



## 公司下游业务再深化, 行业景气提升锦上添花

### 投资要点:

- **公司业务向下游迈进, 鸡肉产品占主导。**公司主营专注白羽肉鸡产业, 主要产品包括商品代肉鸡和鸡肉产品。今年上半年, 公司商品代肉鸡、鸡肉产品分别实现营收0.27亿元、8.42亿元, 同比增加-76.15%、34.37%, 其中鸡肉产品占营收比达93.16%。由于2014年生鸡屠宰加工厂建设项目的部分投产, 公司饲养的商品代肉鸡基本全部由仙坛食品自用, 造成商品代肉鸡销售大幅减少。公司重心向波动较小的鸡肉产品倾斜, 可保证收益稳定性; 同时商品代肉鸡与鸡肉产品之间的可转换效应, 也给公司带来了更多的弹性。
- **供需结构将改善, 行业景气度将上行。**(1) 基于美国禽肉禁运和白羽肉鸡联盟的引种配额协定, 我国上半年祖代引种量急剧下降, 第一季度实际引种量为2.6万套, 上半年共引种约30万套, 相比于2014年上半年的54万套下降了42.66%。在内外受限的背景下, 我们预计今年全年引种量在85万套左右, 将显著低于100万套的供需平衡点。(2) 2014年, 公司前三大客户双汇、金锣、肯德基的营收占比分别为8.91%、8.24%和5.69%, 形成公司稳定的客户资源。截至2015年6月, 百胜餐饮集团在中国的开店数量达到41748家, 保持缓慢增长的态势。然而百胜中国同店销售和双汇发展净利润在近四个季度均为负增长, 印证了此前鸡肉消费相对疲软的现象。但也可以看到需求虽有下降, 但降幅是趋于缓和的。结合未来供给端收缩的考虑, 行业景气度将缓慢上行。
- **“七统一”实现紧密型合作养殖, 产能扩张有序进行。**(1) 公司对商品代肉鸡养殖采取“七统一”管理下的“公司+自养场+合作场”养殖模式, 在传统的“五统一”管理的模式上增加了选址和标准化管理两个统一。公司与合作养殖户签订5年至30年的委托饲养合同, 保证养殖稳定性。公司实施抵押金制度和担保人制度对合作养殖户违规行为进行前置性预防。(2) 随着2014年生鸡屠宰加工厂建设项目的部分投产, 公司年最大屠宰量由5559万羽上升到8875万羽, 增幅近60%。当该项目完全达产后, 公司商品代肉鸡年屠宰加工产能将达到1亿羽, 按公司2014年鸡肉产品出胴率等指标测算, 鸡肉产品年产量超过23万吨。
- **未来看点: 纵向深化+立体养殖模式改造。**(1) 公司拟投入2.33亿元用于熟食食品加工项目, 实现产业链进一步向下游延伸, 以获得后端较高利润。(2) 公司拟投入5.25亿元用于商品鸡饲养立体养殖技术改造项目, 相比于公司目前采用的网式饲养方式, 立体养殖技术拥有提高空间利用率、提升饲料回报率、实现全自动养殖三方面的优势, 最终实现养殖规模扩大、成本降低、盈利提升。
- **估值与评级:** 我们预计公司15-17年EPS分别为0.30元、0.86元和0.72元, 对应PE为75倍、26倍和31倍。首次覆盖, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 禽类疫病发生风险, 鸡肉/肉鸡价格波动风险, 募投项目或不达预期。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1734.69	1889.36	2184.45	2369.16
增长率	-2.16%	8.92%	15.62%	8.46%
归属母公司净利润(百万元)	44.34	48.00	137.77	115.31
增长率	-6.88%	8.25%	187.03%	-16.30%
每股收益EPS(元)	0.28	0.30	0.86	0.72
净资产收益率ROE	5.52%	4.52%	11.49%	8.77%
PE	81	75	26	31
PB	4.47	3.38	2.99	2.73

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 熊莉

执业证号: S1250514080002

电话: 023-63786278

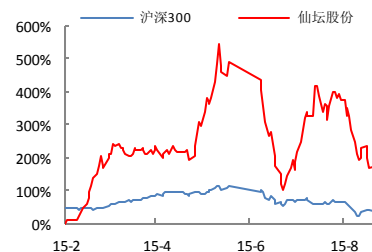
邮箱: xiongli@swsc.com.cn

联系人: 谢芝优

电话: 021-68415687

邮箱: xzy@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 西南证券

### 基础数据

总股本(亿股)	1.59
流通A股(亿股)	0.4
52周内股价区间(元)	-
总市值(亿元)	39.22
总资产(亿元)	14.61
每股净资产(元)	6.17

### 相关研究

## 目 录

1. 公司业务向下游迈进，鸡肉产品占主导.....	1
2. 供需结构将改善，行业景气度将上行.....	2
2.1 供给将收缩，肉鸡产品价格将得到改善.....	2
2.2 需求有空间，行业景气度将缓慢上行.....	3
3. 养殖模式严格把控，产能扩张有序进行.....	5
3.1 “七统一”实现紧密型合作养殖.....	5
3.2 募投计划助公司屠宰产能上亿羽.....	6
4. 未来看点：纵向深化+立体养殖模式改造.....	7
5. 盈利预测与投资建议.....	8

## 图 目 录

图 1: 2010-2015H1 公司营业收入及增速.....	1
图 2: 2010-2015H1 公司净利润及增速.....	1
图 3: 2010-2015H1 公司商品代肉鸡营收及增速.....	1
图 4: 2012-2014 公司商品代肉鸡销量情况.....	1
图 5: 2010-2015H1 公司鸡肉产品营收及增速.....	2
图 6: 2012-2014 公司鸡肉产品销量及增速.....	2
图 7: 2012-2015H1 公司业务结构.....	2
图 8: 2010-2015H1 公司业务毛利率情况.....	2
图 9: 2001-2015E 我国白羽肉鸡祖代引种量情况.....	3
图 10: 白羽肉鸡产业链周期.....	3
图 11: 1990-2015 年中国国内鸡肉消费量情况.....	4
图 12: 2005.03-2015.06 百胜中国店面数量及增速.....	4
图 13: 公司“七统一”管理示意图.....	5
图 14: 2012-2014 年公司商品代肉鸡出栏量分布情况.....	6
图 15: 2012-2016E 公司商品代肉鸡年最大屠宰量情况.....	6

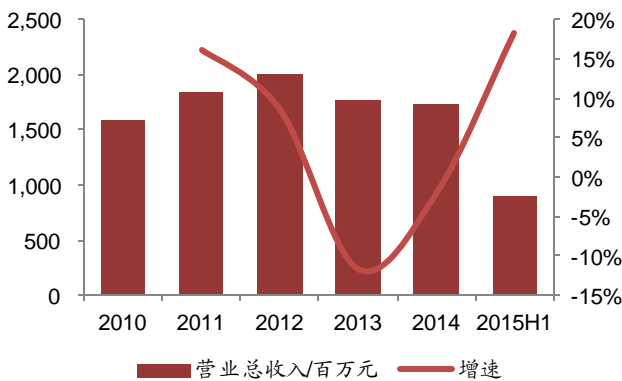
## 表 目 录

表 1: “公司+基地”模式下的管控措施.....	5
表 2: 募投项目建成前后公司产能匹配情况.....	7
表 3: 公司盈利预测假设.....	8
附表: 财务预测与估值.....	9

## 1. 公司业务向下游迈进，鸡肉产品占主导

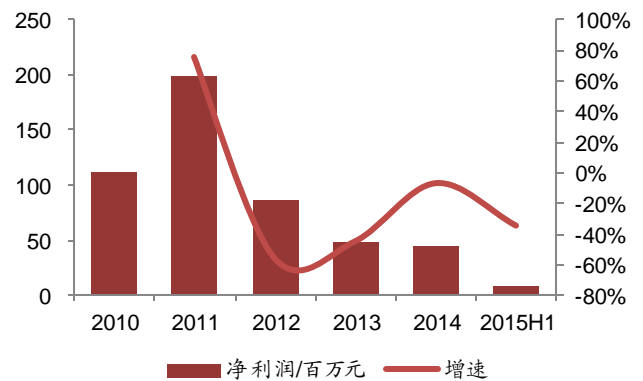
仙坛股份是集饲料加工、父母代肉种鸡饲养、商品雏鸡孵化、商品肉鸡饲养、屠宰加工和深加工于一体的全产业链覆盖的综合农牧企业。公司主营专注白羽肉鸡产业，主要产品包括商品代肉鸡和鸡肉产品（以冻鸡肉产品销售）。公司是国内肯德基、麦当劳、双汇、金锣、山东龙大等快餐业及食品加工客户的优质供应商。2015年上半年，公司实现营业收入9.04亿元，同比增长18.21%，实现归属于上市公司股东净利润为859.39万元，同比减少34.76%。

图 1: 2010-2015H1 公司营业收入及增速



数据来源: wind, 西南证券

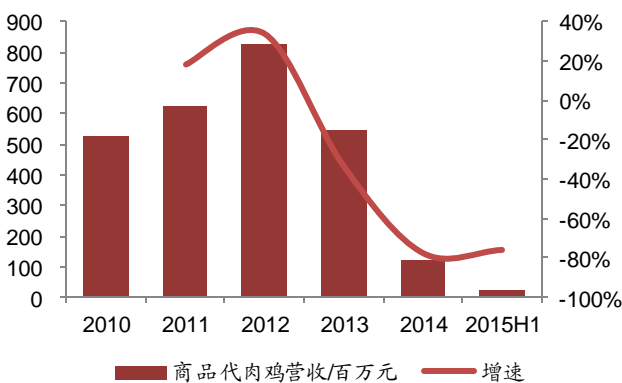
图 2: 2010-2015H1 公司净利润及增速



数据来源: wind, 西南证券

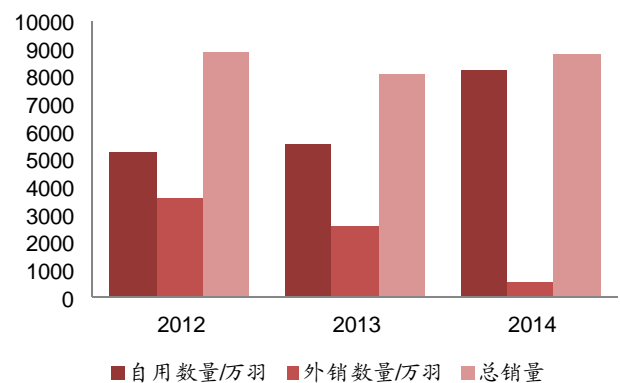
**(1) 商品代肉鸡营收情况。**2015年上半年，公司商品代肉鸡实现营业收入0.27亿元，同比减少76.15%，毛利率为5.03%，有所回升。公司商品代肉鸡销售全部采取“以产定销”的销售方式，主要通过个人中间商或由公司直接销售给其他省内屠宰加工企业。随着产品结构调整，公司商品代肉鸡销售占比逐年减少。2012-2014年商品代肉鸡外销分别是3633.79万羽、560.8万羽和557.85万羽，产销率均为100%。

图 3: 2010-2015H1 公司商品代肉鸡营收及增速



数据来源: wind, 西南证券

图 4: 2012-2014 公司商品代肉鸡销量情况

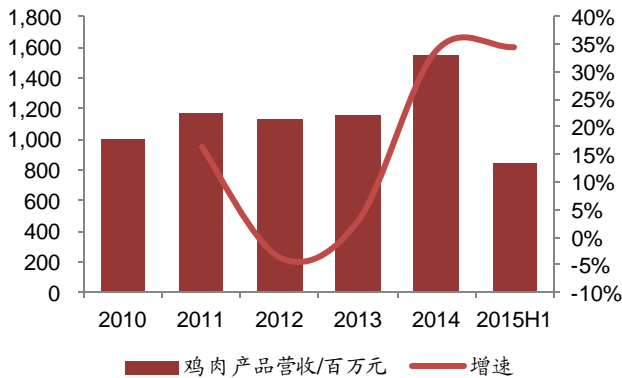


数据来源: 招股说明书, 西南证券

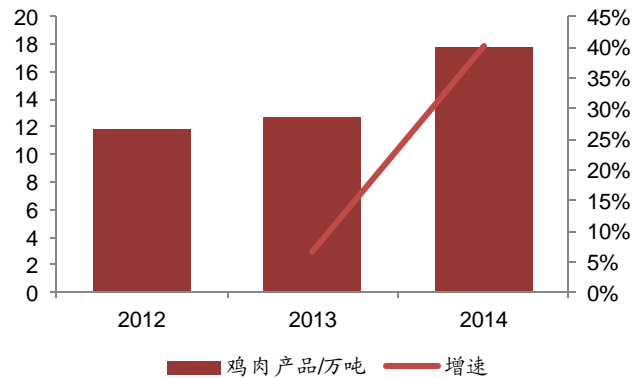
**(2) 鸡肉产品营收情况。**今年上半年，公司鸡肉产品营业收入为8.42亿元，同比增加34.37%，实现毛利3793.31万元。随着2014年生鸡屠宰加工厂建设项目的投产，公司饲养的商品代肉鸡基本全部由仙坛食品自用屠宰加工，仅有少量对外销售。从2012至2015年，可观察到公司产品结构占比有较大变化，逐年向下游倾斜。相比于2012年公司鸡肉产品占

营收比 56.55%，目前占比达到 93.16%，鸡肉产品销量也由 2012 年的 11.91 万吨增长至 2014 年 17.78 万吨。可见，公司向波动较小的鸡肉产品倾斜，从而保证公司收益的稳定性；同时商品代肉鸡与鸡肉产品之间的可转换效应，也给公司带来了更多的弹性。

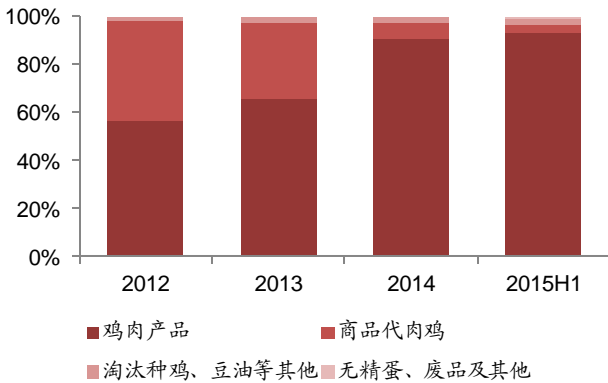
在鸡肉产品的销售模式方面，主要包括直销和经销两种方式，两者占比保持在 6:4 左右，以直销为主。其中直销客户主要是快餐业客户、食品加工企业、商业超市，经销客户主要是肉类批发市场批发商。

**图 5: 2010-2015H1 公司鸡肉产品营收及增速**


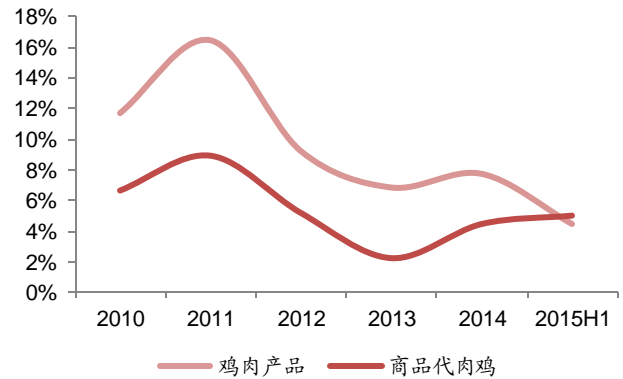
数据来源: wind, 西南证券

**图 6: 2012-2014 公司鸡肉产品销量及增速**


数据来源: 招股说明书, 西南证券

**图 7: 2012-2015H1 公司业务结构**


数据来源: wind, 西南证券

**图 8: 2010-2015H1 公司业务毛利率情况**


数据来源: wind, 西南证券

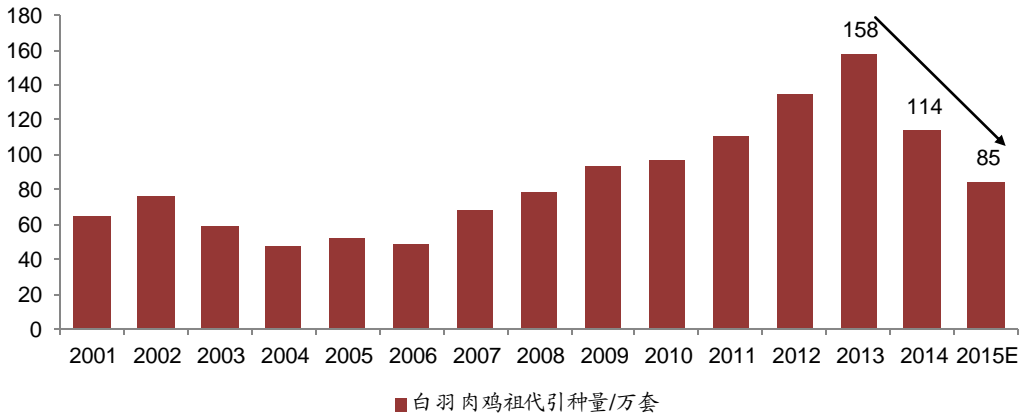
## 2. 供需结构将改善，行业景气度将上行

### 2.1 供给将收缩，肉鸡产品价格将得到改善

2013 年我国白羽肉鸡祖代引种量达到最高点 158 万套，加之禽流感事件对禽业的冲击，相关企业普遍亏损。在需求缩减，产能不降反升的局面下，行业协会等方面实行“引种总量控制方案”，从源头控制产能扩张，把控供需平衡。2014 年初见成效，引种总量控制在 114 万套。今年年初，由于美国高致病性禽流感的发生，我国发布了《关于房子美国高致病性禽流感传入我国的公告》，禁止从美国进口禽类及相关产品。该公告的发布，使得我国上半年

祖代引种量急剧下降，第一季度实际引种量为 2.6 万套，上半年共引种约 30 万套，相比于 2014 年上半年的 54 万套下降了 42.66%。在内外受限的背景下，我们预计今年全年引种量在 85 万套左右，将显著低于 100 万套的供需平衡点。

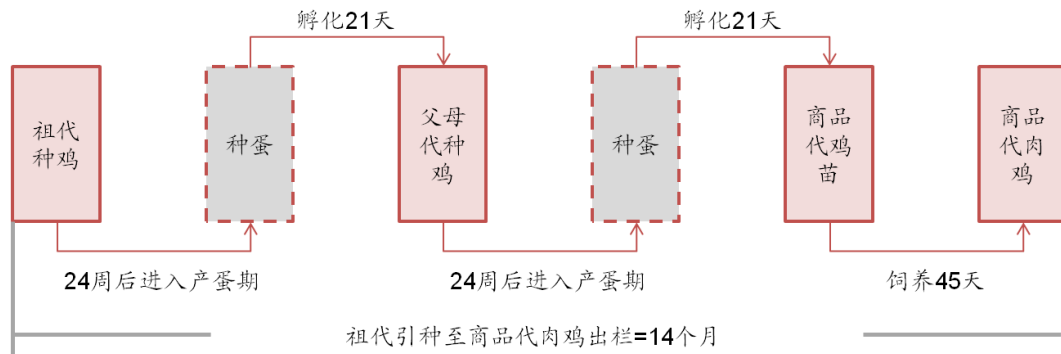
图 9: 2001-2015E 我国白羽肉鸡祖代引种量情况



数据来源: 公开信息, 西南证券

依据祖代引种至商品代肉鸡出栏周期约为 14 个月,同时 2013 年下半年引种量就开始下降的趋势判断, 2014 年下半年商品代肉鸡的产能就应该是缩减的态势。然而肉鸡存量的消化需要一定时间, 我们预计今年将完全释放掉。伴随着今年祖代引种量的急剧下降, 明后年商品代产能将得到缩减, 肉鸡产品价格和公司盈利将得到大幅改善。

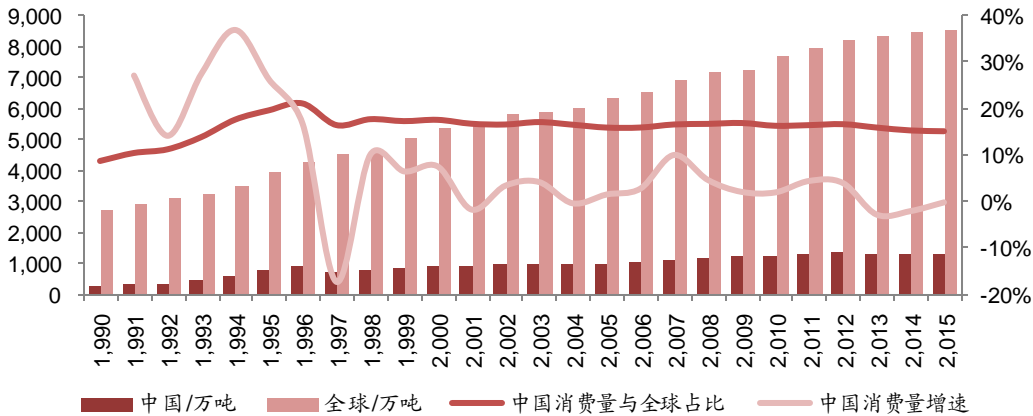
图 10: 白羽肉鸡产业链周期



数据来源: 公开信息, 西南证券

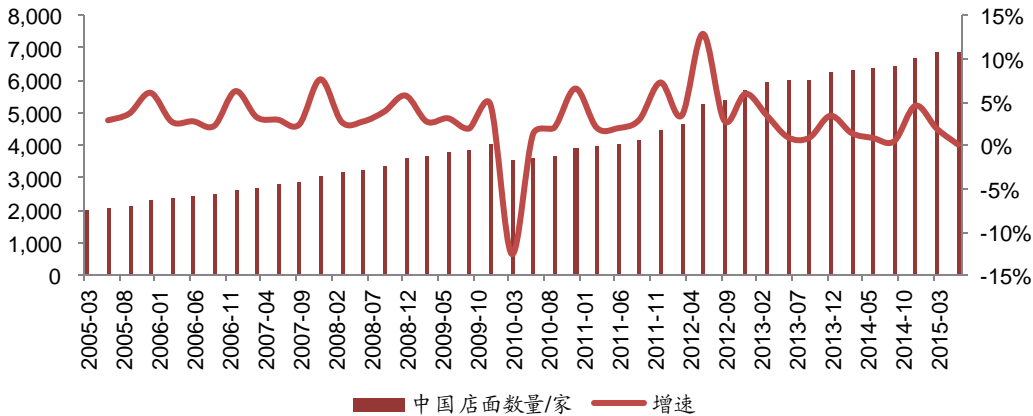
## 2.2 需求有空间, 行业景气度将缓慢上行

2015 年, 我国国内鸡肉消费量为 1289.5 万吨, 占全球消费量的 15.07%, 仅次于美国的 17.51%, 成为全球第二大鸡肉消费国。2013 年受到禽流感、速成鸡等负面因素的影响, 我国鸡肉消费量近八年来首次出现负增长, 随着负面影响的淡化, 今年消费量轻微下降, 并有回升迹象。然而我国人均鸡肉消费量却与其他国家和地区有较大的差距。2012 年, 美国、巴西、墨西哥、俄罗斯、欧盟 27 国的鸡肉人均消费量分别为 42 公斤、48 公斤、31 公斤、23 公斤、18 公斤, 而中国仅有 10 公斤/人。可见, 我国鸡肉消费量的提升仍有巨大空间, 随着收入水平和饮食习惯的改变将逐步推动鸡肉的消费。

**图 11: 1990-2015 年中国国内鸡肉消费量情况**


数据来源: wind, 西南证券

公司主要客户包括食品加工企业、快餐餐饮企业、批发市场等。2014 年, 公司前三大客户双汇、金锣、肯德基的营收占比分别为 8.91%、8.24%和 5.69%, 形成公司稳定的客户资源。截至 2015 年 6 月, 百胜餐饮集团在中国的开店数量达到 41748 家, 保持缓慢增长的态势, 并有报道称百胜中国部门仍将在今年新开至少 700 家连锁餐厅。2014 年第三季度至今年二季度, 百胜中国同店销售均同比下降分别为 14%、16%、12%、10%。同样的, 2014 年三季度至今年一季度, 双汇发展净利润同比增速保持 15% 的下降幅度, 在今年二季度有所缓和, 降幅减少为 5.48%。可见也印证了此前鸡肉消费相对疲软的现象, 但也可以看到需求虽有下降, 但降幅是趋于缓和的。结合未来供给端收缩的考虑, 行业景气度将缓慢上行。

**图 12: 2005.03-2015.06 百胜中国店面数量及增速**


数据来源: 西南证券

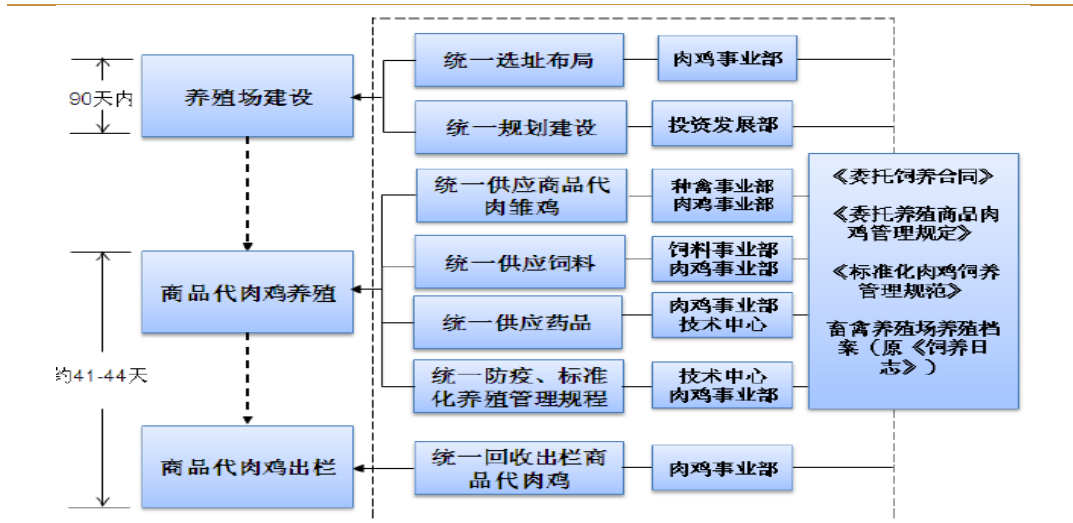


### 3. 养殖模式严格把控，产能扩张有序进行

#### 3.1 “七统一”实现紧密型合作养殖

公司对父母代肉种鸡采取自主研发，以有效保障种鸡养殖质量和种蛋品质，为商品代肉鸡养殖提供优质雏鸡供应；对商品代肉鸡养殖则采取“七统一”管理下的“公司+自养场+合作场”合作养殖模式。公司在传统的“五统一”管理的模式上增加了两个方面的统一，分别是选址和标准化管理。公司与合作养殖户签订委托饲养合同，合作养殖户根据公司的选址及建设要求建设养殖场及场区内的鸡舍，建设资金由合作养殖户自筹。公司向合作养殖户提供商品代雏鸡、饲料、疫苗、药品，最终根据饲养水平给付相应的养殖费。

图 13：公司“七统一”管理示意图



数据来源：招股说明书，西南证券

公司与全部合作养殖户签订 5 年至 30 年的委托饲养合同，长期饲养合同确保了公司肉鸡养殖的稳定性。同时，公司实施全流程有效管控，实施抵押金制度、担保人制度、流程结算价格机制、标准化养殖管理规程等。其中，抵押金制度和担保人制度对合作养殖户违约、违规养殖行为进行了前置性预防。

表 1：“公司+基地”模式下的管控措施

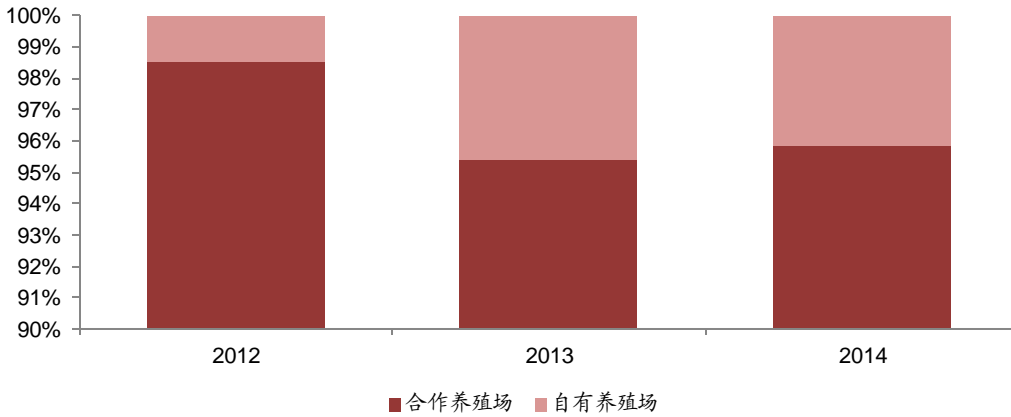
管控措施	具体措施
抵押金制度	1、合作养殖户需按其合作养殖场最高存栏量交纳 10.00 元/只的抵押金，合作养殖户可先预缴 2.00 元/只，余款由公司在养殖过程中按最高存栏量 0.5 元/只扣除，按最高存栏量扣除到 10.00 元/只时不再扣除； 2、合作养殖户扩大养殖规模，增加最高存栏规模时，抵押金相应增加。
担保人制度	1、合作养殖户与公司在签订委托饲养合同时，须由公司认可的三户以上合作养殖户或其他担保人提供不可撤销的连带责任保证担保，保证担保期自合同签订之日起到合同期限届满之日起两年。 2、如没有担保人，合作养殖户需按更高的金额缴纳抵押金。
违约金罚则	对提前解约、肉鸡成活率低于标准、延误商品代肉鸡出栏、出栏鸡只证件不齐全、出栏前停料时间不合规、合作养殖户购买存放其他非公司提供的雏鸡、饲料、药品、疫苗、养殖户间相互调剂饲料、疫病药残检验过程中作弊等情况，合同中均规定相应的违约金罚则，若出现合作养殖户违约或其他欠款情况，公司有权在合作养殖户抵押金中予以扣除。

数据来源：招股说明书，西南证券



截止 2014 年末,公司合作养殖户 1886 家,单户存栏规模基本均在 5000 羽以上。其中,公司已扶持出口禽肉备案养殖场 69 家,年出栏商品代肉鸡超过 600 万羽。在公司每年的商品代肉鸡出栏量结构中,合作养殖场贡献的出栏量占比均在 95%左右,占绝对主要地位。

图 14: 2012-2014 年公司商品代肉鸡出栏量分布情况

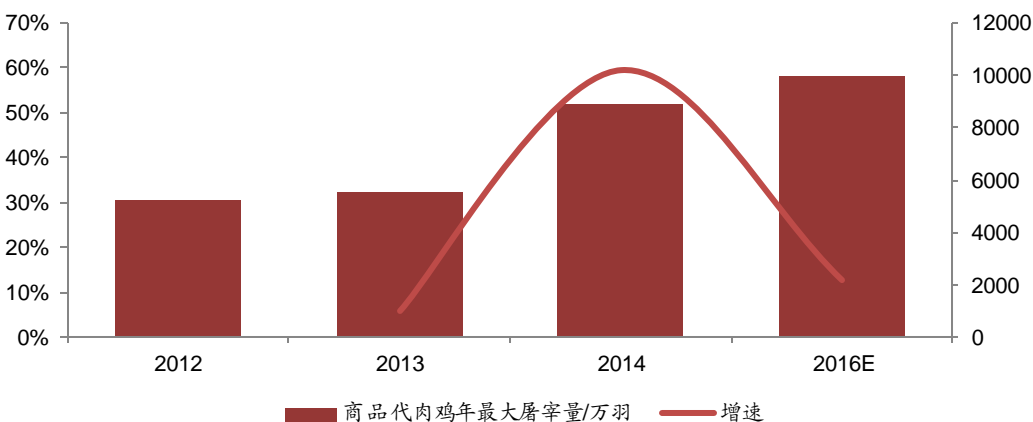


数据来源: 招股说明书, 西南证券

### 3.2 募投计划助公司屠宰产能上亿羽

公司 2014 年末,公司父母代肉种鸡年最高存栏规模可达到 123.81 万套,商品代肉鸡年最高存栏量超过 1900 万羽。其中,公司自有养殖场的最高存栏量为 84.8 万羽,同比增长 7.34%;合作养殖场的最高存栏量为 1833.13 万羽,同比增长 3.82%。在产能方面,公司商品代肉鸡年最大放养量达到 9500 万羽,养殖规模始终保持在 8000 万羽以上,2014 年出栏量达到 8788.66 万羽。另外,随着 2014 年生鸡屠宰加工厂建设项目的部分投产,公司年最大屠宰量由 5559 万羽上升到 8875 万羽,增幅近 60%。当该项目完全达产后,公司商品代肉鸡年屠宰加工产能将达到 1 亿羽,按公司 2014 年鸡肉产品出胴率等指标测算,鸡肉产品年产量超过 23 万吨。

图 15: 2012-2016E 公司商品代肉鸡年最大屠宰量情况



数据来源: 招股说明书, 西南证券

公司目前拥有 6 个商品代肉鸡自养场，合计年出栏规模超过 300 万羽。未来 3-5 年公司将继续增加投入建成 20-30 个自养场，预计全部达产后，年出栏商品代肉鸡超过 3000 万羽。此外，未来三年，公司有计划每年通过新增合作养殖场、现有合作养殖场扩大养殖规模等方式使商品代肉鸡新增出栏数超过 1000 万羽/年。

**表 2：募投项目建成前后公司产能匹配情况**

业务环节	2014 年产能	投资项目产能	合计产能	说明
饲料生产	48 万吨	8 万吨	56 万吨	1、种鸡饲料产能 6 万吨，可供 130 万套种鸡养殖； 2、商品代肉鸡饲料年产能 40 万吨可供 8000-9000 万羽商品代肉鸡养殖；公司将运用自有资金投资 8 万吨商品代肉鸡饲料项目，项目达产后年产能增至 50 万吨，可供近 1.2 亿羽商品代肉鸡养殖。
种鸡养殖	123.81 万套	—	123.81 万套	1、此表种鸡养殖产能为最大存栏规模，每套种鸡全生长周期（64-66 周）内科产种蛋约 160-176 枚左右； 2、2014 年产能含 10 万套育雏场产能
合格蛋	14800 万枚	—	14800 万枚	公司现有养殖技术水平下，种蛋合格率约 97%-98%。
受精蛋	13200 万枚	—	13200 万枚	公司现有养殖技术水平下，种蛋受精率约 88%-90%。
雏鸡孵化	12400 万枚	—	12400 万枚	公司目前有孵化设备 95 台，孵化能力达到 12400 万羽/年。
商品代肉鸡养殖	9500 万枚	1900 万羽	11400 万羽	公司将通过新增合作养殖场、增加已有合作养殖场养殖规模、自建养殖场等方式进一步扩大商品代肉鸡规模。
屠宰加工	8875 万羽	7800 万羽	10000 万羽	募集资金投资项目已于 2014 年 3 月投产，2014 年产能已包含募集资金投资项目当年贡献部分。

数据来源：招股说明书，西南证券

## 4. 未来看点：纵向深化+立体养殖模式改造

今年 6 月，公司公告拟非公开发行股票募集资金，并投入 2.33 亿元用于熟食品加工项目，实现产业链进一步向下游延伸，丰富公司产品结构增加营业收入。公司此举，一方面充分利用公司现有产品优势，另一方面有利于占有更多利润环节，获得后端较高利润率，提高市场应对能力和风险抵御能力。

同时，公司拟投入 5.25 亿元用于商品鸡饲养立体养殖技术（又称“笼养”）改造项目。相比于公司目前采用的网式饲养方式，立体养殖技术拥有三方面的优势：一是提高空间利用率，提升养殖规模，立体养殖饲养数量约为网养的 2-2.5 倍，从而节省土地资源、降低防疫成本；二是提升饲料回报率，从而减少饲料投入；三是依靠全自动养殖技术，从而降低人工成本、提高存活率。另外，立体养殖技术在环保、资源消耗方面也更有优势。可见，立体养殖技术能扩大养殖规模、降低养殖成本、提升盈利水平、减少环境污染，形成更为友好的养殖模式。我们预计立体养殖技术的实施将进一步扩大公司的养殖规模。

## 5. 盈利预测与投资建议

公司主营业务包括鸡肉产品和商品代肉鸡，随着行业去产能的结束、祖代引种的持续下降，以及需求端的缓慢回暖，我们预计今年四季度至明年行情有望好转。据此，我们预计2015-2017年公司商品代肉鸡出栏量分别为9200万羽、10000万羽和11000万羽，其中外销比例将逐年递减，预计分别为3%、2%和1%。据此，我们预计相应的鸡肉产品销量分别为20.53万吨、22.54万吨和25.05万吨，价格分别为9800元、10500元、10300元（含税价格），对应增速达到12.38%、16.28%和8.65%；相应的商品代肉鸡外销量分别为276万羽、200万羽和110万羽，每羽价格分别是21元、23元和25元，对应增速达到-52.45%、-20.63%和-40.22%。

我们预计公司2015-2017年EPS分别为0.30元、0.86元和0.72元，对应的PE分别为75倍、26倍和31倍。我们首次覆盖，给予“增持”评级。

表 3: 公司盈利预测假设

单位: 百万元	2014A	2015E	2016E	2017E
合计				
营业收入	1,715.54	1,868.50	2,160.34	2,343.01
yoy	-2.53%	8.92%	15.62%	8.46%
营业成本	1,593.88	1,748.95	1,948.67	2,142.81
毛利率	7.09%	6.40%	9.80%	8.54%
鸡肉产品				
收入	1,552.47	1,744.67	2,028.70	2,204.18
yoy	33.69%	12.38%	16.28%	8.65%
成本	1,431.78	1,639.99	1,835.97	2,027.85
毛利率	7.77%	6.00%	9.50%	8.00%
商品代肉鸡				
收入	121.90	57.96	46.01	27.50
yoy	-77.74%	-52.45%	-20.63%	-40.22%
成本	116.44	54.95	43.34	25.91
毛利率	4.48%	5.20%	5.80%	5.80%
其他				
收入	41.17	65.87	85.63	111.32
yoy	-19.48%	60.00%	30.00%	30.00%
成本	45.66	54.02	69.36	89.06
毛利率	-10.91%	18.00%	19.00%	20.00%

数据来源: wind, 西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1734.69	1889.36	2184.45	2369.16	净利润	44.34	48.00	137.77	115.31
营业成本	1602.38	1768.47	1970.42	2166.73	折旧与摊销	96.99	73.63	73.63	73.63
营业税金及附加	0.09	0.15	0.17	0.18	财务费用	17.22	5.67	6.55	7.11
销售费用	11.40	13.23	14.82	16.16	资产减值损失	8.25	3.00	0.00	0.00
管理费用	59.44	56.68	63.35	69.50	经营营运资本变动	-89.16	-17.34	-22.04	-10.84
财务费用	17.22	5.67	6.55	7.11	其他	20.46	-5.50	0.00	0.00
资产减值损失	8.25	3.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>98.11</b>	<b>107.46</b>	<b>195.92</b>	<b>185.21</b>
投资收益	5.06	2.50	0.00	0.00	资本支出	41.73	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-165.30	2.50	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-123.57</b>	<b>2.50</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>40.96</b>	<b>44.66</b>	<b>129.13</b>	<b>109.49</b>	短期借款	25.00	-239.20	-15.80	0.00
其他非经营损益	3.83	3.60	9.48	6.58	长期借款	-32.76	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>44.80</b>	<b>48.26</b>	<b>138.61</b>	<b>116.07</b>	股权融资	0.00	210.41	0.00	0.00
所得税	0.46	0.26	0.85	0.76	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	44.34	48.00	137.77	115.31	其他	-20.77	-49.43	-6.55	-7.11
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-28.53</b>	<b>-78.22</b>	<b>-22.35</b>	<b>-7.11</b>
归属母公司股东净利润	44.34	48.00	137.77	115.31	<b>现金流量净额</b>	<b>-53.97</b>	<b>31.74</b>	<b>173.56</b>	<b>178.11</b>
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	157.20	188.94	362.50	540.61	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	62.75	54.42	66.71	72.72	销售收入增长率	-2.16%	8.92%	15.62%	8.46%
存货	307.20	339.05	377.76	415.40	营业利润增长率	344.95%	9.02%	189.16%	-15.21%
其他流动资产	104.17	113.46	131.18	142.27	净利润增长率	-6.88%	8.25%	187.03%	-16.30%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	61.49%	-20.12%	68.86%	-9.12%
投资性房地产	59.21	59.21	59.21	59.21	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	635.36	568.64	501.92	435.20	毛利率	7.63%	6.40%	9.80%	8.54%
无形资产和开发支出	60.72	54.17	47.62	41.07	三费率	5.08%	4.00%	3.88%	3.92%
其他非流动资产	111.70	111.34	110.97	110.61	净利率	2.56%	2.54%	6.31%	4.87%
<b>资产总计</b>	<b>1498.32</b>	<b>1489.22</b>	<b>1657.88</b>	<b>1817.09</b>	ROE	5.52%	4.52%	11.49%	8.77%
短期借款	255.00	15.80	0.00	0.00	ROA	2.96%	3.22%	8.31%	6.35%
应付和预收款项	203.76	203.33	230.70	255.83	ROIC	5.99%	5.18%	14.42%	12.83%
长期借款	36.24	36.24	36.24	36.24	EBITDA/销售收入	8.95%	6.56%	9.58%	8.03%
其他负债	200.58	172.71	192.03	210.81	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>695.58</b>	<b>428.07</b>	<b>458.97</b>	<b>502.87</b>	总资产周转率	1.21	1.26	1.39	1.36
股本	119.50	159.35	159.35	159.35	固定资产周转率	3.36	3.14	4.09	5.06
资本公积	250.86	421.42	421.42	421.42	应收账款周转率	49.37	46.32	53.04	49.57
留存收益	432.38	480.38	618.15	733.45	存货周转率	5.73	5.47	5.50	5.46
归属母公司股东权益	802.74	1061.15	1198.91	1314.22	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	111.60%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>802.74</b>	<b>1061.15</b>	<b>1198.91</b>	<b>1314.22</b>	资产负债率	46.42%	28.74%	27.68%	27.67%
负债和股东权益合计	1498.32	1489.22	1657.88	1817.09	带息债务/总负债	41.87%	12.16%	7.90%	7.21%
					流动比率	0.96	1.79	2.24	2.53
					速动比率	0.49	0.92	1.34	1.63
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	155.18	123.96	209.32	190.23	每股收益	0.28	0.30	0.86	0.72
PE	80.97	74.80	26.06	31.14	每股净资产	5.04	6.66	7.52	8.25
PB	4.47	3.38	2.99	2.73	每股经营现金	0.62	0.67	1.23	1.16
PS	2.07	1.90	1.64	1.52	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	16.65	25.55	14.23	14.72					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与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。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

### 上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

### 北京地区

赵佳（地区销售负责人）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

### 深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn