

**强烈推荐-A (维持)**

**牧原股份 002714.SZ**

目标估值: 42.51-49.05 元

当前股价: 26.46 元

2017年04月26日

**基础数据**

上证综指	3135
总股本(万股)	115846
已上市流通股(万股)	60209
总市值(亿元)	307
流通市值(亿元)	159
每股净资产(MRQ)	4.9
ROE(TTM)	41.0
资产负债率	56.2%
主要股东	秦英林
主要股东持股比例	42.48%

**股价表现**

%	1m	6m	12m
绝对表现	-6	5	-2
相对表现	-4	3	-11



资料来源: 贝格数据、招商证券

**相关报告**

- 1、《牧原股份(002714.sz)-定增获通过, 坚定中前行》2017-04-12
- 2、《牧原股份(002714.sz)-最高预期, 有迹可循》2017-04-11
- 3、《牧原股份(002714)-预期不断兑现, 坚定看好牧原》2017-03-31
- 4、《牧原股份(002714)-养猪如工匠, 至专方至精》2017-03-21

**周莎**

0755-82960734  
 zhousha@cmschina.com.cn  
 S1090516020002

**研究助理**

**雷轶**  
 075583218146  
 lei yi@cmschina.com.cn

**全市场最高预期, 没有之一!**

靓丽的年报和一季报, 生产性生物资产、固定资产、在建工程暴增, 超长猪周期下的滚雪球增长刚刚开始。我们上调全年出栏量预期至 680 万头, 上调盈利预测至 37.9 亿元, 上调目标价至 42.5-49 元, 具有 60%-85% 空间, “强烈推荐-A” 评级。

- **大行业小公司, 持续暴利:** 生猪养殖单一环节的市场空间为 1.4 万亿, CR10 约 5-6%, 龙头温氏仅 2-3%, 以散户为代表的落后产能占据了一半以上, 以规模化企业为代表的先进产能得以野蛮生长。牧原股份自 09 年以来的平均 ROE 和销售净利率高达 34.9% 和 21.7%, 出栏量持续多年维持 50% 以上高增长, 是农牧业乃至整个 A 股当之无愧的高成长和真龙头。
- **成本为最强护城河:** 牧原将养猪的技术和管理做到了极致, 最终体现为傲视群雄的极低成本。目前牧原全成本 11 元/kg, 温氏 12 元/kg, 其他上市猪企 12.5-13 元/kg, 散养户 15 元/kg, 成本优势突显。参考美国经验, 完成规模化进程需要至少十年的时间, 这意味着龙头企业的超额收益在可预见的未来将长期保持高位。千亿航母温氏股份为牧原的成长描绘出清晰的蓝图, 我们相信且有幸见证下一个千亿市值农牧企业的诞生!
- **超长猪周期护航:** 牧原的全程一体化自繁自养模式需要巨大的固定资产投入, 其扩张速度取决于有多少资本和人才储备。本轮“超长猪周期”使得公司的财务状况大幅改善并带来源源不断的现金流, 猪价长期高位叠加出栏增长带来的利润加速累积、业绩滚雪球式高增长的威力才刚开始显现。我们测算公司 2017-2018 的肥猪产能增量分别为 355.3、83.4 万头(仔猪、种猪另算, 当下能繁母猪存栏 40 万头), 2017-18 年将迎来规模增速最快的黄金发展期。
- **市猪率估值:** 按照 100 万头产能对应市值 50-100 亿计算, 680 万头对应至少 340 亿市值, 安全边际显著。以温氏股份为市猪率标杆, 牧原可估值 435 亿。
- **盈利预测:** 市场对 2017 年出栏量预期在 450-500 万头, 而我们率先给出最高预测 640 万头。基于一季报生产性生物资产、固定资产、在建工程暴增, 我们上调全年出栏量预测至 680 万头。同时, 我们判断猪价将于 4 月筑底、5 月重启涨势, 并于三季度末创出年内高点, 全年均价在 16 元/kg 以上。预计 2017/18/19 年公司出栏量为 680/900/1200 万头, 归母净利 37.9/38.3/48.6 亿元, 给予 2017 年 13-15 倍 PE, 目标价 42.51-49.05 元, 具有 60%-85% 的空间, 维持“强烈推荐-A”评级。

**风险提示:** 进口猪肉大幅增加、突发大规模不可控疫病、环保政策执行不达预期。

**财务数据与估值**

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	3003	5606	11967	14354	19138
同比增长	15%	87%	113%	20%	33%
营业利润(百万元)	505	2228	3700	3744	4775
同比增长	2310%	341%	66%	1%	28%
净利润(百万元)	596	2322	3793	3838	4869
同比增长	643%	290%	63%	1%	27%
每股收益(元)	1.15	2.25	3.27	3.31	4.20
PE	23.0	11.8	8.1	8.0	6.3
PB	3.9	4.8	2.6	2.1	1.7

资料来源: 公司数据、招商证券注: 2015-2017 年股份分别为 5.17、10.34、11.58 亿股。

## 全市场最高出栏量预期正逐步兑现，上调全年出栏量预测至 680 万头，上调全年盈利预测至 37.9 亿元！

之前市场对牧原 2017 年出栏量预期在 450-500 万头左右，而我们预测 640 万头是由上半年 240 万头，下半年 400 万头构成。全年出栏量超出市场预期 30%！

**上半年：**1-3 月公司已经出栏 124.1 万头，一季度往往是年出栏量最低的季度，保守估计上半年为一季度的两倍， $120 \times 2 = 240$  万头。

**下半年：**随着公司 2016 年中以前投建的产能开始使用，我们预计每个月将出栏 70 万头以上，所以下半年出栏利润为  $6 \times 70 = 420$  万头。

靓丽的年报和一季报，生产性生物资产、固定资产、在建工程暴增，超长猪周期下的滚雪球式增长才刚刚开始，我们上调全年出栏量预期至 680 万头，维持 18-19 年出栏量预期 900、1200 万头，上调全年盈利预测至 37.9 亿元。

牧原的全程一体化自繁自养模式需要巨大的固定资产投入，其扩张速度取决于有多少资本和人才储备。本轮“超长猪周期”使得公司的财务状况大幅改善并带来源源不断的现金流，猪价长期高位叠加出栏增长带来的利润加速累积、业绩滚雪球式高增长的威力才刚刚开始显现，2017-18 年将迎来规模增速最快的黄金发展期。

**表 1：牧原 2016 年年报披露的在建工程产能测算**

主要在建工程	项目预算金额	预计新增总产能	2017H1 产能增量	2017 年产能增量	2018 年产能增量
合计	61.07 亿元	562.8 万头	124.1 万头	<b>355.3 万头</b>	83.4 万头

资料来源：公司公告、招商证券 注：2017 年公司理论可以出栏 666 万头肥猪以上，能繁母猪能够支撑 800 万头生猪（含仔猪）出栏。

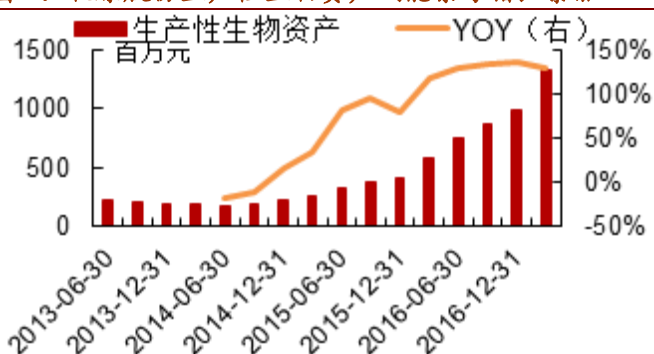
**表 2：牧原上市以来直接融资暴涨**

时间	融资手段	融资金额	发行情况	资金用途
2017 年 4 月	定向增发	30.8 亿元	发行价格 24.67 元	生猪产能扩张项目（共 207.5 万头）；偿还银行贷款及补充流动资金；
2016 年 9 月	可转换债券	10 亿元	初始转股价格 <b>24.84</b> 元，票面年利率 1.5%，期限 3 年。3 年期债券自发行结束之日起满 24 个月的第一个交易日（2018 年 10 月 8 日）和发行人实施增持行为之日起满 6 个月后的第一个交易日中较晚者。	
2016 年 9 月	可转换债券	10 亿元	初始转股价格 <b>24.84</b> 元，票面年利率 1.5%，期限 4 年。4 年期债券自发行结束之日起满 36 个月的第一个交易日（2019 年 9 月 30 日）和发行人实施增持行为之日起满 6 个月后的第一个交易日中较晚者；	
2016 年 9 月	可转换债券	1.5 亿元	初始转股价格 <b>24.84</b> 元，票面年利率 1.5%，期限 2 年。2 年期债券自发行结束之日起满 12 个月的第一个交易日（2017 年 10 月 9 日）和发行人实施增持行为之日起满 6 个月后的第一个交易日中较晚者。	
2015 年 12 月	定向增发	10 亿元	发行价格 30.42 元（复权后 <b>15.03</b> 元）	偿还银行贷款及补充流动资金
2014 年 1 月	新股发行	7.2 亿元	发行价格 24.07 元（复权后 <b>5.83</b> 元）	年出栏 80 万头生猪产业化项目
合计		69.5 亿元		

资料来源：公司公告、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

图 1：牧原股份生产性生物资产（能繁母猪）暴涨



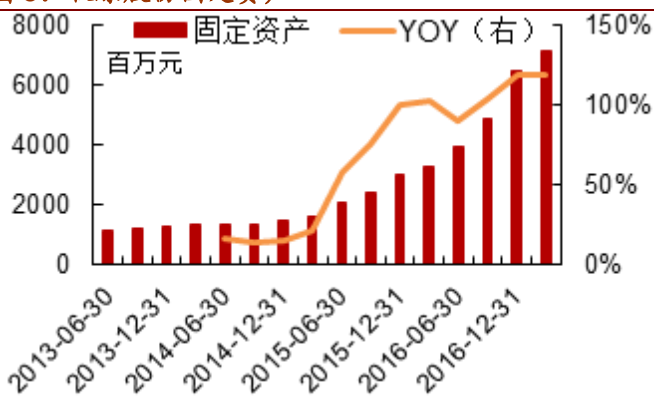
资料来源：Wind、招商证券 目前能繁母猪数量约 40 万头，后备母猪约 10-20 万头，可支撑千亿出栏量。

图 2：牧原股份在建工程（新建猪场）暴涨



资料来源：Wind、招商证券

图 3：牧原股份固定资产



资料来源：Wind、招商证券

## 1、过去报告脉络：全市场最为持续且大力地推荐生猪养殖板块

**本次环保削减产能必定超预期，长江中下游各省养殖业将面临绝不容小觑的环保压力，2017 年全国 20 个省的禁养区需要完成拆迁（3 倍于 2016 年），产业转移成本将移交至猪价，无环保压力的企业养殖利润必定持续超预期，养殖股迎来业绩预期差最大的一年！**

过去的一年里我们系统性地对生猪养殖行业进行了深度的剖析，目前九篇报告各有侧重，从不同角度切入，力求客观和完备，在整个过程中我们持续地对生猪养殖行业进行大力推荐。我们认为中国的生猪养殖正处于快速规模化的黄金时期，不远的未来将孕育 3-5 家千万级出栏龙头的崛起，我们有幸见证一批优秀企业的穿越周期、脱颖而出。我们坚信，生猪养殖行业的强周期性，无法阻挡牧原股份这样的龙头企业持续成长，成长为推动我国畜牧业走向集约化和现代化的中流砥柱。

1、《猪！猪！猪！生猪养殖系列报告之一-**超长猪周期，让暴利飞！**》2016-04-28，我们创新性提出“超长周期”——不同于以往的暴涨暴跌，猪周期呈现出持续温和上涨的“新常态”，并用“成本高、门槛高、学费高”这“三高”来解释其成因。<http://t.cn/Rtcq2LR>

2、《猪！猪！猪！生猪养殖系列报告之二-**规模化浪潮，产业链巨变**》2016-06-02，生猪养殖看似 easy，其实高精尖；育种技术、育肥管理、产业链一体化三大方面都有很多讲究，究竟为何？且看本文分解。<http://t.cn/RtcqhT0>



- 3、《猪！猪！猪！生猪养殖系列报告之三-**养殖模式：八仙过海，各显神通**》2016-07-19，以温氏为代表的“公司+农户”、以牧原为代表的一体化自育自繁自养、独特的“雏鹰模式”、后起之秀正邦科技，八仙过海，究竟孰优孰劣？且听本文分解 <http://t.cn/RtcG1L3>。
- 4、《猪！猪！猪！生猪养殖系列报告之四-**食品安全与美味猪肉**》2016-07-31，民以食为天，食以安为先；骇人听闻的“瘦肉精”和“黄浦江死猪”事件历历在目 <http://t.cn/RtX4ruj>。
- 5、《猪！猪！猪！生猪养殖系列报告之五-**国际比较：规模化加速，龙头高成长**》2016-08-14，通过跨时间和空间的国际比较，我们认为国内生猪养殖正处于规模化加速期，未来三到五年，年出栏过千万头的企业数量将扩容。参考 Smithfield 的市值成长经验，在规模快速扩张期，龙头企业的市值有望保持 25% 以上的年复合增速。 <http://t.cn/RtT7c5h>
- 6、《猪！猪！猪！生猪养殖系列报告之六-**超长猪周期发力，能繁母猪再探底**》2016-09-21，8 月能繁母猪存栏量创历史新低，跌至 3729 万头，连续 36 个月同比负增长，再一次印证我们之前提出“超长猪周期”理论。而政府干预减少，上涨时间将超预期，预计四季度供给收紧，猪价双峰将现。 <http://t.cn/Rcl6a8c>
- 7、《猪！猪！猪！生猪养殖系列报告之七-**生猪养殖的白银时代**》2017-01-10，猪价 16 日连涨站上 18 元/kg，“超长猪周期”过渡期，产能恢复仍缓慢，供求关系持续紧平衡。我们预判，2017 年生猪均价将维持在 16-17 元/kg 的高位，对于低成本规模化养殖企业来说，现在正是长周期的黄金时代，也是中周期的白银时代。 <http://t.cn/RMJ5uiW>
- 8、《猪！猪！猪！生猪养殖系列报告之八-**业绩为王时代，稳定压倒一切**》2017-02-21，生猪养殖白银时代意味着猪价底部抬高，市场所忌惮和渴望的下跌恐不如预期，高预期差下的价值筹码争夺战即将打响。 <http://t.cn/RiuiQqK>
- 9、《猪！猪！猪！生猪养殖系列报告之九-**最严的环保，最好的时代**》2017-03-13，环保禁养政策作为农业供给侧改革的重要手段，给整个养殖业带来了巨大的冲击。“南猪北养”产业迁徙浩浩荡荡，然而罗马非一日建成。对于无法补栏的散养户而言，这是最糟糕的时代；但对于规模化养殖龙头，这无疑是最美好的时代。 <http://t.cn/Riuay2J>

## 2、牧原乃周期成长股，我们在底部率先给出全市场最乐观预期

我们在底部持续地大力推荐牧原股份，尤其在绝对底部时，公司高管大力增持，我们率先给出全市场最高的 2017 年出栏量 640 万头以及 35.8 亿归母净利润，牧原有希望也有能力实现出栏量翻倍，1-3 月的出栏量已显峥嵘，牧原的舞步才刚刚开始。

- 1、《牧原股份（002714.sz）-**定增获通过，坚定中前行**》2017-04-12，4 月 11 日，公司收到证监会《关于核准牧原食品股份有限公司非公开发行股票的批复》，将非公开发行不超过 1.27 亿新股，拟融资 30.7 亿元，发行价 24.67 元/股，仅比现价低 8.6%。 <http://t.cn/RXVBG3p>
- 2、《牧原股份（002714.sz）-**最高预期，有迹可循**》2017-04-11，目前市场对牧原股份 2017 年出栏量预期在 450-500 万头，而我们给出了全市场最高预测 640 万头，其中上半年 240 万头、下半年 400 万头，全年出栏量超出市场预期 30%。 <http://t.cn/RXZogwg>
- 3、《牧原股份（002714.SZ）-**预期不断兑现，坚定看好牧原**》2017-03-31，3 月 31 日，公司发布一季度业绩预告，预计实现归母净利润 6.5-7.0 亿，同增 76.65%-90.24%。盈利增长原因主要是出栏量大幅增加。 <http://t.cn/R6mhmQ9>

4、《牧原股份(002714.sz)深度报告-养猪如工匠，至专方至精》2017-03-21，养猪之“高下优劣”源于快慢粗细之别，至诚必然至钝，至专方能至精。至诚至专如牧原，是工匠精神的完美演绎！我们判断猪价将于4-5月重启涨势，并于三季度末创出年内高点，不排除刷新历史新高的可能。一体化生猪养殖龙头牧原，当下正处于长周期的黄金时代、中周期的白银时代，短周期的黄金买点。<http://sep9.cn/5wyd3s>

5、《牧原股份(002714.sz)-滚雪球式高成长，超长周期大赢家》2017-03-07，2017年3月6日，公司公告1-2月份生猪销售量为80.7万头，同比大增153%。我们上调全年出栏量预测至640万头，上调净利润预测至35.8亿元。<http://t.cn/RiuXrVs>

6、《牧原股份(002714.sz)-董监高大手笔增持，白银时代弹性首选》2017-01-19，1月12日与13日，公司高管连续大手笔增持共107.61万股，成交均价为23.5元，总金额约2529万元，是其2015年薪酬总和的14倍，力度可见一斑。<http://t.cn/Rx11DbU>

### 3、盈利预测与估值

#### (1) 盈利预测

我们上调17年出栏预期，预计2017/18/19年公司出栏量为680/900/1200万头，归母净利上调至37.9/38.3/48.6亿元，给予2017年13-15倍PE，目标价42.51-49.05元，具有60%-85%的空间，维持“强烈推荐-A”评级。

注：2016年公司业绩同比大幅增长289.68%，主要原因是生猪价格长期处于高位、公司出栏量大幅增长以及原材料价格下跌。

表3：各季度业绩回顾

(百万元)	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1
营业收入	1057	912	1372	1616	1706	1968
营业毛利	340	420	753	754	634	796
营业费用	2	2	3	4	5	8
管理费用	35	31	36	38	44	54
财务费用	32	36	37	43	56	66
投资收益	0	2	4	1	1	8
营业利润	271	352	682	669	524	671
归属母公司净利润	317	368	704	690	560	680
EPS(元)	0.31	0.36	0.68	0.67	0.54	0.66
主要比率	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1
毛利率	32.2%	46.1%	54.9%	46.6%	37.2%	40.5%
营业费用率	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%
管理费用率	3.3%	3.4%	2.6%	2.4%	2.6%	2.7%
营业利润率	25.6%	38.6%	49.7%	41.4%	30.7%	34.1%
有效税率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
净利率	30.0%	40.3%	51.3%	42.7%	32.8%	34.6%
YoY	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1
收入	22.8%	82.5%	119.6%	96.7%	61.3%	115.7%
归属母公司净利润	308.9%	1922.0%	951.0%	197.0%	76.7%	84.8%

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	2016	2017E	2018E	2019E
合计收入	5606	11968	14355	19140
生猪养殖	5606	11968	14355	19140
收入增长率	87%	113%	20%	33%
生猪养殖	86.7%	113.5%	19.9%	33.3%
毛利率	44%	33%	27%	27%
生猪养殖	43.7%	33.3%	26.9%	26.9%

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	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3003	5606	11967	14354	19138
营业成本	2264	3044	7988	10321	13991
营业税金及附加	0	6	13	16	21
营业费用	6	14	18	22	29
管理费用	102	150	203	244	325
财务费用	127	172	53	16	5
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	1	8	8	8	8
营业利润	505	2228	3700	3744	4775
营业外收入	92	97	97	97	97
营业外支出	1	3	3	3	3
利润总额	596	2322	3793	3838	4869
所得税	0	0	0	0	0
净利润	596	2322	3793	3838	4869
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	596	2322	3793	3838	4869
EPS (元)	1.15	2.25	3.27	3.31	4.20

资料来源：公司数据、招商证券

## (2) 估值对比

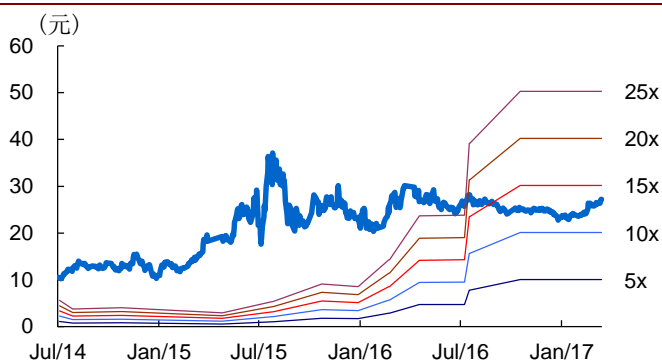
表 6：估值对比表

公司	最新	EPS (元)			盈利增长率 (%)			PE			PB	ROE	市值
		15	16	17E	15	16	17E	15	16	17E			
简称	股价										(MRQ)	(TTM)	(亿)
牧原股份	26.46	0.33	1.15	2.25	-74%	643%	290%	80	23	12	4.25	41.01%	307
正邦科技	5.03	0.52	0.52	0.49	265%	209%	8%	10	10	10	2.31	18.01%	115
温氏股份	31.49	1.71	2.71	2.37	122%	84%	-8%	18	12	13	5.03	38.71%	1,370
天邦股份	9.29	0.51	0.59	0.50	296%	246%	254%	18	16	18	5.50	26.55%	72
雏鹰农牧	5.12	0.22	0.28	0.37	225%	278%	421%	23	18	14	3.06	16.51%	161
平均					227%	204%	169%	17	14	14	3.98	24.94%	

资料来源：公司数据、招商证券

## (3) PE-PB Band

图 4: 牧原股份历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 5: 牧原股份历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

## 风险提示

进口猪肉大幅上升、高致病性不可控疫病、环保政策不达预期

## 参考报告:

- 1、《牧原股份（002714.sz）-定增获通过，坚定中前行》2017-04-12，4月11日，公司收到证监会《关于核准牧原食品股份有限公司非公开发行股票的批复》，将非公开发行不超过1.27亿股新股，拟融资30.7亿元，发行价24.67元/股，仅比现价低8.6%。  
<http://t.cn/RXVVG3p>
- 2、《牧原股份（002714.sz）-最高预期，有迹可循》2017-04-11，目前市场对牧原股份2017年出栏量预期在450-500万头，而我们给出了全市场最高预测640万头，其中上半年240万头、下半年400万头，全年出栏量超出市场预期30%。  
<http://t.cn/RXZogwg>
- 3、《牧原股份（002714.SZ）-预期不断兑现，坚定看好牧原》2017-03-31，3月31日，公司发布一季度业绩预告，预计实现归母净利润6.5-7.0亿，同增76.65%-90.24%。盈利增长原因主要是出栏量大幅增加。  
<http://t.cn/R6mhmQ9>
- 4、《牧原股份（002714.sz）深度报告-养猪如工匠，至专方至精》2017-03-21，养猪之“高下优劣”源于快慢粗细之别，至诚必然至钝，至专方能至精。至诚至专如牧原，是工匠精神的完美演绎！我们判断猪价将于4-5月重启涨势，并于三季度末创出年内高点，不排除刷新历史新高的可能。一体化生猪养殖龙头牧原，当下正处于长周期的黄金时代、中周期的白银时代，短周期的黄金买点。  
<http://sep9.cn/5wyd3s>
- 5、《牧原股份（002714.sz）点评报告-滚雪球式高成长，超长周期大赢家》2017-03-07，2017年3月6日，公司公告1-2月份生猪销售量为80.7万头，同比大增153%。我们上调全年出栏量预测至640万头，上调净利润预测至35.8亿元。  
<http://t.cn/RiuXrVs>
- 6、《牧原股份-董监高大手笔增持，白银时代弹性首选》2017-01-19，1月12日与13日，公司高管连续大手笔增持共107.61万股，成交均价为23.5元，总金额约2529万元，是其2015年薪酬总和的14倍，力度可见一斑。  
<http://t.cn/Rx11DbU>

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	2514	3718	8470	11730	15352
现金	836	984	1570	3138	4129
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	0	0	0	0	0
其它应收款	0	0	1	1	1
存货	1156	2618	6629	8256	10772
其他	521	116	270	335	450
<b>非流动资产</b>	4554	9213	10043	10571	12378
长期股权投资	47	47	47	47	47
固定资产	2976	6500	7800	9116	10432
无形资产	170	233	273	308	340
其他	1361	2433	1923	1099	1558
<b>资产总计</b>	<b>7068</b>	<b>12931</b>	<b>18513</b>	<b>22300</b>	<b>27730</b>
<b>流动负债</b>	2888	5194	4646	5734	7446
短期借款	1773	2500	233	233	233
应付账款	513	1109	2909	3759	5096
预收账款	4	14	36	47	63
其他	598	1571	1467	1695	2054
<b>长期负债</b>	657	2076	2076	2076	2076
长期借款	547	995	995	995	995
其他	110	1081	1081	1081	1081
<b>负债合计</b>	<b>3546</b>	<b>7270</b>	<b>6722</b>	<b>7810</b>	<b>9521</b>
股本	517	1034	1158	1158	1158
资本公积金	1456	939	3865	3865	3865
留存收益	1549	3688	6768	9467	13185
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	3522	5661	11791	14491	18208
<b>负债及权益合计</b>	<b>7068</b>	<b>12931</b>	<b>18513</b>	<b>22300</b>	<b>27730</b>

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	915	0	2011	3277	3984
净利润	596	2322	3793	3838	4869
折旧摊销	227	0	33	35	37
财务费用	125	0	53	16	5
投资收益	(1)	0	(8)	(8)	(8)
营运资金变动	(34)	(2319)	(1860)	(604)	(920)
其它	3	(3)	(0)	0	0
<b>投资活动现金流</b>	(2311)	0	(863)	(563)	(1844)
资本支出	(1799)	0	(863)	(563)	(1844)
其他投资	(512)	0	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	1779	0	(563)	(1146)	(1149)
借款变动	818	(624)	(2854)	0	0
普通股增加	275	517	125	0	0
资本公积增加	718	(517)	2926	0	0
股利分配	(15)	(182)	(714)	(1138)	(1151)
其他	(17)	806	(45)	(8)	3
<b>现金净增加额</b>	<b>384</b>	<b>0</b>	<b>586</b>	<b>1568</b>	<b>991</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>3003</b>	<b>5606</b>	<b>11967</b>	<b>14354</b>	<b>19138</b>
营业成本	2264	3044	7988	10321	13991
营业税金及附加	0	6	13	16	21
营业费用	6	14	18	22	29
管理费用	102	150	203	244	325
财务费用	127	172	53	16	5
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	1	8	8	8	8
<b>营业利润</b>	<b>505</b>	<b>2228</b>	<b>3700</b>	<b>3744</b>	<b>4775</b>
营业外收入	92	97	97	97	97
营业外支出	1	3	3	3	3
<b>利润总额</b>	<b>596</b>	<b>2322</b>	<b>3793</b>	<b>3838</b>	<b>4869</b>
所得税	0	0	0	0	0
<b>净利润</b>	<b>596</b>	<b>2322</b>	<b>3793</b>	<b>3838</b>	<b>4869</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>596</b>	<b>2322</b>	<b>3793</b>	<b>3838</b>	<b>4869</b>
<b>EPS (元)</b>	<b>1.15</b>	<b>2.25</b>	<b>3.27</b>	<b>3.31</b>	<b>4.20</b>

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	15%	87%	113%	20%	33%
营业利润	2310%	341%	66%	1%	28%
净利润	643%	290%	63%	1%	27%
<b>获利能力</b>					
毛利率	24.6%	45.7%	33.3%	28.1%	26.9%
净利率	19.8%	41.4%	31.7%	26.7%	25.4%
ROE	16.9%	41.0%	32.2%	26.5%	26.7%
ROIC	10.5%	24.6%	28.8%	23.9%	24.6%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	50.2%	56.2%	36.3%	35.0%	34.3%
净负债比率	35.8%	31.6%	6.6%	5.5%	4.4%
流动比率	0.9	0.7	1.8	2.0	2.1
速动比率	0.5	0.2	0.4	0.6	0.6
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.4	0.4	0.6	0.6	0.7
存货周转率	2.1	1.6	1.7	1.4	1.5
应收帐款周转率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应付帐款周转率	5.8	3.8	4.0	3.1	3.2
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	1.15	2.25	3.27	3.31	4.20
每股经营现金	1.77	0.00	1.74	2.83	3.44
每股净资产	6.81	5.48	10.18	12.51	15.72
每股股利	0.35	0.69	0.98	0.99	1.26
<b>估值比率</b>					
PE	23.0	11.8	8.1	8.0	6.3
PB	3.9	4.8	2.6	2.1	1.7
EV/EBITDA	105.8	37.8	24.0	23.9	18.9



## 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，担任农林牧渔首席分析师。

**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农林牧渔小组。

## 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。