

# 牧原股份 (002714.SZ)

## 出栏步入高增长期，成本优势抵御周期下行

### 核心观点：

- **概况：国内生猪一体化养殖标杆企业**

公司主营业务为生猪的养殖与销售，采用“自育自繁自养大规模一体化”的经营模式，目前已形成完整生猪产业链，目前公司产能已分布在十二个省区（豫、鄂、苏、皖、冀、鲁、晋、陕、黑、吉、辽、蒙）。2016 年公司实现生猪出栏约 311 万头，同比增长约 64%。

- **2017 年公司进入产能释放期，充分受益于生猪养殖高景气周期**

环保等因素致存栏恢复缓慢，2017 年猪价或缓慢震荡下行，整体盈利水平依然较为丰厚，预计全年头均利润有望达到 300-400 元/公斤。长期来看，国内生猪规模化程度提升空间广阔。截至 2016 年底，年出栏 500 头以上养殖场的出栏占比已提升至约 55%。

- **成本管控行业领先，多期员工持股彰显未来信心**

公司成本控制处于行业领先，单位盈利水平高于行业平均，抵御周期下行能力强于行业竞争对手。产能释放节奏上，公司通过与当地政府扶贫合作等形式逐步实现异地产能扩张，仅 2017 年初至今设立养殖子公司数量已超过 20 家，预计 2017-18 年公司生猪出栏量分别为 700、1000 万头。公司拟推出第三期员工持股计划，彰显未来发展信心。

- **投资建议：出栏增速持续领先行业，继续建议关注**

行业逐步进入调整期，公司成本控制优势将更加凸显，未来发展路径清晰，预计公司 2017-18 年 EPS 分别为 2.16 元、2.23 元，分别对应 PE 约 13 倍、12 倍，维持“买入”评级。

- **风险提示**

猪价波动风险、疫病风险、食品安全等

### 盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3,003.47	5,605.91	11,550.00	15,488.00	19,734.00
增长率(%)	15.31%	86.65%	106.03%	34.10%	27.41%
EBITDA(百万元)	858.35	2,859.23	3,286.66	3,450.21	3,707.35
净利润(百万元)	595.85	2,321.90	2,500.27	2,578.18	2,703.09
增长率(%)	642.97%	289.68%	7.68%	3.12%	4.84%
EPS(元/股)	1.153	2.246	2.158	2.226	2.333
市盈率(P/E)	40.83	10.36	12.84	12.46	11.88
市净率(P/B)	6.91	4.25	4.06	3.12	2.51
EV/EBITDA	30.32	9.85	10.09	9.33	8.47

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

### 公司评级

买入

当前价格

27.72 元

前次评级

买入

报告日期

2017-07-05

### 相对市场表现



分析师： 惠毓伦 S0260511010003

☎ 010-59136726

✉ hyl6@gf.com.cn

### 相关研究：

牧原股份(002714.SZ)：拟 2017-07-01  
推出第三期员工持股计划，彰  
显发展信心

牧原股份(002714.SZ)：拟 2017-05-11  
发行优先股，积极扩张生猪产  
能

牧原股份(002714.SZ)：畜 2017-04-28  
禽周期成长标的，17 年出栏  
或再超预期

联系人： 钱浩 021-60750607

shqianhao@gf.com.cn

## 目录索引

概况：国内生猪一体化养殖标杆企业 .....	4
2017 年公司进入产能释放期，充分受益于生猪养殖高景气周期.....	5
环保等因素致存栏恢复缓慢，本轮猪周期高景气区间被拉长.....	5
规模化养殖大势所趋，公司积极扩充产能占据先机 .....	9
成本管控行业领先，多期员工持股彰显未来信心 .....	10
公司养殖成本优势明显，抵御周期下行能力强.....	10
产能异地扩张能力强，长期发展路径清晰.....	11
拟筹划第三期员工持股计划，彰显未来发展信心 .....	12
投资建议：出栏增速持续领先行业，继续建议关注.....	13
风险提示 .....	13

## 图表索引

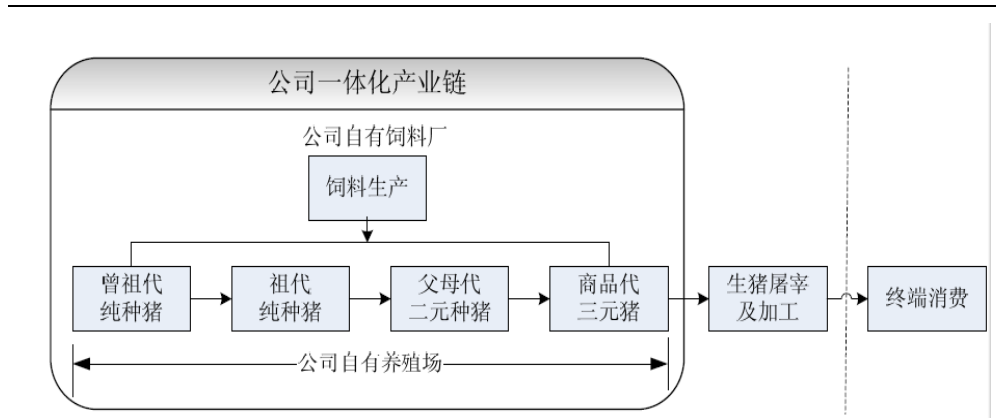
图 1: 公司一体化产业链 .....	4
图 2: 2016 年公司实现营业收入约 56 亿元 .....	4
图 3: 2016 年公司生猪出栏达到 311 万头 .....	5
图 4: 2016 年商品猪出栏占比 71.6% .....	5
图 5: 公司实际控制人为秦英林先生和钱瑛女士, 两人合计控股比例约 65.4% .....	5
图 6: 2017 年 6 月猪价逐步企稳反弹 .....	6
图 7: 2017 年 5 月母猪存栏降至 3,604 万头 .....	8
图 8: 能繁母猪补栏处于较低水平 .....	8
图 9: 2016 年猪肉进口量大幅增加 .....	8
图 10: 2017 年生猪出栏体重上升明显 .....	9
图 11: 2016 年生猪规模化养殖占比提升至约 55% .....	9
图 12: 美国前 10 大生猪企业市占率合计达到约 41% .....	10
图 13: 2011-2016 年, 公司头均盈利明显高于行业平均水平 (单位: 元/头) ..	10
图 14: 2014 年上半年行业极度低迷, 公司亦陷入亏损 .....	11
图 15: 截至 16 年底, 生产性生物资产同比增长 135% .....	11
图 16: 截至 16 年底, 公司固定资产同比增长约 118% .....	11
图 17: 2015 年公司主营业务的成本结构 .....	12
图 18: 2016 年公司主营业务的成本结构 .....	12
表 1: 全国多数地区要求在 2016 年底划定禁养区, 在 2017 年底前完成依法关闭或 搬迁 .....	6
表 2: 公司业绩关于出栏量、生猪均价的弹性测算表 (单位: 元/股) .....	12
表 3: 公司拟推出第三期员工持股计划 .....	12

## 概况：国内生猪一体化养殖标杆企业

公司于2014年登陆深交所，主营业务为生猪的养殖与销售，采用“自育自繁自养大规模一体化”的经营模式，目前已形成集饲料加工、生猪育种、种猪扩繁、商品猪饲养为一体的完整生猪产业链。

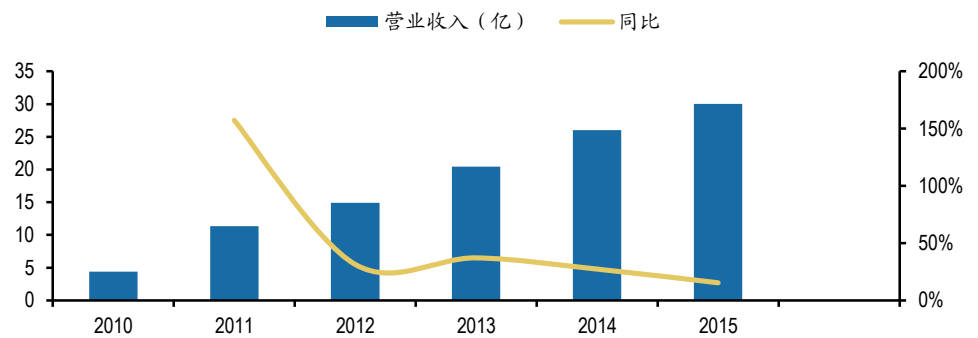
目前公司产能已分布在十二个省区（豫、鄂、苏、皖、冀、鲁、晋、陕、黑、吉、辽、蒙）。2016年公司实现生猪出栏约311万头，同比增长约64%。

图1：公司一体化产业链



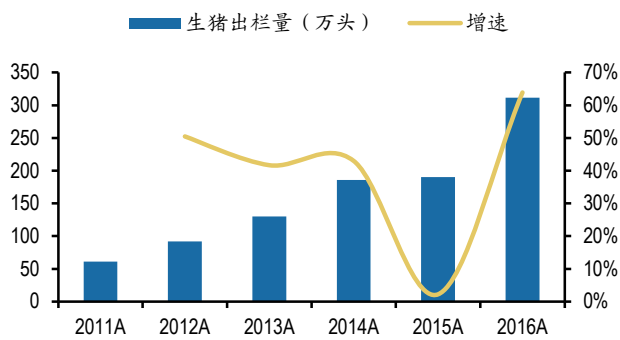
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图2：2016年公司实现营业收入约56亿元



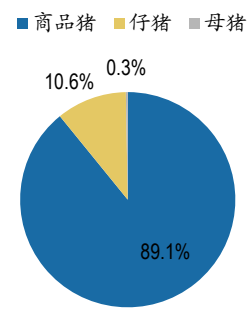
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图3: 2016年公司生猪出栏达到311万头



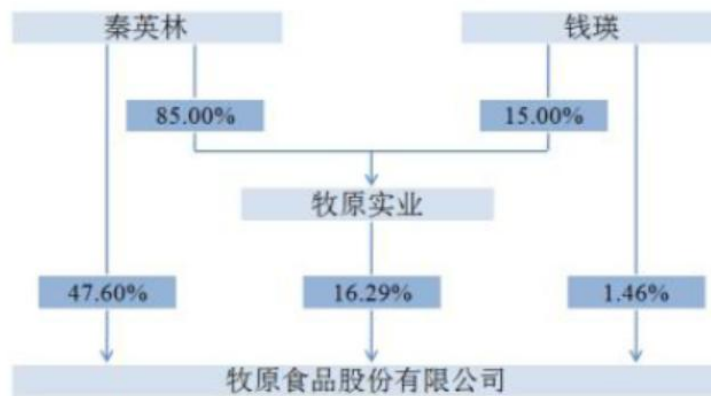
数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图4: 2016年商品猪出栏占比71.6%



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图5: 公司实际控制人为秦英林先生和钱瑛女士, 两人合计控股比例约65.4%



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

## 2017 年公司进入产能释放期, 充分受益于生猪养殖高景气周期

环保等因素致存栏恢复缓慢, 本轮猪周期高景气区间被拉长

2016年行业持续高景气, 6月初猪价突破21元/公斤, 创历史新高, 同时叠加玉米价格下行, 养殖利润极其丰厚。由于环保等因素影响, 特别在南方地区, 猪场拆除、搬迁等严重影响生猪补栏, 能繁母猪存栏量持续下行。截至2017年5月, 能繁母猪存栏量降至3,604万头。考虑母猪补栏滞后影响约1年后的生猪供给, 我们预计未来1年国内生猪供给难以大幅提升。

2017年春季后, 猪价震荡下行, 6月初逐步企稳, 目前反弹至约13.8元/公斤。前期猪价下行主要源于出栏体重上行、进口猪肉冲击等因素。

➤ **出栏体重上行:** 2016年以来, 由于猪价大幅上涨以及原材料价格(玉米价

格)下行,养殖户通过压栏以扩大头均利润,“牛猪”的现象频发,平均生猪出栏体重震荡上升。以温氏股份为例,经我们测算,2017年1月后肥猪出栏体重达到120公斤以上,同比增长约6公斤。

- **“洋猪肉”冲击:**2016年,国内进口猪肉约162万吨,同比大幅增长约108%;猪肉平均进口均价仅6.5元/斤,远低于国内的生猪价格。2017年前5月猪肉进口量同比继续上行。

伴随大猪消化完毕、进口冲击逐步缓和,并考虑季节性因素,我们认为下半年猪价或有反弹,整体盈利水平仍较为丰厚,预计全年自繁自养头均盈利有望达到约300-400元/头(假设生猪均价在14~15元/公斤)。

图6: 2017年6月猪价逐步企稳反弹



数据来源: 中国畜牧业信息网、广发证券发展研究中心

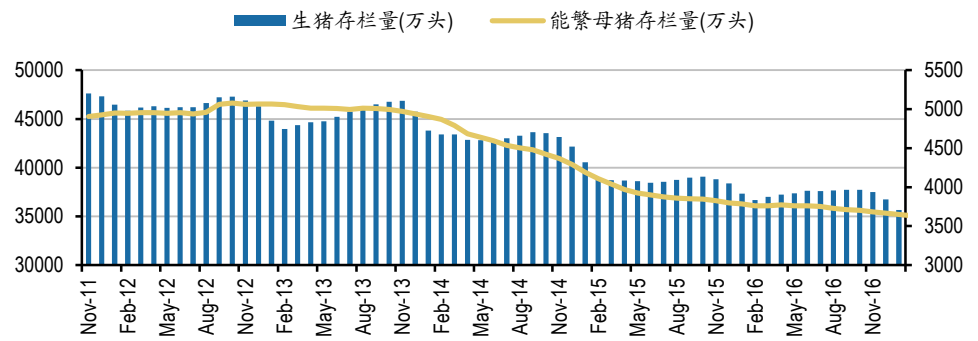
表 1: 全国多数地区要求在 2016 年底划定禁养区, 在 2017 年底前完成依法关闭或搬迁

地区	政策内容
河北	《唐山市畜禽养殖禁养区专项整治工作方案》提出, 确保到 2016 年底, 全面完成禁养区内养殖场关闭或搬迁工作。
山东	印发《山东省畜禽养殖粪污处理利用实施方案》, 计划 2017 年底前完成禁养区内养殖场户关闭或搬迁, 限养区和适养区内, 新建畜禽养殖场(区), 严格执行环境影响评价及“三同时”制度;2020 年争取 75%的畜禽养殖实现种养结合、农牧循环。
河南	2016 年调整畜禽禁养区、限养区范围, 列出禁养区需关停或搬迁的养殖场(小区)、养殖专业户清单。2017 年底前, 全部关闭和搬迁
重庆	《重庆市永川区畜禽养殖污染防治规划(2015-2020 年)》要求, 到 2017 年, 基本完成禁养区、限养区、适养区畜禽养殖污染综合整治, 确保 100 头以上规模畜禽养殖场粪污综合利用率达到 90%以上, 巩固提升生态环境质量。
广西	《关于广西畜禽规模养殖污染防治工作方案》, 要求 2017 年底前, 制定禁养区内畜禽养殖场的拆迁计划, 落实养殖场关停拆迁补助, 确保 2018 年底前禁养区内的所有养殖场全部关闭或拆除。
四川	必须严格区划管理。禁养区范围内已建成的畜禽养殖场、养殖小区(户), 必须限期搬迁;限养区严格控制畜禽养殖场数量和规模, 不得新建、扩建, 逐步关闭不符合环保和动物防疫条件的小型畜禽养殖场;限养区和适养区内, 未完善治污设施的畜禽养殖场, 须在 2015 年内完善污染综合整治工程措施。
海南	三亚天涯区《畜禽养殖污染防治管理暂行办法》明确要求全区 22 个社区、海坡行政村为禁养区, 禁养区内禁止一切畜禽养殖。《办法》颁布前已建成的、处于禁养区内的畜禽养殖场(养殖小区)应限期搬迁或关闭, 养殖户要转产。在规定时间内不搬迁或关闭的, 一律视为违规搭建
北京	2016 年年底, 北京市将依法关闭或搬迁禁养区内的畜禽养殖场和养殖专业户。除了育种、科研用途外, 全市禁止新建、扩建规模化养殖场

