

业绩反转在即，未来成长犹可期

投资要点

- **国内肉牛养殖扩容迫在眉睫：**由于我国传统的饮食结构导致我国目前肉类消费主要是猪肉。而随着我国与西方国家的交流逐渐频繁，我国牛肉的需求量大幅增长。我国牛肉消费量从 1990 年 110 万吨增长至 2015 年 759 万吨，增长近 7 倍。但自 2012 年开始，国内牛肉需求量大幅增长，而国内的牛肉产量却增长缓慢，从而导致国内市场的供需缺口迅速扩大。2015 年我国牛肉消费量和产量的缺口为 80 万吨，以目前国内牛肉平均价 62.5 元/公斤计算，我国仍存在 500 亿元的供需缺口。
- **澳大利亚 100 万头肉牛引进推迟：**2015 年中澳自贸协定的正式签定标志了中国从澳大利亚进口肉牛的协议的正式落地，确定我国将每年从澳大利亚进口 100 万头肉牛。而 2016 年上半年澳大利亚政府为了预防澳大利亚的肉牛养殖业发生断崖式变化，出台了新政策规定澳大利亚本地的牧场若要出口肉牛卖往中国，必须首先在当地牧场经过 6 个月的养殖期。我们认为这项新政策的出台将进一步延缓从澳大利亚引进肉牛的进度，国内牛肉供不应求的局面仍将继续。且从澳大利亚引进的 100 万头肉牛基本为普通肉牛，虽然在量上有一定弥补，但对国内高端牛肉市场的影响并不大。
- **全新安格斯牛肉产品打开成长空间：**针对国内稀缺的高档牛肉市场，2015 年公司稳步开展“以两头带中间”的战略模式，拉通国内外安格斯种牛引种通道。公司自有养殖目前规模在 2000 头安格斯牛左右，“公司+农户”养殖模式下拥有 1 万多头安格斯牛。预计 2016-2018 年年出栏量为 1500/6000/10000 头。
- **估值与评级：**我们预测公司 2016-2018 年 EPS 分别是 0.01 元、0.10 元、0.18 元，2016 年 6 月 8 日收盘价对应 2016-2018 年动态 PE 分别为 1646 倍、161 倍和 88 倍。我们认为公司借助“大肉牛”战略已经基本完成布局，今年随着安格斯牛肉的出栏以及相应的渠道建设完成将大幅提升公司盈利能力，正是迎来苦尽甘来的时代。我们看好公司在国内高端牛肉市场的发展前景，建议长期关注。
- **风险提示：**肉牛出栏规模或不达预期、肉牛价格或大幅下跌导致盈利或不达预期、销售渠道建设或不达预期、肉牛进口的行业政策或变化。

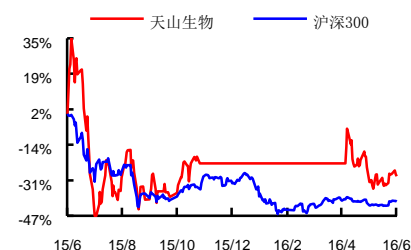
指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	246.87	365.90	628.87	896.17
增长率	102.45%	48.22%	71.87%	42.51%
归属母公司净利润 (百万元)	-35.66	1.96	20.06	36.79
增长率	-2090.95%	105.50%	925.08%	83.45%
每股收益 EPS (元)	-0.18	0.01	0.10	0.18
净资产收益率 ROE	-11.46%	0.43%	4.28%	7.71%
PE	-90	1646	161	88
PB	7.77	5.81	5.61	5.69

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振
执业证号: S1250513110001
电话: 023-63786049
邮箱: zhzh@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	2.00
流通 A 股(亿股)	2.00
52 周内股价区间(元)	12.07-31.1
总市值(亿元)	32.21
总资产(亿元)	10.59
每股净资产(元)	2.27

相关研究

目 录

1 公司概况：“大肉牛”战略，积极打造肉牛全产业链.....	1
2 “大肉牛”战略引领公司业绩腾飞.....	2
2.1 国内牛肉市场僧多粥少，肉牛养殖扩容迫在眉睫.....	2
2.2 澳大利亚肉牛引进进度暂缓，国内牛肉市场仍供不应求.....	3
2.3 万事俱备，公司安格斯产品整装待发.....	4
3 盈利预测与投资建议.....	6

图 目 录

图 1：公司 2015 年主营业务结构情况	1
图 2：公司 2015 年主营业务毛利率情况	1
图 3：公司近年来营业收入及增速	1
图 4：公司近年来归属母公司净利润及增速	1
图 5：近年来我国牛肉消费量变化情况	2
图 6：近年来我国牛肉产量变化情况	2
图 7：近年来我国牛肉产量变化情况	2
图 8：近年来我国牛肉进出口变化情况	2
图 9：近年来我国人均牛肉消费量变化情况	3
图 10：各国人均牛肉消费量对比	3
图 11：我国进口牛肉细分情况	3
图 12：公司肉牛战略	4

表 目 录

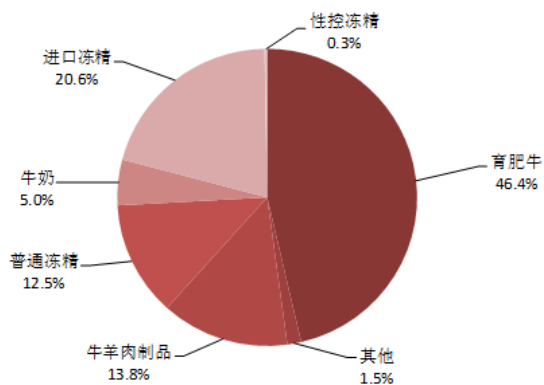
表 1：我国牛类相关产品进口国家情况	4
表 2：单头安格斯牛价格拆分情况	5
表 3：分业务收入及毛利率	6
附表：财务预测与估值	8

1 公司概况：“大肉牛”战略，积极打造肉牛全产业链

新疆天山生物（300313）于2012年4月在深圳证券交易所创业板上市。公司是我国最大的牛品种改良产品及服务提供商之一。公司依托齐全的奶牛、肉牛及乳肉兼用牛的良好基因库，通过应用良种繁育体系研究成果及性控冻精、胚胎移植等前沿遗传生物技术与产品，为牛养殖户提供集品种改良、良种繁育、育种规划、饲养管理及疫病防治等服务的综合良种繁育服务。近年来，公司逐渐意识到单纯靠冻精业务收入很有限，故公司积极向下游产业发展，13年底开始规划部署大肉牛战略。

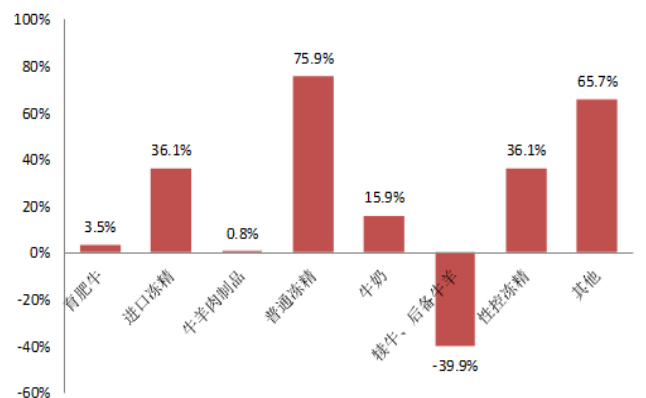
公司主营业务结构：2015年公司收入主要来自育肥牛，占比46.0%，进口冻精、牛羊肉制品和普通冻精分别占比20.6%、13.8%和12.5%，牛奶等其他产品占比7.1%。其中普通冻精的毛利率最高，达75.9%，进口冻精和性控冻精毛利率均为36.1%。

图1：公司2015年主营业务结构情况



数据来源：公司公告，西南证券

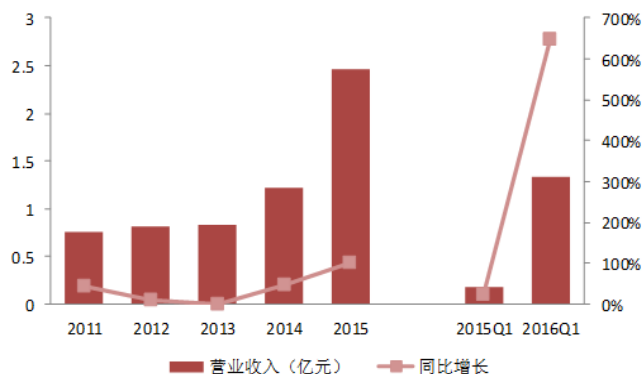
图2：公司2015年主营业务毛利率情况



数据来源：公司公告，西南证券

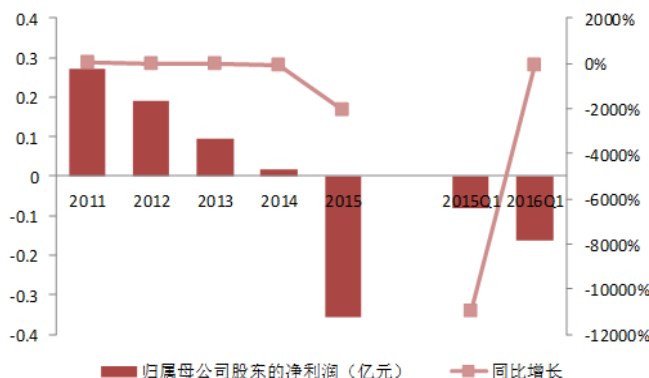
公司业绩状况：公司2016年第一季度财务报表显示，公司实现营业收入1.3亿元，较上年同期上涨648.2%，实现营业利润-0.22亿元和归属于上市公司股东的净利润-0.16亿元。公司现阶段的亏损是因为公司澳洲子公司由于初建尚不成熟且国际荷斯坦牛价下降的综合因素导致的。我们认为公司目前大肉牛战略部署已基本完成，随着公司肉牛全产业链的打通，安格斯肉牛出栏量的逐年增长，预计未来公司的盈利能力将大幅提高。

图3：公司近年来营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券

图4：公司近年来归属母公司净利润及增速



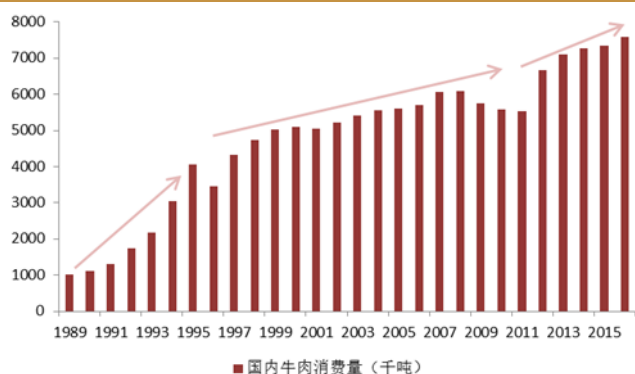
数据来源：公司公告，西南证券

2 “大肉牛”战略引领公司业绩腾飞

2.1 国内牛肉市场僧多粥少，肉牛养殖扩容迫在眉睫

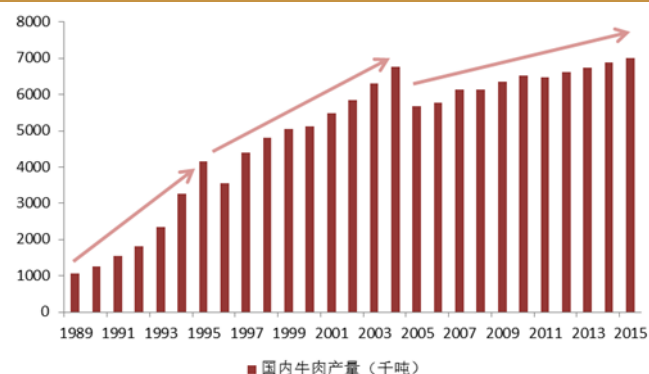
从 19 世纪 90 年代开始，我国肉牛产业就开始快速发展。至 1998 年，我国已成为世界第三大肉牛生产国。从供给端看，我国牛肉总产量基本在 600 万吨徘徊，截至 2015 年全国牛肉产量也仅有 670 万吨，增长非常缓慢。而从需求端看，我国牛肉需求量保持逐年增长的态势，而国产牛肉供给却并没有相应跟上，从而导致如今牛肉价格居高不下，走私牛肉盛行的局面，这同时也变相的说明我国牛肉市场的空间巨大。

图 5：近年来我国牛肉消费量变化情况



数据来源：wind，西南证券

图 6：近年来我国牛肉产量变化情况



数据来源：wind，西南证券

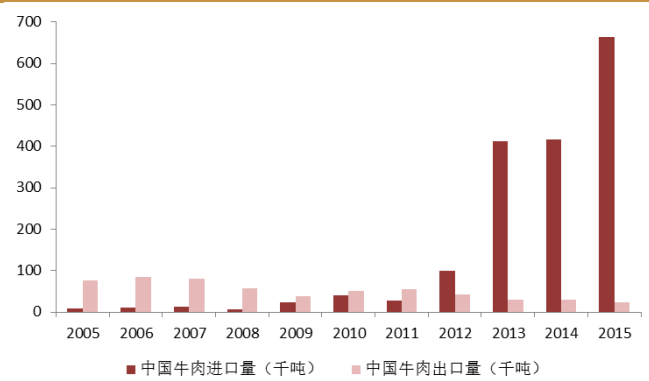
供需关系方面：从供需角度看，我国目前肉类消费主要是猪肉和禽肉。2014 年占比分别为 65.1% 和 20.1%，这主要是由于我国传统的饮食结构所导致的。而随着改革开放，我国与西方国家的交流逐渐频繁，西餐文化也渐渐渗透进中国的饮食文化之中，从而导致我国牛肉的需求量大幅增长。我国牛肉消费量从 1990 年 110 万吨增长至 2015 年 759 万吨，增长了近 7 倍。

图 7：近年来我国牛肉产量变化情况



数据来源：wind，西南证券

图 8：近年来我国牛肉进出口变化情况



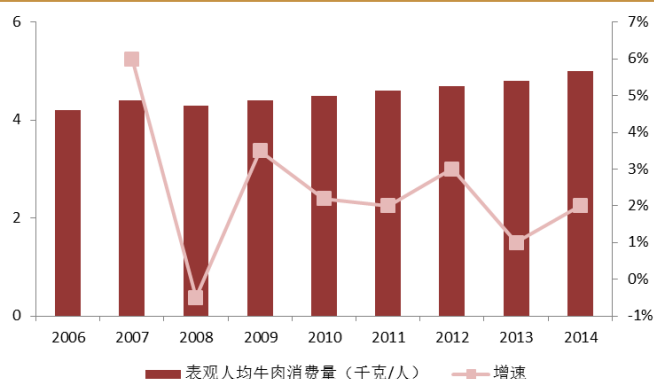
数据来源：wind，西南证券

对比我国牛肉产量和消费量的数据可以发现，在 2011 年之前我国都处于供需平衡，牛肉出口量大于进口量的情况。但自 2012 年开始，国内牛肉需求量大幅增长，而与此同时国内的牛肉产量仍保持缓慢增长的态势，从而导致国内市场的供需缺口迅速扩大。我国也从原

先的牛肉出口国家转变为牛肉进口大国。2015 年我国牛肉消费量和产量的缺口为 80 万吨，以目前国内牛肉平均价 62.5 元/公斤计算，我国仍存在 500 亿元的供需缺口，这也是直接导致我国近年来牛肉价格始终保持在高位的根本性原因。

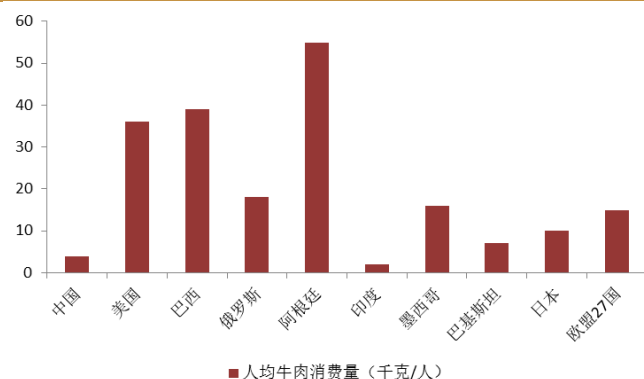
饮食结构方面：近 6 年，我国人均牛肉消费量保持稳步上升的态势。2014 年，我国人均牛肉消费量为 5.3 千克，同比增长 2.1%。

图 9：近年来我国人均牛肉消费量变化情况



数据来源：wind，中国畜牧业协会牛业分会，西南证券

图 10：各国人均牛肉消费量对比



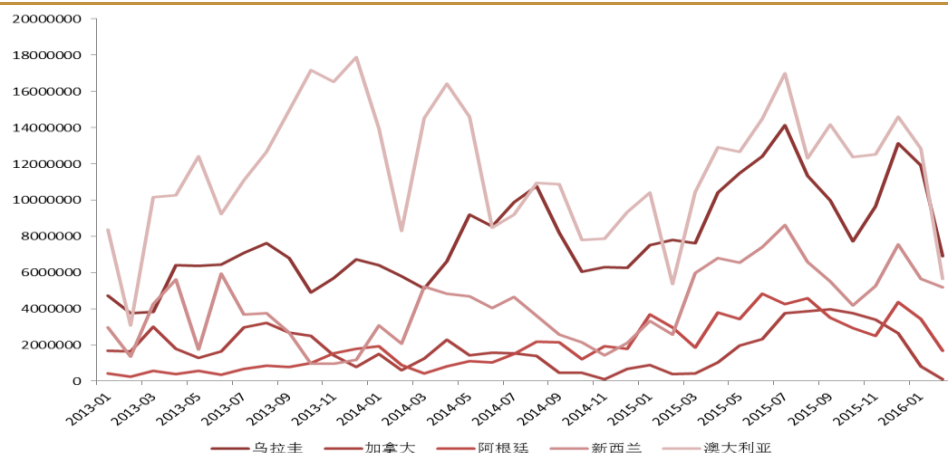
数据来源：wind，西南证券

然而通过与发达国家牛肉人均消费量对比可以发现，我国牛肉消费量虽然有所增加，但仍旧有巨大的差距。从具体数据来看，即使是与和我国文化以及饮食结构较为相近的日本相比，我国仍有一倍多的成长空间。综上所述，我国牛肉消费市场总量上至少存在一倍的成长空间，未来前景巨大；同时，目前市场供需缺口巨大，受制于牛养殖周期较长的影响，短时间内供不应求的局面难以得到有效缓解。

2.2 澳大利亚肉牛引进进度暂缓，国内牛肉市场仍供不应求

从进口国细分情况来看，我国最主要的牛肉进口来源国是澳大利亚。在价格层面，澳大利亚牛肉价格相对其他国家更为稳定，始终在 4.5 美元/千克至 5.5 美元/千克之间浮动。

图 11：我国进口牛肉细分情况



数据来源：wind，西南证券

根据国家质检总局发布的名录，目前能够正常报关进口牛肉到中国的国家只有六个：乌拉圭、阿根廷、哥斯达黎加、澳大利亚、新西兰和加拿大。

表 1：我国牛类相关产品进口国家情况

进口产品	进口国家
牛肉	澳大利亚、乌拉圭、新西兰、加拿大、阿根廷、哥斯达黎加
种牛	澳大利亚、新西兰、乌拉圭
牛精液	美国、加拿大、法国、瑞典、德国、罗马尼亚、荷兰、新西兰、澳大利亚等

数据来源：中国食品产业网，西南证券

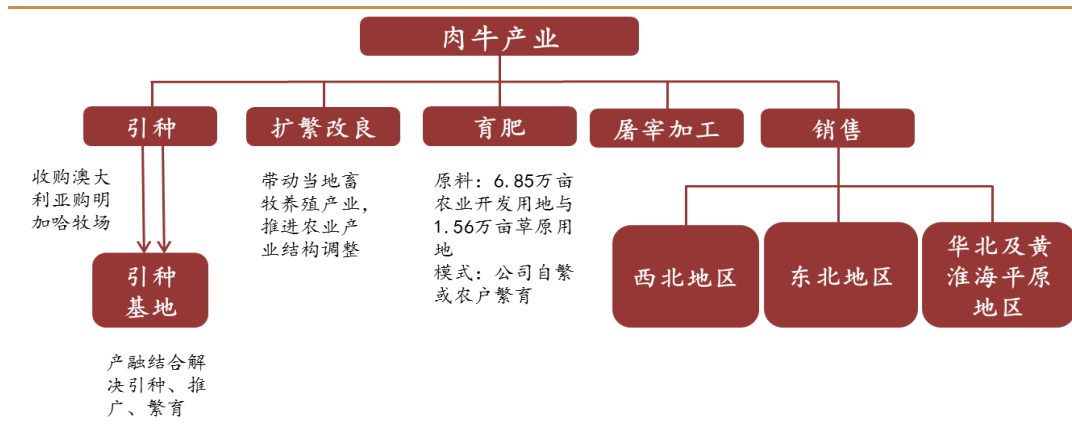
2015 年之前，我国活牛进口主要包含奶牛和种牛，进口国包括澳大利亚、新西兰、乌拉圭、罗马尼亚、智利等，而并没有放开肉牛进口。直到 2015 年 6 月，中澳自贸协定的正式签定标志了中国从澳大利亚进口肉牛的协议的正式落地。根据协议，我国将每年从澳大利亚进口 100 万头肉牛，到岸地有重庆、浙江、山东、河南、天津五地，对应输送我国的东西南北区域。今年 10 月，首批澳大利亚肉牛落地重庆，包括 150 头澳大利亚安格斯、安格斯杂交和鲍斯塔斯肉牛，价值 14.3 万美元，均价约 6000 元/头。根据重庆肉牛进口规划，2020 年将实现年进口 25 万头澳大利亚活牛、5 万吨冰鲜牛肉，综合产值达到 500 亿元。

而 2016 年上半年澳大利亚政府为了预防澳大利亚的肉牛养殖业发生断崖式变化，出台了新政策规定澳大利亚本地的牧场若要出口肉牛卖往中国，必须首先在当地牧场经过 6 个月的养殖期，否则不能向中国出口。我们认为这项新政策的出台将进一步延缓从澳大利亚引进肉牛的进度，国内牛肉供不应求的局面仍将继续。且从澳大利亚引进的 100 万头肉牛基本为普通肉牛，虽然在量上有一定弥补，但对国内高端牛肉市场的影响并不大。

2.3 万事俱备，公司安格斯产品整装待发

公司拟通过发行股份的方式，购买呼图壁县天山农业发展有限公司持有的 6.85 万亩农业开发用地使用权及地上相关配套资产、天山农牧业发展有限公司持有的 1.56 万亩草原使用权，购买资产预估值合计为 1.2 亿元。同时，公司拟募集配套资金不超过 3900 万元，用于规划改造购买的农业开发用地。

图 12：公司肉牛战略



数据来源：公司公告，西南证券

我们认为优质土地资源注入的完成将进一步奠定公司持续发展的基础，促进上市公司进一步整合土地资源，有利于加快“大肉牛战略”的推进速度，最大程度提升资源价值，从而提高公司的盈利能力和可持续经营能力，对公司业绩的提升和核心竞争能力的增强发挥长期、持续的正面效用。

针对国内稀缺的高档牛肉市场，2015 年公司稳步开展“以两头带中间”的战略模式，拉通国内外安格斯种牛引种通道，扎实做好安格斯肉牛的引种、推广以及合作客户的拓展工作，积极筹划国内终端销售网点建设布局，初步实现肉牛产业链两端业务的启动。我们认为随着居民收入水平和对食品安全关注度的提高，我国的高档牛肉市场需求逐年加大，2015 年需求量达到 7.4 万吨，国内生产高档肉牛养殖企业凤毛麟角，产能约占全国牛肉产量的 0.2%左右。牛肉行业的主要竞争还集中在低端牛肉的生产销售领域。

公司的肉牛养殖主要分为两个部分。**第一部分为公司自有养殖，目前规模在 3000 头左右，其中安格斯牛 2000 多头，其他则是高代杂交种。**第二部分为“公司+农户”养殖模式，公司通过澳洲直接引进安格斯种牛以及自己在国内的扩繁厂为农户提供能繁母牛，农户负责母牛配种及繁育环节，并将架子牛出售给公司，公司以高于市场价格 50%的收购价格回收架子牛。架子牛入栏月龄 9-14 个月，体重 250-320 公斤。通过 6-8 个月的育肥期后，商品牛 18 月龄出栏，出栏体重 700-800 公斤。**公司从 2013 年底开始引进安格斯种牛，目前规模达到 20000 多头，其中安格斯牛有 10000 多头。**

安格斯牛起源于苏格兰，与日本神户牛肉、意大利奎宁牛肉和法国夏洛莉牛肉并称为世界四大顶级牛肉。具有表现早熟，胴体品质高，出肉多等特性。一般肉牛育肥到 500 公斤后即可屠宰，出肉率在 45%-49%。安格斯牛肉一般可育肥至 700-800 公斤，最多可达到 1000 公斤，出肉率可达到 55%-60%。

表 2：单头安格斯牛价格拆分情况

品质	所占比例	销售价格（元/千克）
高档肉	15%	300
中档肉	50%	80
低档肉	35%	60
平均价		106

数据来源：中国畜牧业协会牛业分会，西南证券

经计算，安格斯牛肉的平均价大概在 106 元/千克，按照单头安格斯牛 700 千克，出肉率 55%保守计算，单头安格斯牛肉售价至少可达到 40000 元。**我们预计 2016 年公司安格斯牛肉出栏量为 1500 头，未来将保持每年 3 万头安格斯牛的引进量，预计 2016-2019 年每年出栏量为 1500/6000/10000/20000 头。**

在销售渠道方面，公司目前已经完成北京和上海社区和加盟店的渠道建设，计划 2016 年末实现疆内直营（超市店）数量达到 30 家，与国内知名商超建立合作关系，疆外开设辐射全国七大区域的旗舰店，打造辐射全国主要区域的肉品分销体系，为安格斯肉品后期上市铺垫基础。

3 盈利预测与投资建议

安格斯牛：未来将保持每年3万头安格斯牛的引进量，预计2016-2018年每年出栏量为1500/6000/10000头。按每头55%的出肉率和106元的均价保守计算2016-2018年对应收入为6千万元、2.4亿元、4.1亿元。

公司冻精业务为公司原有主营业务，体系发展较为成熟，销售渠道涵盖全国31个省份，国内市场份额约为20%左右。我们预测2016-2018年公司普通冻精业务增长速度为20%，20%，20%。

公司育肥牛业务主要分为两部分，一部分是从澳大利亚引进种牛在国内进行销售，鉴于今年荷斯坦奶牛价格已经跌到底部，因此成本会有所下降，并且我们看好未来乳制品价格回升所带来的荷斯坦牛价格上升。第二部分是公司在市场上收购牛犊育肥后再进行销售。由于去年公司投入建设养殖基地的缘故，导致公司育肥牛业务成本中超过50%为设备建设费用。而今年公司基地基本已经建造完成，因此同样成本会有所下降。因此我们预测公司2016-2018年育肥牛业务增速为35%，36%，37%，对应毛利率为9%，11%，13%。

表3：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2014A	2015E	2016E	2017E
合计	收入	246.9	365.9	628.9	896.2
	增速	105.04%	48.22%	71.87%	42.51%
	毛利率	20.10%	23.43%	26.64%	27.23%
育肥牛	收入	113.56	153.31	208.50	285.64
	增速	3685.33%	35.00%	36.00%	37.00%
	毛利率	3.48%	9.00%	11.00%	13.00%
进口冻精	收入	50.48	53.00	55.65	58.44
	增速	11.56%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	36.09%	38.00%	43.00%	43.00%
普通冻精	收入	30.58	36.70	44.04	52.84
	增速	-17.42%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	75.87%	73.00%	79.00%	82.00%
性控冻精	收入	0.69	0.72	0.83	0.96
	增速	-83.65%	5.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	56.52%	56.00%	56.00%	56.00%
牛羊肉制品	收入	33.80	40.56	48.67	58.41
	增速	372.73%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	0.80%	3.00%	6.00%	9.00%
牛奶	收入	12.20	14.76	18.01	22.15
	增速	19.73%	21.00%	22.00%	23.00%
	毛利率	15.82%	15.00%	19.00%	21.00%
犊牛，后备牛羊	收入	1.87	2.15	2.47	2.84
	增速	-85.68%	15.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	-40.11%	3.00%	10.00%	15.00%

单位：百万元		2014A	2015E	2016E	2017E
安格斯牛	收入	0	60	244.9	408
	增速	0		308.2%	66.6%
	毛利率	0	30%	30%	30%
其他	收入	3.69	4.7	5.8	6.9
	增速	638%	27.4%	23.4%	20.0%
	毛利率	65.7%	66.0%	67.2%	66.7%

数据来源：西南证券

我们预测公司 2016-2018 年 EPS 分别是 0.01 元、0.10 元、0.18 元，2016 年 6 月 8 日收盘价对应 2016-2018 年动态 PE 分别为 1646 倍、161 倍和 88 倍。

我们认为公司借助“大肉牛”战略已经基本完成布局，今年随着安格斯牛肉的出栏以及相应的渠道建设完成将大幅提升公司盈利能力，正是迎来苦尽甘来的时代。我们看好公司在国内高端牛肉市场的发展前景，建议长期关注。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	246.87	365.90	628.87	896.17	净利润	-47.50	2.36	24.56	43.69
营业成本	197.23	280.17	461.36	652.11	折旧与摊销	19.31	41.85	41.85	41.85
营业税金及附加	0.35	0.51	0.87	1.24	财务费用	12.59	7.93	11.93	19.43
销售费用	22.30	30.37	50.31	67.21	资产减值损失	9.82	1.50	1.30	1.00
管理费用	48.74	65.86	106.91	143.39	经营营运资本变动	-147.07	8.44	-220.20	-144.16
财务费用	12.59	7.93	11.93	19.43	其他	-47.20	-21.08	-27.40	-33.09
资产减值损失	9.82	1.50	1.30	1.00	经营活动现金流净额	-200.05	40.99	-167.97	-71.28
投资收益	-4.72	19.50	26.00	32.00	资本支出	-160.70	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.13	0.08	0.10	0.09	其他	96.46	19.77	26.08	32.08
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-64.23	19.77	26.08	32.08
营业利润	-48.77	-0.86	22.30	43.87	短期借款	203.57	-116.91	290.26	243.18
其他非经营损益	1.92	3.51	5.88	7.62	长期借款	14.52	0.00	0.00	0.00
利润总额	-46.85	2.64	28.18	51.49	股权融资	31.15	39.00	0.00	0.00
所得税	0.65	0.29	3.62	7.80	支付股利	-4.55	90.50	-4.97	-50.90
净利润	-47.50	2.36	24.56	43.69	其他	34.03	-4.52	-11.93	-19.43
少数股东损益	-11.84	0.40	4.50	6.90	筹资活动现金流净额	278.72	8.07	273.37	172.85
归属母公司股东净利润	-35.66	1.96	20.06	36.79	现金流量净额	15.54	68.84	131.48	133.65
资产负债表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E	财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	114.11	182.95	314.43	448.09	成长能力				
应收和预付款项	146.01	180.16	323.41	450.70	销售收入增长率	102.45%	48.22%	71.87%	42.51%
存货	206.16	292.86	482.25	681.63	营业利润增长率	-13211.4%	-101.77%	2489.88%	96.79%
其他流动资产	2.86	3.91	6.66	9.46	净利润增长率	-2355.14%	-95.04%	942.04%	77.93%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-237.64%	190.02%	55.50%	38.24%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	383.32	342.41	301.51	260.61	毛利率	20.11%	23.43%	26.64%	27.23%
无形资产和开发支出	22.86	22.31	21.75	21.19	三费率	33.88%	28.47%	26.90%	25.67%
其他非流动资产	36.59	36.20	35.82	35.43	净利率	-19.24%	0.64%	3.90%	4.88%
资产总计	911.91	1060.79	1485.82	1907.10	ROE	-11.46%	0.43%	4.28%	7.71%
短期借款	299.61	182.70	472.96	716.14	ROA	-5.21%	0.22%	1.65%	2.29%
应付和预收款项	120.14	239.29	329.64	488.80	ROIC	-6.83%	0.88%	3.41%	4.68%
长期借款	14.52	14.52	14.52	14.52	EBITDA/销售收入	-6.83%	13.37%	12.10%	11.73%
其他负债	63.05	70.16	95.00	121.14	营运能力				
负债合计	497.32	506.67	912.11	1340.60	总资产周转率	0.32	0.37	0.49	0.53
股本	186.95	200.05	200.05	200.05	固定资产周转率	0.81	1.01	1.95	3.19
资本公积	173.92	199.82	199.82	199.82	应收账款周转率	5.62	5.07	5.21	4.89
留存收益	26.30	118.76	133.85	119.74	存货周转率	1.35	1.12	1.19	1.12
归属母公司股东权益	351.31	490.44	505.53	491.42	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	94.80%	—	—	—
少数股东权益	63.29	63.69	68.19	75.09	资本结构				
股东权益合计	414.60	554.12	573.71	566.51	资产负债率	54.54%	47.76%	61.39%	70.29%
负债和股东权益合计	911.91	1060.79	1485.82	1907.10	带息债务/总负债	63.16%	38.92%	53.45%	54.50%
					流动比率	1.04	1.43	1.30	1.23
					速动比率	0.58	0.80	0.74	0.70
					股利支付率	-12.75%	-4625.6%	24.76%	138.34%
					每股指标				
					每股收益	-0.18	0.01	0.10	0.18
					每股净资产	2.07	2.77	2.87	2.83
					每股经营现金	-1.00	0.20	-0.84	-0.36
					每股股利	0.02	-0.45	0.02	0.25
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	-16.87	48.92	76.07	105.16					
PE	-90.32	1646.22	160.59	87.54					
PB	7.77	5.81	5.61	5.69					
PS	13.05	8.80	5.12	3.59					
EV/EBITDA	-188.61	65.46	44.19	33.00					
股息率	0.14%	—	0.15%	1.58%					

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

北京地区

赵佳（地区销售总监）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

广深地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

赵晨阳（上海办公）

021-68416926

15821921712

zcy@swsc.com.cn