

证券研究报告 / 公司深度报告

买入

上次评级: 首次覆盖

## 产量快速扩张, 以量补价可期

### 报告摘要:

**公司生猪产能快速扩张。**2016年, 公司成立23家全资子公司, 2016年年底子公司数量比2015年增长1.4倍。今年1-5月, 公司成立12家子公司, 公司规模快速扩张带动公司产能提升。公司5月生猪销售简报中显示, 公司5月份销售生猪52.7万头, 环比增长32%, 同比增长160%, 公司产能释放已经拉开序幕。

**生猪养殖成本全行业最低。**目前, 公司的生猪全养殖成本为11.2元/公斤, 为全行业最低。按照2017年生猪均价15元/公斤、公司生猪出栏均重110公斤计算, 2017年公司仍可实现头均盈利410元。低养殖成本保证公司即使在猪价下行的情况下仍能保持盈利。

**拟发行优先股优化公司资本结构。**公司拟发行不超过3,150万股优先股, 募集资金总额不超过人民币315,000万元。募集资金一部分用于扩大养殖规模, 一部分用于偿还金融机构贷款。通过发行优先股偿还金融机构贷款, 不仅拓宽融资渠道, 还降低公司利息支出和融资成本, 提高公司净利润水平, 提升公司的持续融资能力, 保障公司未来持续快速发展。

**拟实施员工持股计划, 显示管理层对公司未来发展信心。**公司拟实施第三期员工持股计划, 持股计划涉及股票通过二级市场购买。公司在当前股价下通过二级市场做员工持股计划表现了公司领导层对于公司未来发展的信心。

**自繁自养, 养殖过程全程可控。**公司是A股中唯一一个完全采用自繁自养模式进行生猪养殖的标的。全部采用自繁自养可以有效降低生猪养殖成本以及保证生猪养殖全程可控。可有效保证产品质量, 降低食品安全风险。

**生猪养殖弹性最大标的。**公司是A股中生猪养殖最纯标的, 在下一个猪周期来临时, 公司将具有最大弹性。

**风险提示:**产品及原料价格波动风险、重大疫情风险、食品安全风险、自然灾害风险。

### 股票数据

2017/6/13

收盘价(元)	25.76
12个月股价区间(元)	22.52~55.20
总市值(百万元)	29,842
总股本(百万股)	1,158
A股(百万股)	1,158
B股/H股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	4

### 历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	2%	-3%	3%
相对收益	-3%	-7%	-14%

### 相关报告

财务摘要(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,003	5,606	9,960	12,236	14,247
(+/-)%	15.31%	86.65%	77.67%	22.85%	16.43%
归属母公司净利润	596	2,322	2,735	3,370	4,236
(+/-)%	642.97%	289.68%	17.78%	23.22%	25.71%
每股收益(元)	1.15	2.25	2.36	2.91	3.66
市盈率	22.35	11.47	10.91	8.86	7.04
市净率	3.78	4.70	3.50	2.51	1.85
净资产收益率(%)	16.92%	41.01%	32.10%	28.34%	26.27%
股息收益率(%)	0.00%	2.68%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本(百万股)	517	1,034	1,158	1,158	1,158

证券分析师: 李强

执业证书编号: S0550515060001

联系人: 李瑶

执业证书编号: S0550116090022

18500649564 li\_yao@nesc.cn

## 目 录

<b>1. 核心推荐逻辑</b> .....	<b>3</b>
1.1. 生猪产能快速扩张.....	3
1.2. 生猪养殖成本全行业最低.....	3
1.3. 拟发行优先股，优化公司资本结构.....	3
1.4. 拟实施员工持股计划，显示管理层对公司未来发展的信心.....	3
1.5. 自繁自养，养殖过程全程可控.....	3
1.6. 生猪养殖弹性最大标的.....	3
<b>2. 公司简介</b> .....	<b>3</b>
<b>3. 我国生猪养殖行业现状</b> .....	<b>4</b>
3.1. 行业集中度极低.....	4
3.2. 猪价和生猪养殖效益呈明显周期性波动.....	5
3.3. 环保政策趋严为规模养殖场扩张提供条件.....	6
<b>4. 同行业上市公司对比</b> .....	<b>6</b>
4.1. 出栏量对比.....	6
4.2. 主营业务结构对比.....	7
4.3. 养殖成本对比.....	7
4.4. 产能扩张速度对比.....	8
<b>5. 国内主要生猪养殖模式</b> .....	<b>9</b>
5.1. 四种主要生猪养殖模式.....	9
5.2. 不同养殖模式下成本对比.....	10
<b>6. 拟通过发行优先股扩大规模，降低资产负债率</b> .....	<b>11</b>
6.1. 重资产养殖模式影响公司产能扩大.....	11
6.2. 公司拟发行优先股.....	12
<b>7. 盈利预测及估值</b> .....	<b>12</b>
<b>8. 风险提示</b> .....	<b>13</b>

## 1. 核心推荐逻辑

### 1.1. 生猪产能快速扩张

2016年,公司成立23家全资子公司,2016年年底子公司数量比2015年增长1.4倍。今年1-5月,公司成立12家子公司,公司规模快速扩张带动公司产能提升。2016年,公司销售生猪311万头,同比增长62%。预计2017/18年公司生猪销售量将分别达到700万头和1000万头。公司5月生猪销售简报中显示,公司5月份销售生猪52.7万头,环比增长32%,同比增长160%,公司产能释放已经拉开序幕。在5月生猪价格暴跌的情况下,公司生猪销售量仍实现13万头的增长,公司2017年生猪销售量有望超预期。

### 1.2. 生猪养殖成本全行业最低

目前,公司的生猪全养殖成本为11.2元/公斤,为全行业最低。按照2017年生猪均价15元/公斤、公司生猪出栏均重110公斤计算,2017年公司仍可实现头均盈利410元。低养殖成本保证公司即使在猪价下行的情况下仍能保持盈利。

### 1.3. 拟发行优先股,优化公司资本结构

公司拟发行不超过3,150万股优先股,募集资金总额不超过人民币315,000万元。募集资金一部分用于扩大养殖规模,一部分用于偿还金融机构贷款。通过发行优先股偿还金融机构贷款,不仅拓宽融资渠道,还降低公司利息支出和融资成本,提高公司净利润水平,提升公司的持续融资能力,保障公司未来持续快速发展。

### 1.4. 拟实施员工持股计划,显示管理层对公司未来发展的信心

公司拟实施第三期员工持股计划,持股计划涉及股票通过二级市场购买。公司在当前股价下通过二级市场做员工持股计划表现了公司领导层对于公司未来发展的信心。

### 1.5. 自繁自养,养殖过程全程可控

公司是A股中唯一一个完全采用自繁自养模式进行生猪养殖的标的。全部采用自繁自养可以有效降低生猪养殖成本,以及保证生猪养殖全程可控。可以有效保证产品质量,降低食品安全风险。

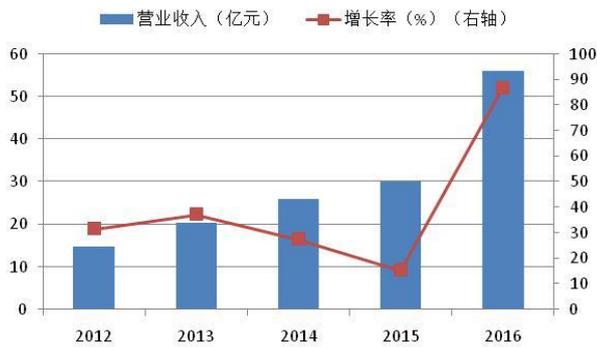
### 1.6. 生猪养殖弹性最大标的

公司主营业务为生猪养殖和销售,主营业务单纯。专注于生猪养殖有助于提升公司的生猪养殖水平,提高生猪养殖的专业性。另外,由于公司是A股中生猪养殖最纯标的,在下一个猪周期来临时,公司将具有最大弹性。

## 2. 公司简介

公司是集饲料加工、生猪育种、种猪扩繁、商品猪饲养、屠宰加工为一体的农业产业化国家重点龙头企业,是我国最大的自繁自养自养大规模一体化的生猪养殖企业之一。公司的主营业务为生猪养殖和销售。2016年公司销售生猪311.39万头,同比增长62.26%。其中商品猪222.84万头,仔猪85.63万头,种猪2.92万头。2016年公司实现总营收56.06亿元,同比增长86.65%;实现净利润23.22亿元,同比增长289.68%。

图 1: 近五年公司营业收入变化情况



数据来源: 东北证券, Wind

图 2: 近五年公司净利润变化情况



数据来源: 东北证券, Wind

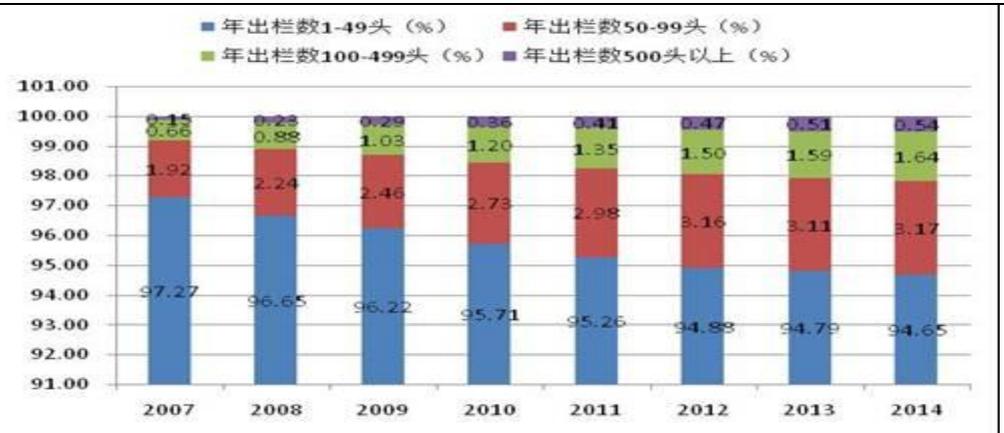
### 3. 我国生猪养殖行业现状

#### 3.1. 行业集中度极低

目前, 我国生猪养殖群体以散户为主, 生猪养殖行业集中度极低。近十年, 我国生猪养殖正在朝着规模化的方向发展, 年出栏量在 50-500 头的养殖场占比明显上升, 年出栏 50 头以下的养殖散户占比呈明显下降趋势。但是, 我国 500 头以上的规模养殖户占比仍然较低。截至 2014 年, 我国年出栏 500 头以上的规模养殖场占比仅为 0.54%。

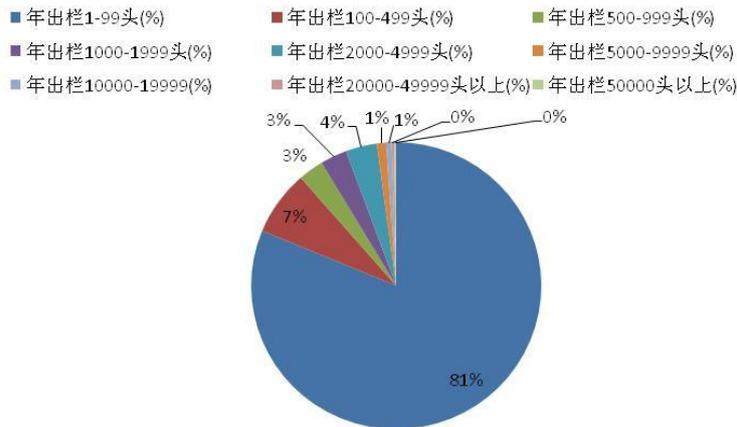
根据 USDA 数据, 截至 2012 年, 美国年出栏规模在 1-99 头的生猪养殖场占全国养殖场总数的 81%; 年出栏 500 头以上的规模养殖场占比约为 12%。2012 年我国年出栏量在 1-49 头和 500 头以上生猪养殖场所占比例分别为 94.88% 和 0.47%。截至 2012 年美国年出栏 50000 头以上的规模养殖场对全国生猪出栏量贡献率达到 60%, 也就是说 0.24% 的养殖场贡献了全国 60% 的生猪出栏量。而我国前四大生猪养殖上市公司对全国生猪出栏量贡献率不足 4%, 可见我国生猪养殖规模化程度与美国还有较大差距, 我国生猪规模化养殖发展空间较大。

图 3: 我国不同规模养殖场占比



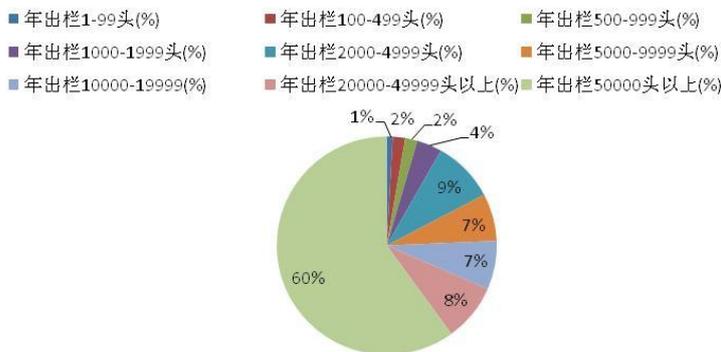
数据来源: 东北证券, 中国畜牧统计年鉴

图 4: 2012 年美国不同规模养殖场占比



数据来源: 东北证券, USDA

图 5: 2012 年美国不同规模养殖场对全国生猪出栏量贡献率



数据来源: 东北证券, USDA

### 3.2. 猪价和生猪养殖效益呈明显周期性波动

由于我国生猪养殖以散户为主, 生产缺乏计划性, 我国生猪价格和行业盈利水平呈明显的周期性波动。2011 年生猪价格上涨, 生猪头均养殖利润最高达到 700 元。养殖户补栏踊跃导致生猪出栏量上升, 供给增加刺激生猪价格下降, 生猪养殖利润不断降低。2014 年 4 月生猪头均亏损最高达到 305 元, 深度亏损导致大量养猪散户退出行业。生猪出栏量在 2015 年 3 月开始出现回落, 生猪价格企稳回升, 5 月生猪养殖重新开始盈利。

以散户为主体的养殖结构决定了我国生猪存栏量会随着生猪价格的波动而呈现周期性波动。由于规模养殖场与散户相比更具有生产计划性, 因此, 规模养殖场的养殖规模受生猪价格影响较小。由此推断, 随着我国生猪养殖规模化程度的提高, 规模养殖场对全国生猪出栏量的贡献率将提高, 我国生猪价格的周期性波动也将随着规模化水平的提高而逐渐被弱化。

图 6: 国内生猪养殖利润与价格走势



数据来源: 东北证券, Wind

图 7: 生猪出栏量同比走势



数据来源: 东北证券, Wind

### 3.3. 环保政策趋严为规模养殖场扩张提供条件

十二次全国人大八次会议中通过了《环保法》修订案, 修订后的《中华人民共和国环保法》从 2015 年 1 月 1 日起正式施行。

2015 年 4 月, 国务院发布《水污染防治行动计划》, 计划中提出“推进农业农村污染防治。防治畜禽养殖污染。科学划定畜禽养殖禁养区, 2017 年底前, 依法关闭或搬迁禁养区内的畜禽养殖场(小区)和养殖专业户, 京津冀、长三角、珠三角等区域提前一年完成。”

环保政策趋严提高了生猪养殖的技术门槛和资金门槛, 有助于散户的退出和行业集中度提升。规模养殖场获得发展机遇。

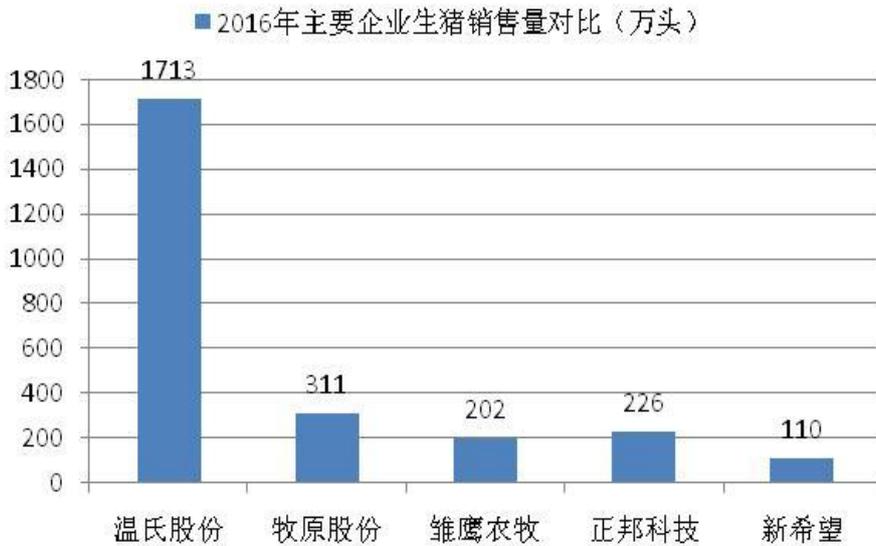
## 4. 同行业上市公司对比

考虑企业年生猪销售量以及养殖规模, 我们选取年生猪销售量较高的温氏股份、雏鹰农牧、正邦科技、新希望作为生猪养殖行业具有竞争力的公司与公司进行比较分析, 明确公司在行业中的位置, 以及公司在生猪养殖行业的优势与劣势。

### 4.1. 出栏量对比

2016 年, 公司销售生猪 311 万头, 仅次于温氏股份, 在上市公司中排名第二。由于温氏股份生猪主要布局在广东省, 主要占领南方市场, 所以温氏股份与公司的竞争较小。从出栏规模上来讲, 公司为北方最大的生猪养殖上市公司, 紧随其后的还有雏鹰农牧。雏鹰农牧年出栏生猪 202 万头, 在出栏规模上公司仍然是北方最具优势的生猪养殖上市公司。

图 8: 主要生猪养殖上市公司年生猪销售量对比 (万头)

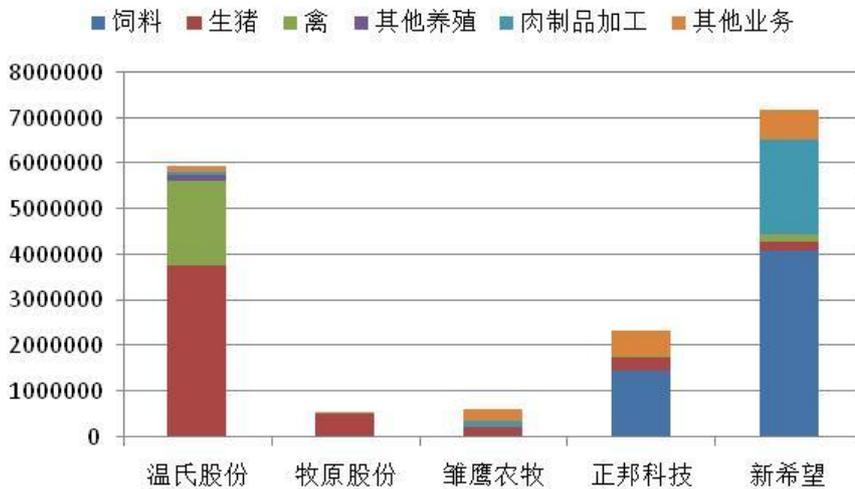


数据来源: 东北证券, Wind

#### 4.2. 主营业务结构对比

公司以生猪养殖及销售为主营业务, 与同行业其他公司相比, 公司的主营业务结构最为单纯, 是生猪养殖最纯正标的。专注于生猪养殖有助于公司提高生猪养殖水平。在猪周期仍将继续存在的前提下, 公司仍然为生猪养殖弹性最大标的, 一旦猪价上涨公司将成为最大收益标的。

图 9: 主要生猪养殖上市公司主营业务结构对比



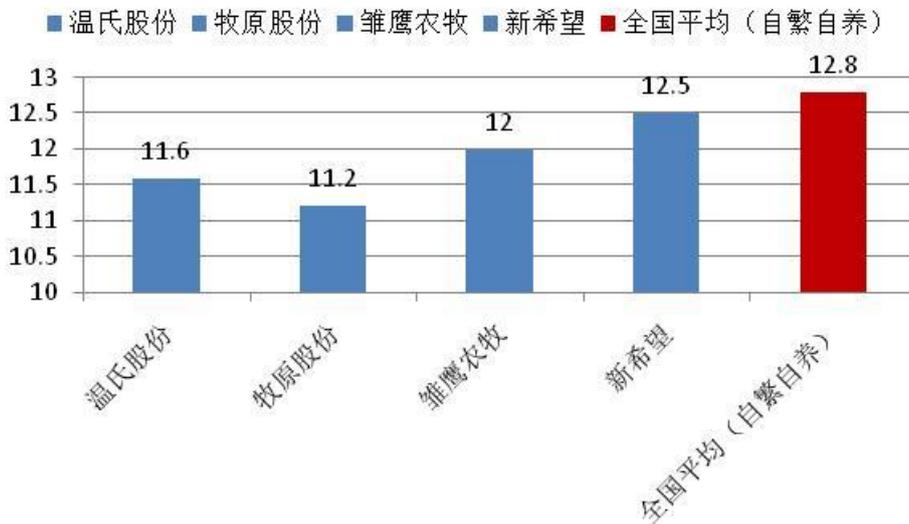
数据来源: 东北证券, Wind

#### 4.3. 养殖成本对比

目前, 公司的生猪全养殖成本为 11.2 元/公斤, 减去期间费用, 按生猪平均出栏体重 110 公斤计算, 平均每公斤生猪的养殖成本为 10.3 元, 远低于全国规模养殖场 12.8 元的平均出栏成本。温氏股份、雏鹰农牧、新希望的全生产成本分别为 11.6 元/公斤、12 元/公斤、12.5 元/公斤, 所以与同行业其他大型生猪养殖企业相比, 公司生

猪养殖成本全行业最低，在养殖成本方面公司具有绝对优势，因此公司比其他公司具有更强的抵御猪周期的能力。在猪周期的下行通道，公司仍然可以借助成本优势继续扩大产能而不至于亏损，静待下一轮猪周期的绽放。

图 10: 主要生猪养殖上市公司养殖成本对比 (元/公斤)

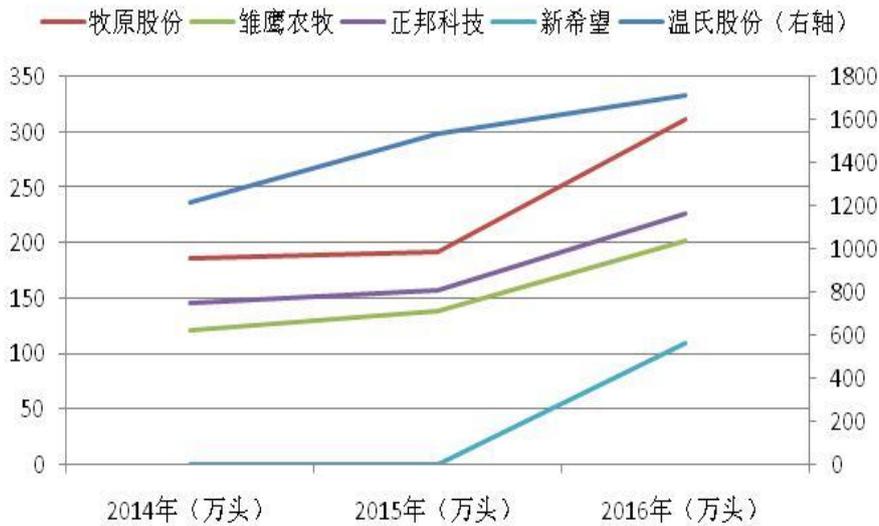


数据来源: 东北证券, Wind

#### 4.4. 产能扩张速度对比

2014-2016 年，主要生猪养殖上市公司纷纷加快生猪养殖布局，雏鹰农牧、正邦科技、温氏股份的生猪销售量年复合增长率分别为 18.6%、15.8%、12.0%，在不考虑 2016 年才布局生猪养殖的新希望，公司产能扩张速度行业最快，2014-2015 年公司年生猪销售量年复合增长率 18.7%。并且，公司产能呈现加速释放的趋势。2016 年，公司生猪销售量同比增长 62%，雏鹰农牧、正邦科技、温氏股份分别增长 45%、43%、12%。2016 年，公司成立 23 家全资子公司，2016 年年底子公司数量比 2015 年增长 1.4 倍。公司规模快速扩张带动公司产能提升。2016 年，公司销售生猪 311 万头，同比增长 62%。预计 2017/18 年公司生猪销售量将分别达到 700 万头和 1000 万头。公司 5 月生猪销售简报中显示，公司 5 月份销售生猪 52.7 万头，环比增长 32%，同比增长 160%，公司产能释放已经拉开序幕。

图 11: 主要生猪养殖上市公司产能扩张速度对比



数据来源: 东北证券, Wind

## 5. 国内主要生猪养殖模式

### 5.1. 四种主要生猪养殖模式

目前,我国主要存在4种生猪养殖模式,分别为:自繁自养模式、“公司+农户”模式、“公司+基地(合作社)+农户”模式。

#### 自繁自养模式

牧原股份是自繁自养模式最典型的代表。在自繁自养模式下,种猪场、仔猪场和育肥场由公司自己投资建设,公司在自己的养殖场中雇佣自己的工人进行养殖。自繁自养模式的特点是固定资产投资大,也因为资金限制,扩大规模难度较大。但是,自繁自养模式下,公司可对生产全过程进行监控和把握,有利于公司控制生产成本、提高养殖效率、有效降低食品安全事件的发生。

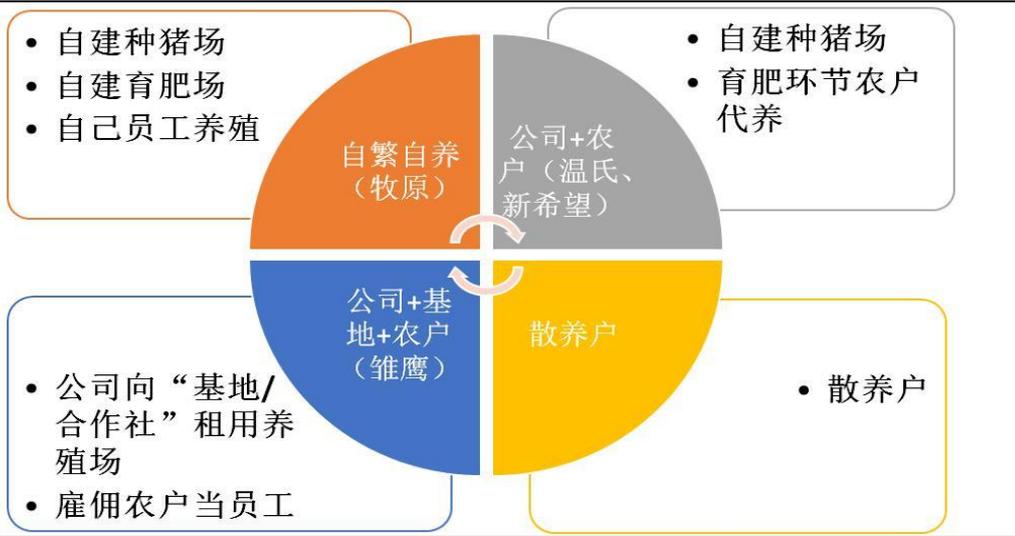
#### “公司+农户”模式

“公司+农户”模式最典型的代表是温氏股份。在“公司+农户”的模式下,公司只需要自己建造种猪场和仔猪场,在育肥环节,公司将自己的仔猪交给合同农户进行“代养”。在代养环节,农户需要使用公司提供的饲料、疫苗,并按照公司要求的标准进行饲养。“公司+农户”模式的特点是固定资产投资较少,生产规模扩大较为容易。但是在生产过程控制方面不及自繁自养模式。

#### “公司+合作社(基地)+农户”模式

“公司+合作社(基地)+农户”最典型的代表是雏鹰农牧。在“公司+合作社(基地)+农户”的模式下,公司自己建造种猪场和仔猪场,育肥场主要通过从合作社租赁的方式取得。在生产环节,公司雇佣农户作为员工进行养殖。“公司+合作社+农户”的模式是前两种模式的结合版,既降低了固定资产投资又可以有效监控生产过程,保障产品质量。

图 12: 我国主要生猪养殖模式



数据来源: 东北证券, Wind

### 5.2. 不同养殖模式下成本对比

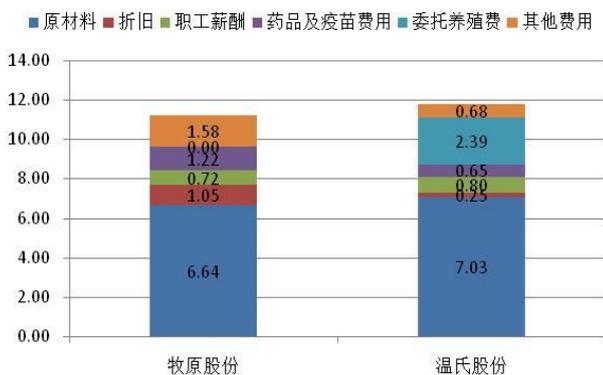
我们分别选取牧原股份和温氏股份作为“自繁自养”模式和“公司+农户”模式的代表来对比两种养殖模式下的成本差异。

由于“公司+农户”模式下不需要公司自建育肥场，折旧成本低于自繁自养模式。在自繁自养模式下，每公斤生猪折旧成本 1.05 元，高于“公司+农户”模式下每公斤 0.25 元的生猪养殖成本，两种模式下这就成本分别占总成本的 9.38% 和 2.15%。

由于“公司+农户”模式下需要请农户代养，代养费平均每公斤 2.39 元，而自繁自养模式无代养费。

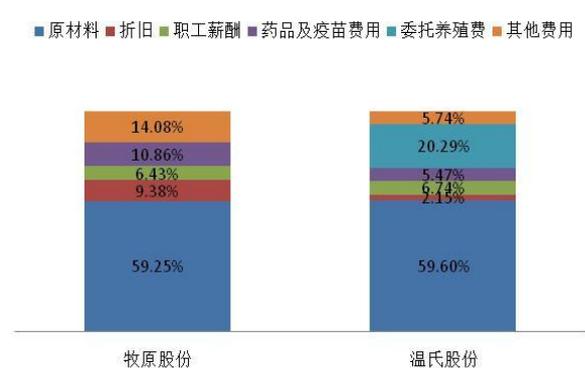
由于“自繁自养”模式下养殖较为集中，防疫要求更高，因此药品及疫苗费用所占比例较大。“自繁自养”模式下药品及疫苗占养殖成本的 1.05%， “公司+农户”模式下药品及疫苗所占比例为 0.25%。

图 13: 不同生产模式下成本对比



数据来源: 东北证券, Wind

图 14: 不同生产模式下各类成本占比



数据来源: 东北证券, Wind

## 6. 拟通过发行优先股扩大规模，降低资产负债率

### 6.1. 重资产养殖模式影响公司产能扩大

自繁自养模式需要投入大量资金建设养殖场，导致公司资产负债率相对较高。2015年起，随着公司产能扩张的加快，公司资产负债率不断上升，截至2017年第一季度，公司资产负债率达到56.79%，行业平均资产负债率为37.78%，公司资产负债率高于行业平均水平。

从流动比率和速动比率角度分析公司的短期偿债能力。截至2017年第一季度，公司的流动比率和速动比率分别为0.65和0.15，行业平均流通比率、速动比率分别为2.32和1.48，公司的短期偿债能力较弱。

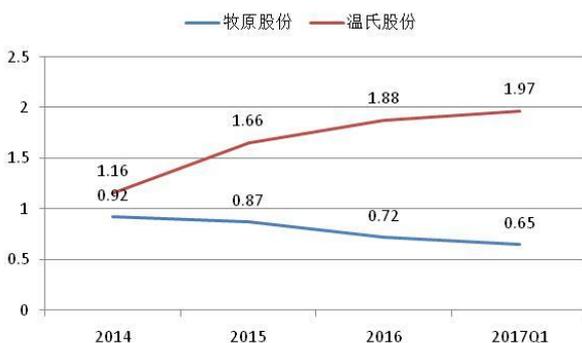
较高的资产负债率限制了公司的业务发展。一方面，公司进一步获得银行授信额度的难度将加大，另一方面银行借款或债券融资具有一定的期限，在建的固定资产投资项目需要长期稳定的资金进行支持，负债规模的持续扩大将不利于公司业务的进一步扩张，并在一定程度上削弱公司的抗风险能力。

图 15: 资产负债率对比 (%)



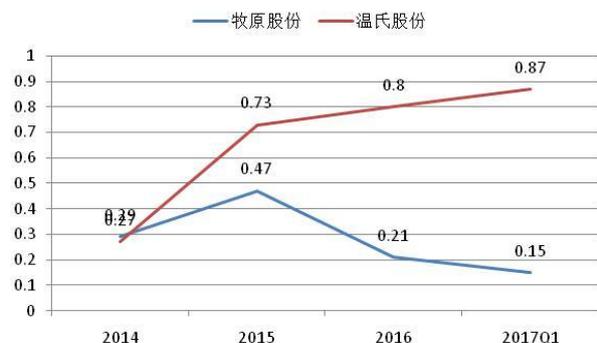
数据来源：东北证券，Wind

图 16: 流动比率对比



数据来源：东北证券，Wind

图 17: 速动比率对比



数据来源：东北证券，Wind

## 6.2. 公司拟发行优先股

为了降低公司的利息支出和融资成本，改善公司资产负债结构，公司拟发行不超过 3150 万股优先股，募集资金总额不超过人民币 31.5 亿元。扣除发行费用后的净额中不超过 28 亿元用于生猪产能扩张项目，其余不超过 3.5 亿元的部分用于偿还金融机构贷款。

通过本次非公开发行募集资金投资生猪产能扩张项目，将进一步扩大公司的生猪的养殖规模，在项目达产后，公司预计新增 210 万头生猪产能，主要用于东北和内蒙古的 5 个生猪养殖项目。根据项目建设周期以及生猪养殖周期推算，预计新增产能将在后年得到释放，届时公司的盈利水平和净利润水平将得到进一步提升。

从融资的角度考虑，2017 年 3 月末公司各项金融机构融资余额为 634,795.14 万元，其中一年内到期的债务融资余额为 416,925.52 万元，占公司金融机构融资余额的 65.68%。本次发行优先股无到期期限，而公司的债务融资期限相对较短多在 5 年以内，通过发行期限长的优先股偿还期限相对较短的公司债务，可以优化公司资本结构，降低对短期债务融资的依赖。本次发行优先股有望带动公司资产负债率下降 10.03 个百分点，优化公司资本结构。

表 1. 生猪产能扩张项目

项目名称	使用募集资金额 (万元)
内蒙古翁牛特牧原农牧有限公司 70 万头生猪养殖建设项目	96,662.56
内蒙古开鲁牧原农牧有限公司 60 万头生猪养殖建设项目	74,021.81
辽宁建平牧原农牧有限公司 40 万头生猪养殖建设项目	55,629.56
黑龙江兰西牧原农牧有限公司 20 万头生猪养殖建设项目	27,190.46
吉林农安牧原农牧有限公司年出栏 20 万头生猪养殖建设项目	26,495.61

## 7. 盈利预测及估值

根据目前公司的产能释放情况，预计 2017 年公司将销售生猪 600-800 万头，2018 年公司生猪销售量有望达到 1000 万头。

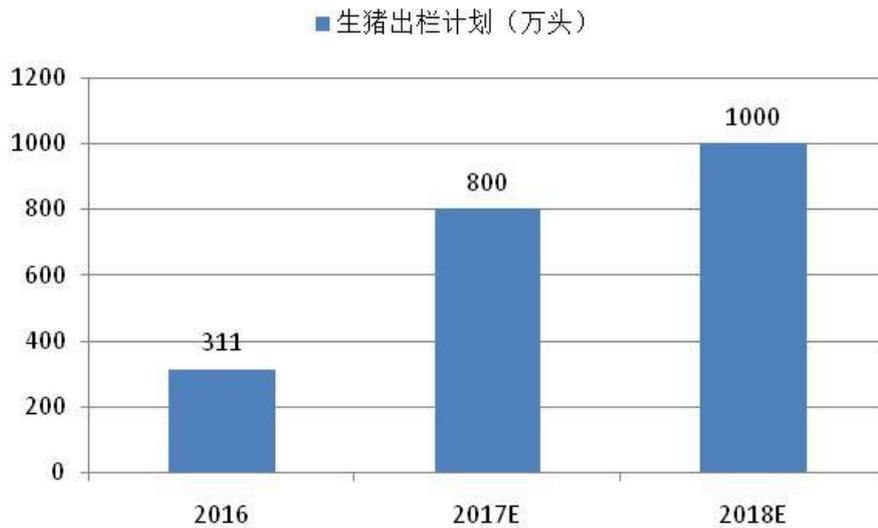
生猪销售方面，假设 2017、2018、2019 年全国生猪销售均价分别为 15 元/公斤、14 元/公斤、14.5 元/公斤，生猪销售量分别为 600 万头、800 万头和 900 万头，生猪养殖全成本保持在 11.2 元/公斤，预计公司 2017/18/19 年将分别实现生猪销售收入 94.5 亿、117.6 亿和 137 亿，贡献毛利 28.35 亿、35.28 亿、43.85 亿。

仔猪销售方面，假设 2017、2018、2019 年全国仔猪均销售均价分别为 30 元/公斤、28 元/公斤、32 元/公斤，仔猪销售量保持在 100 万头，仔猪养殖成本为 15.5 元/公斤，预计公司 2017/18/19 年将分别实现仔猪销售收入 5.1 亿、4.76 亿、5.44 亿。

根据以上假设，预计 2017/18/19 年公司将分别实现营业收入 99.6 亿、122.4 亿、142.5

亿，实现净利润 27.35 亿、33.70 亿和 42.36 亿，对应 EPS2.36 元、2.91 元、3.66 元。

图 18: 公司生猪出栏预测



数据来源：东北证券，Wind

## 8. 风险提示

### 产品及原料价格波动的风险

我国畜禽养殖行业由于有大量养殖散户参与，呈现较为明显的周期性波动。行业的周期性波动会对产品价格产生较大影响，直接影响营业收入。当市场出现供给过剩时，价格大幅下降很可能使企业出现亏损。同样，原料成本由于气候、自然灾害、国际贸易壁垒等原因上涨时，也会给经营带来风险。

### 重大疫情风险

重大疫情是养殖行业面临的主要风险之一，疫情的爆发可能会导致畜禽产品的死亡，影响产品上市和生产成本。同时，疫情的爆发还会影响消费者的消费心理，从而影响畜禽产品的需求。

### 食品安全风险

食品安全事件的爆发将影响消费者对于上市商品的信心，导致消费者需求下降，直接影响生产经营和盈利水平。食品安全问题将影响整个行业的形象和口碑，并且负面影响会持续较长一段时间。

**附表：财务报表预测摘要及指标**

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	984	300	300	1,202	净利润	2,322	2,735	3,370	4,236
交易性金融资产	0	0	0	0	资产减值准备	0	0	0	0
应收款项	0	0	0	0	折旧及摊销	467	786	1,076	1,377
存货	2,618	3,953	5,000	5,613	公允价值变动损失	0	0	0	0
其他流动资产	70	70	70	70	财务费用	179	138	106	69
<b>流动资产合计</b>	<b>3,718</b>	<b>4,401</b>	<b>5,477</b>	<b>7,001</b>	投资损失	-8	-6	-7	-6
可供出售金融资产	143	143	143	143	运营资本变动	-1,679	18	-42	-109
长期投资净额	190	190	190	190	其他	0	0	0	0
固定资产	7,483	10,767	14,319	17,781	<b>经营活动净现金流量</b>	<b>1,282</b>	<b>3,579</b>	<b>4,410</b>	<b>5,474</b>
无形资产	233	266	306	342	<b>投资活动净现金流量</b>	<b>-3,866</b>	<b>-3,315</b>	<b>-3,607</b>	<b>-3,510</b>
商誉	0	0	0	0	<b>融资活动净现金流量</b>	<b>2,671</b>	<b>-948</b>	<b>-803</b>	<b>-1,062</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>9,213</b>	<b>11,840</b>	<b>14,471</b>	<b>16,703</b>	<b>企业自由现金流</b>	<b>-1,810</b>	<b>244</b>	<b>792</b>	<b>1,946</b>
<b>资产总计</b>	<b>12,931</b>	<b>16,241</b>	<b>19,948</b>	<b>23,704</b>					
短期借款	2,500	169	993	0	财务与估值指标				
应付款项	1,109	1,620	2,084	2,326	每股指标				
预收款项	14	21	27	31	每股收益 (元)	2.25	2.36	2.91	3.66
一年内到期的非流动负债	587	587	587	587	每股净资产 (元)	5.48	7.36	10.26	13.92
<b>流动负债合计</b>	<b>5,214</b>	<b>5,789</b>	<b>6,125</b>	<b>5,646</b>	每股经营性现金流量 (元)	1.24	3.09	3.81	4.72
长期借款	995	995	995	995	成长性指标				
其他长期负债	69	69	69	69	营业收入增长率	86.65%	77.67%	22.85%	16.43%
<b>长期负债合计</b>	<b>2,056</b>	<b>2,056</b>	<b>2,056</b>	<b>2,056</b>	净利润增长率	289.68%	17.78%	23.22%	25.71%
<b>负债合计</b>	<b>7,270</b>	<b>7,845</b>	<b>8,181</b>	<b>7,702</b>	盈利能力指标				
归属于母公司股东权益合计	5,661	8,521	11,891	16,127	毛利率	45.69%	30.92%	30.70%	32.61%
少数股东权益	0	0	0	0	净利率	41.42%	27.46%	27.54%	29.73%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>12,931</b>	<b>16,366</b>	<b>20,072</b>	<b>23,829</b>	运营效率指标				
					应收账款周转率 (次)	—	0.00	0.00	0.00
					存货周转率 (次)	226.24	209.71	215.22	213.38
					偿债能力指标				
					资产负债率	56.22%	47.93%	40.76%	32.32%
					流动比率	0.71	0.76	0.89	1.24
					速动比率	0.21	0.08	0.08	0.25
					费用率指标				
					销售费用率	0.24%	0.23%	0.23%	0.23%
					管理费用率	2.67%	2.91%	2.83%	2.85%
					财务费用率	3.07%	1.24%	0.83%	0.40%
					分红指标				
					分红比例				
					股息收益率	2.68%	0.00%	0.00%	0.00%
					估值指标				
					P/E (倍)	11.47	10.91	8.86	7.04
					P/B (倍)	4.70	3.50	2.51	1.85
					P/S (倍)	4.75	3.00	2.44	2.09
					净资产收益率	41.01%	32.10%	28.34%	26.27%

资料来源：东北证券

**分析师简介:**

李强: 西南财经大学金融学硕士, 5年行业研究经验, 食品饮料行业分析师。

李瑶: 荷兰瓦赫宁根大学环境经济学硕士毕业, 2016年加入东北证券, 任农林牧渔行业分析师。

**重要声明**

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

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和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

**分析师声明**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

**投资评级说明**

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准15%以上。
	增持	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。
	中性	未来6个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。
	减持	在未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。
	卖出	未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来6个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来6个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

**东北证券股份有限公司**

中国 吉林省长春市

生态大街6666号

邮编: 130119

电话: 4006000686

传真: (0431)85680032

网址: <http://www.nesc.cn>

中国 北京市西城区

锦什坊街28号

恒奥中心D座

邮编: 100033

电话: (010)63210800

传真: (010)63210867

中国 上海市浦东新区

杨高南路729号

邮编: 200127

电话: (021)20361009

传真: (021)20361258

中国 深圳南山区

大冲商务中心1栋2号楼24D

邮编: 518000

**机构销售**

华北地区

销售总监 李航

电话: (010) 63210890

手机: 185-1501-8255

邮箱: [lihang@nesc.cn](mailto:lihang@nesc.cn)

华东地区

销售总监 袁颖

电话: (021) 20361100

手机: 136-2169-3507

邮箱: [yuanying@nesc.cn](mailto:yuanying@nesc.cn)

华南地区

销售总监 邱晓星

电话: (0755) 33975865

手机: 186-6457-9712

邮箱: [qiuxx@nesc.cn](mailto:qiuxx@nesc.cn)