天津	《蓟县畜禽养殖禁养区划定方案》，绘制了蓟县畜禽养殖禁养区分布示意图。此区域内已有规模化畜禽养殖场（小区）、养殖专业户正在进行关闭或搬迁，预计 2016 年底全部完成。津南区、西青区、北辰区、宁河区也均启动了畜禽养殖禁养区关闭搬迁工作，2016 年底前完成。
上海	根据《上海市养殖业布局规划》，2016 年底前，上海将提前完成全市 2720 家不规范畜禽养殖户的整治任务，依法关闭或搬迁禁养区内的畜禽养殖场和养殖专业户。
江苏	江苏省 2016 年底前，完成全省畜禽养殖禁养区划定。2017 年年底前，依法关闭或搬迁禁养区内的畜禽养殖场(小区)和养殖专业户。
浙江	早在 2014 年 9 月底全省禁限养区内已关停搬迁养殖场户 69597 个，占应关停搬迁数的 97.92%，涉及生猪存栏 490.18 万头。截至目前，不少县市已进入猪场标准化升级阶段。浙江金华禁养区内养殖场已全部关停。
福建	2014 年提出在 2016 年底前全面关闭和拆除禁养区内的生猪养殖场。仅 2015 年下半年就关闭拆除猪场近 1.3 万家，截至 2015 年年底，全省禁养区的拆除任务已完成九成以上。
安徽	2016 年 6 月底前各县市区政府要完成畜禽养殖禁养区划定，确定禁养区内需关闭搬迁的养殖场和养殖专业户名单，并向社会公布。2017 年底前，禁养区内的养殖场将依法关闭或搬迁。
江西	南昌市《关于加强畜禽养殖污染治理工作的实施意见》，划定并严格执行畜禽养殖“三区”(禁养区、限养区和可养区)规划。到 2016 年底全市禁养区内的畜禽规模养殖场全部搬迁或依法关闭或转产；其中：年出栏生猪 500 头以上的规模养殖场建有配套的粪污处理与利用设施，并保证正常运行。
湖北	发布《湖北省畜禽养殖区域划分技术规范（试行）》，武汉市划定畜禽禁止、限制和适宜养殖区，2017 底之前，禁养区内所有畜禽养殖场（户）全面退出养殖。十堰市、仙桃市、天门市、潜江县、随县、红安县等也积极开展畜禽养殖污染整治行动，《武穴办事处畜禽养殖发展规划》，划定了禁养区、限养区、造养区，重点取缔饮用水源地禁养区内的畜禽养殖场。
湖南	洞庭湖区内湖沿岸陆域水平纵深 1000 米、农村集中供水地下水水源取水点周边陆域 1000 米，均划为畜禽禁养区。年出栏生猪 300 头以上规模养殖场，必须在 2016 年底前退出或搬迁。省政府将对在 2017 年前主动完成关停退养或异地搬迁的养殖场给予奖励。
广东	2015 年完成规模化畜禽养殖场污染治理项目 4021 家，开展规模化畜禽养殖场（小区）清理整顿行动和禁养区内畜禽养殖场（小区）和专业户的清退工作，全省累计关闭畜禽养殖场 17000 多家（其中规模化生猪养殖场 2066 家），减少生猪养殖量 509 万头。2017 年底前，依法关闭或搬迁禁养区内的畜禽养殖场(小区)和养殖专业户，珠三角区域 2016 年完成。
辽宁	2015 年 12 月 31 日《辽宁省水污染防治工作方案》发布，2016 年底前要完成全省畜禽养殖禁养区划定，2017 年底前要依法关闭或搬迁禁养区内的畜禽养殖场(小区)和养殖专业户。
吉林	《吉林省清洁水体行动计划（2016-2010 年）》提出加快划定畜禽养殖禁养区，依法关闭或搬迁禁养区内规模化养殖场（小区）和养殖专业户，加强畜禽养殖污染防治，对新、改、扩建规模化畜禽养殖场实施雨污分流，配套建设畜禽养殖废弃物资源化利用设施。
黑龙江	《哈尔滨市水污染防治工作方案》提出，2016 年年底，各地区完成辖区内畜禽养殖禁养区划定工作，组织编制畜禽养殖场（小区、专业户）关闭或搬迁方案；2017 年年底前，完成清理整顿，向社会公布禁养区划定结果，并报省级畜牧兽医及环境保护行政主管部门备案。
内蒙古	关于进一步贯彻落实《畜禽规模养殖污染防治条例》促进养殖废弃物综合利用加强污染防治的通知中指出，禁养区划定应于 2016 年底前完成，2017 年底前，依法关闭或搬迁禁养区内的畜禽规模养殖场(小区)。
云南	2015 年《贯彻落实国务院办公厅关于建立病死畜禽无害化处理机制的实施意见》提出，饮用水水源地、江河源头划定为畜禽养殖“禁养区”；风景区、城市郊区等生态敏感区、重要区域划定为“限养区”，禁止兴建畜禽集中养殖场，并逐步削减零星养殖量。
贵州	《贵州省关于进一步加强畜禽规模养殖场(小区)污染治理工作的通知》，要求在两大流域、八大水系覆盖地区尤其要做好畜禽养殖禁养区和限养区的划分。到 2017 年底前，依法关闭或搬迁禁养区内的畜禽养殖场(小区)和规模养殖户。

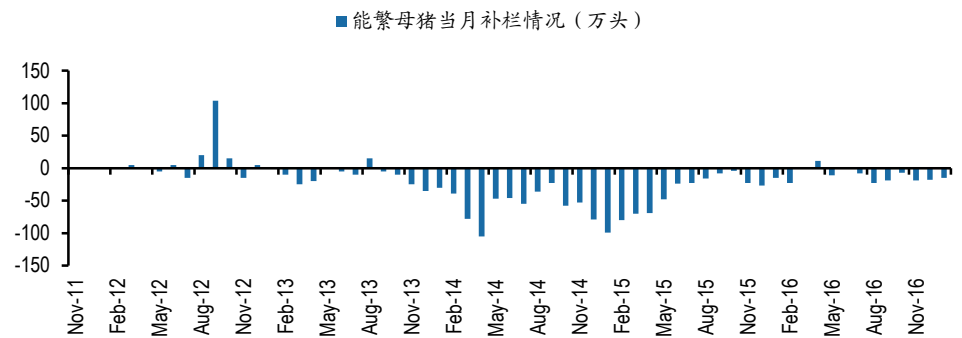
数据来源：养猪在线、广发证券发展研究中心

图7: 2017年5月母猪存栏降至3,604万头



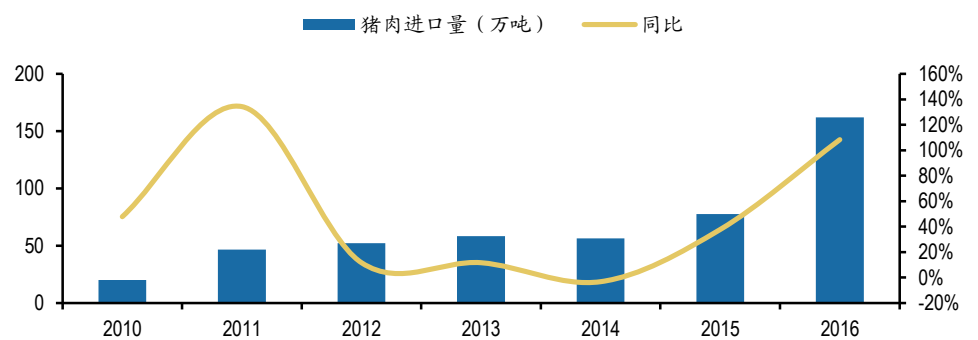
数据来源: 中国政府网、广发证券发展研究中心

图8: 能繁母猪补栏处于较低水平



数据来源: 中国政府网、广发证券发展研究中心

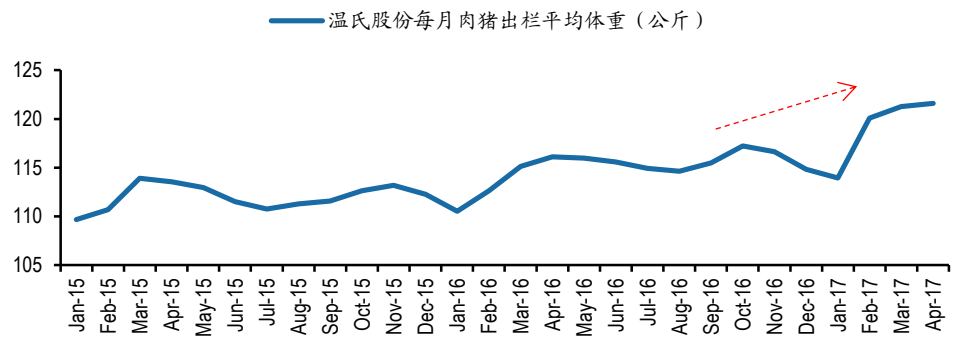
图9: 2016年猪肉进口量大幅增加



数据来源: 海关总署、广发证券发展研究中心



图10: 2017年生猪出栏体重上升明显



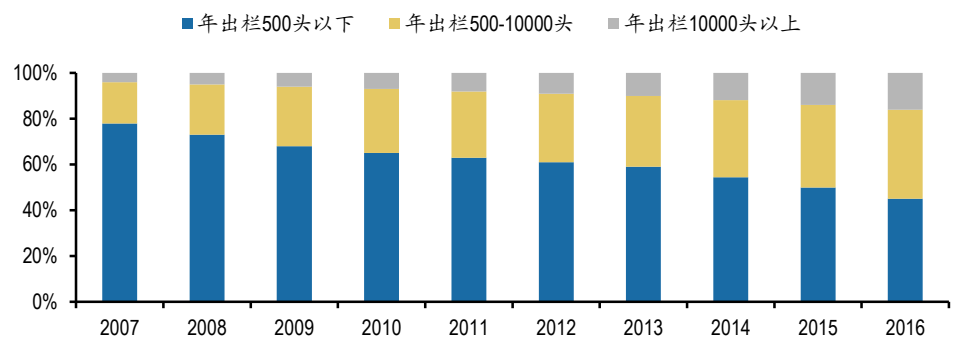
数据来源: 农业部、广发证券发展研究中心

### 规模化养殖大势所趋，公司积极扩充产能占据先机

我国生猪养殖业长期以散养为主，规模化程度低。2005年以来，随着外出打工等机会成本的增加以及环保监管等因素的影响，散养户退出明显，国内生猪养殖规模化的程度正在明显提升。截至2016年，年出栏500头以上养殖场的出栏占比已提升至约55%。

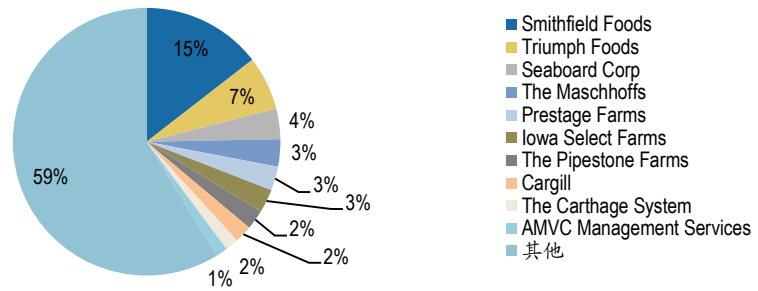
从发展空间角度，国内规模化养殖的提升空间极大。以美国市场为例，目前美国生猪规模化进程已基本完成，生猪企业CR10占比达到41%。与之对比的是，国内最大的生猪养殖企业温氏股份的市占率约2.4%。

图11: 2016年生猪规模化养殖占比提升至约55%



数据来源: 新牧网、广发证券发展研究中心

图12: 美国前10大生猪企业市占率合计达到约41%



数据来源: 博亚和讯、广发证券发展研究中心

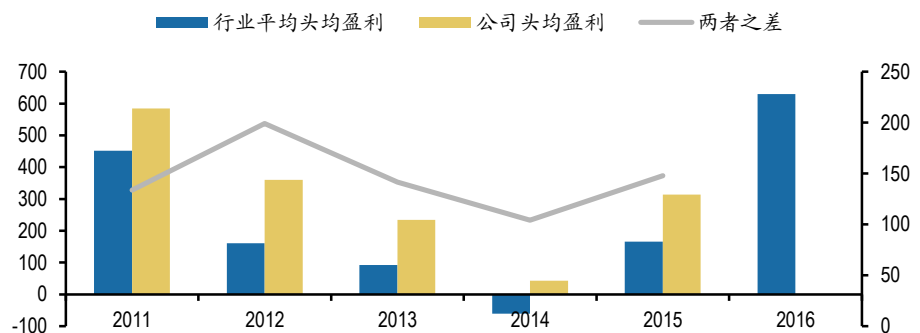
## 成本管控行业领先，多期员工持股彰显未来信心

### 公司养殖成本优势明显，抵御周期下行能力强

公司在食品安全、疫病防控、成本控制及标准化、规模化、集约化等方面具备明显的竞争优势，PSY水平、死亡率控制、料肉比等方面均处于行业领先水平。自2011年以来，公司生猪头均盈利水平明显高于行业平均：单位盈利平均约高140元/头。

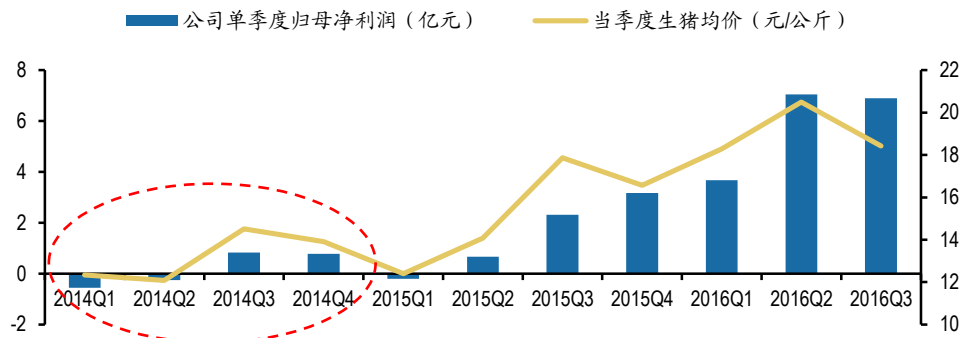
公司极具成本优势，抵御周期下行能力强于行业竞争对手。以2014年为例，上半年生猪价格持续低迷，公司陷入季度亏损，但亏损幅度大幅小于行业平均。2014年下半年，猪价明显回升，公司逐步盈利，全年实现扭亏为盈。

图13: 2011-2016年，公司头均盈利明显高于行业平均水平（单位：元/头）



数据来源: 公司公告、博亚和讯、广发证券发展研究中心

图14: 2014年上半年行业极度低迷, 公司亦陷入亏损



数据来源: 公司公告、中国畜牧业信息网、广发证券发展研究中心

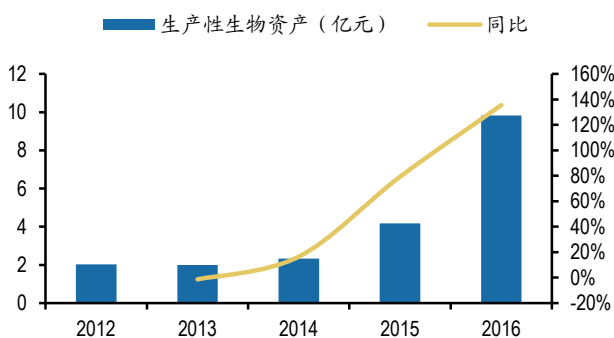
### 产能异地扩张能力强, 长期发展路径清晰

公司积极扩张生猪养殖产能, 未来成长路径清晰。公司从河南南阳起步, 通过与当地政府扶贫合作等形式逐步实现异地产能扩张, 仅2017年初至今设立养殖子公司数量已超过20家, 目前产能布局已包括12个省区。

受益于公司规范完善的培训、操作以及管理流程, 公司在异地扩张复制的能力较强, 新建与原有的养殖场之间的生产成本差异较小。以2015-16年为例, 抛开原材料成本(主要受玉米、豆粕的价格影响), 公司单位生猪的其他成本基本保持稳定。

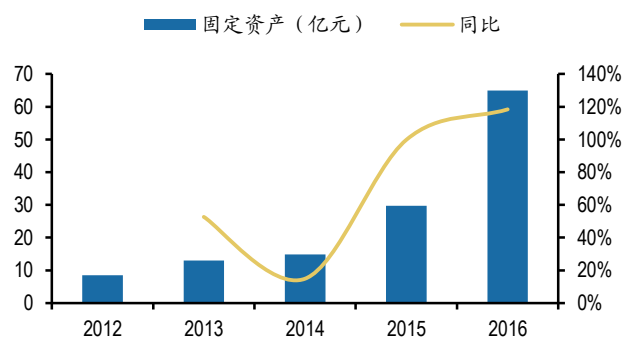
截至2016年底, 公司生产性生物资产同比增长约135.5%, 产能释放进入加速期, 成本控制优势有望继续保持, 预计2017-18年公司生猪出栏量分别为700、1000万头。

图15: 截至16年底, 生产性生物资产同比增长135%



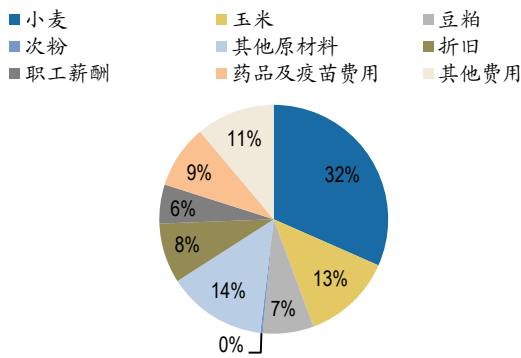
数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图16: 截至16年底, 公司固定资产同比增长约118%



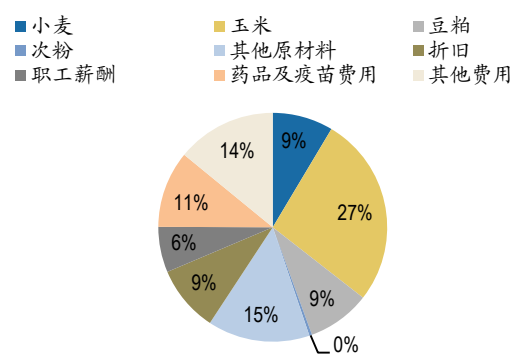
数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图17: 2015年公司主营业务的成本结构



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图18: 2016年公司主营业务的成本结构



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

2017年盈利仍可观的背景下, 我们按出栏量700万头, 若全年均价分别为14元/公斤、15元/公斤, 则对应公司EPS分别为1.95元/股、2.64元/股。

表2: 公司业绩关于出栏量、生猪均价的弹性测算表 (单位: 元/股)

	公司出栏量 (万头)								
	550	575	600	625	650	675	700	725	750
12	0.96	0.98	1.00	1.02	1.04	1.06	1.09	1.11	1.13
13	1.44	1.47	1.50	1.53	1.56	1.60	1.63	1.66	1.69
14	1.91	1.96	2.00	2.04	2.09	2.13	2.17	2.21	2.26
15	2.39	2.45	2.50	2.55	2.61	2.66	2.71	2.77	2.82
16	2.87	2.94	3.00	3.06	3.13	3.19	3.26	3.32	3.38
17	3.35	3.43	3.50	3.57	3.65	3.72	3.80	3.87	3.95

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

注: 公司股本为 11.58 亿股, 假设生猪出栏体重 115 公斤

### 拟筹划第三期员工持股计划, 彰显未来发展信心

公司连续推出多期员工持股计划, 彰显未来发展信心。公司已推出2期员工持股计划, 拟筹划第三期员工持股计划, 募集资金不超过3亿元, 参与对象不超过5000人, 其中: 董监高7人, 合计认购不超过4,000万元; 公司及子公司员工不超过4993人, 合计认购不超过26,000万元。该持股计划设立后委托相关金融机构管理, 并全额认购其设立的集合资金信托计划的次级份额。该信托计划的募集资金上限为8亿元, 按不超过2: 1的杠杆比例设置优先和次级份额, 通过二级市场认购股票数量不超过3,060万股, 且不超过总股本的2.64%, 锁定期1年。

表3: 公司拟推出第三期员工持股计划

	认购数量 (万股)	认购金额 (亿元)	持股比例	参与人员	股票来源	股票发行日期	锁定期
第一期	2235	6.8	3.86%	合计 274 人	非公开发行	2015 年 12 月 31 日	3 年

识别风险, 发现价值

请务必阅读末页的免责声明

第二期	4054	10	3.50%	参与对象为公司员工, 合计 432 人, 公司董事、监事、高级管理人员不参加本期持股计划	非公开发行	2017 年 4 月 24 日	3 年
第三期 (拟筹划)	不超过 3060 万股	上限为 8 亿元	不超过 2.64%	公司董事(不含独立董事)、监事、高级管理人员、公司及子公司的员工	通过二级市场购买等方式		1 年

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

## 投资建议: 出栏增速持续领先行业, 继续建议关注

行业逐步进入调整期, 公司成本控制优势将更加凸显, 未来发展路径清晰。假设 2017-18 年生猪均价分别为 15 元/公斤、14 元/公斤, 公司生猪出栏量分别为 700、1000 万头, 预计公司 2017-18 年 EPS 分别为 2.16 元、2.23 元, 分别对应 PE 约 13 倍、12 倍, 维持“买入”评级。

## 风险提示

猪价波动风险、疫病风险、食品安全等

**资产负债表**

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	2514	3718	3049	4866	6578
货币资金	836	984	950	1899	2688
应收及预付	9	46	105	163	205
存货	1156	2618	1914	2724	3604
其他流动资产	513	70	80	80	80
<b>非流动资产</b>	4554	9213	11015	13032	15212
长期股权投资	47	47	47	47	47
固定资产	3394	7483	8709	9533	10221
在建工程	759	851	1851	3051	4551
无形资产	170	282	265	258	250
其他长期资产	185	549	143	143	143
<b>资产总计</b>	7068	12931	14063	17898	21790
<b>流动负债</b>	2888	5194	4139	5592	6955
短期借款	1773	2500	0	0	0
应付及预收	898	2089	4139	5592	6955
其他流动负债	217	605	0	0	0
<b>非流动负债</b>	657	2076	2018	2018	2018
长期借款	547	995	995	995	995
应付债券	0	992	992	992	992
其他非流动负债	110	88	30	30	30
<b>负债合计</b>	3546	7270	6157	7610	8972
股本	517	1034	1158	1158	1158
资本公积	1456	939	939	939	939
留存收益	1549	3688	5934	8315	10844
归属母公司股东权	3522	5661	7907	10288	12817
少数股东权益	0	0	0	0	0
<b>负债和股东权益</b>	7068	12931	14063	17898	21790

**利润表**

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	3003	5606	11550	15488	19734
营业成本	2264	3044	8624	12430	16445
营业税金及附加	0	6	9	13	16
销售费用	6	14	55	70	73
管理费用	102	150	347	465	592
财务费用	127	172	93	17	-9
资产减值损失	0	0	7	8	7
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	8	4	4	5
<b>营业利润</b>	505	2228	2419	2490	2615
营业外收入	92	97	83	90	90
营业外支出	1	3	2	2	2
<b>利润总额</b>	596	2322	2500	2578	2703
所得税	0	0	0	0	0
<b>净利润</b>	596	2322	2500	2578	2703
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	596	2322	2500	2578	2703
EBITDA	858	2859	3287	3450	3707
EPS (元)	1.15	2.25	2.16	2.23	2.33

**现金流量表**

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	915	1282	5728	4136	4240
净利润	596	2322	2500	2578	2703
折旧摊销	227	467	771	940	1100
营运资金变动	-32	-1679	2412	643	464
其它	125	173	44	-25	-27
<b>投资活动现金流</b>	-2311	-3866	-2495	-2872	-3194
资本支出	-1799	-4361	-2499	-2877	-3199
投资变动	-513	495	4	4	5
其他	0	0	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	1779	2671	-3267	-315	-257
银行借款	2744	5103	-2500	0	0
债券融资	-1805	-2078	-645	0	0
股权融资	993	0	0	0	0
其他	-152	-354	-122	-315	-257
<b>现金净增加额</b>	384	88	-34	949	790
<b>期初现金余额</b>	338	836	984	950	1899
<b>期末现金余额</b>	721	924	950	1899	2688

**主要财务比率**

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	15.3	86.6	106.0	34.1	27.4
营业利润增长	2,309.7	340.8	8.6	2.9	5.0
归属母公司净利润增长	643.0	289.7	7.7	3.1	4.8
<b>获利能力(%)</b>					
毛利率	24.6	45.7	25.3	19.7	16.7
净利率	19.8	41.4	21.6	16.6	13.7
ROE	16.9	41.0	31.6	25.1	21.1
ROIC	12.2	25.0	28.7	24.6	21.9
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	50.2	56.2	43.8	42.5	41.2
净负债比率	0.5	0.7	0.1	-	-0.1
流动比率	0.87	0.72	0.74	0.87	0.95
速动比率	0.47	0.20	0.25	0.36	0.40
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.54	0.56	0.86	0.97	0.99
应收账款周转率			521.43	456.25	730.00
存货周转率	2.07	1.61	4.51	4.56	4.56
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.15	2.25	2.16	2.23	2.33
每股经营现金流	1.77	1.24	4.94	3.57	3.66
每股净资产	6.81	5.48	6.83	8.88	11.06
<b>估值比率</b>					
P/E	40.8	10.4	12.8	12.5	11.9
P/B	6.9	4.3	4.1	3.1	2.5
EV/EBITDA	30.3	9.8	10.1	9.3	8.5

## 广发农林牧渔行业研究小组

- 惠毓伦: TMT 群组首席研究顾问, 发展研究中心总经理助理, 中国科学技术大学计算机辅助设计硕士、计算机高级工程师, 32 年计算机、光电、集成电路、军工领域工作和研究经历, 13 年证券研究所从业经历。
- 钱 浩: 农林牧渔行业研究助理, 复旦大学理学硕士, 曾任职国泰君安证券研究所, 2017 年加入广发证券发展研究中心。
- 郑颖欣: 农林牧渔行业研究助理, 复旦大学金融学学士, 曼彻斯特大学发展金融硕士, 2017 年加入广发证券发展研究中心。
- 熊 靓: 农林牧渔行业研究助理, 人民大学经济学学士, 中国农业科学院农业经济管理硕士, 2017 年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

## 免责声明

广发证券股份有限公司(以下简称“广发证券”)具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户,不对外公开发布,只有接收客户才可以使用,且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠,但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考,报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任,除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法,并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断,可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可,任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用,否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。