


2015-8-14


公司报告(点评报告)

 评级 **买入** 维持

**雏鹰农牧 (002477)**
**行情景气叠加养殖模式升级转型, 未来高速增长可期**


分析师 陈佳


 862765799811

 chenjia2@cjsc.com.cn


执业证书编号: S0490513080003


联系人 高辰星

 (8621) 65799773


 gaocx@cjsc.com.cn


联系人 余昌

 (8621) 65799773

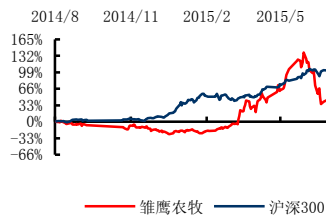
 yuchan1@cjsc.com.cn

联系人 杨靖凤

 (8621) 68751636

 yangjf@cjsc.com.cn

市场表现对比图(近12个月)



资料来源: Wind

相关研究

 《养殖模式升级将有望降低公司养殖综合成本》  
 2015-7-20

《剥离亏损资产, 聚焦养殖+电商》2015-6-4

 《员工持股计划启动, 公司经营活力释放》  
 2015-5-10

**报告要点**
**■ 事件描述**

雏鹰农牧公布 2015 半年报。

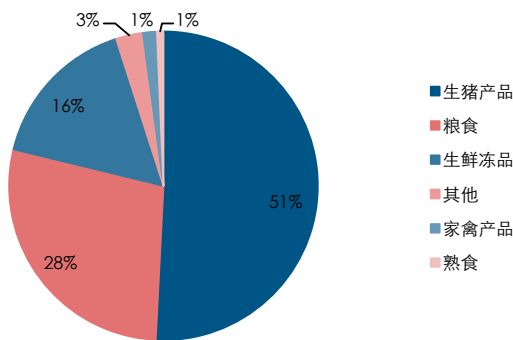
**■ 事件评论**

- **上半年营收同增 91.8%，净利扭亏，每股收益 0.01 元。**2015 年上半年公司实现营收 12.5 亿元，同增 91.84%；实现净利润 517 万元，同比扭亏，去年同期亏损 1.48 亿元，EPS0.01 元；其中，第二单季实现营业收入 7.92 亿元，同比增加 130%，环比增加 72.9%；净利润 9307 万元，同比扭亏，环比扭亏，单二季 EPS 0.09 元。
- **公司上半年业绩实现扭亏为盈的主要原因在于养殖业务的快速增长以及出售猪舍等获得的非经常性损益的增加。**销售规模的快速增长以及生猪价格的上涨是公司养殖业务营收大幅增长的主要因素。上半年公司生猪销售 80 万头，同增 31%，其中仔猪 39.6 万头，肉猪 36.2 万头，种猪 4.3 万头。上半年生猪均价 13.31 元/公斤，同增 9.0%，仔猪均价 26.91 元/公斤，同增 9.9%。同时，上半年公司进行养殖模式转型，通过出售猪舍及转让股权等获得大量收益，总计 1.45 亿元，同增 4206%。
- **单二季度公司盈利出现大幅增长的主要原因在于生猪价格的快速上涨和资产转让获得的收益。**单二季度商品猪均价 14.04 元/公斤，同增 13.7%，环增 16.2%；仔猪均价 32.16 元/公斤，同长 56.1%，环比增 26.6%；自繁自养生猪利润达 49.4 元/头，同比环比均实现扭亏。同时公司出售资产获得的收益对于公司的业绩也带来了一定的增厚。
- **看好未来公司发展，主要观点如下：**1、猪价将迎来长期可持续上涨。短期内僵尸肉事件或推动猪价上涨超预期，(8,9 月份突破 20 元/公斤)。长期来看结合能繁母猪存栏和需求，预计 15 年生猪均价 15 元/公斤，16 年生猪均价 17 元/公斤；2、雏鹰模式转型升级使公司猪场建设进程加快，预计 15、16 年生猪出栏规模分为 250 万头和 320 万头。3、公司今年雏牧香一卡通推广较快，同时通过收购淘豆食品和控股杰夫电商完成互联网布局，预计熟食业务今年规模增长达 300%-400%。
- **给予“买入”评级。**我们预计公司 15、16 年 EPS 分别为 0.33 元和 0.87 元。给予公司“买入”评级。
- **风险提示：**(1) 猪价持续下跌；(2) 项目建设不达预期。

## 上半年营收同增 91.8%，净利扭亏，每股收益 0.01 元

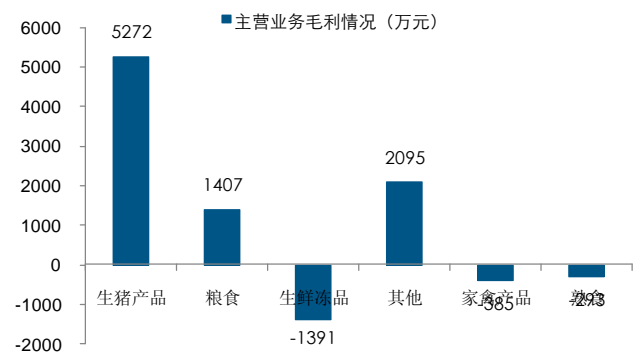
2015 年上半年公司实现营业收入 12.5 亿元，同比增加 91.84%；实现归属于母公司股东净利润 517 万元，同比扭亏，去年同期亏损 1.48 亿元，EPS0.01 元；扣非后净利润 -1.4 亿元，同比减亏 1113 万元。其中，第二单季实现营业收入 7.92 亿元，同比增加 130%，环比增加 72.9%；实现归属于母公司股东净利润 9307 万元，同比扭亏，环比扭亏，单二季 EPS 0.09 元。扣非后单二季度净利润-4507 万元，同比减亏 2000 万元。

图 1：公司主营收入结构



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 2：公司主营业务毛利情况



资料来源：公司公告，长江证券研究部

## 养殖业务增长叠加模式转型使得公司扭亏为盈

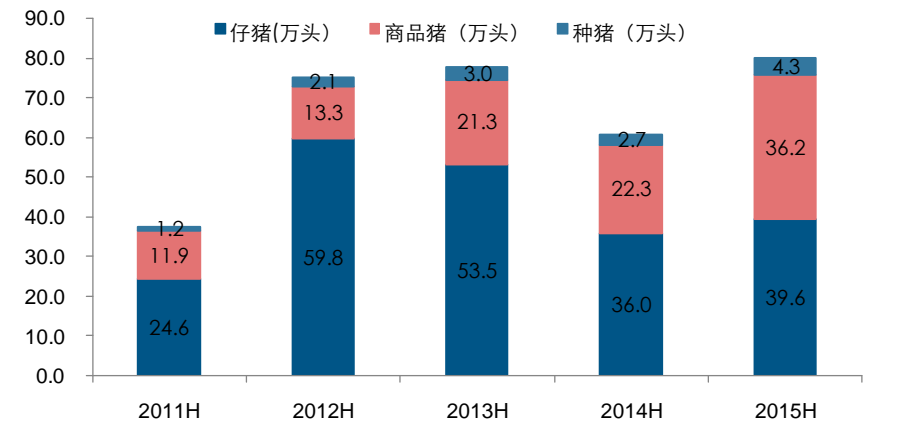
公司上半年业绩实现扭亏为盈的主要原因在于养殖业务的快速增长以及出售猪舍等获得的非经常性损益的增加。报告期内公司畜牧养殖业务营收 6.36 亿元，同增 40.77%，毛利 4890 万元，同比增长 105%，毛利率 7.69%，同比增长 2.42 个百分点。销售规模的快速增长以及生猪价格的上涨时公司养殖业务营收大幅增长的主要因素。上半年公司生猪销售 80.06 万头，同比上升 31.26%，其中仔猪销售 39.60 万头，同比上升 10.03%；肉猪销售 36.16 万头，同比上升 62.22%；种猪销售 4.30 万头，同比增长 58.67%。上半年商品猪均价 13.31 元/公斤，相比去年同期增长 9.0%，仔猪均价 26.91 元/公斤，同增 9.9%。同时，上半年公司进行养殖模式转型，通过出售猪舍等获得了大量非经常性损益，总计达 1.45 亿元（主要包括转让猪舍等固定资产获得收益 0.70 亿元、收购太平种猪获得营业外收入 0.36 亿元以及转让江苏雏鹰 80% 股权获得收益 0.31 亿元），相比去年同比增长 4206%。

单二季度公司盈利出现大幅增长的主要原因在于生猪价格的快速上涨和资产转让获得的收益。单二季度国内商品肉猪均价达到 14.04 元/公斤，同比增长 13.7%，环比增长 16.2%；国内商品仔猪的均价为 32.16 元/公斤，同比增长 56.1%，环比增长 26.6%；自繁自养生猪利润也达到 49.4 元/头，同比环比均实现扭亏。同时公司出售资产获得的收益对于公司的业绩也带来了一定的增厚。

此外，报告期内公司生猪屠宰业务由于在营销领域的改革和推广投入较大使得毛利出现明显下滑（上半年毛利亏损 1680 万元，去年同期毛利 1380 万元，毛利率-8.18%，同

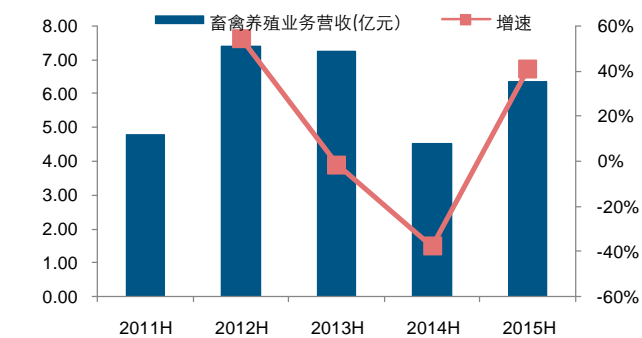
比下降 28 个百分点)。在公司营销网络铺建完毕后, 预计下半年公司生猪屠宰业务盈利将得到释放。

图 2: 公司历史半年报生猪销售情况



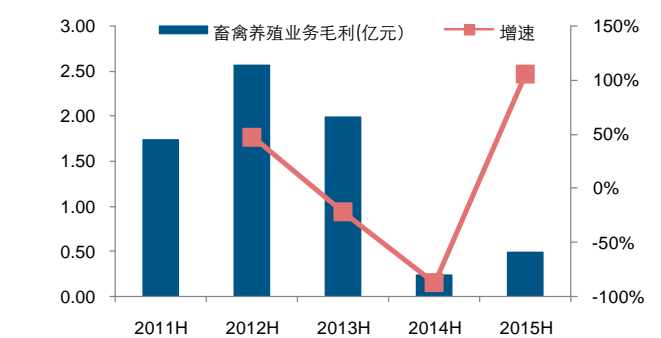
资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 9: 公司畜禽养殖业务营收及增速情况



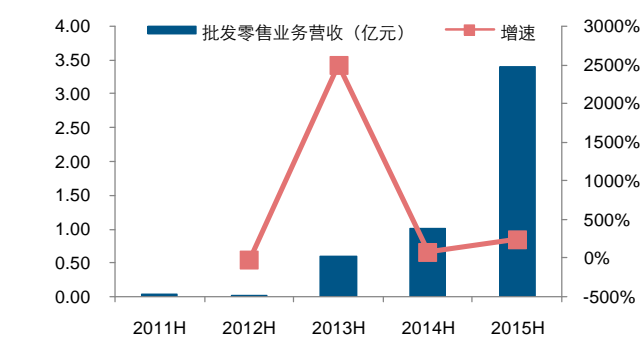
资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 10: 公司畜禽养殖业务营业利润及增速情况



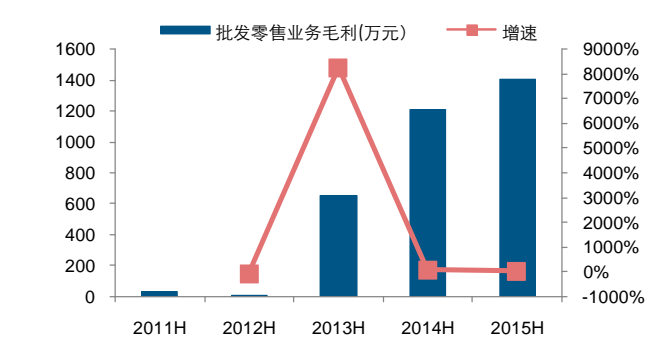
资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 9: 公司批发零售业务营收及增速情况



