

荃银高科(300087.SZ)

拐点临近的小市值种企

评级: **买入** 前次:
 目标价(元): **15.6**
 分析师 联系人
 陈奇 张斌梅
 S0740514070005
 021-20315189 021-20315115
 chenqi@r.qlzq.com.cn zhangbm@r.qlzq.com.cn
 2016年10月18日

基本状况

总股本(百万股)	320
流通股本(百万股)	258
市价(元)	13.74
市值(百万元)	4,394
流通市值(百万元)	3,639

业绩预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	469.02	607.45	749.04	902.20	1,143.5
营业收入增速	0.63%	29.51%	23.31%	20.45%	26.75%
净利润增长率	-32.41%	323.29	9.34%	28.40%	23.52%
摊薄每股收益(元)	0.03	0.07	0.08	0.10	0.12
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	308.04	164.72	160.68	125.14	101.31
PEG	—	0.51	17.20	4.41	4.31
每股净资产(元)	3.59	1.89	2.05	2.15	2.27
每股现金流量	0.61	0.31	-0.67	0.26	0.30
净资产收益率	0.92%	3.69%	3.69%	4.53%	5.29%
市净率	2.83	6.08	5.93	5.66	5.36
总股本(百万股)	158.40	316.80	319.82	319.82	319.82

备注: 市场预测取 聚源一致预期

股价与行业-市场走势对比



投资要点

- 安徽荃银高科种业股份有限公司成立于2002年,是国家重点高新技术企业、安徽省农业产业化龙头企业,在国内建立了较为健全的市场网络营销体系,并将业务拓展到多个国家和地区。2015年公司实现营业收入6.07亿元(+29.5%),归属母公司净利润0.22亿元(+323.3%);2016年上半年公司实现营业收入1.82亿元(+5.04%),归属母公司净利润-640万元(-78.3%)。
- 种业危与机并存:在种植行业周期下行压力、新技术运用逐步成熟的背景下,正是谋求长远发展的种业公司整合和洗牌的良机。
 - 营销模式变革:受农业生产方式转变,新型农业经营主体涌现等新形势、新变化的影响,种业营销模式正在发生变化,种企逐渐将业务范围向产业链的上下游延伸。
 - 育种新技术萌动:农作物育种全面进入分子育种时代,以分子标记、转基因技术为代表的分子育种技术成为育种发展的重要手段。
 - 并购快速抓住重要成长机会:育种研发高投入需要大资本的介入和整合,借鉴国际巨头的发展历程,未来行业内必然需要兼并重组,提升公司的综合实力。
- 由行业大方向我们再看荃银高科,公司的杂交水稻等良种育繁一体化、海外业务、农业多元化业务三大基本业务板块未来有望在变革中持续成长,其关键要素仍不外乎于营销模式、育种技术和并购:

- **水稻优势品种扩张，研发助力稳中取胜。**公司以水稻育种技术起家，在亲本、商品代品种均有优质储备。1892S 系列的徽两优 882、两优 8106 和荃 9311A 系列的荃优丝苗、荃优 822 等渐成区域强势品种，2015 年 9 月徽两优 898 通过国审并上市销售，得益于良好的抗病性和抗倒伏性，调动 3 个销售公司和 9 个控股子公司的市场资源，销量大幅增长。在荃 9311A 系母本及 1892s 系的基础上，公司每年推陈出新，通过杂交等传统育种的方式优化品种；此外，作为母本，荃 9311A 系有很强的优势，尤其在抗稻瘟病方面，因此得到业界的普遍认可，未来在母本授权上也有望贡献新的利润增长。
- **玉米销量大幅提升，持续整合资源贡献新增长。**玉米产品线以并购整合的方式持续拓展，东华北及黄淮海区域，依托子公司的良种及渠道，玉米新品种全玉 1233、庐玉 9104、庐玉 9105、铁研 58、铁研 358 等在推广、示范试种过程中表现较好，2016 年上半年销售额 5911.94 万元，较上年同期增长 22.00%。此外，公司与浙江大学等科研院所合作的转基因抗虫玉米“双抗 12-5 产业化研究”项目，政府推动部分作物转基因品种实现产业化的态度明确，该项目的推进将为公司在转基因玉米竞争中构建技术与先发优势。
- **推广营销新模式，谋划试水产业链整合。**公司结合市场分析，积极研究扩大品种推广的营销新模式，包括互联网营销、种植技术讲座、田间管理服务、配送农药化肥、协助销售粮食等，延伸服务链条，提高品种的市场占有率。早在 2013 年就参股设立了安徽荃润丰农业科技有限公司，该公司以荃银高科品种为核心，为种粮大户提供“产前、产中、产后”所需的农资、农机、农技等一条龙服务，整合农资、植保、农业机械、粮食加工、金融保险等资源，开展农业生产全程社会化服务。
- **此外，公司积极拓展海外项目，技术输出带动种子出口，水稻玉米良种不乏亮点。**非洲和东南亚地区设立了分公司或子公司，开展的农业技术服务项目、新品种试验推广、海外杂交水稻种子制种等建立业务平台。海外业务贡献 10% 营收，种质和技术优势双重保障，拓展市场前景广阔。
- 我们认为荃银高科的核心竞争优势是以研发为主导，打造良种育繁一体化产业，以优势品种水稻为主力，玉米助攻，兼并重组多方资源，稳固种子业务市场，拓展海外业务，延伸中下游探索大农业发展模式。预计 2016-18 年销售收入为 7.49、9.02 和 1.14 亿元，同比增长 23.31%、20.45% 和 26.75%；归属母公司股东净利润 2420、3108 和 3839 万元，同比增长 9.3%、28.4% 和 23.5%。
- 公司水稻育种技术优势明显，逐步拓展杂交玉米产品线及转基因研发储备，大农业布局战略初探起步，考虑公司新通过审定的水稻品种尚在推广初期、优秀的亲本品种商业潜在商业价值巨大，短期市值目标 50 亿元，目标价 15.6 元，“买入”评级；在内生增长的基础上预期逐步推进种业相关并购，当前是公司拐点阶段，长期趋势向好，是未来凭借技术、品种储备领先实现弯道超车的黑马品种。
- **风险提示：**股权纠纷影响公司经营计划；种子行业品种保护力度较弱影响技术变现；转基因政策推进不达预期。

内容目录

安徽优质种业龙头，收入稳增探索多元发展.....	- 4 -
种子库存压力缓解，新周期新技术带来行业新机遇.....	- 6 -
千亿市场周期下行承压，种子库存有望向好.....	- 6 -
行业整合持续进行，好品种与新技术仍是决胜之要素.....	- 7 -
注重品种与技术储备，产业链与海外布局延伸.....	- 8 -
种子业务发展稳定，水稻玉米皆有所长.....	- 8 -
大农业布局探索发展新路径，海外业务持续绽放贡献亮点.....	- 10 -
盈利预测和投资建议.....	- 11 -
核心盈利假设.....	- 11 -
盈利预测和估值.....	- 11 -
风险提示.....	- 11 -

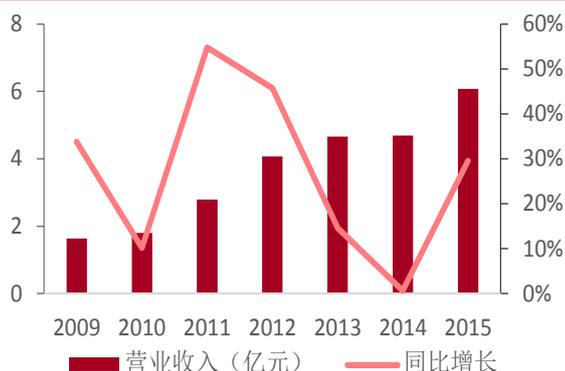
图表目录

图表 1：荃银高科营业收入稳步增加.....	- 4 -
图表 2：荃银高科净利润区间波动.....	- 4 -
图表 3：荃银高科各项业务营收占比.....	- 4 -
图表 4：荃银高科种子业务收入（亿元）.....	- 4 -
图表 5：水稻优势依旧，玉米占比增加.....	- 5 -
图表 6：深耕华东地区，外延海外市场.....	- 5 -
图表 7：中国种子市场规模（亿元）.....	- 6 -
图表 8：2015 年种子市场品种结构.....	- 6 -
图表 9：全国杂交水稻种子总产量.....	- 7 -
图表 10：全国杂交玉米种子总产量.....	- 7 -
图表 11：2009-2014 年两杂种子价格（元/公斤）.....	- 7 -
图表 12：玉米与杂交水稻商品用种量（万公斤）.....	- 7 -
图表 13：中国种业企业数量（个）.....	- 8 -
图表 14：种子公司注册资本分布（个）.....	- 8 -
图表 15：研发投入增速持续增长.....	- 10 -
图表 16：积极拓展海外市场.....	- 10 -
图表 17：三项费用假设.....	- 11 -
图表 19：荃银高科主营业务拆分表.....	- 12 -
图表 20：荃银高科三张报表.....	- 13 -

安徽优质种业龙头，收入稳增探索多元发展

- 荃银高科成立于 2002 年，从事杂交水稻等各类农作物种子育繁推一体化，在国内建立了较为健全的市场网络营销体系，并将业务拓展到多个国家和地区。2015 年公司实现营业收入 6.07 亿元，同比增长 29.5%，归属母公司净利润 0.22 亿元，同比增长 323.3%；2016 年上半年公司实现营业收入 1.82 亿元，同比增长 5.04%，归属母公司净利润-640 万元，同比减少 78.3%。

图表 1：荃银高科营业收入稳步增加



来源：WIND, 中泰证券研究所

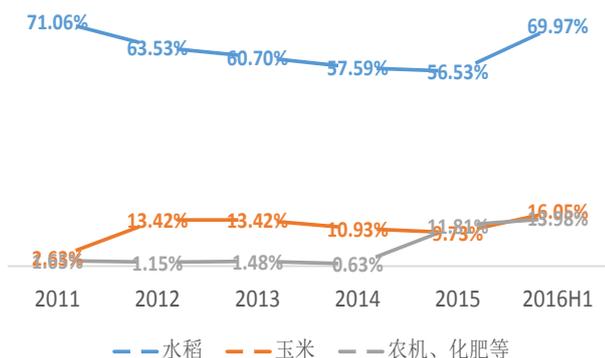
图表 2：荃银高科净利润区间波动



来源：WIND, 中泰证券研究所

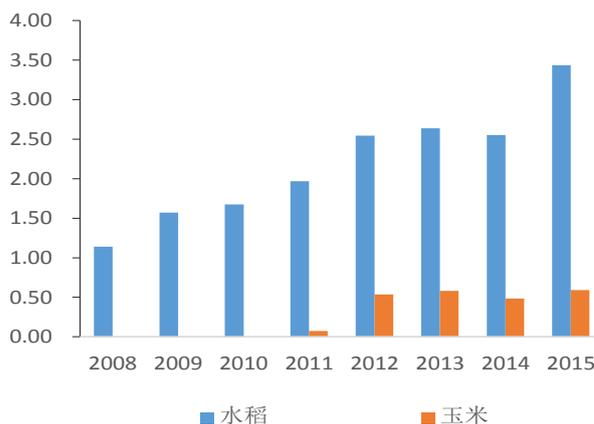
- 2015 年种子业务占总营业收入比例的 88.19%，其中水稻和玉米是主要品种，合计收入占 60% 以上。

图表 3：荃银高科各项业务营收占比



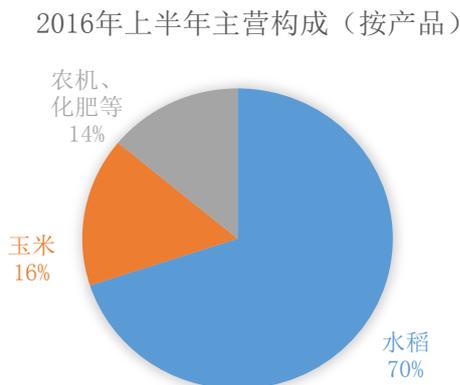
来源：WIND, 中泰证券研究所

图表 4：荃银高科种子业务收入 (亿元)

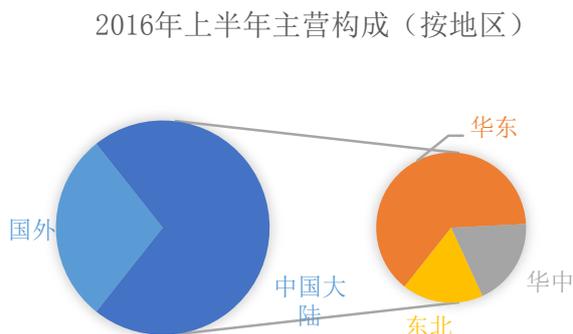


来源：WIND, 中泰证券研究所

- 2015 年，公司通过审定品种 13 个，其中水稻新品种 9 个，玉米新品种 2 个，深耕华东地区，产品线覆盖粮食作物、瓜类、棉花等，获得多个自主知识产权的良种，市场推广表现优良。

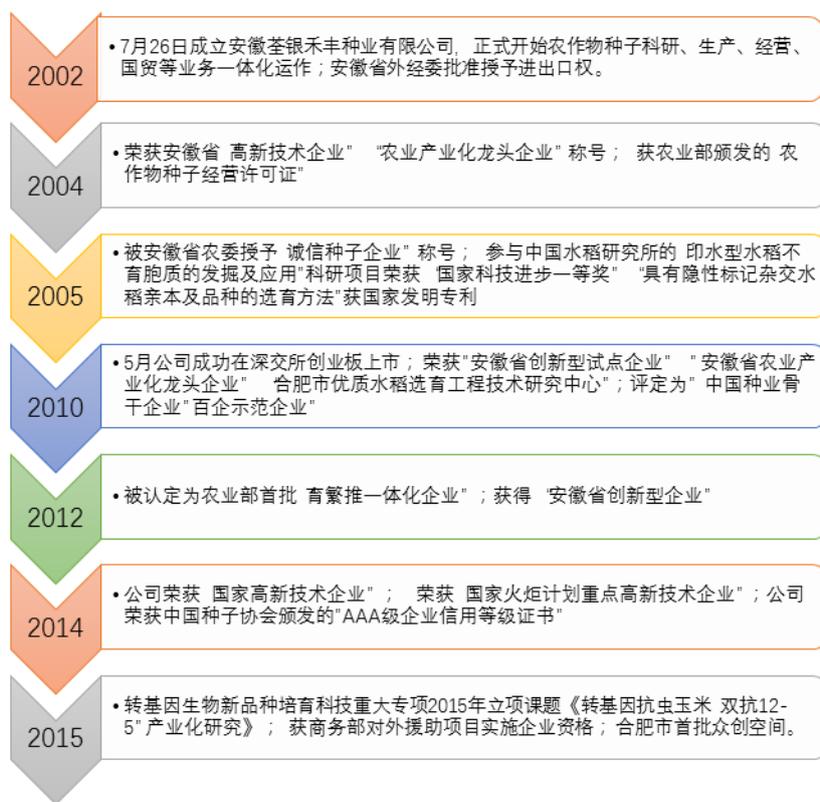
图表 5：水稻优势依旧，玉米占比增加


来源：Wind，中泰证券研究所

图表 6：深耕华东地区，外延海外市场


来源：Wind，中泰证券研究所

- 公司规划未来以品种为核心，提供一条龙服务，整合农资、植保、农业机械、粮食加工、金融保险等资源，开展农业生产全程社会化服务。目前公司已经通过控股或参股方式设立了农业开发公司、农资批发物流市场、爱种网、青年农场主计划等项目，预计后期或将继续在大农业领域加大布局。

图表 5：公司大事记


来源：公司官网，中泰证券研究所

- 此外，公司在非洲和东南亚地区设立了分公司或子公司，为在上述地区

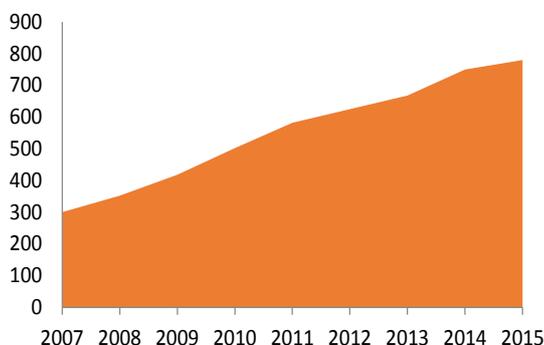
开展的农业技术服务项目、新品种试验推广、海外杂交水稻种子制种等建立业务平台，积极扩大水稻种子出口。

种子库存压力缓解，新周期新技术带来行业新机遇

千亿市场周期下行承压，种子库存有望向好

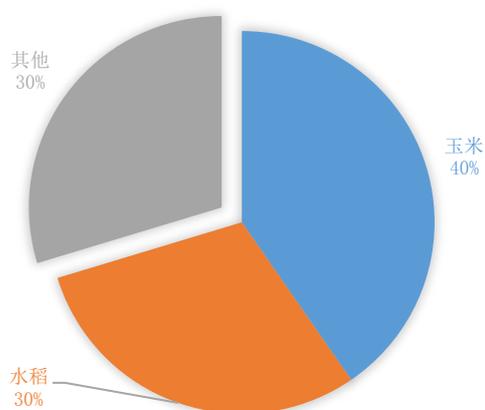
- 2007 年我国农作物种子市场规模约为 300 亿元，到 2015 年到了约 780 亿元，年均增长率 12.69%，是全球第二大种子市场，未来随着种子商品化率逐步提升，千亿市场指日可待。分种类来看，杂交玉米种子、杂交水稻种子市场规模占比 40.4%、29.9%，是种子行业场主战场。

图表 7：中国种子市场规模（亿元）



来源：统计局，中泰证券研究所

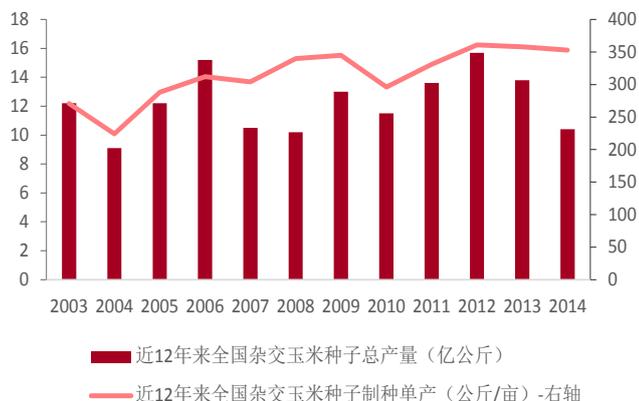
图表 8：2015 年种子市场品种结构



来源：统计局，中泰证券研究所

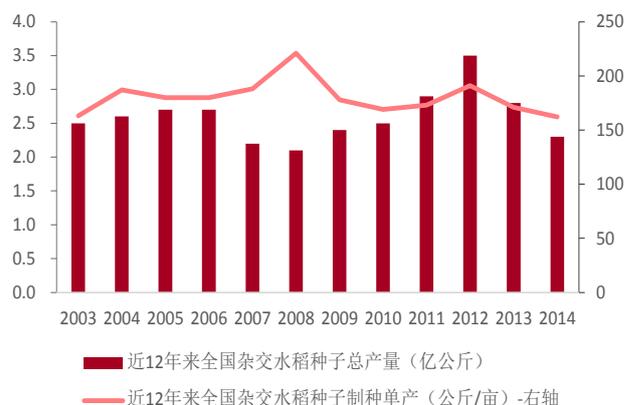
- 随着全球经济增速放缓，农产品的工业需求回落，大宗粮价承压，叠加国内“三农”政策对主粮的大力补贴，部分农产品尤其是玉米的供需结构严重失衡，累积形成高企库存。为缓解我国多年的玉米高位库存，农业部已出台《“镰刀弯”地区玉米结构调整规划》，自 2016 年起在“镰刀弯”地区调减玉米种植面积；同时国家对 2015 年度玉米临储收购价格首次下调，2016 年开始取消临储收购改直补。在一系列变革之下，种植行业压力加剧。
- 但从种子总产量可以看出，玉米、水稻种子的产量从 2012 年逐步下降，标志着两杂种子库存增加的局面得到扭转。我国玉米种子的价格较稳定，水稻的价格有稳步提升。

图表 9：全国杂交水稻种子总产量



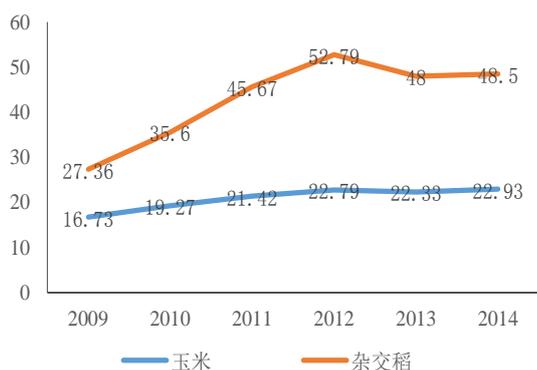
来源：2015 年中国种业发展报告，中泰证券研究所

图表 10：全国杂交玉米种子总产量



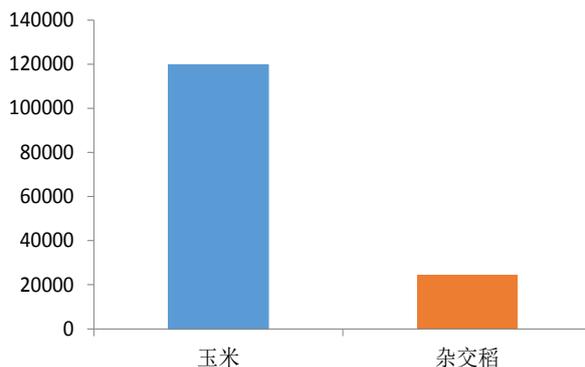
来源：2015 年中国种业发展报告，中泰证券研究所

图表 11：2009-2014 年两杂种子价格 (元/公斤)



来源：2015 年中国种业发展报告，中泰证券研究所

图表 12：玉米与杂交水稻商品用种量 (万公斤)

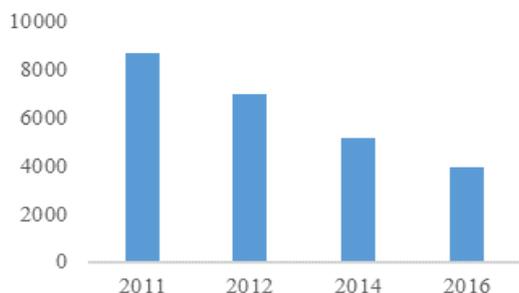


来源：2015 年中国种业发展报告，中泰证券研究所

行业整合持续进行，好品种与新技术仍是决胜之要素

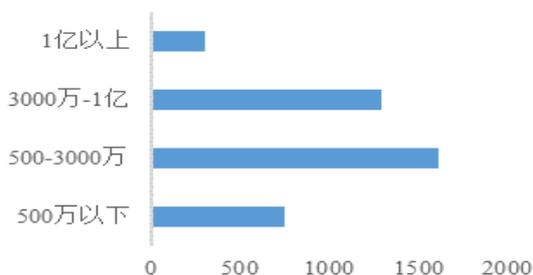
- 总体来看，粮食需求的刚性增长与耕地红线的矛盾是良种需求最根本的动力。影响公司年度业绩最重要的是粮价和种子库存，两个因素决定了种子销售价格的空间。自 2011 年国务院出台《关于加快推进现代农作物种业发展的意见》以来行业准入门槛提高，通过几年的兼并整合，种企数量从 2011 年的约 8700 家减少到 2016 年的 3951 家，竞争格局初步改善。

图表 13: 中国种业企业数量 (个)



来源: 统计局, 中泰证券研究所

图表 14: 种子公司注册资本分布 (个)



来源: 统计局, 中泰证券研究所

- 国家种业新政已明确提出的支持和鼓励种业公司兼并重组, 周期下行压力、新技术运用逐步成熟的背景下正是行业整合和洗牌的关键时期:
 - 营销模式变革: 受农业生产方式转变, 新型农业经营主体涌现等新形势、新变化的影响, 种业营销模式正在发生变化, 种企逐渐将业务范围向产业链的上下游延伸;
 - 育种新技术萌动: 农作物育种全面进入分子育种时代, 以分子标记、转基因技术为代表的分子育种技术成为育种发展的重要手段;
 - 并购快速抓住重要成长机会: 育种研发高投入需要大资本的介入和整合, 借鉴国际巨头的发展历程, 未来行业内必然需要兼并重组, 提升公司的综合实力。

注重品种与技术储备, 产业链与海外布局延伸

种子业务发展稳定, 水稻玉米皆有所长

- 水稻良种优势, 新产品推陈出新。公司具有自主知识产权的荃 9311A 系是公司一直以来的优势品种, 市场推广较好, 近几年水稻的营收均占到公司产品总营收的 70% 左右, 销售渠道覆盖全国多个区域。去年 9 月徽两优 898 通过国审并上市销售, 得益于良好的抗病性和抗倒伏性, 销量大幅增长, 1892S 系列的徽两优 882、两优 8106 和荃 9311A 系列的荃优丝苗、荃优 822 等也渐成区域强势品种。在荃 9311A 系母本及 1892s 系的基础上, 公司每年推陈出新, 通过杂交等传统育种的方式优化品种。每年均有几个新的水稻、玉米、小麦等作物品种通过省审或国审, 种质资源日渐丰富。作为母本, 荃 9311A 系有很强的优势, 尤其在抗稻瘟病方面, 因此得到业界的普遍认可。未来随着新品种推广面积的不断扩大, 公司内生性增长有望持续。
- 玉米整合多方力量, 新品种厚积薄发。玉米种子市场空间巨大, 预计到 2020 年将达到 370 亿元, 占全国种子市场的三分之一。近年玉米种子

制种过剩，行业库存偏高。2015年，公司在东华北和黄淮海两大玉米市场共计实现玉米品种销量414.14万公斤，较上年同期增长20.37%；销售额5911.94万元，较上年同期增长22.00%。东华北及黄淮海区域，依托子公司的良种及渠道，玉米新品种全玉1233、庐玉9104、庐玉9105、铁研58、铁研358等在推广、示范试种过程中表现较好，为公司玉米产业发展建立了一定的基础。2016年，三个玉米品种获得新品种审定，玉米品种储备丰富，后期有望通过品种优势和现有渠道拓展新市场。

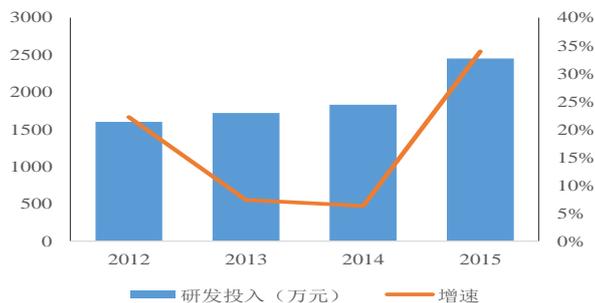
图表 18：优势品种及储备情况

分类	热销品种	新品种	年份
水稻	荃优丝苗、荃优822、荃香优512、新优188、农丰优909、五山丝苗、徽两优898、徽两优882、两优383等	水稻9个（国审3个）、玉米2个、小麦1个、棉花1个（国审）	2016年
		其中水稻2个、玉米3个、小麦1个；油菜（省审）	2015年
		水稻5个（省审）、玉米2个、棉花2个、瓜类5个（省审）	2014年
玉米	荃玉6584、荃玉18、金玉1233、铁研358、德利农10号、阳光98、高玉2067	水稻5个（国审）、4个（省审）、玉米1个（国审）2个（省审）小麦2个新品种；2个西瓜（省审）、棉花1个（省审）2个棉花品种获得国家转基因安全证书	2013年
		水稻5个（国审）4个（省审）、油菜1个（省审）；购买20个品种权，其中国审品种7个	2012年

来源：统计局，中泰证券研究所

- 研发投入近两年持续增长，技术优势锋芒渐露。**2015年，公司研发投入0.25亿元，占公司总营收的4.04%，较上年增长33.96%，增加621.48万元，近年来，公司的研发占比均在4%左右，2016年研发投入有望再创新高。科研人才和技术储备、基地建设、品种试验示范等方面继续增加投入，通过与科研院所合作等形式积极开展生物技术辅助育种：2016年开展了两个大型的项目 1) 浙江大学等科研院所合作的转基因抗虫玉米“双抗12-5产业化研究”项目，政府推动部分作物转基因品种实现产业化的态度明确，该项目的推进将为公司在转基因玉米竞争中构建技术与先发优势；2) 拟与中国科学院上海生命科学研究院植物生理生态研究所、中国科学院遗传与发育生物学研究所、中国水稻研究所等6家科研院所联合组建“国家水稻商业化分子育种技术创新联盟”，探索商业化分子精准育种新模式，提高公司水稻育种创新能力。我们认为研发是种业未来竞争格局下最核心的优势所在，公司通过兼并整合集聚优势，拓展市场的同时紧抓研发，有望在这一轮周期中实现较快成长。

图表 15: 研发投入增速持续增长



来源：中泰证券研究所

大农业布局探索发展新路径，海外业务持续绽放贡献亮点

- 公司结合市场分析，积极研究扩大品种推广的营销新模式，包括互联网营销、种植技术讲座、田间管理服务、配送农药化肥、协助销售粮食等，延伸服务链条，提高品种的市场占有率。公司参股设立了安徽荃润丰农业科技有限公司，该公司以荃银高科品种为核心，为种粮大户提供“产前、产中、产后”所需的农资、农机、农技等一条龙服务，整合农资、植保、农业机械、粮食加工、金融保险等资源，开展农业生产全程社会化服务。投资种子电子商务平台公司-北京爱种网络科技有限公司，参与探索种业网络营销新模式，创建适应农村信息环境的网络营销平台，建立种子、农资快速流通渠道，实现高效农业服务。
- 公司在东南亚、南亚、非洲等国家开展“本土化”科研工作，加快培育和推广适宜当地气候、土壤等栽培条件的新品种。同时增强海外农业技术服务项目开发力度，拓展发展新空间，输出技术的同时在进出口种子方面获利。2015年，公司的种子在海外栽培面积近几千公顷，海外市场营收占比约10%。今年，除水稻之外，玉米种子的海外市场也在逐步推广当中。

图表 16: 积极拓展海外市场



来源：中泰证券研究所

盈利预测和投资建议

核心盈利假设

- 2016 年和 2017 年主营业务收入增长预计持续增长 23.31%、20.45%，而预计利润增长的贡献主要来自于水稻与玉米种子的销量增长。
- 期间费用保持稳定，详见下表：

图表 17：三项费用假设

会计年度截止日：12/31	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
单位：人民币百万元						
营业税金及附加	0.10	0.01	0.07	0.60	1.35	1.72
占营业收入比重	0.02%	0.00%	0.01%	0.08%	0.15%	0.15%
销售费用	68.01	75.28	84.86	101.12	112.78	137.22
占营业收入比重	14.59%	16.05%	13.97%	13.50%	12.50%	12.00%
管理费用	55.45	65.18	104.10	112.36	126.31	160.10
占营业收入比重	11.90%	13.90%	17.14%	15.00%	14.00%	14.00%
财务费用	0.45	-1.46	-2.21	-0.82	0.26	-2.94
占营业收入比重	0.10%	-0.31%	-0.36%	-0.11%	0.03%	-0.26%

来源：中泰证券研究所

盈利预测和估值

- 预计 2016-18 年销售收入为 7.49、9.02 和 1.14 亿元，同比增长 23.31%、20.45%和 26.75%；归属母公司股东净利润 2420、3108 和 3839 万元，同比增长 9.3%、28.4%和 23.5%，对应摊薄后 EPS 为 0.08、0.10 和 0.12 元。
- 公司水稻育种技术优势明显，逐步拓展杂交玉米产品线及转基因研发储备，大农业布局战略初探起步，考虑公司新通过审定的水稻品种尚在推广初期、优秀的亲本品种商业潜在商业价值巨大，短期市值目标 50 亿元，目标价 15.6 元，“买入”评级；在内生增长的基础上预期逐步推进种业相关并购，当前是公司拐点阶段，长期趋势向好，是未来凭借技术、品种储备领先实现弯道超车的黑马品种。

风险提示

- 股权纠纷影响公司经营计划；
- 种子行业品种保护力度较弱影响技术变现；
- 转基因政策推进不达预期。

图表 18: 荃银高科主营业务拆分表

杂交水稻	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销量 (万公斤)		10.73	12.62	13.63	15.12	17.70
销售单价 (元/公斤)		23.78	27.21	26.46	26.70	26.93
销售收入 (百万元)	263.58	255.18	343.36	360.53	403.79	476.47
毛利 (百万元)	105.67	101.70	159.94	162.24	181.71	214.41
毛利率	40.09%	39.85%	46.58%	45.00%	45.00%	45.00%
杂交玉米	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入 (百万元)	58.27	48.46	59.12	65.03	72.84	83.76
毛利 (百万元)	22.25	21.42	26.49	29.91	33.50	38.53
毛利率	38.18%	44.20%	44.81%	46.00%	46.00%	46.00%
小麦	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入 (百万元)	91.50	120.32	114.02	119.72	129.30	148.69
毛利 (百万元)	10.98	17.71	17.80	16.76	18.10	23.79
毛利率	12.00%	14.72%	15.61%	14.00%	14.00%	16.00%
瓜菜	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入 (百万元)	9.41	13.11	15.34	16.87	17.72	18.60
毛利 (百万元)	4.78	5.00	7.06	6.75	7.09	7.44
毛利率	50.80%	38.14%	46.00%	40.00%	40.00%	40.00%
农机、化肥等	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入 (百万元)	6.41	2.78	71.77	183.01	274.52	411.78
毛利 (百万元)	0.59	0.56	18.83	32.94	46.67	70.00
毛利率	9.20%	20.14%	26.24%	18.00%	17.00%	17.00%
棉花	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入 (百万元)	4.31	2.35	2.82	2.76	2.85	2.94
毛利 (百万元)	1.62	1.03	1.35	1.24	1.28	1.32
毛利率	37.59%	43.83%	48.00%	45.00%	45.00%	45.00%
油菜	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入 (百万元)	0.73	0.93	1.02	1.10	1.19	1.29
毛利 (百万元)	0.35	0.37	0.46	0.44	0.48	0.52
毛利率	47.95%	39.78%	45.00%	40.00%	40.00%	40.00%
总计	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入 (百万元)	434.21	443.13	607.45	749.04	902.20	1143.54
YOY	8.40%	2.05%	37.08%	23.31%	20.45%	26.75%
毛利 (百万元)	146.24	147.79	231.93	250.29	288.83	356.02
毛利率	33.68%	33.35%	38.18%	33.42%	32.01%	31.13%

来源: 中泰证券研究所

图表 19: 荃银高科三张报表

损益表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	466	469	607	749	902	1,144
增长率	14.58%	0.6%	29.5%	23.3%	20.4%	26.7%
营业成本	-304	-310	-376	-499	-613	-788
% 销售收入	65.3%	66.1%	61.8%	66.6%	68.0%	68.9%
毛利	162	159	232	250	289	356
% 销售收入	34.7%	33.9%	38.2%	33.4%	32.0%	31.1%
营业税金及附加	0	0	0	-1	-1	-2
% 销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%	0.2%
营业费用	-68	-75	-85	-101	-113	-137
% 销售收入	14.6%	16.0%	14.0%	13.5%	12.5%	12.0%
管理费用	-55	-65	-104	-112	-126	-160
% 销售收入	11.9%	13.9%	17.1%	15.0%	14.0%	14.0%
息税前利润 (EBIT)	38	18	43	36	48	57
% 销售收入	8.2%	3.9%	7.1%	4.8%	5.4%	5.0%
财务费用	0	1	2	1	0	3
% 销售收入	0.1%	-0.3%	-0.4%	-0.1%	0.0%	-0.3%
资产减值损失	-10	-6	-10	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-1	1	4	1	1	1
% 税前利润	—	4.0%	9.1%	2.6%	2.0%	1.6%
营业利润	27	15	39	38	49	61
营业利润率	5.7%	3.2%	6.4%	5.1%	5.4%	5.3%
营业外收支	0	11	5	1	1	1
税前利润	26	27	44	39	50	62
利润率	5.7%	5.7%	7.2%	5.2%	5.6%	5.4%
所得税	-2	-2	-1	-3	-4	-5
所得税率	5.9%	9.0%	2.2%	8.0%	8.0%	8.0%
净利润	25	24	43	36	46	57
少数股东损益	17	19	21	12	15	19
归属于母公司的净利润	8	5	22	24	31	38
净利率	1.7%	1.1%	3.6%	3.2%	3.4%	3.4%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	25	24	43	36	46	57
少数股东损益	0	0	0	12	15	19
非现金支出	22	27	41	29	27	23
非经营收益	4	1	-3	0	1	-1
营运资金变动	-41	45	18	-279	10	16
经营活动现金净流	10	97	99	-201	98	113
资本开支	76	54	84	20	-11	-24
投资	-2	-4	4	0	0	0
其他	15	-8	-10	1	1	1
投资活动现金净流	-63	-66	-89	-19	12	25
股权募资	22	6	13	32	0	0
债权募资	10	-6	-11	75	-62	-19
其他	-7	-27	13	-2	-3	-1
筹资活动现金净流	25	-28	15	104	-65	-19
现金净流量	-28	3	24	-116	46	119

资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	253	260	278	150	180	281
应收款项	43	43	53	114	85	98
存货	379	366	351	602	697	865
其他流动资产	60	68	57	249	281	304
流动资产	736	738	739	1,115	1,244	1,547
% 总资产	74.6%	71.2%	68.2%	76.8%	80.6%	85.9%
长期投资	9	15	21	21	21	21
固定投资	145	179	224	224	209	157
% 总资产	14.6%	17.3%	20.7%	15.4%	13.5%	8.7%
无形资产	113	116	124	116	95	101
非流动资产	251	298	344	336	300	254
% 总资产	25.4%	28.8%	31.8%	23.2%	19.4%	14.1%
资产总计	986	1,036	1,083	1,452	1,543	1,800
短期借款	23	17	6	81	19	0
应付款项	230	272	268	491	595	808
其他流动负债	10	20	23	26	29	35
流动负债	263	308	297	598	643	843
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	263	308	297	598	643	843
普通股股东权益	579	569	599	656	687	725
少数股东权益	144	160	187	198	213	232
负债股东权益合计	986	1,037	1,083	1,452	1,543	1,800

比率分析						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益 (元)	0.073	0.033	0.070	0.076	0.097	0.120
每股净资产 (元)	5.486	3.590	1.892	2.050	2.147	2.267
每股经营现金净流 (元)	0.097	0.614	0.312	-0.666	0.260	0.296
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	1.34%	0.92%	3.69%	3.69%	4.53%	5.29%
总资产收益率	0.78%	0.50%	2.04%	1.67%	2.01%	2.13%
投入资本收益率	7.47%	3.55%	8.50%	4.36%	6.20%	7.99%
增长率						
营业总收入增长率	14.58%	0.63%	29.51%	23.31%	20.45%	26.75%
EBIT增长率	31.06%	-52.18%	133.68%	-15.57%	33.61%	17.75%
净利润增长率	-65.59%	-32.41%	323.29%	9.34%	28.40%	23.52%
总资产增长率	-1.58%	5.12%	4.49%	33.99%	6.32%	16.65%
资产管理能力						
应收账款周转天数	28.3	28.4	22.8	30.6	28.4	26.4
存货周转天数	464.0	438.6	348.8	440.7	415.0	400.7
应付账款周转天数	137.8	100.8	90.8	120.0	125.0	130.0
固定资产周转天数	71.9	117.5	120.7	104.9	77.2	49.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-31.87%	-33.42%	-34.59%	-8.09%	-17.95%	-29.31%
EBIT利息保障倍数	84.8	-12.5	-19.4	-44.0	183.8	-19.4
资产负债率	26.71%	29.72%	27.45%	41.17%	41.68%	46.84%

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%
持有：预期未来 6—12 个月内波动幅度在 -5%~+5%
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的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。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。