

国资混改注入发展新动力，实力雄厚争做行业领头军

公司动态

◆公司简介

广弘控股是大型省属国有控股上市公司，广东省 500 强企业，也是大股东广弘资产旗下唯一的上市公司平台。主要经营领域包括教育出版物发行、冷冻食品供应等。2016 年前三季度实现营业收入 14.84 亿元，实现归属母公司净利润 7900 万元。

◆国资混改完成，土地价格重估

2015 年 12 月，公司控股股东广弘资产经营有限公司宣布国资混改完成，两家深圳股权投资企业以 29.46 亿元取得广弘资产 49% 股权。目前公司土地储备丰富，新入股东房地产背景较强，未来在土地变现上可以为公司提供较大帮助。我们估算，如果土地性质由工业用地全部转成商业用地，公司目前土地储备价值将超过 130 亿元。按照与政府 6:4 的利益划分，归属到公司体内价值将达 80 亿元。

◆双主业竞争优势明显，发展前景光明

公司图书发行业务收入稳定增长，未来可结合图书发行行业发展趋势，合理投入相对少量资产，进一步优化图书销售配送服务，占领地区农村市场，创造品牌特色。同时线上线下教育的融合将为公司教育主业带来新的利润增长点。另一方面，公司在冻品销售配送及冷库经营方面具有明显竞争优势，省内冻肉市场占比达 70%；公司拟从冷库经营逐步转向发展冷链物流中心，未来有望成为冷链物流领域的新龙头。

◆高管增持彰显发展信心

新任董事长年轻有为，之前曾在广东商贸集团任总经理助理、纪委副书记，是集团层面的核心骨干之一。董事长于 2015 年 12 月份到任，在上任不到一年时间内先后完成公司混改和各项整治工作，并于 2016 年 7 月份联合其他高管增持公司股票。增持金额为 5700 万元，增持均价 9.06 元/股，此次增持有助于稳定公司股价，彰显出管理层对于公司后续发展的信心。

◆盈利预测与估值

我们预测公司 2016~2018 年 EPS 分别为 0.19 元、0.24 元和 0.28 元，目标价 13 元，维持“增持”评级。

◆风险提示：国资混改带来发展动力不达预期；闲置土地储备价值难变现。

业绩预测和估值指标

指标	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	1876	1927	2183	2479	2823
营业收入增长率	1.65%	2.72%	13.26%	13.59%	13.86%
净利润（百万元）	153	75	109	141	166
净利润增长率	90.31%	-51.07%	45.99%	28.68%	17.58%
EPS（元）	0.26	0.13	0.19	0.24	0.28
ROE（归属母公司）（摊薄）	14.40%	6.58%	8.77%	10.39%	11.19%
P/E	42	86	59	46	39

增持（维持）

当前价/目标价：11.05/13.00 元

目标期限：6 个月

分析师

刘 晓波（执业证书编号：S0930512080003）

021-22169177

liuxb@ebsecn.com

联系人

肖沛

0755-82542930

xiaop@ebsecn.com

市场数据

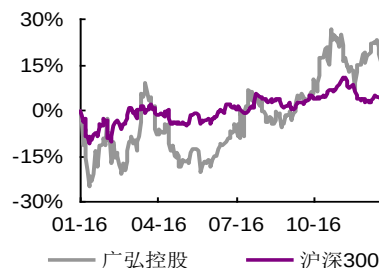
总股本(亿股)：5.84

总市值(亿元)：64.51

一年最低/最高(元)：7.49/12.80

近 3 月换手率：57.99%

股价表现(一年)



收益表现

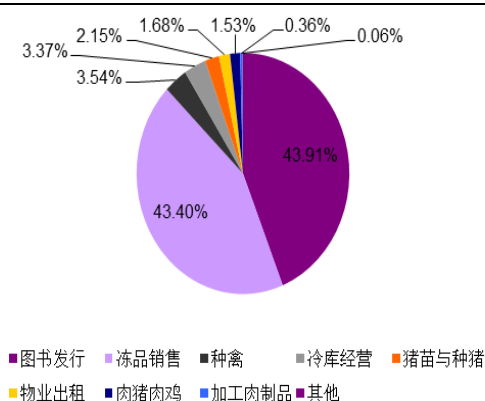
%	一个月	三个月	十二个月
相对	-2.07	-9.48	24.27
绝对	0.99	-9.72	40.39

相关研报

1、公司拥有“教育+冷库”双主业

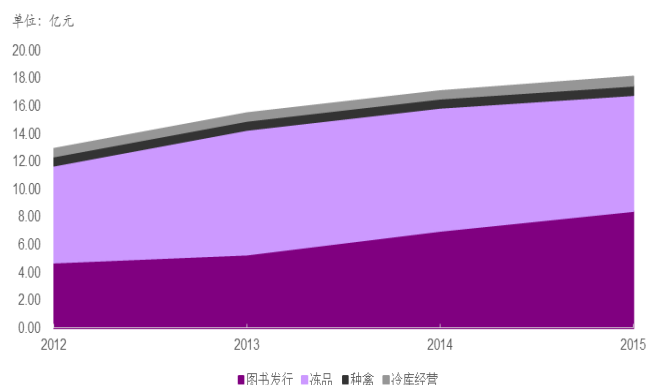
广弘控股是大型省属国有控股上市公司，广东省 500 强企业，主要经营领域包括教育出版物发行、冷冻食品供应、种禽猪苗销售及冷库等。2015 年，图书发行占公司主营业务收入 43.91%，冻品供应占主营业务收入 43.40%，种禽及猪苗销售占比为 4.73%，冷库经营收入占比为 3.37%。近年我国实施教育优先发展战略，而我国高中和大学入学率仍远低于发达国家水平，教育出版物发行行业仍有较大提升空间。公司大力推进连锁经营模式，积极参与各类（级）教材、书刊、音像制品的发行工作，目前已在广省内各市县（区）开设了 60 多家连锁发行网点，形成一张全省覆盖、服务优良的配送网络，收入保持逐年稳步上升。冻品冷库经营方面，公司拥有以广州为中心、覆盖珠三角及港澳市场的肉类冷冻食品物流配送网络，冻肉年销售量约占广东省市场的 15%，批发市场占地超 20000 平方米。公司冻品供应业务毛利润不断增加，毛利率逐步提高。配合冻品销售业务，公司还拥有华南地区最大的食品冷藏库，主要为经营商户提供冷藏服务和经营场地。目前我国大力推进冷链物流行业发展，但广东省内成熟的冷库经营企业极少，行业格局分散，公司具有明显竞争优势。发展战略上，公司拟由单纯冷库经营逐步转向建设冷链物流中心，有望成为地区冷链物流行业领军者。

图 1：公司各项业务收入占比



资料来源：wind

图 2：公司主营业务收入变化



资料来源：wind

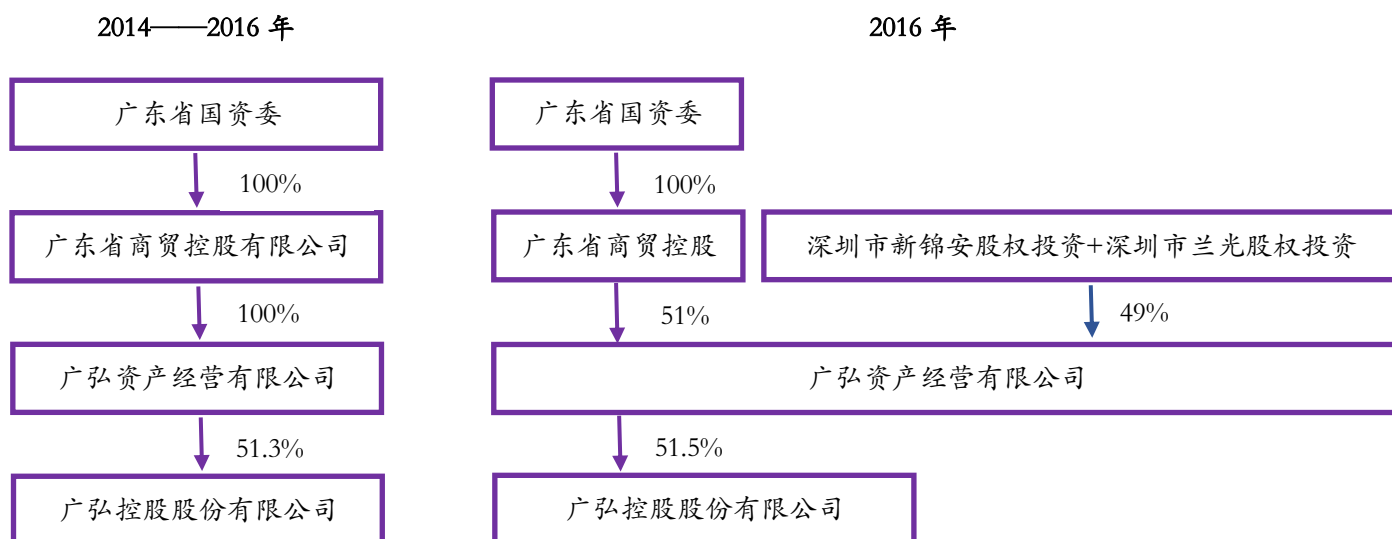
2、混改注入增长动力，上市平台抢占发展先机

2.1、控股股东完成国资混改

2015 年 12 月 24 日，广弘资产宣布，深圳市新锦安股权投资合伙企业及深圳市兰光股权投资合伙企业组成的联合体以 29.4594 亿元摘得其 49% 股权，在大股东层面完成混改。混改完成后，广东商贸控股仍为广弘资产的第一大股东和实际控制人，持有广弘资产 51% 股权。新锦安股权投资实际由深圳市新锦安实业有限公司控股，新锦安实业于 1995 年成立，注册资金 1111 万美元，是深圳市政府在改革开放初期引入的主要港资企业之一。目前，锦安实业累计开发并竣工面积已超 100 万平方米，曾投建“香丽大厦”、“新锦安雅园一、二、三期”、“和谐家园”、“新锦安壹号公馆”等房地产商住项目，在房地产业有大量累计资本和经验。新入股东的房地产背景可在未来帮助公司更好地实现闲置土地变现，提升闲置土地的潜在价值，为公司日后发展提供资金保障。

广弘资产所有制改革完成后，公司非国有资本比例进一步上升；非国有资金的大量参股有望显著增强公司的发展动力、提升全体员工的工作积极性。

图 3：公司股权结构变化



资料来源：wind、光大证券研究所

2.2、上市平台获增长动力

广弘资产计划在 2020 年提升资产证券化率至 70%，但目前其资产证券化比率仅为 20%左右。由于广弘控股是广弘资产旗下唯一上市平台，为达资产证券化目标，未来不排除广弘资产将旗下食品饲料及教育板块的相关资产大量注入公司的可能性。

表 1：广弘资产经营有限公司旗下主要子公司

所属行业	一级子公司名称	持有资本（万元）	子公司主营业务
食品饲料及教育	广东广弘控股股份有限公司	30497	冻品销售，教育类图书发行，冷库经营等
	广东广粮实业有限公司	1000	粮食收购，酒批发，预包装食品，饲料销售等
	广东弘业实业开发有限公司	500	粮油，糖类批发，仓库租赁等
	广东粤冠粮油饲料有限公司	780	粮油产品及饲料原材料批发及贸易等
	广东省九江饲料有限公司	2397	饲料浓缩加工及饲料原材料销售等
	广东省畜禽生产发展有限公司	500	畜禽生产及养殖场地出租等
	广东广之盈贸易有限公司	461	农副产品销售，乳制品批发，食品预包装等
	广东省教育服务公司	500	国内图书，报纸，期刊零售
建筑及房地产	广东广弘房产集团有限公司	5000	房地产开发经营，物业管理及自有物业租赁等
旅游，酒店	广东省拱北中旅集团有限公司	3246	酒店管理，企业管理咨询等
	广东省国际体育旅游公司	150	国内及出境旅游服务，体育用品销售，体育咨询等
	广东省医疗器械工业公司	2400	医疗器械销售，临床检验分析仪器生产等
医药板块	广东本草药业集团有限公司	11214	中西药材、药制剂、生化药品及生物制品销售等
	广东省卫生发展总公司	6495	中西药材、药制剂、医疗射线装置销售等
	广东省制药工业公司	1139	精神类药品、药品类易制毒化学品销售等
	广东省医药集团有限公司	4500	中西药材、药制剂、体外诊断试剂销售等
	广东省医药进出口有限公司	164	中西药材进口出口及销售等
	广东广弘药材有限公司	500	中西药材批发及销售等

有色金属	广东广弘国际贸易集团有限公司	53000	货物, 技术进出口, 投资项目咨询等
	广东广弘金属物流有限公司	2700	货物仓储租赁, 煤炭批发, 代办货运手续等
	广东广弘金属矿产有限公司	3000	销售金属及矿产品
	广东广弘华侨铝加工有限公司	1900	制造、加工和销售日用铝材及铝制品等
其他	广东新侨实业有限公司	1000	酒店管理, 停车场经营, 百货销售, 物业经营等
	广东广弘文化体育发展有限公司	500	承办体育文化活动, 会展服务, 体育场馆租赁等
	广东广弘商贸集团有限公司	510	各类材料及原料销售, 废旧物资回收, 煤炭批发等
	深圳恒明辉纸品有限公司	210	纸业制造及销售
	广东广弘创业投资有限公司	3000	支持创业投资, 创业咨询服务等
	广东广弘拍卖行有限公司	420	符合拍卖条件的各类资产拍卖
	广东省广弘华侨建设投资有限公司	3150	项目开发及投资建设
	广东省广弘物流有限公司	3000	物流服务

资料来源: 公司审计报告

3、土地储备丰富, 安全边际较高

广弘控股现持有的大量空闲土地主要分布于广州、中山及佛山市。其中位于广州环市西路的土地占地近 100 亩, 位于中山坦洲的土地占地近 200 亩, 位于佛山南海的土地占地面积约 1200 亩。三块土地性质都在计划由工业用地转为商住用地, 未来土地价值有望大幅提升。

公司一块主要的闲置土地位于广州市环市西路, 广雅中学附近, 占地面积约 100 亩, 目前该处土地用途仍为工业用地, 主要用于广弘食品生产经营。公司预计该处土地性质最终将转化为商住用地, 按照最近成交的相似地块拍卖价格和周边设施、学校建设状况, 估值应较区域平均地价水平偏高, 约为 8000 ~ 9000 万/亩。

图 4: 广州市闲置土地位置

表 2: 广州市荔湾区土地成交价格



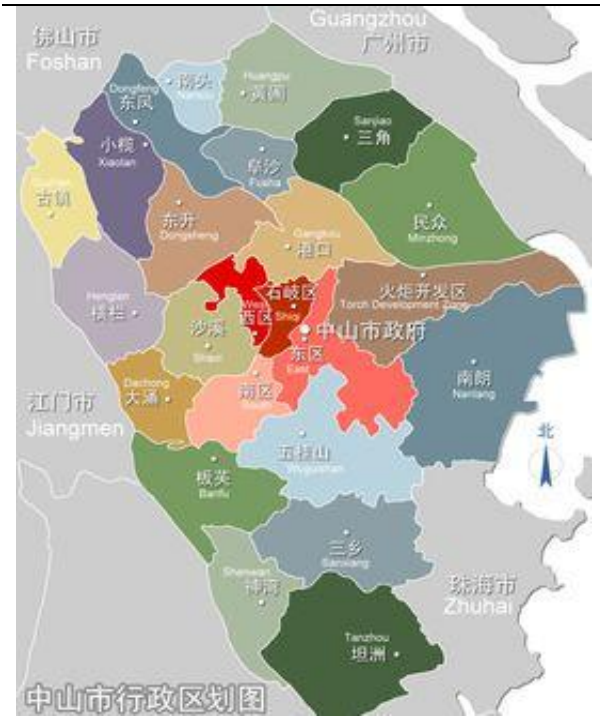
相似地块位置	土地用途	公告时间	单位价格 (万元/平方米)
荔湾区芳村大道南以西, 鹤洞路以南; AF040218 地块	二类居住用地	2016 年 11 月	9.65
荔湾区芳村大道南以西, 鹤洞路以南; AF040224 地块	二类居住用地	2016 年 12 月	11.31
荔湾区岭海街 12 号; AF010734 地块	二类居住用地	2016 年 8 月	9.92

资料来源: 百度地图

资料来源: 广州市国土资源和城乡规划局

公司在中山坦洲另有一块面积约 200 亩的闲置土地, 目前该土地已完成由工业用地向商住用地变更。由于最近两年坦洲镇仅发布工业用地成交公告, 该块闲置土地估值可参照与坦洲镇地理优势相似的其他区域成交地价。坦洲镇位于中山市边缘, 紧邻珠海市及澳门特别行政区, 房地产价格受地理优势带动在中山市属于中上水平。从地理位置来看, 中山市南朗镇、五桂山街道均与坦洲镇具有类似地理优势。2016 年 12 月南朗镇及五桂山街道的商住用地拍卖情况如下:

图 5：中山市行政区划图



资料来源：百度地图

表 3：坦洲镇可比区域土地成交价格

区域	地块编号	土地用途	公告时间	单位价格 (万元/平方米)
南朗镇	W25-16-0048	商住用地	2016 年 12 月	0.600
	W25-16-0049	商住用地	2016 年 12 月	0.600
五桂山街道	W29-16-0074	商住用地	2016 年 12 月	0.564
火炬开发区	W15-16-0020	商住用地	2016 年 12 月	0.600
	W15-16-0021	商住用地	2016 年 12 月	0.600
	W15-16-0022	商住用地	2016 年 12 月	0.600
	W15-16-0023	商住用地	2016 年 12 月	0.426

资料来源：中山市国土资源局

此外,2013 年坦洲镇商住用地成交价格均超过 0.6 万元/平方米,且相比 2012 年上涨较为明显。

图 6：中山坦洲闲置土地位置



资料来源：百度地图

表 4：中山坦洲土地成交价格

相似地块位置	土地用途	公告时间	起拍单位价格 (万元/平方米)
中山市坦洲镇七村村下三顷队 (G33-13-0080)	商业住宅用地	2013 年 7 月	0.793
中山市坦洲镇十四村 (G33-13-0048)	商业住宅用地	2013 年 5 月	0.604
中山市坦洲镇十四村 (G33-12-9079)	商业住宅用地	2012 年 5 月	0.355

资料来源：中山市国土资源局

依据 2013 年坦洲镇公布地块的成交价格及周边配套设施建设情况、并结合 2016 年 12 月南朗镇、五桂山街道及火炬开发区土地价格,公司位于中山坦洲的空闲土地预计单位价格至少可达 0.7 万元/平方米 (约 266 万元/亩), 200 亩土地总计估值约为 9~10 亿元。

此外,公司还在佛山南海拥有土地 1200 亩,现服务于南海种禽公司生产经营;该空闲地块目前登记用途为山林用地,附近配套设施较少,但 5 公里内可达石门实验中学、石门高级中学、及购物中心和信广场等。转变为商住用地后,预估单位价格为 400~500 万/亩,地块整体估值可达 48~60 亿元。

图 7：佛山南海闲置土地位置



资料来源：百度地图

表 5：佛山市南海区土地成交价格

相似地块位置	土地用途	成交时间	单位价格 (万元/平方米)
佛山市南海区狮山镇小塘三环东地段	商业住宅用地	2016 年 11 月	0.750
佛山市南海区松岗工业城	商业住宅用地	2016 年 9 月	0.610
佛山市南海区狮山镇华涌村土名“苦草岗”地段	商业住宅用地	2016 年 11 月	0.597

资料来源：佛山市国土资源和城乡规划局

由于公司新入股东拥有深厚房地产背景，预计土地实际变现价格仍有提升空间。大量闲置土地的储备价值可在近年内保证公司拥有良好的偿债能力，充足的可用资金，为公司的快速发展及外延式业务扩张提供了有力保证。我们估算，如果三块用地性质全部转成商住用地，合计估值将超过 130 亿元，按照与政府 6:4 的利益划分，归属到公司的价值预计可达 80 亿元。

表 6：广弘控股空闲土地价值估计

土地位置	土地面积 (亩)	预计价格 (万元/亩)	合计估值 (亿元)
广州市环市西路	100	8000~9000	80 ~ 90
中山市坦洲镇	200	300~400	9 ~ 10
佛山市南海区	1200	200~350	48~ 60

资料来源：光大证券研究所

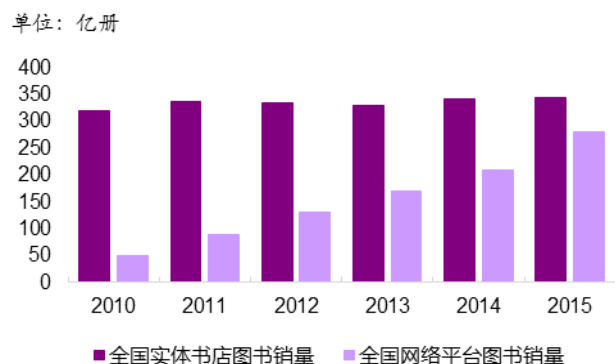
4、扩大竞争优势，争做行业龙头

4.1、教育性图书业务稳定，面临多样发展机会

广弘控股主要发行教育类图书，旗下主要连锁书店为广东省教育书店，主要渠道为线下发行。2015 年，公司图书发行收入为 8.4 亿，净利润 8000 万元；发行物面向 2000 多万用户，年龄分布涵盖小学至高中，在广东省内图书发行市场占比约为 40%。现阶段，公司已圆满完成新一轮省免费教材发行服务政府采购合同的续签工作，图书经营业务稳定；公司省内主要竞争对手仅新华书店一家，具有比较明显的竞争优势。目前公司拥有大量机会进一步扩大图书发行领域经营优势。

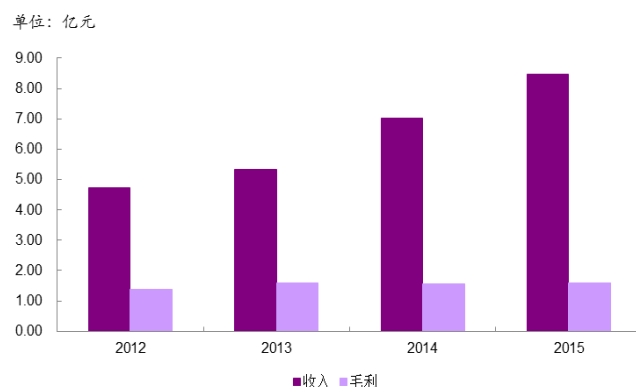
2015 年统计显示，我国图书零售市场销量较去年同比增长 12.8%，网上图书零售销量同比增长率达到 33.21%；图书发行行业并未明显萎缩。另外，我国近年对教育投入不断增加，受教育人数不断增长，教育图书发行较其他种类的图书发行具有更大增长空间。

图 8：2010——2015 全国图书零售收入



资料来源：中商情报网

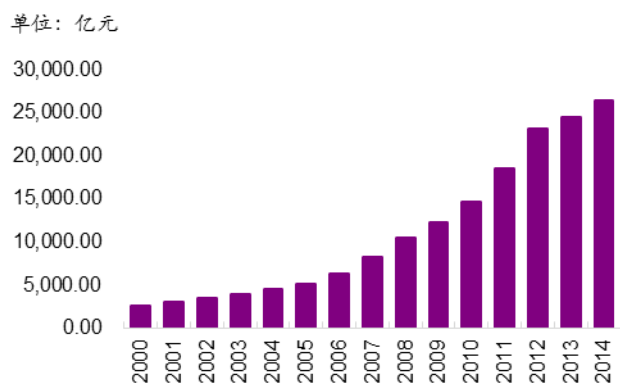
图 9：公司图书发行收入及毛利变化



资料来源：wind

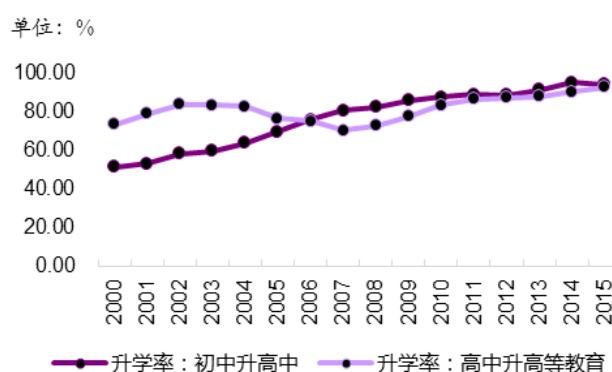
公司专注教育类图书经营，对于现有市场，进一步完善教育类图书的供货种类，提升实体店服务及配送服务质量；除此之外，公司充分利用现有的配送网络，延伸教育类图书配送范围，快速进入和占领广东省内及华南地区的农村教辅资料发行市场，大幅提升公司图书发行收入与利润。

图 10：全国财政性教育经费投入变化



资料来源：wind

图 11：全国各类型升学率变化



资料来源：wind

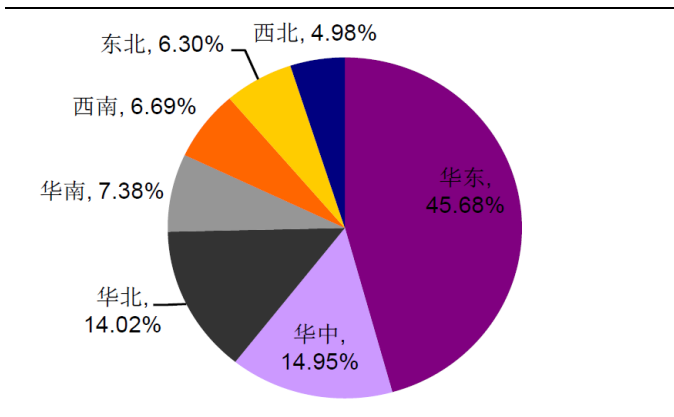
同时，我国网络书店发展十分迅速，已涌现出当当、亚马逊等全国性的网络图书销售平台，新华书店也已与京东合作开设京东新华书店。公司可考虑经营网上书店，专营广东省内或华南地区的教育类产品销售及配送。由于广东省教育书店已有较为完备的省内和华南地区配送网络，相对少量的投入即可帮助公司充分发挥现有配送网络优势，大幅提升消费者购买书籍的便利表程度，增强公司竞争力。

另外，由于实体书店普遍受到网络图书销售平台冲击，重视阅读和文化体验性质的社区书店或许将会成为今后实体书店的主流发展方向。由于公司书店主营教育类图书，公司未来可将实体书店更多开设在学校及新建社区附近，除销售教育书籍外，书店还可修改店面布局，提供符合中小学生学习需求的阅读或课下自习场所、亲子共同学习区，提供教辅资料选择咨询等，打造具有鲜明教育特色的书店环境和服务，提升书店品牌的影响力。

4.2、冷库经营业务前景光明，积极建设冷链物流中心

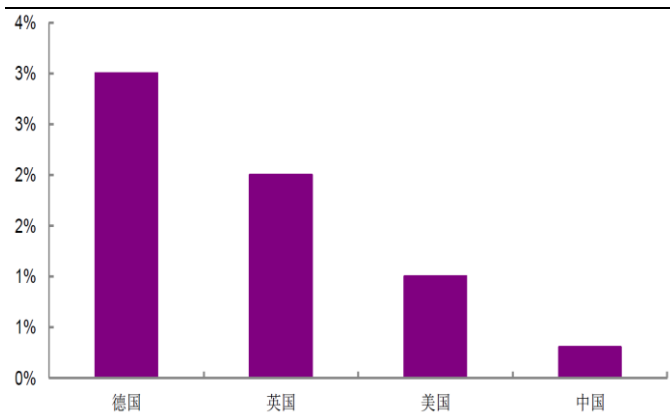
2015 年，冻品供应及冷库经营业务收入共占广弘控股收入的 47.77%。其中，冻品贸易主要采用自购自销和区域总代理等经营模式，主要盈利模式是获取冻肉产品购销差价；冷库经营业务则采用“冷库+市场”经营模式，向进场经营的商户提供冷藏服务和经营场地，并按吨收取冷藏服务费和商铺租金。目前我国冷库总容量超过 8000 多万立方米，可存储超 3000 万吨的商品，但功能较为单一，地区分配不均，人均相对落后；华南地区冷库需求仍然十分强烈。目前我国每年消费的易腐食品超过 10 亿吨，其中需要冷链运输的超过 50%，但目前综合冷链流通率仅为 19%；相比之下，欧美冷链流通率达到 95%，我国冷链物流行业则亟待发展。

图 12：我国冷库保有量地区分布



资料来源：中国冷链物流网

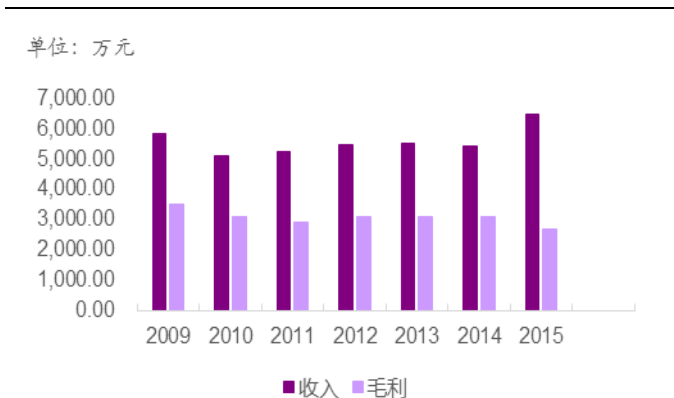
图 13：国内外冷藏车占货运车比例



资料来源：智研数据中心

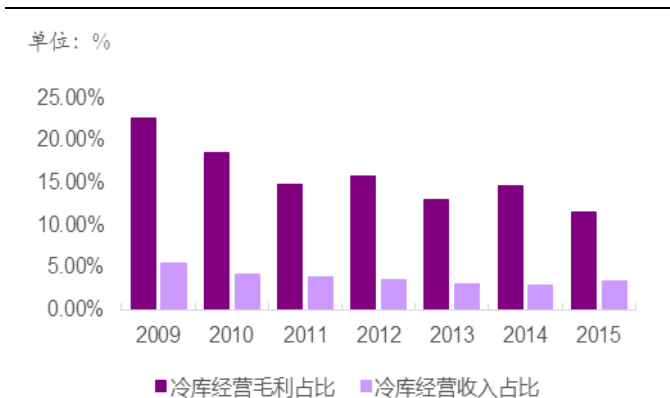
广弘控股冻品冷库领域的核心竞争力主要在于地理位置优越、冷藏技术及管理经验先进、可提供集中冻品交易平台和 24 小时全天冷库仓储优质服务。2015 年，公司“冷库+市场”经营共实现净利润 3000 万左右，毛利率为 41.15%，远超其他主营业务；目前公司“冷库+市场”主要下游客户包括双汇、金锣等，共占据广东 60%~70% 市场份额。近年公司冷库经营收入占总收入比例始终较低，约为 3%，但毛利贡献则相对很高。

图 14：公司冷库经营收入及毛利变化



资料来源：wind

图 15：公司冷库经营收入及毛利占比变化



资料来源：wind

2015 年报显示，公司已着手推进“冷库+市场”模式由仓储贸易型向现代冷链物流型转变、由冷库经营模式逐步向高端冷链物流中心发展、向增值服务型

转型。2014 年，广弘控股旗下广弘食品的“一种大型冷库墙体保温层的改进结构”已获国家知识产权局授予新型专利，但由于冷库建设与维护需要较大量的资本投入，公司可能在中长期内逐步扩大冷库经营业务比重，并抓住由冷库经营向冷链物流中心发展的机会，及早确立在广东冷链物流行业的核心地位。另外，公司现有冻品产能约 3 万吨且已达饱和，吞吐量在 60 万吨左右，未来冻品销售业务可借助公司在“冷库+市场”及冷链物流领域的优势，降低销售成本、提升盈利能力，加快公司向华南地区肉类食品龙头企业的迈进步伐。

5、高管增持凸显信心，激励企业快速发展

2015 年 12 月，公司新任董事长蔡颢先生到任。蔡颢先生曾在广东商贸任职多年，年轻有为；由于广东商贸集团间接持有公司大量股票，新任董事长将与股东层沟通将更加顺畅，为公司注入更多发展动力。此外，2016 年，含新任董事长在内的 10 名高管通过“中粮-民生价值成长 1 号分级资产管理计划”分别于 7 月 26 日和 7 月 27 日通过深圳证券交易所证券交易系统以竞价交易方式增持了公司股份 6,292,828 股，占公司股份总数的 1.078%，增持金额共 5699.928 万元。高管增持显示公司管理层对企业未来发展具备充足的信心和良好的预期。

表 7：公司核心高管增持公司股票

参与增持高管姓名	公司职位	最低持有期限
蔡颢	董事长	6 个月
陈子召	总经理	6 个月
郭伟亮	党委副书记	6 个月
潘芸	监事	6 个月
缪安民	副总经理	6 个月
朱小宁	副总经理	6 个月
刘汉林	副总经理	6 个月
陈增玲	副总经理、财务负责人	6 个月
苏东明	董事会秘书	6 个月
李旺	其他核心管理人员	6 个月

资料来源：公司公告

未来，公司将继续专注现有经营领域，不排除采用外延式发展，通过并购等方式加大企业在现有经营领域的影响力，充分利用闲置土地带来的现金流量。同时，公司管理层拟继续推进高管增持及员工持股计划，进一步提升员工的工作积极性，为企业发展持续注入更多活力。

6、盈利预测与估值

公司主营业务发展稳定，拥有有力资金保障及良好发展机遇，未来盈利能力将稳步提升。我们预测公司 2016~2018 年营业收入增速将达到 13.26%、13.59%、13.86%，净利润增速为 46.78%、27.27%、20.00%。

我们做出如下关键假设：

- 1、公司各产品收入增速基本保持稳定，图书发行及冻品冷库相关业务保持 20%左右增速；
- 2、公司整体毛利率水平保持稳定，维持在 15%左右；

- 3、公司期间费用率平稳增长；
- 4、公司未来几年的实际税率较前几年相比变化不大；
- 5、公司营业外收入变化不大。

表 8：广弘控股各项业务盈利预测

		2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
图书发行	收入 (百万元)	531.85	703.32	846.23	1,015.48	1,218.58	1,462.29
	同比 (%)	12.24%	32.24%	20.32%	20.00%	20.00%	20.00%
	成本 (百万元)	372.69	547.81	686.53	832.69	999.23	1,199.08
	同比 (%)	10.82%	46.99%	25.32%	21.29%	20.00%	20.00%
	毛利 (百万元)	159.16	155.50	159.70	182.79	219.34	263.21
	毛利率 (%)	29.93%	22.11%	18.87%	18.00%	18.00%	18.00%
冻品	收入 (百万元)	898.83	886.84	836.31	878.13	922.04	968.14
	同比 (%)	28.52%	-1.33%	-5.70%	5.00%	5.00%	5.00%
	成本 (百万元)	879.67	868.60	813.19	860.57	903.59	948.77
	同比 (%)	28.52%	-1.33%	-5.70%	5.83%	5.00%	5.00%
	毛利 (百万元)	19.16	18.24	23.13	17.56	18.44	19.36
	毛利率 (%)	2.13%	2.06%	2.77%	2.00%	2.00%	2.00%
种禽	收入 (百万元)	65.18	65.54	68.18	68.18	71.59	75.17
	同比 (%)	28.52%	-1.33%	-5.70%	0.00%	5.00%	5.00%
	成本 (百万元)	75.99	77.79	75.83	68.18	70.15	73.66
	同比 (%)	28.52%	-1.33%	-5.70%	-10.09%	2.90%	5.00%
	毛利 (百万元)	-10.81	-12.24	-7.65	0.00	1.43	1.50
	毛利率 (%)	-	-	-	0.00%	2.00%	2.00%
冷库经营	收入 (百万元)	55.00	54.20	64.86	77.84	93.40	112.08
	同比 (%)	0.86%	-1.46%	19.68%	20.00%	20.00%	20.00%
	成本 (百万元)	24.10	23.46	38.17	42.81	46.70	56.04
	同比 (%)	2.82%	-2.67%	62.73%	12.14%	9.09%	20.00%
	毛利 (百万元)	30.90	30.74	26.69	35.03	46.70	56.04
	毛利率 (%)	56.18%	56.72%	41.15%	45.00%	50.00%	50.00%
猪苗	收入 (百万元)	10.67	10.27	22.92	34.38	41.25	49.50
	同比 (%)	-3.61%	-3.73%	123.14%	50.00%	20.00%	20.00%
	成本 (百万元)	10.04	11.31	20.90	30.94	39.19	47.03
	同比 (%)	-11.43%	12.64%	84.81%	48.02%	26.67%	20.00%
	毛利 (百万元)	0.63	-1.04	2.02	3.44	2.06	2.48
	毛利率 (%)	5.89%	0.00%	8.80%	10.00%	5.00%	5.00%
国内贸易	收入 (百万元)	118.36	50.14	0.10	0.00	0.00	0.00
	同比 (%)	49.05%	-57.64%	-99.79%	-100.00%	0.00%	0.00%
	成本 (百万元)	111.60	48.99	0.10	0.00	0.00	0.00
	同比 (%)	41.86%	-56.10%	-99.79%	-100.00%	#DIV/0!	#DIV/0!
	毛利 (百万元)	6.77	1.15	0.00	0.00	0.00	0.00
	毛利率 (%)	5.72%	2.29%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
种猪	收入 (百万元)	29.26	16.98	18.43	20.27	24.32	29.19
	同比 (%)	179.46%	-41.96%	8.52%	10.00%	20.00%	20.00%
	成本 (百万元)	18.95	17.90	13.52	14.19	19.46	23.35
	同比 (%)	154.45%	-5.57%	-24.47%	4.95%	37.14%	20.00%
	毛利 (百万元)	10.30	-0.92	4.91	6.08	4.86	5.84

	毛利率 (%)	35.21%	0.00%	26.63%	30.00%	20.00%	20.00%
物 业 出 租	收入 (百万元)	18.21	21.38	32.44	48.65	63.25	75.90
	同比 (%)	17.33%	17.41%	51.73%	50.00%	30.00%	20.00%
	成本 (百万元)	5.17	5.74	11.60	14.60	18.97	22.77
	同比 (%)	10.41%	11.01%	101.91%	25.86%	30.00%	20.00%
	毛利 (百万元)	13.03	15.63	20.84	34.06	44.27	53.13
肉 猪	毛利率 (%)	71.58%	73.13%	64.25%	70.00%	70.00%	70.00%
	收入 (百万元)	12.90	27.95	16.20	16.20	18.63	21.43
	同比 (%)	12.74%	116.66%	-42.04%	0.00%	15.00%	15.00%
	成本 (百万元)	13.84	34.21	23.63	16.20	17.70	20.36
	同比 (%)	0.27%	147.22%	-30.91%	-31.44%	9.25%	15.00%
加 工 肉 制 品	毛利 (百万元)	-0.94	-6.25	-7.43	0.00	0.93	1.07
	毛利率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	5.00%	5.00%
	收入 (百万元)	8.22	5.51	6.92	9.00	10.80	12.96
	同比 (%)	24.29%	-32.97%	25.65%	30.00%	20.00%	20.00%
	成本 (百万元)	7.14	5.15	7.25	8.55	9.72	11.67
肉 鸡	同比 (%)	25.61%	-27.90%	40.83%	17.95%	13.68%	20.00%
	毛利 (百万元)	1.08	0.36	-0.33	0.45	1.08	1.30
	毛利率 (%)	13.13%	6.58%	0.00%	5.00%	10.00%	10.00%
	收入 (百万元)	21.07	13.96	13.23	13.23	13.89	14.58
	同比 (%)	-10.38%	-33.77%	-5.22%	0.00%	5.00%	5.00%
酒 类 销 售	成本 (百万元)	14.75	5.11	3.00	3.97	4.17	4.38
	同比 (%)	-11.94%	-65.38%	-41.28%	32.38%	5.00%	5.00%
	毛利 (百万元)	6.33	8.85	10.23	9.26	9.72	10.21
	毛利率 (%)	30.03%	63.42%	77.34%	70.00%	70.00%	70.00%
	收入 (百万元)	0.12	0.34	0.07	0.00	0.00	0.00
合 计	同比 (%)	81.89%	189.87%	-78.19%	-100.00%	0.00%	0.00%
	成本 (百万元)	0.08	0.32	0.07	0.00	0.00	0.00
	同比 (%)	78.44%	304.61%	-77.78%	-100.00%	0.00%	0.00%
	毛利 (百万元)	0.04	0.02	0.00	0.00	0.00	0.00
	毛利率 (%)	31.61%	4.61%	2.84%	0.00%	0.00%	0.00%
合 计	收入 (百万元)	1,769.67	1,856.43	1,925.90	2,181.35	2,477.75	2,821.24
	同比 (%)	12.77%	4.90%	3.74%	13.26%	13.59%	13.86%
	成本 (百万元)	1,534.02	1,646.38	1,693.79	1,892.69	2,128.89	2,407.10
	同比 (%)	13.08%	7.32%	2.88%	11.74%	12.48%	13.07%
	毛利 (百万元)	235.65	210.04	232.10	288.66	348.85	414.14
合 计	毛利率 (%)	13.32%	11.31%	12.05%	13.23%	14.08%	14.68%

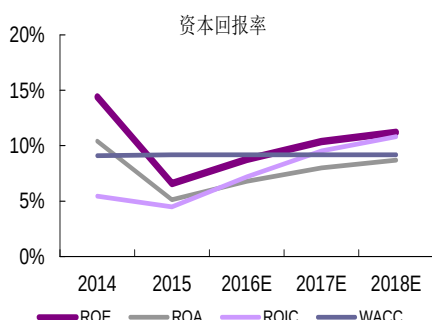
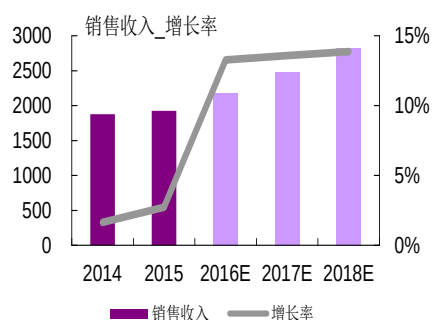
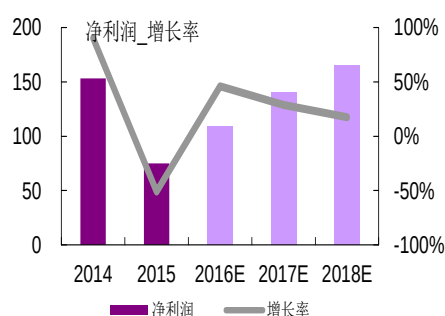
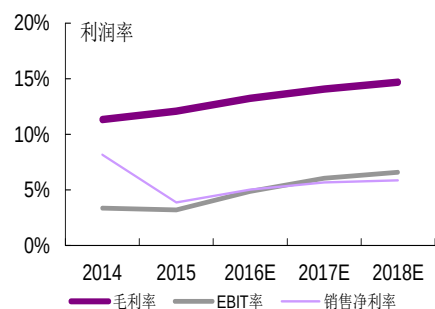
资料来源: wind

我们通过测算,公司土地性质全部转成商住用地后,估值超过 130 亿元,按与政府 6:4 的划分,归属到上市公司体内价值约为 78 亿元。公司主营业务方面,我们预测公司 2016~2018 年 EPS 分别为 0.19 元,0.24 元和 0.28 元,目前市值仅 65 亿元左右,相对于其土地估值明显低估。我们认为按照其土地公允价值计算,78 亿市值可以对应 13 元的股价,相对于目前位置,维持“增持”评级。

7、风险分析

国资混改向公司注入的发展动力不达预期；

闲置土地未能及时完成性质变更，或变现收入不达预期。



利润表 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1876	1927	2183	2479	2823
营业成本	1664	1694	1894	2130	2409
折旧和摊销	30	31	35	40	43
营业税费	10	5	10	10	11
销售费用	76	78	90	101	116
管理费用	63	67	82	88	101
财务费用	-10	-14	-13	-12	-12
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	98	10	20	20	20
营业利润	171	86	139	182	217
利润总额	200	106	156	201	236
少数股东损益	0	-1	0	0	0
归属母公司净利润	153.14	74.94	109.41	140.79	165.54

资产负债表 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
总资产	1473	1451	1611	1759	1906
流动资产	902	867	1035	1171	1328
货币资金	703	682	792	917	1042
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	23	19	30	29	33
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	13	32	25	29	38
存货	150	125	168	179	198
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	87	88	90	92	94
固定资产	180	173	224	262	274
无形资产	119	116	110	105	100
总负债	398	302	353	393	416
无息负债	355	300	353	393	416
有息负债	44	2	0	0	0
股东权益	1075	1149	1259	1366	1490
股本	584	584	584	584	584
公积金	613	613	624	638	654
未分配利润	-133	-58	40	134	241
少数股东权益	12	11	11	11	11

现金流量表 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	148	53	113	178	167
净利润	153	75	109	141	166
折旧摊销	30	31	35	40	43
净营运资金增加	-75	56	82	59	113
其他	40	-108	-114	-61	-154
投资活动产生现金流	83	-32	-15	-32	-12
净资本支出	-51	-37	-50	-50	-30
长期投资变化	87	88	-2	-2	-2
其他资产变化	47	-83	37	20	20
融资活动现金流	44	-42	11	-20	-31
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-14	-42	-2	0	0
无息负债变化	29	-55	53	40	24
净现金流	276	-21	110	126	125

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	1.65%	2.72%	13.26%	13.59%	13.86%
净利润增长率	90.31%	-51.07%	45.99%	28.68%	17.58%
EBITDA 增长率	1.11%	-1.47%	53.34%	33.89%	20.81%
EBIT 增长率	-5.26%	-2.61%	72.48%	41.12%	24.05%
估值指标					
PE	42	86	59	46	39
PB	6	6	5	5	4
EV/EBITDA	67	68	44	33	27
EV/EBIT	100	102	59	41	33
EV/NOPLAT	130	146	84	59	48
EV/Sales	3	3	3	3	2
EV/IC	7	7	6	6	5
盈利能力 (%)					
毛利率	11.33%	12.08%	13.23%	14.08%	14.68%
EBITDA 率	4.99%	4.78%	6.48%	7.63%	8.10%
EBIT 率	3.37%	3.19%	4.86%	6.04%	6.58%
税前净利润率	10.68%	5.52%	7.16%	8.11%	8.38%
税后净利润率 (归属母公司)	8.16%	3.89%	5.01%	5.68%	5.86%
ROA	10.42%	5.13%	6.79%	8.00%	8.68%
ROE (归属母公司) (摊薄)	14.40%	6.58%	8.77%	10.39%	11.19%
经营性 ROIC	5.45%	4.49%	7.20%	9.52%	10.83%
偿债能力					
流动比率	2.50	2.90	2.96	3.00	3.21
速动比率	2.09	2.48	2.48	2.54	2.73
归属母公司权益/有息债务	24.39	569.04	-	-	-
有形资产/有息债务	30.84	656.07	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.26	0.13	0.19	0.24	0.28
每股红利	0.00	0.00	0.06	0.07	0.09
每股经营现金流	0.25	0.09	0.19	0.30	0.29
每股自由现金流(FCFF)	0.18	0.00	-0.04	0.06	0.05
每股净资产	1.82	1.95	2.14	2.32	2.53
每股销售收入	3.21	3.30	3.74	4.25	4.84

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

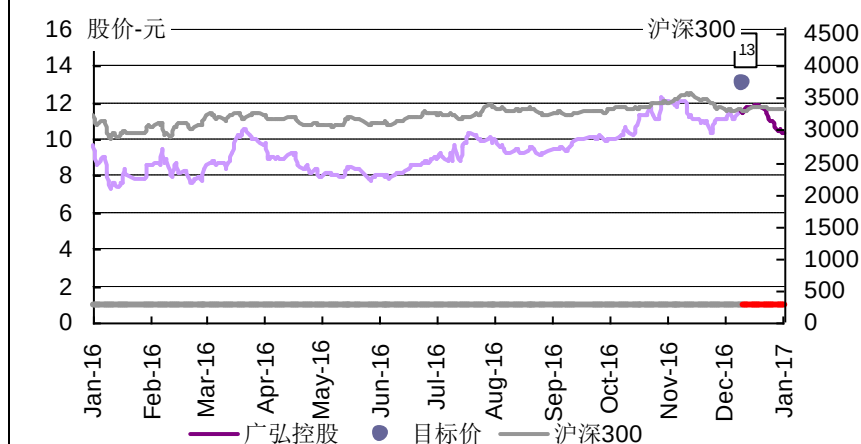
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

刘 晓波，上海财经大学国际工商管理学院世界经济硕士。2007 年入行从事行业研究，先后历经消费、周期，于 2010 年加盟光大证券，负责农业研究；后组建光大证券中小市值研究团队。现于光大证券负责农业&中小市值研究，擅长把握行业发展趋势以及重点公司研究。

投资建议历史表现图

广弘控股 (000529)



资料来源：光大证券研究所

日期	股价	目标价	评级
2016-12-28	11.47	13.00	增持
买入—	增持—	中性—	
减持—	卖出—		

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

公司经营范围：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；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebsecn.com
	濮维娜	021-62158036	13611990668	puwn@ebsecn.com
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebsecn.com
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebsecn.com
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebsecn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebsecn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebsecn.com
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebsecn.com
北京	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebsecn.com
	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebsecn.com
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebsecn.com
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebsecn.com
	王曦	010-58452036	18610717900	wangxi@ebsecn.com
	关明雨	010-58452037	18516227399	guanmy@ebsecn.com
	张彦斌	010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebsecn.com
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebsecn.com
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebsecn.com
深圳	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebsecn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebsecn.com
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebsecn.com
	陶奕	021-22167107	18018609199	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebsecn.com
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebsecn.com
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebsecn.com
国际业务				