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

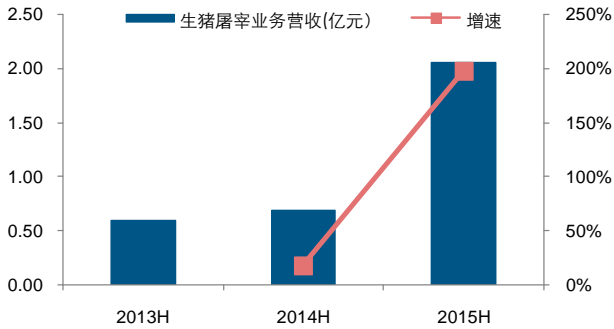
图 10: 公司批发零售业务营业利润及增速情况



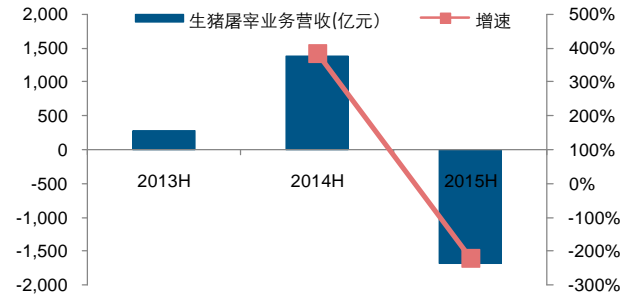
资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 9: 公司生猪屠宰业务营收及增速情况

图 10: 公司生猪屠宰业务营业利润及增速情况

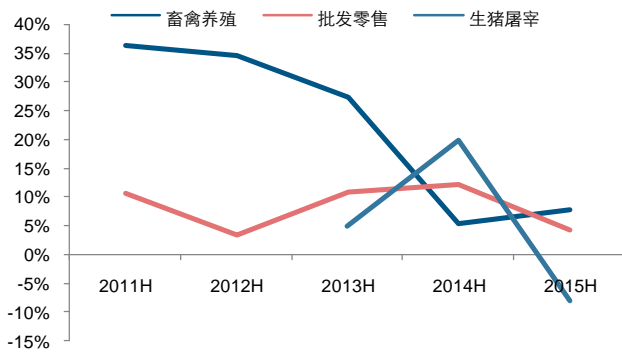


资料来源: 公司公告, 长江证券研究部



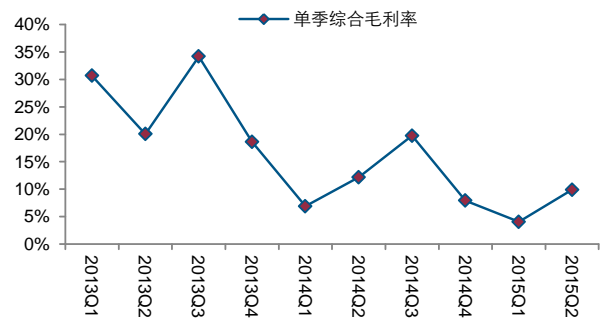
资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 11: 公司细分领域毛利率情况



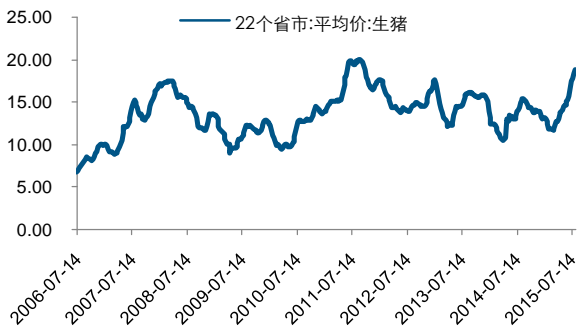
资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 12: 公司单季度综合毛利率情况



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 11: 全国生猪平均价格情况



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 12: 全国仔猪平均价格情况



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

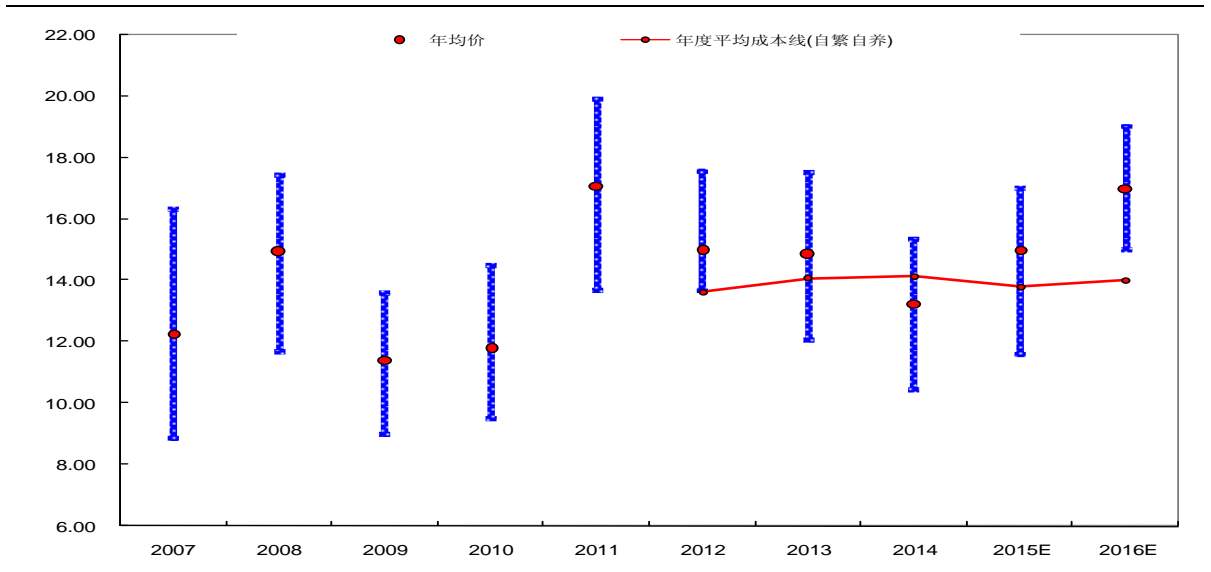
## 公司未来看点

### 猪价将迎来长期可持续上涨

我们认为, 猪价将迎来长期可持续上涨。短期来看, 僵尸肉以及违禁药品检验事件或推动猪价上涨超预期, 8,9 月份突破 20 元/公斤有极大可能。长期来看, 能繁母猪的去产能化较为彻底, 同时近两年的行情低迷使得目前养殖户补栏情况较以往大幅减少, 能繁

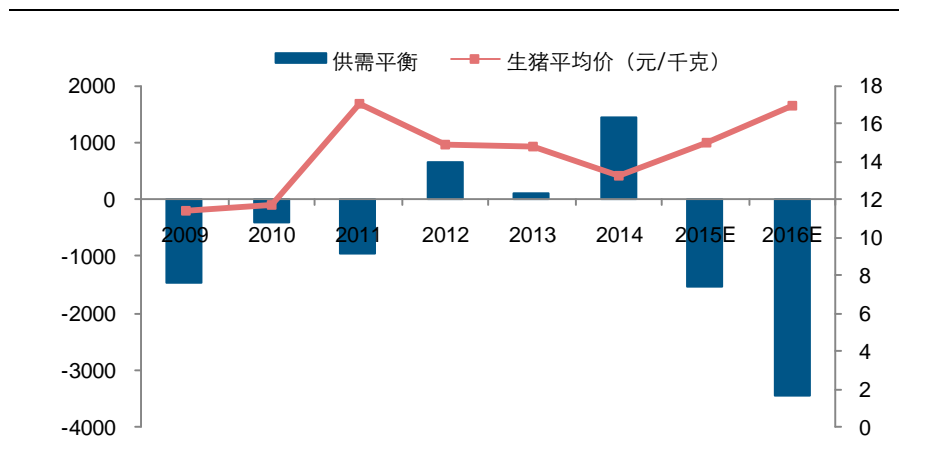
母猪存栏量将在低位维持较长时间。而考虑到需求增速下滑的影响，我们测算得出 15、16 年生猪供需将呈现短缺状态。具体为：(1) 从供给方面来看，我们估计 2015 年生猪出栏量为 7.11 亿头，2016 年为 6.93 亿头；(2) 根据我们对城乡家庭消费量、餐饮消费量、企业需求量等方面的测算，我们估计 2015 年 7.27 亿头，2016 年达到 7.28 亿头；(3) 供需平衡角度来看，预计 2015 年生猪短缺 1517 万头，2016 年短缺 3462 万头。总体上，预计 2015 年全年平均价格为 15 元/千克，2016 年全年平均价格达到 17 元/公斤。

图 1：22 省市生猪价格走势以及未来判断



资料来源：wind, 长江证券研究部 注：柱状图高点表示当年最高价格，低点为最低价格，红点表示当年平均价格。

图 2：预计 15、16 年生猪供求呈现短缺局面



资料来源：中国畜牧业信息网, 长江证券研究部

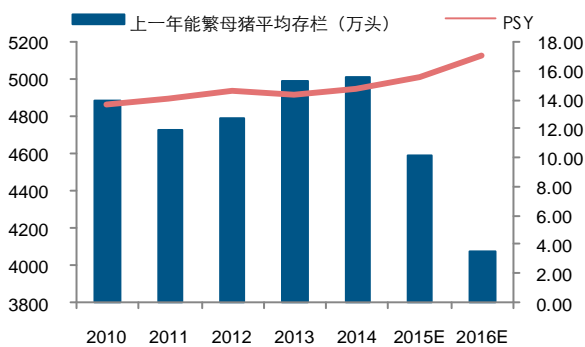
能繁母猪的存栏量直接决定了未来 12 个月的猪肉供应量，我们依据上年全年能繁母猪存栏数的平均值作为下一年生猪出栏数预测基础，再基于 PSY，估算出年度猪肉最大的供给量。近年来 PSY 值逐年增加，我们预估 2015 年 PSY 达到 15，2016 年达到 17。

表 1：生猪供应量测算 \*注：2015 年能繁母猪平均存栏取前 4 个月值计算

	上年能繁母猪平均存栏数(万头)	PSY	全年生猪供应量测算(万头)
2010	4888	13.65	66700
2011	4729	13.99	66170
2012	4789	14.54	69628
2013	4990	14.34	71557
2014	5010	14.67	73510
2015E	4590	15.50	71149
2016E	4078 *	17.00	69322

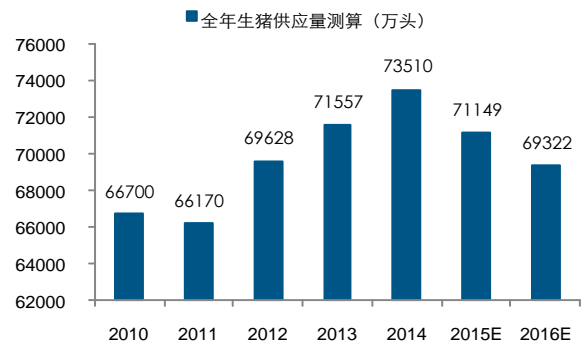
资料来源: wind, 长江证券研究部

图 3: 上年平均能繁母猪存栏量与每年每头出栏的肥猪头数 (PSY)



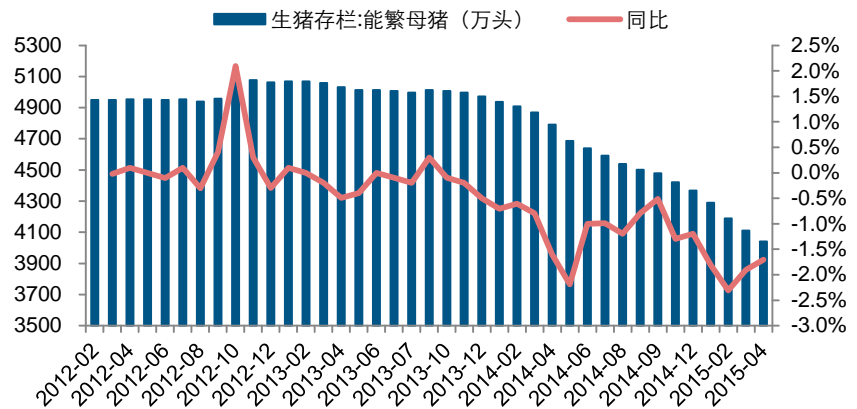
资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 4: 生猪供应头数测算



资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 5: 能繁母猪存栏量及同比变化



资料来源: Wind, 长江证券研究部

**草根调研结果显示民间产能淘汰幅度超出预期。**从我们生猪草根调研信息来看，民间的生猪产能淘汰幅度超出预期，主要体现两个方面：1、连续的猪价低迷给养殖带来的深亏使得退出养猪行业的养殖户大幅增加，中小型养殖户的淘汰比例超过 40%，且趋势仍将延续。2、规模化猪场扩产减缓，母猪自然淘汰后补栏降低，存栏水平下降幅度在 10%。我们预计整体能繁母猪存栏较 13 年高点下降幅度达到 25%-35%。

表 1: 全国 8 省市草根调研能繁母猪淘汰情况

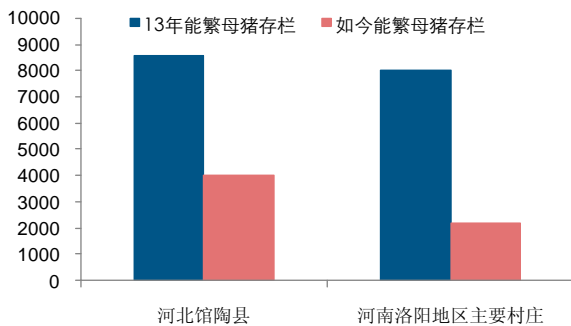
地区	调研主要情况
湖北	湖北地区主要调研两家规模化养殖公司金旭农发和金龙畜禽，年生猪出栏量分别达到

30万头和10万头。养殖规模因为企业管理得原因并没有主动进行淘汰，只是扩张产能的速度减缓，并且扩张的产能远远低于周围散养户的淘汰幅度，预计湖北地区的母猪存栏较最高点下降25%-35%。

湖南	调研浏阳和平村养殖户和生猪养殖合作社，和平村原来有10家养殖户，目前只剩一家，且打算今年养完后不再继续。合作社这边大型养殖户淘汰幅度15%，整个湖南地区大概在20%。
山东	调研了散养户和大规模猪场。大规模猪场（500头母猪以上）主要是母猪自然淘汰，不再进行补栏，淘汰幅度大概在10%-15%。散养户淘汰幅度大，从饲料经销商的预计，散养户的淘汰规模在40%-50%。
河南	洛阳邙岭地区母猪由1.5万头降至6000头，整个洛阳市母猪淘汰在30%左右，大规模猪场淘汰较小，淘汰幅度在10%。
河北	河北地区养殖户淘汰幅度在30%，且猪价亏损使得总体养殖情绪不高，80%养殖户考虑今年退出生猪养殖业。
重庆	涪陵地区的母猪淘汰量在50%，主要由于长江沿线环保控制，政府划定禁养区，强制关闭绝大部分猪场
浙江	浙江地区由于环保控制较严，大量猪场被强制拆除，赔偿标准每平方180元，剩下的基本都是规模化猪场，全省预计产能减少幅度达到30%以上
辽宁	辽宁地区整体养殖户淘汰幅度在30%-40%，个别地区达到60%-70%，主要由于前期猪价长时间低迷使得养殖户大量退出

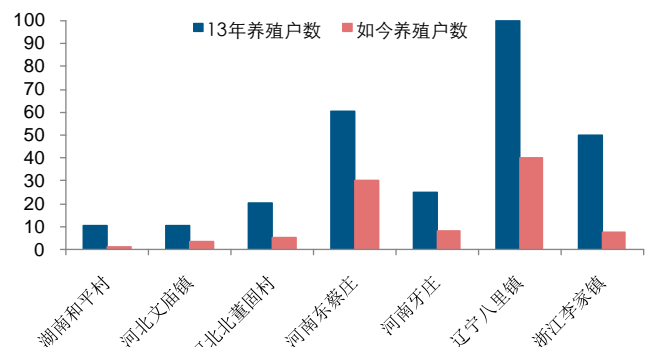
资料来源：长江证券研究所

图 2：调研地区能繁母猪存栏大幅下降



资料来源：Wind, 长江证券研究部

图 3：中小型养殖户退出较多（单位：户数）



资料来源：长江证券研究部

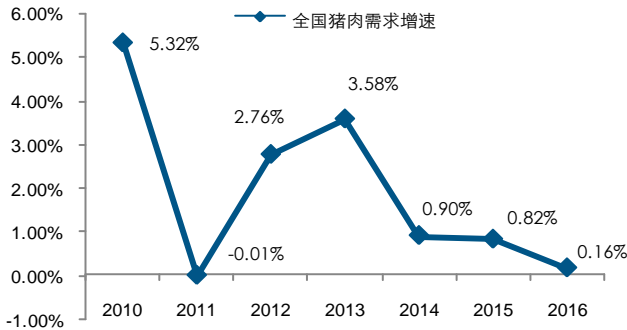
表 3：猪肉总需求量测算

年份	城市家庭 (万吨)	农村家庭 (万吨)	餐饮业 (万吨)	企业 (万吨)	其他 (万吨)	总计(万吨)	换算(亿头)	总需求同比增速
2009	1322.50	965.13	963.89	1164.28	490.64	4906.44	6.37	—
2010	1388.45	966.43	1114.65	1181.33	516.76	5167.62	6.71	5.32%
2011	1425.10	945.45	1083.00	1196.91	516.72	5167.18	6.71	-0.01%
2012	1511.19	924.80	1131.58	1211.44	531.00	5310.01	6.90	2.76%
2013	1552.15	906.64	1268.33	1222.87	550.00	5499.98	7.14	3.58%
2014	1606.78	901.30	1253.59	1233.08	554.97	5549.72	7.21	0.90%
2015	1639.94	889.18	1265.60	1241.02	559.53	5595.27	7.27	0.82%

2016 1654.34 830.46 1309.55 1249.57 560.44 5604.36 7.28 0.16%

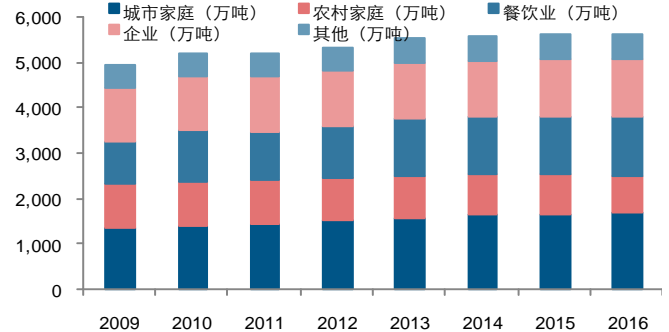
资料来源：长江证券研究部

图 8：猪肉需求增速减缓



资料来源：wind, 长江证券研究部

图 9：城市家庭猪肉需求占据高位

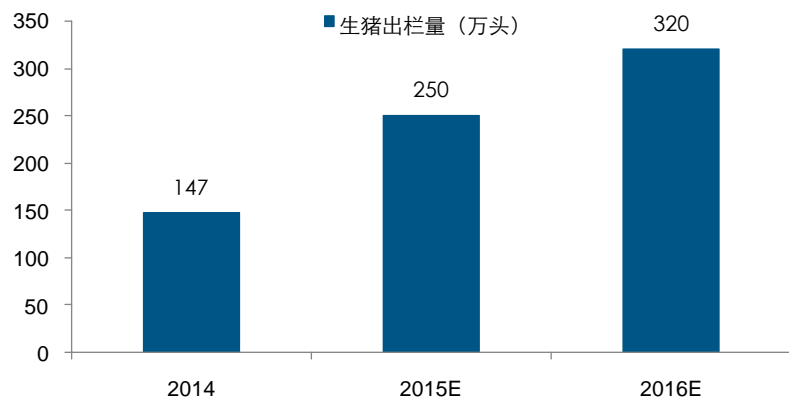


资料来源：wind, 长江证券研究部

## 养殖项目建设速度加快，出栏规模有望高速扩张

在公司养殖模式转型升级的背景下，养殖项目建设速度正逐步加快，未来有望在行情景气时期出栏规模得到高速扩张。上半年公司生猪销售 80.06 万头，同比上升 31.26%，其中仔猪 39.60 万头，肉猪 36.16 万头，种猪销售 4.30 万头。目前公司在建规划产能已达 1100 万头。随着公司内蒙 300 万头、吉林 400 万头、新乡 100 万头、三门峡 100 万头以及藏香猪养殖项目进度的逐步加快，公司出栏规模有望实现高速扩张。预计公司 15,16 年出栏规模分别达到 250 万和 320 万头。

图 27：公司未来生猪销售量预测



资料来源：公司公告, 长江证券研究部

表：公司养殖项目建设进度逐步加快

项目名称	进度
内蒙古年出栏300万头生猪一体化项目	项目采用边建设边投产的方式。截止报告期末已完成奠基仪式

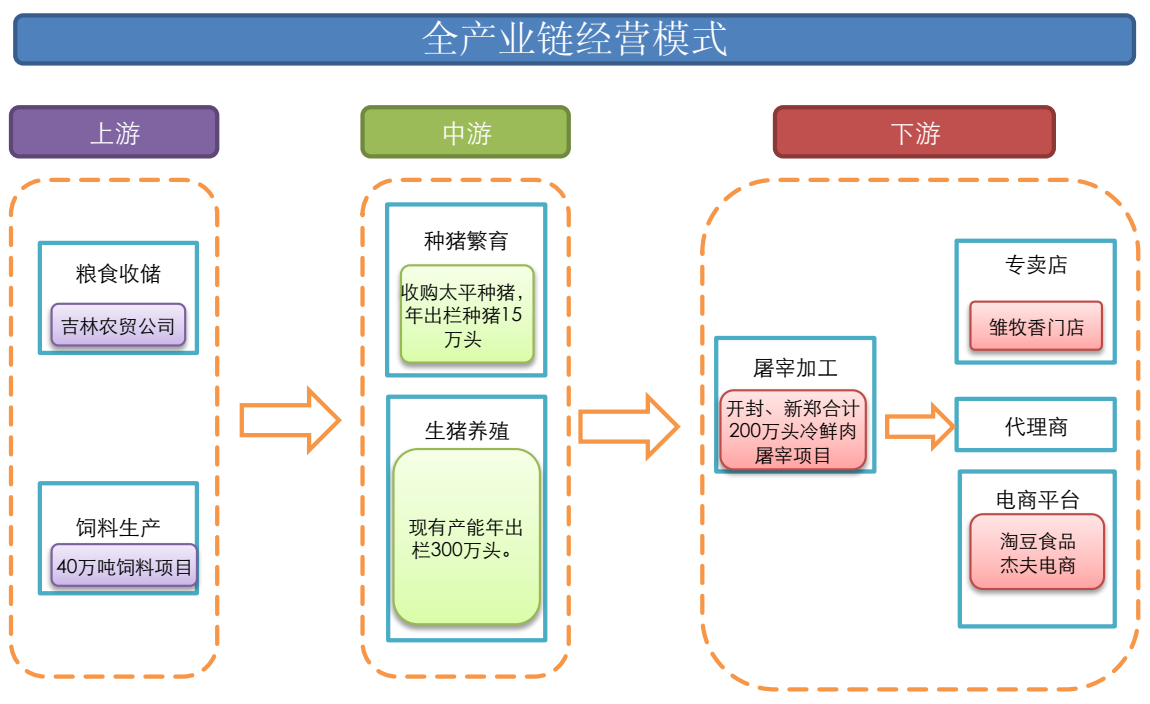
吉林省洮南市400万头生猪养殖一体化项目	截止报告期末累计投入11.62亿元，建成猪舍713栋，生猪出栏约2400头
新乡年出栏100万头生猪养殖项目	截止报告期末生猪存栏约12万头，生猪出栏约5万头
三门峡年出栏100万头生态猪养殖建设项目	截止报告期末生态猪存栏约10万头，生态猪出栏约4万头
西藏藏香猪养殖产业化项目	截止报告期末建成猪舍80栋，累计投入5549.57万元，藏香猪存栏约5000头

资料来源：公司公告，长江证券研究部

## 全产业链模式布局

公司从2010年以来便开始进行生猪养殖行业上下游布局，打造全产业链模式，先后建立吉林农牧原材料采购基地、40万吨的饲料厂及开封新郑200万头的冷鲜肉屠宰加工厂等。同时，公司于15年6月收购了太平种猪进一步完善公司养殖产业链的布局。下游方面，公司于12年9月推出冷鲜肉品牌“雏牧香”，通过门店的模式经营，目前拥有200多家加盟商。14年和15年公司先后收购会员人数达300万人的苏州淘豆食品以及电商品牌服务商杰夫电商，正式介入电商平台，进一步完善下游渠道布局，未来生鲜产品销售规模有望通过互联网平台得到快速扩张。

图 28：公司全产业链情况



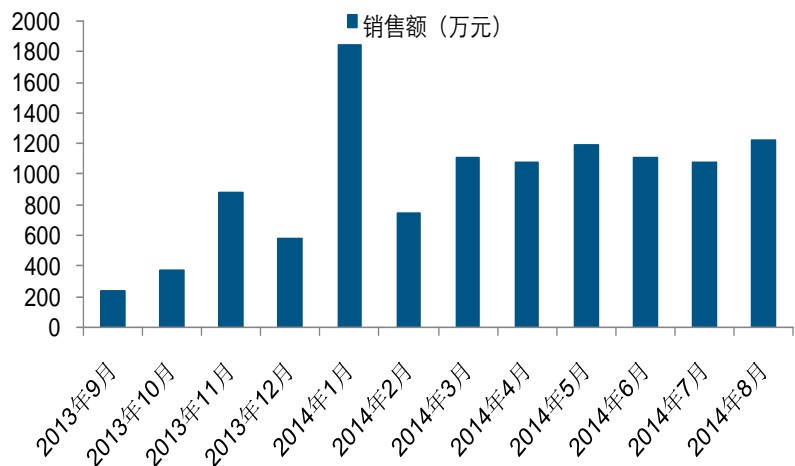
资料来源：长江证券研究部

表 4: 公司上下游布局项目一览

项目	主要目的	规模、产能
设立吉林全资子公司-吉林雏鹰农贸有限公司	开展玉米、大豆等饲料原料农产品的购销、风干、贮藏业务, 为公司提供饲料原料	建设集原料收储和自然风干场所相结合的仓库和自然开放式风干厂。第一、二、三年目标分别为10、15,22.5万吨的采购、风干和贮藏规模
冷链仓储物流中心建设项目	冷鲜肉存储, 猪价低迷时可冷藏储存	项目设计存量为10万吨冷鲜肉
开封100万头冷鲜肉屠宰加工项目	冷鲜肉是未来猪肉消费的趋势, 有助于提升加工水平及增强企业的综合竞争力和抗风险能力	年产冷鲜肉7.5万吨
新郑100万头冷鲜肉屠宰加工项目	冷鲜肉是未来猪肉消费的趋势, 有助于提升加工水平及增强企业的综合竞争力和抗风险能力	年产冷鲜肉7.5万吨
建设尉氏县年加工2万吨肉制品项目	依托尉氏县年屠宰100万头生猪屠宰项目, 就近消化屠宰场产生的部分附加产品	年产低温灌肠类、低温火腿类、中式酱卤类产品销售收入约8.8亿元, 税后年均利润约0.41亿元; 项目投资回收期为4.10年(含建设期1年)
年产40万吨饲料生产建设项目	于为公司持续快速扩大生猪养殖规模提供饲料保障	新增年产40万吨颗粒状配合饲料生产线将主要用于供应公司商品仔猪、商品肉猪
设立雏鹰农牧集团郑州商贸有限公司	加强对河南省内“雏牧香”专卖店的有效管理, 提升公司专卖店的整体运营水平	出资500万元
收购江苏鸿鹰食品80%的股权	加快公司专卖店向长三角地区的发展步伐, 提高公司产品市场占有率	以自有资金投资6000万元收购, 更名为江苏雏鹰食品有限公司
在北京、上海设立全资子公司	对北京、上海地区各“雏牧香”专卖店进行管理	分别出资500万元在北京上海设立全资子公司
设立雏鹰集团郑州雏牧香物流有限公司	有利于整合公司内部物流资源, 并实行专业化管理, 有效、合理控制物流成本, 保障食品安全。	出资200万元
关于投资控股郑州浩诚投资担保有	为合作农户或者其它合作对象提供资金支持	投资1.095亿持有浩诚担保68.44%的股权

资料来源: 公司网站、长江证券研究部

图 31: 苏州淘豆食品销售额



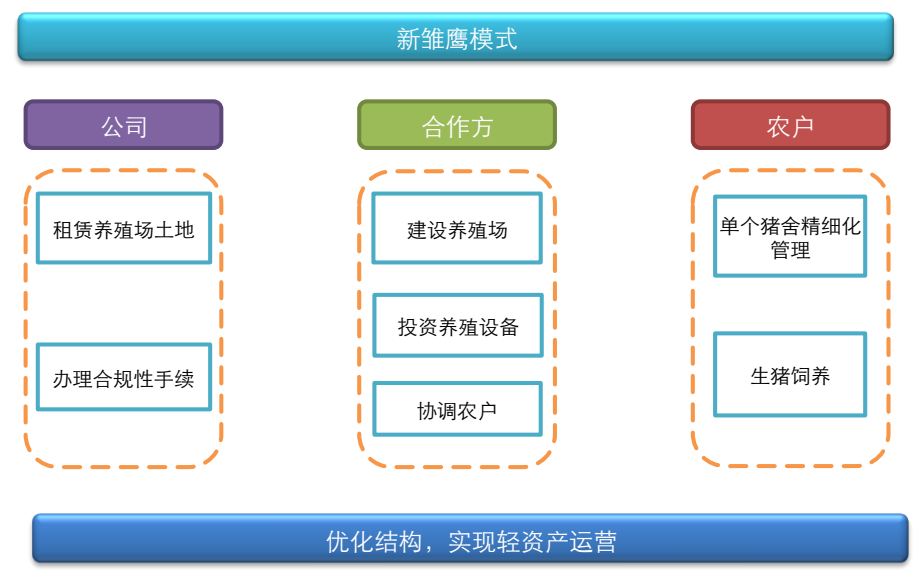
资料来源：公司网站、长江证券研究部

## 雏鹰模式转型升级，实现轻资产运营

公司目前正对于雏鹰模式进行优化升级。新模式中公司主要负责养殖场的土地租赁、合规性手续办理，合作方负责养殖场建设、设备投资及协调农户等；农户主要负责单个猪舍的精细化管理。公司将在新建养殖项目中逐步推进新模式，同时将原有猪舍及附属设施将所有权有条件转让给相关的合作方，实现公司轻资产发展。截止 2015 年 7 月 17 日，公司就转让部分原有猪舍及附属设施事宜已与相关合作方签订了合作协议，交易金额约 7.77 亿元。资金将主要用于补充公司的流动资金。

**公司养殖模式的升级将有效控制养殖成本。**新的模式整体上使得公司的直接成本有所提升（过去农户合作模式的代养费预计将有现阶段的 100 元/头提升至 200 元/头），但是财务费用和管理费用（折旧摊销等）将有所下降（公司 2014 年财务费用为 1.43 亿元、管理费用为 2.33 亿元）。根据推算，公司新养殖模式将能够节约养殖环节的综合成本 50 元/头（完全成本）。

图 29：雏鹰模式转型升级



资料来源：公司网站、长江证券研究部

## 员工持股计划进一步释放公司经营活力

公司于 15 年 5 月公布员工持股计划草案。公司委托中欧盛世资产管理公司设立雏鹰众享 1 号资管计划，并全额认购该计划中进取级份额。计划拟募集不超过 3.9 亿资金，优先级：进取级=2:1，主要用于购买雏鹰农牧股票，控股股东侯建芳先生对优先级份额的本金及预期年化收益提供连带担保责任。本次员工持股计划对象包括董事、监事和高级管理人员和其他员工合计不超过 750 人，股票锁定期为 12 个月。截至 2015 年 6 月 23 日，公司第一期员工持股计划已购买完成，购买均价 22.82 元/股，购买数量 1416 万股，占公司总股本的比例为 1.3550%。

我们认为，员工持股计划实施后，未来管理层和员工将于公司利益达成一致。持股计划公司参与对象包括董事、监事、高级管理人员、和其他员工合计不超过 750 名，覆盖范围广泛，将员工与公司经营绑定，有利于激发员工活力，促进公司经营效率的提升。同时，公司控股股东为此项资管计划提供担保，承担所有风险，体现了对公司未来发展的信心。

表：公司员工持股计划

持有人	职务	出资额(万元)	出资比例
董事、监事和 高级管理人员 (共10人)	侯五群	副董事长、副总裁	300 2.31%
	李花	董事、总裁	300 2.31%
	吴易得	董事、董事会秘书、副总裁	300 2.31%
	杨桂红	董事、财务总监、副总裁	300 2.31%
	侯斌	董事	300 2.31%
	侯松平	监事会主席	300 2.31%
	孟淑萍	监事	105 0.81%
	孟树理	副总裁	130 1.00%
	肖宜龙	副总裁	75 0.58%
	司海坤	总兽医师	300 2.31%
公司其他员工	在公司及下属子公司任职的核心骨干员工等	10590	81.46%
<b>合计</b>		<b>13000</b>	<b>100%</b>

资料来源：公司公告，长江证券研究部

## 给予“买入”评级

看好公司在生猪行情持续景气时期的盈利能力。我们预计公司 15、16 年 EPS 分别为 0.33 元和 0.87 元。给予公司“买入”评级。

## 投资风险提示：

风险提示：(1) 猪价下跌；(2) 项目建设不达预期。

## 财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2014A	2015E	2016E	2017E		2014A	2015E	2016E	2017E
<b>营业收入</b>	<b>1762</b>	<b>3352</b>	<b>4658</b>	<b>5921</b>	货币资金	400	168	867	2439
营业成本	1557	2599	3195	3956	交易性金融资产	0	0	0	0
<b>毛利</b>	<b>205</b>	<b>753</b>	<b>1463</b>	<b>1965</b>	应收账款	173	150	242	308
%营业收入	11.6%	22.5%	31.4%	33.2%	存货	1397	2842	4235	5244
营业税金及附加	3	6	8	10	预付账款	92	233	255	316
%营业收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	其他流动资产	396	60	84	107
销售费用	102	134	186	237	<b>流动资产合计</b>	<b>2477</b>	<b>3454</b>	<b>5683</b>	<b>8413</b>
%营业收入	5.8%	4.0%	4.0%	4.0%	可供出售金融资产	35	35	35	35
管理费用	233	168	233	296	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	13.2%	5.0%	5.0%	5.0%	长期股权投资	899	899	899	899
财务费用	143	79	103	133	投资性房地产	3	3	3	3
%营业收入	8.1%	2.3%	2.2%	2.2%	固定资产合计	4173	4239	4403	4658
资产减值损失	16	21	13	9	无形资产	143	136	129	122
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	6	6	6	6
投资收益	121	0	0	0	递延所得税资产	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>-172</b>	<b>346</b>	<b>920</b>	<b>1280</b>	其他非流动资产	-495	-495	-495	-495
%营业收入	-9.8%	10.3%	19.8%	21.6%	<b>资产总计</b>	<b>7241</b>	<b>8278</b>	<b>10664</b>	<b>13643</b>
营业外收支	10	10	10	10	短期贷款	1586	104	0	0
<b>利润总额</b>	<b>-161</b>	<b>356</b>	<b>930</b>	<b>1290</b>	应付款项	690	462	524	649
%营业收入	-9.2%	10.6%	20.0%	21.8%	预收账款	26	838	1104	1403
所得税费用	23	6	19	26	应付职工薪酬	20	70	86	107
净利润	-184	349	912	1264	应交税费	15	4	10	13
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>-189.5</b>	<b>349.4</b>	<b>911.7</b>	<b>1264.5</b>	其他流动负债	721	1303	1623	2016
少数股东损益	5	0	0	0	<b>流动负债合计</b>	<b>3058</b>	<b>2781</b>	<b>3346</b>	<b>4187</b>
<b>EPS (元/股)</b>	<b>-0.18</b>	<b>0.33</b>	<b>0.87</b>	<b>1.21</b>	长期借款	290	290	290	290
					应付债券	0	1000	2000	3000
					递延所得税负债	0	0	0	0
					其他非流动负债	1013	1013	1013	1013
					<b>负债合计</b>	<b>4361</b>	<b>5084</b>	<b>6649</b>	<b>8490</b>
					归属于母公司	2672	2987	3807	4945
					少数股东权益	208	208	208	208
					<b>股东权益</b>	<b>2880</b>	<b>3195</b>	<b>4015</b>	<b>5153</b>
					<b>负债及股东权益</b>	<b>7241</b>	<b>8278</b>	<b>10664</b>	<b>13643</b>
					<b>基本指标</b>				
						2014A	2015E	2016E	2017E
					EPS	-0.181	0.334	0.872	1.210
					BVPS	2.56	2.86	3.64	4.73
					PE	-87.37	47.38	18.16	13.09
					PEG	0.30	-0.16	-0.06	-0.05
					PB	6.19	5.54	4.35	3.35
					EV/EBITDA	85.36	22.21	12.22	9.00
					ROE	-7.1%	11.7%	23.9%	25.6%

**对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部**

姓名	分工	电话	E-mail
周志德	主管	(8621) 68751807	zhouzd1@cjsc.com.cn
甘 露	副主管	(8621) 68751916	ganlu@cjsc.com.cn
杨 忠	华东区总经理	(8621) 68751003	yangzhong@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(86755) 82792756	julei@cjsc.com.cn
李敏捷	华北区总经理	(8610) 66290412	limj@cjsc.com.cn

**投资评级说明**

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看 好：	相对表现优于市场
中 性：	相对表现与市场持平
看 淡：	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买 入：	相对大盘涨幅大于 10%
增 持：	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中 性：	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减 持：	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。



## 研究部/机构客户部

### 上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼  
(200122)

电话: 021-68751100

传真: 021-68751151

### 武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 9 楼  
(430015)

传真: 027-65799501

### 北京

西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室  
(100032)

传真: 021-68751791

### 深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼  
(518000)

传真: 0755-82750808

0755-82724740

## 重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。