

仙坛股份 (002746.SZ) 禽链景气业绩攀升, 区域一体化养殖龙头未来可期

2020年03月24日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

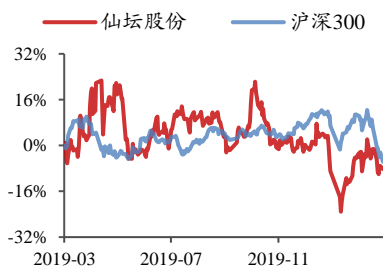
陈雪丽 (分析师)

chenxueli@kysec.cn

证书编号: S0790520030001

日期	2020/3/23
当前股价(元)	14.40
一年最高最低(元)	30.60/11.58
总市值(亿元)	66.77
流通市值(亿元)	52.29
总股本(亿股)	4.64
流通股本(亿股)	3.63
近3个月换手率(%)	216.66

股价走势图



数据来源: 贝格数据

● 公司业绩稳步攀升, 区域性肉鸡养殖一体化企业成长可期

公司受白羽肉鸡养殖行业需求替代性增加影响, 2019 年实现营业收入 35.33 亿元, 同比增长 37.07%, 归母净利润 10.01 亿元, 同比增长 148.95%。公司是山东地区白羽肉鸡养殖一体化龙头企业, 采用“公司+基地+农户”模式, 轻资产扩张的同时严格管控养殖环节质量。公司产业链涵盖父母代养殖到鸡肉产品加工销售环节。未来公司产能有望新增 1.2 亿羽, 实现产能翻倍, 同时公司向下游食品深加工领域不断探索, 未来公司生产规模不断扩大, 产业链逐步延长, 盈利能力有望进一步提升。我们预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 11.85、7.98、4.01 亿元, EPS 分别为 2.56、1.72、0.86 元 (以最新股本全面摊薄), 当前股价对应 PE 分别为 5.6、8.4、16.7 倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

● 公司轻资产重管理经营优势明显, 未来产能有望翻倍

公司通过九层严格的养殖标准设计对养殖户进行管理, 保证产品的质量, 也可以实现轻资产低成本的高效扩张。公司充分利用运营优势, 2020 年非公开募集资金总额不超过 14 亿元, 建设年产 1.2 亿羽肉鸡产业生态项目, 在现有产能的基础上实现翻倍, 投产后鸡肉产量有望新增 27 万吨至 57 万吨, 公司成长空间逐步打开。

● 白羽肉鸡替代需求强劲, 2020 年价格维持景气

2020 年能繁母猪产能恢复缓慢, 猪肉供给缺口仍存, 大部分缺口将由消费第二大类的禽肉所替代, 禽链价格将随着生猪价格维持高位。中长期来看, 未来国内居民饮食结构有望向高蛋白低脂肪的健康结构转变, 人均禽肉消费增幅可观。公司新增产能或带来市占率提升, 有望长期受益行业规模增长。

● **风险提示:** 生猪产能快速恢复, 鸡肉价格下跌, 行业出现禽流感疫情等。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,578	3,533	4,358	4,272	4,207
YOY(%)	19.1	37.1	23.3	-2.0	-1.5
净利润(百万元)	402	1,001	1,185	798	401
YOY(%)	294.2	148.9	18.4	-32.6	-49.8
毛利率(%)	17.1	29.9	28.6	19.1	9.0
净利率(%)	15.6	28.3	27.2	18.7	9.5
ROE(%)	17.0	30.8	26.1	15.4	7.4
EPS(摊薄/元)	0.87	2.16	2.56	1.72	0.86
P/E(倍)	16.6	6.7	5.6	8.4	16.7
P/B(倍)	2.7	2.0	1.5	1.3	1.2

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 2019 年行业景气，公司业绩稳步攀升	3
2、 区域性肉鸡养殖一体化企业，管理优异成长可期	4
2.1、 轻资产重管理的一体化模式，经营优势明显	4
2.2、 非公开募集项目助力产能翻倍，公司市占率有望提升	6
2.3、 公司产业链包含下游屠宰加工，业绩较为稳定	7
3、 非瘟疫情下鸡肉替代需求持续提升，公司高盈利有望保持	9
3.1、 短期：生猪产能恢复速度有限，2020 年禽链价格景气	9
3.2、 中长期：鸡肉人均消费需求拉动，行业大有可为	10
4、 盈利预测与投资建议	11
5、 风险提示	12
附：财务预测摘要	13

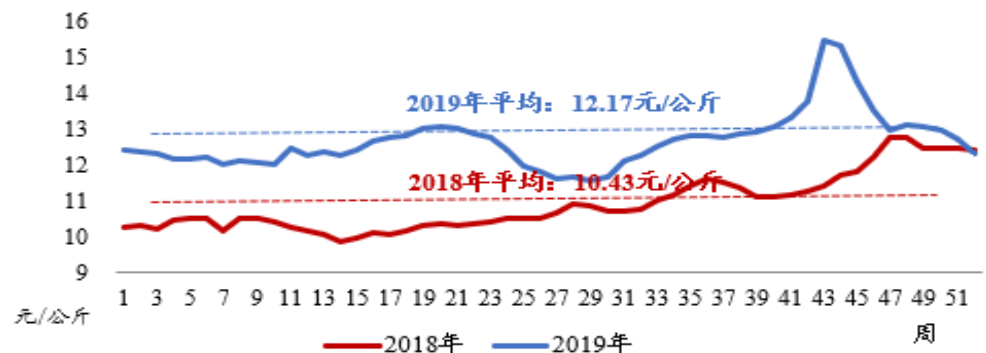
图表目录

图 1： 2019 年白羽肉鸡综合平均价格高于 2018 年	3
图 2： 公司单羽盈利能力大幅提升	3
图 3： 公司经营产业链涵盖从父母代种鸡养殖到鸡肉产品	4
图 4： 基地是公司对于养殖户进行统一管理的重要环节	5
图 5： 圣农发展单位产量对应固定资产较高	5
图 6： 仙坛股份单位产量对应固定资产较低	5
图 7： 2012-2019 年鸡肉产量年复合增速 15%	6
图 8： 2012-2019 年自用肉鸡养殖量年复合增速为 13%	6
图 9： 笼养技术改造后，公司单位养殖成本下降	6
图 10： 新增肉鸡屠宰产能 1.2 亿羽，冷冻冰鲜品 21 万吨，调理熟食 6 万吨	7
图 11： 新增鸡肉产品产能有望使得公司市占率达 7.70%	7
图 12： 2015 年以来公司营业收入稳步增长	8
图 13： 公司归母净利润随行业景气周期波动	8
图 14： 鸡肉产品营业收入占比超 90%	8
图 15： 2015-2019 年公司未出现过业绩亏损情况	9
图 16： 同行业上游企业业绩波动幅度大	9
图 17： 能繁母猪存栏量环比小幅转正，同比降幅缩窄	9
图 18： 猪肉产量下降，生猪及禽养殖价格上涨	10
图 19： 世界鸡肉消费量及产量稳步增长	10
图 20： 国内鸡肉产量保持在 1100 万吨以上	10
图 21： 经合组织预计 2018 到 2028 年间发展中国家人均禽肉消费总增幅为 7.03%	11
表 1： “公司+基地+农户模式”是“公司+农户”模式的管理升级	4
表 2： 可比公司估值：仙坛股份 PE 估值处于行业中等水平	11

1、2019 年行业景气，公司业绩稳步攀升

行业景气度持续，2019 年产品价格超过 2018 年。2019 年白羽肉鸡行业供需格局持续偏紧，供给方面，在祖代鸡引种量紧缺的情况下，父母代种鸡存栏量持续下行，商品代肉鸡出栏量减少，需求方面，2019 年受非洲猪瘟影响，市场肉类供给出现缺口，鸡肉作为猪肉替代品，消费端需求旺盛，根据中国禽业协会数据显示，2019 年白羽肉鸡产品综合平均价格为 12.17 元/公斤，相比于 2018 年的 10.43 元/公斤，同比上涨 16.68%。公司业绩受行业景气度拉动，2019 年实现营业收入 35.33 亿元，同比增长 37.07%，其中鸡肉业务实现营业收入 32.97 亿元，同比增长 35.84%。

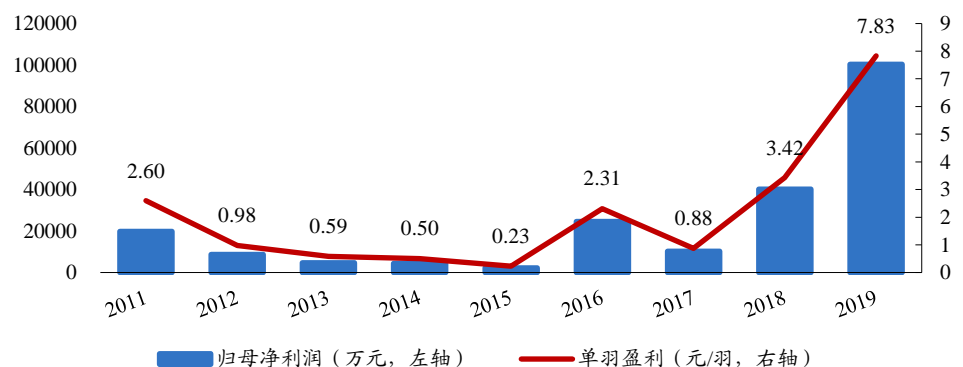
图1：2019 年白羽肉鸡综合平均价格高于 2018 年



数据来源：中国禽业协会、开源证券研究所

产品价格上涨叠加管理能力提升，单羽盈利大幅增长。根据公司年报数据显示，2019 年公司白羽肉鸡单羽盈利为 7.83 元/羽，相比 2018 年的 3.42 元/羽，同比上涨 128.69%。盈利能力大幅增长的原因，除产品价格景气外，公司凭借多年经验积累，运营能力优异，管理效率提升。2019 年财务费用、销售费用、管理费用分别下降 35.29%、5.19%、0.58%，公司养殖完全成本下降，单羽盈利能力上涨。

图2：公司单羽盈利能力大幅提升



数据来源：Wind、公司年报、开源证券研究所

未来鸡肉产能有望翻番，研发投入肉制品深加工项目。2019 年公司签署《诸城市“亿只肉鸡产业生态”项目投资意向协议》，该项目设计肉鸡产能 1.2 亿羽，2020 年非公开发行股票募集资金投入该项目发展，项目投产后有望实现产能翻番。同时 2019 年公司加大研发投入，研发费用同比增加 42.26%，系研发新产品投入增加，公

公司在扩张产能的同时，不断完善肉鸡产业链，发展下游深加工业务。

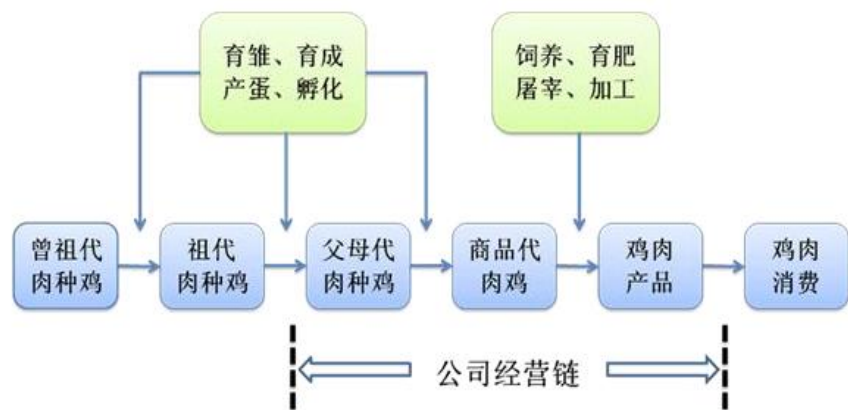
2、区域性肉鸡养殖一体化企业，管理优异成长可期

仙坛股份成立于2001年，是集父母代肉种鸡养殖、雏鸡孵化、饲料生产、商品代肉鸡养殖与屠宰、鸡肉产品加工、销售为一体的企业。公司养殖基地主要集中在山东省烟台、威海地区，位于胶东半岛北部，具有生态养殖和封闭隔离防疫的地理优势。同时，山东省为禽类养殖和农业大省，公司拥有地区性产业集群优势。公司主要产品是商品代肉鸡及鸡肉产品，其中鸡肉产品主要以分割冻鸡肉产品、冰鲜鸡肉产品和调理食品的形式销售。

2.1、轻资产重管理的一体化模式，经营优势明显

公司经过多年专注于白羽肉鸡养殖与屠宰加工行业的经验积累，经营产业链涵盖父母代肉种鸡养殖、商品代肉鸡养殖、鸡肉产品环节，实现了从父母代种鸡养殖到鸡肉产品加工销售的一体化经营和全产业链环节覆盖，提升了食品安全可追溯的整体综合竞争力。

图3：公司经营产业链涵盖从父母代种鸡养殖到鸡肉产品



资料来源：公司年报（2019）、开源证券研究所

公司采取“公司+基地+农户”轻资产模式进行养殖，管理规范可控。公司商品代肉鸡养殖业务采取“公司+基地+农场”的合作养殖模式，该模式是“公司+农户”模式的严格管理升级模式，公司将合作养殖场统一纳入公司的流程化管理，使之成为公司一体化经营产业链中的养殖基地。

表1：“公司+基地+农户模式”是“公司+农户”模式的管理升级

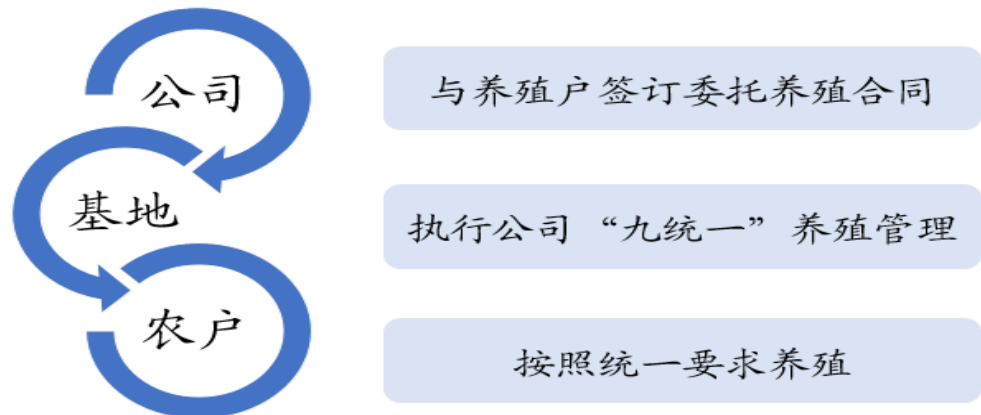
养殖模式	优势	代表企业
公司+农户	扩张速度快，固定资产投入少	温氏股份
公司+基地+农户	增加基地功能进行监督和管理，管理能力提升，养殖环节质量有保证	仙坛股份
自繁自养	养殖各环节品质控制严格，产品质量高	圣农发展

资料来源：开源证券研究所

“九统一”是高标准养殖基地管理核心，全面进行质量控制。公司合作养殖场必须严格按照公司九个统一标准进行合作养殖，即统一选址布局、统一规划建设标

准、统一供应饲料、统一供应商品代雏鸡、统一供应药品、统一回收出栏商品代肉鸡、统一物流管理、统一防疫、标准化养殖管理、统一全方位检测。九个统一涉及从选址建场、生产资料供应、养殖管理、防疫检测到毛鸡回收整个流程。公司与养殖户签订委托养殖合同，除了为养殖户提供饲料、鸡苗、动保产品等必须物资，还从养殖场选址环节开始介入到最后防疫检测环节回收毛鸡，统一规范农户全部养殖过程，并且根据养殖效果（包含料肉比，出栏时间等）划分合作养殖户级别，在约束养殖户的同时，最大化激励养殖户积极性，保证产品质量。

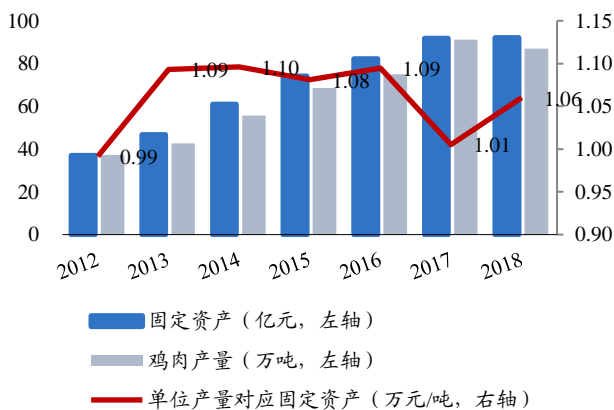
图4: 基地是公司养殖户进行统一管理的重要环节



资料来源：烟台日报、公司年报（2019）、开源证券研究所

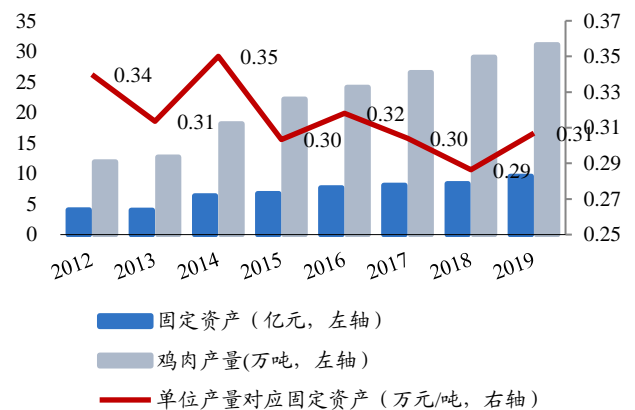
低固定资产投入为公司养殖扩张保驾护航。由于公司在养殖场建设初期开始介入，并制定统一建设标准。公司给予养殖户一定支持进行鸡场共建，一般共建方式有两种，一种是鸡舍完全归农户所有，另一种是设备归公司和农户共同所有。以圣农发展为首的自繁自养禽养殖模式，全程由公司自己设计建厂，固定资产投入较大。根据 Wind 数据显示圣农发展 2018 年单位产量对应固定资产为 1.06 万元/吨，而仙坛股份单位产量对应固定资产仅为 0.29 万元/吨。公司特殊的共建模式使得公司在进行养殖产能扩张时，保证了养殖场建设规范化的同时，固定资产投入较低。

图5: 圣农发展单位产量对应固定资产较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6: 仙坛股份单位产量对应固定资产较低

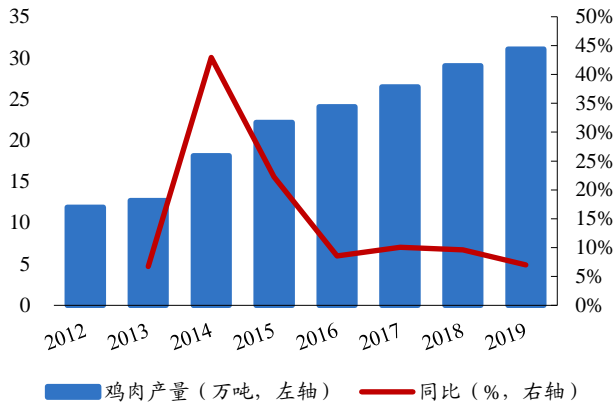


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司鸡肉产量快速增长，实现低成本高效扩张。公司 2015 年通过上市募集资金进行肉鸡屠宰加工业务产能扩建，2015 年鸡肉产量为 22.18 万吨，同比增加 22.27%，

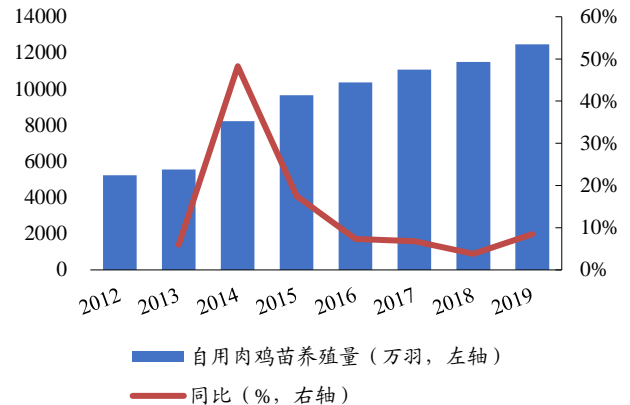
肉鸡养殖出栏量为 9823.50 万羽，同比增加 11.80%。整体来看，公司鸡肉产量稳步增加，2012 年至 2019 年年复合增速高达 15%。由于公司主要产品为鸡肉，自用肉鸡苗数量增幅较快，自用肉鸡养殖量年复合增速为 13%

图7：2012-2019 年鸡肉产量年复合增速 15%



数据来源：Wind、开源证券研究所

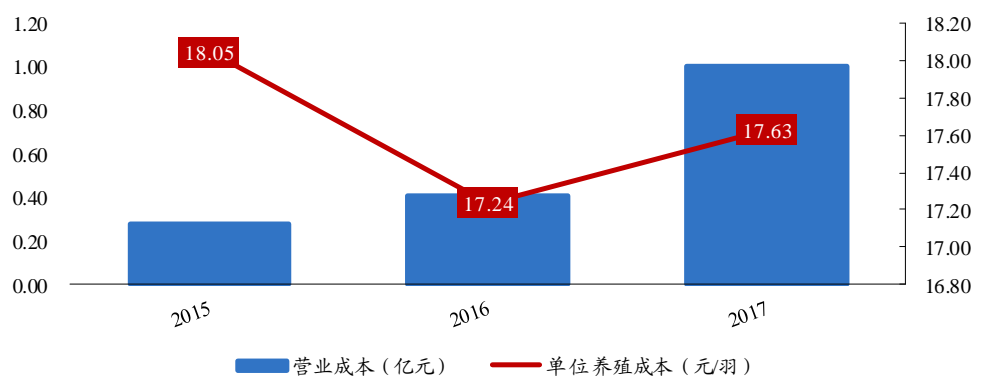
图8：2012-2019 年自用肉鸡养殖量年复合增速为 13%



数据来源：Wind、开源证券研究所

公司通过笼养技术降低成本，提高养殖效益。公司 2015 年通过非公开发行股票募集资金，进行商品鸡饲养立体养殖（笼养）技术改造。2016 年养殖技术改造后，公司养殖业销售量从 2015 年的 155.16 万羽，提升至 2016 年的 237.88 万羽，同比增长 53.31%，鸡肉销售量也由 22 万吨增加至 24 万吨，增长超 10%。通过笼养技术公司养殖规模得到提升，养殖规模提升带来的规模效应也使得公司单位养殖成本下降，2016 年单位养殖成本仅为 17.24 元/羽，相比 2015 年每羽下降 0.81 元。2017 年养殖成本受饲料原料价格上升而增加，但整体仍低于 18 元/羽。

图9：笼养技术改造后，公司单位养殖成本下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：由于 2018 年后山东仙坛仙食品有限公司正式投产，商品鸡自用量增加，对外销售量减少，不进行单位养殖成本对比

2.2、非公开募集项目助力产能翻倍，公司市占率有望提升

未来产能有望翻倍，盈利能力持续增强。2020 年公司发布非公开募集股票预案，非公开发行股票募集资金总额不超过 14 亿元，建设年产 1.2 亿羽肉鸡产业生态项目，在现有产能的基础上实现翻倍。本次项目由公司直接持股 85.71% 的控股子公司山东仙坛诸城食品有限公司实施，建设内容包括：（1）种鸡场 7 个，其中 4 个种鸡场拟

以募集资金投入，3个种鸡场以自有资金投入；（2）商品鸡场28个，其中7个商品鸡场拟以募集资金投入，21个商品鸡场以自有资金投入；（3）饲料厂、孵化场、屠宰厂各1个。项目全部建成后形成种鸡存栏140万套，商品鸡存栏2374万羽，饲料产能60万吨，屠宰产能1.2亿羽，加工销售冷冻冰鲜品21万吨、调理熟食品6万吨。

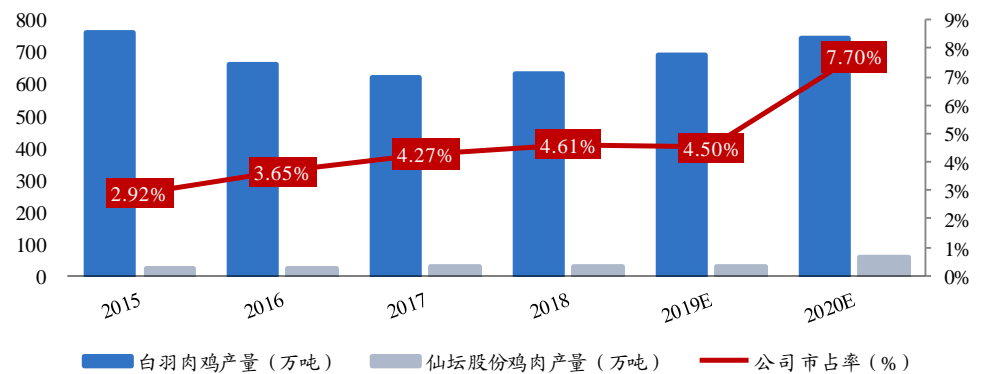
图10：新增肉鸡屠宰产能1.2亿羽，冷冻冰鲜品21万吨，调理熟食6万吨



资料来源：公司公告、开源证券研究所

行业集中度改善，公司市占率有望提高。公司所处的肉鸡养殖行业集中度较低，头部公司市占率总和较低，未来行业集中度提升空间大。公司新投项目投产后鸡肉产量有望新增27万吨至57万吨，根据Frost&Sullivan数据预计公司未来市占率有望提升至7.70%。

图11：新增鸡肉产品产能有望使得公司市占率达7.70%

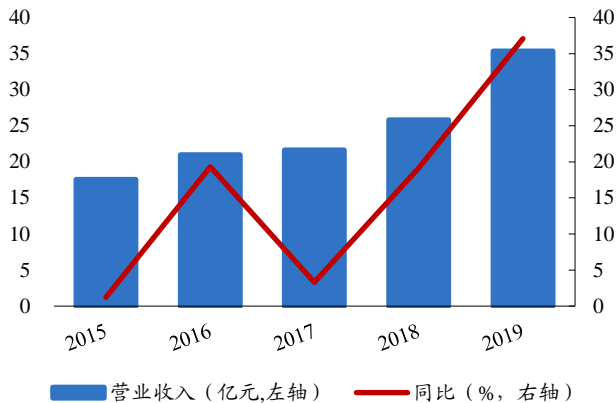


数据来源：Frost&Sullivan、中商产业研究院、公司公告、开源证券研究所

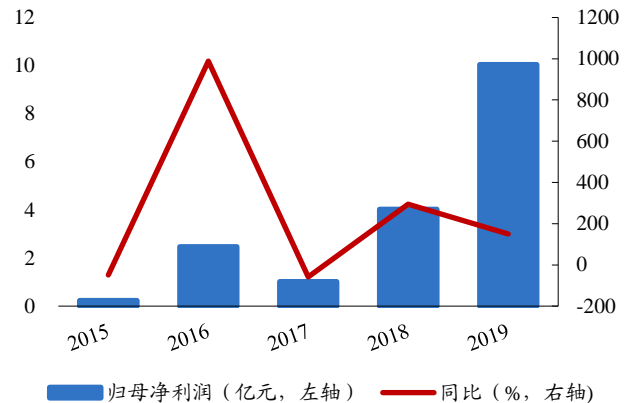
注：由于2019年行业数据为预估数据，市占率数据为预估值

2.3、公司产业链包含下游屠宰加工，业绩较为稳定

公司营业收入稳定增长，利润波动较为明显。公司2015年上市以来营业收入稳步增加，从2015年的17.56亿元增长到2019年的35.33亿元。归母净利润随禽链价格景气程度波动，2018年及2019年禽养殖产业链价格不断上涨，公司产品价格上行，归母净利润分别实现4.02及10.04亿元，同比分别上涨294.2%及149.72%。

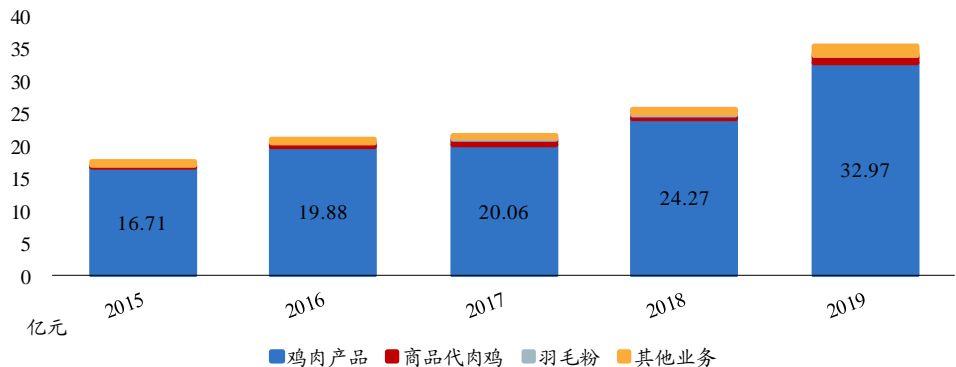
图12: 2015年以来公司营业收入稳步增长


数据来源: Wind、开源证券研究所

图13: 公司归母净利润随行业景气周期波动


数据来源: Wind、开源证券研究所

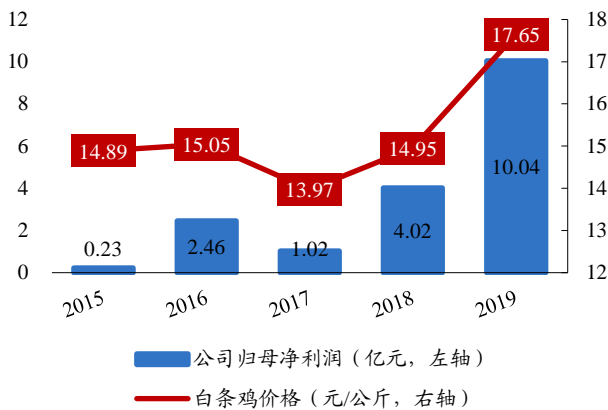
鸡肉产品销售渠道对接食品加工企业，营业收入稳步增长。鸡肉产品是公司最重要的产品，占公司总营业收入 90%以上。根据公司招股说明书数据显示，公司下游超过 30%的产品销售给双汇、金锣、肯德基、慧发及广东黄叶东等食品加工企业，销售渠道力较好。2015 年至 2018 年鸡肉产品营业收入逐年增长至 24.27 亿元，年复合增长率为 13.25%。

