

## 强烈推荐-A (维持)

隆平高科 000998.SZ

目标估值: 25.6-28.8 元

当前股价: 20.21 元

2017 年 1 月 11 日

### 基础数据

|            |           |
|------------|-----------|
| 上证综指       | 3162      |
| 总股本(万股)    | 125619    |
| 已上市流通股(万股) | 83065     |
| 总市值(亿元)    | 254       |
| 流通市值(亿元)   | 168       |
| 每股净资产(MRQ) | 4.2       |
| ROE(TTM)   | 8.7       |
| 资产负债率      | 29.3%     |
| 主要股东       | 湖南新大新股份有限 |
| 主要股东持股比例   | 11.49%    |

### 股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

### 相关报告

- 1、《隆平高科(000998.sz)-隆晶两优表现优异, 种业巨头布局加速》2016-10-31
- 2、《隆平高科(000998)一天时地利人和, 两优再续辉煌》2016-10-14
- 3、《隆平高科(000998)一水稻量价齐升, 育种优势迸发》2016-08-29

### 周莎

0755-82960734  
zhousha@cmschina.com.cn  
S1090516020002

## 巨额解禁虎口, 长线布局之机

1月10日, 公司公告本次解禁 1.645 亿股, 占总股本的 13.095%, 解禁金额约 33.25 亿元, 其中 31.5% 为高管持股, 1月11日可上市流通。巨额解禁的达摩克利斯之剑落下。种业乃农之所先, 农业供给侧改革基调下, 优质种子市占率将快速提升, 隆平必“临绝地而不衰”, 乃长期战略配置的好时机。

### 解禁提供良机, 安全边际显著

隆平高科历史估值均在 40-45 倍以上, 公司 2016-2018 年业绩承诺分别为 5.9 亿元、7.7 亿元和 9.4 亿元, 目前 254 亿市值对应 PE 分别为 43/33/27 倍, 安全边际显著。巨额解禁压力下资金出逃, 为长期战略配置提供建仓良机。

### 两优表现优异, 主业量利双升

得益于隆两优、晶两优系列在异常天气下的优异表现, 公司前三季度营业收入同比增加 17.75%, 实现扣非后归母净利润 8600 万元, 同比大涨 36.10%。隆晶两优系列中“华占”产品定位较高, 毛利率接近 60%, 其销量增加带动公司综合毛利率提升。而公司对隆晶两优母本的独占性更是防止竞争对手模仿, 保障公司品种领先和业绩持续增长的核心竞争力。2016 年前三季度, 公司综合毛利率达到 35.2%, 同比上升 3.5 个百分点。

### 供给侧改革持续, 市占率重回增长

农业供给侧改革从玉米价格体系开始, 打破过去单边上涨的怪圈, 形成市场化定价机制; 并推动种植环节优胜劣汰, 提升规模化和集约化水平, 进而倒逼上游的种子、农垦等生产资料和服务的提供方集中度加速提升; 对隆平高科来说, 将是长期趋势性利好。未来凭借两优系列, 预计公司在杂交水稻种子领域的市占率将由现在的 15% 提升至 30% 以上。

**盈利预测与估值:** 我们预计公司 2016-2018 年的归母净利润分别为 6.0、8.1、9.7 亿元, 对应 EPS 为 0.48/0.64/0.77 元, 给予 2017 年 40-45 倍 PE 得出目标价 25.6-28.8 元, 较现价具有 27%-43% 的空间, 维持“强烈推荐-A”评级。

**风险提示:** 天气异常影响制种, 种子销售不达预期, 宏观经济系统性风险。

### 财务数据与估值

| 会计年度      | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------|------|------|-------|-------|-------|
| 主营收入(百万元) | 1815 | 2026 | 2306  | 2679  | 3017  |
| 同比增长      | -4%  | 12%  | 14%   | 16%   | 13%   |
| 营业利润(百万元) | 236  | 431  | 535   | 737   | 897   |
| 同比增长      | -13% | 82%  | 24%   | 38%   | 22%   |
| 净利润(百万元)  | 362  | 491  | 598   | 806   | 972   |
| 同比增长      | 94%  | 36%  | 22%   | 35%   | 21%   |
| 每股收益(元)   | 0.29 | 0.39 | 0.48  | 0.64  | 0.77  |
| PE        | 70.1 | 51.7 | 42.5  | 31.5  | 26.1  |
| PB        | 13.3 | 10.8 | 4.4   | 4.0   | 3.6   |

资料来源: 公司数据、招商证券

## 一、解禁提供良机，安全边际显著

### 1、解禁股源自收购少数股东权益

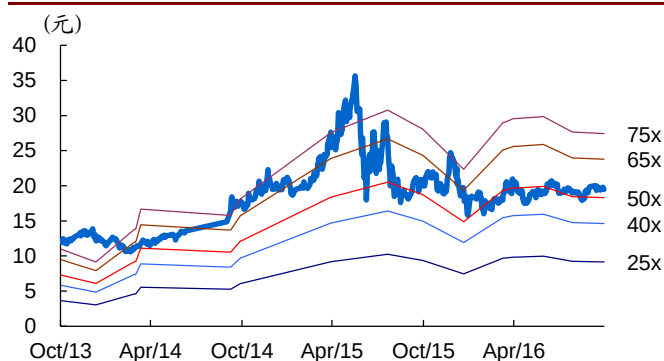
2013 年 12 月 27 日，公司以发行股份购买资产的方式向长沙高新开发区涛海投资管理有限公司、合肥绿宝种苗有限责任公司及袁丰年等共计 54 名自然人发行股份 8,225 万股，定价 20 元/股（前复权 9.77 元/股），购买其分别持有的湖南隆平 45%、安徽隆平 34.5%、亚华种子 20% 的股权。此限售股于 2014 年 1 月 9 日登记到帐，经过 2014 年 7 月 29 日的每 10 股转增 10 股并送现金红利 1 元（含税），总数变更为 16,450 万股。

注：收购前，公司持有湖南隆平 55% 的股权、安徽隆平 65.5% 的股权以及亚华种子 80% 的股权。收购之后三家公司成为隆平的全资子公司。

### 2、安全边际显著

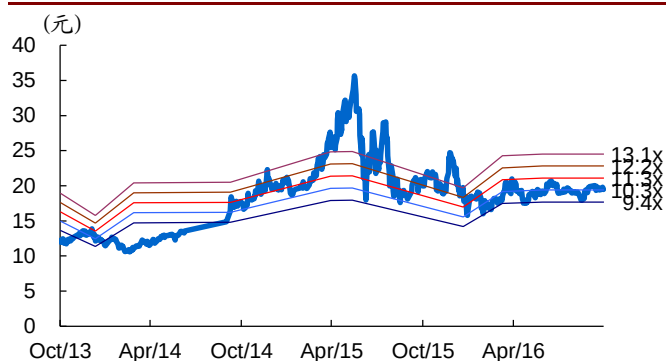
隆平高科历史估值均在 40-45 倍以上，公司 2016-2018 年业绩承诺 5.9 亿元、7.7 亿元和 9.4 亿元，对应现在 254 亿的市值，分别为 43/33/27 倍，安全边际显著。巨额解禁将带来巨量便宜筹码，乃长期战略配置良机。

图 1：隆平高科历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：隆平高科历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

## 二、两优表现优异，主业量利双升

得益于隆两优、晶两优系列在异常天气下的优异表现，公司前三季度营业收入同比增加 17.75%，实现扣非后归母净利润 8600 万元，同比大涨 36.10%。而公司对隆晶两优母本的独占性更是防止竞争对手模仿，保障公司品种领先和业绩持续增长的核心竞争力。

### 1、天气持续异常，抗逆优势显现

**天时地利人和，品种优势显现。**今年入汛以来，全国平均降水量达到 1954 年以来历史最高值，7 月底之前气温持续偏低，之后突然连续数十日高温给粮食种植造成了极大的破坏。一般的种子结实率不到 30%，而隆两优、晶两优系列凭借优秀的抗水淹和抗高温等性状，结实率仍高达 80-90%。其稳定而高产的优良“抗逆性”在极端气候条件下表现一枝独秀。种植效益的巨大差异使得经销商纷纷提前订货，2016 年三季度末公司预收账款达到 4.23 亿元，同比增长 92%。

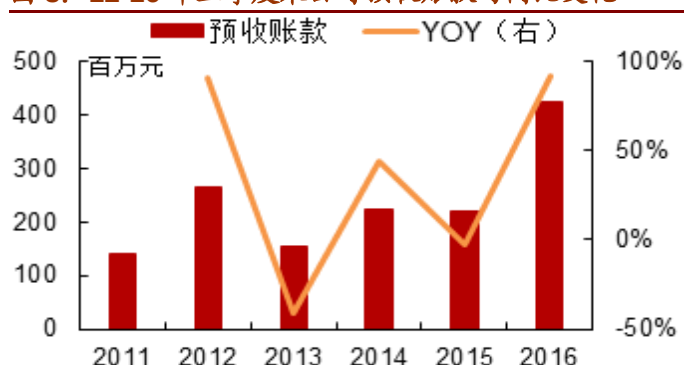
隆晶两优销量大增，公司综合毛利率提升。2016 年我们预计隆两优与晶两优累计销售将达到 600 万公斤，远超去年的 350 万公斤，二者在 2018 均有望成长为千万公斤级的大品种。同时隆两优华占和晶两优华占定位较高，毛利率接近 60%，其销量增加将带动公司综合毛利率提升。而公司对隆晶两优母本的独占性更是防止竞争对手模仿，保障公司品种领先和业绩持续增长的核心竞争力。2016 年前三季度，公司综合毛利率达到 35.2%，同比上升 3.5 个百分点。

表 1: 隆晶两系品种定位及市场空间预测

|    |          | 2015    | 2016    | 2018     |
|----|----------|---------|---------|----------|
| 系列 | 隆两优系列    | 200 万公斤 | 300 万公斤 | 1000 万公斤 |
| 高端 | 隆两优华占    | 150 万公斤 | 300 万公斤 | 500 万公斤  |
|    | 隆两优 1212 |         |         |          |
| 其他 | 隆两优 534  |         |         | 500 万公斤  |
|    | 其他       |         |         |          |
| 系列 | 晶两优系列    | 200 万公斤 | 300 万公斤 | 1000 万公斤 |
| 高端 | 晶两优华占    | 200 万公斤 | 300 万公斤 | 500 万公斤  |
|    | 晶两优 1212 |         |         |          |
| 其他 | 晶两优 534  |         |         | 500 万公斤  |
|    | 其他       |         |         |          |

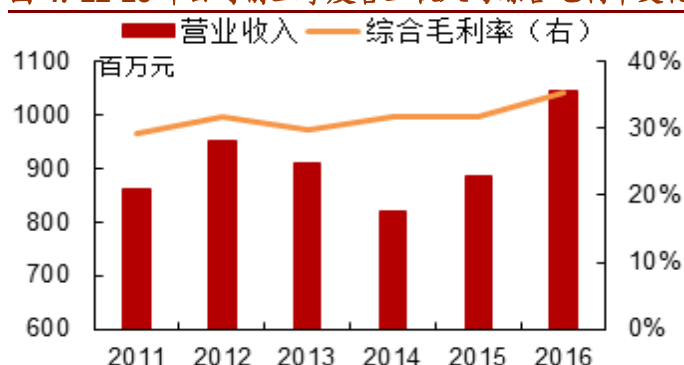
资料来源：招商证券

图 3: 12-16 年三季度末公司预收账款与同比变化



资料来源：公司公告、招商证券

图 4: 12-16 年公司前三季度营业收入与综合毛利率变化



资料来源：公司公告、招商证券

## 2、费用支出增加，业绩弹性加大

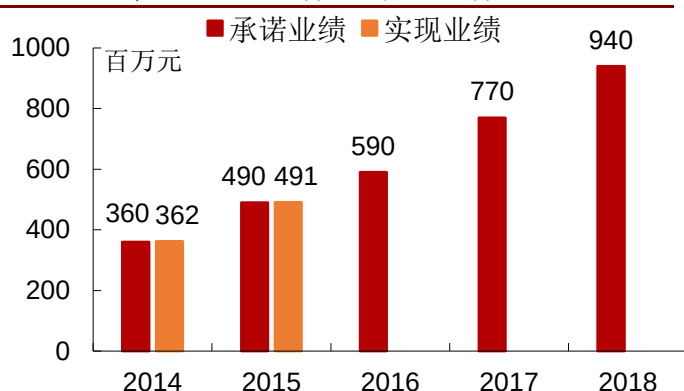
2016 年前三季度公司管理费用和销售费用分别同比上升 34% 和 53%。我们认为公司主营业务处于快速发展期，前三季度共有 17 个杂交水稻新品种通过国家审定，占通过国家审定杂交水稻新品种总数的 26.15%。核心管理层团队也与公司签署了业绩承诺协议，前两年业绩均达到要求。在此情况下费用支出的增加往往代表后期业绩弹性巨大，我们充分相信公司在优秀产品的保障和中信集团的护佑下，未来业绩必将持续高速增长。

表 2: 公司于 2016 年通过国审的 17 个水稻新品种

| 品种名称     | 审定编号        | 性状优点                                |
|----------|-------------|-------------------------------------|
| 晶两优华占    | 国审稻 2016022 | 整精米率 67.4%，结实率 80.7%，平均亩产 622.00 千克 |
| 隆两优 1141 | 国审稻 2016037 | 整精米率 63.9%，结实率 82.2%，平均亩产 629.00 千克 |
| 深两优 1 号  | 国审稻 2016038 | 整精米率 63.8%，结实率 84.8%，平均亩产 631.70 千克 |
| 隆两优华占    | 国审稻 2016045 | 整精米率 63.9%，结实率 82.2%，平均亩产 613.38 千克 |
| 晶两优 1212 | 国审稻 2016601 | 整精米率 66.7%，结实率 87.9%，平均亩产 510.58 千克 |
| 晶两优华占    | 国审稻 2016602 | 整精米率 69.6%，结实率 83.2%，平均亩产 519.20 千克 |
| 隆两优 534  | 国审稻 2016603 | 整精米率 63.7%，结实率 82.2%，平均亩产 510.58 千克 |
| 隆两优黄莉    | 国审稻 2016604 | 整精米率 72.1%，结实率 87.9%，平均亩产 507.96 千克 |
| 晶两优 534  | 国审稻 2016605 | 整精米率 58.4%，结实率 83.1%，平均亩产 637.31 千克 |
| 隆两优 1206 | 国审稻 2016606 | 整精米率 58.2%，结实率 83.9%，平均亩产 597.74 千克 |
| 隆两优 1146 | 国审稻 2016607 | 整精米率 64.7%，结实率 84.1%，平均亩产 640.71 千克 |
| 晶两优 1377 | 国审稻 2016608 | 整精米率 68.1%，结实率 80.6%，平均亩产 573.41 千克 |
| 隆两优 1988 | 国审稻 2016609 | 整精米率 55.8%，结实率 84.9%，平均亩产 656.74 千克 |
| 隆两优 3463 | 国审稻 2016610 | 整精米率 56.8%，结实率 85.5%，平均亩产 628.68 千克 |
| 隆两优 149  | 国审稻 2016611 | 整精米率 52.3%，结实率 84.9%，平均亩产 624.59 千克 |
| 隆两优 1319 | 国审稻 2016612 | 整精米率 53.2%，结实率 84.4%，平均亩产 612.44 千克 |
| 隆优 4945  | 国审稻 2016613 | 整精米率 64.5%，结实率 80.4%，平均亩产 594.46 千克 |

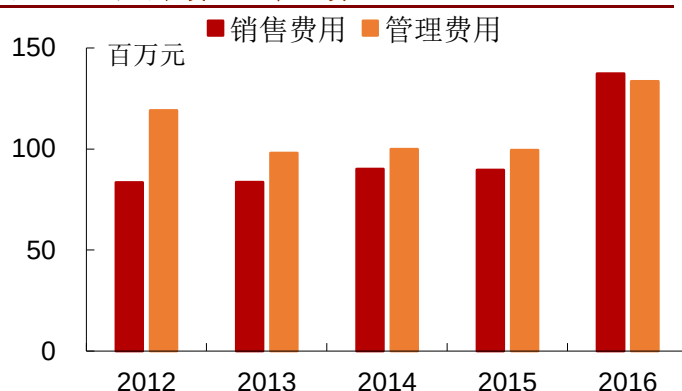
资料来源: 国家水稻数据中心、招商证券 (注: 平均亩产为两年区试平均亩产数据)

图 5: 核心管理层承诺业绩与已实现业绩



资料来源: 公司公告、招商证券

图 6: 公司销售费用与管理费用变化



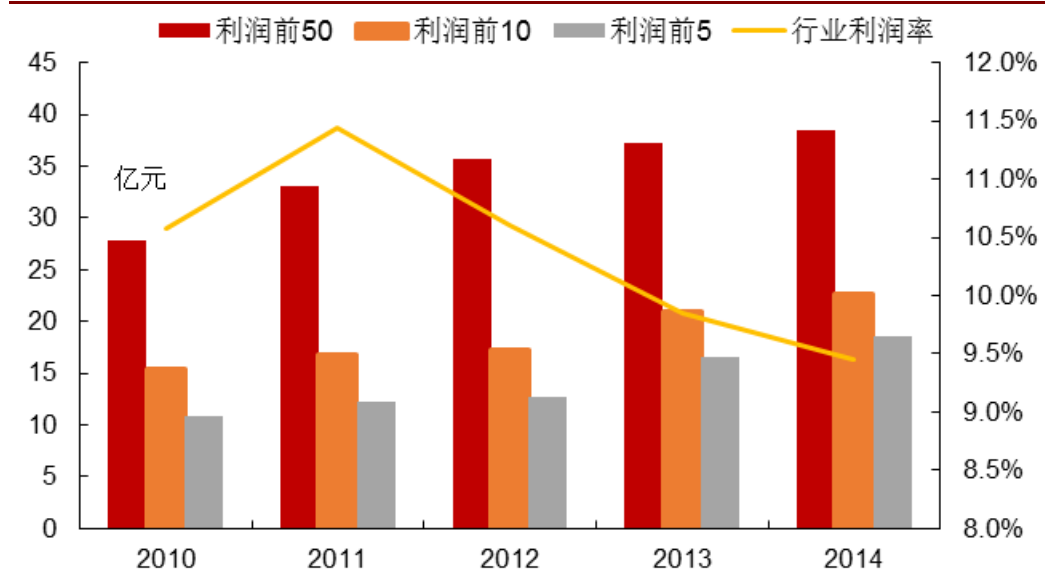
资料来源: 公司公告、招商证券

### 三、供给侧改革持续，市占率重回增长

农业供给侧改革从玉米价格体系开始，打破过去单边上涨的怪圈，形成市场化定价机制；并推动种植环节优胜劣汰，提升规模化和集约化水平，进而倒逼上游的种子、农垦等生产资料和服务的提供方集中度加速提升；对隆平高科来说，将是长期趋势性利好。未来凭借两优系列，预计公司在杂交水稻种子领域的市占率将由现在的 15% 提升至 30% 以上。

另一方面，未来中国农业的发展从过去单纯追求量的增长，转变为未来要追求质的飞跃。隆平高科开始在口感的改良上下功夫，两优系列的口感可以媲美常规稻，改变了杂交稻口感不佳的硬伤。我们认为，未来优质优价的农产品升级趋势将为隆平打开巨大的成长空间。

图 7：行业前 5、10、50 企业利润总额与行业整体利润率走势背离



资料来源：中国种业发展报告、招商证券



## 盈利预测与估值

### 1、盈利预测

我们预计公司 2016-2018 年的归母净利润分别为 6.0、8.1、9.7 亿元，对应 EPS 为 0.48/0.64/0.77 元，给予 2017 年 40-45 倍 PE 得出目标价 25.6-28.8 元，较现价具有 27%-43%的空间，维持“强烈推荐-A”评级。

表 3：各季度业绩回顾

| (百万元)    | 15Q2    | 15Q3   | 15Q4  | 16Q1  | 16Q2    | 16Q3   |
|----------|---------|--------|-------|-------|---------|--------|
| 营业收入     | 232     | 84     | 1138  | 657   | 198     | 190    |
| 营业毛利     | 75      | -5     | 518   | 253   | 74      | 41     |
| 营业费用     | 25      | 33     | 74    | 45    | 38      | 54     |
| 管理费用     | 41      | 29     | 77    | 39    | 53      | 41     |
| 财务费用     | 16      | 23     | 53    | 14    | 1       | 2      |
| 投资收益     | 36      | 10     | 56    | -3    | 3       | 5      |
| 营业利润     | 24      | -71    | 349   | 147   | -10     | -54    |
| 归属母公司净利润 | 36      | -51    | 359   | 157   | -1      | -55    |
| EPS (元)  | 0.04    | -0.05  | 0.36  | 0.16  | 0.00    | -0.06  |
| 主要比率     | 15Q2    | 15Q3   | 15Q4  | 16Q1  | 16Q2    | 16Q3   |
| 毛利率      | 32.2%   | -6.3%  | 45.5% | 38.5% | 37.5%   | 21.6%  |
| 营业费用率    | 10.9%   | 39.0%  | 6.5%  | 6.9%  | 19.3%   | 28.2%  |
| 管理费用率    | 17.6%   | 34.7%  | 6.7%  | 6.0%  | 26.7%   | 21.8%  |
| 营业利润率    | 10.3%   | -84.8% | 30.6% | 22.3% | -5.1%   | -28.5% |
| 有效税率     | 0.0%    | 0.0%   | 1.6%  | 0.0%  | -5.1%   | 0.0%   |
| 净利率      | 15.3%   | -60.4% | 31.5% | 23.8% | -0.7%   | -28.9% |
| YoY      | 15Q2    | 15Q3   | 15Q4  | 16Q1  | 16Q2    | 16Q3   |
| 收入       | 12.5%   | -11.3% | 14.5% | 15.0% | -14.7%  | 125.8% |
| 归属母公司净利润 | -641.1% | 218.7% | 46.0% | 6.3%  | -104.1% | 8.0%   |

资料来源：公司数据、招商证券

表 4：销售收入结构预测

| 单位：百万元 | 2015  | 2016E | 2017E | 2018E |
|--------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入   | 2,026 | 2,306 | 2,680 | 3,017 |
| 水稻种子   | 1,089 | 1,403 | 1,745 | 2,050 |
| 玉米种子   | 418   | 426   | 448   | 470   |
| 其他     | 519   | 477   | 487   | 497   |
| 收入增长率  | 11.6% | 13.8% | 16.2% | 12.6% |
| 水稻种子   | 15.6% | 28.8% | 24.4% | 17.5% |
| 玉米种子   | 1.5%  | 2.0%  | 5.0%  | 5.0%  |
| 其他     | 12.6% | -8.0% | 2.0%  | 2.0%  |
| 毛利率    | 40.8% | 42.6% | 44.6% | 46.3% |
| 水稻种子   | 44.5% | 46.3% | 47.6% | 48.9% |
| 玉米种子   | 48.8% | 48.8% | 52.7% | 56.3% |
| 其他     | 26.4% | 26.4% | 26.4% | 26.4% |

资料来源：公司数据、招商证券

表 5: 盈利预测简表

| 单位: 百万元   | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------|------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入      | 1815 | 2026 | 2306  | 2679  | 3017  |
| 营业成本      | 1154 | 1226 | 1323  | 1485  | 1619  |
| 营业税金及附加   | 1    | 1    | 1     | 1     | 2     |
| 营业费用      | 146  | 164  | 221   | 241   | 256   |
| 管理费用      | 170  | 176  | 224   | 247   | 278   |
| 财务费用      | 100  | 109  | 31    | (1)   | (4)   |
| 资产减值损失    | 45   | 17   | 0     | 0     | 0     |
| 公允价值变动收益  | 1    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益      | 35   | 99   | 30    | 30    | 30    |
| 营业利润      | 236  | 431  | 535   | 737   | 897   |
| 营业外收入     | 105  | 51   | 51    | 51    | 51    |
| 营业外支出     | 15   | 9    | 9     | 9     | 9     |
| 利润总额      | 326  | 473  | 578   | 779   | 939   |
| 所得税       | 0    | 6    | 9     | 12    | 15    |
| 净利润       | 326  | 467  | 569   | 767   | 925   |
| 少数股东损益    | (36) | (24) | (29)  | (39)  | (47)  |
| 归属于母公司净利润 | 362  | 491  | 598   | 806   | 972   |
| EPS (元)   | 0.29 | 0.39 | 0.48  | 0.64  | 0.77  |

资料来源: 公司数据、招商证券

## 2、估值对比

表 6: 估值对比表

| 公司   | 最新    | EPS (元) |      |      | 盈利增长率 (%) |      |      | PE  |     |     | PB    | ROE    | 市值  |
|------|-------|---------|------|------|-----------|------|------|-----|-----|-----|-------|--------|-----|
| 简称   | 股价    | 14      | 15   | 16E  | 14        | 15   | 16E  | 14  | 15  | 16E | (MRQ) | (TTM)  | (亿) |
| 隆平高科 | 20.21 | 0.29    | 0.39 | 0.48 | 94%       | 36%  | 22%  | 70  | 52  | 42  | 4.49  | 8.73%  | 254 |
| 登海种业 | 19.50 | 1.08    | 0.42 | 0.57 | 13%       | -3%  | 36%  | 18  | 46  | 34  | 5.52  | 17.04% | 172 |
| 荃银高科 | 13.40 | 0.03    | 0.07 | 0.10 | -32%      | 323% | 43%  | 447 | 191 | 134 | 5.91  | 3.13%  | 43  |
| 神农基因 | 5.25  | -0.22   | 0.01 | 0.03 | -330%     | 108% | 442% | -24 | 525 | 175 | 4.02  | 0.85%  | 54  |
| 大北农  | 7.10  | 0.19    | 0.17 | 0.27 | 3%        | -11% | 57%  | 37  | 42  | 26  | 3.76  | 9.87%  | 291 |
| 平均   |       |         |      |      | -50%      | 91%  | 120% | 110 | 171 | 82  | 4.74  | 0.08   |     |

资料来源: 公司数据、招商证券\*注: 荃银高科、神农基因 EPS 预测为 wind 一致预测

## 风险提示

天气异常影响制种，种子销售不达预期，宏观经济系统性风险。

## 参考报告：

- 1、《隆平高科-天时地利人和，两优再续辉煌》2016-10-14。隆两优和晶两优的推出，意味着我国杂交水稻正式迎来第三次产业革命，隆平高科在中信集团的护佑和国家意志的主导下，种业巨头的崛起之路正式起航。维持“强烈推荐 A”评级。<http://t.cn/RVfomSI>
- 2、《隆平高科-水稻量价齐升，育种优势迸发》2016-08-29，8月25日，公司发布中报，上半年实现营收8.55亿，同增6.42%；归母净利润1.55亿，同减15.15%；扣非归母净利润1.49亿元，同比增长10.3%；毛利率达到37.83%，较去年同期增长2.38个百分点。<http://t.cn/RcPf2Cf>
- 3、《种子行业专题报告-莫道浮云终蔽日，严冬过尽绽春蕾》2016-08-09，本报告回顾了中美种业的发展历程，根据美国经验探讨了中国种业的前景及相关问题，分析了国内种业市场现状及未来趋势，并研究了转基因技术在全球及中国的发展状况。最后提出种业投资的选股和择时思路，随着四季度销售旺季的来临，种业投资迎来重要的时间窗口。<http://t.cn/Rt0fCWj>
- 4、《隆平高科-天时地利人和，种业龙头腾飞》2016-07-05，天时地利人和，龙头“戴维斯双击”，商业育种初具雏形，万事俱备只欠东风，公司平台化战略，切入万亿农服市场。预计2016-2018年的归母EPS为0.49/0.64/0.78元，给予2017年40-45倍PE得出半年目标价25.6-28.8元。<http://t.cn/RtIOT1k>
- 5、《现代农业专题报告之一-金融与并购两翼，规模与技术腾飞》2016-05-03。农业现代化的关键在于提升生产效率，其核心目标是实现“规模化”与“专业化”，并以“金融创新”和“兼并收购”为实现路径，其中蕴含着巨大的蓝海市场和众多的投资机会。推荐标的：金河生物、隆平高科、新希望、北大荒、大康牧业等。<http://t.cn/Rt0f0Ei>



## 附：财务预测表

## 资产负债表

| 单位：百万元         | 2014        | 2015        | 2016E       | 2017E       | 2018E       |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>流动资产</b>    | 2357        | 2594        | 4609        | 5184        | 5846        |
| 现金             | 570         | 632         | 877         | 1174        | 1601        |
| 交易性投资          | 3           | 0           | 1676        | 1676        | 1676        |
| 应收票据           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 应收款项           | 260         | 304         | 329         | 383         | 431         |
| 其它应收款          | 184         | 260         | 296         | 344         | 388         |
| 存货             | 1202        | 1298        | 1254        | 1408        | 1534        |
| 其他             | 138         | 100         | 176         | 198         | 217         |
| <b>非流动资产</b>   | 1749        | 2429        | 2561        | 2639        | 2713        |
| 长期股权投资         | 237         | 252         | 252         | 252         | 252         |
| 固定资产           | 641         | 781         | 917         | 1041        | 1157        |
| 无形资产           | 391         | 439         | 395         | 355         | 320         |
| 其他             | 480         | 957         | 998         | 990         | 984         |
| <b>资产总计</b>    | <b>4105</b> | <b>5024</b> | <b>7170</b> | <b>7823</b> | <b>8559</b> |
| <b>流动负债</b>    | 1564        | 2055        | 806         | 871         | 925         |
| 短期借款           | 648         | 1004        | 0           | 0           | 0           |
| 应付账款           | 303         | 232         | 132         | 149         | 162         |
| 预收账款           | 230         | 259         | 280         | 314         | 342         |
| 其他             | 383         | 559         | 394         | 408         | 420         |
| <b>长期负债</b>    | 521         | 515         | 515         | 515         | 515         |
| 长期借款           | 49          | 38          | 38          | 38          | 38          |
| 其他             | 472         | 477         | 477         | 477         | 477         |
| <b>负债合计</b>    | <b>2085</b> | <b>2570</b> | <b>1321</b> | <b>1386</b> | <b>1439</b> |
| 股本             | 996         | 996         | 1256        | 1256        | 1256        |
| 资本公积金          | 34          | 34          | 2851        | 2851        | 2851        |
| 留存收益           | 884         | 1324        | 1671        | 2297        | 3027        |
| 少数股东权益         | 107         | 100         | 71          | 32          | (15)        |
| 归属于母公司所有者权益    | 1914        | 2354        | 5778        | 6405        | 7135        |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>4105</b> | <b>5024</b> | <b>7170</b> | <b>7823</b> | <b>8559</b> |

## 现金流量表

| 单位：百万元         | 2014      | 2015      | 2016E      | 2017E      | 2018E      |
|----------------|-----------|-----------|------------|------------|------------|
| <b>经营活动现金流</b> | 276       | 350       | 358        | 640        | 828        |
| 净利润            | 362       | 491       | 598        | 806        | 972        |
| 折旧摊销           | 91        | 94        | 112        | 116        | 120        |
| 财务费用           | 100       | 110       | 31         | (1)        | (4)        |
| 投资收益           | (35)      | (99)      | (30)       | (30)       | (30)       |
| 营运资金变动         | (280)     | (222)     | (323)      | (223)      | (193)      |
| 其它             | 38        | (25)      | (30)       | (27)       | (37)       |
| <b>投资活动现金流</b> | (233)     | (452)     | (1920)     | (194)      | (194)      |
| 资本支出           | (288)     | (310)     | (244)      | (194)      | (194)      |
| 其他投资           | 55        | (142)     | (1676)     | 0          | 0          |
| <b>筹资活动现金流</b> | (30)      | 158       | 1806       | (148)      | (207)      |
| 借款变动           | 138       | 226       | (1018)     | 0          | 0          |
| 普通股增加          | 498       | 0         | 260        | 0          | 0          |
| 资本公积增加         | (478)     | 0         | 2817       | 0          | 0          |
| 股利分配           | (126)     | (63)      | (251)      | (179)      | (242)      |
| 其他             | (62)      | (5)       | (1)        | 31         | 34         |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>13</b> | <b>56</b> | <b>244</b> | <b>298</b> | <b>426</b> |

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 |
|------------------|------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>      | 1815 | 2026 | 2306  | 2679  | 3017  |
| 营业成本             | 1154 | 1226 | 1323  | 1485  | 1619  |
| 营业税金及附加          | 1    | 1    | 1     | 1     | 2     |
| 营业费用             | 146  | 164  | 221   | 241   | 256   |
| 管理费用             | 170  | 176  | 224   | 247   | 278   |
| 财务费用             | 100  | 109  | 31    | (2)   | (5)   |
| 资产减值损失           | 45   | 17   | 0     | 0     | 0     |
| 公允价值变动收益         | 1    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益             | 35   | 99   | 30    | 30    | 30    |
| <b>营业利润</b>      | 236  | 431  | 535   | 737   | 897   |
| 营业外收入            | 105  | 51   | 51    | 51    | 51    |
| 营业外支出            | 15   | 9    | 9     | 9     | 9     |
| <b>利润总额</b>      | 326  | 473  | 578   | 779   | 940   |
| 所得税              | 0    | 6    | 9     | 12    | 15    |
| <b>净利润</b>       | 326  | 467  | 569   | 767   | 925   |
| 少数股东损益           | (36) | (24) | (29)  | (39)  | (47)  |
| <b>归属于母公司净利润</b> | 362  | 491  | 598   | 806   | 972   |
| <b>EPS (元)</b>   | 0.29 | 0.39 | 0.48  | 0.64  | 0.77  |

## 主要财务比率

|                 | 2014  | 2015  | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>年成长率</b>     |       |       |       |       |       |
| 营业收入            | -4%   | 12%   | 14%   | 16%   | 13%   |
| 营业利润            | -13%  | 82%   | 24%   | 38%   | 22%   |
| 净利润             | 94%   | 36%   | 22%   | 35%   | 21%   |
| <b>获利能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 毛利率             | 36.4% | 39.5% | 42.6% | 44.6% | 46.3% |
| 净利率             | 19.9% | 24.2% | 25.9% | 30.1% | 32.2% |
| ROE             | 18.9% | 20.9% | 10.3% | 12.6% | 13.6% |
| ROIC            | 12.3% | 15.1% | 9.5%  | 11.2% | 12.3% |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 资产负债率           | 50.8% | 51.2% | 18.4% | 17.7% | 16.8% |
| 净负债比率           | 17.4% | 21.0% | 0.5%  | 0.5%  | 0.4%  |
| 流动比率            | 1.5   | 1.3   | 5.7   | 6.0   | 6.3   |
| 速动比率            | 0.7   | 0.6   | 4.2   | 4.3   | 4.7   |
| <b>营运能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 资产周转率           | 0.4   | 0.4   | 0.3   | 0.3   | 0.4   |
| 存货周转率           | 0.9   | 1.0   | 1.0   | 1.1   | 1.1   |
| 应收帐款周转率         | 8.5   | 7.2   | 7.3   | 7.5   | 7.4   |
| 应付帐款周转率         | 3.6   | 4.6   | 7.3   | 10.6  | 10.4  |
| <b>每股资料 (元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益            | 0.29  | 0.39  | 0.48  | 0.64  | 0.77  |
| 每股经营现金          | 0.22  | 0.28  | 0.29  | 0.51  | 0.66  |
| 每股净资产           | 1.52  | 1.87  | 4.60  | 5.10  | 5.68  |
| 每股股利            | 0.05  | 0.20  | 0.14  | 0.19  | 0.23  |
| <b>估值比率</b>     |       |       |       |       |       |
| PE              | 70.1  | 51.7  | 42.5  | 31.5  | 26.1  |
| PB              | 13.3  | 10.8  | 4.4   | 4.0   | 3.6   |
| EV/EBITDA       | 39.8  | 26.0  | 22.8  | 18.2  | 15.3  |

## 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，担任农林牧渔分析师。

## 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，任何机构和个人均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。