | 34.10% | -11.45% | -16.36% | 2.10% |
| 益生股份 | 67.84% | -21.93% | -16.39% | 9.84% |

来源：wind，齐鲁证券研究所

图表 12: 仙坛股份整体毛利率处于行业中游

| 毛利率 | 2011/12/31 | 2012/12/31 | 2013/12/31 | 算术平均 |
|-------|------------|------------|------------|--------|
| 牧原股份 | 38.54% | 28.07% | 19.82% | 28.81% |
| 福成五丰 | 12.38% | 35.19% | 36.49% | 28.02% |
| 雏鹰农牧 | 39.30% | 31.14% | 25.01% | 31.82% |
| 仙坛股份 | 14.18% | 7.79% | 5.40% | 9.12% |
| 罗牛山 | 20.64% | 17.49% | 18.34% | 18.82% |
| 新五丰 | 17.21% | 9.38% | 7.49% | 11.36% |
| 华英农业 | 11.60% | 5.39% | 1.82% | 6.27% |
| 圣农发展 | 20.78% | 4.71% | 2.15% | 9.21% |
| *ST民和 | 21.57% | 0.73% | -9.66% | 4.21% |
| 益生股份 | 40.20% | 14.86% | -34.02% | 7.01% |

来源：wind，齐鲁证券研究所

图表 13: 仙坛股份存货周转率处于行业中上游

| 存货周转率 | 2011/12/31 | 2012/12/31 | 2013/12/31 | 算术平均 |
|-------|------------|------------|------------|-------|
| 牧原股份 | 2.24% | 2.30% | 2.15% | 2.23% |
| 福成五丰 | 2.58% | 3.12% | 2.55% | 2.75% |
| 雏鹰农牧 | 1.66% | 1.22% | 1.11% | 1.33% |
| 仙坛股份 | 6.40% | 7.19% | 6.64% | 6.75% |
| 罗牛山 | 2.08% | 1.14% | 2.01% | 1.74% |
| 新五丰 | 4.11% | 3.74% | 3.30% | 3.72% |
| 华英农业 | 3.98% | 3.92% | 3.68% | 3.86% |
| 圣农发展 | 5.11% | 5.81% | 5.44% | 5.45% |
| *ST民和 | 5.67% | 5.50% | 5.27% | 5.48% |
| 益生股份 | 9.17% | 8.59% | 8.94% | 8.90% |

图表 14: 仙坛股份总资产周转率处于行业上游

| 总资产周转率 | 2011/12/31 | 2012/12/31 | 2013/12/31 | 算术平均 |
|--------|------------|------------|------------|---------|
| 牧原股份 | 95.29% | 82.17% | 76.07% | 84.51% |
| 福成五丰 | 81.39% | 111.97% | 91.25% | 94.87% |
| 雏鹰农牧 | 59.67% | 45.09% | 34.80% | 46.52% |
| 仙坛股份 | 209.20% | 184.83% | 138.63% | 177.55% |
| 罗牛山 | 33.77% | 21.31% | 39.76% | 31.61% |
| 新五丰 | 134.20% | 123.96% | 106.43% | 121.53% |
| 华英农业 | 72.98% | 70.82% | 55.09% | 66.30% |
| 圣农发展 | 75.45% | 70.24% | 63.50% | 69.73% |
| *ST民和 | 83.47% | 57.03% | 51.42% | 63.97% |
| 益生股份 | 61.79% | 43.00% | 32.56% | 45.78% |

来源: wind, 齐鲁证券研究所

来源: wind, 齐鲁证券研究所

图表 15: 仙坛股份 ROE 处于行业上游水平

| ROE | 2011/12/31 | 2012/12/31 | 2013/12/31 | 算术平均 |
|-------|------------|------------|------------|--------|
| 牧原股份 | 61.86 | 37.95 | 27.04 | 42.28 |
| 福成五丰 | 3.06 | 3.81 | 10.70 | 5.86 |
| 雏鹰农牧 | 24.50 | 15.02 | 3.60 | 14.37 |
| 仙坛股份 | 37.48 | 13.07 | 6.51 | 19.02 |
| 罗牛山 | 3.46 | 0.85 | 1.66 | 1.99 |
| 新五丰 | 14.58 | 3.90 | 2.46 | 6.98 |
| 华英农业 | 8.85 | 0.43 | -10.43 | (0.38) |
| 圣农发展 | 16.78 | 0.08 | -6.84 | 3.34 |
| *ST民和 | 24.20 | -5.53 | -19.64 | (0.32) |
| 益生股份 | 23.90 | 1.13 | -35.47 | (3.48) |

来源: wind, 齐鲁证券研究所

图表 16: 仙坛股份期间费用率处于行业下游水平

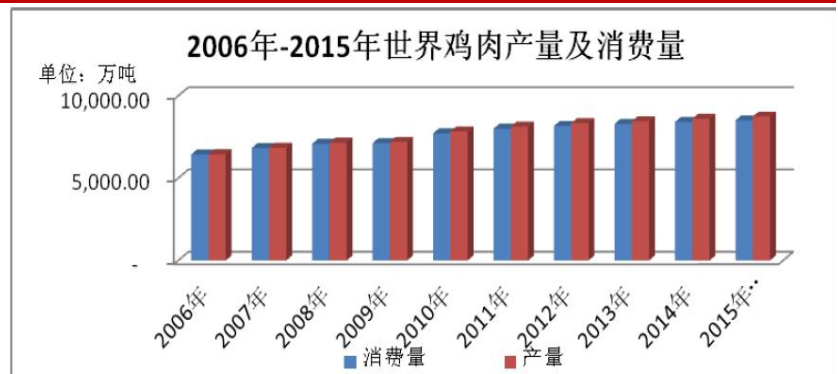
| 期间费用率 | 2011/12/31 | 2012/12/31 | 2013/12/31 | 算术平均 |
|-------|------------|------------|------------|--------|
| 牧原股份 | 8.08% | 7.94% | 7.11% | 7.71% |
| 福成五丰 | 9.88% | 26.10% | 24.83% | 20.27% |
| 雏鹰农牧 | 6.71% | 12.09% | 22.35% | 13.72% |
| 仙坛股份 | 3.56% | 3.97% | 4.26% | 3.93% |
| 罗牛山 | 17.21% | 24.00% | 11.51% | 17.57% |
| 新五丰 | 11.48% | 9.76% | 10.43% | 10.56% |
| 华英农业 | 7.70% | 7.93% | 11.14% | 8.92% |
| 圣农发展 | 5.40% | 5.35% | 6.96% | 5.90% |
| *ST民和 | 7.64% | 7.53% | 12.28% | 9.15% |
| 益生股份 | 9.72% | 13.26% | 20.79% | 14.59% |

来源: wind, 齐鲁证券研究所

行业集中度逐步提升, 产业迎来盈利反转契机

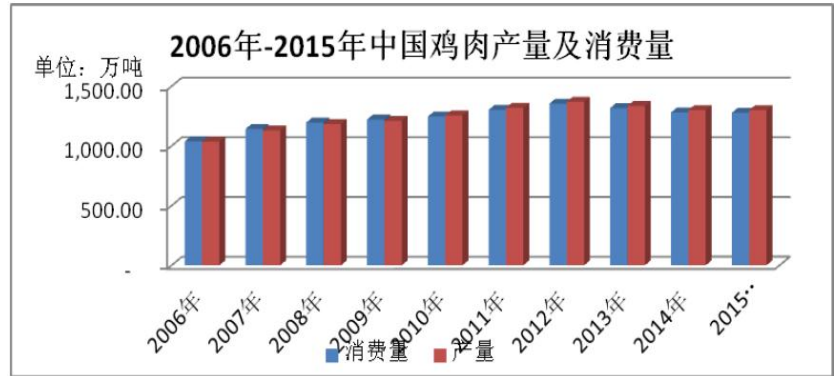
国内鸡肉消费量稳步增长, 市场空间巨大

- 肉鸡养殖及屠宰加工行业依靠高效率、低成本的优势已成为畜牧业及肉类食品加工行业中产业化最迅速、最典型且市场化程度最高的行业。
- 预计 2015 年世界鸡肉产量、消费量约为 8738.50 万吨和 8511.20 万吨。2006 年以来, 尽管受到禽流感疫情、国际金融危机等因素的不利影响, 世界鸡肉产量、消费量依然呈逐年稳步上升的趋势。世界鸡肉产量从 2006 年的 6449.60 万吨增长至 2014 年的 8606.60 万吨; 鸡肉消费量从 2006 年的 6438.50 万吨增长至 2014 年的 8412.90 万吨。

图表 17: 2006-2015 世界肉鸡产量及消费量


来源: 招股书, 齐鲁证券研究所

- 预计 2015 年, 我国鸡肉的产量、消费量将分别达到 1300 万吨和 1277.5 万吨。国内鸡肉产量及消费量 2006 年-2012 年, 我国鸡肉年产量及消费量增长明显, 2013 年以来受宏观经济增速放缓影响, 鸡肉年产量略有下降, 但始终保持在 1300 万吨以上的水平, 鸡肉年消费量仍呈逐年增长态势。鸡肉产量从 2006 年的 1035 万吨增长至 2014 年的 1300 万吨; 鸡肉消费量从 2006 年的 1037 万吨增长至 2014 年的 1280 万吨。

图表 18: 2006-2015 中国肉鸡产量及消费量


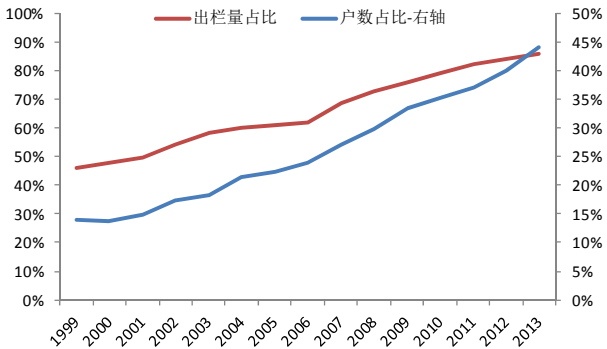
来源: 招股书, 齐鲁证券研究所

■ **国内鸡肉消费量增长的三大驱动因子:**

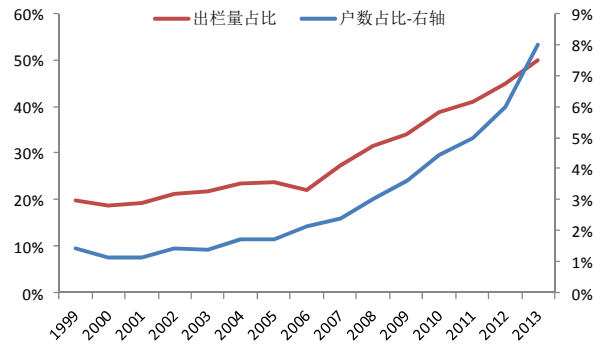
- **1) 居民收入增长有助于拉动国内鸡肉消费持续增长。**城镇居民人均可支配收入 26955.10 元, 中国城镇居民人均现金消费支出中用于食品的消费支出为 6311.90 元, 占现金消费开支总额的 35.02%, 高于任何其他单一项目的开支。鸡肉作为国内主要的肉类消费品之一, 其消费量将随着国家经济增长、居民收入提高、肉类消费需求的提升保持长期、稳定的增长态势。
- **2) 饮食理念的转变有助于鸡肉消费的进一步增加。**国内居民收入水平的日益提升在改善居民生活质量、提高居民生活水平的时候, 也逐步影响着包括饮食理念在内的居民生活理念。鸡肉历来是我国居民公认的滋补、美味肉类, 具有高蛋白、低脂肪、低胆固醇、低热量的特点。随着居民健康饮食理念的深化, 鸡肉作为主流健康型肉类消费品之一, 市场份额仍将进一步提升。
- **3) 快餐行业的发展成为鸡肉消费的新增长点。**伴随着居民收入增长、城市化进程加速、城市居民工作节奏的加快, 方便、卫生、与城市生活节奏相适应的快餐行业得到了快速发展。由于肉鸡体积适中、肉质鲜嫩, 相对于猪、牛等动物更适于工业切割、加工, 因此, 自快餐行业兴起以来, 鸡肉就成为其主要原料。

肉鸡行业集中度提升, 优势企业迎来发展机遇

- **由于规模化养殖、集约用地等政策及产业发展要求, 肉鸡养殖环节集中度呈逐步提升趋势。**截至 2013 年, 全国年出栏 1 万只以上规模的商品代肉鸡养殖场出栏总数已占全国规模养殖场总出栏数的 80%。
- 与此同时优势公司温氏、六和、福建圣农、辽宁大成、山东新昌、青岛九联、山东仙坛等在内的国内禽养殖企业目前已经实现了禽养殖一体化或准一体化模式, 利用行业波动, 挤出中小养殖户, 提升市场占有率。
- 研究发现, 在近几年中, 上述公司产能基本维持 10-20%以上增长, 而行业增长维持在 5%以内, 当前 CR4 已经提升至 30%以上。我们判断未来上述趋势依然存在, 优势公司在资金和成本端优势继续助力其超行业发展。

图表 19: 年出栏 1 万只以上占肉鸡养殖总量的 80%


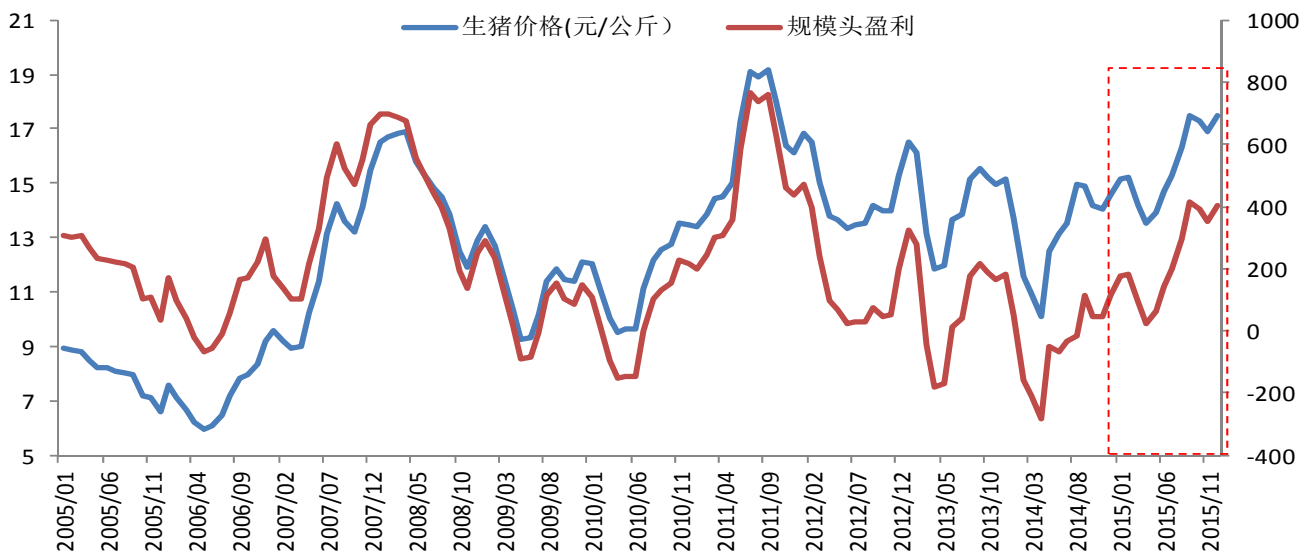
来源: 畜牧业年鉴、齐鲁证券研究所

图表 20: 年出栏 5 万只以上占肉鸡养殖总量的 40%


来源: 齐鲁证券研究所

祖代鸡继续限产, 2015-16 年禽链景气向上

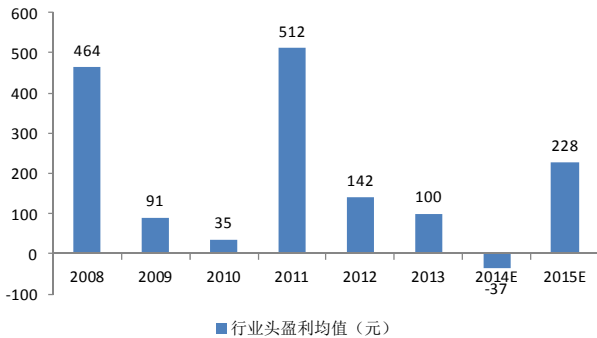
- 参照 2015 年齐鲁年度策略, 中性假设下, 2015 年猪价运行轨迹预测: 预计春节前需求旺季猪价仍将冲高向上, 高点在 15.5 元/公斤, 不会出现 2014 年节前下跌情形; 节后消费向淡, 但供给端下降效用显现, 猪价在节后淡季 3-4 月份只会微幅调整, 预计底部猪价约 13.5 元/公斤(成本线以上); 5 月份开始猪价正式进入浩浩荡荡向上阶段, 高点在 9-10 月出现, 并持续到 2014 年年底的高盈利期(头均盈利约 400 元左右)。

图表 21: 2015 年国内猪价震荡向上, 呈现“微蹲起跳稳”的“√”走势


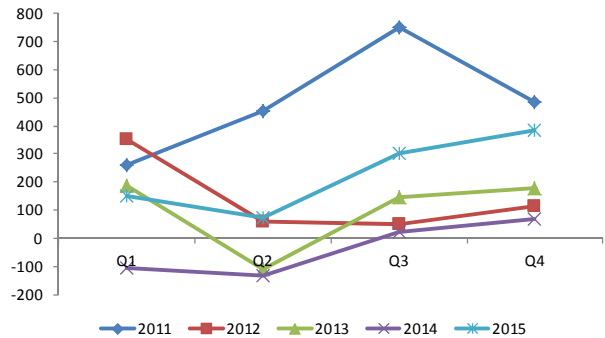
来源: 齐鲁证券研究所

- 2015 年头均盈利有望达到 230 元/头, 较 2014 年-40 元大幅提升。预计 2015 年生猪养殖盈利将在 50--400 元/头区间内逐步走高, 头均盈利应在 228 元/头。而 2014 年猪价整体创历史新低, 甚至出现连续 4 个月深度亏损, 全年养殖头均盈利约亏损 40 元/头。从季度来看, 2015 年全年各季度都将呈现养殖企业利润同比和环比同时大幅提升的态势。
- 整体上, 2015 年猪价呈倾斜的“√”形状走势, 猪价进入一个大型级别的上升周期; 预计明年猪价呈“微蹲起跳”态势, 低点接近 2011 年、

但高点约在 18-18.5 元/公斤；2015 年猪价波动中枢相较 2014 年显著抬升，养猪企业的头均盈利有望达到 230 元/头。

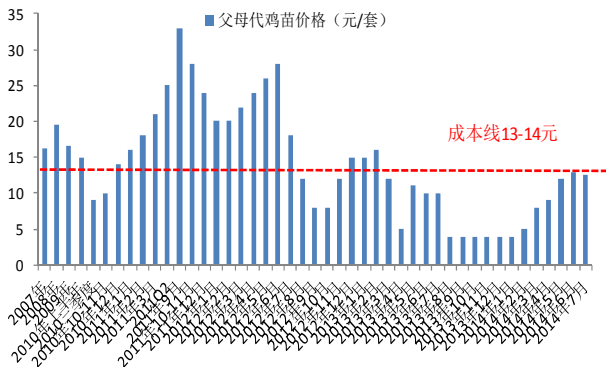
图表 22：预计 2015 年行业整体盈利大于 2014 年


来源：齐鲁证券研究所

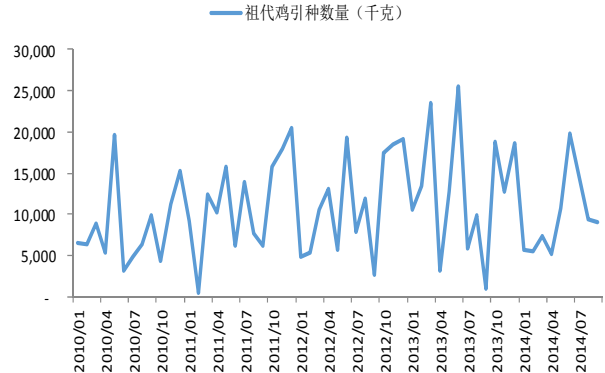
图表 23：2015 年全年各季度养殖盈利同、环比改善


来源：齐鲁证券研究所

- 而 2014 年禽业迎来祖代种鸡进口量的拐点，2015 年产业将迎来盈利和估值的大幅回升契机。
- 供给端收缩，禽链景气向上弹性继续释放。我们在禽链系列报告中详细阐述了祖代鸡引种下降和父母代去化等供给端收缩造成禽链自 2014 年 Q2 起景气反转。海关进口数据显示，国内 2014 年祖代鸡引种量下滑 20% 至 119 万套左右。
- 最近，国内禽业协会继续强调，2015 年国内白羽肉鸡引种将控制在 110 万套左右，未来随着生猪景气提升，国内禽链向上弹性将更大。

图表 24：2013 年下半年祖代鸡场经历巨亏


来源：齐鲁证券研究所

图表 25：2014 年 Q3 祖代鸡引种量同比下滑 25%


来源：海关数据，齐鲁证券研究所

IPO 募投项目 3 年内将持续放量，加速公司销量增长

- 公司此次 IPO 拟募集不超过 3985 万股，募集资金主要投向生鸡屠宰加工厂建设项目。
- 根据业务发展规划，报告期内，公司已对该项目进行先期投入，截至 2014 年末，已累计投入 33,885.60 万元，该项目已建成投产。待募集资金到位后，公司将以募集资金予以置换预先投入的自筹资金。
- 未来三年，公司将实现超过 1 亿羽/年肉鸡出栏、屠宰加工以及配套饲料

供给、种鸡繁育等各生产环节的产能优化配置,充分实现规模化效应;未来五年,在现有核心业务方面,公司将实现年出栏商品代肉鸡 11,400 万羽、年屠宰加工冷冻分割鸡肉 25 万吨;同时通过适时延伸产业链进入肉制品领域,年供应调理品 10,000 吨、熟食品 30,000 吨。

- 我们预计募投项目产能利用率逐步提升,届时公司产能将增加鸡肉产量 5.22 万吨;中性预估下,至 2017 年增加销售收入 1.7 亿元,年增加净利润 1018 万元。

图表 26: 拟募投项目

| 项目 | 项目总投资 | 拟使用募集资金 | 项目审批 |
|-------------|---------|----------|----------------------|
| 生鸡屠宰加工厂建设项目 | 30500万元 | 17,225万元 | 已取得烟牟发改字[2011]139号批复 |

来源:招股书,齐鲁证券研究所

盈利预测和投资建议

盈利假设前提

- 具体业务盈利假设详见后文销售预测表,期间费用假详见下表:

图表 27: 仙坛股份三项期间费用假设

| 会计年度截止日: 12/31 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|----------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 单位:人民币万元 | | | | | | |
| 营业税金及附加 | 20.53 | 19.58 | 9.34 | 10.27 | 11.96 | 12.55 |
| 占营业收入比重 | 0.01% | 0.01% | 0.01% | 0.01% | 0.01% | 0.01% |
| 销售费用 | 1,258.61 | 1,166.28 | 1,139.54 | 1,253.34 | 1,459.54 | 1,531.13 |
| 占营业收入比重 | 0.63% | 0.66% | 0.66% | 0.66% | 0.66% | 0.66% |
| 管理费用 | 6,428.59 | 5,694.30 | 5,943.82 | 6,537.38 | 7,612.92 | 7,986.32 |
| 占营业收入比重 | 3.20% | 3.21% | 3.43% | 3.43% | 3.43% | 3.43% |
| 财务费用 | 273.24 | 693.46 | 1,722.44 | 190.79 | 333.27 | 349.62 |
| 占营业收入比重 | 0.14% | 0.39% | 0.99% | 0.10% | 0.15% | 0.15% |

来源:齐鲁证券研究所

盈利预测和估值

- 预计 2015-17 年销售收入为预计 2015-17 年销售收入为 1,907.92、2,164.82 和 2,247.61 百万元,同比增长 9.99%、13.46%和 3.82%;归属母公司股东净利润 98.20、186.45 和 74.89 百万元,同比增长 121.5%、89.9%和-59.8%,对应摊薄后 EPS 为 0.62、1.17 和 0.47 元。

合理价格区间: 13.6 元-13.9 元

- 绝对估值结果: **13.90 元/股**。假定上市后贝塔为 1.05,我们采用三阶段模型,对公司价值进行 DCF 折现。随着本次公司成功发行上市,募投项目将会带来公司产能的快速扩张。随着公司产能快速扩张,预计公司未来 3 年营业收入和净利润的年均复合增长率分别达到 9.0%和 19.0%。据此得到仙坛股份绝对估值的合理区间为 13.90 元。

图表 28: 仙坛股份绝对估值法得出 13.90 元

III、DCF估值（FCFE贴现）

| | | | |
|-------|------------|--------|-----------|
| 每股价值 | 13.90 | TV增长率 | 1.0% |
| 隐含P/E | 16.92 | Ke | 8.75% |
| 企业值 | 166,129.23 | 债务 | 33,500.00 |
| | | 投资 | 22,140.66 |
| 股票价值 | 166,129.23 | 少数股东权益 | 0.00 |

$$PV(FCFE) = \sum_{t=1}^{n=10} \frac{FCFE_t}{(1+K_e)^t} + \frac{FCFE_n \times (1+TV)}{(1+K_e)^n \times (K_e - TV)}$$

来源：齐鲁证券研究所

- 相对估值：10.5元-13.6元。我们参考其他畜禽养殖企业估值（2015年16-19XPE）、目前行业景气度和公司在行业中所处地位与展望，给予公司2015年17-22XPE的估值水平，据此得出的相对估值区间为10.5元-13.6元。
- 综合相对估值和绝对估值法，我们给出仙坛股份的参考询价区间为13.6元-13.9元，建议申购。

图表 29：畜禽养殖行业 PE 相对估值法：10.5 元-13.6 元

| 所属行业 | 代码 | 证券简称 | 收盘价 (元) | 市值 (亿元) | EPS | | | PE | | |
|-------|-----------|-------|------------|------------|-------|-------|-------|--------|--------|-------|
| | | | | | 2013A | 2014E | 2015E | 2013A | 2014E | 2015E |
| 畜禽养殖Ⅲ | 002299.SZ | 圣农发展 | 14.48 | 131.90 | -0.24 | 0.20 | 0.80 | -60.03 | 70.91 | 18.11 |
| 畜禽养殖Ⅲ | 002458.SZ | 益生股份 | 10.96 | 31.18 | -1.03 | 0.08 | 0.68 | -10.64 | 138.56 | 16.18 |
| 畜禽养殖Ⅲ | 002234.SZ | *ST民和 | 9.60 | 29.00 | -0.81 | 0.24 | 0.54 | -11.85 | 39.85 | 17.86 |
| 平均 PE | | | | | | | | -27.51 | 83.11 | 17.38 |

来源：wind，齐鲁证券研究所

- 风险提示
- 1、疫病发生风险。若有较大流行性疫病发生，可能会在一定时间内大幅削减存栏量，使得公司收入短期内带来断崖式下跌。
- 2、鸡肉价格波动过大的风险。我国鸡肉价格呈现出较强的周期性波动特征，但预计未来影响畜禽价格波动的因素将变得更为复杂，不排除鸡肉价格出现大幅度波动。由于公司营业收入中鸡肉占比最大，未来鸡肉价格波动可能带来一定的风险。
- 3、原材料价格波动的风险。玉米和豆粕原料成本等在主营业务成本中占比较大，原料价格波动将对公司盈利产生较大影响。

图表 26: 仙坛股份收入预测表

单位: 人民币万元

| 项 目 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|-------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 鸡肉产品 | | | | | | |
| 平均售价 (元/吨) | 9,469.39 | 9,158.37 | 8,731.57 | 8,949.86 | 9,665.85 | 9,279.21 |
| 增长率 (YOY) | — | -3.28% | -4.66% | 2.50% | 8.00% | -4.00% |
| 销售数量 (吨) | 119,099.96 | 126,799.99 | 177,799.93 | 193,801.92 | 211,244.10 | 230,000.00 |
| 增长率 (YOY) | — | 6.47% | 40.22% | 9.00% | 8.88% | — |
| 销售收入 | 112,780.40 | 116,128.12 | 155,247.25 | 173,449.99 | 204,185.33 | 213,421.92 |
| 增长率 (YOY) | — | 2.97% | 33.69% | 11.73% | 17.72% | 4.52% |
| 毛利率 | 9.26% | 6.88% | 7.77% | 11.82% | 19.17% | 14.12% |
| 销售成本 | 102,336.93 | 108,138.51 | 143,184.54 | 152,949.73 | 165,048.05 | 183,296.35 |
| 增长率 (YOY) | — | 5.67% | 32.41% | 6.82% | 7.91% | 11.06% |
| 毛利 | 10,443.47 | 7,989.61 | 12,062.71 | 20,500.27 | 39,137.28 | 30,125.57 |
| 增长率 (YOY) | — | -23.50% | 50.98% | 69.95% | 90.91% | -23.03% |
| 占总销售额比重 | 56.55% | 65.98% | 90.49% | 89.25% | 87.67% | 85.98% |
| 占主营业务利润比重 | 70.72% | 92.45% | 99.20% | 94.47% | 93.28% | 92.05% |
| 商品代肉鸡 | | | | | | |
| 平均售价 (元/件) | 22.81 | 21.39 | 21.85 | 22.51 | 23.86 | 22.90 |
| 增长率 (YOY) | — | -6.23% | 2.16% | 3.00% | 6.00% | -4.00% |
| 销售数量 (件) | 36,337,900 | 25,608,000 | 5,578,500 | 5,500,000 | 5,400,000 | 5,300,000 |
| 增长率 (YOY) | — | -29.53% | -78.22% | -1.41% | -1.82% | -1.85% |
| 销售收入 | 82,880.40 | 54,771.30 | 12,189.60 | 12,378.61 | 12,882.76 | 12,138.42 |
| 增长率 (YOY) | — | -33.92% | -77.74% | 1.55% | 4.07% | -5.78% |
| 毛利率 | 5.21% | 2.25% | 4.48% | 9.12% | 15.12% | 9.81% |
| 销售成本 | 78,562.33 | 53,538.95 | 11,643.51 | 11,250.07 | 10,935.06 | 10,947.21 |
| 增长率 (YOY) | — | -31.85% | -78.25% | -3.38% | -2.80% | 0.11% |
| 毛利 | 4,318.07 | 1,232.35 | 546.09 | 1,128.54 | 1,947.69 | 1,191.21 |
| 增长率 (YOY) | — | -71.46% | -55.69% | 106.66% | 72.58% | -38.84% |
| 占总销售额比重 | 41.56% | 31.12% | 7.11% | 6.52% | 5.82% | 5.28% |
| 占主营业务利润比重 | 29.24% | 14.26% | 4.49% | 5.21% | 4.74% | 3.80% |
| 淘汰种鸡、豆油等其他 | | | | | | |
| 平均售价 (元/件) | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 增长率 (YOY) | — | — | — | — | — | — |
| 销售数量 (件) | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 增长率 (YOY) | — | — | — | — | — | — |
| 销售收入 | 3,761.67 | 5,112.56 | 4,117.06 | 4,117.06 | 4,117.06 | 4,117.06 |
| 增长率 (YOY) | — | — | — | — | 0.00% | 0.00% |
| 毛利率 | 0.17% | -11.35% | -10.91% | 0.50% | 0.50% | 0.50% |
| 销售成本 | 3,755.28 | 5,692.84 | 4,566.23 | 4,096.47 | 4,096.47 | 4,096.47 |
| 增长率 (YOY) | — | — | — | — | 0.00% | 0.00% |
| 毛利 | 6.39 | -580.28 | -449.17 | 20.59 | 20.59 | 20.59 |
| 增长率 (YOY) | — | — | — | — | 0.00% | 0.00% |
| 占总销售额比重 | — | — | — | — | — | — |
| 占主营业务利润比重 | — | — | — | — | — | — |
| 销售收入小计 | 199422.47 | 176011.98 | 171553.91 | 189945.67 | 221185.15 | 229677.40 |
| 销售成本小计 | 184654.54 | 167370.29 | 159394.28 | 168296.27 | 180079.59 | 198340.04 |
| 毛利 | 14767.93 | 8641.69 | 12159.63 | 21649.40 | 41105.56 | 31337.36 |
| 平均毛利率 | 7.41% | 4.91% | 7.09% | 11.40% | 18.58% | 13.64% |

来源: 齐鲁证券研究所

图表 27: 仙坛股份财务三张表

| 损益表 (人民币万元) | | | | | | | 资产负债表 (人民币万元) | | | | | | |
|----------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E | | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
| 营业总收入 | 200,712 | 177,307 | 173,469 | 190,792 | 216,482 | 224,761 | 货币资金 | 24,354 | 21,426 | 15,720 | 76,317 | 86,593 | 89,905 |
| 增长率 | 8.51% | -11.7% | -2.2% | 10.0% | 13.5% | 3.8% | 应收账款 | 2,615 | 4,459 | 4,964 | 4,660 | 5,287 | 5,489 |
| 营业成本 | -185,082 | -167,737 | -160,238 | -172,978 | -188,568 | -207,767 | 存货 | 25,274 | 25,239 | 30,720 | 30,204 | 32,927 | 36,279 |
| %销售收入 | 92.2% | 94.6% | 92.4% | 90.7% | 87.1% | 92.4% | 其他流动资产 | 1,508 | 4,469 | 11,728 | 11,833 | 11,960 | 12,117 |
| 毛利 | 15,630 | 9,570 | 13,231 | 17,813 | 27,913 | 16,994 | 流动资产 | 53,751 | 55,583 | 63,132 | 123,014 | 136,767 | 143,790 |
| %销售收入 | 7.8% | 5.4% | 7.6% | 9.3% | 12.9% | 7.6% | %总资产 | 45.5% | 40.4% | 42.1% | 62.2% | 68.4% | 73.5% |
| 营业税金及附加 | -21 | -20 | -9 | -10 | -12 | -12 | 长期投资 | 1,271 | 751 | 6,421 | 6,421 | 6,421 | 6,421 |
| %销售收入 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 固定资产 | 52,153 | 72,177 | 68,580 | 57,191 | 45,803 | 34,415 |
| 营业费用 | -1,259 | -1,166 | -1,140 | -1,253 | -1,422 | -1,476 | %总资产 | 44.1% | 52.4% | 45.8% | 28.9% | 22.9% | 17.6% |
| %销售收入 | 0.6% | 0.7% | 0.7% | 0.7% | 0.7% | 0.7% | 无形资产 | 6,071 | 5,929 | 6,434 | 5,942 | 5,815 | 5,691 |
| 管理费用 | -6,429 | -5,694 | -5,944 | -6,537 | -7,418 | -7,701 | 非流动资产 | 64,413 | 82,040 | 86,699 | 74,819 | 63,304 | 51,791 |
| %销售收入 | 3.2% | 3.2% | 3.4% | 3.4% | 3.4% | 3.4% | %总资产 | 54.5% | 59.6% | 57.9% | 37.8% | 31.6% | 26.5% |
| 息税前利润 (EBIT) | 7,923 | 2,690 | 6,139 | 10,012 | 19,062 | 7,804 | 资产总计 | 118,164 | 137,633 | 149,832 | 197,833 | 200,071 | 195,582 |
| %销售收入 | 3.9% | 1.5% | 3.5% | 5.2% | 8.8% | 3.5% | 短期借款 | 13,780 | 23,100 | 29,876 | 66,459 | 46,633 | 30,629 |
| 财务费用 | -273 | -693 | -1,722 | -191 | -325 | -337 | 应付款项 | 29,345 | 27,828 | 31,100 | 32,334 | 35,301 | 38,810 |
| %销售收入 | 0.1% | 0.4% | 1.0% | 0.1% | 0.2% | 0.2% | 其他流动负债 | 3,572 | 3,562 | 4,605 | 4,969 | 5,421 | 5,938 |
| 资产减值损失 | 142 | -1,157 | -825 | 0 | 0 | 0 | 流动负债 | 46,696 | 54,490 | 65,581 | 103,762 | 87,355 | 75,377 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 长期借款 | 0 | 6,900 | 3,624 | 3,624 | 3,324 | 3,624 |
| 投资收益 | 60 | 82 | 506 | 100 | 100 | 100 | 其他长期负债 | 920 | 403 | 353 | 353 | 353 | 353 |
| %税前利润 | 0.7% | 1.7% | 11.3% | 1.0% | 0.5% | 1.3% | 负债 | 47,616 | 61,793 | 69,558 | 107,739 | 91,332 | 79,353 |
| 营业利润 | 7,852 | 921 | 4,096 | 9,922 | 18,837 | 7,567 | 普通股股东权益 | 70,548 | 75,840 | 80,274 | 90,094 | 108,739 | 116,228 |
| 营业利润率 | 3.9% | 0.5% | 2.4% | 5.2% | 8.7% | 3.4% | 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业外收支 | 842 | 3,841 | 383 | 0 | 0 | 0 | 负债股东权益合计 | 118,164 | 137,633 | 149,832 | 197,833 | 200,071 | 195,582 |
