

## 全年战略清晰，猪料或有超预期表现

### ——海大集团（002311）调研简报

2018年01月29日

强烈推荐/维持

海大集团

调研简报

#### 报告摘要：

**销量业绩稳健增长。**我们预计公司 2017 年饲料销量达到 839 万吨，同比增长 14%，主要是公司禽料受 H7N9 流感影响增速趋缓，预计饲料板块贡献营收 240 亿元左右。上调 2018 年饲料销量预期，预计饲料销量达到 1086 万吨，增量约 250 万吨，同比增速约 30%。考虑到水产料的高盈利会用于支撑畜禽料压缩利润促销量的模式，因此预计盈利增速与收入增速基本匹配，也能维持在 25% 以上。

- ◆ **水产料量利齐升。**消费升级的增量需求以及捕捞转养殖带来的替代需求将会进一步扩大水产料的市场空间。环保趋严下养殖面积增长受制，鱼价的景气行情有望持续，公司高性价比的饲料产品能够获得更高的业绩弹性。预计 18 年水产料将保持 50-60 万吨的增量，销量迈过 300 万吨大关，成长为水产料领域的绝对龙头。
- ◆ **猪料销量或超预期。**公司猪料板块的扩张通过内生外延的双重手段来实现。前期布局的自建产能投产和大信并表将带来猪料销量的显著增长，上调 17-18 年猪料销量预期至 159 万吨、270 万吨。若猪料市场拓展顺利，公司在饲料行业的地位不可同日而语。
- ◆ **禽料恢复性增长。**预计公司 17 年禽料销量基本持平，18 年将重回 20% 左右的增长区间，预计 17-18 年禽料销量分别为 395、474 万吨，盈利也将恢复正常水平。

**产业链延伸助推主营业务。**作为战略性板块，生猪养殖稳步布局，预计 17-19 年出栏规模分别为 50、90、150 万头。动保苗种作为助推饲料销售的两翼，贡献稳定收益，预计动保 18 年能够实现 5 亿左右的营收。

**公司盈利预测及投资评级。**我们预测公司 17-19 归母净利分别为 12.35/15.87/20.55 亿元，EPS 分别为 0.78/1.01/1.30 元，对应 PE 分别为 30/23/18 倍，给予公司 28 倍 PE，上调目标价至 28 元，维持“强烈推荐”评级。**风险提示：**水产料销量不及预期，猪料拓展不及预期，猪价波动风险。

#### 财务指标预测

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	25,567.4	27,185.3	31,185.6	41,340.4	52,443.1
增长率(%)	21.23%	6.33%	14.72%	32.56%	26.86%
净利润(百万元)	791.89	872.58	1,260.59	1,642.48	2,120.78
增长率(%)	43.83%	10.19%	44.47%	30.29%	29.12%
净资产收益率(%)	15.60%	15.15%	19.51%	22.28%	25.21%
每股收益(元)	0.51	0.55	0.78	1.01	1.30
PE	45.27	41.98	29.52	22.97	17.75
PB	7.10	6.30	5.76	5.12	4.47

#### 分析师：郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

#### 研究助理：程诗月

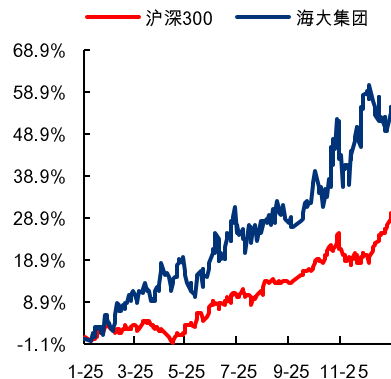
010-66555458

chengsy\_yjs@dxzq.net.cn

#### 交易数据

52 周股价区间(元)	22.4-14.83
总市值(亿元)	353.82
流通市值(亿元)	342.4
总股本/流通 A 股(万股)	157955/152858
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	0.28

#### 52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

#### 相关研究报告

- 1、《海大集团（002311）事件点评：提升研发能力，巩固优势地位》2017-12-07
- 2、《海大集团（002311）2017 季报点评：水产料销售旺季，业绩大幅增长》2017-10-31
- 3、《海大集团（002311）深度报告：行业领袖，龙马精神》2017-10-31
- 4、《海大集团（002311）事件点评：拓展业务区域，猪料挥师北上》2017-09-18

## 目 录

1. 坚守饲料主业，量增利升业绩稳增 .....	3
1.1 水产料：行业景气助推销量，结构调整盈利提升 .....	3
1.1.1 水产料行业景气，公司尽享业绩弹性 .....	4
1.1.2 品类丰富结构优化，服务营销增强客户黏性 .....	5
1.2 猪料：自建收购并行，销量有望实现爆发式增长 .....	6
1.3 禽料：17 受灾销量持平，行业复苏业绩高弹性 .....	7
2. 产业链延伸助推主营业务 .....	8
2.1 生猪养殖业务逐步铺开 .....	8
2.2 动保苗种贡献新的业绩增长点 .....	9
3. 盈利预测及估值 .....	9
4. 风险提示 .....	11

## 表格目录

表 1: 2017 年以来公司生猪养殖框架协议 .....	8
表 2: 公司繁育的新品种得到农业部认可 .....	9
表 3: 盈利预测假设 .....	10
表 4: 可比公司 PE .....	10
表 5: 公司盈利预测表 .....	12

## 插图目录

图 1: 公司饲料销量高速增长 .....	3
图 2: 2000-2015 年天然捕捞和人工养殖占比 .....	4
图 3: 海水养殖与淡水养殖总产值不断增长 .....	4
图 4: 2017 年鱼价涨幅明显 .....	4
图 5: 公司水产料销量及市场占有率 .....	5
图 6: 全国猪料生产重点区域布局 .....	6
图 7: 海大集团饲料子公司区域布局 .....	6
图 8: 2017 年初白羽肉鸡行业出现深亏 .....	7
图 9: 海大禽料增速显著高于行业平均 .....	7

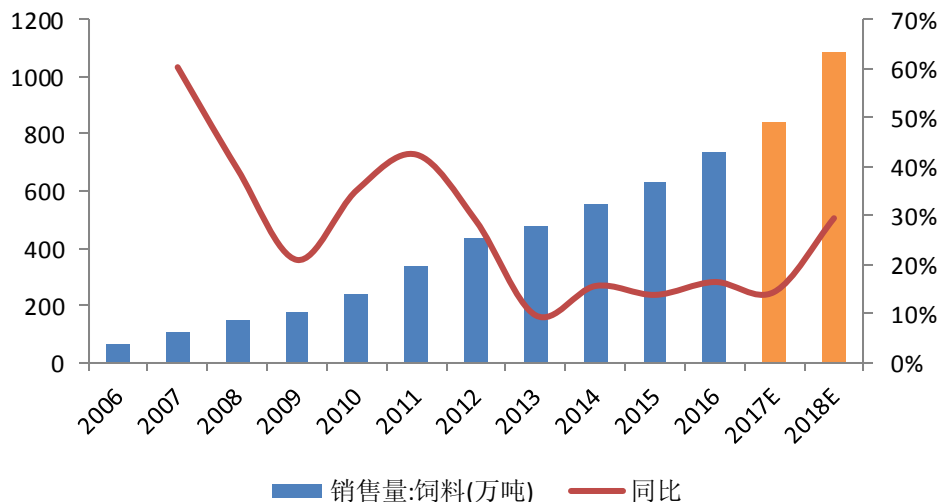
## 1. 坚守饲料主业，量增利升业绩稳增

公司把握自身优势，坚定的以饲料加工生产为主营，面对行业激烈的竞争局面，公司通过不断提升饲料产品力，有望继续实现市场份额的增加和盈利水平的逆势上扬。

细分来说，水产养殖景气持续，水产料高增长有望持续，公司依靠服务营销和产品结构的调整提升销量和盈利能力；猪料通过自建和并购的双轮驱动，进入上量阶段，18年有望实现同比70%的增量，超市场预期，猪料有望成为接下来几年的业绩新驱动；禽料在17年受行业行情低迷影响，公司禽料销量基本持平，下半年禽类产能逐步复苏，预计18年公司有望依靠优秀的成本控制能力和研发实力，以高性价比取胜，实现销量和盈利的恢复性增长。

我们预计公司2017年饲料销量达到839万吨，同比增长14%，主要是公司禽料受H7N9流感影响增速趋缓，预计饲料板块贡献营收240亿元左右。上调2018年饲料销量预期，预计饲料销量达到1086万吨，增量约250万吨，同比增速约30%。考虑到水产料的高盈利会用于支撑畜禽料压缩利润促销量的模式，因此预计盈利增速与收入增速基本匹配，也能维持在25%以上。

图 1：公司饲料销量高速增长



资料来源：Wind，东兴证券研究所

### 1.1 水产料：行业景气助推销量，结构调整盈利提升

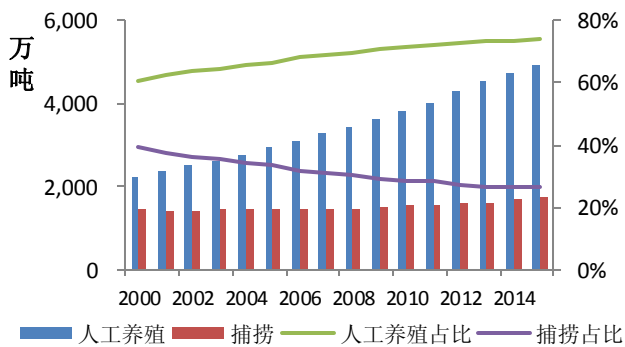
消费升级带来的水产品需求提升以及捕捞转养殖带来的替代需求的共同作用将会进一步扩大水产料的需求空间。环保趋严下养殖面积增长受制，鱼价的景气行情有望持续。行业景气下，公司高性价比、品质稳定的饲料产品能够获得更高的业绩弹性。

此外公司还通过服务营销助推、水产动保捆绑销售、拓展特种料市场等举措助推水产料业务的发展。预计 18 年全年有望持续保持 50-60 万吨的增量，销量迈过 300 万吨大关，成长为水产料领域的绝对龙头。

### 1.1.1 水产料行业景气，公司尽享业绩弹性

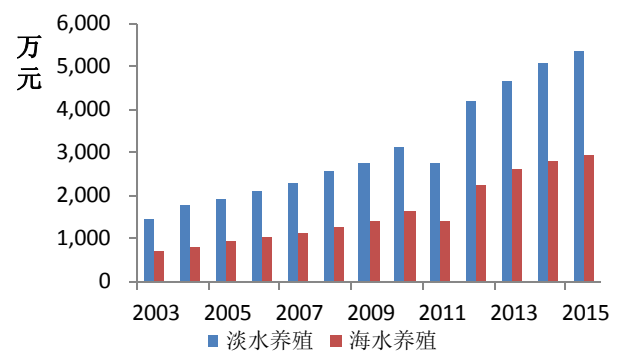
2000 年以来，人工养殖水产品产量增长迅速，占比持续提升至 70% 以上，淡水养殖与海水养殖总产值不断增长。2017 年 1 月农业部印发《关于进一步加强国内渔船管控实施海洋渔业资源总量管理的通知》，明确到 2020 年，国内海洋捕捞总产量减少到 1000 万吨以内。淡水养殖替代天然捕捞将会成为近 3-5 年的变革趋势，预计替代饲料需求年增量在 100 万吨以上。

图 2: 2000-2015 年天然捕捞和人工养殖占比



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

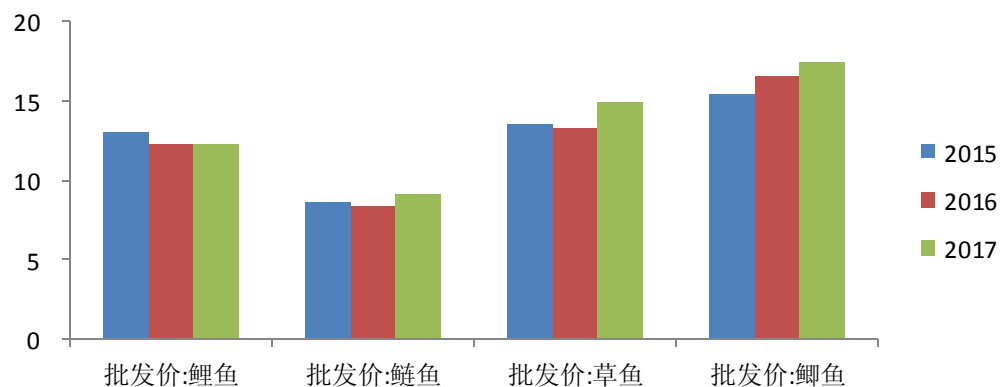
图 3: 海水养殖与淡水养殖总产值不断增长



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

12 年以来水产品价格持续低迷，特别是 16 年厄尔尼诺现象带来的水灾以及环保拆除的影响，大量落后产能淘汰。进入 17 年，供需不平衡推动水产品价格持续上涨。从 2017 年全年均价来看，除了鲤鱼价格基本持平外，鲢鱼、草鱼和鲫鱼价格涨幅明显，同比涨幅分别为 9.58%、12.73% 和 5.57%。特种鱼和海水鱼价格也有明显上涨。鱼价上涨刺激了养殖户的投苗积极性和饲料投喂量，推动水产料销量恢复性增长。

图 4: 2017 年鱼价涨幅明显



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

无论是养殖技术提升的养殖密度提升还是养殖水面的大幅扩张都很难在短期内实现，因此养殖环保、网箱拆除造成的产能淘汰短期内很难被弥补，因此我们推测鱼价的景气局面有望持续。

公司饲料板块背后有强大的采购团队和研发团队的支持，能够根据原料价格走势变动及时调整采购策略和饲料配方，通过精细化的管理控制饲料成本。年初水产料主要原料鱼粉价格飞涨，饲料产品随之涨价。实际上鱼粉价格上涨对公司成本影响不大，公司已经能够通过技术提升降低对鱼粉的依赖，并且通过多产地采购，规避了单一原料来源的价格波动风险。

因此，此次提价实际上是行业统一协调的结构，对公司而言水产料的盈利空间扩大，预计 2018 年公司水产料盈利空间能够实现量利齐升，支撑猪料的市场拓展和禽料的销量恢复。

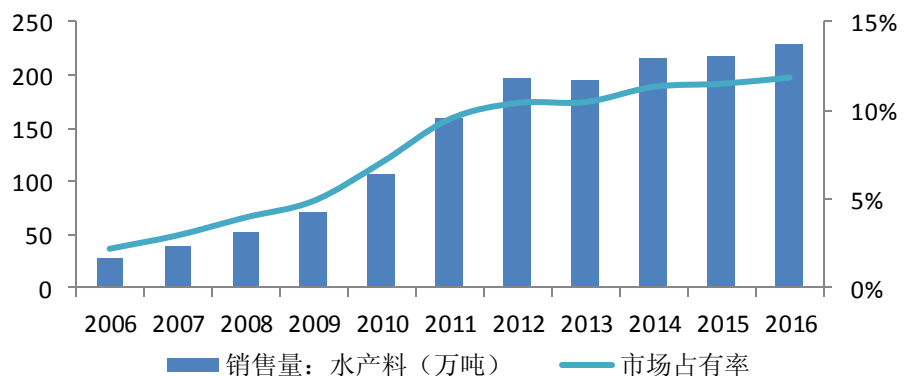
### 1.1.2 品类丰富结构优化，服务营销增强客户黏性

**优化产品结构，提升盈利能力。**公司通过饲料结构的调整，提升高端膨化料、特种水产料的销量占比，实现盈利能力的显著提升。虾料、高端膨化料毛利率比普通鱼料高出 3-5 个百分点。公司 2016 年全年特种料产量约为 30-40 万吨，2017 年上半年，公司特种高档膨化饲料销量同比增长超过 40%，拉动公司水产饲料营收同比增长超过 30%，整体毛利率提升 2 个百分点。

公司一方面通过精细化管理，专业团队有针对性的研究提升特种料的产品力，增加现有品种的市占率，比如生鱼市场总规模 20 多万吨，目前公司销量已经达到 12 万吨；另一方面通过拓展新的品种来拓展增量市场，比如实现海鲈养殖逐步由喂养冰鲜鱼向喂食饲料转变。我们预计公司特种料产销量还将维持高速增长。

**服务营销增强客户黏性。**公司在 2006 年率先采用了服务营销的模式，是业内首先提出服务营销概念的公司之一。在之后的 6 年之间，依靠“苗种+放养模式+环境控制+疫病防治+饲料+行情信息”的全流程服务模式和技术支持，拓展了客户群体，实现了快于行业的销量增速和市场占有率的显著提升。

图 5：公司水产料销量及市场占有率



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

## 1.2 猪料：自建收购并行，销量有望实现爆发式增长

公司猪料板块的扩张通过内生外延的双重手段来实现。预计 2017 年全年猪料销量同比增长接近 30%，达到 160 万吨左右，并且这一快速增长的趋势还将持续，18 年 1 月份，公司猪料销量同比增长 50%以上，前期布局的自建产能投产和大信并表将带来猪料销量的显著增长，预计 17-18 年猪料销量分别为 159 万吨、270 万吨。

内生角度，公司一方面通过拓展区域，新建子公司，凭借多年建立起的良好客户渠道和市场口碑，逐步将猪料销售区域从广东地区扩展到广西、福建、湖南、湖北、河南、山东等地。另一方面，公司充分利用四位一体的联动优势，复制禽料和水产料的成功经验，打造猪料产品力。公司传统猪料部门将以发展全价料为主，压低利润拓展销量，首先实现市占率的提升。随着前期布局的猪料产能开始释放，公司猪全价料的销量有望迎来爆发性增长。

图 6：全国猪料生产重点区域布局



资料来源：布瑞克农业数据，东兴证券研究所

图 7：海大集团饲料子公司区域布局



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

外延方面，公司积极寻找与自身发展路径契合的公司进行收购和合作。公司于 2017 年 9 月斥资 2.99 亿收购山东大信集团 60% 股权。目前收购已经完成，大信集团已经成为了公司的控股子公司，从 18 年 1 月开始并表，给公司猪料带来 30 万吨以上的销量增长。

大信集团主要产品为自主研发的猪料产品，目前已经形成了以高档猪用全价料、浓缩料为核心产品的完善产品体系。目前大信在青岛、烟台、潍坊、临沂、江苏拥有 7 家工厂，产品销售范围覆盖山东、江苏、河北、河南、安徽等多个省份。收购完成后，大信还将着重发展前端料，同时公司也会将全价料发展的优势同大信有机结合，帮助大信实现全价的扩展。

我们认为大信集团在区域、产品、客户结构和服务营销上都能与公司产生互补和协同，能够拓展公司猪料板块在北方区域的布局，实现产品和客户结构的全面提升。

### 1.3 禽料: 17 受灾销量持平, 行业复苏业绩高弹性

2017 年上半年, 禽类养殖行业受 H7N9 流感关闭活禽市场的影响, 行业整体低迷, 肉鸡养殖行业出现深亏, 禽类存栏规模持续下降。在行业内如此低迷的情况下, 公司禽料销量基本持平。2017 年下半年市场行情逐步回暖, 深亏淘汰的产能尚且需要一段时间的恢复, 鸡价景气趋势有望持续。

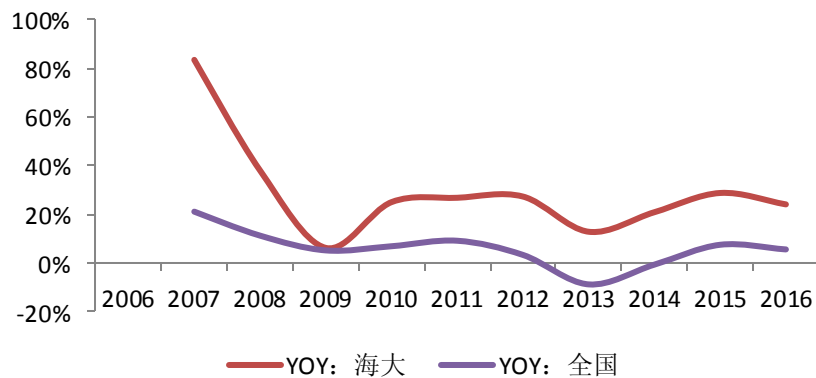
图 8: 2017 年初白羽肉鸡行业出现深亏



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

禽类养殖相比于生猪养殖行业集中度较高, 养殖规模化程度高。因此养殖户对饲料产品质量有很强的辨识能力, 产品在配方、价格、定位和服务上的区别都会对用户的选择产生影响, 对企业包括技术、采购、研发、生产、销售在内的综合竞争力有很高要求。

图 9: 海大禽料增速显著高于行业平均



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

公司在禽料领域以产品力和性价比取胜, 2011-2016 年禽料销量年复合增长率超过 20%, 毛利率达到 6% 以上, 高出行业平均 3-4 个百分点。因此我们认为, 公司有望充

分受益行业回暖行情，实现禽料板块的恢复性增长。我们预计公司今年禽料销量基本持平，18年将重回20%左右的增长区间，预计17-18年禽料销量分别为395、474万吨。

## 2. 产业链延伸助推主营业务

### 2.1 生猪养殖业务逐步铺开

公司生猪养殖模式采用自繁自养与“公司+农户”相结合的模式，2016年出栏30万头左右，其中自繁自养10万头，“公司+农户”模式20万头。未来公司生猪养殖规模扩张将主要依靠“公司+农户”的模式。

**公司养猪板块加速布局。**2017年上半年又新增7家子公司，加快在广东、广西、湖南、湖北、贵州等地的土地布局，目前的土地资源基本可以支撑公司未来4-5年做到500万头的规模。在此基础上，公司分别与广西、贵州、陕西等地政府签署了生猪养殖战略合作协议，框架协议涉及金额50亿元，布局产能达到了400万头。公司生猪养殖步伐稳扎稳打，预计今明两年会处于布局以及人才和团队的培养期，出栏高峰会从2020年开始。我们预计2017年全年出栏规模50万头左右，同比增长66.7%。

表 1: 2017 年以来公司生猪养殖框架协议

公告日期	交易主体	框架协议合作方	投资额（亿元）	建设规模
2017/2/10	广州益豚	广西壮族自治区宾阳县人民政府	6	年产50万头的猪苗场及配套年产20万吨饲料
2017/2/11	广州益豚	贵州省榕江县人民政府	6	年产50万头的猪苗场及配套年产15万吨饲料
2017/3/3	广州益豚	广西壮族自治区贵港市人民政府	16	年出栏100万头仔猪的猪苗场及配套年产20万吨饲料厂2个
2017/3/24	公司	陕西省西乡县人民政府	6	年产50万头的猪苗场及配套年产20万吨饲料
2017/5/19	广州益豚	平果县人民政府	6	年出栏50万头的商品猪（年存栏2万头母猪）养殖场及配套年产20万吨生物饲料
2017/12/21	广州益豚	资兴市人民政府	10	第一期建设年出栏生猪30万头生猪养殖项目，发展公司新型“公司+农户”无公害定单生猪环保养殖模式； 第二期，在出栏生猪达20万头/年时，启动配套年产24万吨生物饲料生产项目； 第三期，公司在郴州各县/市区累计出栏生猪达100万头/年时，启动生猪屠宰及食品加工项目。

资料来源：东兴证券研究所

生猪养殖正值规模化程度提升的关键时期，公司能够依靠自身强大的资金技术实力和饲料板块强有力的支撑，快速实现养殖规模的扩张，完善产业链布局，同时助推猪料

业务的迅速拓展。我们预计 2017-2019 年公司出栏规模分别为 50、90、150 万头，公司生猪养殖板块尚处于建设阶段，17 年基本盈亏平衡，属于公司战略性板块。

## 2.2 动保苗种贡献新的业绩增长点

公司目前种苗动保业务还集中在水产领域，作为助推饲料销量的两翼，不仅对饲料的销售起到了很大助推作用，板块自身的发展也为公司业绩贡献了新的增长点。

动保市场尚在培育中，渗透率还有很大的提升余地，市场空间广阔。2016 年全国水产饲料产量 1930 万吨，初步判断水产动保的市场规模在 80-100 亿。以公司在水产饲料领域超过 10% 的市场占有率，目前的饲料销量至少可以支撑 8-10 亿的动保销量。预计公司 2017 年动保收入约为 4 亿元，18 年能达到 5 亿元，年增速 20% 以上。

公司计划从 18 年开始发力畜禽动保产品，计划 5 年规模发展到 10 亿。主要通过在公司现有客户中销售，充分实现渠道协同，节省营销成本，凸显价格优势。

种苗产品主要是鱼苗和虾苗。虾苗稳定性在逐步建立，抗病力品质逐步提升，目前自有品系表现良好。鱼苗经过了十几年的发展，品种丰富，性状稳定。公司在水产种苗领域独树一帜，已开发出草鱼、罗非鱼、黄颡鱼等水产动物家系选育技术体系，建立了育种数据库。公司还积极与国内水产院校合作研发选育，繁育的优良品种在华东、华中、华南市场获得了很好的口碑。2017 年 4 月，公司 3 个品种被农业部公布为水产新品种。

表 2：公司繁育的新品种得到农业部认可

品种名称	培育过程	优势
团头鲂“华海 1 号”	该品种是以 2007 年至 2008 年从湖北梁子湖、淤泥湖和江西鄱阳湖收集的 680 组野生团头鲂亲鱼为基础群体，以生长速度和成活率为目标性状，采用家系选育、群体选育及鱼类亲子鉴定技术，经连续 4 代选育而成。	在相同养殖条件下，与未经选育的团头鲂相比，1 龄鱼生长速度提高 24% 以上，成活率提高 22% 以上；2 龄鱼生长速度提高 22% 以上，成活率提高 20% 以上。适宜在全国各地人工可控的淡水水体中养殖。
凡纳滨对虾“海兴农 2 号”	该品种是以 2010 年至 2011 年从美国夏威夷、佛罗里达、关岛以及新加坡等地引进的 8 批次凡纳滨对虾种虾为基础群体，以生长速度和成活率为目标性状，采用 BLUP（最佳线性无偏预测）选育技术，经连续 5 代选育而成。	在相同养殖条件下，与未经选育的虾苗及部分进口一代虾苗相比，100 日龄虾生长速度提高 11% 以上，成活率提高 13% 以上。适合在全国各地人工可控的海水及咸淡水水体中养殖。
长珠杂交鳊	该品种是从洞庭湖采捕并经 4 代群体选育的翘嘴鳊雌体为母本，以从珠江采捕并经 2 代群体选育的斑鳊雄体为父本，杂交获得的 F1 代，即长珠杂交鳊。	在相同养殖条件下，7 月龄鱼成活率比母本翘嘴鳊平均提高 20%，平均体重是父本斑鳊的 3.2 倍。适宜在我国珠江及长江流域人工可控的淡水水体中养殖。

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

## 3. 盈利预测及估值

表 3: 盈利预测假设

	2017E	2018E	2019E
水产料销量	285	341	392
鱼料	231	279	320
虾料	51	60	69
畜禽料销量	554	745	929
猪料	159	271	379
鸡料	136	163	192
鸭料	259	311	358
饲料总销量	839	1086	1321
YOY	14.4%	29%	22%
生猪出栏头数	50	90	150

资料来源: 东兴证券研究所

- 1、对预测假设进行修正, 上调水产料和猪料销量, 下调禽料销量。
- 2、预计生猪出栏 2017-2019 年分别为 50 万头、90 万头和 150 万头, 猪价整体维持下行趋势不变。

基于此假设, 我们预测公司 17-19 年营业收入分别为 311.9 亿元、413.4 亿元和 524.43 亿元, 归属于上市公司母公司净利润分别为 12.35 亿, 15.87 亿和 20.55 亿元, EPS 分别为 0.78、1.01 和 1.30, 对应 PE 分别为 30 倍、23 倍和 18 倍。

整体来看, 公司管理层战略清晰, 具备言出必行的执行力。预计 18 年水产养殖景气行情能够持续, 凭借采购能力优势, 公司水产料有望实现量利齐升。禽料触底反弹, 预计 18 年实现恢复性增长。公司聚焦猪料, 通过内生外延打市场、拓销量, 销量增长有望超预期。公司作为饲料行业的龙头标的, 营收净利稳定增长确定性强, 历史 PE 均在 25-30 倍, 给予公司 28 倍 PE, 上调目标价至 28 元, 维持“强烈推荐”评级。

表 4: 可比公司 PE

股票代码	公司名称	PE(ttm)	PE(2016)
000876.SZ	新希望	15.54	15.18
002124.SZ	天邦股份	29.83	70.04
002157.SZ	正邦科技	26.83	43.08
002311.SZ	海大集团	32.41	29.74
002385.SZ	大北农	25.79	41.27
002548.SZ	金新农	31.31	53.07
002567.SZ	唐人神	23.61	76.21
600438.SH	通威股份	28.61	74.68
603609.SH	禾丰牧业	19.02	34.21
均值		25.88	48.61

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

## 4. 风险提示

水产料销量不及预期，猪料拓展不及预期，猪价波动风险，畜禽、水产疫病风险。

表 5：公司盈利预测表

资产负债表	单位：百万元					利润表	单位：百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产合计</b>	3771	5314	6073	9083	11449	<b>营业收入</b>	25567	27185	31186	41340	52443
货币资金	1167	1544	1597	2233	2759	<b>营业成本</b>	23159	24625	27947	37094	47025
应收账款	556	575	669	881	1122	营业税金及附加	5	34	34	41	47
其他应收款	108	263	302	401	508	营业费用	674	761	861	1137	1432
预付款项	168	520	800	1170	1170	管理费用	677	756	858	1133	1426
存货	1635	2057	2154	2979	3700	财务费用	102	70	65	77	105
其他流动资产	125	315	526	1390	2155	资产减值损失	26.58	19.20	18.00	17.00	16.00
<b>非流动资产合计</b>	4413	4974	4795	4665	4522	公允价值变动收益	-1.74	26.09	-10.00	-10.00	-10.00
长期股权投资	2	15	17	17	17	投资净收益	4.50	55.18	130.00	150.00	180.00
固定资产	2775.89	3112.97	2951.10	2813.93	2716.87	<b>营业利润</b>	925	1001	1522	1981	2562
无形资产	545	606	582	559	539	营业外收入	77.83	61.66	30.00	40.00	43.89
其他非流动资产	118	73	122	104	100	营业外支出	13.66	18.29	15.00	18.00	20.00
<b>资产总计</b>	8185	10288	10868	13748	15971	<b>利润总额</b>	989	1044	1537	2003	2586
<b>流动负债合计</b>	2955	4337	4207	6234	7362	所得税	197	171	277	361	466
短期借款	162	1609	1094	2115	2211	<b>净利润</b>	792	873	1261	1642	2121
应付账款	658	939	917	1306	1599	少数股东损益	12	17	25	55	66
预收款项	706	1158	1571	2187	2926	归属母公司净利润	780	856	1235	1587	2055
一年内到期的非	797	0	0	0	0	EBITDA	1905	2044	1934	2418	3035
<b>非流动负债合计</b>	133	143	131	135	137	<b>BPS (元)</b>	0.51	0.55	0.78	1.01	1.30
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
应付债券	0	0	0	0	0						
<b>负债合计</b>	3087	4480	4338	6369	7498	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	97	159	184	239	305	营业收入增长	21.23%	6.33%	14.72%	32.56%	26.86%
实收资本(或股	1537	1541	1580	1580	1580	营业利润增长	31.85%	8.20%	52.14%	30.13%	29.35%
资本公积	1394	1513	1513	1513	1513	归属于母公司净利润	44.35%	28.50%	44.35%	28.50%	29.44%
未分配利润	1959	2324	2571	2889	3300	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东	5001	5650	6331	7125	8152	毛利率(%)	9.42%	9.42%	10.38%	10.27%	10.33%
<b>负债和所有者权</b>	8185	10288	10868	13748	15971	净利率(%)	3.10%	3.21%	4.04%	3.97%	4.04%
<b>现金流量表</b>	单位：百万元					总资产净利润(%)	9.53%	8.32%	11.37%	11.55%	12.87%
						ROE(%)	15.60%	15.15%	19.51%	22.28%	25.21%
<b>经营活动现金流</b>	1414	1142	1302	593	1629	<b>偿债能力</b>					
净利润	792	873	1261	1642	2121	资产负债率(%)	38%	44%	40%	46%	47%
折旧摊销	878.25	973.40	0.00	307.17	317.07	流动比率	1.28	1.23	1.44	1.46	1.56
财务费用	102	70	65	77	105	速动比率	0.72	0.75	0.93	0.98	1.05
应收账款减少	0	0	-94	-212	-240	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	413	617	738	总资产周转率	3.23	2.94	2.95	3.36	3.53
<b>投资活动现金流</b>	-614	-996	-125	-109	-66	应收账款周转率	49	48	50	53	52
公允价值变动收	-2	26	-10	-10	-10	应付账款周转率	34.21	34.05	33.60	37.19	36.10
长期股权投资减	0	0	26	-14	7	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	4	55	130	150	180	每股收益(最新摊薄)	0.51	0.55	0.78	1.01	1.30
<b>筹资活动现金流</b>	-543	243	-1123	151	-1037	每股净现金流(最新	0.17	0.25	0.03	0.40	0.33
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	3.25	3.67	4.01	4.51	5.16
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	467	4	38	0	0	P/E	45.27	41.98	29.52	22.97	17.75
资本公积增加	-243	119	0	0	0	P/B	7.10	6.30	5.76	5.12	4.47
<b>现金净增加额</b>	258	389	53	635	527	EV/EBITDA	18.52	17.44	18.60	15.04	11.84

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 郑冈钢

房地产行业首席研究员，基础产业小组组长。央视财经频道嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

## 研究助理简介

### 程诗月

美国马里兰大学金融学硕士，2017 年加入东兴证券从事农林牧渔行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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，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。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。