

调研深度报告
大北农 (002385)
农林牧渔
结构调整助饲料高增，一体多位谋产业变局
报告日期: 2017-07-11

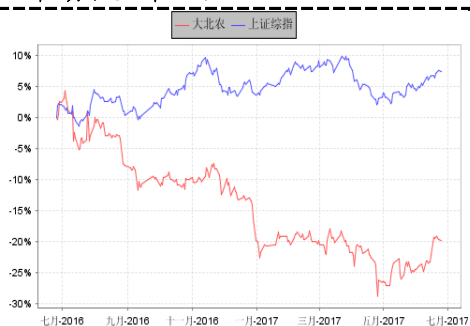
评级: 推荐

上次评级: 推荐

合理区间: 7.50-8.10

上次预测: 7.25-7.83

当前价格 (元)	6.49
52 周价格区间 (元)	8.54
总市值 (百万)	26574.43
流通市值 (百万)	25679.77
总股本 (百万股)	410066.91
流通股 (百万股)	239613.90
公司网址	www.dbn.com.cn

一年期收益率比较


表现%	1m	3m	12m
大北农	4.51	0.27	-20.71
上证综指	1.72	-1.74	7.51

财富证券研究发展中心

刘雪晴	刘丛丛
0731-84779556	
liuxq@cfzq.com	liucc@cfzq.com
S0530210080001	研究助理

相关研究报告:

《公司研究*大北农 (002385) 调研点评: 战略调整显成效, 各板块蓄势待发》2017-06-29

预测指标	2016A	2017E	2018E
主营收入 (百万元)	16840.94	20621.73	25028.59
净利润 (百万元)	882.68	1245.44	1493.75
每股收益 (元)	0.22	0.30	0.36
每股净资产 (元)	2.26	2.49	2.77
市盈率	30.43	21.57	17.98
P/B	2.90	2.63	2.36

资料来源: 财富证券

投资要点

- **结构调整显成效, 饲料主业重回高增长通道。**2016 年公司通过直接服务于养殖户, 提高饲料直销比例; 增加高端料的销售占比, 优化产品结构; 推进精细化管理, 提高经营效益等措施, 猪饲料销量重回高增长通道。2017Q1 公司猪饲料的直销比例超 40%, 销量增速达 20%, 三项费用率下降 3.79%, 控费增效效果显著。未来三年公司将继续在饲料板块提高直销比例、前端料市场占有率和经营效率。同时, 2017 年公司重新定位水产饲料, 预计毛利率和销量均有所提升。我们预计 2017 年公司饲料板块将呈现量利齐增, 饲料销量增速达到 20% 左右, 利润贡献约 12 亿。
- **多产业链布局, 利润贡献扩大。**2016 年公司通过收购、扩建、自建等方式持续加大下游养殖业布局, 预计 2017 年生猪出栏 100 万头, 同比增长 120%; 2016 年公司水稻收入同增 24.70%, 其中优势品种“C 两优华占”销量增长高达 60%, 随着 2016 年国审水稻品种“荣优华占”、“天佑华占”等推广面积也在不断扩大, 预计全年水稻销量将达到 20% 左右的增速。玉米种子受行业去库存的影响, 销量仍在下降, 但下降幅度明显缩小; 动保是公司毛利率最高的业务, 17 年公司收购员工股权后, 全面整合南京天邦的资源, 未来收入利润有望大幅增长。
- **农信互联转好, 加速打造农业领域 TAA。**经过两年的投入期后, 公司农信互联平台基本建设完成, 未来将会引入更多的战略投资者。预计该板块今年有望大幅减亏, 接近盈亏平衡。
- **限制性股票激励显信心。**2017 年 6 月 30 日, 公司推出限制性股票激励计划, 授予价格为 3.76 元/股, 年度业绩考核标准是以 2016 年为基准年, 17-19 年归母净利润增长率分别不低于 40%、68% 和 90%。股权激励绑定核心人员利益的同时, 也彰显出公司对业绩高增的信心。
- **盈利预测与投资评级。**预计公司 2017-2018 年 EPS 为 0.30 元和 0.36 元, 对应目前股价 PE 为 21.7 倍和 18.1 倍。参考行业 23 倍的平均估值且看好公司高端料销量增速, 多产业链后续发力, 给予公司 2018 年 25-27 倍 PE, 6-12 个月合理区间为 7.50-8.10 元, 给予公司“推荐”评级。

目 录

一、公司概况.....	- 5 -
1.1 大北农-国内规模最大的预混合饲料企业.....	- 5 -
1.2 大股东绝对控股，合伙制文化深入人心.....	- 5 -
二、战略调整显成效，各业务板块蓄势待发.....	- 6 -
2.1 结构调整显成效，饲料主业重回高增长通道.....	- 8 -
2.1.1 产品结构持续优化，猪料业务量利齐增.....	- 9 -
2.1.2 水产饲料重新定位，业绩有望逐步好转.....	- 11 -
2.1.3 饲料毛利率居行业领先水平.....	- 11 -
2.2 养猪大阔步，有望承接未来利润增长点.....	- 12 -
2.3 动保业务调整，未来业绩有望好转.....	- 14 -
2.4 聚焦“四精战略”，种业竞争力逐步加大.....	- 15 -
2.5 农信互联转好，加速打造农业领域 TAA.....	- 17 -
三、饲料行业竞争加剧，产品竞争力及一体化布局是关键.....	- 17 -
3.1 饲料行业处于整合竞争阶段.....	- 17 -
3.2 行业监管及环保压力促使饲料行业加速变革.....	- 19 -
3.3 产品竞争力成为饲料企业的核心要素.....	- 21 -
3.4 一体化布局成饲料企业未来发展新战略.....	- 21 -
3.5 行业变革带动后周期饲料景气度提升.....	- 22 -
四、盈利预测和投资评级.....	- 24 -
4.1 盈利预测.....	- 24 -
4.2 投资评级.....	- 26 -
五、风险提示.....	- 26 -
六、三大财务报表.....	- 27 -

图表目录

图表 1: 公司产业布局.....	5 -
图表 2: 2016 年公司各业务营收贡献率.....	5 -
图表 3: 大北农各业务占比.....	5 -
图表 4: 公司股权结构.....	6 -
图表 5: 大北农企业文化罗盘.....	6 -
图表 6: 公司股权激励政策完善.....	6 -
图表 7: 大北农饲料销量增速恢复.....	7 -
图表 8: 大北农各类饲料销量.....	7 -
图表 9: 饲料上市公司销量对比 (万吨)	7 -
图表 10: 2011-2016 年全国猪料销量及行业增速.....	7 -
图表 11: 大北农营业收入增速.....	8 -
图表 12: 大北农归母净利润恢复高增长水平.....	8 -
图表 13: 大北农营业收入位于行业前列	8 -
图表 14: 大北农归母净利润位于行业前列.....	8 -
图表 15: 公司各类饲料占比.....	9 -
图表 16: 公司销售人员人均销量提升.....	10 -
图表 17: 猪饲料销量与生猪存栏、能繁母猪存栏的关系.....	10 -
图表 18: 公司员工结构持续优化 (人)	10 -
图表 19: 公司期间费用率逐渐下降.....	10 -
图表 20: 水产饲料销量变化.....	11 -
图表 21: 上市公司饲料毛利率对比	12 -
图表 22: 饲料上市公司综合毛利率 (%) 比较.....	12 -
图表 23: 公司大力布局养殖端.....	12 -
图表 24: 大北农养猪企业计划.....	13 -
图表 25: 公司母猪存栏量和生猪出栏量.....	14 -
图表 26: 动保业务逐渐好转.....	15 -
图表 27: 种子业务“四精战略”	15 -
图表 28: 种子板块销售收入变化	16 -
图表 29: 种子板块业务结构	16 -
图表 30: 水稻上市公司毛利率对比.....	16 -
图表 31: 智慧大北农商业生态圈.....	17 -
图表 32: 中国是世界第一大饲料生产国.....	18 -
图表 33: 全国饲料工业产量及增速.....	18 -
图表 34: 中国各类饲料产量及增速.....	19 -
图表 35: 中国饲料企业不断减少.....	19 -
图表 36: 2015、2016 年 9 省饲料产量.....	19 -
图表 37: 饲料行业法律法规密集出台.....	20 -
图表 38: 环保政策密集出台	21 -
图表 39: 饲料全产业链.....	22 -
图表 40: 饲料上市公司产业一体化布局.....	22 -
图表 41: 玉米、豆粕现货价处于历史低位.....	23 -
图表 42: 玉米、豆粕期货价.....	23 -
图表 43: 美国玉米、大豆农场平均价持续下降.....	23 -

图表 44：生猪、能繁母猪存栏存栏.....	- 24 -
图表 45：二元能繁母猪均价上涨，补栏情绪增强.....	- 24 -
图表 46：仔猪价高位震荡显示补栏情绪高涨.....	- 24 -

一、公司概况

1.1 大北农-国内规模最大的预混合饲料企业

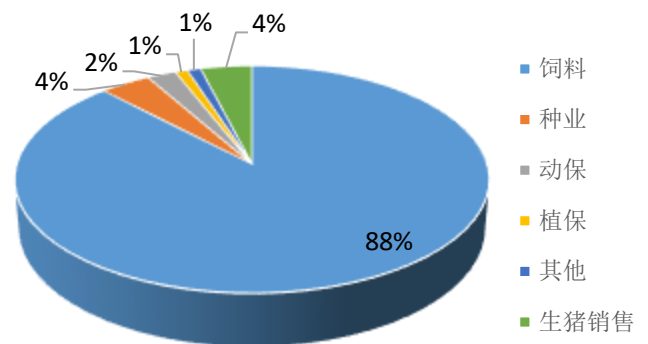
公司是国内规模最大的预混合饲料企业，产品主要包括畜禽饲料、兽药疫苗、种猪与作物种子、农药化肥及农业互联网与金融服务等。公司主营业务收入主要来源于饲料业务。2016 年度，饲料收入占主营业务收入的比重为 88%，生猪销售业务收入比重为 3.98%，种子业务收入比重为 3.96%，兽药疫苗等动保业务收入比重为 2.26%。

图表 1：公司产业布局



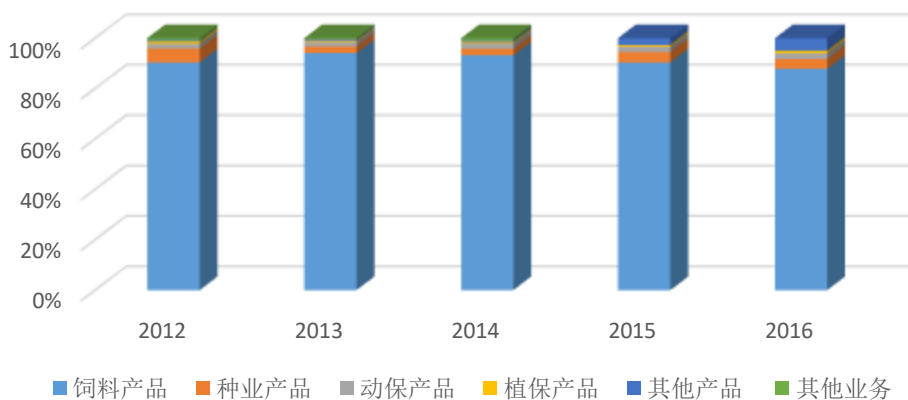
资料来源：公司官网、财富证券

图表 2：2016 年公司各业务营收贡献率



资料来源：2016 年年报、财富证券

图表 3：大北农各业务占比

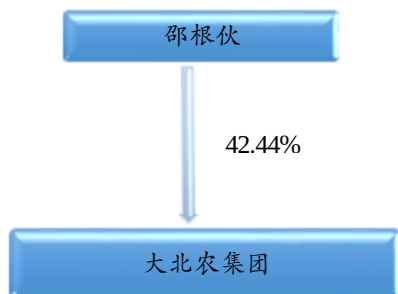


资料来源：wind、财富证券

1.2 大股东绝对控股，合伙制文化深入人心

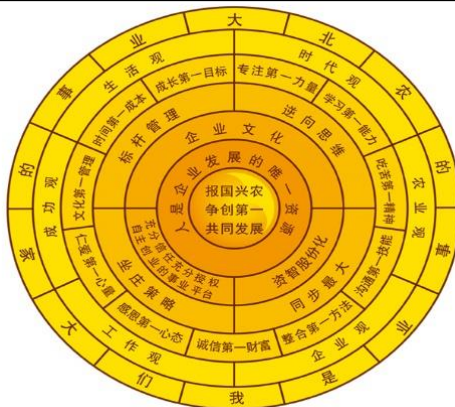
公司创始人邵根伙博士直接持有公司 42.44% 的股份，是公司的实际控制人。公司自创立以来，始终秉承“报国兴农、争创第一、共同发展”的企业理念，在创建世界级农业科技企业的同时，也致力于营造一个伙伴式共同创业的财富机制。公司自

图表 4: 公司股权结构



资料来源：公司年报、财富证券

图表 5: 大北农企业文化罗盘



资料来源：公司网站、财富证券

图表 6：公司股权激励政策完善

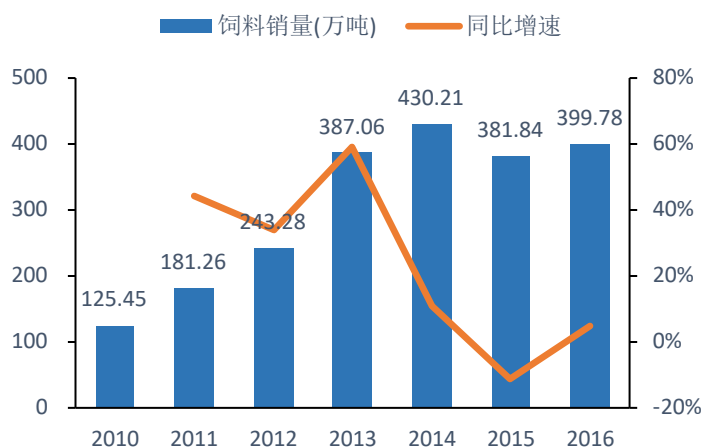
时间	激励政策	对象	内容
2011 年	股票期权激励计划（草案）	公司及控股子公司董事、高级管理人员、核心技术和业务人员共计 102 人	向激励对象授予股票期权数量共 2380 万份，涉及标的股票数量占公司股本总额 400,800,000 股的比例为 5.94%
2014 年	员工持股计划（草案）	公司部分董事、监事、高级管理人员及其他员工，总人数约 3000 人	邵根伙博士计划向本员工持股计划无偿赠与 9848 万股大北农股票，约占本公司总股本的 6 %
2017 年	限制性股票激励计划（草案）	高级管理人员、核心技术人员（研发人员）、业务骨干、中层管理人员、以及对公司经营业绩和未来发展有积极贡献的其他员工，共计 1600 人	向激励对象授予不超过 15,582.5427 万股限制性股票，约占本计划草案公告时公司股本总额 410,066.9122 万股的 3.8%

资料来源：公司公告、财富证券

二、战略调整显成效，各业务板块蓄势待发

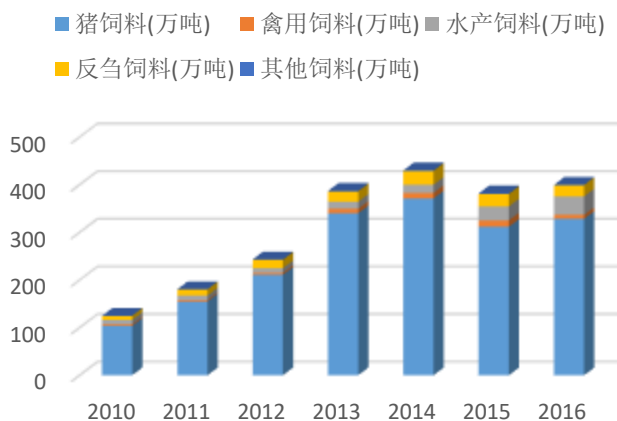
作为国内规模最大的预混料生产企业，大北农的猪饲料以“高品种、高技术含量”著称。公司自上市以来，业绩增长迅速，特别是在 2011-2013 年间，每年营业收入增长率在 30% 以上，净利润增长率超过 14%。但是 2014 年以来，饲料行业竞争加剧，公司的业绩增速也随之减缓。2015 年，公司的业绩首次出现下滑，营业收入增长率下降约 13 个百分点，净利润也下降了约 11 个百分点。究其原因，除了受到生猪养殖规模化发展、2014~2015 年的猪周期（2015 年饲料行业整体增速下降 3.16%）和公司内部业务调整的影响外，也与公司快速扩张，大力发展战略性业务相关。

图表 7: 大北农饲料销量增速恢复



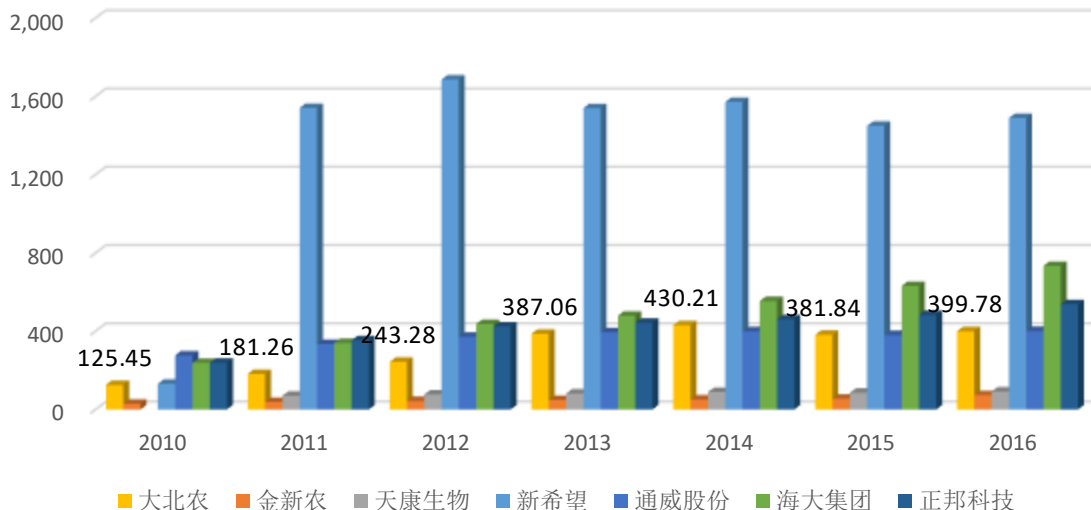
资料来源: wind、财富证券

图表 8: 大北农各类饲料销量



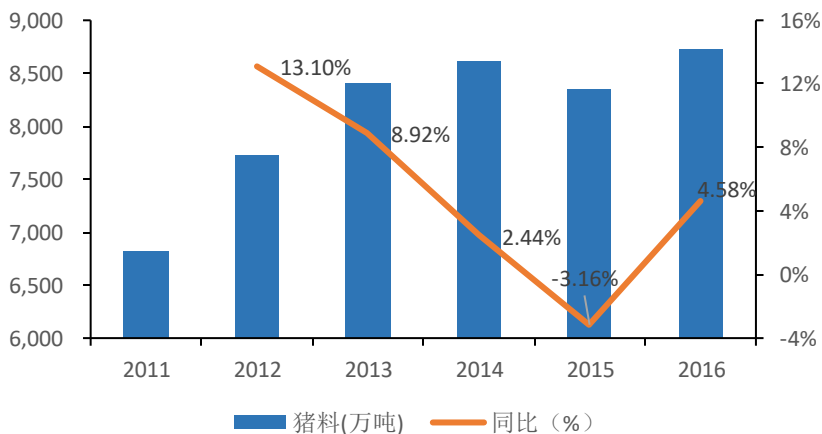
资料来源: wind、财富证券

图表 9: 饲料上市公司销量对比 (万吨)



资料来源: wind、财富证券

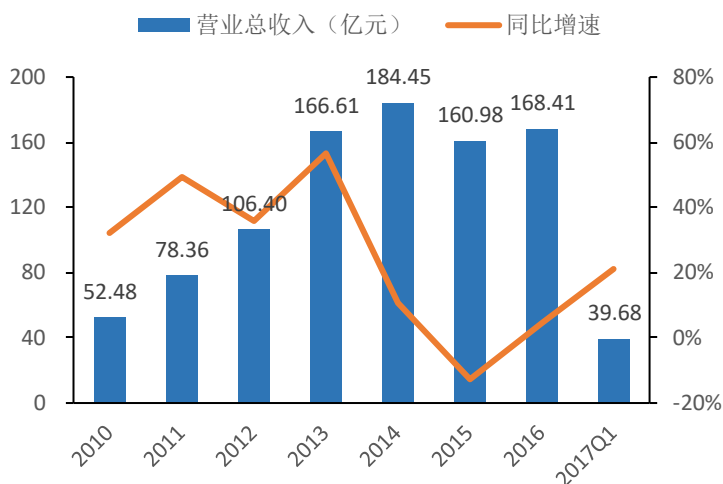
图表 10: 2011-2016 年全国猪料销量及行业增速



资料来源: wind、财富证券

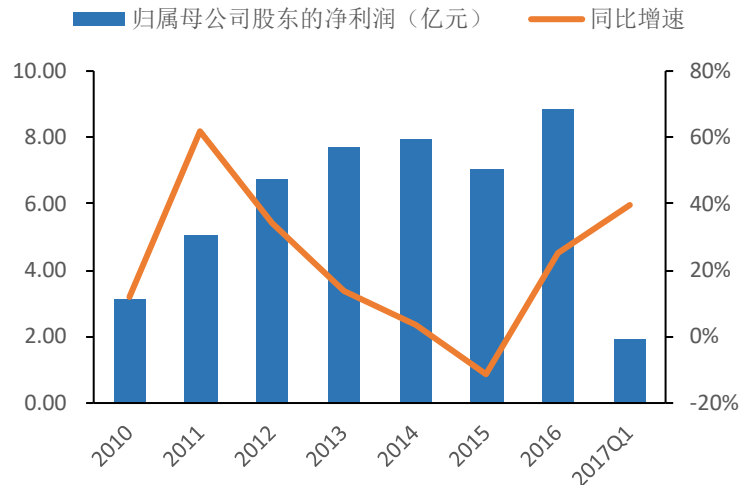
经过 2014 至 2016 年的调整期后，公司的相关业务基本调整到位，饲料主业得以重回高增长通道，其他业务板块经过前期投入建设后也基本好转，进入盈利增长期。2016 年公司饲料产品销量约 400 万吨，销量同比增速 8.2%（剔除华有事业部业务调整的影响），实现营业总收入 168.41 亿元，比上年同期增长 4.61%，归属于上市公司股东的净利润 8.83 亿元，比上年同期增长 25.11%；2017Q1 饲料销量同比增长 22.97%，实现营收 39.7 亿元，同比增长 20.96%，实现归母净利 1.9 亿元，同比增长 39.77%。收入与归母净利润仍位于饲料类上市公司前列。

图表 11：大北农营业收入增速



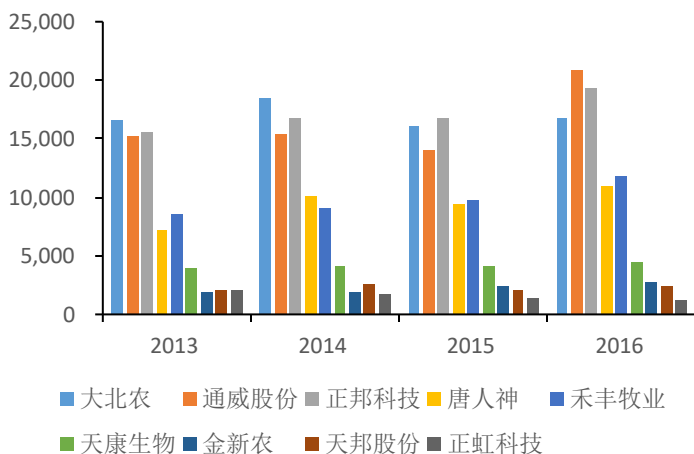
资料来源：wind、财富证券

图表 12：大北农归母净利润恢复高增长水平



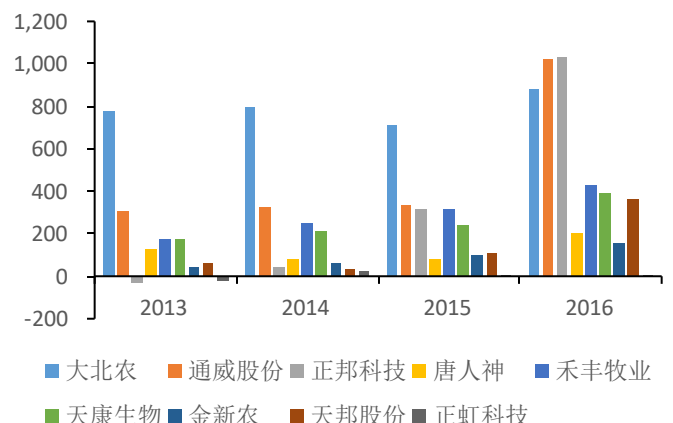
资料来源：wind、财富证券

图表 13：大北农营业收入位于行业前列



资料来源：wind、财富证券

图表 14：大北农归母净利润位于行业前列



资料来源：wind、财富证券

2.1 结构调整显成效，饲料主业重回高增长通道

随着饲料下游养殖业规模化发展的提速，抢占更多的大中型养殖客户成为饲料企业未来成长的关键。养殖规模越大，议价能力越强，对产品质量和服务的要求越高，

原来通过经销商的营销模式，逐渐难以满足养殖户和饲料企业需求。同时，终端养猪企业除了对饲料产品的需求外，猪场管理、服务、资金的需求也在逐渐增强。

2016 年公司将经营业务体系转变为市场驻场服务模式，通过直接服务于养殖户，尤其是中高端养殖户，提供从饲料产品、猪场管理、金融融资、生猪交易、代买种猪等多项服务内容，以适应养殖业的快速变化。随着驻场服务力度的加大，公司产品在规模猪场的销售占比也日渐提高，饲料销量得以重回高速增长通道。

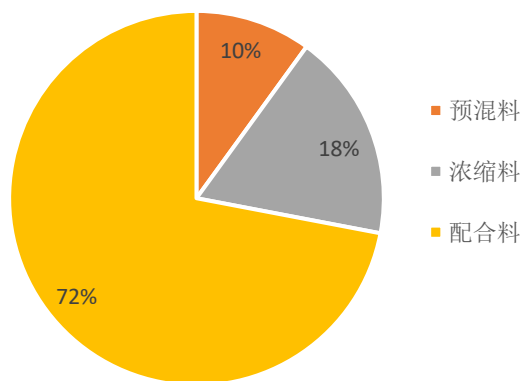
2.1.1 产品结构持续优化，猪料业务量利齐增

2016 年度公司以“降费用、提效率、增效益”为工作总基调，饲料板块大力推进实施“服务大升级”发展战略，提升服务猪场水平，并取得显著进展。

销售端，2016 年公司加大业务人员培训力度，加速推动业务人员向驻点驻场服务人员转型，通过直接服务于养殖户，尤其是大中型养殖户，提高饲料直销比例。随着驻场服务力度的加大，公司产品在规模猪场的销售占比及人均销售量（2016 年提升 80 余吨）日渐提高。2016 年猪饲料直销比例超过 40%，个别地区达到 60%-80%，大型猪场客户粘性 & 前端料市占率进一步提升（2016 年市占率 8% 左右）。同时，公司大力推进高端料的销售占比，通过优化产品结构提高整体毛利率。2016 年度公司高端饲料同比增长 14.07%，显著高于饲料总体的增长速度。教槽料、保育料以及母猪料等高端高档饲料产品占比增大，高档料的平均毛利率达到 29%，收入占比达到 39%，对公司业绩产生积极影响。2017Q1 公司猪饲料销量约 90 万吨，同比增速约 22%，其中前端料 17 万吨，同比增长 20.21%，高比例预混料销量 2.47 万吨，同比增长 96.81%，产品结构优化效果显著。

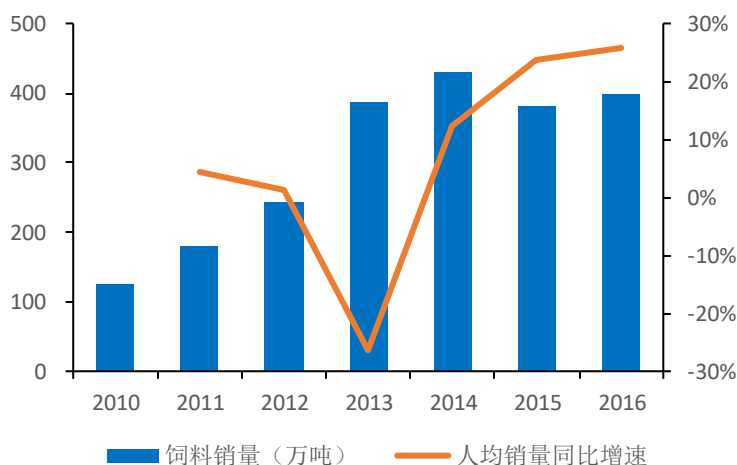
猪饲料销量与生猪存栏、能繁母猪存栏量有较大相关度，随着生猪存栏筑底企稳及补栏情绪的提升，猪饲料行业恢复趋势增强，而大北农的猪饲料增速与行业趋势一致又显著高于行业，因此我们预计 2017 年公司猪饲料的销量将重回高速增长通道。

图表 15：公司各类饲料占比



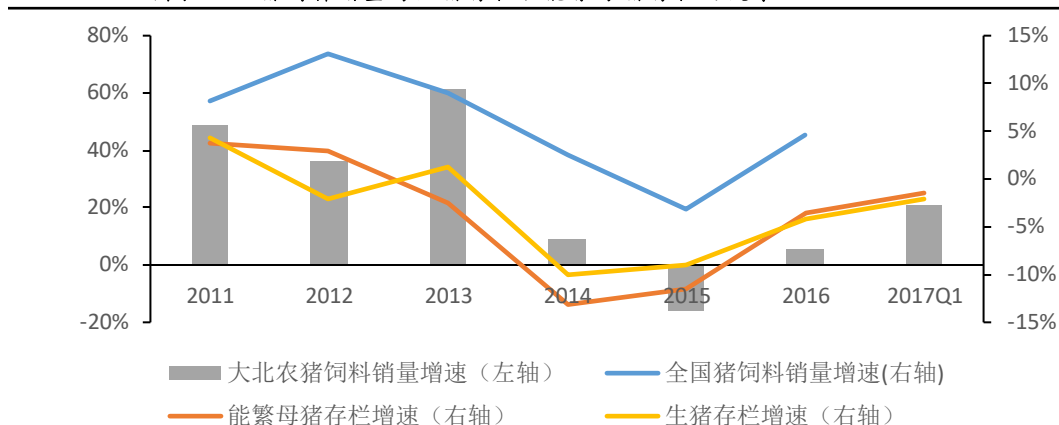
资料来源：wind、财富证券

图表 16：公司销售人员人均销量提升



资料来源：wind、财富证券

图表 17: 猪饲料销量与生猪存栏、能繁母猪存栏的关系



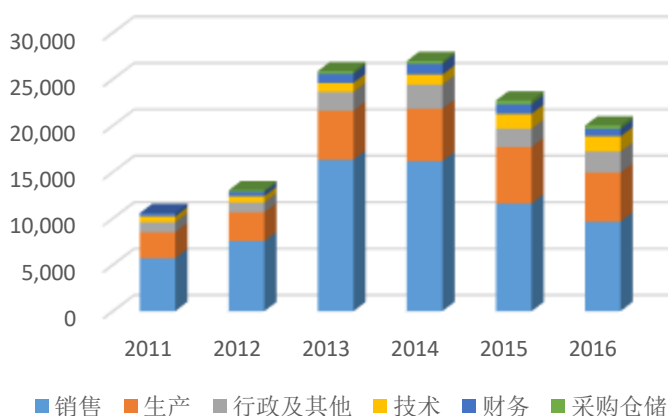
数据来源: wind、财富证券

成本端, 公司在 2016 年度调整了采购管理战略, 实施了关键原材料集中统一采购的策略, 公司对影响产品成本的关键原材料专人专岗, 分析预判行情走势, 精准采购, 依托集中采购带来的更大的采购数量, 更专业的价格行情预判, 公司对上游供应商议价能力不断加强。2016 年采购额排名前十的原材料与上年同期采购均价相比采购成本下降约 4.39 亿元。

费用端, 通过转变业务体系, 推进精细化管理, 公司控费增效效果明显。销售结构的精简与业务人员的转型不仅大幅降低了销售费用与管理费用, 且大型猪场服务力度的加大也提高了人均饲料销量。2016 年度公司三项费用总额同比减少 7,554.80 万元, 下降 2.36%, 2017Q1 三项费用率同比下降 3.32%。2017 年, 公司将通过精简客勤人员、加强考核等措施持续推动控费增效, 预计销售费用率和管理费用率仍有下降空间。

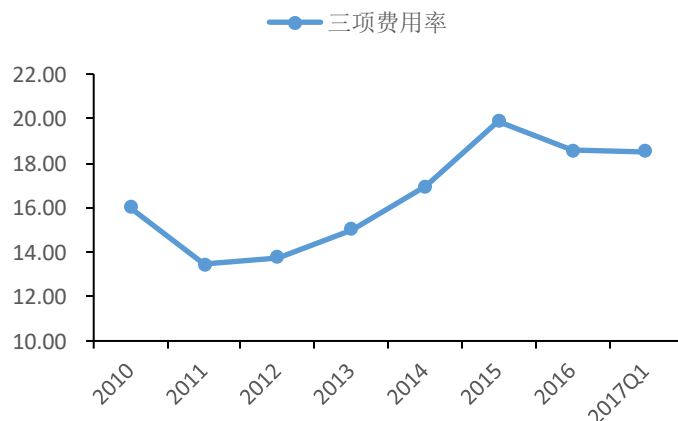
从 2017 年一季度的销量增长情况看, 公司猪饲料的直销比例和服务中大型客户的数量仍在提升, 由此带来饲料销量尤其是高端料的同步提升。未来三年公司将继续在饲料板块加大直销比例 (由目前的 43% 提高到 60%), 提高前端料、高端料市场占有率 (由目前的 8% 提高到 18-20%) 和经营效率。

图表 18: 公司员工结构持续优化 (人)



资料来源: wind、财富证券

图表 19: 公司三项费用率逐渐下降

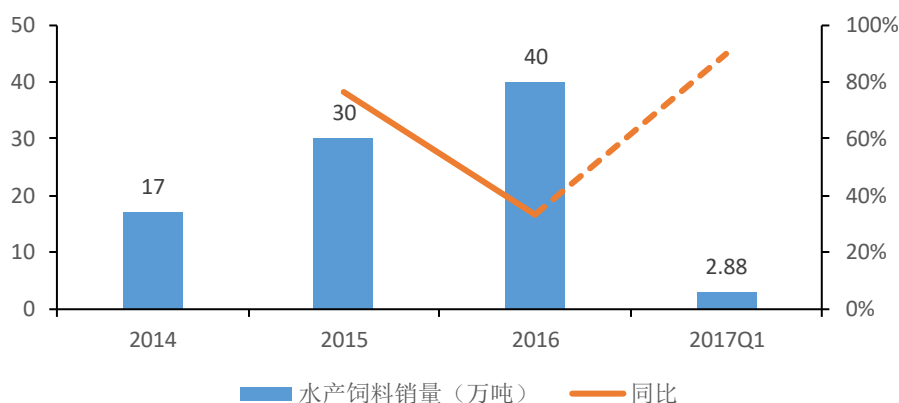


资料来源: wind、财富证券

2.1.2 水产饲料重新定位，业绩有望逐步好转

公司水产饲料业务起步略晚但发展势头较快，2014 年销量仅 17 万吨，2016 年销量达到 40 万吨，但由于前期产品定位不清导致毛利率受损。2017 年公司重新将水产饲料定位于高端、特种料，同时借鉴猪饲料的成功销售模式，预期毛利率在 14% 左右，目前公司水产饲料产能 100 万吨，一季度销量增速达 94%。受益于水产养殖行业好转及公司具备的强大销售网络，预计 2017 年水产饲料板块有望实现 4000 万左右的利润。

图表 20：水产饲料销量变化



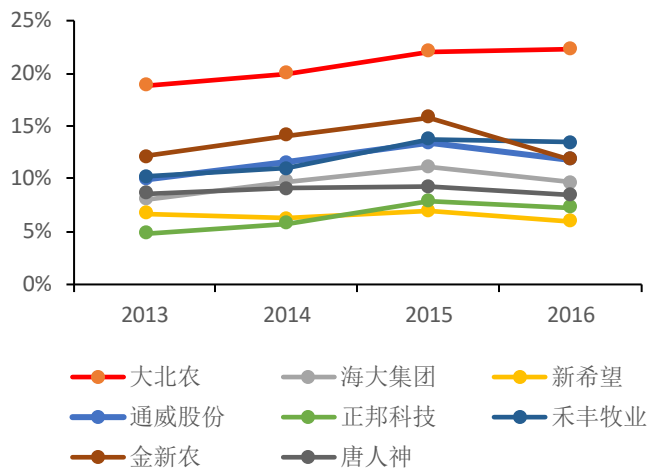
资料来源：wind、财富证券

2.1.3 饲料毛利率居行业领先水平

饲料企业的毛利率与企业的产品结构，产品价格以及饲料原料采购成本有较大关系。作为目前国内预混料产量最大的企业，公司自 2016 年起开始聚焦饲料产品升级，通过简化产品结构，将更多精力聚焦在猪料的高端料和高档料上，并借助直销模式的深入加大高端料的销售力度。从 2016 年及 2017Q1 销售情况看，公司猪饲料产品结构优化明显。2016 年公司高端料（贝贝乳、宝宝壮、乳猪配合料、母猪浓缩料）销量 73 万吨，同比增长 15%，其中母猪浓缩料销量同比增长 27%，乳猪配合料同比增长 19%，贝贝乳同比增长 16%。2017Q1 公司高比例预混料销量 2.47 万吨，同比增长 96.81%；前端料销量 17 万吨，同比增长 20.21%。

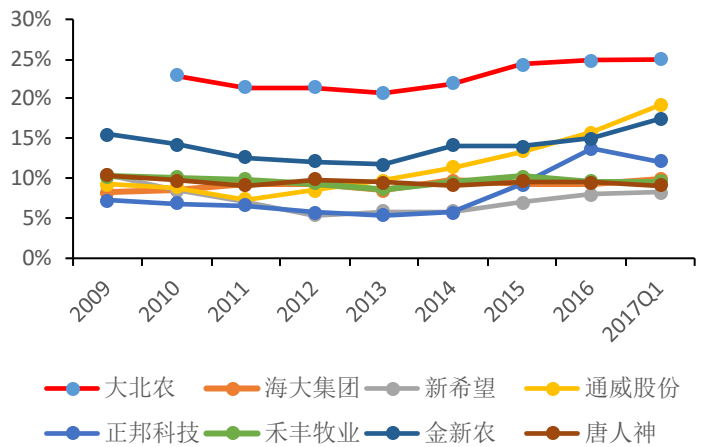
随着高端料销量的增长，公司饲料产品毛利率和综合毛利率均有所提高。2016 年公司饲料毛利率为 22.30%，同比增加 0.24%，综合毛利率为 24.88%，同比增加了 0.59%；2017Q1 饲料毛利率为 22.30%，同比增加 0.24%，综合毛利率为 24.88%，同比增加了 0.59%，饲料毛利率和综合毛利率均领先于上市饲料企业。

图表 21: 上市公司饲料产品毛利率对比



资料来源: wind、财富证券

图表 22: 饲料上市公司综合毛利率 (%) 比较



资料来源: wind、财富证券

2.2 养猪大阔步，有望承接未来利润增长点

公司在夯实饲料主业的同时，积极探寻饲料业务下游养殖业的布局。2016 年公司积极推进养猪大创业，初步完成了养殖板块的布局，并结合自身优势与特定资源，推出了一套轻量化的深入养猪行业并管理服务养猪企业的计划。该计划鼓励公司与员工、合作伙伴、有一定规模或资源的养殖企业、养猪合作社一起组建新型的养猪管理服务公司，并通过自建、租赁、合作、购并等模式迅速做大做强，依托猪联网统筹猪场管理、集中采购、生猪交易和养猪资金的解决方案，构建基于互联网的“创业型员工+平台+公司+猪场”的新型养猪模式。在该模式上，猪场由公司与合作伙伴共同出资建设或由养殖户单独建设并代养公司的商品猪，猪场所需的饲料、兽药、疫苗由公司按约定价格通过猪联网平台集中提供，种猪、仔猪、生猪交易纳入农信商城-国家生猪市场统一运营，成员企业的资金由农信金融提供全套的解决方案。公司目前已经在东北、华北、江西、广东、安徽等成熟区域成立养猪创业平台公司，计划未来 5-8 年打造集饲料加工、种猪繁育、公司+农户饲养和回收、互联网+农业、农业科技金融为一体的产业链生态系统。

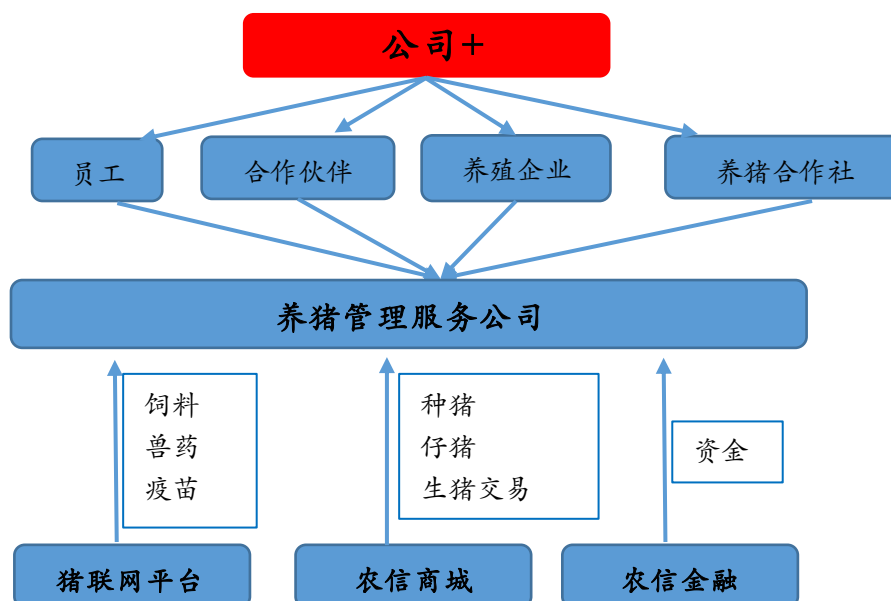
图表 23: 公司大力布局养殖端

时间	地点	项目名称	养殖规模	是否适宜养殖区域	项目持续时间
2016-7-1	湖南	追加益阳猪场建设投资		约束发展区	2016 年底投产
2016-8-10	山东	增资全资子公司山东大北农农牧科技有限责任公司		重点发展区	
2016-9-2	福建	福建梁野山猪场二期建设	5000 头母猪	约束发展区	9 个月
2016-9-23	内蒙古	年出栏 600 万头生态养猪一体化产业项目框架协议书	600 万头	潜力增长区	6 年
2016-12-17	四川	投资四川驰阳公司租赁系列猪场养猪项目	12150 头种猪	重点发展区	10 年

2016-12-17	陕西	陕西正能年出栏 20 万头商品猪项目)	9000 头母猪, 20 万头商品猪	适度发展区	4 年
2017-1-13	四川	年出栏 25 万头优质肉猪场及配套设施)	25 万头	重点发展区	4 年
2017-1-24	贵州	年出栏 100 万头优质肉猪暨种养循环生态农业项目	100 万头	潜力增长区	4 年
	新疆	新疆奇台现代循环农业 30 万头生猪产业开发园项目	30 万头	适度发展区	3 年
	广西	投资设立广西大北农农牧食品有限公司		重点发展区	
	安徽	投资设立安徽省昌农农牧食品有限公司		约束发展区	
	浙江	设立浙江昌农农牧食品有限公司		约束发展区	
	河南	设立鲁山大北农农牧食品有限公司		重点发展区	
2017-3-25	湖北	安陆循环农业生态项目	2 万头母猪, 年出栏 50 万 头商品猪	重点发展区	2 年
	天津	合资设立天津天食畜禽科技有限公司	一个扩繁场、 两个存栏 4400 头的二元猪场		1 年
		全资子公司收购河北吉正农牧有限公司 70% 股权			
2017-3-17		全资孙公司昌农有限公司收购美国华多 100% 股权			
2017-4-27	四川	年出栏 40 万头优质生猪项目一期建设	40 万头	重点发展区	9 个月
	云南	年出栏 50 万头生猪暨种养循环生态农业项目一期建设	50 万生猪、母 猪存栏 5000 头	适度发展区	10 个月
	四川	投资设立四川昌农农牧食品有限公司	存栏 8 万头种 猪基地	重点发展区	8 年
		投资设立山西、陕西、四川养猪平台公司			

资料来源：财富证券

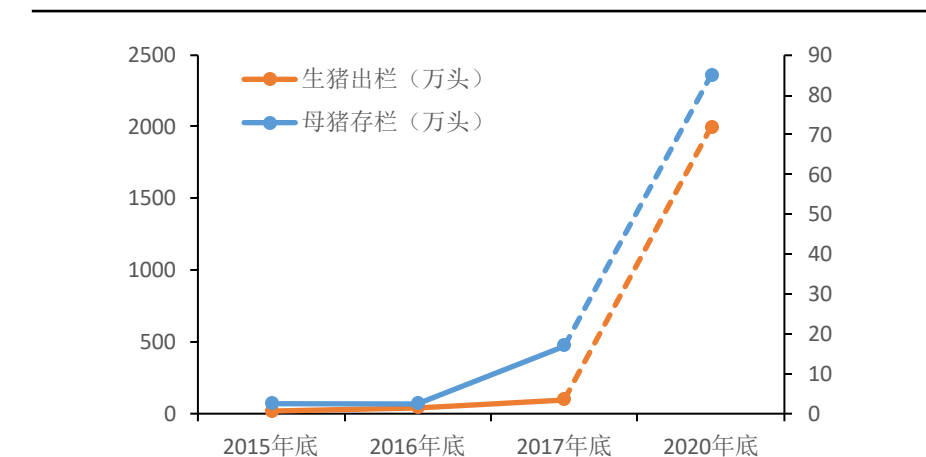
图表 24：大北农养猪企业计划



资料来源：财富证券

2016 年公司生猪出栏约 40 万头，生猪收入 6.67 亿元，同比增长 137.60%，贡献利润 1.06 亿元。截至 2016 年底，公司控股子公司拥有母猪存栏 2.63 万头，商品猪存栏 20.27 万头。2017 年计划推进 7 个猪场建设，母猪存栏能力达到 6 万头规模。未来几年，公司自有商品猪和放养猪的规模将进一步扩大，将成为公司新业务的新增长点。2017 年公司拟出栏生猪约 100 万头，但目前基本处于产能建设阶段，鉴于现阶段猪价低迷，2017 年此板块贡献的利润或无太大变化。但在饲料企业集中度和养殖规模化不断提升的背景下，饲料企业介入养殖端具备天然的成本优势。公司不断扩大的生猪养殖规模不仅会在未来产业链发展的重要环节，同时还会带动公司饲料、动保、种猪业务的提升。

图表 25：公司母猪存栏量和生猪出栏量

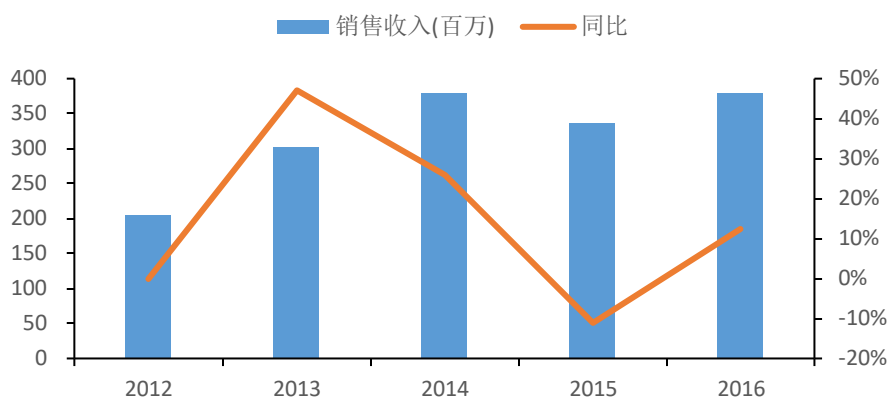


资料来源：公司公告、财富证券

2.3 动保业务调整，未来业绩有望好转

动保是公司产品中毛利率最高的业务板块，主要产品有诸富康、诸欢畅、伪狂静、诸欢泰、蓝定抗等，平均毛利率达到 72%。2016 年公司动保收入 3.79 亿元，同比增长 12.49%。旗下福州生物和南京天邦 2016 年销售收入 2.78 亿元，增长 12%，归母净利润约 1550 万元。其中，福州生物盈利约 3000 万元，南京天邦则因市场客户开发加大，原收购前的库存减少而面临亏损。17 年公司收购员工股权后，福州生物和南京天邦的股权结构梳理完善，且南京天邦的资源全面整合后，公司有望借助江苏省农业科学院疫苗研发优势，加快推进在江苏省及周边地区的战略布局。未来南京天邦和福州生物疫苗队伍将进一步整合，收入利润有望大幅增长。

图表 26：动保业务逐渐好转

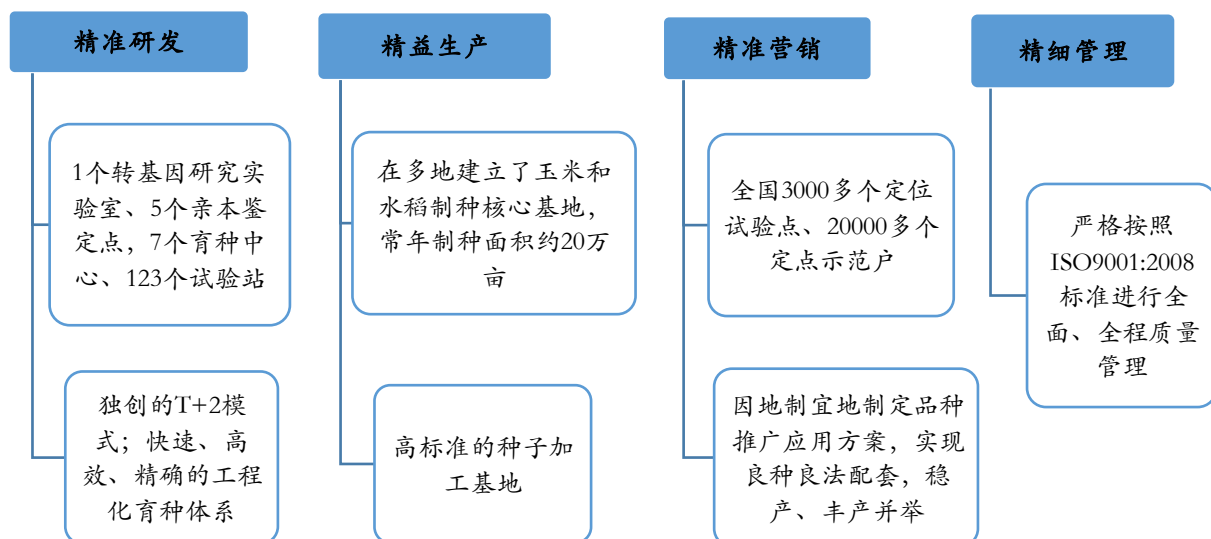


资料来源：公司公告、财富证券

2.4 聚焦“四精战略”，种业竞争力逐步加大

公司种子业务以金色农华为主体，主要经营水稻、玉米种子。作为育繁推一体化种子企业，金色农华拥有全资及控股子公司 7 家、参股公司 10 家。公司拥有丰富的品种储备，截止 2016 年底，公司自主育种 118 个，其中国审品种 64 个（玉米 8 个，水稻 56 个）、省审（认定）品种 54 个（玉米 40 个，水稻 14 个）。申请植物新品种权 398 件，已授权 139 件；申请发明专利 120 件，已授权 11 件；申请实用新型专利 26 件，已授权 17 件，申请商标 132 件，已授权 71 件。近几年在公司实行“精确研发、精益生产、精准营销、精细管理”的战略下，公司杂交水稻和杂交玉米育种能力和品种竞争力不断提高。

图表 27：种子业务“四精战略”



资料来源：公司网站、财富证券

2016 年度，公司种子销售数量为 3005.20 万公斤，其中水稻种子销量 1200 余公斤，收入 5.26 亿元（同比增长 24.70%），占整个种子板块的 80%，种子产品毛利率为 45.47%，同比增加了 1.49 个百分点，仍居于水稻上市公司前列。其中，“C 两优华

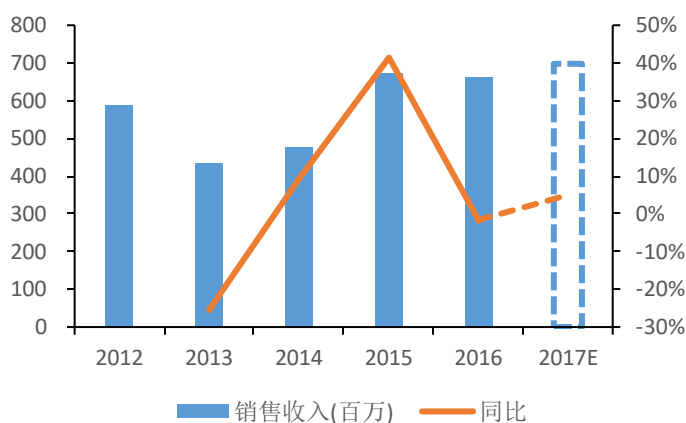
占”水稻新品种由于广适性好、结实率高、早熟等特性基本站到了杂交水稻第一把交椅的位置。2016 年该品种销量 300 余公斤，占水稻收入的 33%，同比增速高达 60%。在公司实行“精准营销，不定不供”的策略下，2017Q1 该品种销量增速达到 40%。同时公司 2016 年国审品种“荣优华占”、“天优华占”等水稻新品种推广面积也在不断扩大，预计全年水稻销量将达到 20%左右的增速，预计贡献利润 1.7 亿元左右（2016 年 1.5 亿）。

玉米种子受行业去库存及部分品种不适宜的原因，销量仍在下降，但下降幅度明显缩小。2017Q1 玉米销量下滑 1.28%，预计 2017 年全年玉米板块有望进一步减亏。

同时，公司在 2017 年预计停止收益不佳的推广种植服务中心并继续压缩费用开始，结合水稻种子的销量增长，预计全年种子板块可贡献业绩 1 亿元。

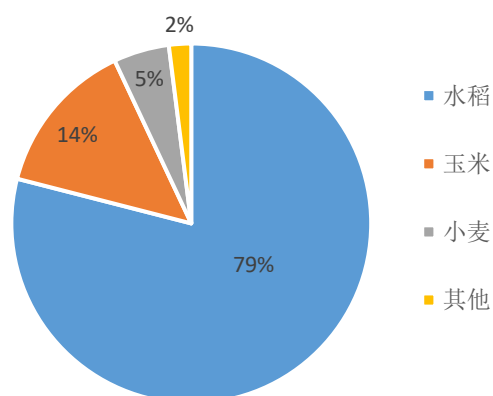
另外，公司是国内唯一一家投资玉米转基因的企业，第一代的商品种已经做好商品化准备，只要国家转基因政策放开，转基因品种就可以投入生产。因此转基因育种的市场前景和合作空间广阔。

图表 28：种子板块销售收入变化



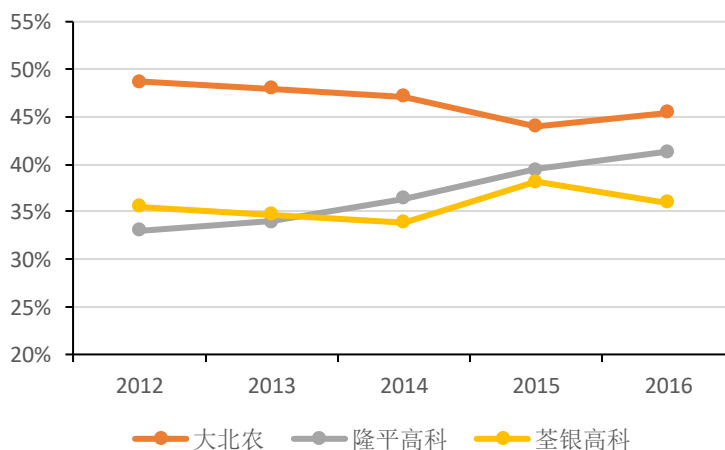
资料来源：wind、财富证券

图表 29：种子板块业务结构



资料来源：wind、财富证券

图表 30：水稻上市公司毛利率对比



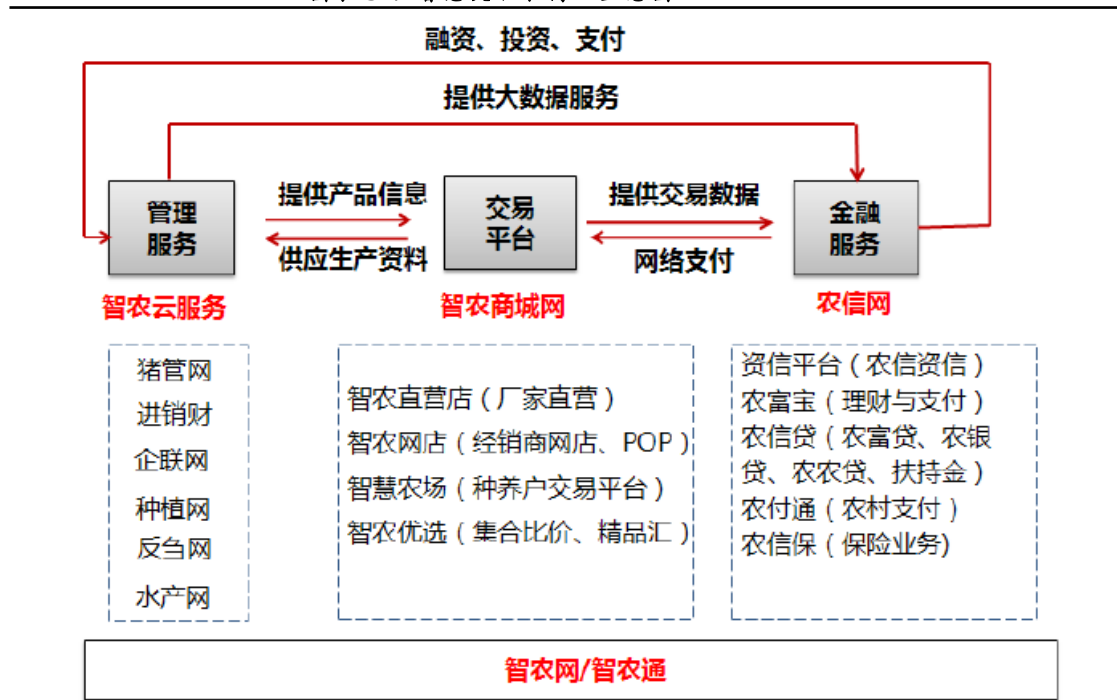
资料来源：wind、财富证券

2.5 农信互联转好，加速打造农业领域 TAA

农信互联属于公司的战略性业务，2015 年公司组建农信互联独立子公司，采用“边建设边运营”的方式”，预期建设期为三年。经过 2015-2016 年的投入高峰期后，农信互联所打造的农信云、农信商城、农信金融、智农通等“三网一通”产品链已形成互联网平台优势。2015 年 11 月上线国家生猪市场—猪交所，从 2016 年 3 月份开始正式面向全国重点生猪调运大省拓展。自上线至 2016 年末，猪联网管理的商品猪头数达到 2000 万头，线上交易规模总额超过 280 亿元。2017 年最新交易金额约 500 亿元，业务保持快速发展。随着交易和服务的积累，农信互联平台的贷款、保险、结算等都得到了较大发展，由农信到围绕数据+交易+金融三块，初步构建了智慧大北农生态圈。2017 年 6 月 22 日，公司引进外部投资者用友网络，继续推进农信互联战略性发展，推动农牧行业企业互联网生态运营系统的转型开放。

过去两年公司农信互联业务处在发展建设初期，2016 年亏损约 5000 万元，目前人员组织基本构建完成，并开始试探性地做一些流量变相的项目，这可能是今年获取收益的主要来源，预计农信板块今年有望大幅减亏接近盈亏平衡。随着农信互联建设完成，公司未来将引入更多的战略投资者，降低公司持股比例（2017 年占比约 56%）减轻费用负担的同时，也为未来新兴战略业务的长足发展提供坚实的平台。

图表 31：智慧大北农商业生态圈



资料来源：公司公告、财富证券

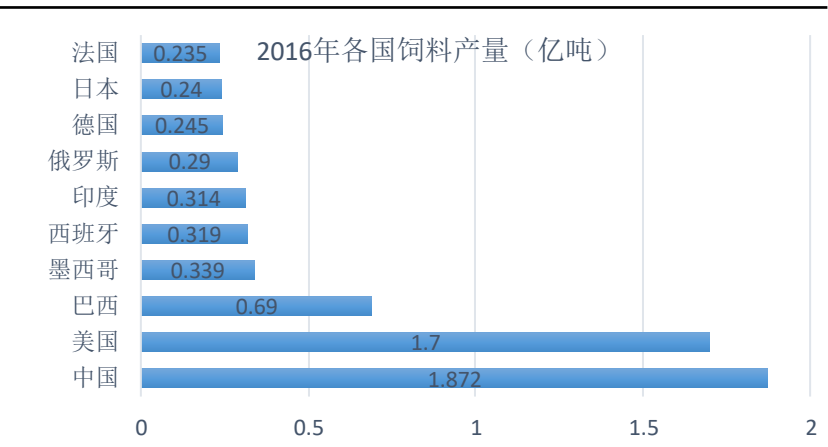
三、饲料行业竞争加剧，产品竞争力及一体化布局是关键

3.1 饲料行业处于整合竞争阶段

产量增速整体趋缓，行业趋于成熟。亚洲作为全球最大的饲料生产区，产量约占

到全球产量的 36%，其中我国是最大的饲料生产国，据 Alltech2016 年统计，我国饲料产量达到 1.87 亿吨（相比我国官方统计数据低），其中猪料产量 7549 万吨，同比降低 7.11%，占全球猪料总量的 27.7%；家禽料仍是饲料中占比最大的，2016 年产量 8430 万吨，水产饲料 1640 万吨。

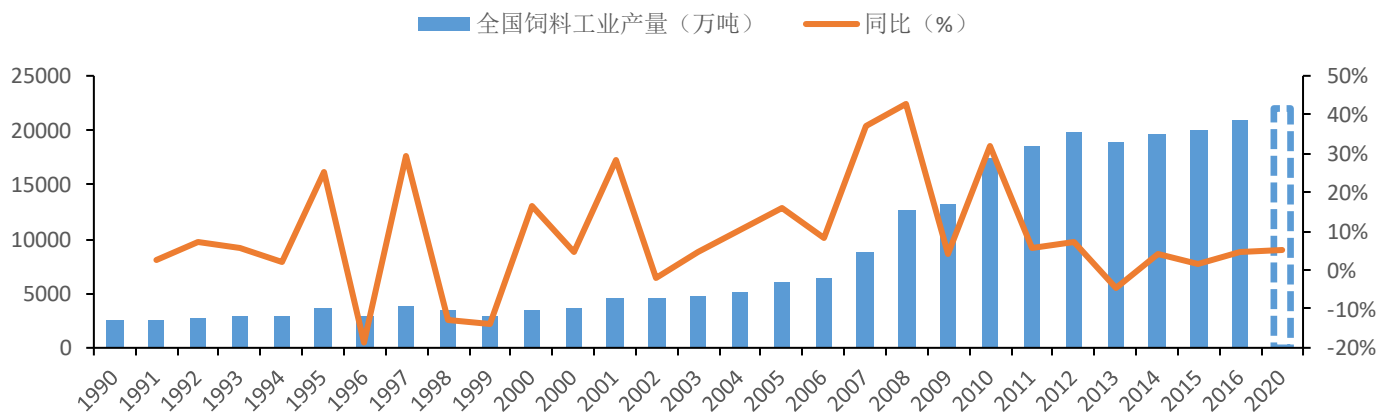
图表 32：中国是世界第一大饲料生产国



资料来源：奥特奇全球饲料调查报告、财富证券

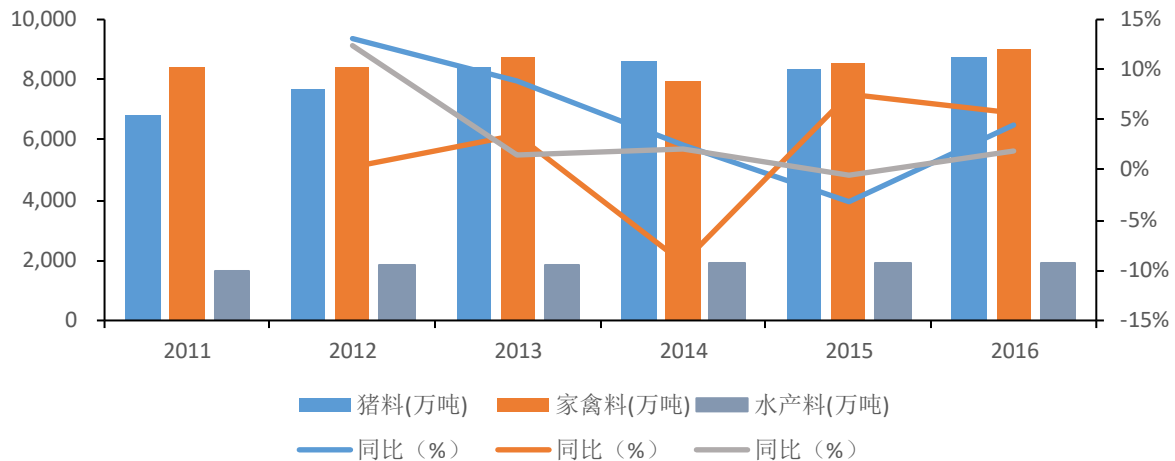
我国饲料工业发展起于 70 年代末，在三十多年的发展进程中共经历了四个发展阶段：80 年代初的初创期、1983-2000 年的快速发展期、2001-2010 快速扩张期、2011-至今的稳定增长及整合竞争期。纵观近四十年的发展，我国饲料工业始终保持着高速发展，至 2011 年，全国饲料产量超过美国，成为全球第一。近几年，我国饲料行业发展速度开始减缓，产量增速呈逐年下跌趋势，2016 年我国工业饲料产量为 20918 万吨，增速为 4.54%，相比快速增长期的黄金十年已经大幅降低，这也预示着我国饲料行业已趋于成熟。随着“十三五”规划加快推进供给侧结构性改革，实现发展动能转换的提出，行业内部整合、全产业链和全球化发展将成为饲料企业做大做强、持续发展的决定性因素。

图表 33：全国饲料工业产量及增速



数据来源：中国饲料行业信息网、财富证券

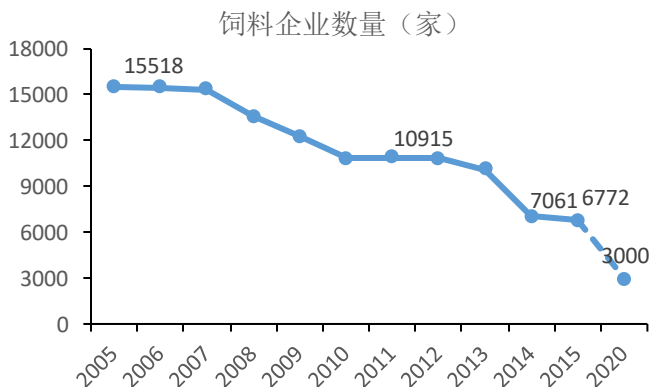
图表 34：中国各类饲料产量及增速



数据来源：中国饲料行业信息网、财富证券

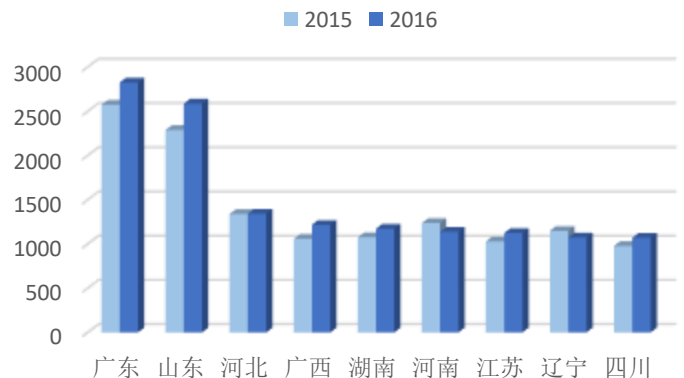
行业集中度不断提升。经过多年的发展，我国饲料行业 CR10 已经超过 35%。2015 年底，全国饲料加工企业数量 6772 家，相比 2011 减少 4151 家。2015 年我国年产 50 万吨以上的饲料企业达到 51 家，饲料产量占全国总产量的比例达到 60% 以上。2016 年，饲料产量过千万吨省份 9 个，总产量 13548 万吨，占全国总产量 64.8%，较 2015 年提高 1.2%。根据国家十三五规划，到 2020 年中国饲料企业减少至 3000 余家，100 万吨产能的企业增加至 60 家，约占全国饲料产能的 60%，行业集中度不断提升。我们认为随着行业竞争加剧以及行业监管愈加严格，中小企业的淘汰速度会加快，这不仅为大型企业创造了更多的市场容量，也有助于饲料行业生产效率的进一步提升。

图表 35：中国饲料企业不断减少



数据来源：中国饲料工业协会、财富证券

图表 36：2015、2016 年 9 省饲料产量



数据来源：中国饲料行业信息网、财富证券

3.2 行业监管及环保压力促使饲料行业加速变革

饲料行业监管愈加严格。食品安全关乎国计民生，随着人们对食品安全的关注越

来越多，国家对于饲料行业的监管也在不断加强。近年来陆续出台了一系列的法律法规及条例，从源头上解决饲料安全问题。《全国饲料工业“十三五”发展规划》再次明确要发展安全高效环保产品，促进饲料工业加快升级。

图表 37：饲料行业法律法规密集出台

实施日期	名称	内容
2011 年 10 月	《全国饲料工业“十二五”发展规划》	鼓励饲料企业兼并整合，提升行业集中度。鼓励饲料生产企业向上下游产业链延伸，增强抗风险和持续发展能力。
2012 年 5 月	《饲料和饲料添加剂管理条例》	主要对新产品的审定与进口管理，饲料及饲料添加剂的生产、经营、使用作出相关规定
2012 年 7 月	《饲料和饲料添加剂生产许可管理办法》	加强饲料、饲料添加剂生产许可管理，维护饲料、饲料添加剂生产秩序，保障饲料、饲料添加剂质量安全
2012 年 7 月	《新饲料和新饲料添加剂管理办法》	规定了新饲料及新饲料添加剂的审定程序
2012 年 7 月	《饲料添加剂和添加剂预混合饲料产品批准文号管理办法》	加强饲料添加剂和添加剂预混合饲料产品的质量检测与监管
2012 年 12 月	《饲料生产企业许可条件》	规定了饲料生产企业应该具备的资质及产品质量检验、管理制度
2012 年 12 月	《混合型饲料添加剂生产企业许可条件》	规定了混合型饲料添加剂生产企业应该具备的资质及产品质量检验、管理制度
2013 年 12 月	《饲料添加剂品种目录（2013）》	加强对饲料添加剂的管理，保障饲料和养殖产品质量安全，促进饲料工业持续健康发展
2014 年 7 月	《饲料标签标准（2013）》	重新规定了饲料、饲料添加剂和饲料原料标签标示的基本原则、基本内容和基本要求。
2014 年 7 月	《进口饲料和饲料添加剂登记管理办法》	规定了进口饲料、饲料添加剂监督管理方法
2016 年 10 月	《全国饲料工业“十三五”发展规划》	提高饲料原料保障能力；提高饲料安全保障水平。发展安全环保饲料产品；提升饲料加工水平；转变生产经营方式
2017 年	《饲料卫生标准 2016 修订版》	拓展了标准对于饲料原料和饲料产品的覆盖范围；明确提出不适用于宠物饲料，宠物饲料卫生标准另行制定

资料来源：农业部、中国饲料工业信息网、财富证券

环保政策加速饲料企业重新洗牌。近年，国家推出的一系列环保法规，对畜禽养殖业的污染防治进行了规定，加大了畜禽养殖业污染的治理力度，尤其对重点水源地及周边水系地区养殖规模作出限制。根据中央的法规政策，全国各地纷纷设立了禁养区和限养区，南方水网地区的禁养区内猪场在逐步迁移。

环保政策的执行不仅进一步加快生猪养殖散户的退出，减少环保不合格、规模小的落后产能，也促使规模化养殖产能持续扩张，从而不断改善养殖规模结构。另外，禁养区、限养区的成立还将对各地以及全国范围内的生猪养殖产能进行调整。养殖规模结构和产能区域调整必将对饲料行业现有的产能布局、市场份额、定价能力、经营模式等都产生深刻影响。环保政策对生猪养殖和饲料行业的影响使市场上现有的优势企业面临重新洗牌的风险。

图表 38：环保政策密集出台

实施日期	名称	内容
2015 年 1 月	新《环保法》	畜禽养殖场、养殖小区、定点屠宰企业等的选址、建设和管理应当符合有关法律法规规定；对污染违法者将动用最严厉的行政处罚手段
2014 年 1 月	《畜禽规模养殖污染防治条例》	防治畜禽养殖污染，推进畜禽养殖废弃物的综合利用和无害化处理，保护和改善环境
2015 年 4 月	《水污染防治行动计划》	自 2016 年起，新建、改建、扩建规模化畜禽养殖场（小区）要实施雨污分流、粪便污水资源化利用。；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
2015 年 11 月	《关于促进南方水网地区生猪养殖布局调整优化的指导意见》	主产区要制定生猪养殖规划，合理划定适宜养殖区域和禁止建设畜禽养殖场和养殖小区的区域。禁养区按照《水污染防治行动计划》时限要求，由地方政府依法关闭或搬迁生猪规模养殖场，引导生猪养殖向非超载区转移
2016 年 5 月	“土十条”	强化畜禽养殖污染防治。严格规范兽药、饲料添加剂的生产和使用，防止过量使用，促进源头减量
2016 年 12 月	《“十三五”生态环境保护规划》	2017 年底前，各地区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。大力支持畜禽规模养殖场（小区）标准化改造和建设
2017 年 6 月	《中华人民共和国水污染防治法》	畜禽养殖场、养殖小区应当保障畜禽粪便、废水的综合利用或者无害化处理设施正常运转，防止污染环境；禁止在饮用水水源一级、二级保护区新建、改建与保护水源无关的项目，已建成的由政府部门责令拆除或关闭

资料来源：国务院办公厅、中国农业部、财富证券

3.3 产品竞争力成为饲料企业的核心要素

由于我国饲料行业准入门槛低，导致众多条件不足的企业涌入，这也为饲料企业产品同质化严重的问题埋下了伏笔。近几年随着我国饲料行业监管的不断升级，很多小散、创新能力薄弱的企业逐渐被淘汰，而市场上的优质饲料企业则通过不断学习国际上先进的技术和应用，加强自主研发能力提高产品质量来增强竞争力。科技含量和毛利率较高的高端饲料以及饲料添加剂的陆续出现便是产品创新的体现，如大北农的教槽料和海大集团的水产预混料，还有无抗饲料和生物饲料等。

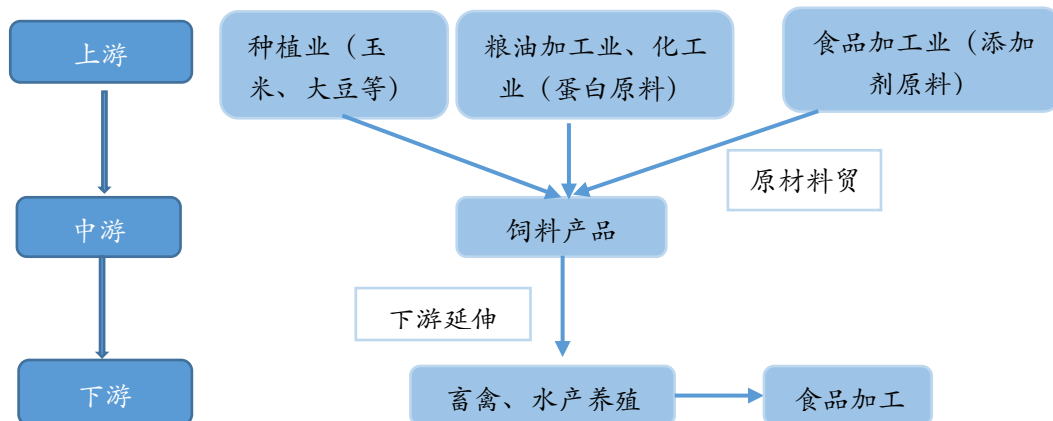
随着国家养殖区域的规划、环境保护的加速以及规模化养殖户的增多，具备高品质高科技含量的饲料市场潜力也会进一步扩大，而具备较强研发实力和高端料品产品优势的企业也会在未来饲料市场总抢占更多市场份额。

3.4 一体化布局成饲料企业未来发展新战略

随着我国饲料行业竞争的加剧以及产业升级的需求，不少饲料企业纷纷调整经营结构。主要表现为三种形式：第一种是向产业链上游延伸，通过原材料（以玉米、大豆（豆粕）为主）贸易提高采购能力，降低原材料成本的同时可获得套期保值收益；第二种是向下游养殖业及食品加工领域延伸。饲料的生产一部分转为企业内部消化，不仅能更好的抵御市场价格风险，提高议价能力，也利于实现规模化养殖，提高综合盈利能力；还有一种是在饲料产品之外，为客户提供一系列的增值服务，包括金融服

务、技术服务等，在提高客户生产经营效率的同时创造自身收益。

图表 39：饲料全产业链



资料来源：财富证券

图表 40：饲料上市公司产业一体化布局

上市公司	产业链布局
大北农	资本并购，加大养猪领域的投入
海大集团	推进“种苗+饲料+动保+融资”的服务全布局
金新农	为养殖户提供农资产品、交易平台、信息化、金融等综合服务；目前已覆盖种猪、兽药，以及终端食品等领域
正邦科技	以生猪养殖为核心，为养殖户提供饲料、动保、种猪、金融等猪场运营必需的全套综合增值服务，打造“现代农业综合服务商”
天邦股份	发展动物育种养殖、饲料、动物疫苗并贯穿到食品，打造食品全产业链体系
天康生物	发展现代化农牧全产业链
通威股份	推进“渔光一体”战略布局，农业+光伏双轮驱动发展模式逐渐成型
新希望	进军生猪养殖及转型终端食品供应商；从“公司+农户”的模式转向“养殖基地+终端”双聚焦
正虹科技	生猪养殖及饲料原料贸易业务
康达尔	建立“金融+农业产业协同发展”的商业模式；向农业金融综合服务企业转型。
唐人神	围绕生猪养殖打造产业链一体化格局

资料来源：中国饲料行业信息网、财富证券

3.5 行业变革带动后周期饲料景气度提升

原材料价格低位，饲料企业盈利能力提升。生产饲料所需的主要原材料包括玉米、豆粕、鱼粉、蛋氨酸等，其中玉米、豆粕占比达 50%左右，原材料总成本占到饲料企业营业成本的 90%以上，因此原材料价格的波动会对饲料生产企业的单位生产成本、销售价格、毛利率带来直接影响。2016 年以来，国家对玉米收储实行“市场定价、价补分离”的原则，使得玉米价格主要由市场来调节，在国内玉米供过于求的情况下，玉米价格出现下降。同时受国际粮食价格下行影响，玉米、大豆平均价下降

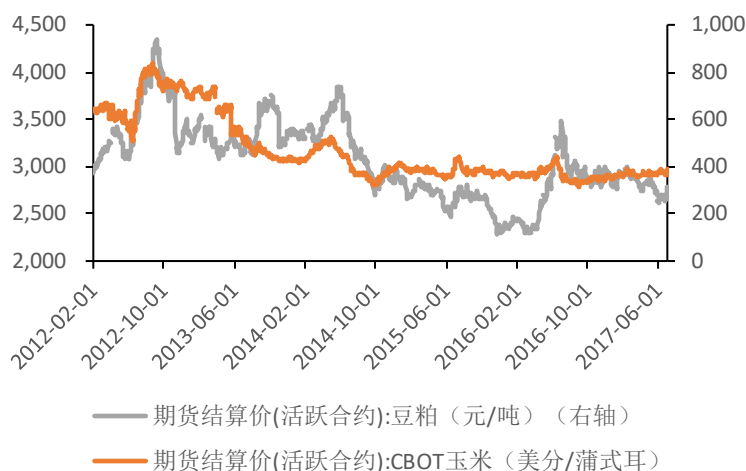
明显。我们认为在玉米、大豆等饲料原材料价格持续走低的背景下，具备较高成本控制能力的饲料企业盈利能力仍会增强。

图表 41：玉米、豆粕现货价处于历史低位



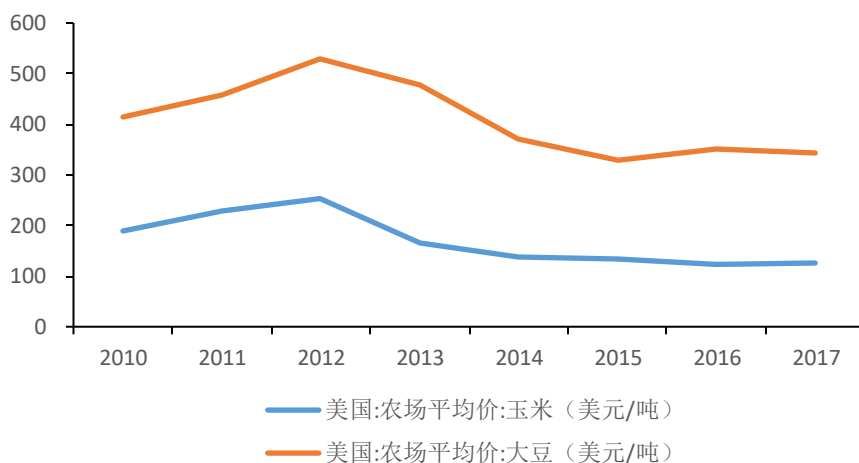
数据来源：中国饲料工业协会、财富证券

图表 42：玉米、豆粕期货价



数据来源：中国饲料行业信息网、财富证券

图表 43：美国玉米、大豆农场平均价持续下降

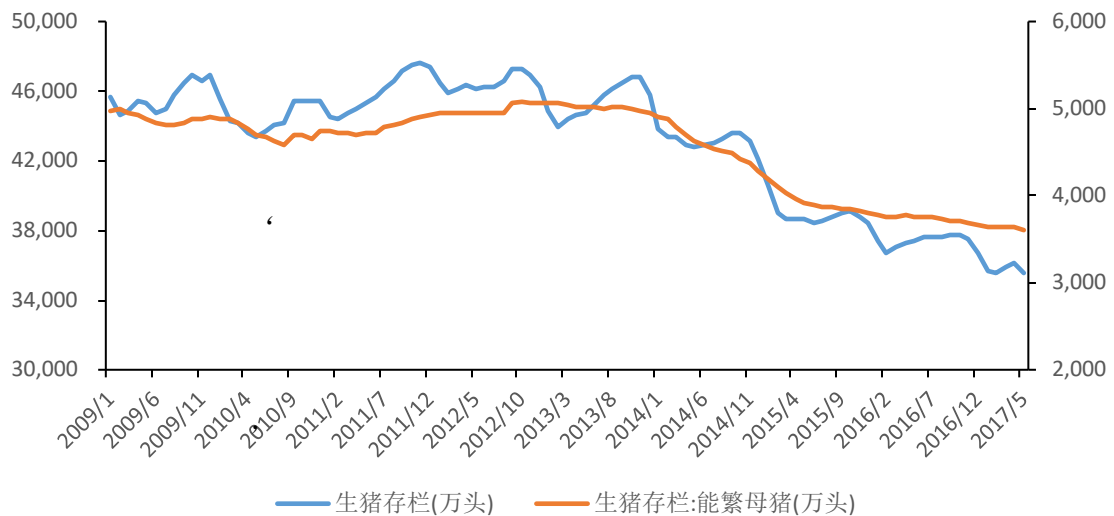


数据来源：公司年报、财富证券

存栏量触底，后周期饲料现拐点。近年来，养猪业经历了较长周期的去产能、去库存后，总量有所萎缩。截止 2017 年 5 月，能繁母猪存栏量仅有 3604 万头，跌破农业部规定的 4800 万头，同比下降 4.15%。生猪存栏量为 35556 万头，同比下降 4.86%，相比 2012 年 46904 万头的高点下降了 24.16%。

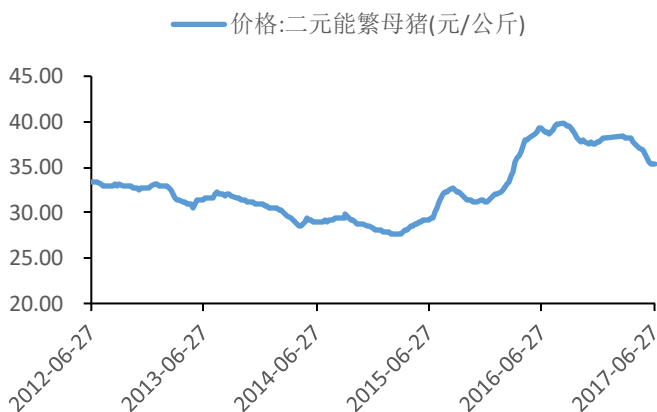
存栏量的波动是饲料销量波动的主要驱动力，从二元能繁母猪及仔猪均价持续高位震荡可见市场补栏情绪较高，而生猪存栏受益于养殖规模化提升、补栏情绪高涨以及饲料企业大力介入养殖端，后期回升趋势明确，因此我们预计后周期的饲料也将迎来相应的增长周期。

图表 44: 生猪、能繁母猪存栏存栏



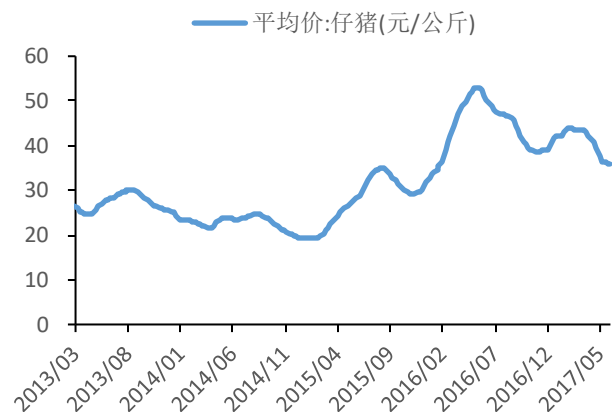
数据来源: wind、财富证券

图表 45: 二元能繁母猪均价上涨, 补栏情绪增强



数据来源: wind、财富证券

图表 46: 仔猪价高位震荡显示补栏情绪高涨



数据来源: wind、财富证券

四、盈利预测和投资建议

4.1 盈利预测

4.1.1 饲料业务

猪饲料: 随着能繁母猪存栏筑底企稳及养殖规模化的提升, 猪饲料行业恢复趋势增强, 市场对高端料需求也在进一步提升。随着公司持续优化产品结构, 聚焦高端高档料, 进一步提升直销比例, 我们预计 2017/2018 年猪料增速将达到 20% 左右, 贡献利润 12/14.4 亿元。

水产饲料: 2016 年公司水产饲料销量增速达 33%, 但由于公司产品定位不清导致毛利率受损, 2017 年公司将水产饲料定位于高端料、特种料系列, 毛利率有所提

升。同时受益于水产养殖行业好转及公司具备的强大销售网络，预计 2017 年水产饲料板块有望实现 4000 万左右的利润。

4.1.2 养殖业务

2016 年公司生猪出栏约 40 万头，生猪收入 6.67 亿元，同比增长 137.60%，贡献利润 1.06 亿元。2017 年公司拟出栏生猪约 100 万头，但目前基本处于产能建设阶段，鉴于现阶段猪价低迷，2017 年此板块贡献的利润无太大变化。

4.1.3 动保业务

2016 年度，福州生物和南京天邦销售收入 2.78 亿元，增长 12%，归母净利润约 1550 万元。其中，福州生物盈利约 3000 万元，南京天邦则面临亏损。17 年公司收购员工股权后，全面整合南京天邦的资源，加快推进在江苏省及周边地区的战略布局，未来南京天邦和福州生物疫苗队伍将进一步整合，收入利润有望大幅增长。我们预计 2017 动保板块归母净利润达到 2000 万元。

4.1.4 种子业务

2016 年公司水稻种子销售收入 5.26 亿元，同比增长 24.70%，其中“C 两优华占”水稻新品种销售收入占水稻收入的 33%，同比增速高达 60%。2017Q1 该品种销量增速达到 40%。同时公司 2016 年国审品种“荣优华占”、“天佑华占”等水稻新品种推广面积也在不断扩大，预计全年水稻销量将达到 20%左右的增速，预计贡献利润 1.7 亿元左右（2016 年 1.5 亿）。

玉米种子受行业去库存及部分品种不适宜的原因，销量仍在下降，但下降幅度明显缩小。2017Q1 玉米销量下滑 1.28%，预计 2017 年全年玉米板块有望进一步减亏。同时，公司在 2017 年预计停止收益不佳的推广种植服务中心并继续压缩费用开始，结合水稻种子的销量增长，预计全年种子板块可贡献业绩 1 亿元。

4.1.5 农信互联

公司自 2015 年开始独立运营农信互联业务（目前该业务板块并未并表），经过两年的投入高峰期后，目前该板块已初步建设完成，未来将会继续引入战略投资者，预计该板块今年有望大幅减亏，接近盈亏平衡。

另外，2017 年 6 月 30 日，公司推出限制性股票激励计划，拟向公司高级管理人员、核心技术人员（研发人员）、业务骨干及对公司经营业绩和未来发展有积极贡献的员工授予不超过 1.56 亿股限制性股票，约占公司总股本的 3.8%，授予价格为 3.76 元/股，各年度业绩考核目标是以 2016 年为基准年，17-19 年归母净利润增长率分别不低于 40%、68%和 90%。股权激励绑定核心人员利益的同时，也彰显出公司对业绩高增的信心。

目前公司饲料主业恢复高增长态势，其他业务板块也相继好转，随着公司持续推进精细化管理，提高经营效益，未来销售费用和管理费用仍有一定的下降空间。叠加

以上要素，我们预计公司 2017、2018 年实现营业收入 206.15、250.16 亿元，同比增速 22.41%、21.35%；实现归母净利润 12.45、14.93 亿元，同比增长 41.11%、19.87%。

4.2 投资评级

预计公司 2017-2018 年 EPS 为 0.30 元和 0.36 元，对应目前股价 PE 为 21.7 倍和 18.1 倍。参考行业 23 倍的平均估值且看好公司高端饲料销量的增速，多产业链后续发力，给予公司 2018 年 25-27 倍 PE，6-12 个月合理区间为 7.50-8.10 元，给予公司“推荐”评级。

五、风险提示

- 1) 自然灾害风险；
- 2) 饲料销售不及预期；
- 3) 生猪存栏回升不及预期。

六、三大财务报表

利润表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	16098.09	16840.94	20614.99	25016.29	29404.15	税后经营利润	708.23	865.80	1,222.13	1,479.03	1,774.20
减: 营业成本	12187.99	12650.31	15465.37	18767.22	22058.99	资产减值准备	58.55	90.94	58.58	58.58	58.58
营业税金及附加	3.32	32.09	39.28	47.67	56.03	折旧摊销	402.04	437.19	823.29	823.29	772.18
营业费用	1819.16	1734.50	2082.11	2576.68	3028.63	公允价值变动损失	-1.74	26.09	20.75	15.27	23.29
管理费用	1259.83	1269.84	1527.57	1866.22	2193.55	利息费用	125.01	115.77	-4.39	-50.62	-91.28
财务费用	119.79	118.88	4.27	-40.11	-78.93	存货的减少	409.12	-403.51	-308.98	-630.53	-306.11
资产减值损失	58.55	90.94	58.58	58.58	58.58	营运资本变动	479.30	270.93	368.93	600.33	-331.15
加: 投资收益	125.33	85.20	31.00	36.54	0.00	经营性应收项目减少	-224.02	-424.58	521.08	-1,063.80	522.74
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营性应付项目增加	-45.50	-16.02	168.26	568.38	166.01
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-10.62	-23.17	0.00	0.00	0.00
营业利润	774.79	1029.57	1468.80	1776.57	2087.30	经营活动现金流	1,307.05	650.92	2,479.98	1,184.33	2,896.33
加: 其他非经营损益	90.13	88.17	79.27	79.27	79.27	投资活动现金流	-3664.25	-1117.17	67.38	67.38	67.38
利润总额	864.92	1117.74	1548.07	1855.84	2166.57	融资活动现金流	1769.17	302.28	-932.70	-292.65	-308.07
减: 所得税	156.69	181.92	227.56	272.90	324.99	现金净变动	-587.92	-587.92	-163.79	1614.66	959.07
净利润	708.23	935.82	1320.51	1582.95	1841.58						
减: 少数股东损益	2.68	53.14	74.98	89.88	104.57						
归母净利润	705.55	882.68	1245.53	1493.06	1737.01	关键财务与估值指标					
资产负债表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1494.27	1434.04	3048.70	4007.77	6663.41	营业收入	16098.09	16840.94	20614.99	25016.29	29404.15
应收和预付款项	1122.78	1531.55	1010.46	2074.26	1551.52	增长率(%)	-12.72%	4.61%	22.41%	21.35%	17.54%
存货	1663.16	2045.76	2354.73	2985.26	3291.37	归母净利润	705.55	882.68	1245.53	1493.06	1737.01
其他流动资产	2529.46	2082.23	2082.23	2082.23	2082.23	增长率(%)	-11.33%	25.11%	41.11%	19.87%	16.34%
长期股权投资	112.07	759.27	790.27	826.81	826.81	EPS	0.17	0.22	0.30	0.36	0.43
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	BPS	2.10	2.26	2.49	2.77	3.10
固定资产和在建工程	3847.64	4230.64	3599.39	2968.13	2336.87	每股股利(DPS)	0.04	0.05	0.07	0.08	0.10
无形资产和开发支出	1902.72	1996.34	1796.83	1597.32	1397.81	每股经营现金流	0.32	0.16	0.61	0.29	0.71
其他非流动资产	488.73	525.74	474.64	423.53	423.53	销售毛利率	24.29%	24.88%	24.98%	24.98%	24.98%
资产总计	13160.83	14605.56	15157.26	16965.32	18573.57	销售净利率	4.40%	5.56%	6.40%	6.33%	6.32%
短期借款	541.04	650.73	0.00	0.00	0.00	ROE	8.19%	9.54%	12.20%	13.15%	13.79%
应付和预收款项	1834.25	1900.75	2069.01	2637.39	2803.41	ROIC	12.41%	10.79%	12.87%	17.30%	19.38%
长期借款	499.19	499.43	499.43	499.43	499.43	市盈率(P/E)	38.07	30.43	21.57	17.98	15.32
其他负债	1027.34	1526.49	1526.49	1526.49	1526.49	市净率(P/B)	3.12	2.90	2.63	2.36	2.11
负债合计	3901.83	4577.39	4094.93	4663.31	4829.33	股息率(分红/股价)	0.006	0.008	0.011	0.013	0.015
股本	2733.78	4100.67	4100.67	4100.67	4100.67	EBIT	977.14	1228.10	1543.67	1806.08	2092.29
资本公积	2472.41	1071.44	1071.44	1071.44	1071.44	EBITDA	1379.18	1665.29	2366.96	2629.37	2864.48
留存收益	3412.82	4078.70	5037.88	6187.68	7525.34						
归属母公司股东权益	8619.01	9250.81	10209.99	11359.78	12697.45	EV/ EBIT	18.56	22.24	16.30	13.48	10.44
少数股东权益	640.00	777.36	852.34	942.22	1046.79	EV/EBITDA	13.15	16.40	10.63	9.26	7.62
股东权益合计	9259.00	10028.17	11062.33	12302.01	13744.24	EV/IC	2.05	2.81	2.96	2.75	2.85

资料来源: wind、财富证券

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

投资评级	评级说明
推荐	股票价格超越大盘 10% 以上
谨慎推荐	股票价格超越大盘幅度为 5%—10%
中性	股票价格相对大盘变动幅度为 -5%—5%
回避	股票价格相对大盘下跌 5% 以上；

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438