

涨价预期强烈，公司业绩有望快速提升

投资要点

- **业绩总结：**公司发布2018年半年报，上半年实现营业收入8.1亿元，同比增长71.9%，实现归属股东净利润0.3亿元，同比减少22.6%。
- **金针菇价格已走出低谷，负面因素即将消除。**公司上半年归母净利润为3119万元，同比下降22.6%。主要由于食用菌价格的季节性波动以及利息支出增加所致。由于雪榕生物金针菇的日产能2016年至2018年从394吨增至960吨，导致市场上金针菇供给过多，因此今年二季度价格一度跌入低谷，最低跌至4.6元/千克。进入6月后，金针菇价格开始稳步回升，截止8月28日，全国均价达到7.4元/千克。下半年随着消费旺季冬季的来临，以及农民菇由于天气渐冷导致种植难度加大，供给快速减少，我们预计下半年金针价格会继续回升，年底全国均价或将达到10元/千克，有望拉动公司业绩。
- **食用菌市场空间广阔。**2001年至2016年，我国食用菌产量的年均复合增长率约为10%，产值的年均复合增长率约为13.9%。食用菌行业未来发展空间十分广阔。按国家十二五规划国内生产总值年均增速7%保守估计，到2020年，我国食用菌产量和产值将达到5090万吨和3240亿元。
- **公司在行业整合中优势明显。**截止2016年9月，全国食用菌工厂化生产企业数量共有590家，企业数量比2012年减少了198家，年均降幅达到6.9%。近年来工厂化生产食用菌企业不断涌现，行业产能规模持续扩大，使得市场竞争加剧，企业优胜劣汰、数量减少，行业整合进度加快。雪榕生物作为行业内的绝对龙头和唯一一家全国销售渠道布局企业，拥有健全的运输体系和遍布全国的生产基地，在部分区域已达到区域垄断，能够相对有效的对抗由于价格幅度变动而产生的价格风险。所以我们认为未来雪榕生物在行业整合中占有优势。
- **盈利预测与评级。**考虑公司二季度非经常性损益有0.8亿元的土地转让及补偿费，上调公司2018年盈利预测。预计2018-2020年EPS分别为0.61元、0.72元、0.95元，对应动态PE为13倍、11倍和9倍。考虑行业2019年平均15倍估值，给予公司2019年目标估值15倍，目标价10.8元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**市场竞争加剧导致产品价格下降的风险；销售价格及利润季节性波动风险；毛利率下降的风险；业务规模扩大可能导致的管理风险。

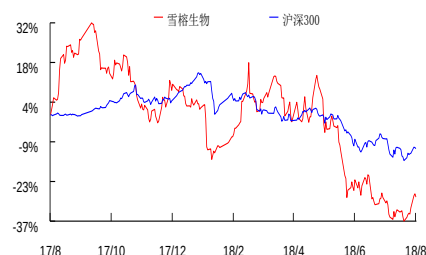
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1330.28	1798.12	2287.71	2714.88
增长率	33.20%	35.17%	27.23%	18.67%
归属母公司净利润(百万元)	122.41	263.77	313.82	410.46
增长率	16.79%	115.49%	18.98%	30.79%
每股收益EPS(元)	0.28	0.61	0.72	0.95
净资产收益率ROE	8.62%	16.04%	16.49%	18.25%
PE	29	13	11	9
PB	2.51	2.15	1.86	1.58

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: 徐卿
 电话: 021-68415832
 邮箱: xuq@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)	4.34
流通A股(亿股)	2.34
52周内股价区间(元)	7.25-28.8
总市值(亿元)	35.61
总资产(亿元)	38.31
每股净资产(元)	3.28

相关研究

1. 雪榕生物(300511): 中原逐鹿, 布局行业之首 (2018-07-24)
2. 雪榕生物(300511): 产能扩张优势初显, 龙头地位稳固 (2018-04-12)
3. 雪榕生物(300511): 战略格局领先, 业绩增长可持续 (2018-03-15)
4. 雪榕生物(300511): 持续高增长, 产能释放为公司业绩保驾护航 (2017-10-30)

关键假设：

1) 考虑下半年受蔬菜价格快速上涨带来的影响，作为与蔬菜价格强相关的食用菌价格有望突破近几年冬季价格高点。预计公司金针菇 2018-2020 年金针菇价格增速分别为 40%、30%、20%。

2) 公司真姬菇和杏鲍菇将在未来两年逐步调整，实现扭亏为盈。预计公司真姬菇和杏鲍菇 2018-2020 年毛利率为-10%、5%、10%。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
金针菇	收入	1,091.41	1,527.97	1,986.37	2,383.64
	增速	38.48%	40.00%	30.00%	20.00%
	毛利率	25.61%	27.50%	28.50%	29.00%
真姬菇和杏鲍菇	收入	204.37	235.03	265.58	294.79
	增速	47.42%	15.00%	13.00%	11.00%
	毛利率	-13.03%	-10.00%	5.00%	10.00%
香菇	收入	22.18	22.18	22.18	22.18
	增速	-62.12%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	3.83%	4.00%	4.50%	5.00%
其他	收入	12.32	12.94	13.58	14.26
	增速	-7.85%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	84.50%	80.00%	80.00%	80.00%
合计	收入	1,330.3	1,798.1	2,287.7	2,714.9
	增速	33.20%	35.17%	27.23%	18.67%
	毛利率	19.85%	22.69%	25.84%	27.01%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1330.28	1798.12	2287.71	2714.88	净利润	122.09	265.68	315.77	412.47
营业成本	1066.18	1390.19	1696.46	1981.63	折旧与摊销	205.04	318.41	318.41	318.41
营业税金及附加	9.52	12.37	15.95	18.84	财务费用	40.61	47.66	54.65	60.60
销售费用	21.22	48.55	61.77	73.30	资产减值损失	1.05	0.00	0.00	0.00
管理费用	85.13	125.87	148.70	176.47	经营营运资本变动	313.90	-229.46	99.28	90.44
财务费用	40.61	47.66	54.65	60.60	其他	-376.97	0.07	-0.13	0.05
资产减值损失	1.05	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	305.73	402.37	787.99	881.97
投资收益	0.77	0.00	0.00	0.00	资本支出	-1037.19	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-49.05	-1.35	0.19	0.11
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1086.24	-1.35	0.19	0.11
营业利润	123.53	173.48	310.19	404.04	短期借款	170.48	-131.24	12.76	21.00
其他非经营损益	-6.33	89.03	0.04	0.37	长期借款	657.96	0.00	0.00	0.00
利润总额	117.20	262.51	310.24	404.42	股权融资	48.02	0.00	0.00	0.00
所得税	-4.90	-3.17	-5.53	-8.05	支付股利	-22.50	-26.28	-56.63	-67.37
净利润	122.09	265.68	315.77	412.47	其他	16.91	-123.98	-54.65	-60.60
少数股东损益	-0.31	1.91	1.95	2.01	筹资活动现金流净额	870.86	-281.49	-98.51	-106.97
归属母公司股东净利润	122.41	263.77	313.82	410.46	现金流量净额	89.36	119.53	689.66	775.11
资产负债表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	240.10	359.62	1049.28	1824.39	成长能力				
应收和预付款项	46.60	71.20	85.39	101.32	销售收入增长率	33.20%	35.17%	27.23%	18.67%
存货	296.68	387.02	472.61	552.14	营业利润增长率	29.75%	40.44%	78.81%	30.26%
其他流动资产	5.22	7.05	8.97	10.65	净利润增长率	14.73%	117.60%	18.85%	30.62%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	40.62%	46.15%	26.63%	14.61%
投资性房地产	11.52	12.87	12.69	12.58	获利能力				
固定资产和在建工程	2720.43	2422.51	2124.58	1826.65	毛利率	19.85%	22.69%	25.84%	27.01%
无形资产和开发支出	228.41	223.30	218.20	213.10	三费率	11.05%	12.35%	11.59%	11.43%
其他非流动资产	287.41	272.03	256.66	241.28	净利率	9.18%	14.78%	13.80%	15.19%
资产总计	3836.38	3755.61	4228.38	4782.09	ROE	8.62%	16.04%	16.49%	18.25%
短期借款	710.48	579.24	592.00	613.00	ROA	3.18%	7.07%	7.47%	8.63%
应付和预收款项	238.42	257.83	325.27	387.98	ROIC	7.06%	7.82%	13.66%	19.65%
长期借款	766.10	766.10	766.10	766.10	EBITDA/销售收入	27.75%	30.01%	29.87%	28.84%
其他负债	705.02	496.17	629.58	754.50	营运能力				
负债合计	2420.02	2099.34	2312.96	2521.57	总资产周转率	0.42	0.47	0.57	0.60
股本	228.55	434.25	434.25	434.25	固定资产周转率	0.73	0.79	1.15	1.61
资本公积	602.01	396.32	396.32	396.32	应收账款周转率	89.62	86.82	84.48	82.47
留存收益	599.24	836.73	1093.93	1437.02	存货周转率	5.09	4.06	3.94	3.86
归属母公司股东权益	1387.13	1625.14	1882.33	2225.42	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	99.44%	—	—	—
少数股东权益	29.23	31.14	33.09	35.10	资本结构				
股东权益合计	1416.36	1656.28	1915.42	2260.52	资产负债率	63.08%	55.90%	54.70%	52.73%
负债和股东权益合计	3836.38	3755.61	4228.38	4782.09	带息债务/总负债	61.02%	64.08%	58.72%	54.69%
					流动比率	0.37	0.66	1.10	1.48
					速动比率	0.18	0.35	0.78	1.15
					股利支付率	18.38%	9.96%	18.04%	16.41%
					每股指标				
					每股收益	0.28	0.61	0.72	0.95
					每股净资产	3.26	3.81	4.41	5.21
					每股经营现金	0.70	0.93	1.81	2.03
					每股股利	0.05	0.06	0.13	0.16
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	369.18	539.55	683.25	783.05					
PE	29.09	13.50	11.35	8.68					
PB	2.51	2.15	1.86	1.58					
PS	2.68	1.98	1.56	1.31					
EV/EBITDA	8.18	8.11	5.41	3.76					
股息率	0.63%	0.74%	1.59%	1.89%					

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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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 20 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
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn