

雪榕生物 (300511)

一竞争加剧利于集中度提升

投资评级 增持 评级调整 首次评级 收盘价 44.92 元

事件:

公司公布了 2016 年年报, 报告期, 实现营业收入为 9.99 亿元, 较上年同期下降 1.99%, 实现归属于母公司所有者的净利润为 1.05 亿元, 较上年同期下降 15.03%; 基本每股收益为 0.76 元, 较上年同期下降 30.91%。

结论:

长期来看, 我国食用菌工厂化水平提升是大趋势, 公司在金针菇领域具有绝对的规模和技术优势且这种优势有望复制到其他食用菌品类上。当前, 行业供需失衡, 产能投放快于消费增长。同时, 公司为次新股, 估值面临调整。因此, 给予公司“增持”投资评级。

正文:

1、单价下降拖累业绩增长。报告期内, 公司实现主营产品销量为 157695 吨(yoy12%), 折合单价为 6248 元/吨 (yoy-12.4%), 价格下降冲减了销量增长对收入的贡献。

2、成本降低缓冲业绩下滑。报告期内, 公司主营产品单位成本为 4849 元/吨 (yoy-7.4%)。究其原因, 我们认为玉米价格下跌将带动玉米芯、米糠等产品的价格下降。剔除成本下降因素的影响, 报告期内公司主营产品毛利率降幅将更大, 显示出行业竞争激烈。

3、低成本加剧行业竞争态势。基于我国粮价市场化改革预期, 成本红利仍将持续, 某种程度上缓解了散户种植的成本压力, 工厂化与散户之间的竞争态势更加激烈。同时, 近几年我国工厂化产能增长较快, 短期供给与

发布时间: 2017 年 3 月 15 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	77.18/24.22
上证指数/深圳成指	3239.33/10531.73
50 日均成交额(百万元)	64.50
市净率(倍)	5.25
股息率	0.33%

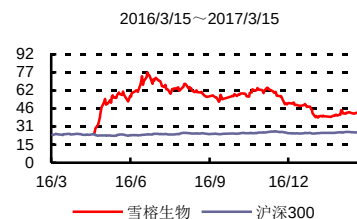
基础数据

流通股(百万股)	37.50
总股本(百万股)	150.00
流通市值(百万元)	1684.50
总市值(百万元)	6738.00
每股净资产(元)	8.55
净资产负债率	91.30%

股东信息

大股东名称	杨勇萍
持股比例	40.02%
国元持仓情况	

52 周行情图



相关研究报告

联系方式

研究员: 周家杏
执业证书编号: S0020511030015
电 话: 021-51097188-1920
电 邮: zhouliaxing@gyzq.com.cn
地 址: 中国安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券 (230000)

需求的失衡导致产品价格一路下滑。由于我国食用菌行业处于充分竞争阶段，且工厂化生产属于重资产投入，未来行业的竞争将更多体现在成本控制上。未来，我国工厂化食用菌的成长空间主要来源于：1) 食用菌消费量的平稳提升；2) 对散户种植的取代。参考我国大农业近20年的发展轨迹，规模化是贯穿其中的主线之一，规模化提升的路径主要有行政干预（基于环保压力等）和市场调节两种，其中，市场自身调节是规模化提升的主要方法。对于我国食用菌规模化提升，我们的认识如下：1) 价格战是行业产能重新分配过程中不可避免的，在没有行政干预的前提下，只有经历行业低谷才能实现行业产能整合，行业规模提升；2) 价格战格局下，如何降低成本成为关键因素。基于我国大城市土地、人工、财税等生产要素不具有优势，结合国家精准扶贫工程，行业产能布局面临从中大型城市向小城镇转移；3) 品牌化是行业发展必然趋势。我国传统食用菌行业门槛较低，这就决定工厂化规模的提升必将是个缓慢的过程，但品质提升带动的行业品牌化发展趋势必将会来临；4) 食用菌工厂化企业未来赢得市场必须通过成本端的下降和收入端的提升。成本端的下降可以通过规模增加、技术提升、产能布局、融资成本（融资途径）等实现，收入端的提升可以通过产品品质提升，精深加工增加，走品牌化路线等来实现。

4、盈利预测与投资建议。基于公司长春、威宁金针菇产能和大方海鲜菇、杏鲍菇产能处于释放期，规模效应增强，同时公司外省产能占比进一步提高、原材料成本红利持续存在，成本下降可以持续。未来，随着公司产能规模不断增大以及产品结构优化，成本的降低有望弥补价格下降对利润的稀释。在行业景气下滑阶段，公司能够保持利润稳定同时扩大产能规模，提升市场占有率，有利于公司长远发展。我们预计公司17/18年EPS分别为0.80元和1.04元，当前股价对应2017年PE为56倍，给予公司“增持”投资评级。

国元证券投资评级体系：

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
	二级市场评级		
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 ±5%之间	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具有以下业务资质：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn