

猪价下行影响短期业绩, 肉制品业务谋求新发展

投资要点

- **事件:** 近期, 我们对龙大肉食进行调研, 就公司经营情况与未来发展战略与管理层进行了交流。
- **生猪产业链全布局, 经营规模持续扩张:** 龙大肉食是山东省生猪屠宰加工龙头企业, 公司主营业务为生猪养殖、生猪屠宰和肉制品加工, 公司屠宰加工行业具备较强的竞争力, 经过多年发展, 成为一家集种猪繁育、生猪养殖、屠宰分割、肉制品加工及销售以及食品安全检测为一体的“全产业链”布局企业。2012-2016年, 公司收入复合增速达 21.0%, 归母净利润复合增速达 21.5%, 持续的业绩增长主要得益于公司养殖和屠宰加工业务的产能提升以及在华东、华中等地区的持续扩张。
- **猪价进入下行通道影响公司短期业绩:** 2016 年公司生猪出栏量 27.5 万头, 生猪屠宰量 234 万头。预计 2017 及 2018 年猪价处于下行通道, 公司养殖业务盈利能力下降, 生猪屠宰业务毛利率提升, 鉴于公司生猪出栏量较大, 短期养殖业务对整体利润影响比屠宰业务更强, 预计 2017 年全年养殖和屠宰业务总体盈利能力将低于 2016 年。未来龙大肉食将继续做强屠宰加工主业, 根据不同地区的消费特征, 持续扩大业务区域版图, 提高品牌影响力和市占率。
- **产品和渠道结构双优化, 肉制品有望成为全新增长点:** 随着消费者消费水平的提高, 人们追求更健康、更安全的饮食方式和食材。公司未来将从两个方面做大、做强肉制品板块: (1) 产品转型: 增加肉制品品类的休闲食品, 如泡椒猪皮、鸡爪子、卤蛋等; (2) 重点发展餐饮供应链: 公司从 2015 年年底开始以“中央厨房”形式为餐饮客户提供服务, 目前已经成为盘古、汉拿山、百胜中国、泉盛上海餐饮、永和大王等热门餐饮公司的供应商, 龙大肉食通过专业化的服务为餐饮客户提供高附加值产品进而提高肉制品毛利率水平。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2017-2019 年收入为 58 亿元、61 亿元、63 亿元, 归母净利润分别为 2.2 亿元、2.3 亿元、2.6 亿元, 对应动态 PE 为 38 倍、35 倍和 32 倍。考虑到公司未来冷鲜肉和冷冻肉产品将持续拓展目标市场区域, 肉制品将通过产品升级和渠道优化打开全新市场、提高盈利能力, 给予龙大肉食 2017 年 42 倍 PE, 对应目标价 20.58 元, 首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示:** 母猪补栏情况或不及预期; 生猪疫病。

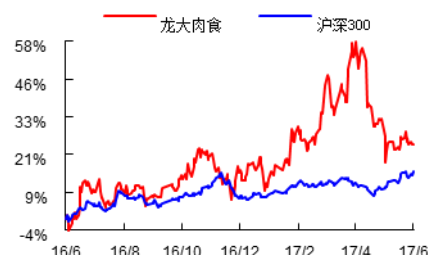
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	5450.05	5834.36	6098.67	6306.09
增长率	27.62%	7.05%	4.53%	3.40%
归属母公司净利润(百万元)	232.75	217.45	234.15	255.78
增长率	100.94%	-6.58%	7.68%	9.24%
每股收益 EPS(元)	0.52	0.49	0.53	0.58
净资产收益率 ROE	12.69%	10.97%	10.89%	10.95%
PE	35	38	35	32
PB	4.43	4.10	3.78	3.48

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
联系人: 李光歌
电话: 021-68415523
邮箱: lgg@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)	4.45
流通 A 股(亿股)	1.09
52 周内股价区间(元)	14.28-23.44
总市值(亿元)	81.97
总资产(亿元)	23.61
每股净资产(元)	4.15

相关研究

目 录

1 公司概况：生猪产业链全布局，经营规模持续扩张.....	1
2 猪价下行影响短期业绩，产品和渠道升级促进长期增长	3
2.1 猪价进入下行通道，养殖盈利能力随之下降	3
2.2 猪价进入下行通道，屠宰加工业务盈利改善	5
2.3 产品和渠道结构双优化，肉制品有望成为全新增长点.....	8
3 盈利预测与估值.....	8
4 风险提示	10

图 目 录

图 1：公司主营业务范围	1
图 2：公司股权结构图	1
图 3：公司 2016 年主营业务结构情况	2
图 4：公司 2011 年以来主营业务销售区域结构	2
图 5：公司 2012 年以来营业收入及增速（右轴）	2
图 6：公司 2012 年以来归母净利润及增速（右轴）	2
图 7：我国猪肉进口比例	3
图 8：我国肉类消费结构（单位：万吨）	3
图 9：生猪出栏量及同比（右轴）	4
图 10：生猪存栏量及同比（右轴）	4
图 11：生猪价格（元/kg）	4
图 12：母猪存栏量及同比（右轴）、环比增速（右轴）	5
图 13：猪价与猪粮比	5
图 14：生猪价格及猪肉价格走势	6
图 15：生猪与猪肉价差（右轴）与猪价的关系	6
图 16：各相关企业屠宰业务的毛利率走势	7
图 17：能繁母猪存栏量	7
图 18：公司 2016 年渠道结构	8
图 19：公司历年来各产品毛利率比较	8

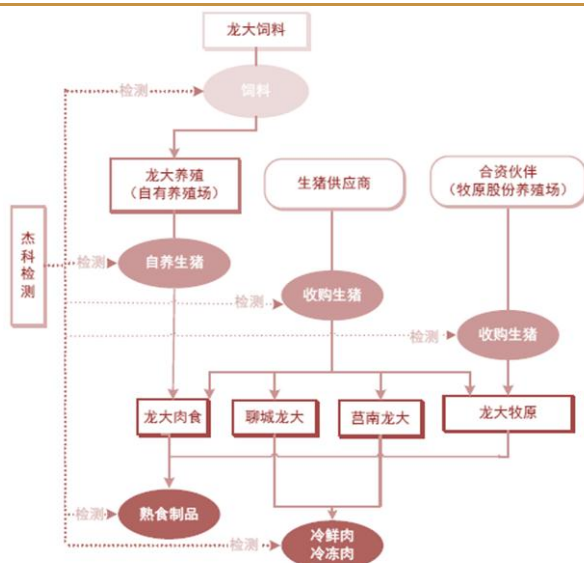
表 目 录

表 1：龙大肉食各产品收入及毛利预测	9
表 2：A 股肉制品上市公司比较	10
附表：财务预测与估值	11

1 公司概况：生猪产业链全布局，经营规模持续扩张

龙大肉食是山东省生猪屠宰加工龙头企业，公司主营业务为生猪养殖、生猪屠宰和肉制品加工，主要产品为生猪、冷鲜猪肉、冷冻猪肉、熟食制品（中式卤肉制品、低温肉制品），其中大部分生猪供内部屠宰加工用。公司在猪肉屠宰加工行业中具备较强的竞争力，经过多年发展，成为一家集种猪繁育、生猪养殖、屠宰分割、肉食品加工及销售以及食品安全检测为一体的“全产业链”布局企业。

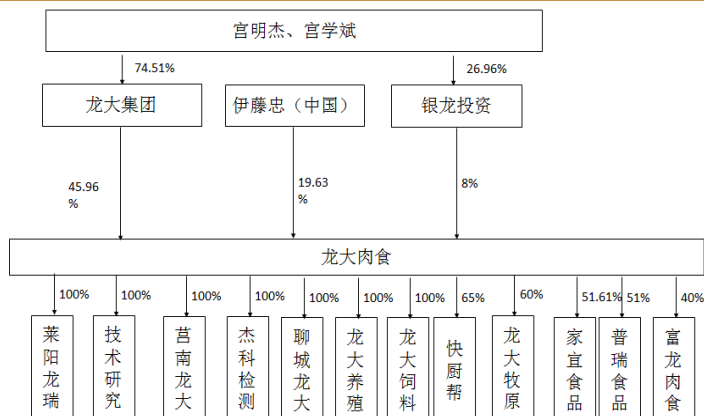
图 1：公司主营业务范围



数据来源：招股说明书，西南证券整理

公司股权结构：公司是中外合资企业，大股东为龙大集团，公司实际控制人为宫明杰和宫学斌父子，二人通过龙大集团、银龙投资合计控制公司 53.96%的股权。其中宫明杰为公司前任董事长，于 2017 年 5 月 16 日辞职，新任董事长为原龙大肉食副总经理、董事会秘书纪鹏斌，新任董事长对于公司的管理和经营有着独到的理解和认识，未来有望带领全公司迈向新的台阶。

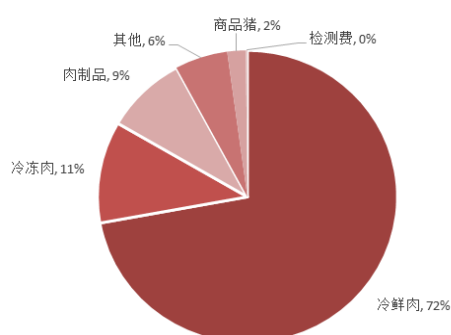
图 2：公司股权结构图



数据来源：公司公告，西南证券整理

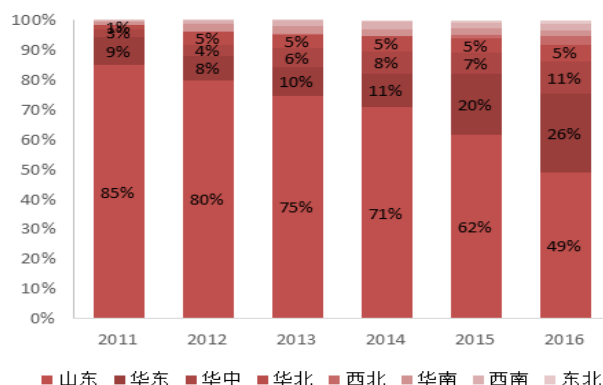
公司主营业务结构：生猪屠宰始终是公司收入的主要来源，在此基础上公司对产业链上其他环节如饲料、畜禽养殖、肉制品进行延伸。从 2016 年的收入结构来看，冷鲜肉和冷冻肉占公司收入比例达到 83% 以上，尤其冷鲜肉，收入占比超过 70%。从区域结构来看，公司接近 50% 营收来自山东省省内，主要因为公司地处山东省烟台市，运输半径的限制使得山东市场成为公司第一大收入来源。龙大肉食最近几年将目标市场扩大至其他区域，并且在很多区域已经取得了较好的成绩，其中华东地区目前是公司的第二大市场，收入占比已经由 2011 年的 9% 左右提升到目前的 26% 左右；华中地区目前是公司第三大市场，收入占比由 2011 年的 3% 左右提升到 11%。未来公司还将根据不同地区的消费特征，持续扩大业务区域版图，提高品牌影响力和市占率。

图 3：公司 2016 年主营业务结构情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

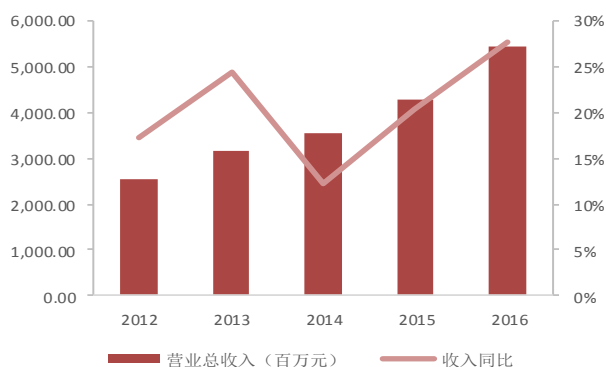
图 4：公司 2011 年以来主营业务销售区域结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

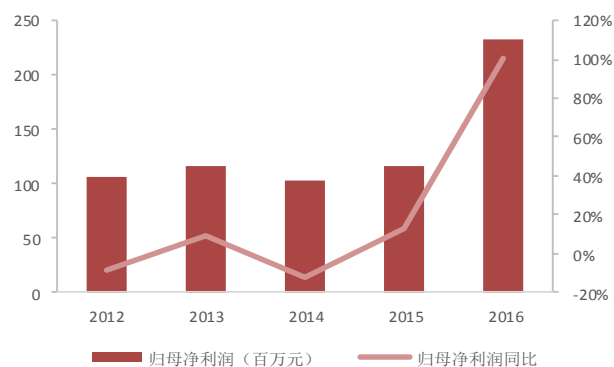
公司业绩状况：2012-2016 年，龙大肉食收入复合增速为 21.0%，归母净利润复合增速为 21.5%。自 2012 年起公司的收入规模稳步提升，主要受益于养殖和屠宰加工业务的产能提升以及在华东、华中等地区的持续扩张。龙大肉食 2016 年实现营业收入约 54.5 亿元，同比增加 27.6%，归母净利润 2.3 亿元，同比增加 100.9%，利润增速大幅超过收入增速的主要原因在于 2016 年生猪价格维持高位，公司生猪养殖业务净利润大幅增加，全资子公司烟台龙大养殖 2016 年实现净利润 1.95 亿元，2015 年该子公司实现净利润约 5600 万元。未来公司将不断做大做强肉制品业务板块，通过不断优化产品结构及渠道结构提升经营效率。

图 5：公司 2012 年以来营业收入及增速（右轴）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：公司 2012 年以来归母净利润及增速（右轴）



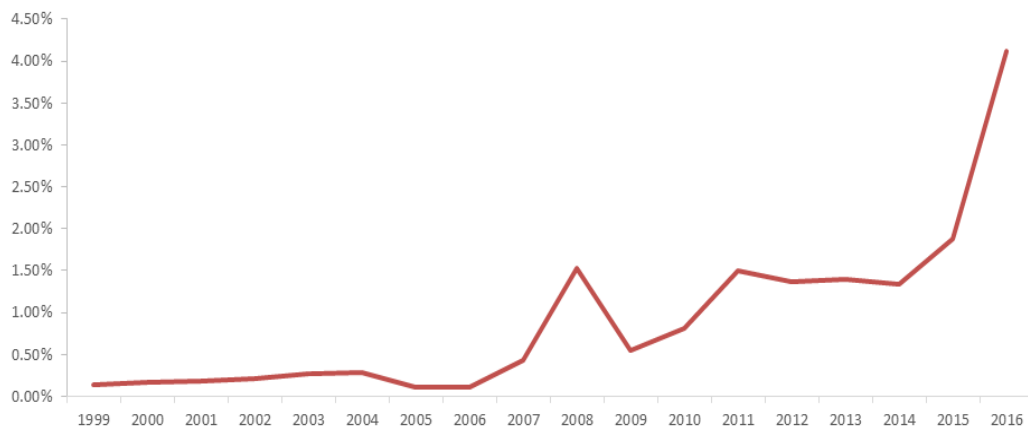
数据来源：公司公告，西南证券整理

2 猪价下行影响短期业绩，产品和渠道升级促进长期增长

2.1 猪价进入下行通道，养殖盈利能力随之下降

我国生猪养殖行业是相对封闭的市场，自给比例在 95% 以上，进出口对国内生猪和猪肉供需影响较为有限，因此国内生猪及猪肉价格主要由国内的供需关系决定。

图 7：我国猪肉进口比例



数据来源：wind，西南证券整理

从国内消费者肉类消费结构来看，猪肉目前是我国第一大肉类消费品种，且年消费量较为稳定，维持在 5000 万吨左右。因此猪价的影响因素主要来自生猪供给量的变化。

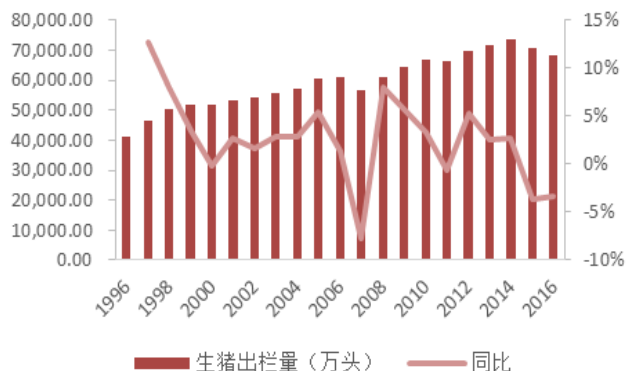
图 8：我国肉类消费结构（单位：万吨）



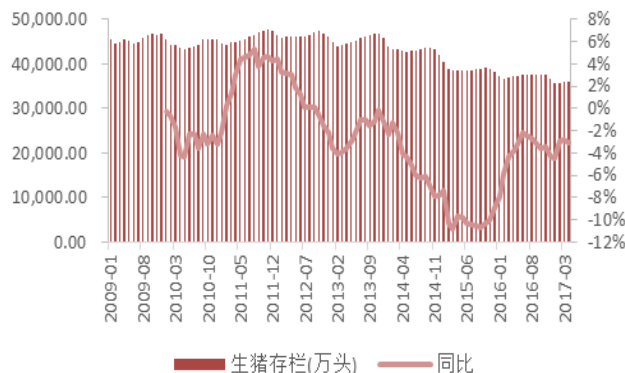
数据来源：wind，西南证券整理

生猪行业的供给及价格是有规律可循的，即“猪周期”。“猪周期”的形成原因在于国内养殖行业集中度较低，公开资料显示我国生猪出栏量 500 头以上的企业占比不到 30%，而美国已经达到 80% 以上。小养殖场及散户养殖数量较多，小养殖场和散户难以判断生猪的供需关系和猪价未来走势，因此会出现猪价上涨时，小养殖场和散户盈利状况较好，扩大养殖规模，一定时间后（一般 1 年左右）行业供给扩大，行业供需呈现供大于求的局面，导致猪

价下跌；在猪价下跌过程中散户盈利状况较差，养殖盈利下降直至亏损，小养殖场及散户退出，供给缩减，猪价上升，如此反复。

图 9：生猪出栏量及同比（右轴）


数据来源：wind，西南证券整理

图 10：生猪存栏量及同比（右轴）


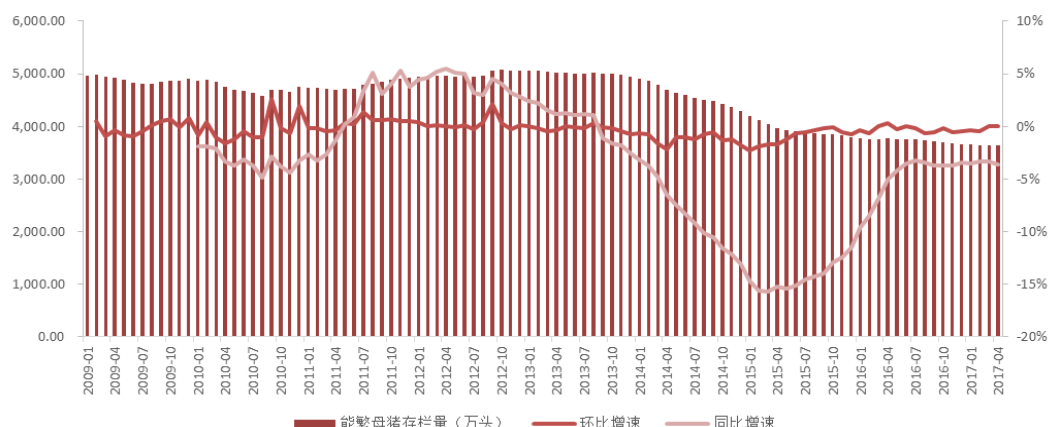
数据来源：wind，西南证券整理

本轮猪周期始于 2014 年 5 月，2016 年 5 月达到高点，从生猪存栏和出栏量可以看出自 2014 年 5 月起生猪存栏量和出栏量开始下滑，目前生猪存栏和出栏量处于低位。未来生猪供给量主要取决于当前母猪存栏及补栏情况，受南方地区禁养限制和环保加强，本轮猪周期母猪补栏时间延迟，目前能繁母猪存栏同比和环比增速仍处于 0 以下，但降速放缓。然而从价格端看，年初至今猪价已出现下滑，主要原因在于为了生猪养殖场延缓生猪出栏，提升育肥猪体重提高收入，目前部分猪场出栏生猪重量可达到 120kg，同时养殖效率的提升提高了母猪的产仔量。

图 11：生猪价格（元/kg）

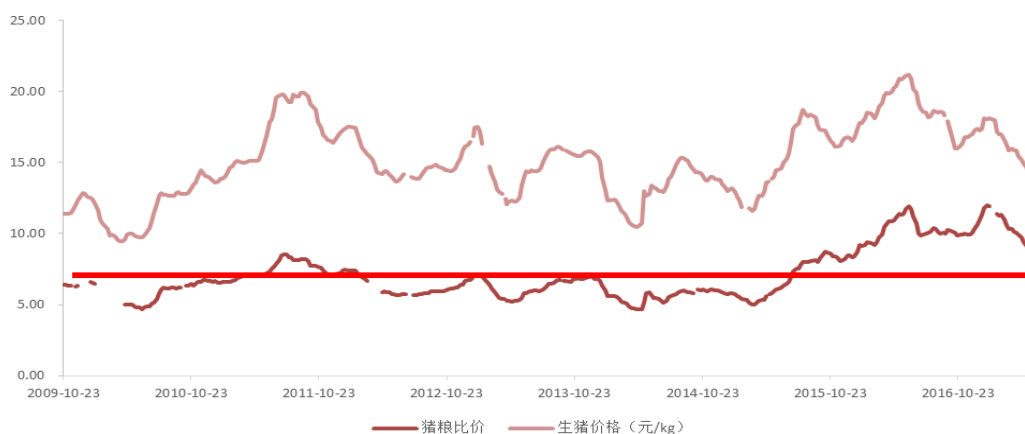

数据来源：wind，西南证券整理

目前母猪存栏量处于筑底阶段，未来随着环保监管趋严的影响逐渐减弱、母猪补栏恢复正常，生猪存栏和出栏量有望回升，猪价将继续下跌。

图 12：母猪存栏量及同比（右轴）、环比增速（右轴）


数据来源：wind，西南证券整理

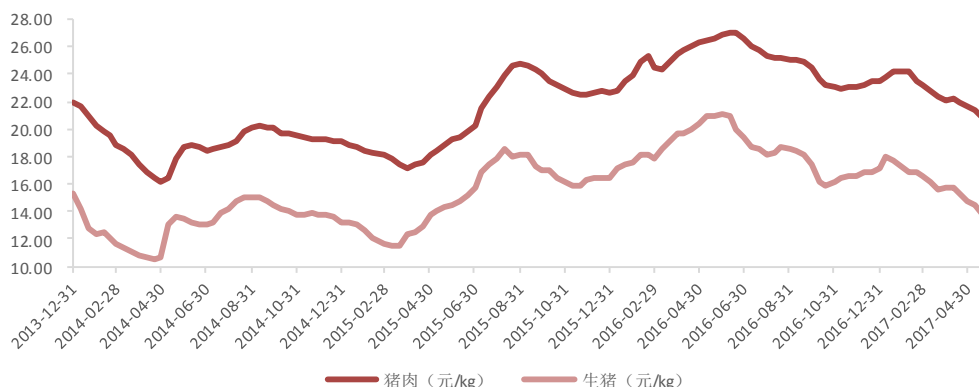
生猪养殖的成本端主要由饲料、疫苗、人工成本、其他固定成本构成，其中饲料占养猪成本的 60% 以上，是影响养殖成本的最主要因素，而饲料成分中玉米和豆粕占比较高（80% 以上），因此生猪头均养殖成本受玉米、豆粕价格影响较大；而头均收入即为生猪价格。养殖企业的盈利情况通常用猪粮比衡量，猪粮比是生猪价格和玉米价格的比值。当生猪价格和玉米价格比值在 6 比 1 时，生猪养殖处于盈亏平衡点；猪粮比越高，生猪养殖企业盈利能力越强。预计未来玉米和豆粕将维持当前价格，随着猪价下跌，猪粮比将继续下降，养殖企业盈利水平也将随之下滑。

图 13：猪价与猪粮比


数据来源：wind，西南证券整理

2.2 猪价进入下行通道，屠宰加工业务盈利改善

对于屠宰企业来说，原材料生产成本中 95% 来自于生猪，因此生猪价格是影响公司生产成本的重要因素；收入端则主要受猪肉价格的变动影响，因此公司的整体盈利能力主要随猪肉和生猪价差的波动而波动。

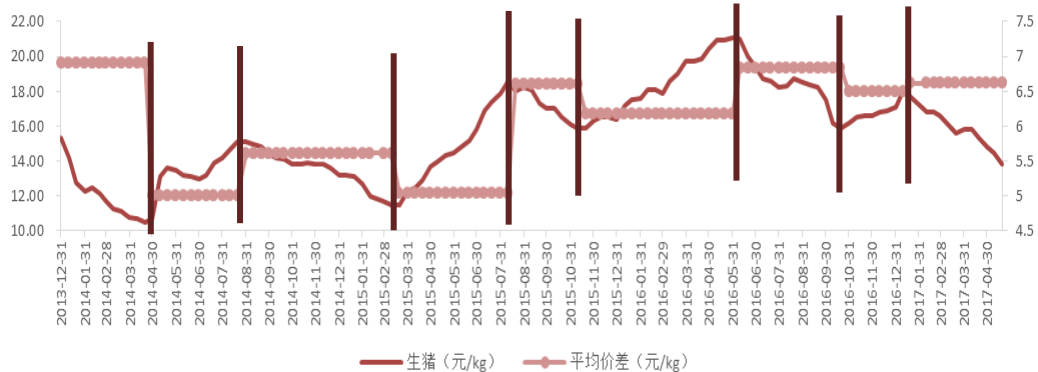
图 14：生猪价格及猪肉价格走势


数据来源：wind，西南证券整理

总体来看，生猪价格和猪肉价格走势一致，但是猪肉市场价格变动灵敏度低于生猪市场，所以对于屠宰企业来说其盈利能力变化如下：

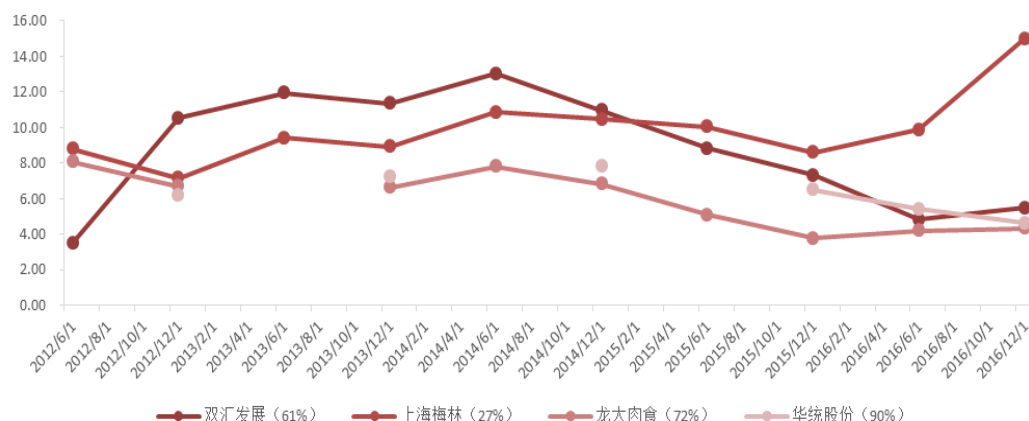
- 生猪和猪肉价格上涨：价差缩小，毛利率下降；
- 生猪和猪肉价格下降：价差扩大，毛利率提升。

从下图价差与猪价的关系图可以看出，当猪价从高位回落时，期间平均价差处于相对高位，例如 2013.12-2014.4/2014.8-2015.3/2015.8-2015.11/2016.6 至今这四个时间段，平均价差基本处于 6.5 元/kg 左右，屠宰企业毛利率相应处于高位；当猪价上涨时，期间平均价差处于低位，例如 2015.5-2014.7/2-15.4-2015.7/2015.11-2016.5，平均价差在 5.5 元/kg 左右，屠宰企业毛利率相应处于低位。

图 15：生猪与猪肉价差（右轴）与猪价的关系


数据来源：wind，西南证券整理

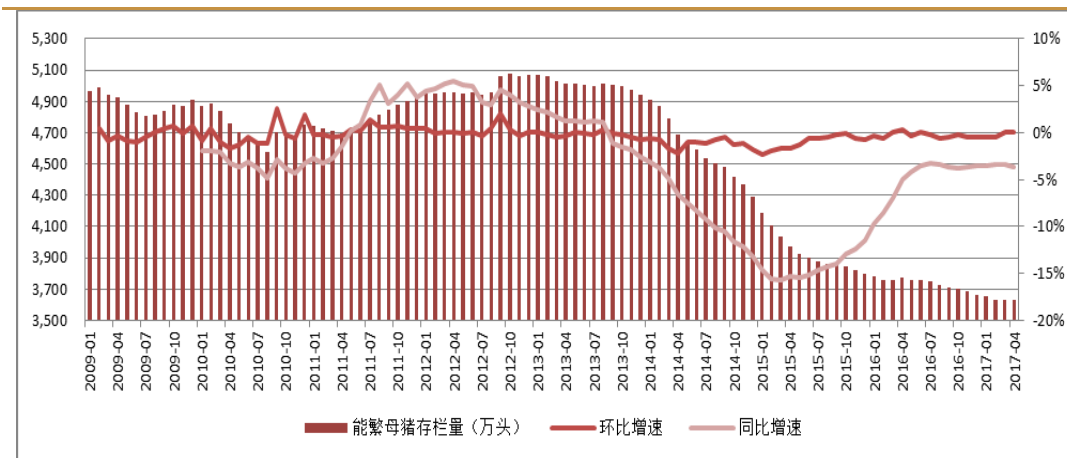
图 16：各相关企业屠宰业务的毛利率走势



数据来源：公司公告，西南证券整理

从相关上市公司屠宰业务的毛利率情况可以看出，2014 年猪价先跌后涨，对应的毛利率先有提升后下降；2015 年猪价从 1 季度末起开始上涨，所以对应的毛利率一直下降；2016 年猪价先涨后跌，对应毛利率依旧是先提升后回落。当前，生猪和猪肉价格处于下降通道，未来随着生猪和母猪补栏恢复，生猪出栏量提升，生猪价格下降，毛利率尚有提升空间。

图 17：能繁母猪存栏量



数据来源：wind，西南证券整理

从龙大肉食 2016 年的盈利情况来看，公司 2016 年全年归母净利润为 2.3 亿，承担养殖业务板块的全资子公司烟台龙大养殖 2016 年实现净利润 1.95 亿元，由此可见养殖业务是公司 2016 年净利润的主要来源。2016 年公司生猪出栏量 27.5 万头，生猪屠宰量 234 万头，预计 2017 及 2018 年猪价处于下行通道，公司养殖业务盈利能力大幅下降，生猪屠宰业务的毛利率有望提升，但鉴于公司生猪出栏量较大，短期对整体利润影响比屠宰业务更强，预计 2017 年全年龙大肉食的养殖和屠宰业务总体盈利能力将低于 2016 年。未来龙大肉食将继续做强生猪屠宰加工主业，根据不同地区的消费特征，持续扩大业务区域版图，提高品牌影响力和市占率。

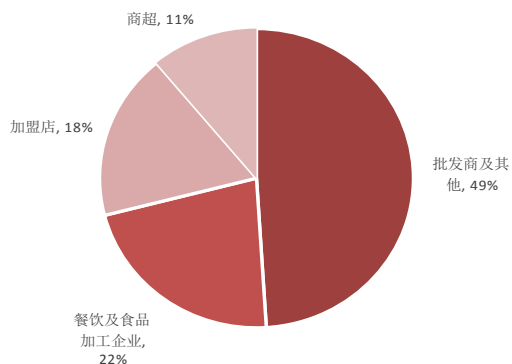
2.3 产品和渠道结构双优化，肉制品有望成为全新增长点

随着消费者消费水平的逐渐提高，人们追求更健康、更安全的饮食方式和饮食内容，肉制品个人消费逐渐下降，中国传统肉制品（如猪头肉、猪舌等）、火腿肠等产品逐渐被消费者淘汰。龙大肉食顺应消费者消费偏好的改变，未来将产品和渠道从两个方面做大、做强肉制品板块。

首先从产品结构的角度来看，公司的冷鲜肉和冷冻肉毛利率与肉制品相差较大，其中冷鲜肉毛利率中枢在 5% 左右；冷冻肉则因为猪价变动其波动较大，没有稳定的毛利率水平；而以低温肉制品和中国传统肉制品为产品的肉制品毛利率中枢维持在 25% 左右，远高于冷鲜肉和冷冻肉。因此从产品结构上来看，未来公司将通过大力开发肉制品改善公司整体盈利能力。例如增加肉制品品类的休闲食品，如泡椒猪皮、鸡爪子、卤蛋等，这类产品的推出迎合了 80 后、90 后消费者对于方便食品的消费诉求，有利于公司产品结构的改善和毛利率的提升。

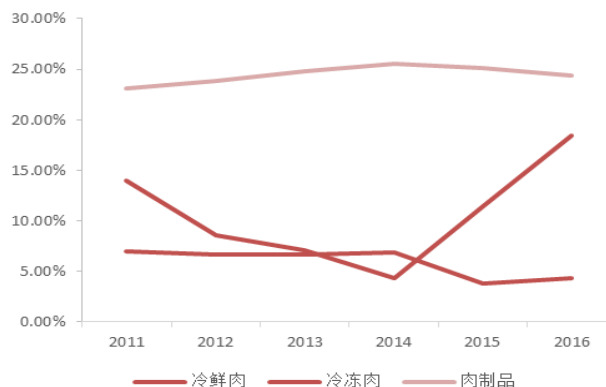
其次从渠道结构来看，龙大肉食目前收入主要来自冷鲜肉和冷冻肉，这两款产品的销售渠道以批发商为主，因此从 2016 年公司的整体销售渠道结构来看，来自批发商的收入占比最高，达到 49%。龙大肉食经过多年的实践和市场调研，公司从 2015 年年底起重点发展餐饮供应链，开始以“中央厨房”的形式为餐饮客户提供服务，目前已经成为盘古、汉拿山、百胜中国、泉盛上海餐饮、永和大王等等热门餐饮公司的供应商，餐饮客户对于产品质量的要求更高，而龙大肉食是多年深耕肉制品行业的老牌公司，专业化程度较高，有能力为餐饮客户提供高质量、高附加值的产品；同时通过加大对餐饮渠道的投入，龙大肉食整体毛利率水平有望提升。

图 18：公司 2016 年渠道结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 19：公司历年来各产品毛利率比较



数据来源：公司公告，西南证券整理

3 盈利预测与估值

关键假设：预计 2017 年-2019 年母猪恢复补栏，生猪出栏量提升，生猪及猪肉价格将处于下降通道。冷鲜肉、生鲜肉及肉制品业务受益于猪价下跌和猪肉供给增加进入量利齐升的过程，预计龙大肉食 2017-2019 年屠宰量同比增速为 20%、15%、10%；商品猪业务受猪价下跌影响，预计未来毛利率下降；其他业务规模和盈利能力变动不大。

表 1：龙大肉食各产品收入及毛利预测

单位：百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
合计					
营业收入	4,270	5,450	5,834	6,099	6,306
yoy	20.4%	27.6%	7.1%	4.5%	3.4%
营业成本	3,929	4,968	5,337	5,574	5,749
毛利率	8.0%	8.9%	8.5%	8.6%	8.8%
冷鲜肉					
收入	2,969	3,931	4,274	4,454	4,572
yoy	16.8%	32.4%	8.7%	4.2%	2.7%
成本	2,858	3,761	4,048	4,200	4,298
毛利率	3.8%	4.3%	5.3%	5.7%	6.0%
冷冻肉					
收入	623	613	603	587	545
yoy	6.1%	-1.7%	-1.7%	-2.6%	-7.0%
成本	552	500	530	540	524
毛利率	11.4%	18.4%	12.0%	8.0%	4.0%
肉制品					
收入	419	478	581	697	837
yoy	20.9%	14.2%	21.6%	20.0%	20.0%
成本	314	361	437	522	623
毛利率	25.1%	24.4%	24.8%	25.2%	25.5%
商品猪					
收入	158	109	57	42	33
yoy	65708.3%	-31.2%	-47.1%	-26.9%	-22.6%
成本	128	69	46	37	29
毛利率	18.8%	36.3%	19.6%	13.0%	12.0%
检测费					
收入	7	9	9	9	9
yoy	-8.2%	24.1%	-0.1%	0.0%	0.0%
成本	5	5	5	5	5
毛利率	29.9%	44.5%	40.0%	40.0%	40.0%
其他主营业务					
收入	94	310	310	310	310
yoy	52.1%	229.4%	-0.1%	0.0%	0.0%
成本	72	271	270	270	270
毛利率	23.1%	12.8%	12.8%	12.8%	12.8%

数据来源：公司公告，西南证券

预计公司 2017-2019 年收入为 58 亿元、61 亿元、63 亿元，归母净利润分别为 2.2 亿元、2.3 亿元、2.6 亿元，对应动态 PE 为 38 倍、35 倍和 32 倍。考虑到公司未来冷鲜肉和冷冻肉产品将持续拓展目标市场区域，肉制品将通过产品升级和渠道优化打开全新市场、提高盈利能力，给予公司 2017 年 42 倍 PE，对应目标价 20.58 元，首次覆盖给予“增持”评级。

表 2：A 股肉制品上市公司比较

上市公司	收入（亿元）				归母净利润（百万元）				市值 （亿元）	PE		
	2016A	2017E	2018E	2019E	2016A	2017E	2018E	2019E		2017E	2018E	2019E
双汇发展	518	554	601	649	4405	4854	5449	5946	733	15	13	12
上海梅林	138	241	256	265	256	425	509	584	87	20	17	15
华统股份	40	48	58	69	92	119	145	185	45	38	31	24
平均										24	20	17
龙大肉食	55	58	61	63	2.3	2.2	2.3	2.6	83	38	35	32

数据来源：wind，西南证券整理

4 风险提示

母猪补栏情况或不及预期；生猪疫病。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	5450.05	5834.36	6098.67	6306.09	净利润	234.52	219.10	235.92	257.72
营业成本	4967.58	5336.97	5573.52	5749.48	折旧与摊销	63.97	80.60	80.88	81.03
营业税金及附加	5.03	7.58	7.93	8.20	财务费用	-4.23	-2.73	-4.23	-5.11
销售费用	131.88	142.94	149.42	154.50	资产减值损失	13.72	8.00	8.00	8.00
管理费用	122.79	131.45	137.41	142.08	经营营运资本变动	302.20	-38.09	-15.17	-12.67
财务费用	-4.23	-2.73	-4.23	-5.11	其他	-319.17	-10.57	-8.86	-8.81
资产减值损失	13.72	8.00	8.00	8.00	经营活动现金流净额	291.00	256.31	296.54	320.16
投资收益	8.55	1.00	1.00	1.00	资本支出	-49.18	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	187.79	1.00	1.00	1.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	138.61	1.00	1.00	1.00
营业利润	221.83	211.14	227.63	249.94	短期借款	12.00	-47.00	0.00	0.00
其他非经营损益	22.28	16.92	17.95	18.33	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	244.12	228.06	245.58	268.27	股权融资	70.10	0.00	0.00	0.00
所得税	9.60	8.97	9.66	10.55	支付股利	-34.92	-70.16	-65.55	-70.58
净利润	234.52	219.10	235.92	257.72	其他	-23.38	2.73	4.23	5.11
少数股东损益	1.76	1.65	1.77	1.94	筹资活动现金流净额	23.81	-114.44	-61.32	-65.48
归属母公司股东净利润	232.75	217.45	234.15	255.78	现金流量净额	454.00	142.87	236.22	255.68
资产负债表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	820.19	963.06	1199.28	1454.96	成长能力				
应收和预付款项	273.77	301.72	314.71	323.29	销售收入增长率	27.62%	7.05%	4.53%	3.40%
存货	459.34	495.61	517.70	534.04	营业利润增长率	91.89%	-4.82%	7.81%	9.80%
其他流动资产	18.00	19.27	20.14	20.83	净利润增长率	101.75%	-6.58%	7.68%	9.24%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	64.47%	2.64%	5.28%	7.09%
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	514.10	438.26	362.12	285.85	毛利率	8.85%	8.53%	8.61%	8.83%
无形资产和开发支出	37.83	33.33	28.83	24.34	三费率	4.60%	4.66%	4.63%	4.62%
其他非流动资产	175.86	175.60	175.35	175.09	净利率	4.30%	3.76%	3.87%	4.09%
资产总计	2299.08	2426.85	2618.14	2818.41	ROE	12.69%	10.97%	10.89%	10.95%
短期借款	47.00	0.00	0.00	0.00	ROA	10.20%	9.03%	9.01%	9.14%
应付和预收款项	265.10	281.82	296.91	305.69	ROIC	13.82%	13.86%	15.07%	17.03%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	5.17%	4.95%	4.99%	5.17%
其他负债	139.58	148.70	154.53	158.87	营运能力				
负债合计	451.68	430.52	451.44	464.57	总资产周转率	2.58	2.47	2.42	2.32
股本	444.76	444.76	444.76	444.76	固定资产周转率	11.43	12.41	15.36	19.56
资本公积	645.23	645.23	645.23	645.23	应收账款周转率	26.89	25.24	24.39	24.44
留存收益	724.57	871.86	1040.46	1225.65	存货周转率	10.92	11.02	10.87	10.81
归属母公司股东权益	1766.04	1913.32	2081.92	2267.12	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	112.61%	—	—	—
少数股东权益	81.36	83.01	84.78	86.72	资本结构				
股东权益合计	1847.40	1996.33	2166.70	2353.84	资产负债率	19.65%	17.74%	17.24%	16.48%
负债和股东权益合计	2299.08	2426.85	2618.14	2818.41	带息债务/总负债	10.41%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.62	4.30	4.72	5.21
					速动比率	2.56	3.11	3.53	4.02
					股利支付率	15.00%	32.27%	28.00%	27.60%
					每股指标				
					每股收益	0.52	0.49	0.53	0.58
					每股净资产	4.15	4.49	4.87	5.29
					每股经营现金	0.65	0.58	0.67	0.72
					每股股利	0.08	0.16	0.15	0.16
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	281.57	289.01	304.28	325.86					
PE	35.20	37.68	34.99	32.03					
PB	4.43	4.10	3.78	3.48					
PS	1.50	1.40	1.34	1.30					
EV/EBITDA	25.73	24.41	22.41	20.14					
股息率	0.43%	0.86%	0.80%	0.86%					

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

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

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	地区销售副总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn