

证券研究报告

肉制品



华统股份 (002840)

区域畜禽屠宰龙头，产业链一体化经营

2017年05月17日

暂无评级 (首次)

市场数据

报告日期	2017-05-17
收盘价(元)	26.90
总股本(百万股)	178.67
流通股本(百万股)	44.67
总市值(百万元)	4806.13
流通市值(百万元)	1201.53
净资产(百万元)	808.62
总资产(百万元)	1412.74
每股净资产	4.53

主要财务指标

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3992	4799	5758	6923
同比增长	105.4%	20.2%	20.0%	20.2%
净利润(百万元)	92	119	145	185
同比增长	22.6%	28.9%	22.0%	27.5%
毛利率	5.3%	5.4%	5.4%	5.4%
净利率	2.3%	2.5%	2.5%	2.7%
净资产收益率(%)	11.4%	12.8%	13.5%	14.7%
每股收益(元)	0.69	0.89	1.08	1.38
每股经营现金流(元)	1.97	-0.14	1.66	1.58

相关报告

投资要点

- 公司产业链完善，在浙江省内畜禽屠宰业务领先。公司以畜禽屠宰业务为核心，覆盖上游饲料和养殖业、下游肉类加工业。2016年，公司营业收入39.92亿元，近五年复合增长率20.77%，归母净利润为0.92亿元，近五年复合增长率8.92%。浙江省内销售占到85%。
- 下游行业处于上升通道，上游行业将配合下游行业增长。我国肉类总产量逐年快速增长。从结构上看，肉制品比重在上升。国民生活水平的提高将带动肉类产品消费量提升，养殖业、上游饲料加工业也随之受益。
- 地处肉类消费大区，产品质优。生鲜猪、禽肉以及拳头产品金华火腿等都主要以经销形式外售，在肉类消费发达的东部沿海市场扩张较快。未来，公司持续扩张各片区产能，将维持销售增速在较高水平；另外，公司积极引进了国际的先进屠宰和肉类加工设备，终端产品质优、口碑良好。另外，2010年也已获得中央储备冻猪肉收储资格。
- 募投项目均衡业务，巩固区域优势。公司本次公开发行募集资金主要投向生猪屠宰和肉制品加工以及家禽屠宰项目，一能增加业务的辐射区域，二能使公司业务形成良好的互补机制，增强公司持续盈利能力。
- 盈利预测：公司业务与双汇发展类似，考虑到公司规模较小、成长性较高，给予40倍左右PE合理。预测公司17-19年业绩分别为1.19亿、1.45亿和1.85亿，PE40倍、33倍和26倍。首次覆盖，暂不予以评级。
- 风险提示：食品安全和动物疫病、原材料价格波动、税收政策变化风险

分析师：

陈娇

chenjiao86@xyzq.com.cn

S0190513070011

研究助理：

闫亚

lvya@xyzq.com.cn

毛一凡

maoyf@xyzq.com.cn

目 录

一、公司基本情况：区域畜禽屠宰龙头企业	- 3 -
1.1、农业产业化国家重点龙头，生产体系完善	- 3 -
1.2、业绩呈上升趋势	- 3 -
1.3、股权集中于创始人家族	- 5 -
二、肉类加工产业链保持稳增长	- 6 -
2.1、屠宰及肉类加工业不断发展	- 6 -
2.2、畜禽养殖业空间巨大	- 7 -
2.3、饲料行业将配合养殖行业增长	- 8 -
三、产品优，销售好	- 8 -
3.1、生鲜到深加工产品都质优畅销	- 8 -
3.2、技术工艺是优秀的产品质量的保证	- 10 -
四、募投项目：增强辐射，均衡发展	- 10 -
4.1、扩张辐射区域，巩固省内领先地位	- 11 -
4.2、实现两条产业链均衡发展，增强公司持续盈利能力	- 11 -
五、盈利预测与估值	- 11 -
六、风险提示	- 12 -
图 1、公司主营业务范围	- 3 -
图 2、华统股份近六年营业收入（亿元）	- 4 -
图 3、华统股份近六年归母净利润（亿元）	- 4 -
图 4、华统股份 16 年主要业务收入占比	- 4 -
图 5、华统股份 16 年五大业务毛利率	- 4 -
图 6、公司营业收入构成	- 5 -
图 7、华统股份股权结构	- 6 -
图 8、我国肉类产量增长图	- 7 -
图 9、我国屠宰及肉类加工业平均销售利润率	- 7 -
图 10、我国猪肉产量增长图	- 7 -
图 11、我国鸡肉产量增长图	- 7 -
图 12、我国饲料产量总体维持增长	- 8 -
图 13、我国饲料品类构成图	- 8 -
图 14、我国各地区肉类产量布局	- 9 -
图 15、华统股份浙江省内营收和火腿营收情况（亿元）	- 9 -
图 16、公司 13-16 年各业务产能	- 9 -
图 17、公司 13-16 年各业务销量	- 9 -
表 1、公司主营业务分产品收入情况	- 5 -
表 2、公司主要产品的客户群体	- 5 -
表 3、公司质量认证证书	- 10 -
表 5、募投项目	- 10 -
表 6、公司盈利预测假设	- 11 -
表 7、公司盈利预测结果	- 12 -
附表	- 14 -

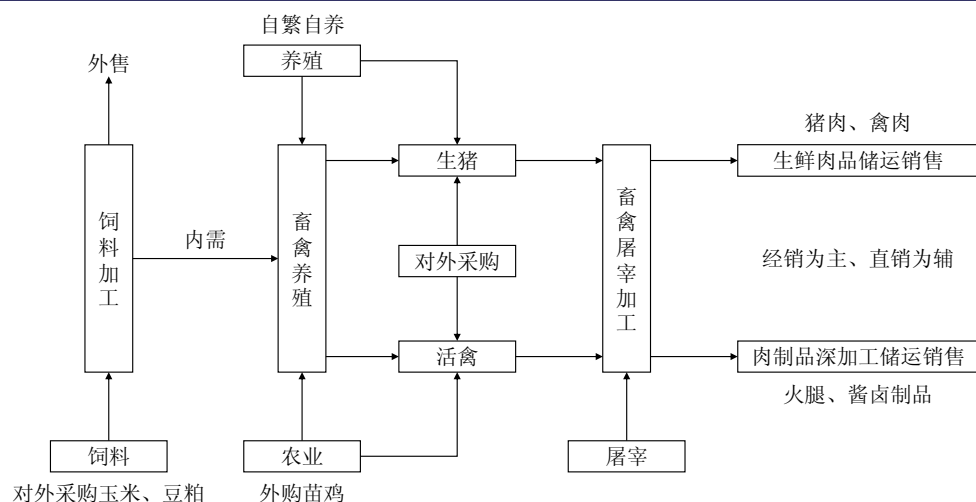
报告正文

一、公司基本情况：区域畜禽屠宰龙头企业

1.1、农业产业化国家重点龙头，生产体系完善

公司覆盖养殖、屠宰、深加工各环节。华统股份以畜禽屠宰业务为核心，主营业务覆盖“畜禽屠宰加工、饲料加工、肉制品深加工、畜禽养殖”四大环节，对外销售的产品主要包括自有品牌金华火腿、生鲜猪肉、饲料、酱卤制品等。公司经营模式是产业链一体化，是浙江省畜禽屠宰龙头企业，最近三年自营生猪屠宰量名列浙江省规模以上屠宰企业前两名。

图1、公司主营业务范围



资料来源：招股说明书，兴业证券研究所

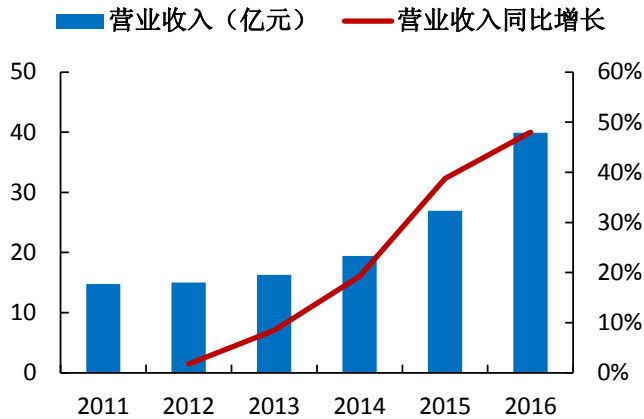
生产技术先进，质控体系完善。公司组建了“浙江华统生物技术与安全食品科技研发中心”，是浙江省第三批省级农业科技企业研发中心，还与科研院所稳定合作。拥有在饲养、屠宰、加工方面的先进技术，从饲料、养殖、屠宰到肉制品的流程都有完善的质量控制体系。2010年，公司获得中央储备冻猪肉收储资格，2011年被商务部确定为全国第一批“市场应急保供骨干企业”，也体现出公司在行业中的领先地位。

1.2、业绩呈上升趋势

公司收入稳增，利润震荡上行。公司的营收和利润主要来源都是生鲜猪肉，成本主要来自原材料生猪和活禽。2016年，公司营业收入39.92亿元，同比增长105.35%；归母净利润0.92亿元，同比增长22.67%，2011-2016年公司营业收入和归母净利润复合增长率为20.77%和8.92%。其中2013年归母净利润的增加是

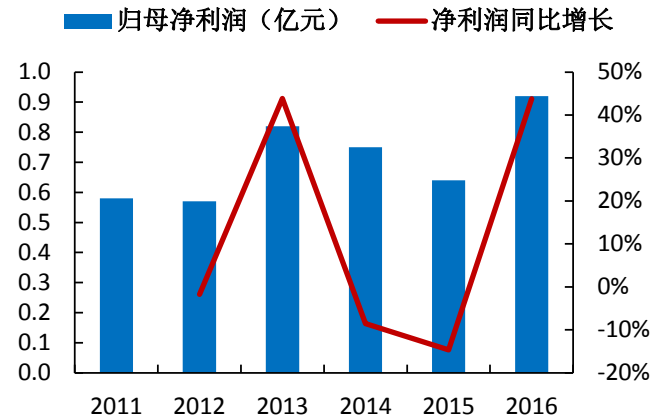
由于原材料成本下滑,使得终端生鲜猪肉、禽肉的销售利润增加,2016 年营业收入大涨是由于子公司湖州华统和苏州华统屠宰业务扩张所致。

图2、华统股份近六年营业收入(亿元)



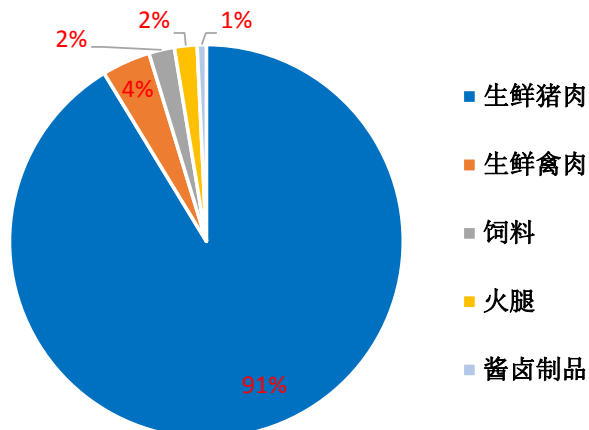
资料来源: wind, 兴业证券研究所

图3、华统股份近六年归母净利润(亿元)



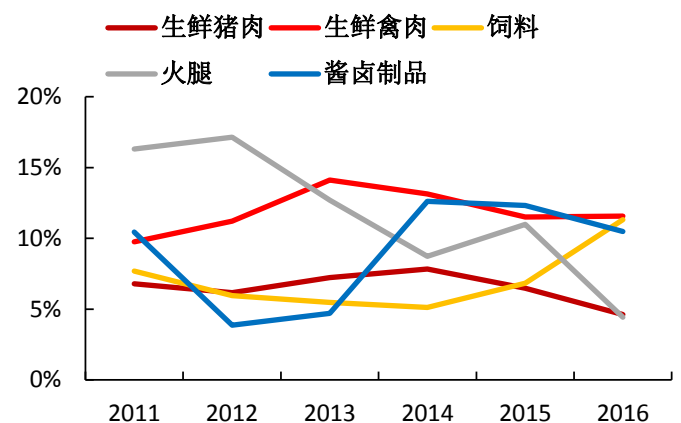
资料来源: wind, 兴业证券研究所

图4、华统股份16年主要业务收入占比



资料来源: wind, 兴业证券研究所

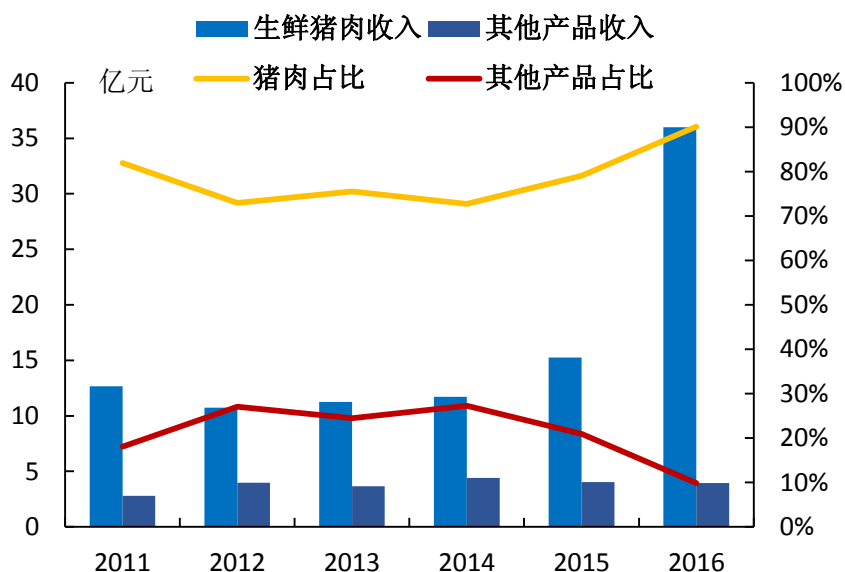
图5、华统股份16年五大业务毛利率



资料来源: wind, 兴业证券研究所

公司主营业务多元,生鲜猪肉贡献主要收入。包括上游饲料加工、畜禽养殖到畜禽屠宰再到肉制品深加工四大环节,打造了产业链一体化的经营模式。对外销售产品主要包括饲料、生鲜猪肉、生鲜禽肉、金华火腿、酱卤制品等,其中生鲜猪肉是公司的核心业务,近年持续占营业收入70%以上,16年更是随子公司的屠宰线扩张达到了90%。

图6、公司营业收入构成



资料来源：wind，兴业证券研究所

表 1、公司主营业务分产品收入情况

产品	2014		2015		2016	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
生鲜猪肉	1,171.47	72.70%	1,524.17	79.05%	3,598.12	90.13%
生鲜禽肉	130.81	8.12%	161.25	8.36%	157.06	3.93%
饲料	175.80	10.91%	109.63	5.69%	82.79	2.07%
火腿	52.45	3.25%	61.29	3.18%	73.35	1.84%
酱卤制品	25.52	1.58%	30.58	1.59%	29.55	0.74%
其他主营业务	55.32	3.43%	41.14	2.13%	51.26	1.28%
合计	1,611.37	100.00%	1,928.06	100.00%	3,992.13	100.00%

资料来源：wind，兴业证券研究所

表 2、公司主要产品的客户群体

产品系列	客户群体
饲料	农户、专业养殖户、个体养殖户、养殖场等
生鲜猪肉	家庭消费者、餐饮企业、超市、食品加工企业、企事业单位等
生鲜禽肉	家庭消费者、餐饮企业、超市、食品加工企业、企事业单位等
火腿	餐饮酒店、超市、食品加工企业、企事业单位、家庭消费者等
酱卤制品	家庭消费者、餐饮酒店、餐饮企业、超市等

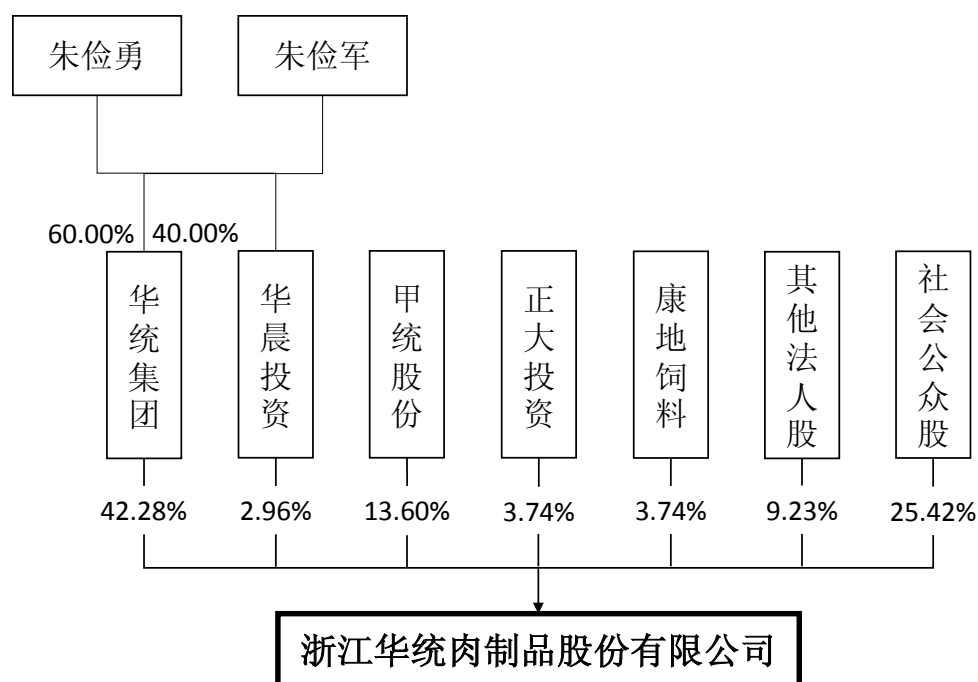
资料来源：招股说明书，兴业证券研究所

1.3、股权集中于创始人家族

中外合资，实际控制人为华统集团的朱俭勇、朱俭军兄弟。公司是由浙江义乌华统肉制品有限公司整体变更设立的股份有限公司。在首次发行新股后，公司实际控制人仍为朱俭军、朱俭勇兄弟，通过华统集团直接持股比例 42.28%，另外通过华晨投资间接持股比例为 2.96%，合计持股 45.24%。朱俭勇还兼任浙江良牧饲料原料采购专业合作社联合社理事，朱俭勇专科毕业后就投身于饲料行业，创办了义乌颗粒饲料厂，随后与台商林振发先生合作，共同创办了华统饲料，后来一步

步壮大了华统集团。

图7、华统股份股权结构



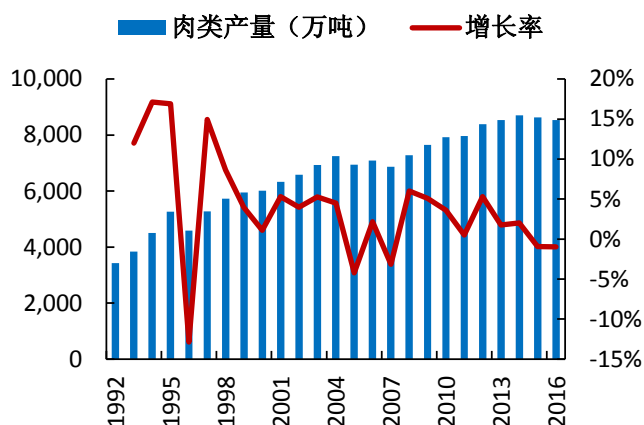
资料来源：招股说明书，兴业证券研究所

二、肉类加工产业链保持稳增长

2.1、屠宰及肉类加工业不断发展

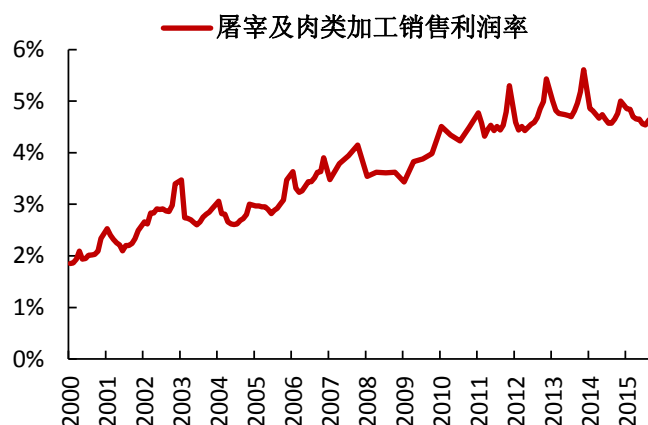
我国屠宰及肉类加工行业销售收入和利润率持续上涨。经济增长和餐饮业的迅速发展使得肉类产品的市场需求大幅提升。1992年，中国成为世界肉类生产第一大国，肉类总产量达到3431万吨；2016年达到8540万吨，年复合增长率达3.87%。除个别年份因疫情等原因导致短暂下滑，总体保持增长态势。从行业格局来看，虽然存在市场化程度高，竞争激烈的现象，但受益于附加值的提升和结构优化，屠宰及肉类加工销售的利润率总体处于上升通道。

图8、我国肉类产量增长图



资料来源：wind，兴业证券研究所

图9、我国屠宰及肉类加工业平均销售利润率



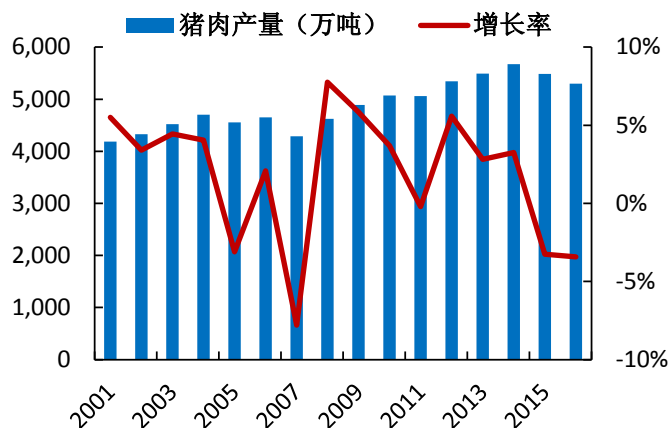
资料来源：wind，兴业证券研究所

肉制品加工比重上升。目前我国深加工产品占比较小，80%以上肉类消费以生鲜肉形式走进千家万户，产品附加值仍较低。随着消费者需求转变和屠宰加工行业整合，拥有资金实力和技术领先优势的行业领先企业不断加大肉类产品深加工力度，产品附加值大幅提高。目前我国肉制品占肉类总产量比重达到17%，肉类工业“十三五”发展规划提出将在2020年把该比重提升到25%，因此，通过深加工提高肉类产品附加值成为未来屠宰及肉类加工业的发展方向之一。

2.2、畜禽养殖业空间巨大

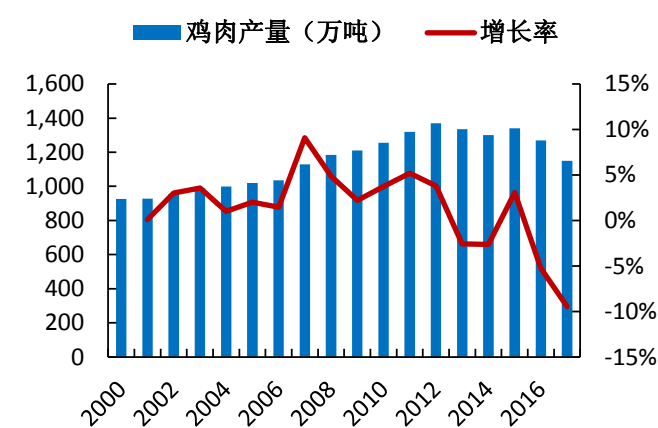
畜禽消费保持震荡上行。随着工业化和城镇化步伐的加快，我国城乡居民畜禽产品消费需求出现新的变化。口粮消费下降，畜禽产品消费快速增长。随着居民收入水平的不断提高，畜禽产品消费需求仍将继续呈现刚性增长态势，带动畜禽养殖行业上行。2000年以来，猪肉消费量稳步增长，鸡肉消费量也保持良好的增长势头。近两年，由于猪、鸡产能均出现缩减，导致短期产量减少。但参考11年、07年行业情况，我们认为未来猪、鸡产量、消费仍将维持震荡上行的趋势。

图10、我国猪肉产量增长图



资料来源：wind，兴业证券研究所

图11、我国鸡肉产量增长图



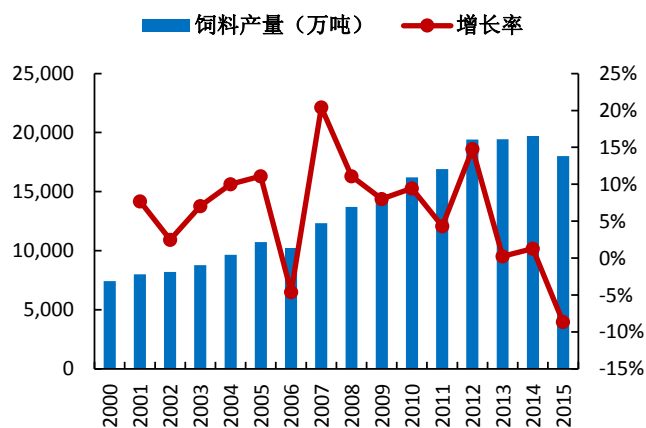
资料来源：wind，兴业证券研究所

养殖业发展基础良好。我国饲料工业快速发展，为畜禽养殖业奠定了坚实的物质基础。2014 年，全国饲料总产量为 1.97 亿吨；另一方面，我国畜牧业经过改革开放三十多年的快速发展，基础设施不断完善，产业素质大幅提升，科技支撑能力显著增强，畜禽养殖业拥有良好的行业基础。

2.3、饲料行业将配合养殖行业增长

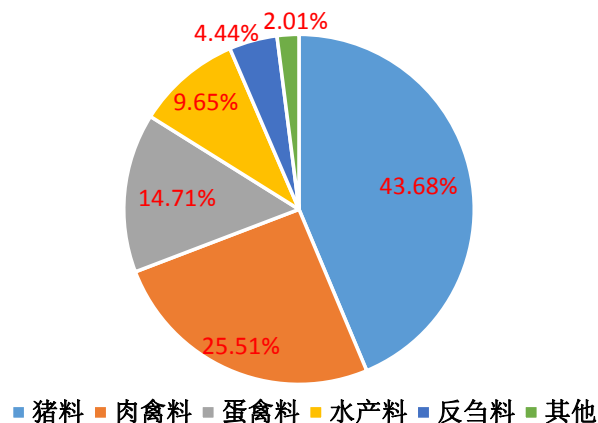
饲料行业产品质量改善，结构日趋合理，产量随之增长。随着饲料工业的发展，我国饲料生产技术不断提高，饲料生产质量取得明显进步。2001 年以来，全国配饲料历次抽检合格率均在 95% 以上。我国饲料工业初期，禽料、猪料几乎垄断了整个饲料市场，2014 年，我国饲料总产量达到 1.97 亿吨，是仅次于美国的第二大饲料生产国，禽饲料、猪饲料产量占饲料总产量比重分别降至 40.22%、43.68%，其他饲料比重升至 15.24%。

图12、我国饲料产量总体维持增长



资料来源：公开信息，兴业证券研究所

图13、我国饲料品类构成图



资料来源：2015 年饲料原料论坛，兴业证券研究所

下游行业拉动，规模化养殖水平逐步提高。前文提到我国肉类产品生产平稳增长，饲料在下游行业的需求拉动下也存在较强的增长动力。另外，据我们测算工业饲料渗透率白鸡在 80-90%，猪在 70% 左右。随着养殖技术的进步及消费者对肉类食品质量要求的提高，规模化、标准化、专业化的养殖比例逐步提高，参考美国 95% 以上的渗透率水平，仍有提升空间。

三、产品优，销售好

3.1、生鲜到深加工产品都质优畅销

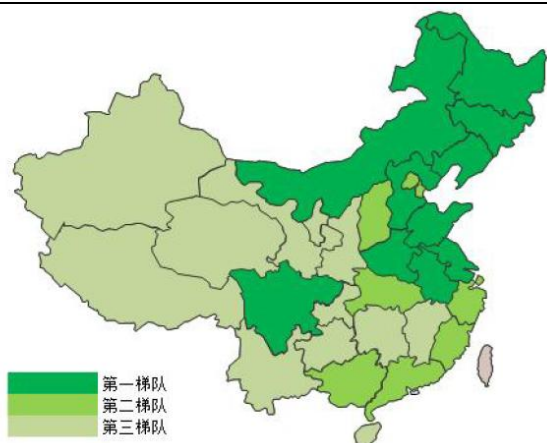
● 生鲜产品销售旺盛，拳头产品金华火腿底蕴厚

公司地处中国经济最活跃的长三角地区，肉类消费旺盛。长三角地区经济发达、交通便捷、市场信息体系完善、人口密集且人均可支配收入远高于全国平均水平，

是国内肉品消费规模最大的市场之一。公司业务收入中，浙江省内的营收占比很高，近五年均超过 85%。公司生鲜猪、禽肉产品主要以经销模式卖出，占到 70% 以上。

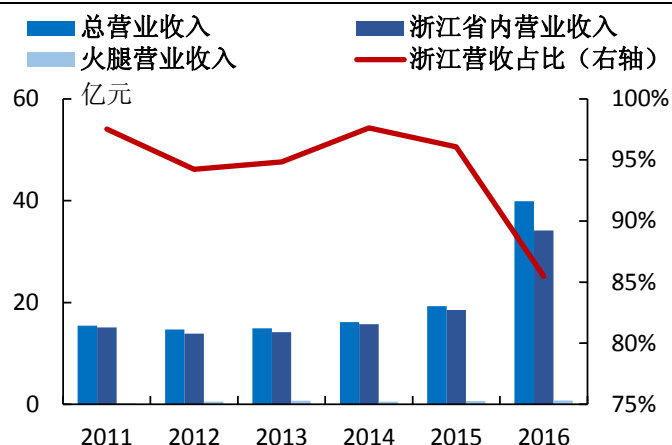
拳头产品金华火腿享誉四方。金华火腿以原产地命名，是地方特色传统食品，积淀了深厚的文化内涵，原产地保护的限定为华统火腿的发展创造了得天独厚的地理优势。火腿、酱卤制品也主要以经销形式（70% 以上）销售，直销供部分大客户。

图14、我国各地区肉类产量布局



资料来源：招股说明书，兴业证券研究所

图15、华统股份浙江省内营收和火腿营收情况（亿元）



资料来源：wind，兴业证券研究所

● 产能扩张，销量仍有上升空间

肉类销量增长，产能扩张支撑销量提升。公司猪肉和禽肉销量逐年上升，产能也逐渐扩张，因而公司有足够的产能应对未来销售的增长，同时公司各项主营业务产销率基本在 95% 以上，销售前景良好。考虑到我国肉类生产、肉制品加工和饲料行业均处于上升通道，行业情况对公司来说较为乐观。

图16、公司 13-16 年各业务产能

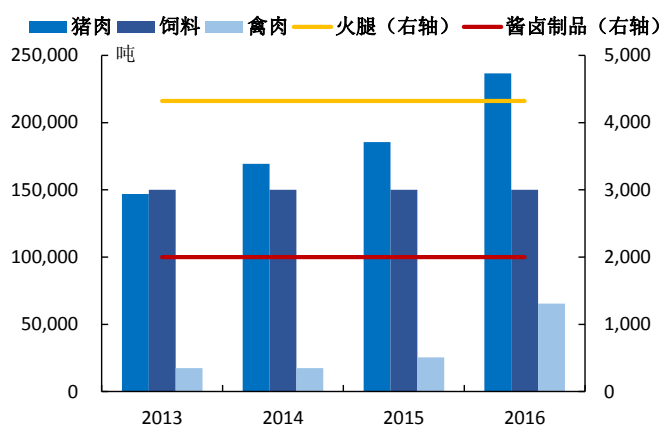
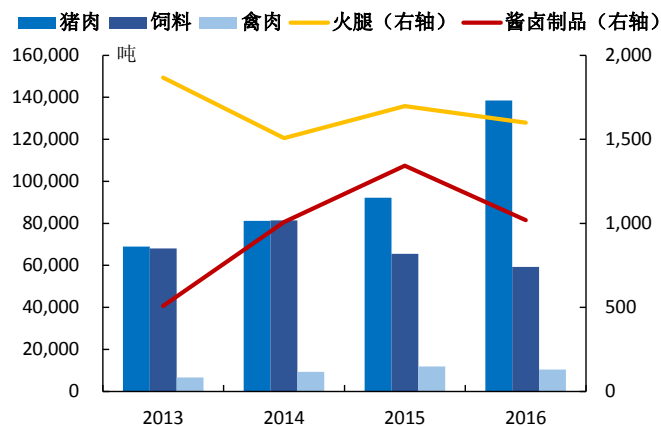


图17、公司 13-16 年各业务销量



资料来源：招股说明书，兴业证券研究所

资料来源：wind，兴业证券研究所

3.2、技术工艺是优秀的产品质量的保证

引入国际先进设备，重视食品安全。在生猪屠宰方面，公司引入了荷兰 MPS 和丹麦 SFK 的先进设备与工艺，使得公司产品品质高于采用传统屠宰工艺的生产企业。火腿生产方面，公司引入了意大利富利的三条火腿生产线，可实现全过程控温控湿，摆脱了传统金华火腿“靠天吃饭”的生产模式。公司产品质量过硬、食品安全有保障，在消费者中口碑较好，品牌知名度和影响力逐渐扩大。

表 3、公司质量认证证书

持证主体	证书名称	颁发单位
华统股份	食品安全管理体系认证证书	中国质量认证中心
华统股份	环境管理体系认证证书	中国质量认证中心
台州商业	食品安全管理体系认证证书	中国质量认证中心
台州商业	环境管理体系认证证书	中国质量认证中心
湖州华统	食品安全管理体系认证证书	中国质量认证中心
华农屠宰	食品安全管理体系认证证书	中国质量认证中心
绿发饲料	环境管理体系认证证书	中国质量认证中心
绿发饲料	质量管理体系认证证书	中国质量认证中心
绿发农业	环境管理体系认证证书	中国质量认证中心
绿发农业	无公害农产品产地认定证书	浙江省农业厅
华统养殖	无公害农产品产地认定证书	浙江省农业厅
华统养殖	环境管理体系认证证书	中国质量认证中心

资料来源：招股说明书，兴业证券研究所

四、募投项目：增强辐射，均衡发展

公司拟投资于生猪屠宰和肉制品加工、家禽屠宰项目，总投资金额为 43,318.29 万元，此次首次发行上市将募集资金 260,23.69 万元，占总投资金额 60.08%，募集资金项目投资金额分别为 16,023.69 万元和 10,000 万元。

表 4、募投项目

项目	项目总投资金额 (万元)	募集资金拟投入 (万元)	2016 年 1-9 月 营业收入(万元)	2016 年 1-9 月 净利润(万元)
年屠宰生猪 50 万头及 1 万吨肉制品加工项目	26,818.05	16,023.69	82,302.50	1,193.56
年屠宰加工 3,600 万羽家禽项目	16,500.24	10,000.00	11,129.06	28.05

资料来源：公司招股书，兴业证券研究所

4.1、扩张辐射区域，巩固省内领先地位

生猪屠宰和肉制品加工项目巩固公司省内地位，进一步发散周边。近年来我国冷链物流装备和技术发展使得生鲜肉品运输半径得到较大提升，但带来的成本上升和时滞使公司利润率和资金周转速度下降。另一方面，公司最近三年自营生猪屠宰量名列浙江省规模以上屠宰企业前两名，在以义乌为代表的浙中地区已具有一定的品牌影响力。公司在浙江湖州建立的年屠宰生猪 50 万头生产线市场辐射范围可覆盖浙江北部、江苏南部、上海及安徽南部等市场，建成后有望顺利实现公司畜禽屠宰业务在浙江省内的区域布局，公司在浙江省内的生猪屠宰领先地位将得到进一步巩固。

该项目总建设期 2 年，目前 50 万头生猪屠宰项目已建成投产，将增加 23%猪肉产能，16 年已实现营收 8.23 亿，净利润 1194 万；1 万吨肉制品加工尚未开工，预计建设期 1 年，投产后使肉制品产能增加 158%，预计年营收增加 1.72 亿，净利润 3013 万。两项目投产后，有望使公司总营收和净利润分别增长 25%和 49%。

4.2、实现两条产业链均衡发展，增强公司持续盈利能力

家禽屠宰项目的扩张将增强禽类屠宰能力。公司目前生鲜猪肉销售收入占主营业务收入比重超过 90%，收入来源较为集中，而生猪价格的周期性波动对公司持续盈利能力的稳定性造成较大不利影响。活禽饲养周期短，规模化养殖水平高，价格波动幅度相对较小，且生鲜禽肉与猪肉存在替代效应，公司在浙江义乌建设该生产线，一方面缩短了产地到市场的距离，另一方面将使公司生猪、家禽业务形成良好互补机制，增强了公司持续盈利能力。

该项目建设期 1 年，目前已部分建成投产，16 年已实现营收 1.11 亿，净利润 28 万，完整投产后将增加 138%禽肉产能。规划实现年营收 8.50 亿，净利润 3676 万。

五、盈利预测与估值

公司业务与双汇发展类似，考虑到公司规模较小、成长性较高，给予 40 倍左右 PE 合理。预测公司 17-19 年业绩分别为 1.19 亿、1.45 亿和 1.85 亿，PE 40 倍、33 倍和 26 倍。首次覆盖，暂不予以评级。

表 5、公司盈利预测假设

年份		2016	2017E	2018E	2019E
生鲜猪肉	销量（吨）	132451.19	154305.63	179766.06	209427.46
	收入（百万元）	3598.12	4317.56	5180.86	6216.77
	成本（百万元）	3432.07	4118.31	4941.77	5929.88
	毛利（百万元）	166.05	199.25	239.09	286.90
	毛利率（%）	4.61%	4.61%	4.61%	4.61%
生鲜禽肉	销量（吨）	11235.11	14380.94	18695.22	24303.79
	收入（百万元）	157.06	207.07	277.26	371.26

	成本(百万元)	138.91	183.25	245.37	328.55
	毛利(百万元)	18.15	23.82	31.90	42.71
	毛利率(%)	11.56%	11.50%	11.50%	11.50%
	销量(吨)	61061.78	58008.69	55108.26	52352.84
	收入(百万元)	82.79	81.01	79.27	77.56
饲料	成本(百万元)	73.42	71.84	70.30	68.79
	毛利(百万元)	9.37	9.17	8.97	8.78
	毛利率(%)	11.32%	11.32%	11.32%	11.32%
	销量(吨)	1972.01	2267.81	2607.99	2999.18
	收入(百万元)	73.35	86.88	102.91	121.90
火腿	成本(百万元)	70.10	77.35	91.62	108.52
	毛利(百万元)	3.25	9.54	11.30	13.38
	毛利率(%)	4.43%	10.98%	10.98%	10.98%
	销量(吨)	1259.52	1700.35	2295.48	3098.89
	收入(百万元)	29.55	41.09	57.13	79.45
酱卤制品	成本(百万元)	26.45	36.02	50.09	69.65
	毛利(百万元)	3.10	5.06	7.04	9.79
	毛利率(%)	10.49%	12.33%	12.33%	12.33%
	收入(百万元)	51.26	46.28	41.78	37.72
其他及其他业务	成本(百万元)	34.73	30.91	27.51	24.48
	毛利(百万元)	16.53	15.37	14.27	13.24
	毛利率(%)	0.32	0.32	0.32	0.32
	营业费用/主营业务收入%	0.98%	0.98%	0.98%	0.98%
	管理费用/主营业务收入%	1.86%	1.86%	1.86%	1.86%
	财务费用/主营业务收入%	0.47%	0.47%	0.47%	0.47%

数据来源：兴业证券研究所整理

表 6、公司盈利预测结果

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3992	4799	5758	6923
增长率	105.4%	20.2%	20.0%	20.2%
营业利润(百万元)	68	96	123	163
增长率	34.7%	40.7%	27.2%	33.0%
净利润(百万元)	92	119	145	185
增长率	22.6%	28.9%	22.0%	27.5%
最新摊薄每股收益(元)	0.69	0.89	1.08	1.38
每股净资产(元)	6.03	6.92	8.00	9.38
动态市盈率(倍)	38.7	30.1	24.6	19.3
市净率(倍)	4.4	3.9	3.3	2.8

数据来源：兴业证券研究所整理

六、风险提示

食品安全和动物疫病风险。公司主营业务收入中食品占比超过 85%，若未来因发售大规模动物疫病或因突发原因发生食品安全事故，将影响各类食品销售，对公司经营造成较大冲击，公司将面临产销量下降进而导致营业利润大幅下滑。

原材料价格波动风险。生猪和活禽是公司主要原材料，我国畜禽价格受饲料价格、市场供求关系、规模化养殖水平、动物疫情及农业政策等因素的影响而呈现一点

的周期性波动。若采销价格不匹配或公司产品价格上涨使消费者转向替代产品，都会导致公司业绩出现下滑。

税收优惠政策变化风险。近三年公司年均享受所得税税收优惠金额超过 1500 万元，占利润总额比重超过 23%，如果国家降低农产品和农产品初加工企业的税收优惠力度，将对公司经营业绩产生较大不利影响。

附表

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	452	753	784	957
货币资金	149	165	157	252
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	19	46	50	58
其他应收款	13	35	38	43
存货	137	387	413	474
非流动资产	961	853	812	776
可供出售金融资产	2	2	2	2
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	92	0	0	0
固定资产	631	601	556	505
在建工程	51	25	13	6
油气资产	0	0	0	0
无形资产	176	207	233	255
资产总计	1413	1606	1596	1732
流动负债	438	557	386	341
短期借款	197	268	88	4
应付票据	0	0	0	0
应付账款	74	148	172	196
其他	166	141	126	141
非流动负债	126	86	106	106
长期借款	86	86	86	86
其他	41	0	20	20
负债合计	564	642	491	447
股本	134	134	134	134
资本公积	303	303	303	303
未分配利润	341	450	582	751
少数股东权益	40	36	32	28
股东权益合计	849	964	1105	1285
负债及权益合计	1413	1606	1596	1732

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	92	119	145	185
折旧和摊销	62	61	63	63
资产减值准备	4	2	3	3
无形资产摊销	6	5	5	5
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	19	23	19	7
投资损失	0	-1	-1	-1
少数股东损益	-7	-4	-4	-4
营运资金的变动	93	-165	-31	-39
经营活动产生现金流量	264	-18	222	212
投资活动产生现金流量	-89	60	-31	-26
融资活动产生现金流量	-173	-25	-200	-91
现金净变动	3	16	-8	95
现金的期初余额	146	149	165	157
现金的期末余额	149	165	157	252

利润表

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3992	4799	5758	6923
营业成本	3782	4539	5448	6550
营业税金及附加	6	3	3	4
销售费用	39	47	57	68
管理费用	74	89	107	129
财务费用	19	23	19	7
资产减值损失	4	2	2	3
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	1	1	1
营业利润	68	96	123	163
营业外收入	21	23	23	23
营业外支出	3	3	3	3
利润总额	86	117	143	183
所得税	1	2	2	3
净利润	85	115	141	181
少数股东损益	-7	-4	-4	-4
归属母公司净利润	92	119	145	185
EPS (元)	0.69	0.89	1.08	1.38

主要财务比率

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
成长性				
营业收入增长率	105.4%	20.2%	20.0%	20.2%
营业利润增长率	34.7%	40.7%	27.2%	33.0%
净利润增长率	22.6%	28.9%	22.0%	27.5%
盈利能力				
毛利率	5.3%	5.4%	5.4%	5.4%
净利率	2.3%	2.5%	2.5%	2.7%
ROE	11.4%	12.8%	13.5%	14.7%

偿债能力

资产负债率	39.9%	40.0%	30.8%	25.8%
流动比率	1.03	1.35	2.03	2.80
速动比率	0.71	0.65	0.94	1.39

营运能力

资产周转率	2.78	3.18	3.60	4.16
应收帐款周转率	161.94	141.12	114.54	122.22

每股资料(元)

每股收益	0.69	0.89	1.08	1.38
每股经营现金	1.97	-0.14	1.66	1.58
每股净资产	6.03	6.92	8.00	9.38

估值比率(倍)

PE	38.74	30.05	24.63	19.31
PB	4.42	3.85	3.33	2.84

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式

机构销售负责人			邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn	冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn
			王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
			胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn
姚丹丹	021-38565778	yaodandan@xyzq.com.cn	曹静婷	18817557948	caojt@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn	朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn
			刘晓洲	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
袁博	15611277317	yuanb@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
陈殊宏	15117943079	chenshuhong@xyzq.com.cn	王文判	010-66290197	wangwenkai@xyzq.com.cn
地址: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
朱元戔	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn
李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
国际机构销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
马青岚	021-38565909	maql@xyzq.com.cn	曾雅琪	021-38565451	zengyaqi@xyzq.com.cn
申胜雄	021-20370768	shensx@xyzq.com.cn	陈俊凯	021-38565472	chenjunkai@xyzq.com.cn
俞晓琦	021-38565498	yuxiaoqi@xyzq.com.cn	蔡明珠	13501773857	caimzh@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人			刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn
私募销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
李桂玲	021-20370658	ligl@xyzq.com.cn	施孜琪	021-20370837	shzq@xyzq.com.cn

王磊	021-20370658	wangleil@xyzq.com.cn			
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					
港股机构销售服务团队					
机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
王文洲	18665987511	petter.wang@xyzq.com.hk	郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk
陈振光	13818288830	chenzg@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			
地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852) 3509-5900					

【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求, 并以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因, 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收到任何形式的补偿。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通, 需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准, 本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民, 包括但不限于美国及美国公民(1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料, 本公司未有参阅有关网站, 也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的, 纯粹为了收件人的方便及参考, 连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料, 本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。本公司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。

在法律许可的情况下, 兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此, 投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户, 应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示, 否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。