

否极泰来，未来可期

投资要点

- **事件:** 公司发布 2018 年年度业绩预告, 预计报告期内实现归母净利润 1.4 亿元 -1.7 亿元, 同比增长 10.3%-39.7%。
- **2018 年市场价格低迷, 新年反弹势头强劲。** 公司虽然 2018 年实现归母净利润的正向增长, 但其中包含了约 1 亿元左右的非经常性损益, 本身主营业绩下滑幅度较大。我们认为其主要原因为 2018 年二季度由于农民菇出菇以及 2017 年工厂化企业新增产能投放市场后导致市场短暂供大于求, 金针菇价格跌破近十年历史低点; 以及四季度天气较暖, 蔬菜价格与食用菌价格提振幅度不及预期所致。但进入 2019 年以来, 蔬菜价格及食用菌价格均呈现反弹趋势, 目前部分地区金针菇市场价已突破 8 元/公斤, 预计一季度价格有望持续保持相对高位。
- **行业供给或将出现缺口。** 2018 年一季度龙头企业已将 2017 年新扩张产能成功释放, 但一季度价格稳中有升, 说明一季度金针菇供需平衡。二季度价格突然超跌是由于农民菇夏季集中出菇, 农民菇占总量约 5%, 叠加淡季效应, 短期供过于求, 导致金针菇价格跌破 4 元/公斤的历史低点。从二季度过后价格迅速反弹的趋势看, 在经历了行业历史夏季价格低点后, 小型工厂加速退出步伐, 因此导致未来行业将出现供给缺口。
- **行业或将迎来整合。** 自 2014 年至今行业经历了两次半洗牌。第一次由于金针菇工厂化发展迅速, 农民菇数量快速减少。2015、2016 年农民菇数量同比减少 23%、33%。第二次自 2016 年开始, 小型工厂由于利润被压缩而逐渐退出市场, 主要由于行业产能过剩, 企业利润被压缩, 售价击穿成本较高的小厂。目前行业已处于低利润率多年, 中小型企业生存环境愈困难, 我们认为公司有望凭借产能、销售渠道等多方面优势脱颖而出, 成为行业最受益者。
- **盈利预测与评级。** 考虑 2019 年一季度金针菇价格上涨超预期, 或有可能导致行业中其他竞争对手淘汰速度减慢, 影响行业价格中枢修复, 我们下调对公司的盈利预测。预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.37 元、0.58 元、0.76 元, 行业 2019 年平均估值 14 倍, 给予公司 2019 年 14 倍估值, 对应目标价 8.12 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。

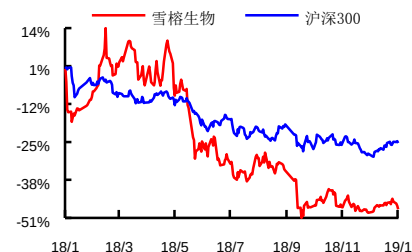
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	1330.28	1470.70	1873.81	2239.33
增长率	33.20%	10.56%	27.41%	19.51%
归属母公司净利润 (百万元)	122.41	159.70	252.21	329.51
增长率	16.79%	30.47%	57.93%	30.65%
每股收益 EPS (元)	0.28	0.37	0.58	0.76
净资产收益率 ROE	8.62%	10.41%	14.34%	16.18%
PE	22	17	10	8
PB	1.87	1.71	1.49	1.29

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 徐卿
 执业证号: S1250518120001
 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)	4.33
流通 A 股(亿股)	2.03
52 周内股价区间(元)	5.76-25.8
总市值(亿元)	26.47
总资产(亿元)	37.45
每股净资产(元)	3.56

相关研究

1. 雪榕生物(300511): 行业复苏提振业绩, 未来价格中枢有望持续走高 (2018-10-24)
2. 雪榕生物(300511): 行业复苏提振公司业绩, 未来行业变革迎机遇 (2018-10-21)
3. 雪榕生物(300511): 行业整合迎来机遇, 公司龙头优势蓄势待发 (2018-10-09)
4. 雪榕生物(300511): 金针菇价格腾飞, 带动公司业绩超预期 (2018-09-19)
5. 雪榕生物(300511): 涨价预期强烈, 公司业绩有望快速提升 (2018-08-30)
6. 雪榕生物(300511): 中原逐鹿, 布局行业之首 (2018-07-24)

关键假设:

假设 1: 考虑 2019 年一季度金针菇价格上涨超预期, 或有可能导致行业中其他竞争对手淘汰速度减慢, 影响行业价格中枢修复, 我们下调对公司的盈利预测。考虑公司金针菇产品是行业唯一全国销售渠道布局, 且具有良好的品牌效应, 预计公司 2018-2020 年金针菇业务销量增速为 10%、30%、20%;

假设 2: 公司香菇业务更改种植模式后效果良好, 预计公司 2018-2020 年香菇业务毛利率为 6%、7%、8%。

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	1,200.55	1,560.72	1,872.86
	增速	38.48%	10.00%	30.00%	20.00%
	毛利率	25.61%	22.00%	29.00%	29.00%
真姬古和杏鲍菇	收入	204.37	235.03	277.33	330.02
	增速	47.42%	15.00%	18.00%	19.00%
	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%	6.00%	7.00%	8.00%
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	1,470.7	1,873.8	2,239.3
	增速	33.20%	10.56%	27.41%	19.51%
	毛利率	19.85%	17.16%	25.56%	26.32%

数据来源: Wind, 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	1470.70	1873.81	2239.33	净利润	122.09	161.61	254.16	331.52
营业成本	1066.18	1218.40	1394.92	1650.01	折旧与摊销	205.04	318.41	318.41	318.41
营业税金及附加	9.52	10.12	13.06	15.54	财务费用	40.61	41.87	47.53	52.04
销售费用	21.22	39.71	46.85	55.98	资产减值损失	1.05	0.00	0.00	0.00
管理费用	85.13	102.95	121.80	141.08	经营营运资本变动	313.90	-254.03	68.36	78.78
财务费用	40.61	41.87	47.53	52.04	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	267.93	688.33	780.80
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	57.65	249.66	324.67	短期借款	170.48	-68.07	-50.40	21.00
其他非经营损益	-6.33	102.03	0.04	0.37	长期借款	657.96	0.00	0.00	0.00
利润总额	117.20	159.68	249.70	325.04	股权融资	48.02	0.00	0.00	0.00
所得税	-4.90	-1.93	-4.45	-6.47	支付股利	-22.50	-26.28	-34.28	-54.14
净利润	122.09	161.61	254.16	331.52	其他	16.91	-118.19	-47.53	-52.04
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	-212.54	-132.22	-85.19
归属母公司股东净利润	122.41	159.70	252.21	329.51	现金流量净额	89.36	54.04	556.29	695.72
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	294.14	850.43	1546.16	成长能力				
应收和预付款项	46.60	59.46	70.02	83.80	销售收入增长率	33.20%	10.56%	27.41%	19.51%
存货	296.68	339.08	388.47	459.60	营业利润增长率	29.75%	-53.33%	333.06%	30.05%
其他流动资产	5.22	5.77	7.35	8.78	净利润增长率	14.73%	32.36%	57.27%	30.44%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	40.62%	13.21%	47.30%	12.92%
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%	17.16%	25.56%	26.32%
无形资产和开发支出	228.41	223.30	218.20	213.10	三费率	11.05%	12.55%	11.54%	11.12%
其他非流动资产	287.41	272.03	256.66	241.28	净利率	9.18%	10.99%	13.56%	14.80%
资产总计	3836.38	3629.17	3928.40	4391.95	ROE	8.62%	10.41%	14.34%	16.18%
短期借款	710.48	642.40	592.00	613.00	ROA	3.18%	4.45%	6.47%	7.55%
应付和预收款项	238.42	224.43	267.35	322.74	ROIC	7.06%	3.55%	11.27%	16.11%
长期借款	766.10	766.10	766.10	766.10	EBITDA/销售收入	27.75%	28.42%	32.85%	31.04%
其他负债	705.02	444.02	530.87	640.65	营运能力				
负债合计	2420.02	2076.96	2156.32	2342.50	总资产周转率	0.42	0.39	0.50	0.54
股本	228.55	433.25	433.25	433.25	固定资产周转率	0.73	0.64	0.94	1.33
资本公积	602.01	396.32	396.32	396.32	应收账款周转率	89.62	79.45	84.54	82.74
留存收益	599.24	732.66	950.58	1225.95	存货周转率	5.09	3.82	3.83	3.88
归属母公司股东权益	1387.13	1521.06	1738.99	2014.35	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	1552.20	1772.07	2049.45	资产负债率	63.08%	57.23%	54.89%	53.34%
负债和股东权益合计	3836.38	3629.17	3928.40	4391.95	带息债务/总负债	61.02%	67.82%	62.98%	58.87%
					流动比率	0.37	0.56	1.00	1.40
					速动比率	0.18	0.29	0.71	1.09
					股利支付率	18.38%	16.45%	13.59%	16.43%
					每股指标				
					每股收益	0.28	0.37	0.58	0.76
					每股净资产	3.27	3.58	4.09	4.73
					每股经营现金	0.71	0.62	1.59	1.80
					每股股利	0.05	0.06	0.08	0.12
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	369.18	417.93	615.60	695.12					
PE	21.63	16.58	10.50	8.03					
PB	1.87	1.71	1.49	1.29					
PS	1.99	1.80	1.41	1.18					
EV/EBITDA	6.88	8.59	4.85	3.32					
股息率	0.85%	0.99%	1.30%	2.05%					

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	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	15558686883	15558686883	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn