

强烈推荐-A (维持)

金河生物 002688.SZ

目标估值: 16.1-18.4 元

当前股价: 10.20 元

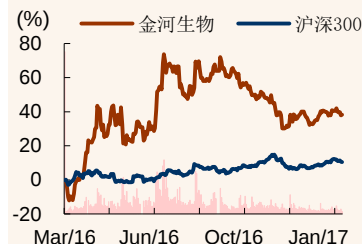
2017 年 03 月 05 日

基础数据

上证综指	3218
总股本(万股)	63529
已上市流通股(万股)	52862
总市值(亿元)	65
流通市值(亿元)	54
每股净资产(MRQ)	2.5
ROE(TTM)	10.2
资产负债率	32.1%
主要股东	内蒙古金河建筑安装
主要股东持股比例	38.05%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	1	-12	36
相对表现	-1	-16	24



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《金河生物(002688.sz) - 二联疫苗获美许可, 玉米深加工沐浴曙光》2017-01-02
- 2、《金河生物(002688.sz) - 市场回暖销量增加, 玉米降价毛利提升》2016-10-29
- 3、《金河生物(002688) - 收购美国普泰克, 渠道+研发完美协同》2016-09-19

周莎

0755-82960734
zhousha@cmschina.com.cn
S1090516020002

研究助理

雷轶

075583218146
leiyi@cmschina.com.cn

金霉素有望提价, 动物疫苗待爆发

作为全球饲用金霉素绝对龙头, 公司充分受益于国内养殖龙头规模快速扩张下的市场扩容, 以及疫苗新产品放量下的巨大业绩弹性。

□ “超长猪周期”发力, 动保龙头市场扩容

在土地、人工、环保各项条件制约下, 我国生猪养殖门槛快速提升; 规模与技术优势不仅表现为成本和效率的巨大差异, 更是生与死、进与退的天壤之别。2016 年, 温氏、牧原、雏鹰农牧、正邦科技等养殖龙头出栏量分别增加 178 (+12%)、120 (+63%)、101 (+77%)、69 (+44%) 万头, 与之形成鲜明对比的是大量中小企业和散养户的主动与被动退出。一面龙头企业野蛮生长, 一面落后产能节节败退, 冰火两重天的境地意味着规模化加速推进。养殖龙头的规模扩张带动上游动保、尤其是优质产品和服务的需求扩容; 当需求弹性大于供给弹性时, 提价在所难免。作为全球饲用金霉素绝对龙头, 金河生物从 2016 年中以来一直处于满产状态; 随着下游需求持续增长, 产能利用率的提升空间有限, 供不应求背景下的提价动力充足。

□ “佑本+普泰克”合力, 疫苗新秀闪亮登场

杭州佑本苦练内功, 生产线改造和团队搭建已基本完成, 2016 年 11 月推出首个新产品——“佑圆宝”凭借先进的纯化和定量检测工艺, 实现了大客户采购的重大突破。2017 年上半年囿于产能限制无法放量, 预计年底二期技改工程完工后将迎来爆发。蓝耳、猪瘟、伪狂犬等后续新产品储备丰富, 内蒙基地建成后将定位于提供牛羊用产品和佐剂、诊断试剂等高端产品和服务。

凭借普泰克的研发+潘菲尔德的渠道, 刚刚获得 FDA 认定的猪用“支原体-圆环”二联苗将于 2017 年迎来爆发。同时普泰克与杭州佑本形成合力, 开发国内特有而急需的疫苗品种, 猪用“支原体-圆环”二联苗和蓝耳病嵌合疫苗两款新产品已在国内同步开启证书申报工作, 预计未来 2-3 年完成新兽药证书和生产文号审批, 国内市场将接力海外成为未来 3-5 年业绩高增长的最大推力。

盈利预测与估值: 基于保守预测, 公司 2016/17/18 年营业收入分别为 14.79/19.72/24.29 亿元, 净利润分别为 1.62/2.95/3.76 亿元, EPS 分别为 0.25/0.46/0.59 元, 给予 2017 年 35-40 倍 PE, 得出 2017 目标价区间为 16.1-18.4 元, 较现价具有 58%-80% 的上涨空间, 维持“强烈推荐-A”投资评级。

风险提示: 玉米价格快速上涨、汇率异常波动、海外收购的协同效应不达预期。

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	840	1250	1479	1972	2429
同比增长	13%	49%	18%	33%	23%
营业利润(百万元)	83	121	215	385	511
同比增长	-22%	45%	77%	80%	33%
净利润(百万元)	77	105	162	295	376
同比增长	-15%	36%	55%	82%	28%
每股收益(元)	0.35	0.48	0.25	0.46	0.59
PE	28.8	21.2	40.0	22.0	17.2
PB	2.3	2.1	5.6	4.6	3.8

资料来源: 公司数据、招商证券注: 2014-2016 的股本为 2.18、2.18、6.35 亿股。

一、“超长猪周期”发力，动保龙头市场扩容

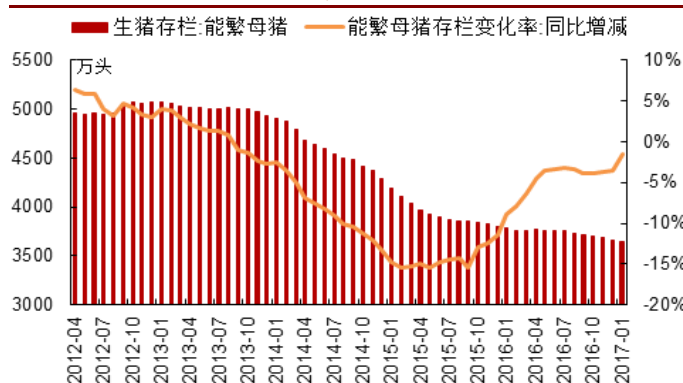
在土地、人工、环保等各项要素条件制约下，我国生猪养殖业的门槛快速提升；规模与技术的优势不仅表现为成本和效率的巨大差异，更是生与死、进与退的天壤之别。2016年，温氏股份、牧原股份、雏鹰农牧、正邦科技等养殖龙头的生猪出栏量分别增加了178(+12%)、120(+63%)、101(+77%)、69(+44%)万头，与之形成鲜明对比的是大量中小企业和散养户的主动与被动退出。一面是龙头企业的野蛮生长，一面是落后产能的节节败退，冰火两重天的境地意味着规模化的加速推进。

养殖龙头的规模扩张带动上游动保、尤其是优质产品和服务的需求扩容；当需求弹性大于供给弹性时，提价在所难免。作为全球饲用金霉素绝对龙头，金河生物从2016年中以来一直处于满产状态；随着下游需求持续增长，产能利用率的提升空间有限，供不应求背景下的提价动力充足。

1、“超长猪周期下”的规模化进程加速

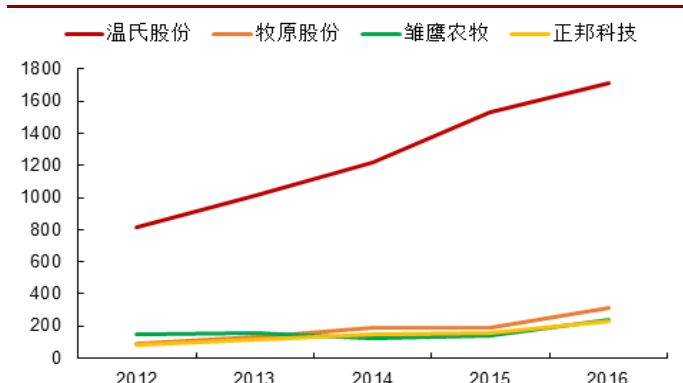
养殖产能加速去化，规模化养殖快速提升。始于2013年8月的猪价上行周期持续时间和上涨高度均超历史记录，我们称之为“超长猪周期”。截止2017年1月，能繁母猪存栏量3651万头，环比下降0.4%，同比下滑1.5%，创下了连续41个月同比下滑的历史记录。而在猪价高企的2016年，龙头企业温氏股份、牧原股份、雏鹰农牧、正邦科技的生猪出栏量分别增加了178(+12%)、120(+63%)、101(+77%)、69(+44%)万头。龙头企业的野蛮生长，伴随着行业产能的不断减少，冰火两重天的境地意味着我国规模化的加速推进。预计到2020年，年出栏500头以上规模养殖场的出栏占比将由目前的45%提高到70%。

图1：能繁母猪存栏量&同比变化（右）



资料来源：wind、招商证券

图2：2012-2016 龙头企业生猪出栏变化图



资料来源：公司公告、招商证券

在规模化进程加速提升的背景下，养殖技术的优势不仅表现为成本和效率的巨大差异，更是生与死、进与退的天壤之别。生猪养殖行业具有典型的规模经济效应，大型养殖企业投入巨额资本进行技术研发和设备采购，在生产效率和成本控制方面优势明显，盈利能力大幅高于行业平均。而散户的养殖成本居高不下的主要原因在于生产效率低下，人均产出显著落后于规模化企业。2014年，散养户和规模企业的生猪养殖完全成本分别为17.56元/kg和15.16元/kg，其中差异主要来源于人工成本。散养户和规模企业的平均人工成本分别为4.75元/kg和1.6元/kg，差距高达3.15元/kg，甚至超过养殖总成本之差。

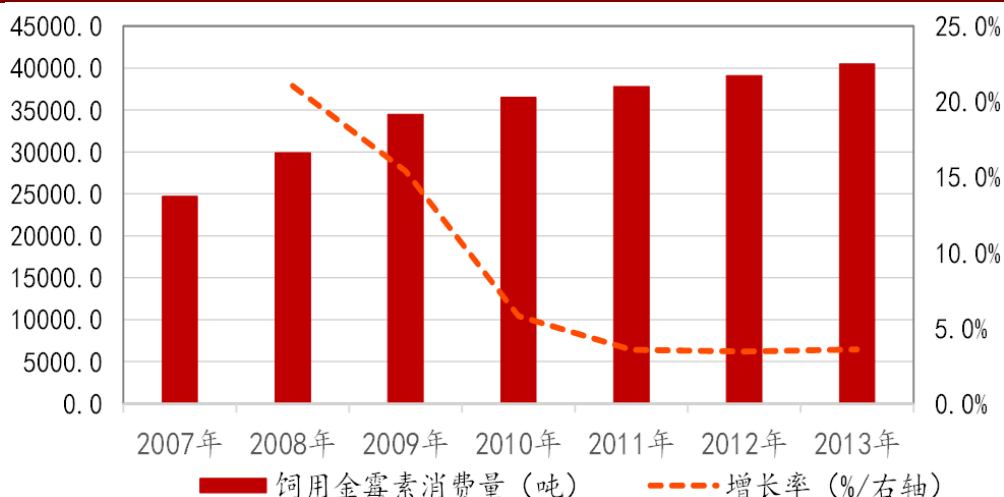
2、受益需求井喷，提价动力充足

养殖龙头的规模扩张带动上游动保、尤其是优质产品和服务的需求扩容；当需求弹性大于供给弹性时，提价在所难免。作为全球饲用金霉素绝对龙头，金河生物从 2016 年中以来一直处于满产状态；随着下游需求持续增长，产能利用率的提升空间有限，供不应求背景下的提价动力充足。

（1）规模化进程加速，金霉素市场扩容

饲用金霉素凭借其安全、高效、低成本的优势在全球范围内被广泛应用，随着禽畜养殖规模的不断扩大和集约化、舍饲化程度的不断提高，国内的金霉素市场需求不断扩大，从 2007 年的 2.47 万吨增长至 2013 年的 4.05 万吨。如下图所示，2008-2009 年国内饲用金霉素消费量增长较快，增长率分别为 21% 和 15%，2010 年以来增长率趋于稳定，在 3.5% 左右。

图 3：国内饲用金霉素需求不断扩大



资料来源：wind，招商证券

1) 下游畜牧业持续发展带来增量市场。金霉素的下游是饲料行业和畜牧业。我国是畜牧业大国，随着城镇化进程的加快，广大农村人口的饮食结构正在发生改变，对于肉蛋奶等动物蛋白的需求量不断增加，这将使我国畜牧业未来继续保持良好的发展势头。国家统计局数据显示，2014 年全年肉类总产量 8707 万吨，比上年增长 2.0%；禽蛋产量 2894 万吨，增长 0.6%；牛奶产量 3725 万吨，增长 5.5%。

2) 规模化、集约化催生防疫更高要求。我国的畜禽养殖集约化程度逐年提高，其中奶牛、蛋鸡的规模化养殖占比都已过半。2014 年，出栏 2000 只以上肉鸡的规模化养殖场出栏占比高达 74.2%；饲养 5 头以上奶牛的规模化养殖场出栏占比达 55.2%。相比较而言，占肉类生产与消费近 65% 的生猪养殖规模化程度相比美国等发达国家仍有巨大的提升空间。

2014 年，我国猪场总数 6713.7 万个，100 头以上的规模养殖场出栏占比为 50%；同期，美国猪场总数仅为 7.1 万个，5000 头以上猪场出栏占比高达 60%。伴随着养殖集约化程度的提高和养殖规模的扩大，发生各种疫病的概率和风险迅速上升，疫病所带来的损失更是成几何倍数增加，对于我国的动物防疫水平提出更高要求，也为金霉素等药物饲料添加剂提供了广阔的市场空间。

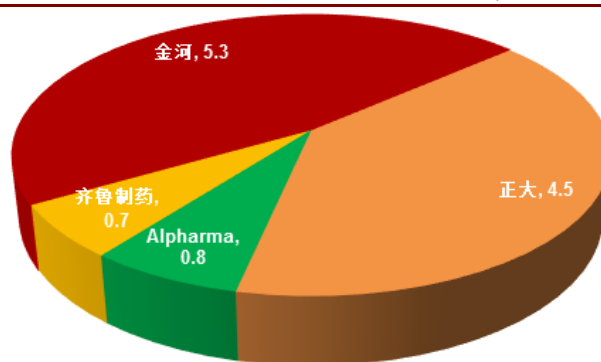
3) 监管趋严利于龙头企业发展。随着兽药违法使用及兽药残留事件的不断曝光，我国的公共卫生体系面临前所未有的挑战，畜牧业及疾病预防控制受到各级政府的广泛重视。作为全球规模最大的饲用药物添加剂龙头企业，金河生物的规模优势凸显，有利于迅速切入兽药新市场。

随着人们生活水平的提高，对食品安全的要求越来越高，国家对于药物饲料添加剂研发和生产的监管也日益严格，研发能力强、管理水平高的龙头企业竞争优势将越来越明显。在下游饲料和养殖业集约化程度提升以及政府监管趋严的背景下，公司不仅能够充分享受国内畜牧业持续发展所带来的增量市场，同时将显著受益于下游行业集中度提升带来的存量空间。

(2) 绝对龙头，提价动力充足

全球的金霉素供给非常集中，目前金河和正大两家合计占有超过 90% 的市场份额，双寡头格局十分稳固。公司 2011 年产能为 5.3 万吨/年，从 2016 年中以来一直处于满产状态；随着下游需求持续增长，产能利用率的提升空间有限，供不应求背景下的提价动力充足。

图 4：金河、正大双寡头格局（2011 年数据，产能单位：万吨）



资料来源：金河生物招股说明书，招商证券

表 1：金河生物饲用金霉素优势显著

优势项目	内容
1. 规模优势	全球规模最大的饲用金霉素生产企业，饲用金霉素综合产能达到 53,000 吨/年，占全球产能的 50% 左右，规模优势明显，收购美国潘菲尔德公司后，在饲用金霉素领域具有绝对的话语权。
2. 技术优势	生产工艺和装备先进，自动化程度高，具有自主研发的高产菌种，生产周期短，制造成本竞争力突出。饲用金霉素的发酵周期平均为 85-90 小时，发酵单位为 23,000 $\mu\text{g/ml}$ 以上。
3. 产品质量优势	相关产品已通过了农业部兽药 GMP 认证，多次通过美国 FDA 审验、欧洲 EDQM 认证并通过多家国外知名客户的质量审计。
4. 营销网络优势	建立起独立完善的国内外销售网络，在国内外市场拥有一批可靠、稳定的品牌认知客户群。国内营销中心下设十三个销售区域，形成了覆盖全国的营销网络。
5. 品牌优势	业内有较高的知名度、美誉度，“金河”商标被国家工商行政管理总局认定为驰名商标，农业部颁布的饲用金霉素使用标准由公司编制。
6. 区域优势	毗邻准格尔煤田和亚洲最大火力发电厂之一大唐国际托克托电厂，所在地和周边旗县的主要农作物玉米是生产金霉素的主要原材料，华北地区干燥凉爽的气候适宜生物发酵的规模化生产。

资料来源：金河生物招股说明书，招商证券

二、“佑本+普泰克”合力，疫苗新秀闪亮登场

杭州佑本苦练内功，生产线改造和团队搭建已基本完成，2016 年 11 月正式上市的首个

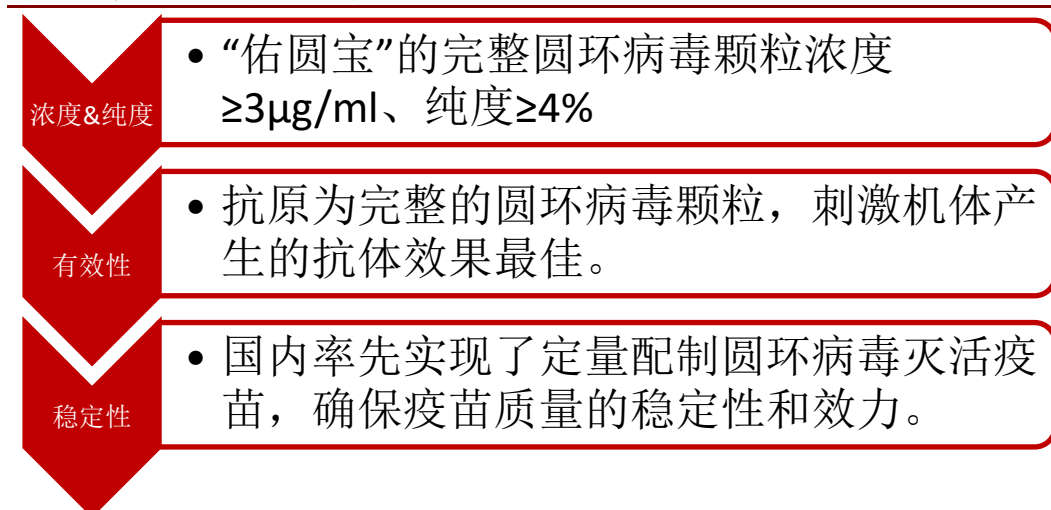
新产品——“佑圆宝”凭借其先进的纯化和定量检测工艺，实现了大客户采购的重大突破。2017 年上半年囿于产能瓶颈而无法放量，预计 2017 年底二期技改工程完工后有望迎来爆发。蓝耳、猪瘟、伪狂犬、细小等后续新产品储备丰富，内蒙基地建成后将定位于提供牛羊用产品和佐剂、诊断试剂等高端产品和服务。

凭借普泰克的研究+潘菲尔德的渠道，刚刚获得美国农业部认定的猪用“支原体-圆环”二联苗新产品将于 2017 年迎来爆发。同时，普泰克将与杭州佑本形成合力，开发中国市场特有而急需的疫苗品种，猪用“支原体-圆环”二联苗和猪蓝耳病嵌合疫苗等两款新产品已在国内同步开启证书申报工作，预计未来 2-3 年内完成新兽药证书和生产文号审批，国内市场将接力海外成为未来 3-5 年业绩高速增长的最大推动力。

1、新品“佑圆宝”推出，市场表现良好

杭州佑本苦练内功，生产线改造和团队搭建已基本完成，2016 年 11 月正式上市的首个新产品——“佑圆宝”凭借其先进的纯化和定量检测工艺，实现了大客户采购的重大突破。“佑圆宝”聚焦 1000 头母猪以上规模猪场，产品完整圆环病毒颗粒浓度 $\geq 3\mu\text{g/ml}$ 、纯度 $\geq 4\%$ ，均位于国内前列，上市之后表现良好。2016 年公司前三季度预收账款同比增加 1614 万元，主要源于预收的疫苗款，按照 16.8 元/头份价格计算，公司疫苗销售量达到 96 万份。

图 5：新产品“佑圆宝”优势



资料来源：公开资料、招商证券

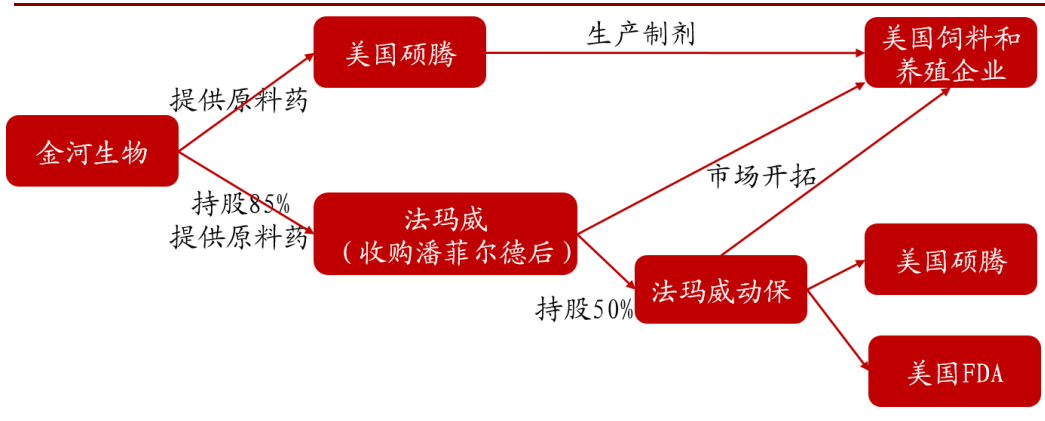
2017 年上半年囿于产能瓶颈而无法放量，预计 2017 年底二期技改工程完工后有望迎来爆发。蓝耳、猪瘟、伪狂犬、细小等后续新产品储备丰富，内蒙基地建成后将定位于提供牛羊用产品和佐剂、诊断试剂等高端产品和服务。

2、收购美国普泰克，渠道+研发完美协同

2016 年 9 月 18 日，公司发布公告收购美国用生物制品公司普泰克。凭借普泰克的研究+潘菲尔德的渠道，刚刚获得美国农业部认定的猪用“支原体-圆环”二联苗新产品将于 2017 年迎来爆发。同时，普泰克将与杭州佑本形成合力，开发中国市场特有而急需的疫苗品种，猪用“支原体-圆环”二联苗和猪蓝耳病嵌合疫苗等两款新产品已在国内同步开启证书申报工作，预计未来 2-3 年内完成新兽药证书和生产文号审批，国内市场将

接力海外成为未来 3-5 年业绩高增长的最大推动力。

图 6：金河生物海外业务架构



资料来源：公司公告，招商证券

表 2：金河生物现有及储备疫苗产品

疫苗种类	国内市场空间估算	产品描述
猪圆环	23 亿	抗原含量居国内第一，优于梅里亚，接近勃林格，未来实现进口替代为大概率事件。
布病	5 亿	金河生物正与中国农大合作研发布病疫苗。
伪狂犬	3 亿	通过对杭州佑本现有伪狂犬疫苗产品的改造升级，后续有望推出能够媲美博林格的高端品种。
支原体-猪圆环	30 亿	猪支原体-猪圆环病毒 II 型二联疫苗正在美国申报，未来将在中国申报。
猪蓝耳	13 亿	猪蓝耳病嵌合疫苗正在中美两地同时申报。

资料来源：公司数据、招商证券

三、盈利预测与估值

基于保守预测，公司 2016/17/18 年营业收入分别为 14.79/19.72/24.29 亿元，净利润分别为 1.62/2.95/3.76 亿元，EPS 分别为 0.25/0.46/0.59 元，给予 2017 年 35-40 倍 PE，得出 2017 目标价区间为 16.1-18.4 元，较现价具有 58%-80% 的上涨空间，维持“强烈推荐-A”投资评级。

表 3：各季度业绩回顾

(百万元)	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3
营业收入	267	296	403	348	349	350
营业毛利	29	21	42	61	54	40
营业费用	20	20	16	16	25	20
管理费用	25	48	48	31	43	65
财务费用	9	3	2	9	-4	4
投资收益	0	0	0	0	0	-4
营业利润	29	21	42	61	54	36
归属母公司净利润	27	18	36	51	44	29
EPS (元)	0.13	0.08	0.17	0.08	0.07	0.05
主要比率	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3
毛利率	31.8%	32.3%	27.1%	34.1%	35.1%	37.4%
营业费用率	7.5%	6.9%	4.1%	4.6%	7.0%	5.8%
管理费用率	9.4%	16.1%	11.8%	8.8%	12.4%	18.6%
营业利润率	11.0%	7.1%	10.4%	17.5%	15.5%	10.3%
有效税率	14.6%	7.9%	7.6%	11.3%	20.9%	19.9%
净利率	10.2%	6.0%	8.9%	14.5%	12.5%	8.3%
YoY	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3
收入	38.3%	61.6%	36.2%	22.6%	30.4%	18.4%
归属母公司净利润	-2.4%	37.7%	138.3%	114.2%	59.8%	64.9%

资料来源：公司数据、招商证券

表 4：销售收入结构预测

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
收入合计	1250	1479	1972	2429
兽用药物添加剂	1027	1020	1218	1315
淀粉及其副产品	108	250	300	360
兽药制剂	97	125	150	300
动物疫苗	0	0	180	300
污水处理	13	80	120	150
塑料制品	4	4	4	4
收入增长率	1.5%	18%	21%	19%
兽用药物添加剂	1.5%	-0.7%	19.4%	7.9%
淀粉及其副产品	0.8%	131.2%	20.0%	20.0%
兽药制剂	0.4%	28.6%	20.0%	100.0%
动物疫苗	N.A	N.A	N.A	66.7%
污水处理	0.3%	525.9%	50.0%	25.0%
塑料制品	2.7%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	28.9%	35.5%	38.4%	37.8%
兽用药物添加剂	30.8%	39.1%	38.0%	38.0%
淀粉及其副产品	-1.2%	4.8%	17.7%	-1.5%
兽药制剂	39.8%	50.0%	48.7%	50.8%

动物疫苗	N.A	N.A	60.0%	65.0%
污水处理	44.3%	63.9%	50.0%	50.0%
塑料制品	30.5%	20.0%	20.0%	20.0%

资料来源：公司数据、招商证券

表 5：盈利预测简表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	840	1250	1479	1972	2429
营业成本	580	889	954	1215	1512
营业税金及附加	4	6	7	9	11
营业费用	55	69	81	108	129
管理费用	114	146	196	247	267
财务费用	1	18	26	10	(0)
资产减值损失	4	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	1	0
投资收益	1	0	0	0	0
营业利润	83	121	215	385	511
营业外收入	11	8	5	25	11
营业外支出	0	0	0	1	0
利润总额	94	129	219	409	522
所得税	14	13	22	41	52
净利润	80	116	197	369	470
少数股东损益	3	11	36	74	94
归属于母公司净利润	77	105	162	295	376
EPS (元)	0.35	0.48	0.25	0.46	0.59

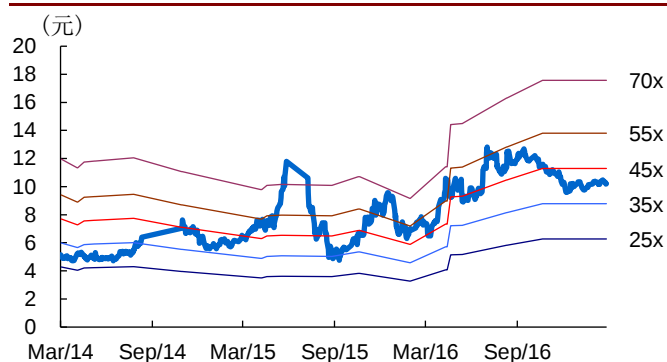
资料来源：公司数据、招商证券

表 6：估值对比表

公司	股价	EPS			盈利增长率			PE			PB	ROE	市值
		14	15	16E	14	15	16E	14	15	16E			
金河生物	10.2	0.35	0.48	0.25	-15%	36%	104%	29	21	40	4.65	9.62%	65
中牧股份	21	0.68	0.64	0.72	23%	-5%	13%	31	33	29	2.48	8.30%	90
天康生物	9.22	0.48	0.26	0.39	22%	18%	53%	19	36	24	3.57	12.24%	89
天邦股份	11.94	0.16	0.38	0.86	-72%	240%	399%	75	31	14	5.48	27.06%	76
生物股份	34.75	1.41	0.84	1.07	61%	19%	31%	25	41	32	7.25	23.98%	213
平均					4%	62%	120%	36	33	28	4.69	16.24%	

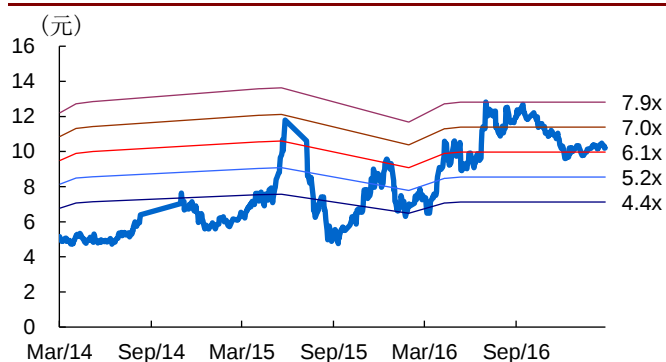
资料来源：公司数据、招商证券注：中牧股份、生物股份 EPS 为 wind 一致预测。

图 7：金河生物历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 8：金河生物历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

风险提示

玉米价格快速上涨、汇率异常波动、海外收购的协同效应不达预期。

参考报告：

- 1、《金河生物（002688.sz）-二联疫苗获美许可，玉米深加工沐浴曙光》2017-01-01，12月29日，公司公告普泰克公司向美国农业部申报的猪支原体-猪圆环病毒II型二联疫苗获得美国农业部颁发的兽用生物制品许可证。
- 2、《金河生物-市场回暖销量增加，玉米降价毛利提升》2016-10-28，10月25日，公司发布三季报，前三季度实现营收10.5亿元，同增23.59%；归母净利润1.23亿元，同增79.83%；单三季度实现归母净利润0.3亿元，同增64.88%。公司预计2016年归母净利润为1.47-1.88亿元，同增40%-80%。<http://t.cn/RVnxJr9>
- 3、《金河生物-收购美国普泰克，渠道+研发完美协同》2016-09-19，9月18日，公司发布收购公告。本次收购将海外业务版图拓展到动物疫苗领域，凭借普泰克雄厚的研发实力及丰富的产品储备将渠道的价值发挥到极致。我们上调公司16/17/18年净利润至2.14/3.15/4.24亿元，维持“强烈推荐-A”投资评级。<http://t.cn/RcNR19Q>
- 4、《金河生物-靓丽中报，成长无忧》2016-8-16，8月16日公司发布中报，实现营收6.97亿，同增26.36%；归母净利0.94亿，同增85.04%。单二季度实现收入6.97亿，同增161%；净利0.94亿，同增248%。<http://t.cn/RtQzheQ>

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	765	802	738	924	1370
现金	229	225	127	132	389
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	9	14	17	23	28
应收款项	149	168	178	237	292
其它应收款	23	17	20	27	33
存货	301	310	325	413	515
其他	54	67	72	92	114
非流动资产	754	1083	1003	931	866
长期股权投资	0	225	225	225	225
固定资产	479	526	474	427	384
无形资产	214	277	249	224	202
其他	60	55	55	55	55
资产总计	1519	1885	1741	1855	2236
流动负债	226	812	514	308	308
短期借款	50	489	309	55	0
应付账款	108	113	121	154	192
预收账款	1	5	5	7	9
其他	67	206	79	92	107
长期负债	336	19	19	19	19
长期借款	318	0	0	0	0
其他	18	19	19	19	19
负债合计	563	831	533	327	326
股本	218	218	635	635	635
资本公积金	498	499	82	82	82
留存收益	235	318	436	682	970
少数股东权益	6	19	55	129	223
归属于母公司所有者权益	951	1035	1153	1400	1687
负债及权益合计	1519	1885	1741	1855	2236

现金流量表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	(58)	215	280	317	399
净利润	77	105	162	295	376
折旧摊销	42	54	82	74	66
财务费用	3	19	26	10	(0)
投资收益	(1)	(0)	(0)	(1)	0
营运资金变动	(181)	26	(25)	(142)	(144)
其它	2	11	35	82	102
投资活动现金流	(347)	(371)	0	0	0
资本支出	(349)	(142)	0	0	0
其他投资	1	(229)	0	0	0
筹资活动现金流	279	196	(379)	(311)	(143)
借款变动	196	234	(310)	(254)	(55)
普通股增加	109	0	417	0	0
资本公积增加	(0)	2	(417)	0	0
股利分配	(27)	(22)	(44)	(49)	(88)
其他	2	(17)	(26)	(9)	0
现金净增加额	(127)	40	(99)	6	256

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	840	1250	1479	1972	2429
营业成本	580	889	954	1215	1512
营业税金及附加	4	6	7	9	11
营业费用	55	69	81	108	129
管理费用	114	146	196	247	267
财务费用	1	18	26	10	(0)
资产减值损失	4	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	1	0
投资收益	1	0	0	0	0
营业利润	83	121	215	385	511
营业外收入	11	8	5	25	11
营业外支出	0	0	0	1	0
利润总额	94	129	219	409	522
所得税	14	13	22	41	52
净利润	80	116	197	369	470
少数股东损益	3	11	36	74	94
归属于母公司净利润	77	105	162	295	376
EPS (元)	0.35	0.48	0.25	0.46	0.59

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
年成长率					
营业收入	13%	49%	18%	33%	23%
营业利润	-22%	45%	77%	80%	33%
净利润	-15%	36%	55%	82%	28%
获利能力					
毛利率	30.9%	28.9%	35.5%	38.4%	37.8%
净利率	9.2%	8.4%	10.9%	15.0%	15.5%
ROE	8.1%	10.1%	14.0%	21.1%	22.3%
ROIC	5.2%	7.5%	14.3%	22.5%	24.1%
偿债能力					
资产负债率	37.0%	44.1%	30.6%	17.6%	14.6%
净负债比率	27.5%	32.8%	17.7%	3.0%	0.0%
流动比率	3.4	1.0	1.4	3.0	4.5
速动比率	2.1	0.6	0.8	1.7	2.8
营运能力					
资产周转率	0.6	0.7	0.8	1.1	1.1
存货周转率	2.7	2.9	3.0	3.3	3.3
应收帐款周转率	6.4	7.9	8.6	9.5	9.2
应付帐款周转率	7.2	8.0	8.2	8.8	8.7
每股资料 (元)					
每股收益	0.35	0.48	0.25	0.46	0.59
每股经营现金	-0.27	0.99	0.44	0.50	0.63
每股净资产	4.36	4.75	1.82	2.20	2.66
每股股利	0.10	0.20	0.08	0.14	0.18
估值比率					
PE	28.8	21.2	40.0	22.0	17.2
PB	2.3	2.1	5.6	4.6	3.8
EV/EBITDA	69.9	46.1	27.2	18.7	15.2

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券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。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

周莎：FRM，南开大学应用数学系硕士，四年消费行业研究经历，曾先后任职于红塔红土基金、国海证券，2016 年 1 月加盟招商证券研发中心，担任农林牧渔分析师。

雷轶：中山大学金融硕士，中山大学地理信息系统学士，2016 年加盟招商证券研发中心，从事农林牧渔研究工作。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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在任何情况下本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。