

强烈推荐-A (维持)

目标估值: 45.11-52.1 元

当前股价: 27.0 元

2017 年 04 月 12 日

基础数据

上证综指	3289
总股本(万股)	103375
已上市流通股(万股)	59701
总市值(亿元)	279
流通市值(亿元)	161
每股净资产(MRQ)	4.9
ROE(TTM)	40.7
资产负债率	53.3%
主要股东	秦英林
主要股东持股比例	47.6%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	3	7	-10
相对表现	0	1	-19



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《牧原股份(002714)——最高预期, 有迹可循》2017-04-11
- 2、《牧原股份(002714)——预期不断兑现, 坚定看好牧原》2017-03-31
- 3、《牧原股份(002714)——养猪如工匠, 至专方至精》2017-03-21

周莎

0755-82960734

zhousha@cmschina.com.cn

S1090516020002

研究助理

雷轶

075583218146

leiyi@cmschina.com.cn

牧原股份 002714.SZ

定增获通过, 坚定中前行

4 月 11 日, 公司收到证监会《关于核准牧原食品股份有限公司非公开发行股票》的批复, 将非公开发行不超过 1.27 亿新股, 拟融资 30.7 亿元, 发行价 24.67 元/股, 仅比现价低 8.6%。

□ 融资用于产能扩张, 滚雪球模式继续

公司本次定增核准发行不超过 1.27 亿新股, 拟融资 30.7 亿元, 发行价 24.67 元/股, 仅比现价低 8.6%。其中牧原集团认购金额不少于 20.7 亿元; 员工持股计划认购不超过 10 亿元。募集资金 55% 将用于生猪产能扩张, 建成后将新增 207.5 万头出栏量; 16% 用于偿还银行贷款; 29% 用于补充流动资金。定增方案的实施彰显了实际控制人和员工对公司发展充满信心, 将加速公司产能扩张, 提高公司凝聚力及竞争力, 助力公司实现滚雪球式高成长。

□ 人才培育领先, 管理边际宽广

作为一家民营企业, 牧原没有任何背景也非资源型企业, 要想获得长足的发展就离不开人才的引进和培育。公司以西装养猪、拜师制、军事化管理著称, 并通过建立信息化和财务管理系统, 大幅降低了管理成本。

□ 天时地利人和, 龙头腾飞在即

牧原一路走来历尽艰辛, 成本控制乃成功的关键, 全程一体化自繁自养模式需要巨大的固定资产投入, 其扩张速度取决于有多少资本和人才储备。本轮“超长猪周期”使得公司的财务状况大幅改善并带来源源不断的现金流, 猪价长期高位叠加上出栏增长带来的利润加速累积、业绩滚雪球式高增长的威力才刚开始显现, 2017-18 年将迎来规模增速最快的黄金发展期。

□ 盈利预测与估值

目前市场对牧原股份 2017 年出栏量预期在 450-500 万头, 而我们给出了全市场最高预测 640 万头, 其中上半年 240 万头、下半年 400 万头, 全年出栏量超出市场预期 30%。我们判断猪价将于 4-5 月重启涨势, 并于三季度末创出年内高点, 全年均价在 16 元/kg 以上。预计 2016/17/18 年公司出栏量为 311/640/900 万头, 归母净利 23.2/35.8/36.6 亿元, 给予 2017 年 13-15 倍 PE, 目标价 45.11-52.10 元, 具有 69%-95% 的空间, 维持“强烈推荐-A”评级。

风险提示: 进口猪肉大幅增加、突发大规模不可控疫病、环保执行不达预期。

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	2605	3003	5606	11264	14355
同比增长	27%	15%	87%	101%	27%
营业利润(百万元)	21	505	2241	3507	3580
同比增长	-92%	2310%	343%	56%	2%
净利润(百万元)	80	596	2321	3587	3660
同比增长	-74%	643%	290%	55%	2%
每股收益(元)	0.33	1.15	2.25	3.47	3.54
PE	81.5	23.4	12.0	7.8	7.6
PB	3.4	4.0	4.9	3.3	2.5

资料来源: 公司数据、招商证券注: 2014-2016 年股份分别为 2.42、5.17、10.34 亿股。

融资用于产能扩张，滚雪球模式继续

2017 年 4 月 11 日，公司收到证监会《关于核准牧原食品股份有限公司非公开发行股票批复》，将非公开发行不超过 1.27 亿新股，拟融资 30.7 亿元，发行价 24.67 元/股，仅比现价低 8.6%。其中牧原集团认购不少于 8418 万股，认购金额不少于 20.7 亿元；公司员工持股计划认购不超过 4053 万股，认购金额不超过 10 亿元；募集资金 55% 将用于生猪产能扩张，建成后将新增 207.5 万头出栏量；16% 用于偿还银行贷款；29% 用于补充流动资金。定增方案的实施彰显了实际控制人和员工对公司发展充满信心，将加速公司产能扩张，提高公司凝聚力及竞争力，助力公司实现滚雪球式高成长。

表 1：本次发行募集资金的使用计划

序号	项目名称	投资总额	本次募投项目投资总额	使用募集资金金额
1	生猪产能扩张项目			
1.1	通许牧原第一期 52 万头生猪产业化项目	61319	53953	30003
1.2	商水牧原第一期 45 万头生猪产业化项目	49763	42600	42600
1.3	西华牧原第一期 27.5 万头生猪产业化项目	30254	28033	28033
1.4	太康牧原第一期 25 万头生猪产业化项目	19584	18486	18486
1.5	闻喜牧原第一期 20 万头产业化项目	18100	16515	16515
1.6	扶沟牧原第一期 20 万头生猪产业化项目	20965	19089	19089
1.7	正阳牧原第一期 18 万头产业化项目	25150	18893	13520
小计	-	225138	197573	168251
2	偿还银行贷款	50000	50000	50000
3	补充流动资金	95426	95426	89426
合计	-	370564	343000	307677

资料来源：公司公告、招商证券 注：单位均为万元

全市场最高出栏量预期 640 万头和 35.8 亿归母净利润

目前市场对牧原 2017 年出栏量预期在 450-500 万头左右，而我们预测 640 万头是由上半年 240 万头，下半年 400 万头构成。全年出栏量超出市场预期 30%！

上半年：1-3 月公司已经出栏 124.1 万头，一季度往往是年出栏量最低的季度，保守估计上半年为一季度的两倍， $120 \times 2 = 240$ 万头。

下半年：随着公司 2016 年中以前投建的产能开始使用，我们预计每个月将出栏 70 万头以上，所以下半年出栏利润为 $6 \times 70 = 420$ 万头。

牧原的全程一体化自繁自养模式需要巨大的固定资产投入，其扩张速度取决于有多少资本和人才储备。本轮“超长猪周期”使得公司的财务状况大幅改善并带来源源不断的现金流，猪价长期高位叠加出栏增长带来的利润加速累积、业绩滚雪球式高增长的威力才刚开始显现，2017-18 年将迎来规模增速最快的黄金发展期。

表 2：牧原 2016 年中报披露的在建工程产能测算 2017 年产能至少在 666 万头

主要在建工程	项目预算金额	预计总产能	2016H2 产能增量	2017 年产能增量	2018 年产能增量
合计	61.07 亿元	562.8 万头	124.1 万头	355.3 万头	83.4 万头

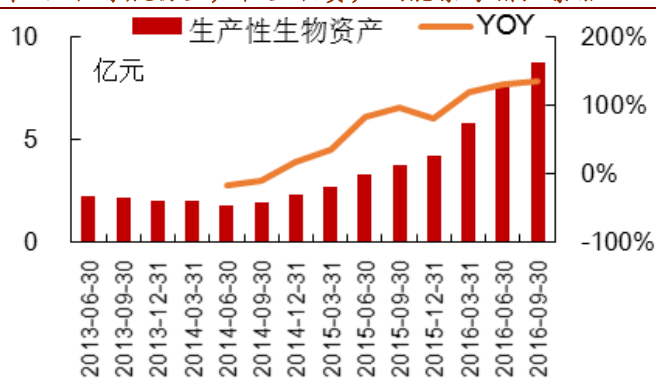
资料来源：公司公告、招商证券注：2017 年理论可以出栏 666 万头以上。

表 3：牧原上市以来直接融资暴涨

时间	融资手段	融资金额	发行情况	资金用途
2016 年 11 月	定向增发	30.8 亿元	发行价格 49.69 元 (复权后 24.67 元)	生猪产能扩张项目 (共 207.5 万头); 偿还银行贷款及补充流动资金;
2016 年 9 月	可转换债券	10 亿元	初始转股价格 24.84 元, 票面年利率 1.5%, 期限 3 年。 3 年期债券自发行结束之日起满 24 个月的第一个交易日 (2018 年 10 月 8 日) 和发行人实施增持行为之日起满 6 个月后的第一个交易日中较晚者。	
2016 年 9 月	可转换债券	10 亿元	初始转股价格 24.84 元, 票面年利率 1.5%, 期限 4 年。 4 年期债券自发行结束之日起满 36 个月的第一个交易日 (2019 年 9 月 30 日) 和发行人实施增持行为之日起满 6 个月后的第一个交易日中较晚者;	
2016 年 9 月	可转换债券	1.5 亿元	初始转股价格 24.84 元, 票面年利率 1.5%, 期限 2 年。 2 年期债券自发行结束之日起满 12 个月的第一个交易日 (2017 年 10 月 9 日) 和发行人实施增持行为之日起满 6 个月后的第一个交易日中较晚者。	
2015 年 12 月	定向增发	10 亿元	发行价格 30.42 元 (复权后 15.03 元)	偿还银行贷款及补充流动资金
2014 年 1 月	新股发行	7.2 亿元	发行价格 24.07 元 (复权后 5.83 元)	年出栏 80 万头生猪 产业化项目
合计		69.5 亿元		

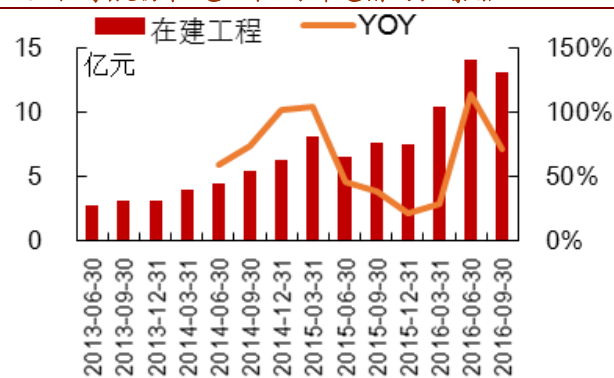
资料来源：公司公告、招商证券

图 1：牧原股份生产性生物资产（能繁母猪）暴涨



资料来源：Wind、招商证券

图 2：牧原股份在建工程（新建猪场）暴涨



资料来源：Wind、招商证券

图 3：牧原股份固定资产



资料来源：Wind、招商证券

1、过去报告脉络：全市场最为持续且大力地推荐生猪养殖板块

本次环保削减产能必定超预期，长江中下游各省养殖业将面临绝不容小觑的环保压力，2017 年全国 20 个省的禁养区需要完成拆迁（3 倍于 2016 年），产业转移成本将移交至猪价，无环保压力的企业养殖利润必定持续超预期，养殖股迎来业绩预期差最大的一年！

过去的一年里我们系统性地对生猪养殖行业进行了深度的剖析，目前九篇报告各有侧重，从不同角度切入，力求客观和完备，在整个过程中我们持续地对生猪养殖行业进行大力推荐。我们认为中国的生猪养殖正处于快速规模化的黄金时期，不远的未来将孕育 3-5 家千万级出栏龙头的崛起，我们有幸见证一批优秀企业的穿越周期、脱颖而出。我们坚信，生猪养殖行业的强周期性，无法阻挡牧原股份这样的龙头企业持续成长，成长为推动我国畜牧业走向集约化和现代化的中流砥柱。

1、《猪！猪！猪！生猪养殖系列报告之一-**超长猪周期，让暴利飞！**》2016-04-28，我们创新性提出“超长周期”——不同于以往的暴涨暴跌，猪周期呈现出持续温和上涨的“新常态”，并用“成本高、门槛高、学费高”这“三高”来解释其成因。<http://t.cn/Rtcq2LR>

2、《猪！猪！猪！生猪养殖系列报告之二-**规模化浪潮，产业链巨变**》2016-06-02，生猪养殖看似 easy，其实高精尖；育种技术、育肥管理、产业链一体化三大方面都有很多讲究，究竟为何？且看本文分解。<http://t.cn/RtcqhT0>

3、《猪！猪！猪！生猪养殖系列报告之三-**养殖模式：八仙过海，各显神通**》2016-07-19，以温氏为代表的“公司+农户”、以牧原为代表的一体化自育自繁自养、独特的“雏鹰模式”、后起之秀正邦科技，八仙过海，究竟孰优孰劣？且听本文分解 <http://t.cn/RtcG1L3>。

4、《猪！猪！猪！生猪养殖系列报告之四-**食品安全与美味猪肉**》2016-07-31，民以食为天，食以安为先；骇人听闻的“瘦肉精”和“黄浦江死猪”事件历历在目 <http://t.cn/RtX4ruj>。

5、《猪！猪！猪！生猪养殖系列报告之五-**国际比较：规模化加速，龙头高成长**》2016-08-14，通过跨时间和空间的国际比较，我们认为国内生猪养殖正处于规模化加速期，未来三到五年，年出栏过千万头的企业数量将扩容。参考 Smithfield 的市值成长经验，在规模快

速扩张期，龙头企业的市值有望保持 25% 以上的年复合增速。<http://t.cn/RtT7c5h>

6、《猪！猪！猪！生猪养殖系列报告之六-**超长猪周期发力，能繁母猪再探底**》2016-09-21，8 月能繁母猪存栏量创历史新低，跌至 3729 万头，连续 36 个月同比负增长，再一次印证我们之前提出“超长猪周期”理论。而政府干预减少，上涨时间将超预期，预计四季度供给收紧，猪价双峰将现。<http://t.cn/Rcl6a8c>

7、《猪！猪！猪！生猪养殖系列报告之七-**生猪养殖的白银时代**》2017-01-10，猪价 16 日连涨站上 18 元/kg，“超长猪周期”过渡期，产能恢复仍缓慢，供求关系持续紧平衡。我们预判，2017 年生猪均价将维持在 16-17 元/kg 的高位，对于低成本规模化养殖企业来说，现在正是长周期的黄金时代，也是中周期的白银时代。<http://t.cn/RMJSuiW>

8、《猪！猪！猪！生猪养殖系列报告之八-**业绩为王时代，稳定压倒一切**》2017-02-21，生猪养殖白银时代意味着猪价底部抬高，市场所忌惮和渴望的下跌恐不如预期，高预期差下的价值筹码争夺战即将打响。<http://t.cn/RiuiQgK>

9、《猪！猪！猪！生猪养殖系列报告之九-**最严的环保，最好的时代**》2017-03-13，环保禁养政策作为农业供给侧改革的重要手段，给整个养殖业带来了巨大的冲击。“南猪北养”产业迁徙浩浩荡荡，然而罗马非一日建成。对于无法补栏的散养户而言，这是最糟糕的时代；但对于规模化养殖龙头，这无疑是最美好的时代。<http://t.cn/Riuay2J>

2、牧原乃周期成长股，我们在底部率先给出全市场最乐观预期

我们在底部持续地大力推荐牧原股份，尤其在绝对底部时，公司高管大力增持，我们率先给出全市场最高的出栏量 640 万头以及 35.8 亿归母净利润，牧原有希望也有能力实现出栏量翻倍，1-3 月的出栏量已显峥嵘，牧原的舞步才刚刚开始。

1、《牧原股份（002714.sz）-**最高预期，有迹可循**》2017-04-11，目前市场对牧原股份 2017 年出栏量预期在 450-500 万头，而我们给出了全市场最高预测 640 万头，其中上半年 240 万头、下半年 400 万头，全年出栏量超出市场预期 30%。<http://t.cn/RXZogwg>

2、《牧原股份（002714.SZ）-**预期不断兑现，坚定看好牧原**》2017-03-31，3 月 31 日，公司发布一季度业绩预告，预计实现归母净利润 6.5-7.0 亿，同增 76.65%-90.24%。盈利增长原因主要是出栏量大幅增加。<http://t.cn/R6mhmQ9>

3、《牧原股份（002714.sz）深度报告-**养猪如工匠，至专方至精**》2017-03-21，养猪之“高下优劣”源于快慢粗细之别，至诚必然至钝，至专方能至精。至诚至专如牧原，是工匠精神的完美演绎！我们判断猪价将于 4-5 月重启涨势，并于三季度末创出年内高点，不排除刷新历史新高的可能。一体化生猪养殖龙头牧原，当下正处于长周期的黄金时代、中周期的白银时代，短周期的黄金买点。<http://sep9.cn/5wyd3s>

4、《牧原股份（002714.sz）-**滚雪球式高成长，超长周期大赢家**》2017-03-07，2017 年 3 月 6 日，公司公告 1-2 月份生猪销售量为 80.7 万头，同比大增 153%。我们上调全年出栏量预测至 640 万头，上调净利润预测至 35.8 亿元。<http://t.cn/RiuXrVs>

5、《牧原股份（002714.sz）-**董监高大手笔增持，白银时代弹性首选**》2017-01-19，1 月 12 日与 13 日，公司高管连续大手笔增持共 107.61 万股，成交均价为 23.5 元，总金额约 2529 万元，是其 2015 年薪酬总和的 14 倍，力度可见一斑。<http://t.cn/Rx11DbU>

3、盈利预测与估值

(1) 盈利预测

预计 2016/17/18 年公司归母净利 23.2/35.8/36.6 亿元，给予 2017 年 13-15 倍 PE，目标价 45.11-52.10 元，具有 69%-95% 的空间，维持“强烈推荐-A”评级。

注：2016 年公司业绩同比大幅增长 290%，主要原因是生猪价格长期处于高位、公司出栏量大幅增长以及原材料价格下跌。

表 4：各季度业绩回顾

(百万元)	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3
营业收入	625	821	1057	912	1372	1616
营业毛利	108	279	340	420	753	754
营业费用	2	2	2	2	3	4
管理费用	23	24	35	31	36	38
财务费用	30	34	32	36	37	43
投资收益	0	1	0	2	4	1
营业利润	53	219	271	352	682	669
归属母公司净利润	67	232	317	368	704	690
EPS (元)	0.06	0.22	0.31	0.36	0.68	0.67
主要比率	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3
毛利率	17.3%	33.9%	32.2%	46.1%	54.9%	46.6%
营业费用率	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%
管理费用率	3.7%	2.9%	3.3%	3.4%	2.6%	2.4%
营业利润率	8.5%	26.7%	25.6%	38.6%	49.7%	41.4%
有效税率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
净利率	10.7%	28.3%	30.0%	40.3%	51.3%	42.7%
YoY	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3
收入	-0.7%	23.4%	22.8%	82.5%	119.6%	96.7%
归属母公司净利润	-370.9%	179.2%	308.9%	-1922.0%	951.0%	197.0%

资料来源：公司数据、招商证券

表 5：销售收入结构预测

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
合计收入	3003	5606	11264	14355
生猪养殖	3003	5606	11264	14355
收入增长率	15.3%	86.7%	100.9%	27.4%
生猪养殖	15.3%	86.7%	100.9%	27.4%
毛利率	24.6%	43.7%	32.7%	26.9%
生猪养殖	24.6%	43.7%	32.7%	26.9%

资料来源：公司数据、招商证券

表 6：盈利预测简表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	2605	3003	5606	11264	14355
营业成本	2403	2264	3156	7519	10494
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	5	6	12	17	22
管理费用	74	102	151	203	258
财务费用	103	127	47	20	3
资产减值损失	(0)	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	2	1	1	1	1
营业利润	21	505	2241	3507	3580
营业外收入	61	92	80	80	80
营业外支出	1	1	0	0	0
利润总额	80	596	2321	3587	3660
所得税	0	0	0	0	0
净利润	80	596	2321	3587	3660
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	80	596	2321	3587	3660
EPS (元)	0.33	1.15	2.25	3.47	3.54

资料来源：公司数据、招商证券

(2) 估值对比

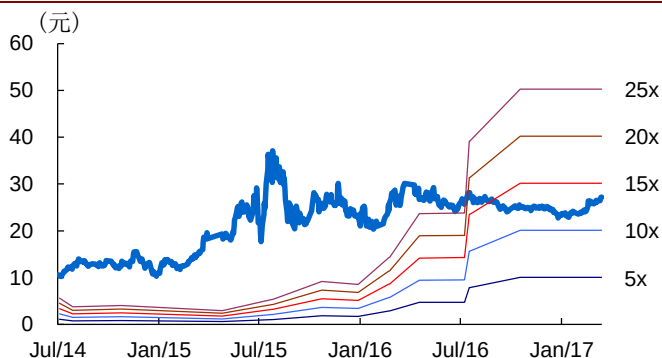
表 7：估值对比表

公司 简称	最新 股价	EPS (元)			盈利增长率 (%)			PE			PB (MRQ)	ROE (TTM)	市值 (亿)
		14	15	16E	14	15	16E	14	15	16E			
牧原股份	27.00	0.33	1.15	2.25	-74%	643%	290%	81	23	12	4.72	40.75%	279
正邦科技	6.13	0.52	0.52	0.49	265%	209%	262%	12	12	12	2.31	18.01%	140
温氏股份	33.15	1.71	2.71	2.98	122%	84%	109%	19	12	11	5.03	41.72%	1,442
天邦股份	11.01	0.51	0.53	0.69	296%	271%	30%	22	21	16	5.62	29.10%	85
雏鹰农牧	6.14	0.22	0.37	0.45	225%	421%	23%	28	17	14	3.17	16.51%	192
平均					227%	246%	106%	20	15	13	4.03	26.33%	

资料来源：公司数据、招商证券

(3) PE-PB Band

图 4：牧原股份历史 PEBand



资料来源：贝格数据、招商证券

图 5：牧原股份历史 PBBand



资料来源：贝格数据、招商证券

风险提示

进口猪肉大幅上升、高致病性不可控疫病、环保政策不达预期

参考报告：

- 1、《牧原股份（002714.sz）-最高预期，有迹可循》2017-04-11，目前市场对牧原股份2017年出栏量预期在450-500万头，而我们给出了全市场最高预测640万头，其中上半年240万头、下半年400万头，全年出栏量超出市场预期30%。<http://t.cn/RXZogwg>
- 2、《牧原股份（002714.SZ）-预期不断兑现，坚定看好牧原》2017-03-31，3月31日，公司发布一季度业绩预告，预计实现归母净利润6.5-7.0亿，同增76.65%-90.24%。盈利增长原因主要是出栏量大幅增加。<http://t.cn/R6mhmQ9>
- 3、《牧原股份（002714.sz）深度报告-养猪如工匠，至专方至精》2017-03-21，养猪之“高下优劣”源于快慢粗细之别，至诚必然至钝，至专方能至精。至诚至专如牧原，是工匠精神的完美演绎！我们判断猪价将于4-5月重启涨势，并于三季度末创出年内高点，不排除刷新历史新高的可能。一体化生猪养殖龙头牧原，当下正处于长周期的黄金时代、中周期的白银时代，短周期的黄金买点。<http://sep9.cn/5wyd3s>
- 4、《牧原股份（002714.sz）点评报告-滚雪球式高成长，超长周期大赢家》2017-03-07，2017年3月6日，公司公告1-2月份生猪销售量为80.7万头，同比大增153%。我们上调全年出栏量预测至640万头，上调净利润预测至35.8亿元。<http://t.cn/RiuXrVs>
- 5、《牧原股份-董监高大手笔增持，白银时代弹性首选》2017-01-19，1月12日与13日，公司高管连续大手笔增持共107.61万股，成交均价为23.5元，总金额约2529万元，是其2015年薪酬总和的14倍，力度可见一斑。<http://t.cn/Rx11DbU>

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	1511	2514	2829	6892	10538
现金	338	836	1015	2879	5307
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	0	0	0	0	0
其它应收款	0	0	0	1	1
存货	1035	1156	1578	3534	4617
其他	138	521	236	478	613
非流动资产	2609	4554	5943	6334	6337
长期股权投资	48	47	48	48	48
固定资产	1490	2976	4081	4977	5800
无形资产	172	170	171	171	172
其他	899	1361	1643	1137	316
资产总计	4119	7068	8772	13226	16875
流动负债	1650	2888	1454	3017	4083
短期借款	911	1773	233	233	233
应付账款	273	513	715	1703	2377
预收账款	5	4	6	14	20
其他	461	598	500	1067	1453
长期负债	521	657	1657	1657	1657
长期借款	520	547	1547	1547	1547
其他	1	110	110	110	110
负债合计	2171	3546	3111	4674	5740
股本	242	517	1034	1034	1034
资本公积金	738	1456	939	939	939
留存收益	968	1549	3688	6578	9162
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	1948	3522	5661	8551	11135
负债及权益合计	4119	7068	8772	13226	16875

现金流量表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	455	915	2862	3397	4023
净利润	80	596	2321	3587	3660
折旧摊销	153	227	312	427	515
财务费用	105	125	47	20	3
投资收益	(2)	(1)	(1)	(1)	(1)
营运资金变动	114	(24)	184	(636)	(153)
其它	4	(6)	(1)	0	0
投资活动现金流	(869)	(2311)	(1701)	(818)	(518)
资本支出	(735)	(1799)	(1818)	(818)	(518)
其他投资	(134)	(512)	117	0	0
筹资活动现金流	549	1779	(982)	(715)	(1078)
借款变动	31	818	(754)	0	0
普通股增加	30	275	517	0	0
资本公积增加	638	718	(517)	0	0
股利分配	(50)	(15)	(182)	(696)	(1076)
其他	(100)	(17)	(46)	(19)	(2)
现金净增加额	136	384	178	1864	2428

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	2605	3003	5606	11264	14355
营业成本	2403	2264	3156	7519	10494
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	5	6	12	17	22
管理费用	74	102	151	203	258
财务费用	103	127	47	20	3
资产减值损失	(0)	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	2	1	1	1	1
营业利润	21	505	2241	3507	3580
营业外收入	61	92	80	80	80
营业外支出	1	1	0	0	0
利润总额	80	596	2321	3587	3660
所得税	0	0	0	0	0
净利润	80	596	2321	3587	3660
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	80	596	2321	3587	3660
EPS (元)	0.33	1.15	2.25	3.47	3.54

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
年成长率					
营业收入	27%	15%	87%	101%	27%
营业利润	-92%	2310%	343%	56%	2%
净利润	-74%	643%	290%	55%	2%
获利能力					
毛利率	7.7%	24.6%	43.7%	33.3%	26.9%
净利率	3.1%	19.8%	41.4%	31.8%	25.5%
ROE	4.1%	16.9%	41.0%	41.9%	32.9%
ROIC	3.3%	10.5%	30.8%	34.1%	27.7%
偿债能力					
资产负债率	52.7%	50.2%	35.5%	35.3%	34.0%
净负债比率	43.1%	35.8%	20.3%	13.5%	10.5%
流动比率	0.9	0.9	1.9	2.3	2.6
速动比率	0.3	0.5	0.9	1.1	1.5
营运能力					
资产周转率	0.6	0.4	0.6	0.9	0.9
存货周转率	2.3	2.1	2.3	2.9	2.6
应收帐款周转率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应付帐款周转率	11.4	5.8	5.1	6.2	5.1
每股资料 (元)					
每股收益	0.33	1.15	2.25	3.47	3.54
每股经营现金	1.88	1.77	2.77	3.29	3.89
每股净资产	8.05	6.81	5.48	8.27	10.77
每股股利	0.06	0.35	0.67	1.04	1.06
估值比率					
PE	81.5	23.4	12.0	7.8	7.6
PB	3.4	4.0	4.9	3.3	2.5
EV/EBITDA	600.4	193.1	63.8	42.0	40.5

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

周莎：FRM，南开大学应用数学系硕士，四年消费行业研究经历，曾先后任职于红塔红土基金、国海证券，2016年1月加盟招商证券研发中心，担任农林牧渔首席分析师。

雷轶：中山大学金融硕士，中山大学地理信息系统学士，2016年加盟招商证券研发中心农林牧渔小组。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。