| 税前利润 | 8,694 | 4,762 | 4,480 | 9,922 | 18,837 | 7,567 | 比率分析 | | | | | | |
| 利润率 | 4.3% | 2.7% | 2.6% | 5.2% | 8.7% | 3.4% | | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
| 所得税 | -16 | 0 | -46 | -101 | -192 | -77 | 每股指标 | | | | | | |
| 所得税率 | 0.2% | 0.0% | 1.0% | 1.0% | 1.0% | 1.0% | 每股收益 (元) | 0.726 | 0.398 | 0.371 | 0.822 | 1.560 | 0.627 |
| 净利润 | 8,678 | 4,762 | 4,434 | 9,820 | 18,645 | 7,489 | 每股净资产 (元) | 5.904 | 6.346 | 6.717 | 7.539 | 9.099 | 9.726 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股经营现金净流 (元) | 1.995 | 0.859 | 0.821 | 1.971 | 2.511 | 1.608 |
| 归属于母公司的净利润 | 8,678 | 4,762 | 4,434 | 9,820 | 18,645 | 7,489 | 每股股利 (元) | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 |
| 净利率 | 4.3% | 2.7% | 2.6% | 5.1% | 8.6% | 3.3% | 回报率 | | | | | | |
| | | | | | | | 净资产收益率 | 12.30% | 6.28% | 5.52% | 10.90% | 17.15% | 6.44% |
| 现金流量表 (人民币万元) | | | | | | | 总资产收益率 | 7.34% | 3.46% | 2.96% | 4.96% | 9.32% | 3.83% |
| 净利润 | 8,678 | 4,762 | 4,434 | 9,820 | 18,645 | 7,489 | 投入资本收益率 | 13.47% | 3.22% | 6.63% | 12.80% | 28.59% | 14.26% |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 增长率 | | | | | | |
| 非现金支出 | 8,236 | 9,153 | 10,525 | 11,518 | 11,515 | 11,513 | 营业总收入增长率 | 8.51% | -11.66% | -2.16% | 9.99% | 13.46% | 3.82% |
| 非经营收益 | 491 | 1,303 | 1,380 | -100 | -100 | -100 | EBIT增长率 | -60.14% | -66.05% | 128.19% | 63.11% | 90.38% | -59.06% |
| 营运资金变动 | 6,431 | -4,953 | -6,528 | 2,313 | -58 | 313 | 净利润增长率 | -56.25% | -45.13% | -6.88% | 121.47% | 89.86% | -59.83% |
| 经营活动现金净流 | 23,836 | 10,265 | 9,811 | 23,552 | 30,002 | 19,215 | 总资产增长率 | 19.34% | 16.48% | 8.86% | 32.04% | 1.13% | -2.24% |
| 资本开支 | 24,439 | 21,086 | 6,565 | -362 | 0 | 0 | 资产管理能力 | | | | | | |
| 其他 | 0 | 504 | 0 | 0 | 0 | 0 | 应收账款周转天数 | 6.7 | 5.0 | 7.4 | 7.4 | 7.4 | 7.4 |
| 投资 | 60 | -3,918 | -5,792 | 100 | 100 | 100 | 存货周转天数 | 50.7 | 55.0 | 63.7 | 63.7 | 63.7 | 63.7 |
| 投资活动现金净流 | -24,378 | -24,501 | -12,357 | 462 | 100 | 100 | 应付账款周转天数 | 24.2 | 29.3 | 30.0 | 30.0 | 30.0 | 30.0 |
| 股权募资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 固定资产周转天数 | 72.6 | 91.1 | 118.5 | 120.2 | 86.7 | 65.0 |
| 债权募资 | 5,000 | 16,220 | -876 | 36,583 | -19,826 | -16,003 | 偿债能力 | | | | | | |
| 其他 | -1,729 | -1,440 | -1,975 | 0 | 0 | 0 | 净负债/股东权益 | -14.99% | 11.31% | 22.15% | -6.92% | -33.42% | -47.88% |
| 筹资活动现金净流 | 3,271 | 14,780 | -2,851 | 36,583 | -19,826 | -16,003 | EBIT利息保障倍数 | 29.0 | 3.9 | 3.6 | 52.5 | 58.7 | 23.1 |
| 现金净流量 | 2,729 | 544 | -5,397 | 60,597 | 10,276 | 3,312 | 资产负债率 | 40.30% | 44.90% | 46.42% | 54.46% | 45.65% | 40.57% |

来源: 齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有: 预期未来 6-12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。