图14: 鸡肉产品营业收入占比超 90%


数据来源: Wind、开源证券研究所

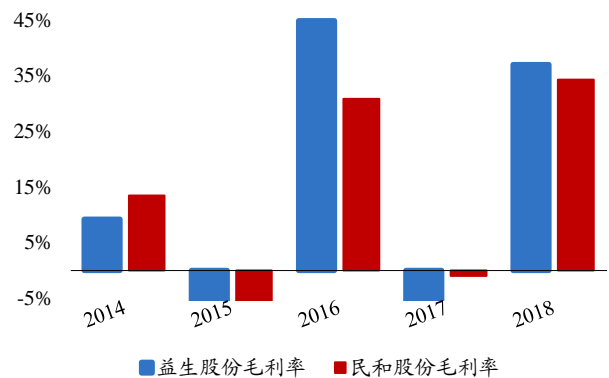
鸡肉业务靠近消费端，盈利能力相比上游业务更为稳定。公司鸡肉业务利润虽然受行业景气度影响呈现周期性波动，但由于鸡肉处于禽养殖偏下游环节，靠近终端消费，产品价格相对稳定，相比于上游种禽及商品代鸡苗养殖企业，盈利能力波动较小。公司自 2015 年上市后业绩未出现过亏损，即使是 2015 年行业景气度低迷，公司归母净利润仍有 0.23 亿元。

图15: 2015-2019年公司未出现过业绩亏损情况



数据来源: Wind、开源证券研究所

图16: 同行业上游企业业绩波动幅度大



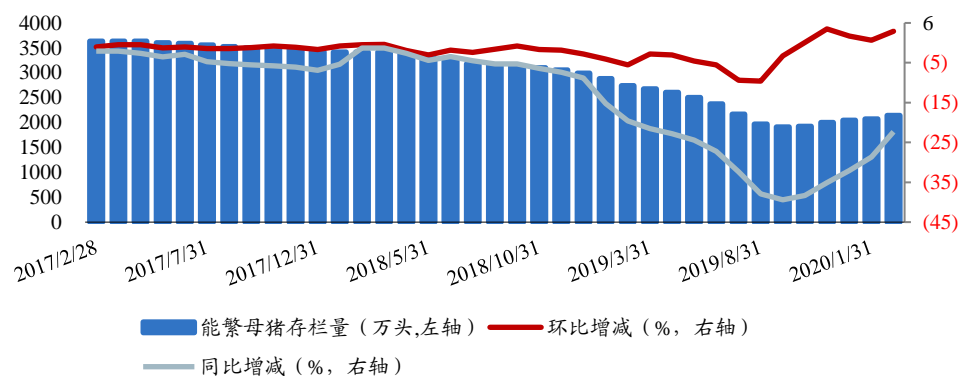
数据来源: Wind、开源证券研究所

3、非瘟疫情下鸡肉替代需求持续提升，公司高盈利有望保持

3.1、短期：生猪产能恢复速度有限，2020年禽链价格景气

能繁母猪产能恢复缓慢，2020年生猪供给缺口仍存。根据农业农村部统计数据显示，2018年8月我国生猪养殖行业遭遇非洲猪瘟，2019年开始能繁母猪存栏量大幅下降，最大单月同比降幅达38.90%，2019年10月开始，能繁母猪存栏量环比增速由负转正，已连续5个月回升，同比跌幅逐步缩小，但同比下降比例仍超20%，生猪产能恢复期限拉长，价格有望持续维持高位。

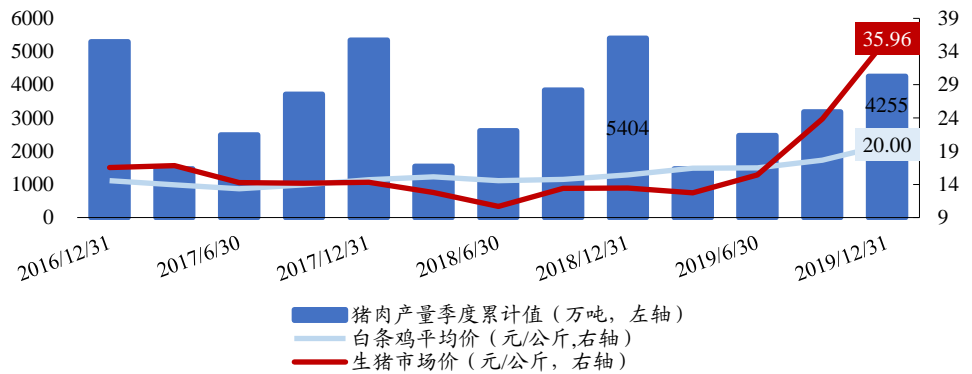
图17: 能繁母猪存栏量环比小幅转正，同比降幅缩窄



数据来源: Wind、农业农村部、开源证券研究所

猪肉缺口主要由禽肉替代，2020年养殖行业价格维持高位。国家统计局数据显示，2018年我国居民人均肉类消费量为29.5千克，其中猪肉、禽肉、牛肉及羊肉人均消费量分别为22.8、9.0、2.0、1.3千克，猪肉占比最大为77.34%，禽肉占比第二为30.49%。由于非洲猪瘟导致的猪肉缺口，大部分将由消费第二大类的禽肉所替代，禽链价格将随着生猪价格维持高位，2019年四季度生猪市场价为35.96元/公斤，白条鸡平均价格突破20元/公斤。

图18: 猪肉产量下降, 生猪及禽养殖价格上涨



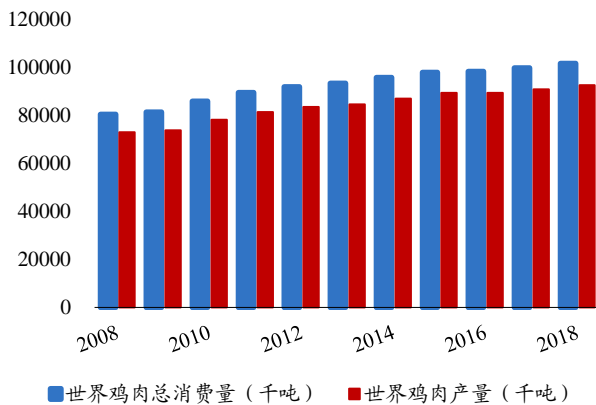
数据来源: Wind、农业农村部、国家统计局、开源证券研究所

综上所述, 预计 2020 年全年鸡肉平均价格有望超过 2019 年, 公司以鸡肉产品生产为主, 有望享受行业景气带来的业绩持续增长。

3.2、中长期: 鸡肉人均消费需求拉动, 行业大有可为

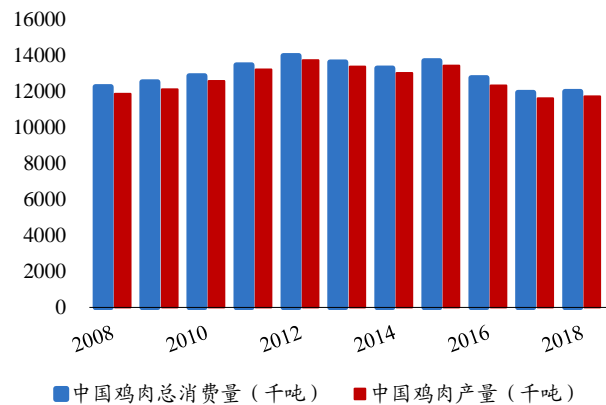
世界鸡肉消费量和产量稳步增加, 国内鸡肉消费量受宏观经济影响波动。世界鸡肉产量从 2008 年的 8025 万吨上涨至 2018 年的 1.01 亿吨, 年复合增长率为 2.38%。国内鸡肉产量和消费量在 2008 年至 2012 年期间大幅增长, 2013 年以来鸡肉产量略有下滑, 但始终保持在 1100 万吨以上水平。

图19: 世界鸡肉消费量及产量稳步增长



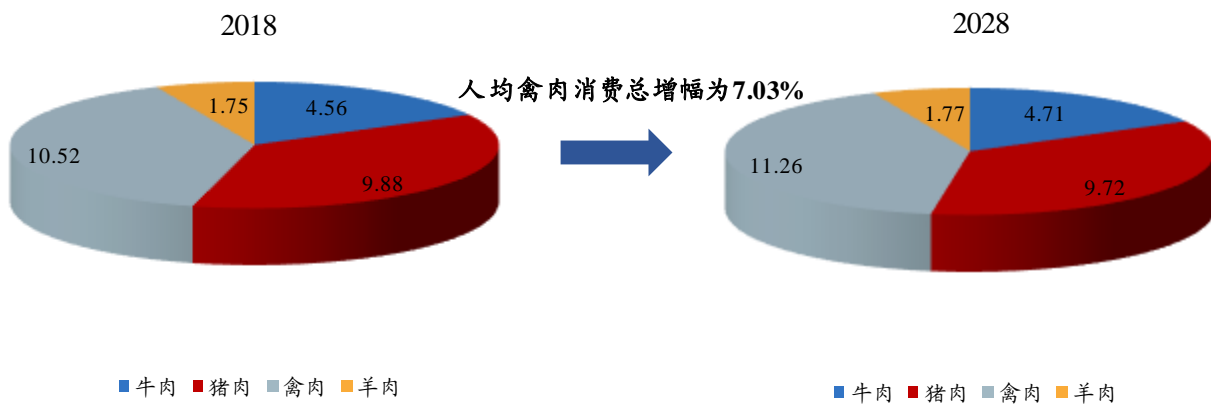
数据来源: Wind、美国农业部、开源证券研究所

图20: 国内鸡肉产量保持在 1100 万吨以上



数据来源: Wind、美国农业部、开源证券研究所

未来饮食结构调整, 人均禽肉消费增幅可观。鸡肉是健康动物蛋白的主要来源, 具有高蛋白低脂肪的特征, 是一种健康的动物蛋白。随着社会发展, 居民可支配收入增加, 居民对饮食的需求逐步向品质和健康转移。根据世界经合组织报告数据显示, 发展中国家人均鸡肉消费总增速在 2018 年至 2028 年间有望达到 7.03%, 是人均消费量增幅最大的肉类, 而猪肉的消费量或逐步降低。

图21: 经合组织预计 2018 到 2028 年间发展中国家人均禽肉消费总增幅为 7.03%


数据来源: Wind、经合组织、开源证券研究所

中长期来看, 公司新增产能将提高公司鸡肉产品的市占率。随着白羽肉鸡需求提升, 公司有望长期受益, 为消费者及食品加工企业提供更多高品质的健康鸡肉。

4、盈利预测与投资建议

1) 收入假设: 由于 2020 年猪肉缺口仍旧存在, 鸡肉是主要替代来源, 价格将延续强势, 我们预计鸡肉年均价同比继续提升, 2021 及 2022 年随着猪肉产能回升, 白羽鸡产能释放, 预计鸡肉价格将走低。我们假设 2020-2022 年公司鸡肉产品销售均价分别为 10700、9000、8000 元/吨。

2) 销量假设: 随着公司非公开募集项目产能释放, 产量大幅增长, 我们预计公司 2020-2022 年屠宰量分别为 1.55、1.80、2.00 亿羽。

短期看, 公司业绩有望受益于整个产业链价格上涨, 中长期看, 我们认为公司未来新募集项目将使得公司产量大幅提升, 营业收入增加。基于以上假设, 我们预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 11.85、7.98、4.01 亿元, EPS 分别为 2.56、1.72、0.86 元 (以最新股本全面摊薄), 当前股价对应 PE 分别为 5.6、8.4、16.7 倍。可比公司估值方面, 2020-2022 年行业平均 PE 分别为 6.01、8.15、15.07, 公司 PE 估值处于行业中等水平, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表2: 可比公司估值: 仙坛股份 PE 估值处于行业中等水平

证券代码	证券简称	最新股价 (元)	最新市值 (亿元)	EPS				PE(X)			
				2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
002458.SZ	益生股份	14.96	146.81	3.77	1.75	1.32	1.11	3.97	8.55	11.33	13.48
002234.SZ	民和股份	25.01	75.54	5.33	5.47	4.37	-	4.69	4.57	5.72	-
002746.SZ	圣农发展	19.82	246.62	3.31	3.75	2.76	-	5.99	5.29	7.18	-
平均值								5.33	6.01	8.15	15.07
002299.SZ	仙坛股份	14.40	66.77	2.16	2.56	1.72	0.86	6.67	5.64	8.36	16.67

资料来源: Wind、开源证券研究所

注: 仙坛股份及圣农发展数据为开源农业预测, 各公司 2019 年 EPS 来自于公司业绩预告, 2020-2022 年 EPS 来自于 Wind 一致预期。最新股价及市值为 2020 年 3 月 23 日数据

5、风险提示

非洲猪瘟疫苗研发成功，生猪产能快速恢复，肉类供给增加，鸡肉价格下跌；行业出现禽流感等疫情，影响终端消费者需求；公司新募集项目进展不及预期，产量增长缓慢。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2110	3155	4448	5252	5981	营业收入	2578	3533	4358	4272	4207
现金	686	1349	2446	3350	3876	营业成本	2137	2476	3112	3458	3828
应收票据及应收账款	53	74	82	71	80	营业税金及附加	9	8	16	14	13
其他应收款	4	7	6	7	6	营业费用	16	15	29	27	25
预付账款	11	9	15	8	15	管理费用	47	47	49	47	47
存货	356	358	539	457	646	研发费用	2	3	2	2	2
其他流动资产	1002	1359	1359	1359	1359	财务费用	-10	-14	-33	-60	-82
非流动资产	988	1163	1316	1098	888	资产减值损失	2	-0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	其他收益	16	4	0	0	0
固定资产	897	1023	1168	955	749	公允价值变动收益	0	16	4	5	6
无形资产	72	91	94	97	100	投资净收益	39	58	32	38	42
其他非流动资产	19	49	53	45	39	资产处置收益	0	-1	0	0	0
资产总计	3098	4318	5764	6350	6869	营业利润	430	1075	1219	827	422
流动负债	607	856	1085	973	1211	营业外收入	2	0	4	4	2
短期借款	95	347	347	347	347	营业外支出	9	2	5	4	5
应付票据及应付账款	183	160	271	208	322	利润总额	422	1072	1218	827	419
其他流动负债	330	349	467	418	541	所得税	0	9	2	1	1
非流动负债	4	14	14	14	14	净利润	422	1063	1217	826	418
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	20	62	32	27	17
其他非流动负债	4	14	14	14	14	归属母公司净利润	402	1001	1185	798	401
负债合计	612	870	1099	987	1225	EBITDA	574	1249	1352	952	523
少数股东权益	39	152	184	211	228	EPS(元)	0.87	2.16	2.56	1.72	0.86
股本	309	464	464	464	464						
资本公积	1060	905	905	905	905	主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
留存收益	1079	1925	2763	3298	3606	成长能力					
归属母公司股东权益	2448	3296	4481	5152	5416	营业收入(%)	19.1	37.1	23.3	-2.0	-1.5
负债和股东权益	3098	4318	5764	6350	6869	营业利润(%)	354.7	150.0	13.5	-32.1	-49.0
						归属于母公司净利润(%)	294.2	148.9	18.4	-32.6	-49.8
						获利能力					
						毛利率(%)	17.1	29.9	28.6	19.1	9.0
						净利率(%)	15.6	28.3	27.2	18.7	9.5
						ROE(%)	17.0	30.8	26.1	15.4	7.4
						ROIC(%)	16.0	28.6	24.4	13.8	5.7
						偿债能力					
						资产负债率(%)	19.7	20.2	19.1	15.6	17.8
						净负债比率(%)	-23.6	-28.8	-44.8	-55.8	-62.3
						流动比率	3.5	3.7	4.1	5.4	4.9
						速动比率	1.2	3.2	3.5	4.8	4.3
						营运能力					
						总资产周转率	0.9	1.0	0.9	0.7	0.6
						应收账款周转率	52.9	55.7	55.7	55.7	55.7
						应付账款周转率	13.0	14.4	14.4	14.4	14.4
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.87	2.16	2.56	1.72	0.86
						每股经营现金流(最新摊薄)	1.18	2.53	2.91	1.94	1.11
						每股净资产(最新摊薄)	5.28	7.11	9.66	11.11	11.68
						估值比率					
						P/E	16.6	6.7	5.6	8.4	16.7
						P/B	2.7	2.0	1.5	1.3	1.2
						EV/EBITDA	10.7	3.7	2.6	2.8	4.0

现金流量表(百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	549	1172	1351	901	514
净利润	422	1063	1217	826	418
折旧摊销	166	196	169	191	192
财务费用	-10	-14	-33	-60	-82
投资损失	-39	-58	-32	-38	-42
营运资金变动	-13	-32	34	-13	35
其他经营现金流	23	16	-4	-5	-6
投资活动现金流	-636	-850	-287	70	66
资本支出	173	362	153	-218	-210
长期投资	-534	-549	0	0	0
其他投资现金流	-996	-1038	-134	-148	-144
筹资活动现金流	22	146	33	-67	-54
短期借款	75	252	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	127	155	0	0	0
资本公积增加	-127	-155	0	0	0
其他筹资现金流	-53	-106	33	-67	-54
现金净增加额	-64	467	1098	903	526

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835