

中牧股份 (600195.SH) 公司业绩短期承压, 2020 年有望企稳回升

2020 年 04 月 22 日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

陈雪丽 (分析师)

关雪 (联系人)

chenxueli@kysec.cn

guanxue@kysec.cn

证书编号: S0790520030001

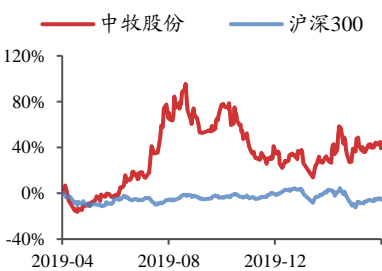
证书编号: S0790120030042

日期	2020/4/21
当前股价(元)	12.97
一年最高最低(元)	18.98/10.25
总市值(亿元)	109.26
流通市值(亿元)	109.26
总股本(亿股)	8.42
流通股本(亿股)	8.42
近 3 个月换手率(%)	180.91

● **受非洲猪瘟影响业绩短期承压, 2020 年有望迎来经营拐点, 首次覆盖, 给予“买入”评级**

公司为动保行业“国家队”, 近年随着工艺提升核心产品力不断增强。虽然 2019 年公司受非洲猪瘟疫情影响业绩出现下滑, 但我们认为一方面, 未来随着生猪存栏的回升公司猪用疫苗、兽药及饲料业务有望回暖; 另一方面, 未来受益于禽产业链高景气度, 公司禽苗业务收入有望保持稳健增长。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 3.65/4.05/4.80 亿元, 对应 EPS 为 0.43/0.48/0.57 元, 当前股价对应 PE 为 30/27/23 倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

股价走势图



数据来源: 贝格数据

● **在非洲猪瘟背景下, 公司展现出较强抗风险能力**

中牧股份发布 2019 年年度报告: 报告期内公司实现营业收入 41.18 亿元, 同比减少 7.14%; 实现归母净利润 2.56 亿元, 同比减少 38.52%; 我们分析, 2019 年公司业绩下滑主要包含以下几方面原因: 1) 非洲猪瘟疫情导致猪用疫苗、化药、饲料收入下滑; 2) 国家“限抗”、“减抗”政策下, 喹乙醇等化药销售下滑; 3) 金达威投资收益减少约 4600 万元。

● **公司核心竞争力不断提升, 静待行业回暖**

公司近年口蹄疫市场苗核心竞争力不断提升, 从悬浮培养、纯化浓缩等方面改进生产工艺, 开发的无血清悬浮培养技术更是行业内首家, 同时自 2019 年起公司陆续将有口蹄疫新品上市。我们认为未来随着行业生猪存栏的逐步恢复, 公司猪用疫苗业有望迎来拐点。

● **禽用疫苗业务有望在高景气下保持高增**

公司子公司乾元浩为禽苗领域第一梯队企业, 旗下禽苗产品矩阵丰富, 从供给端来看, 由于 2015 年欧美爆发禽流感, 近年我国祖代鸡引种量较少; 从需求端来看, 在非瘟背景的高猪价下, 禽类的替代性效应明显。我们认为未来禽产业链高景气度仍将持续, 公司禽苗业务将保持较高增速。

● **风险提示:** 生猪存栏恢复不及预期、新品放量不及预期、禽产业链景气度下行。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,434	4,118	4,368	4,719	5,140
YOY(%)	9.0	-7.1	6.1	8.0	8.9
净利润(百万元)	416	256	365	405	480
YOY(%)	3.9	-38.5	42.9	11.0	18.4
毛利率(%)	29.5	27.4	28.2	29.0	29.8
净利率(%)	9.4	6.2	8.4	8.6	9.3
ROE(%)	10.0	6.3	8.0	8.5	9.4
EPS(摊薄/元)	0.49	0.30	0.43	0.48	0.57
P/E(倍)	26.3	42.8	29.9	27.0	22.8
P/B(倍)	2.7	2.7	2.4	2.3	2.2

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 动保行业国家队，受非瘟影响业绩承压.....	3
2、 猪用疫苗：竞争力不断提升，静待行业回暖.....	4
3、 禽用疫苗：高景气下保持高增.....	7
4、 兽药及饲料：有望企稳回升.....	9
5、 盈利预测与投资建议.....	10
5.1、 关键假设.....	10
5.2、 盈利预测与估值.....	10
6、 风险提示.....	11
附： 财务预测摘要.....	12

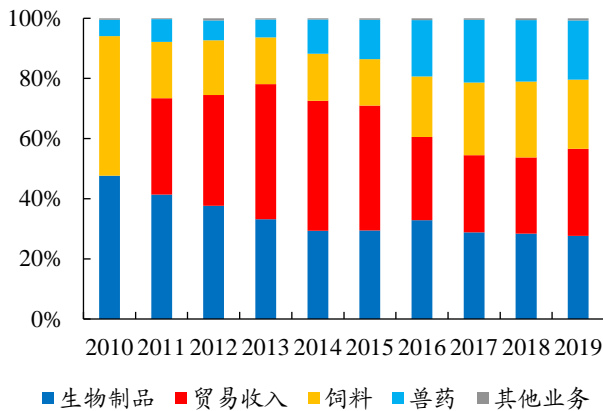
图表目录

图 1： 营收结构——以生物制品、贸易、饲料和兽药为主.....	3
图 2： 毛利结构——以生物制品、兽药、饲料为主.....	3
图 3： 公司 2019 年营业收入小幅下滑.....	4
图 4： 公司 2019 年归母净利润承压.....	4
图 5： 公司 2019 年盈利能力小幅下滑.....	4
图 6： 公司近年期间费用率较为稳定.....	4
图 7： 公司联合研发疫苗工艺优势领先.....	5
图 8： 能繁母猪存栏已连续 6 个月环比恢复.....	6
图 9： 非瘟疫情整体趋于稳定（截至 2020 年 4 月 19 日）.....	6
图 10： 规模企业防疫开支高于散户.....	6
图 11： 以 2018 年为例，养殖集团头均苗药成本较高.....	6
图 12： 近年我国祖代白羽肉鸡引种量偏少.....	8
图 13： 近年我国祖代蛋种鸡引种量偏少.....	8
图 14： 当前禽产业链景气度较高.....	9
图 15： 2019 年饲料营收下滑.....	9
图 16： 2019 年兽药业务营收下滑.....	9
图 17： 近年公司兽药及饲料业务毛利率较为稳定.....	10
表 1： 非洲猪瘟疫苗研发已进入临床试验阶段.....	7
表 2： 非洲猪瘟疫苗给行业带来大幅扩容空间.....	7
表 3： 子公司乾元浩禽流感疫苗产品批准文号情况.....	8
表 4： 可比公司估值：公司业务结构丰富，当前估值低于行业.....	11

1、动保行业国家队，受非瘟影响业绩承压

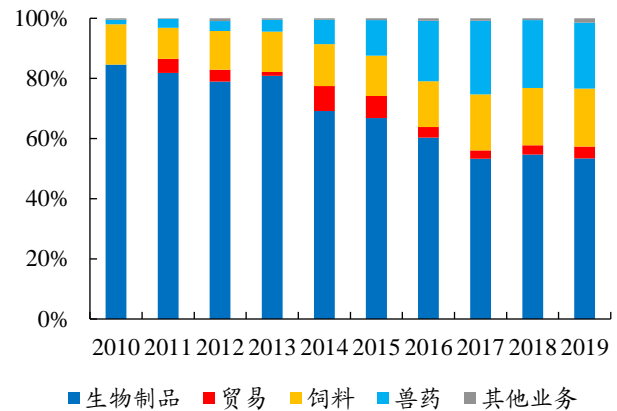
公司实际控制人为中国牧工商集团有限公司，兽用生物制品为主营业务。中牧股份是专业从事动物保健品和营养品研发、生产、销售、服务的高新技术企业。公司实际控制人为中国农业发展集团有限公司，第一大股东为中国牧工商集团有限公司，持股比例 49.91%。作为行业内的“国家队”和“先锋队”，中牧股份拥有超过 80 年的生产和销售经验，涵盖兽用生物制品、兽用化药、饲料及饲料添加剂、贸易等四大业务板块，产品包括畜用疫苗、禽用疫苗、禽药、猪药、禽用饲料、畜用饲料等，是行业内产品线较为齐全的企业。2019 年，从营收占比来看，生物制品占比 28%，贸易收入占比 29%，饲料占比 23%，兽药占比 20%；从毛利占比来看，生物制品占比 53%，兽药占比 22%，饲料占比 19%，由于贸易业务毛利率较低仅 3.67%，贸易业务毛利占比仅 4%。

图1：营收结构——以生物制品、贸易、饲料和兽药为主



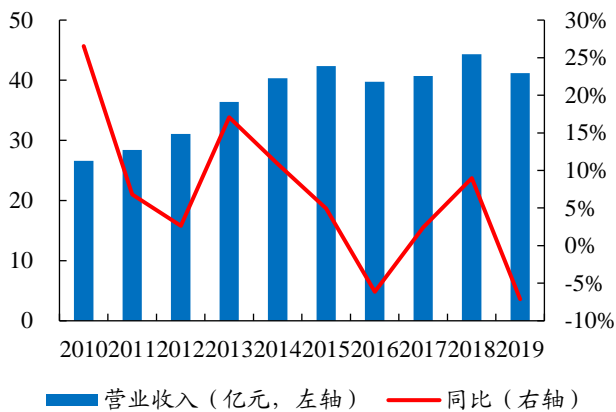
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：毛利结构——以生物制品、兽药、饲料为主

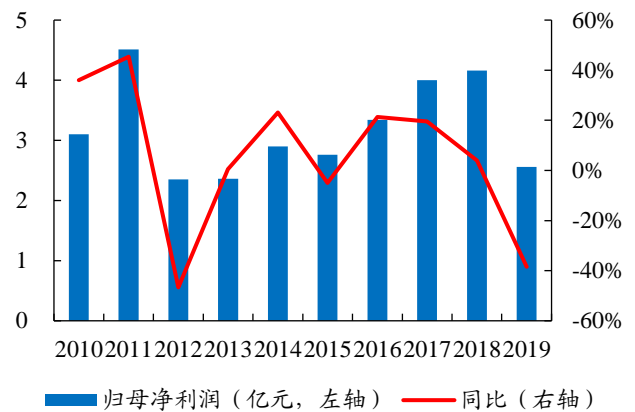


数据来源：Wind、开源证券研究所

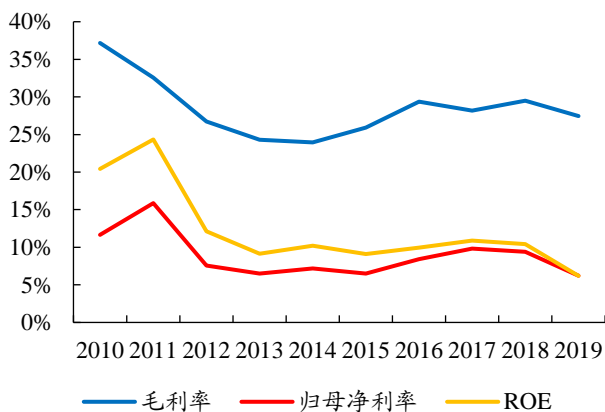
受非洲猪瘟影响，2019 年公司业绩出现下滑。2019 年，公司实现营业收入 41.18 亿元，同比减少 7.14%，实现归母净利润 2.56 亿元，同比减少 38.52%。猪用疫苗及兽药方面，2019 年受非洲猪瘟疫情影响，行业生猪存栏量锐减，公司相应产品销量也随之下降。禽用疫苗及兽药方面，公司及时把握住养禽业景气度上升带来的业务机会，加强渠道建设，大型集团客户开发效果逐步显现，实现高附加值产品收入大幅增长；同时，政府采购禽流感疫苗因毒株更换推动产品价格提升。因此 2019 年公司禽用疫苗收入与 2018 年同期相比增幅明显，毛利额取得较好增长，出口实现的收入进一步提升。从盈利能力来看，2019 年公司毛利率及净利率出现小幅下滑。

图3: 公司 2019 年营业收入小幅下滑


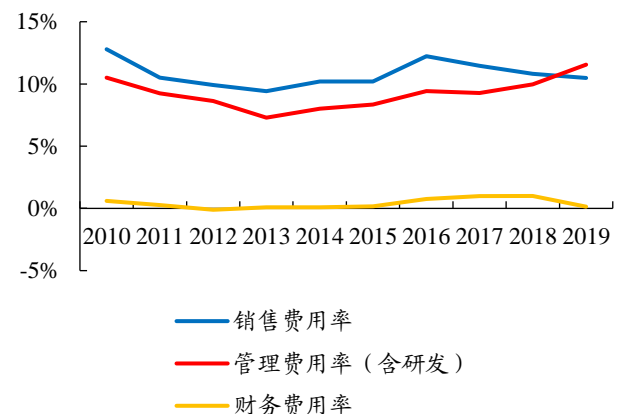
数据来源: Wind、开源证券研究所

图4: 公司 2019 年归母净利润承压


数据来源: Wind、开源证券研究所

图5: 公司 2019 年盈利能力小幅下滑


数据来源: Wind、开源证券研究所

图6: 公司近年期间费用率较为稳定


数据来源: Wind、开源证券研究所

2、猪用疫苗：竞争力不断提升，静待行业回暖

公司为口蹄疫招采苗龙头，近年核心竞争力不断提升。公司为口蹄疫招采苗领域龙头，自2016年起逐步理顺公司治理结构，组建起市场化销售团队，并从悬浮培养、纯化浓缩等方面改进口蹄疫疫苗核心工艺，开发的无血清悬浮培养技术为行业内首家，具备如下优势，种毒驯化优势：改造后毒价上升至9.0以上，相较于过去提高了100倍，双毒株疫苗谱更广，对我国现有谱系毒株均有保护；悬浮培养工艺成熟：细胞驯化、无血清培养、反应罐扩大至4000L；五级纯化浓缩工艺优势：连续离心、中空纤维过滤、化学沉淀、PEG沉淀、亲和层析，确保高纯度抗原。2019年，公司口蹄疫O型、A型二价3B蛋白表位缺失灭活疫苗（O/rV-1株+A/rV-2株）新品顺利上市，为我国无特定疫病净化工作积极提供产品条件；猪口蹄疫O型、A型二价灭活疫苗（O/MYA98/BY/2010株+O/PanAsia/TZ/2011株+Re-A/WH/09株）已取得生产批准文号，将根据客户需求投入生产。该产品是新一代猪口蹄疫疫苗，抗原谱广，覆盖缅甸98、泛亚等各类O型流行毒株，A型采取反向遗传操作技术，保护性更佳，是应对国内复杂多变的口蹄疫疫情的有力武器；合资公司中普生物的猪口

蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗（OHM/02 株+AKT-III 株）也已获得生产文号，进一步丰富公司的产品序列，对提升市场竞争力产生积极影响。

图7：公司联合研发疫苗工艺优势领先

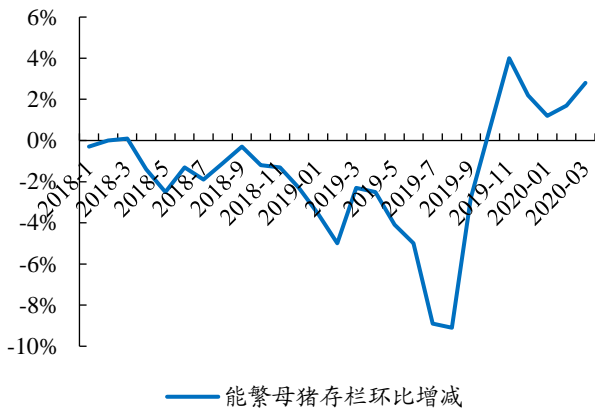


资料来源：公司公告、开源证券研究所

猪苗在出口方面取得突破，未来有望贡献增量。2019 年，江西厂疫苗产品首次实现出口，产品品质获得国际市场认可；兰州厂获得批准生产口蹄疫 O 型、A 型、亚洲 I 型三价灭活疫苗并专供出口，为加强我国与周边国家的“联防联控”，保障国内养殖业安全作出有效贡献。

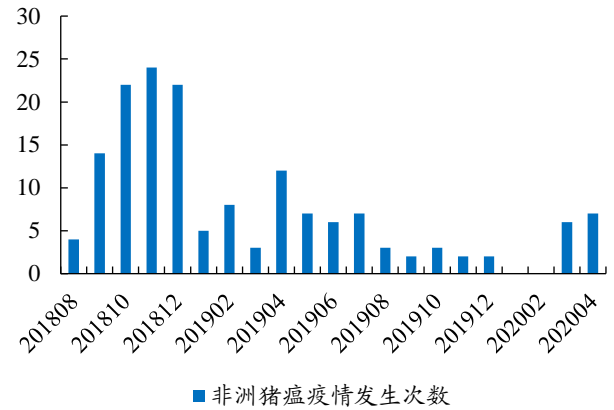
生猪存栏逐步恢复，静待公司业绩拐点到来。农业部数据显示，非瘟爆发后，能繁母猪存栏变化率于 2019 年 10 月首次环比转正，至 2020 年 3 月已连续 6 个月环比为正，且近 3 个月环比幅度逐步扩大。生猪存栏稳步恢复的原因在于：一方面，由于养殖密度显著降低+养殖集团生物安全防控体系的逐步建立，未来非瘟疫情有望趋于稳定；另一方面，当前的高猪价大幅提振行业补栏积极性。向前看，我们认为虽然未来随着养殖密度的提升，非瘟疫情可能反复，但随着防控经验的积累，尤其是当前一些养殖集团已能够依靠生物安全防控来防住非洲猪瘟，因此未来疫情很难再现 2019 年高峰时期情形，2020 年行业存栏向上趋势基本确定，在行业回暖的趋势下，公司有望迎来业绩拐点。

图8: 能繁母猪存栏已连续 6 个月环比恢复



数据来源: Wind、开源证券研究所

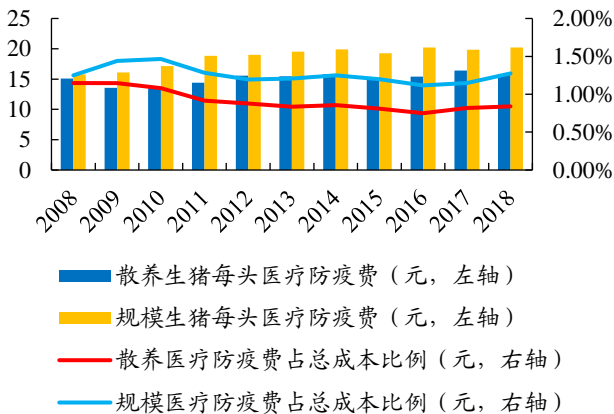
图9: 非瘟疫情整体趋于稳定 (截至 2020 年 4 月 19 日)



数据来源: 农业农村部、开源证券研究所

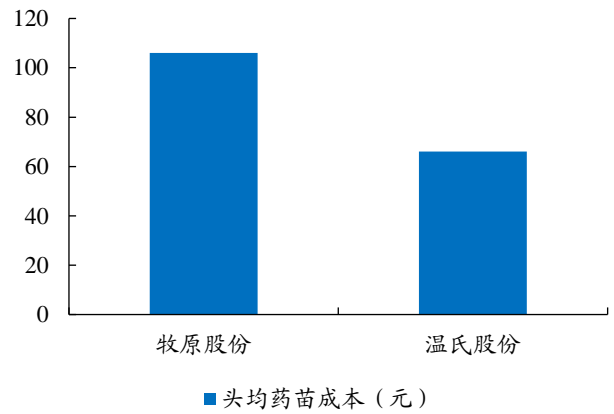
猪用疫苗行业加速扩容, 公司长期前景可期。在非洲猪瘟背景下, 养殖行业大量落后产能被淘汰, 大型养殖企业凭借资金、防控优势及政策的扶持, 抗风险能力更强、存栏恢复更快, 养殖规模化进一步加速, 而规模场由于养殖规模和密度更大、防疫需求更强, 从而更倾向于购买优质的市场苗, 市场苗价格往往为招采苗的数倍, 故而随着养殖规模化提速, 市场苗渗透率将快速提升, 行业加速扩容。以我国年出栏 6 亿头猪为基数, 参考牧原股份及温氏股份 2018 年头均药苗成本均值, 假设其中疫苗占药苗成本比例为 50%, 则我国猪疫苗行业潜在空间为 258 亿元, 和 2017 年的 82 亿元相比有 2 倍以上空间。

图10: 规模企业防疫开支高于散户



数据来源: Wind、开源证券研究所

图11: 以 2018 年为例, 养殖集团头均苗药成本较高



数据来源: Wind、开源证券研究所

未来随着非洲猪瘟疫苗的推出, 也将带来行业强扩容。非洲猪瘟疫苗已于 2020 年 3 月进入临床试验阶段, 虽然短期来看, 非瘟疫苗商业化没有时间表, 但市场预期先行, 同时中长期来看, 非瘟疫苗若成功商业化将带来行业较大扩容空间。考虑到非洲猪瘟传染性强、死亡率高, 且研发过程预计较为复杂, 假设招采/市场苗价格为 3/9 元/头份; 参考哈兽研目前在研的七基因缺失苗, 假设每年注射频次为 2.5 次, 以行业 6 亿头生猪存栏为基数, 猪疫苗行业拥有 45-135 亿元扩容空间。

表1: 非洲猪瘟疫苗研发已进入临床试验阶段

目前已取得进展	时间	内容
立项	2019.1	启动非洲猪瘟疫病防控应急项目
5家科研院所被指定参与研发	2019.2	五家院所分别为：中国农业科学院哈尔滨兽医研究所、中国动物卫生与流行病学中心、中国农业科学院兰州兽医研究所、中国科学院武汉病毒研究所、华南农业大学
成功分离毒株	2019.3	哈兽研对分离出的毒株的生物学特性进行了较为系统的研究，并建立了动物感染模型
中试产品工艺初步完成	2019.5	哈兽研在疫苗创制阶段取得五项进展，包括分离我国第一株非洲猪瘟病毒、创制了非洲猪瘟候选疫苗、临床前中试产品工艺研究初步完成等
哈兽研申请专利	2019.8	发明采用非洲猪瘟中国流行株 Pig/CN/HLJ/2018，经基因工程技术，将非洲猪瘟病毒的毒力基因缺失，获得 MGF360-505R 缺失和 CD2V 与 MGF360-505R 联合缺失的基因缺失病毒
提出生物安全评价申请	2019.9	根据中国农科院，一株双基因缺失弱毒活疫苗已完成了实验室安全评估与有效试验，突破了规模化生产技术瓶颈，已向农业农村部提出生物安全评价申请，即将进入临床试验阶段
进入临床试验	2020.3	中科院哈尔滨兽医研究所研制的非洲猪瘟疫苗通过农业农村部兽药评审中心组织的专家评审，获准在指定区域开展临床试验。

资料来源：科学技术部、农业农村部、人民网、开源证券研究所

表2: 非洲猪瘟疫苗给行业带来大幅扩容空间

	价格(元/头份)	每年注射频次	生猪基数(亿头)	潜在空间(亿元)
招采苗空间测算	3	2.5	6	45
市场苗空间测算	9	2.5	6	135

资料来源：开源证券研究所

3、禽用疫苗：高景气下保持高增

子公司乾元浩为禽苗领域第一梯队企业。公司控股子公司乾元浩为农业部指定生产高致病性禽流感、高致病性猪蓝耳病、猪瘟、狂犬病等重大动物疫病疫苗的生产企业，在国家防控禽流感、鸡马立克氏病、口蹄疫等重大动物疫病过程中做出贡献。旗下拥有具备国际先进技术水平的三个 GMP 生产基地——南京生物药厂、郑州生物药厂、北京生物药厂（现已搬迁至豪威生物）。乾元浩目前可生产兽用生物制品及诊断试剂近 60 个品种、200 多个规格，年产动物疫苗近 200 亿羽（头）份。产品国内市场占有率居行业前列。产品已出口印尼、埃及、越南、蒙古等多个海外

国家，与非洲、东南亚及周边国家建立了经贸合作关系。

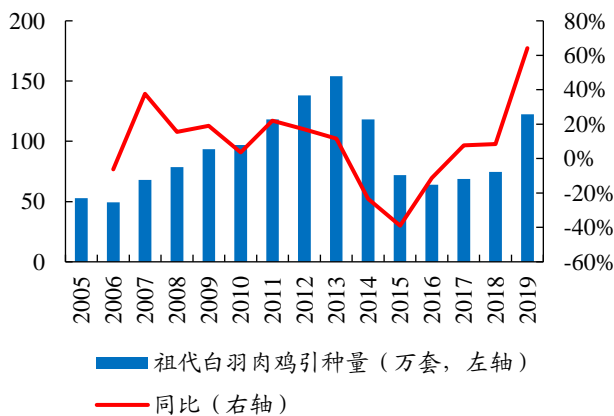
表3: 子公司乾元浩禽流感疫苗产品批准文号情况

通用名	商品名	批准日期	有效期	备注
重组新城疫病毒、禽流感病毒（H9 亚型）二联灭活疫苗（A-VII 株+WJ57 株）	金鑫堡	2019/11/4	2024/11/3	
鸡新城疫、禽流感（H9 亚型）二联灭活疫苗（LaSota 株+F 株）	无	2019/3/20	2024/3/19	
重组禽流感病毒（H5+H7）三价灭活疫苗（H5N1 Re-11 株，H7N9 H7-Re2 株）	无	2019/1/3	2020/11/30	
禽流感病毒 H5 亚型灭活疫苗（D7 株+rD8 株）	无	2018/3/21	2023/3/20	
重组禽流感病毒（H5+H7）二价灭活疫苗（H5N1Re-8 株+H7N9H7-Re 株）	无	2017/6/29	2019/6/28	
鸡新城疫、传染性支气管炎、禽流感（H9 亚型）、传染性法氏囊病四联灭活疫苗（La Sota 株+M41 株+SZ 株+VP2 蛋白）	乾立法	2017/6/15	2022/6/14	
重组禽流感病毒灭活疫苗（H5N1 亚型，Re-6 株）	无	2017/5/2	2020/5/1	仅供出口
禽流感二价灭活疫苗（H5N1Re-6 株+H9N2Re-2 株）	无	2017/5/2	2022/5/1	仅供出口
重组禽流感病毒灭活疫苗（H5N1 亚型，Re-5 株）	无	2016/3/15	2021/3/14	仅供出口
禽流感灭活疫苗（H5N2 亚型，N28 株）	无	2016/3/15	2021/3/14	仅供出口
重组禽流感病毒 H5 亚型三价灭活疫苗（Re-6 株+Re-7 株+Re-8 株）	无	2016/2/23	2021/2/22	
重组禽流感病毒 H5 亚型二价灭活疫苗（Re-6 株+Re-8 株）	无	2016/2/23	2021/2/22	
鸡新城疫、禽流感（H9 亚型）二联灭活疫苗（LaSota 株+F 株）	无	2015/12/30	2020/12/19	
重组禽流感病毒 H5 亚型二价灭活疫苗（Re-6 株+Re-7 株）	/	2014/6/26	2019/6/25	仅供出口已过有效期
重组禽流感病毒（H5N1 型）灭活疫苗（Re-1 株）	无	2015/12/30	2020/12/29	仅供出口
鸡新城疫、传染性支气管炎、禽流感（H9 亚型）三联灭活疫苗（La Sota 株+M41 株+WD 株）	无	2015/12/31	2020/12/29	

资料来源：国家兽药基础数据库、开源证券研究所

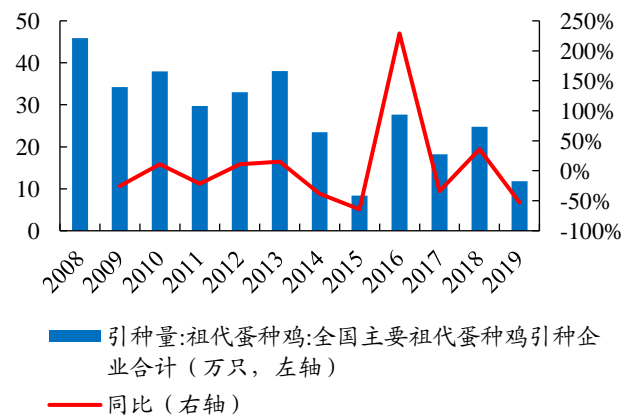
禽产业链高景气，公司禽苗业务有望高增。从供给端来看，由于 2015 年欧美爆发禽流感，近年我国祖代鸡引种量较少；从需求端来看，在非瘟背景的高猪价下，禽类的替代性效应明显。我们认为未来禽产业链高景气度仍将持续，公司禽苗业务将保持较高增速。

图12: 近年我国祖代白羽肉鸡引种量偏少

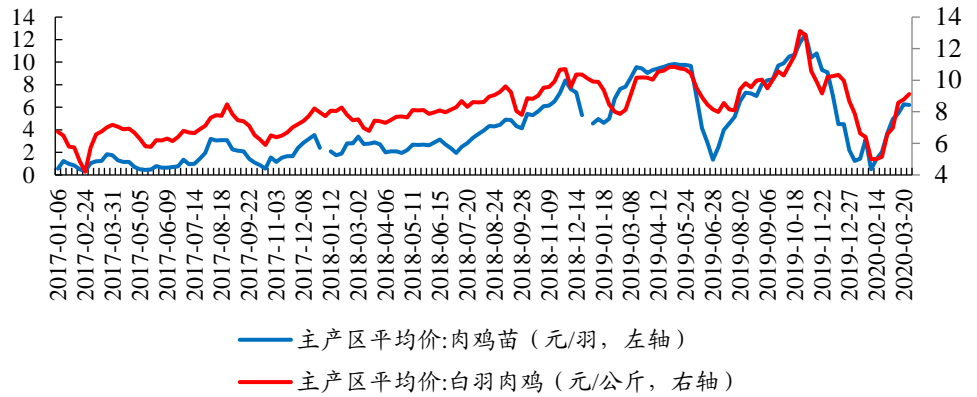


数据来源：白羽鸡协会、开源证券研究所

图13: 近年我国祖代蛋种鸡引种量偏少



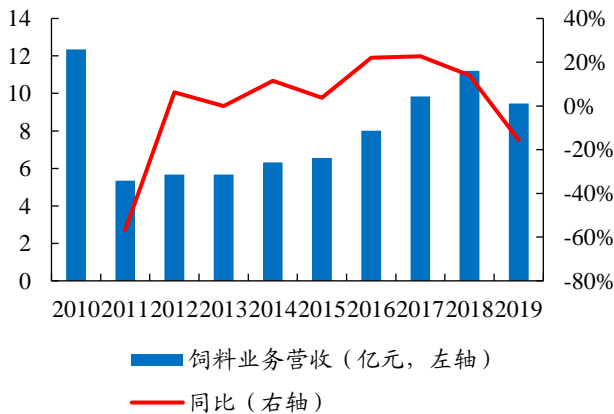
数据来源：Wind、开源证券研究所

图14: 当前禽产业链景气度较高


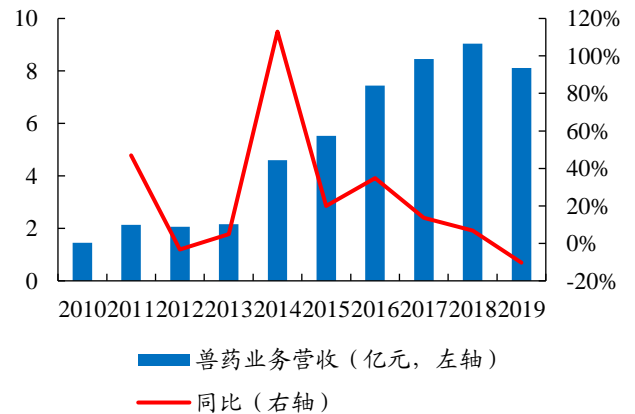
数据来源: Wind、开源证券研究所

4、兽药及饲料: 有望企稳回升

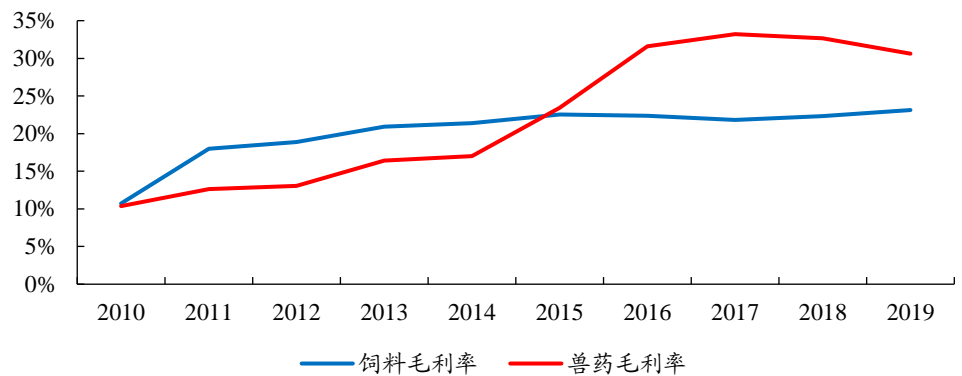
2019年公司饲料业务实现营业收入9.46亿元，同比减少16%；兽药业务实现营业收入8.11亿元，同比减少10%。依据行业监管政策，喹乙醇产品已于2018年5月1日起停止生产，2019年5月1日起停止使用。受此影响，2019年公司兽用化药业务板块收入、毛利额减少。同时，非洲猪瘟疫情对生猪养殖行业冲击较大，导致兽用化药及饲料市场需求低迷，猪用化药产品及饲料收入下降明显。展望未来，随着生猪存栏回升，公司饲料及兽药业务有望回暖。

图15: 2019年饲料营收下滑


数据来源: Wind、开源证券研究所

图16: 2019年兽药业务营收下滑


数据来源: Wind、开源证券研究所

图17: 近年公司兽药及饲料业务毛利率较为稳定


数据来源: Wind、开源证券研究所

5、盈利预测与投资建议

5.1、关键假设

1) **生物制品业务有望迎来拐点。**猪用疫苗方面,未来随着生猪存栏的逐步恢复,有望企稳回升;禽用疫苗方面,禽产业链高景气度有望持续。我们预计公司生物制品业务 2020-2022 年收入分别为 12.78/14.42/16.28 亿元,同比 +12.11%/+12.86%/+12.92%;

2) **饲料及兽药业务有望企稳回升。**受行业政策及厂房搬迁的影响,公司 2019 年兽药业务承压,我们看好公司子公司通过 FDA 认证后带来的增长。我们预计公司兽药业务 2020-2022 年收入分别为 8.76/9.64/10.89 亿元,同比 +8.00%/+10.00%/+13.00%;饲料业务 2020-2022 年收入分别为 9.94/10.93/12.02 亿元,同比 +5.00%/+10.00%/+10.00%。

5.2、盈利预测与估值

公司为动保行业国家队,近年随着工艺改造的完成,产品力大幅提升。2019 年受非洲猪瘟疫情影响业绩短期承压,考虑到未来生猪存栏的恢复,我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 3.65/4.05/4.80 亿元,对应 EPS 为 0.43/0.48/0.57 元,当前股价对应 PE 为 30/27/23 倍,由于公司业务结构较为丰富,在非洲猪瘟背景下展现出较强抗风险能力,当前估值低于同行,首次覆盖,给予“买入”评级。

表4: 可比公司估值: 公司业务结构丰富, 当前估值低于行业

证券代码	证券简称	最新股价 (元)	最新市值 (亿元)	EPS				PE(X)			
				2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
600201.SH	生物股份	23.98	270.07	0.67	0.20	0.40	0.67	35.80	122.18	59.75	35.94
603566.SH	普莱柯	18.10	58.19	0.42	0.32	0.48	0.62	42.91	56.56	37.71	29.19
300119.SZ	瑞普生物	18.73	75.76	0.29	0.48	0.64	0.77	63.68	38.98	29.48	24.18
平均值								39.35	89.37	48.73	32.57
600195.SH	中牧股份	12.97	109.26	0.49	0.30	0.43	0.48	26.29	42.76	30.16	27.02

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 中牧股份、普莱柯、生物股份数据为开源农业预测, 中牧股份、生物股份、瑞普生物 2019 年 EPS 来自于公司年报, 其他 EPS 数据来自于 Wind 一致预期。最新股价及市值为 2020 年 4 月 21 日数据

6、风险提示

生猪存栏恢复不及预期、新品放量不及预期、禽产业链景气度不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3722	2270	2984	3863	3386
现金	841	674	843	981	1128
应收票据及应收账款	367	525	69	617	179
其他应收款	56	43	96	51	101
预付账款	122	89	187	104	207
存货	770	843	601	952	770
其他流动资产	1566	96	1188	1158	1002
非流动资产	3121	3420	3604	3834	4072
长期投资	710	736	926	1110	1303
固定资产	1401	1282	1339	1402	1457
无形资产	634	782	812	840	864
其他非流动资产	376	620	527	482	448
资产总计	6843	5690	6588	7697	7458
流动负债	2301	960	1471	2292	1684
短期借款	84	50	307	1248	397
应付票据及应付账款	263	217	312	248	351
其他流动负债	1953	693	852	796	937
非流动负债	57	91	72	78	76
长期借款	0	40	23	26	23
其他非流动负债	57	51	49	53	52
负债合计	2358	1051	1543	2371	1760
少数股东权益	490	517	557	603	656
股本	602	842	842	842	842
资本公积	854	620	620	620	620
留存收益	2518	2631	2935	3279	3700
归属母公司股东权益	3995	4123	4488	4724	5042
负债和股东权益	6843	5690	6588	7697	7458

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	186	27	16	-393	1466
净利润	450	291	406	451	533
折旧摊销	172	176	174	195	217
财务费用	44	6	1	30	37
投资损失	-217	-139	-204	-213	-193
营运资金变动	-307	-332	-349	-859	871
其他经营现金流	45	25	-11	3	1
投资活动现金流	134	1185	-94	-217	-268
资本支出	217	446	-5	30	36
长期投资	-4	-6	-189	-174	-193
其他投资现金流	347	1625	-289	-361	-426
筹资活动现金流	24	-1385	5	-195	-197
短期借款	33	-34	15	-2	3
长期借款	-1193	40	-17	3	-2
普通股增加	172	241	0	0	0
资本公积增加	-152	-234	0	0	0
其他筹资现金流	1164	-1398	7	-195	-197
现金净增加额	345	-171	-73	-805	1001

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	4434	4118	4368	4719	5140
营业成本	3126	2988	3134	3348	3607
营业税金及附加	34	26	31	34	37
销售费用	479	431	459	462	488
管理费用	276	303	345	349	344
研发费用	167	173	140	189	206
财务费用	44	6	1	30	37
资产减值损失	18	-17	0	0	0
其他收益	3	9	3	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	217	139	204	213	193
资产处置收益	2	11	4	0	0
营业利润	513	329	470	518	615
营业外收入	10	17	8	10	11
营业外支出	1	2	2	2	2
利润总额	521	344	476	527	624
所得税	71	53	70	76	91
净利润	450	291	406	451	533
少数股东损益	34	35	41	45	54
归属母公司净利润	416	256	365	405	480
EBITDA	673	506	639	742	861
EPS(元)	0.49	0.30	0.43	0.48	0.57

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	9.0	-7.1	6.1	8.0	8.9
营业利润(%)	4.4	-35.8	42.8	10.3	18.6
归属于母公司净利润(%)	3.9	-38.5	42.9	11.0	18.4
获利能力					
毛利率(%)	29.5	27.4	28.2	29.0	29.8
净利率(%)	9.4	6.2	8.4	8.6	9.3
ROE(%)	10.0	6.3	8.0	8.5	9.4
ROIC(%)	8.1	6.5	8.2	7.8	10.0
偿债能力					
资产负债率(%)	34.5	18.5	23.4	30.8	23.6
净负债比率(%)	10.8	-11.7	-9.5	6.3	-11.6
流动比率	1.6	2.4	2.0	1.7	2.0
速动比率	0.5	1.4	0.7	0.7	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	14.0	9.2	14.7	13.8	12.9
应付账款周转率	11.9	12.4	11.9	12.0	12.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.49	0.30	0.43	0.48	0.57
每股经营现金流(最新摊薄)	0.22	0.03	0.02	-0.47	1.74
每股净资产(最新摊薄)	4.74	4.89	5.33	5.61	5.99
估值比率					
P/E	26.3	42.8	29.9	27.0	22.8
P/B	2.7	2.7	2.4	2.3	2.2
EV/EBITDA	17.7	21.4	17.2	16.0	12.7

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