

分析师: 刘晓峰 赵大晖
 执业证书编号: S0050108121464
 Tel: 010-59355921;13501223241
 Email: yfliuxf@chinans.com.cn
 地址: 北京市金融大街 5 号新盛大厦 7 层(100140)



西部牧业 (300106. SZ)

中高档畜产品产业链的关键一环

投资要点

● 公司能够控制当地生鲜乳供应量的 80% 以上, 但依然很难满足下游不断扩充的加工能力。专业服务蕴含的质量保障能力, 提升了公司在生鲜乳市场的定价权。与中国农业大学、西北农业科技大学、石河子大学、新疆农科院等科研院所及国外公司共同搭建的研发平台, 增强了公司未来发展后劲。管理层持股, 提高了高管团队与公司的协同度。

● 公司地处新疆天山北坡, 人口密度低、环境污染少, 是我国奶牛养殖业优势区域之一; 背靠生产建设兵团, 发展规模化现代农业具有很好的人均资源和执行力优势; 乳品行业食品安全监管力度加大, 要求乳品企业加大奶源建设, 有利于公司整合下游资源拓展自身业务。

● 动物疫病、极端性气候和价格波动是公司面临的三大主要风险。

● 预计 2010 年、2011 年和 2012 年 EPS 分别为 0.4162 元、0.5841 元和 0.7150 元, 发行价为 11.90 元, 动态市盈率分别为 28.59 倍、20.37 倍、16.64 倍, 估值偏低, 建议参与申购。

合理估值区间(元)	12~16
-----------	-------

发行上市资料

发行价格(元)	11.90
发行市盈率(倍)	51.74
发行股数(万股)	3000
发行后总股本(万股)	11700
发行日期	2010/8/9
发行方式	网下向询价对象配售和网上定价发行相结合
主承销商	国信证券
上市日期	

基础数据(发行前)

每股净资产(元)	1.85
总股本/流通 A 股(万股)	8700/0
流通 B 股/H 股(万股)	0/0
2009 年 12 月 31 日	

相关研究

盈利预测

项目	2008A	2009A	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万)	235.63	267.23	413.17	527.53	662.14
增长率(%)	263.88	13.41	54.61	27.68	25.52
净利润(百万)	23.52	30.44	48.69	68.34	83.66
增长率(%)	140.32	29.45	59.95	40.36	22.40
EPS(元)	0.29	0.35	0.42	0.58	0.72
毛利率(%)	13.70	14.98	15.69	17.12	17.37
净资产收益率(%)	18.28	18.92	8.45	10.60	11.49

财务指标

	流动比率	速动比率	资产负债率	应收账款周转率	存货周转率
2007A	0.78	0.49	58.81	0.00	0.00
2008A	1.05	0.54	46.84	13.29	6.25
2009A	1.61	0.88	51.31	13.34	4.26

来源: 招股说明书、民族证券

正文目录

一、内在竞争优势：控制力+市场空间+定价权+技术+治理结构.....	3
1、控制鲜乳供应市场，区域乳品产业链龙头.....	3
2、下游消化吸收能力强，皇帝的女儿不愁嫁.....	3
3、较高的保障能力和规模化水平，定价权强.....	4
4、技术体系完善，合作研发平台延展性强.....	5
5、管理层持股，提高了高管与公司的协同度.....	6
二、区位/背景优势和行业机遇：推拉结合促进公司发展.....	6
1、奶业优势区域：草场资源丰富，养殖历史悠久.....	6
2、政策频频发力：各级政府大力扶持畜牧业发展.....	7
3、区域环境优势：有利于打造中高档畜牧产业链.....	7
4、背靠生产建设兵团：平台拓展想象空间大.....	9
5、行业机遇：奶源建设成为乳品产业链的关键.....	9
三、主要风险：动物疫病、自然灾害和价格波动.....	9
1、动物疫苗爆发风险.....	9
2、自然灾害风险.....	9
3、价格波动风险.....	10
四、募投项目与盈利预测.....	10
1、三大募投项目.....	10
2、盈利预测.....	10

图表目录

图 1：纳入公司专业服务体系的奶牛养殖场（非自有养殖场）.....	3
图 2：公司外购生鲜乳价格与市场价格对比（元/千克）.....	5
图 3：公司自产和外购生鲜乳价格对比（元/千克）.....	5
图 4：公司股权结构图.....	6
图 5：全国各省人口密度（人/公顷）.....	7
图 6：全国各省乡村人口人均农用地面积（公顷/人）.....	8
图 7：全国各省工业废气排放平均量（万立方米/公顷）.....	8
图 8：全国各省化学需氧量平均值（吨/公顷）.....	8
图 9：全国各省工业废水排放平均值（吨/公顷）.....	8
图 10：全国主产区原奶平均价格.....	10
表 1：公司主要客户疆内和石河子市生鲜乳处理能力.....	4
表 2：公司生鲜乳质量指标与国家标准对比.....	4
表 3：公司研发人员概况.....	5
表 4：公司最近三年研发支出情况（万元）.....	6
表 5：公司募投项目.....	10
表 6：同类上市公司 2010 年估值对比.....	11
表 7：利润表简表.....	11
附录：财务预测表.....	12

西部牧业地处石河子市，2006 年被新疆生产建设兵团认定为农业产业化兵团重点龙头企业。公司作为专业的优质生鲜乳供应商，采取规模化经营策略，构筑种畜两种、饲料、集约化养殖及销售纵向一体化产业链，凭借领先的种畜繁育及养殖实力、高效的供应效率为乳品企业提供安全、健康及高质量的生鲜乳，在源头上保证消费者消费乳制品的健康和安全。

一、内在竞争优势：控制力+市场空间+定价权+技术+治理结构

公司能够控制当地生鲜乳供应量的 80%以上，但依然很难满足下游不断扩充的加工能力。专业服务蕴含的质量保障能力，提升了公司在生鲜乳市场的定价权。与中国农业大学、西北农业科技大学、石河子大学、新疆农科院等科研院所及国外公司共同搭建的研发平台，增强了公司未来发展后劲。管理层持股，提高了高管团队与公司的协同度。

1、控制鲜乳供应市场，区域乳品产业链龙头

目前，石河子地区奶牛养殖数量近 4.5 万头，其中纳入公司专业服务体系的奶牛养殖场（非自有养殖场）共有 65 个，存栏量 2.83 万头，加上公司自有的 6 个奶牛养殖场（3300 头左右），公司能够控制的奶牛存栏量为 3.16 万头，占地区总量的 70.22%。公司控制的奶牛养殖场、非控制的奶牛分别按年产 6 吨、4 吨计算，公司对当地奶源地控制比例接近 80%。

图 1：纳入公司专业服务体系的奶牛养殖场（非自有养殖场）



数据来源：招股说明书，民族证券

2、下游消化吸收能力强，皇帝的女儿不愁嫁

公司所在地—石河子市位于新疆天山北坡，是国家规划的奶牛业重点发展区域，全国许多知名乳制品企业再次建厂。以石河子市为中心半径 150 公里的范围内，已有加工企业 15 家，每天加工能力达 3000 余吨，而本区域每天原奶供应量不足 2000 吨；石河子市三家乳品加工企业目前的设备生产能力已达 800 吨/天，2012 年将达到 1000 吨，而发行人目前每天的供应奶量仅 300 吨，生鲜乳供应缺口始终较大。

表 1：公司主要客户疆内和石河子市生鲜乳处理能力

母公司	子公司		生鲜乳处理能力（吨/日）	
	疆内	石河子市	疆内	石河子市
旺旺集团	新疆明旺乳业	新疆明旺乳业	—	300（目前
	新疆旺旺乳业	新疆乳旺乳业		收购量 150
	新疆大旺乳业			吨/日）
	新疆乳旺乳业			
新疆麦趣尔集团	乳业公司	乳业公司	150（年	
	食品公司		产 4.5 万	
	冰淇淋公司		吨 UHT 乳	
	连锁经营公司		品加工	
伊利集团	乌鲁木齐伊利乳业	石河子伊利乳业	—	450（大包
	石河子伊利乳业			300、婴幼儿 150）
新疆花园乳业	花园乳业	花园乳业	—	150（收购量 60）
处理能力合计				1050

资料来源：招股说明书，民族证券

3、较高的保障能力和规模化水平，定价权强

融合了良种繁育、饲养技术与管理、挤奶与冷链运输为一体的专业化服务，降低了养殖户的饲养难度，提升了生鲜乳的质量水准，公司提供的生鲜乳质量均高于国家标准，蛋白质、脂肪含量分别为国家标准最低限值的 117.86%、122.58%，菌落总数仅为国家标准最高限制的 25%。

表 2：公司生鲜乳质量指标与国家标准对比

项目	国家标准	西部牧业	对比率
蛋白质（g/100g）	2.8	3.3	117.86%
脂肪（g/100g）	3.1	3.8	122.58%
相对密度（20℃-4℃）	1.027	1.031	100.39%
菌落总数（CFU/g（mL）≤	200 万	50 万	25%
酸度	12~18	16.2	100%
杂质度（ppm）	4.0	2	50%

资料来源：国家生乳标准（GB19301-2010），招股说明书，民族证券

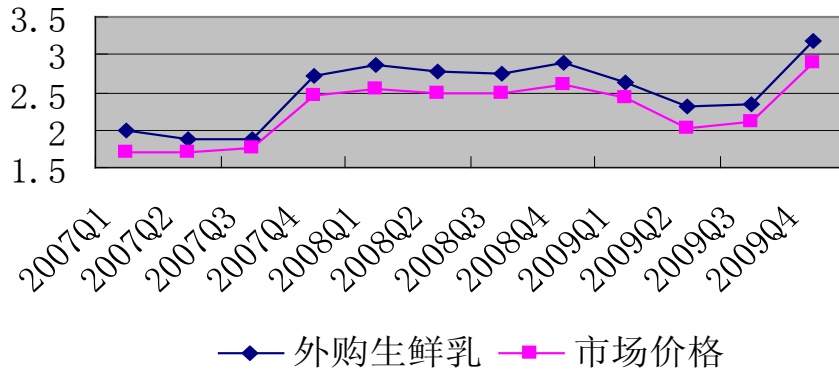
相对完整的业务链、规模化带来的自我约束，使得公司在 2008 年三聚氰胺事件发生后的相关检测中，均未检出三聚氰胺，公司提供的专业服务的牛场所产的生鲜乳均未被拒收。公司的生鲜乳业务链包含了饲料原料生产、饲料加工、专业化服务、挤奶厅建设以及冷链运输等诸多环节，质量控制的关键点都位于公司内部，加上规模化，公司具有很强的质量保障自我约束能力。

较高的生鲜乳质量，提升了公司的产品定价权。公司外购生鲜乳对外销售价格比市场价格高

出 0.14~0.30 元/千克。

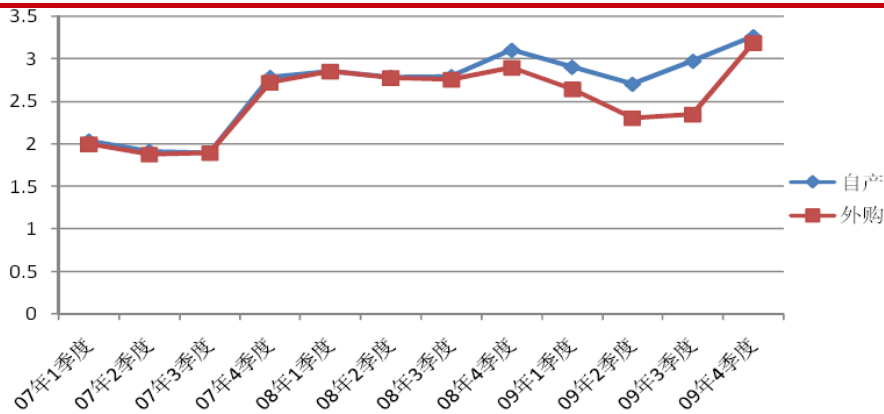
公司自有奶牛养殖场具有更好的质量稳定性和一致性，自产生鲜乳销售价格还高于外购生鲜乳的销售价格。以 2009 年二季度为例，公司自产生鲜乳平均销售价格为 2.7 元/千克，外购生鲜乳对外销售价格为 2.3 元/千克。

图 2：公司外购生鲜乳价格与市场价格对比（元/千克）



数据来源：招股说明书，民族证券

图 3：公司自产和外购生鲜乳价格对比（元/千克）



数据来源：招股说明书，民族证券

4、技术体系完善，合作研发平台延展性强

研发人员占比高，核心技术团队稳定。公司拥有 83 名研发人员，占总人数的 20.96%；以中国工程院院士刘守仁先生为核心的技术团队保持稳定，最近两年未发生重大变动；国家现代奶牛产业技术体系首席科学家李胜利教授是公司独立董事。

表 3：公司研发人员概况

研发人员学历	人数	占员工总数比例
本科以下	26	6.57%
本科	52	13.13%
硕士	5	1.26%
合计	83	20.96%

资料来源：招股说明书，民族证券

研发支出稳定增长。2007 年、2008 年、2009 年分别投入 580.96 万元、767.13 万元、803.12 万元开展研发工作，分别占当年营业收入的 8.97%、3.26%、3.01%。

表 4：公司最近三年研发支出情况（万元）

项目	2007	2008	2009
研发支出	580.96	767.13	803.12
营业收入	6475.38	23562.62	26723.08
所占比例	8.97%	3.26%	3.01%

资料来源：招股说明书，民族证券

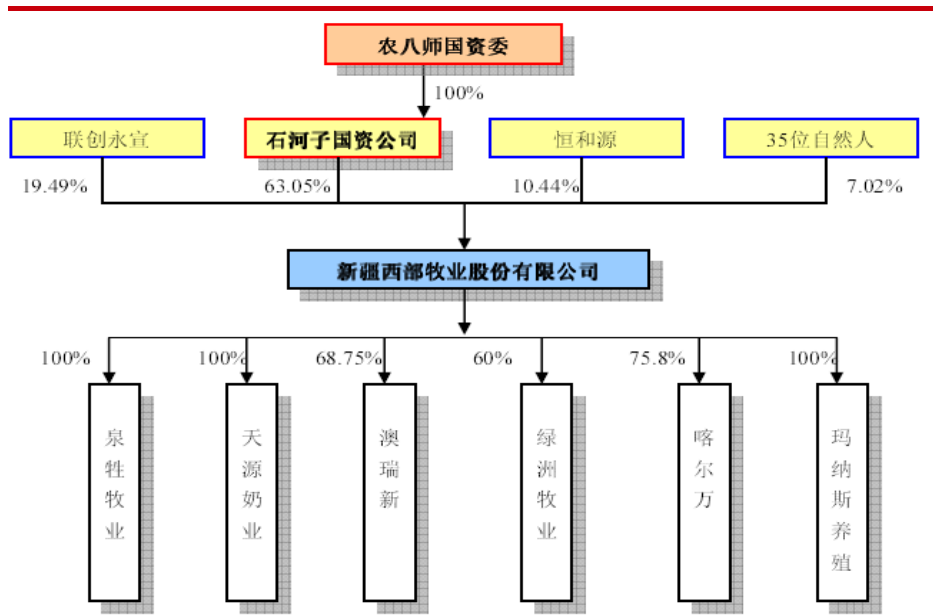
多方参与的技术研发平台正在发挥作用。与公司开展合作研发的科研机构有中国农业大学、西北农业科技大学、石河子大学、新疆农科院、新疆农垦科学院以及澳大利亚斯达瑞德公司，研发领域覆盖了畜产品产业链上游（饲草种植、饲料配置、兽药研制、添加剂生产等）、中游（良种繁育、品种改良、疫病防治、饲养管理等）等诸多环节。

公司已经掌握了性控冻精和性控胚胎技术；在推广 TMR 饲喂技术的同时，结合本地特色，利用西红柿皮渣、葡萄籽皮作为补充料制定奶牛饲养配方；推广使用 EM 菌，提高饲草料在牛胃中的转化吸收率；为每辆生鲜乳运输车辆安装 GPS 系统，实现了运输过程的全程监控管理。

5、管理层持股，提高了高管与公司的协同度

公司虽然是国资背景，但在股改中引入高管持股，管理层可以从公司发展过程中受益，提高了管理层与上市公司的协同度。在 35 位持股的自然人中，公司高管和技术骨干有 14 人，包括母公司董事会成员 3 人、高管团队 4 人、业务与技术骨干 4 人、子公司管理层 3 人。

图 4：公司股权结构图



数据来源：招股说明书，民族证券

二、区位/背景优势和行业机遇：推拉结合促进公司发展

公司地处新疆天山北坡，人口密度低、环境污染少，是我国奶牛养殖业优势区域之一；背靠生产建设兵团，发展规模化现代农业具有很好的人均资源和执行力优势；乳品行业食品安全监管力度加大，要求乳品企业加大奶源建设，有利于公司整合下游资源拓展自身业务。

1、奶业优势区域：草场资源丰富，养殖历史悠久

新疆是我国三大牧区之一，发展畜牧业有得天独厚的优势。新疆天然草场总面积 5139.77 万公顷，占全国草场总面积的 20%，居全国第二位；其中可用草场面积 5130.14 万公顷；人工草

场面积 9.62 万公顷，人均占有草场面积达 44.04 亩。新疆牧草资源丰富，有各类牧草植物 108 科、687 属、3270 种（包括亚种和变种），分别占全国植物区系总科数的 30.5%、属数的 21.6% 和种数的 12.1%，世界著名的优良牧草在新疆均有大面积野生分布。

新疆发展畜牧业具有传统特色优势。新疆具有悠久的畜牧业发展历史，目前已基本形成了以天山北坡、伊犁河谷、焉耆盆地为主的牛奶产业带，而石河子市就位于天山北坡经济带的中心，新疆自治区和石河子市已经成为我国重要的奶业生产基地。

2、政策频频发力：各级政府大力扶持畜牧业发展

新疆是我国的肉牛、肉羊和奶牛优势区域之一。在农业部发布的《全国肉牛、肉羊、奶牛和生猪优势区域规划（2008~2015 年）》中，新疆被列为肉牛、肉羊和奶牛优势区域，且被定位我国粮食后备区，从中央政府层面为将发展畜牧业提供了政策导向保障。

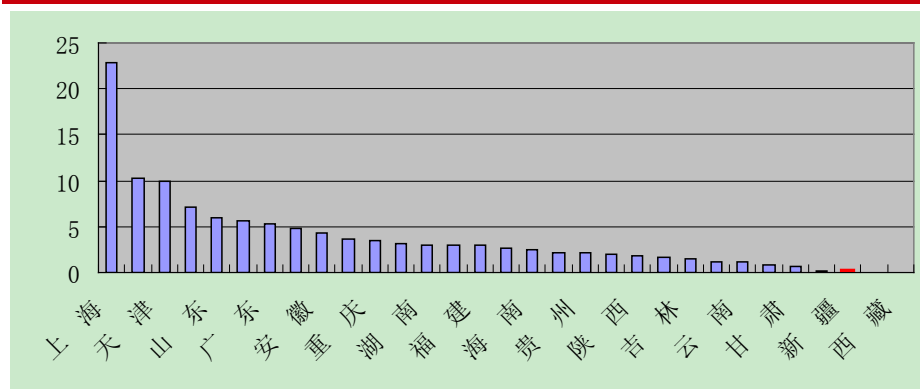
1999 年出台的西部大开发战略有利于促进新疆畜牧业的发展。国务院 2004 年发布的《关于进一步推进西部大开发的若干意见》中指出，大力发展特色农业、旱作节水农业和生态农业，加强环境保护工作；2006 年 12 月国家发改委、西部大开发领导小组共同发布的《西部大开发“十一五”规划》中提出，大力发展奶业和牛羊肉、优质细毛羊生产以及地方特色畜牧业。加强地方特色产品原产地保护。提高农产品质量安全保障能力，无公害农产品认证率超过 30%，科技对农业经济增长的贡献率提高到 50% 左右。商品良种覆盖率平均增长 15 个百分点左右；2010 年 5 月 17 日~19 日，中央召开了新疆工作座谈会，要求加快推动资源优势向经济优势转化，扶持优势特色产业发展，加强农业综合生产能力建设。

自 2008 年起新疆维吾尔自治区每年投入 1800 万元，支持奶业生产建设、产业化发展和消费市场培育。石河子地方政府也正努力加快本地区奶牛业规模化、标准化养殖的发展速度，争取在短期内达到存栏 10 万头的规模，中长期达到存栏 20 万头的规模，2003 年出台的《关于加快畜牧业发展的决定》确定了石河子畜牧业发展的指导思想、基本方针和任务目标，奶业生产成为石河子畜牧业结构调整的重点，通过五年的发展，石河子奶牛业整体生产水平和产业化程度不断提高，奶牛业生产步入良性循环轨道。

3、区域环境优势：有利于打造中高档畜牧产业链

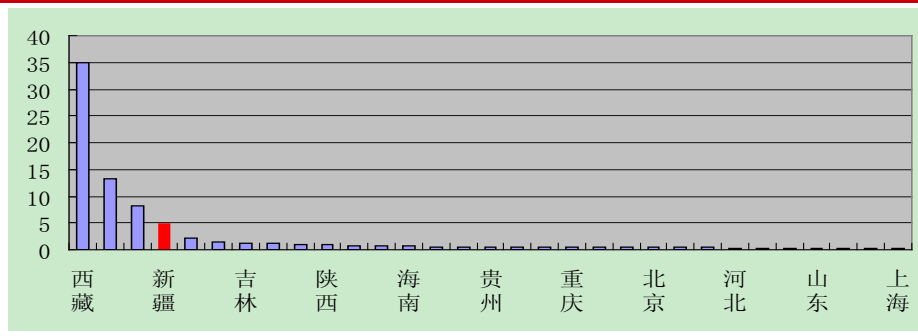
人口密度低，土地资源丰富，有利于其发展规模化农业。新疆自治区面积为 16649.0 万公顷，人口 2131 万人，人口密度为 0.1280 人/公顷，仅比西藏、青海两省略高；农用地面积 6308.5 万公顷，乡村人口 1286 万人，乡村人口人均农用地面积 4.90 公顷，仅名列西藏、青海和内蒙古之后，居第四位。

图 5：全国各省人口密度（人/公顷）



数据来源：2009 年统计年鉴，民族证券

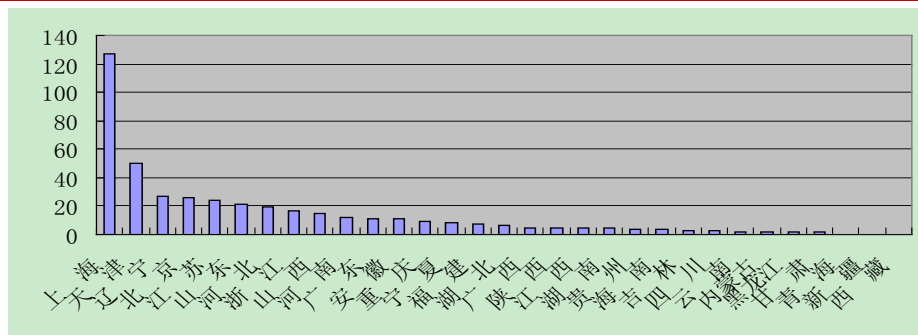
图 6：全国各省乡村人口人均农用地面积（公顷/人）



数据来源：2009 年统计年鉴，民族证券

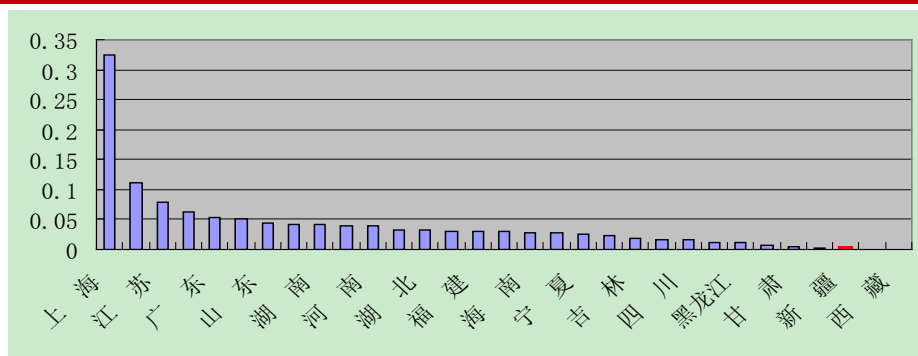
工业污染少，有利于发展绿色、有机畜牧产业链。新疆每公顷土地平均承担的工业废气排放量、化学需氧量、工业废水排放量分别为 3696 立方米、0.0017 吨和 1.3740 吨，分别列在全国倒数第二位、倒数第三位和倒数第三位，工业污染远远低于全国平均水平。

图 7：全国各省工业废气排放平均量（万立方米/公顷）



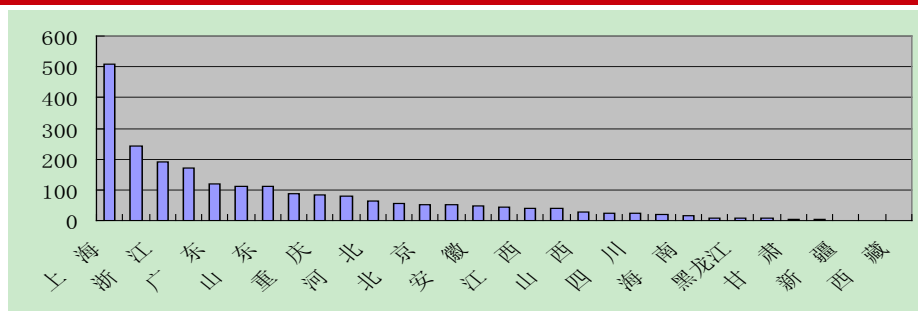
数据来源：2009 年统计年鉴，民族证券

图 8：全国各省化学需氧量平均值（吨/公顷）



数据来源：2009 年统计年鉴，民族证券

图 9：全国各省工业废水排放平均值（吨/公顷）



数据来源：2009 年统计年鉴，民族证券

4、背靠生产建设兵团：平台拓展想象空间大

农八师国资委是公司实际控制人，公司控股股东石河子国资公司承诺“石河子国资公司及其发行人以外的其他控股子公司或下属企业将不增加其对与发行人生产、经营相同或类似业务的投入，以避免对发行人的生产经营构成可能的直接或间接的业务竞争，石河子国资公司保证将促使石河子国资公司的下属企业不直接或间接从事、参与或进行发行人的生产、经营相竞争的任何活动。”

公司上市后，将是新疆生产建设兵团唯一的畜牧业上市公司。新疆生产建设兵团是中国最大的兼具戍边屯垦功能、实行“军政企合一”的特殊社会组织，其管辖范围内的兵团农一师、兵团农四师、兵团农六师、兵团农七师、兵团农八师、兵团农十二师都是**奶牛产业优势区域**，兵团农六师、兵团农四师、兵团农一师、兵团农二师、兵团农十师还是**肉羊产业优势区域**，其中兵团农四师还是肉牛产业优势区域。

5、行业机遇：奶源建设成为乳品产业链的关键

三聚氰胺事件前后，一系列政策的出台要求乳品加工企业加强奶源建设。2008年，发改委发布了《乳制品加工行业准入条件》和《乳制品工业产业政策》，制定了行业准入标准，要求新上加工项目日处理原料乳能力200万吨以上，改（扩）建项目新增加工能力100吨以上，逐步淘汰日处理原料乳能力20吨以下的生产装置；有固定并与加工能力配套的奶源基地，新建乳制品加工项目已有原料乳数量（自建牧场或投资参股小区）不低于加工规模的30%，扩建项目已有原料乳数量（自建牧场或投资参股小区）不低于原有加工能力的75%。液体乳生产企业所用原料乳全部使用奶源基地的生鲜牛（羊）乳，配方粉生产企业所用原料50%以上为奶源基地所生产的生鲜牛（羊）乳。鼓励乳制品加工企业创建、参股建设规模化奶牛场、奶牛养殖小区。支持奶户联合，发展多种形式的规模化奶牛场和奶牛合作社。

乳品加工企业受资金、风险等因素约束，不太可能独资进行奶源建设。开展奶源建设，不仅需要较大规模的资金和较强的风险承受能力，还需要有较好的政府关系资源，使得乳品加工企业很难以独资的方式进行奶源建设。参股或者控股、与当地企业联合进行奶源建设投资，可以适当降低资金投入和养殖风险，提高奶源建设进度和安全性。

集相关专业服务为一体、将奶站纳入可控环节，是公司运营模式的一大特色，在可预见的时间内，应是国内原奶生产的主要模式之一。目前国内奶牛养殖环节规模化程度低，在未来较长一段时间也难有较快的提高，如何整合分散奶源、提高生鲜乳质量成为奶源建设的关键。公司的运营模式能够较好地化解奶源分散与奶源质量之间的矛盾。目前除了与伊利集团共同投资设立绿洲牧业外，明旺乳业、西安银桥乳业集团、麦趣尔乳业都在与公司洽谈，准备与公司合资建设奶牛养殖基地，满足企业原料奶的需求。

三、主要风险：动物疫病、自然灾害和价格波动

1、动物疫病爆发风险

近年来，动物疫病如口蹄疫、禽流感等在国内养殖业中时有爆发，在一定程度上影响了畜牧业的发展。如果爆发大规模的动物疫病，将会对公司及养殖户的奶牛养殖产生影响，从而影响公司自产及外购生鲜乳等业务。

2、自然灾害风险

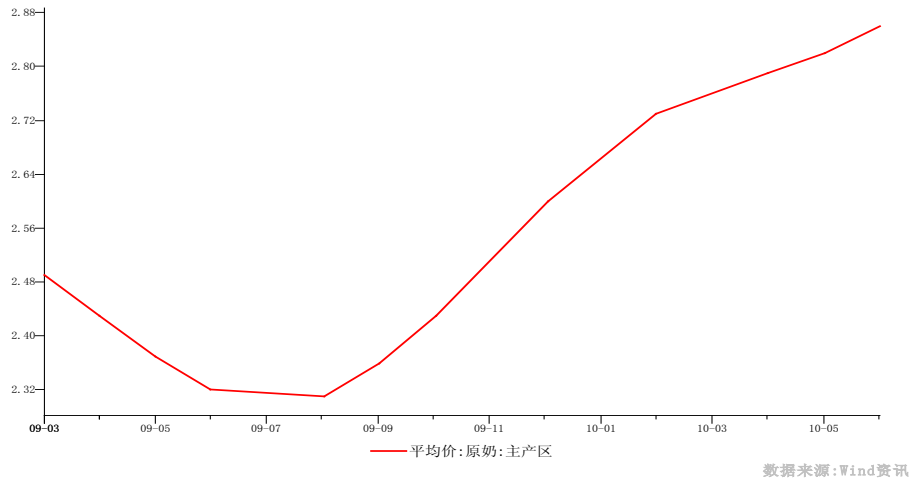
公司所处的畜牧业属于大农业范畴，牲畜的生长繁育对自然条件有较大的依赖性，同时天气

等自然条件的变化也会对牲畜饲养所需的牧草、秸秆及青贮饲料的原料植物生长产生影响，从而影响公司经营成果。

3、价格波动风险

生鲜乳具有鲜活易腐特点，容易出现价格波动。长期来看，伴随着生鲜乳质量水平的提高、人工费用增长，其价格向上的可能性较大，但也不排除短期回调，进而引发公司业绩波动。

图 10：全国主产区原奶平均价格



数据来源：WIND，民族证券

四、募投项目与盈利预测

1、三大募投项目

表 5：公司募投项目

项目名称	总投资	建设期	内含收益率
6000 头高产奶牛标准化养殖建设项目	9073.24 万元	2 年	17.46%
生鲜乳综合服务体系升级改造项目	4115.00 万元	1 年	14.86%
牛羊良种繁育技术工程研究项目	2170.30 万元	1 年	15.40%

资料来源：招股说明书，民族证券

2、盈利预测

预计 2010 年、2011 年和 2012 年 EPS 分别为 0.4162 元、0.5841 元和 0.7150 元，发行价为 11.90 元，动态市盈率分别为 28.59 倍、20.37 倍、16.64 倍，估值偏低，建议参与申购。

表 6：同类上市公司 2010 年估值对比

证券代码	证券简称	预测每股收益中值 2010	收盘价 (20100805)	2010 年 PE
002234.SZ	民和股份	0.35	14.45	41.07
002299.SZ	圣农发展	0.66	30.26	45.53
002069.SZ	獐子岛	0.69	33.99	49.62
002086.SZ	东方海洋	0.30	12.90	42.97
002447.SZ	壹桥苗业	0.82	57.57	69.86

资料来源：招股说明书，民族证券

表 7：利润表简表

单位：百万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	235.63	267.23	413.17	527.53	662.14
主营业务成本	203.32	227.18	348.36	437.20	547.12
主营业务税金及附加	0.01	0.01	0.01	0.01	0.02
主营业务利润	22.24	26.60	43.04	61.93	76.58
营业费用	2.44	2.93	4.41	5.70	7.11
管理费用	7.75	7.42	14.60	19.28	27.10
财务费用	0.52	3.02	2.30	2.83	3.48
EPS (元)	0.2703	0.3499	0.4162	0.5841	0.7150

资料来源：招股说明书，民族证券

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	151.16	403.88	485.81	602.54
现金	19.44	198.69	238.22	293.47
应收账款	26.04	32.43	46.40	55.10
其它应收款	5.68	30.35	22.47	30.31
预付账款	31.55	26.05	32.70	40.92
存货	68.44	116.35	146.02	182.74
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产	154.61	229.77	211.27	192.10
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定及无形资产	154.06	229.22	210.72	191.55
商誉	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.55	0.55	0.55	0.55
资产总计	305.76	633.65	697.08	794.63
流动负债	93.72	72.75	86.36	105.63
短期借款	54.00	40.09	50.32	62.97
应付账款	17.95	27.52	34.53	43.22
其他	21.77	5.14	1.51	-0.55
非流动负债	86.00	46.00	46.00	46.00
长期借款	40.00	0.00	0.00	0.00
其他	46.00	46.00	46.00	46.00
负债合计	179.72	118.75	132.36	151.63
少数股东权益	9.63	9.63	9.63	9.63
归属母公司股东权益	160.87	566.56	634.90	718.56
负债和股东权益	350.21	694.94	776.89	879.81

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	-46.82	-29.54	32.16	32.28
净利润	30.27	48.69	68.34	83.66
折旧摊销	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	3.02	2.30	2.83	3.48
投资损失	-0.22	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-80.19	-80.99	-39.60	-55.59
其它	0.29	0.45	0.58	0.73
投资活动现金流	-29.67	-92.00	-0.02	13.80
资本支出	-29.89	-92.00	-0.02	13.80
其他	0.22	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	83.82	300.79	7.39	9.17
借款	78.51	-53.91	10.22	12.65
普通股增加	8.34	357.00	0.00	0.00
其他	-3.02	-2.30	-2.83	-3.48
现金净增加额	7.33	179.25	39.53	55.25

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	267.23	413.17	527.53	662.14
营业成本	227.18	348.36	437.20	547.12
营业税金及附加	0.01	0.01	0.01	0.02
营业费用	2.93	4.41	5.70	7.11
管理费用	7.42	14.60	19.28	27.10
财务费用	3.02	2.30	2.83	3.48
资产减值损失	0.29	0.45	0.58	0.73
公允价值变动收	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.22	0.00	0.00	0.00
营业利润	26.60	43.04	61.93	76.58
营业外收支	3.67	5.68	6.46	7.11
利润总额	30.27	48.72	68.39	83.69
所得税	0.00	0.02	0.04	0.03
净利润	30.27	48.69	68.34	83.66
少数股东损益	-0.17	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利	30.44	48.69	68.34	83.66
EBITDA	29.40	45.34	64.76	80.06
EPS (元)	0.3499	0.4162	0.5841	0.7150

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	13.41%	54.61%	27.68%	25.52%
营业利润	18.64%	63.13%	43.90%	23.65%
归属母公司净利润	29.46%	59.95%	40.36%	22.40%
获利能力				
毛利率	14.99%	15.69%	17.12%	17.37%
净利率	11.33%	11.78%	12.96%	12.63%
ROE	17.75%	8.45%	10.60%	11.49%
ROIC	9.66%	7.30%	9.17%	9.94%
偿债能力				
资产负债率	51.32%	17.09%	17.04%	17.23%
净负债比率	105.41%	20.61%	20.54%	20.82%
流动比率	1.61	5.55	5.63	5.70
速动比率	0.88	3.95	3.93	3.97
营运能力				
总资产周转率	76.31%	59.45%	67.90%	75.26%
应收帐款周转率	10.26	12.74	11.37	12.02
应付帐款周转率	12.66	12.66	12.66	12.66
每股指标(元)				
每股收益	0.35	0.42	0.58	0.72
每股经营现金	-0.54	-0.25	0.27	0.28
每股净资产	1.96	4.92	5.51	6.22
估值比率				
P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA				

资料来源：公司报表、民族证券

分析师简介

1994年毕业于山东大学生物化学专业，获理学学士学位；之后进入中国农业大学食品学院农产品加工与工业专业，1997年获得工学硕士学位。2008年毕业于中国农业大学经管学院管理科学与工程专业，获得管理学博士学位。曾经在北京市食品工业办公室工作，作为主要参加人开展过多项涉农产业链发展战略研究工作，对食品饮料行业有着较为深刻的理解。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、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受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	定义
行业投资评级	推荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓名	电话	手机	邮箱
袁泉	010-59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵玲	010-59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾荣	010-59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010-59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚丽	010-59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn