

大北农 (002385.SZ)

生猪养殖增厚利润，种子业务静待花开

2020年04月28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

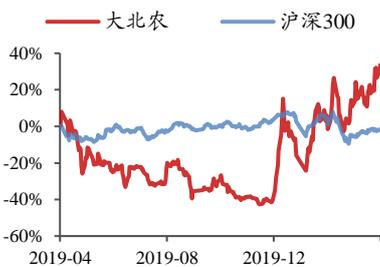
guanxue@kysec.cn

证书编号：S0790520030001

证书编号：S0790120030042

| | |
|------------|-----------|
| 日期 | 2020/4/28 |
| 当前股价(元) | 9.30 |
| 一年最高最低(元) | 9.84/3.99 |
| 总市值(亿元) | 390.17 |
| 流通市值(亿元) | 258.87 |
| 总股本(亿股) | 41.95 |
| 流通股本(亿股) | 27.84 |
| 近3个月换手率(%) | 595.7 |

股价走势图



数据来源：贝格数据

● **公司饲料、养殖、种业、动保业务多点开花，首次覆盖，给予“买入”评级**
 公司是国内规模居前的饲料企业，主要业务为饲料（以猪饲料为主）、生猪养殖、种业（包括杂交水稻、常规玉米种子）、动保等业务。受非洲猪瘟影响，2019年公司实现营业收入165.78亿，同比减少14.11%，归母净利润5.13亿，同比增长1.26%。2020年公司生猪养殖业务将带来利润增厚；猪料方面，生猪价格景气带动能繁母猪补栏，公司前端料占比有望提升，盈利能力改善；种业方面，公司转基因玉米种子获安全证书，转基因种子变革将给公司带来全新的发展机遇。暂时不考虑种业发展对公司业绩的影响，我们预计公司2020-2022年归母净利润分别为27.03/28.81/24.18亿元（其中生猪养殖业务利润为19.50/21.72/17.78亿元），EPS分别为0.64/0.69/0.58元，当前股价对应PE分别为14.4/13.5/16.1倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● **生猪养殖业务高增速，业绩弹性充分释放**

公司集中自身优势，全力发展生猪养殖业务。公司生猪养殖业务以合伙创业的方式发展，参股建立了八大生猪养猪平台。未来公司将加大参股养殖平台权益回收比例，实现生猪养殖规模高增速。同时依托自身在饲料动保产业的资源充分支持生猪养殖业务发展，使得生猪养殖业绩贡献能力增强。

● **转基因商业化加速，种子业务打开成长空间**

2020年1月农业农村部科技教育司发布农业转基因生物安全证书批准清单，公司研发的DBN 9936转基因玉米种子获得安全证书。转基因玉米第一次在安全证书申请环节获批，标志着转基因种子商业化进一步推进。国内玉米种业或将迎来一场品种换代革命，公司将充分受益新品种上市带来的收入规模提升。

● **风险提示：**自然灾害及疫病风险，生猪出栏量不及预期，转基因推进不及预期。

财务摘要和估值指标

| 指标 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 19,302 | 16,578 | 20,222 | 22,555 | 23,457 |
| YOY(%) | 3.0 | -14.1 | 22.0 | 11.5 | 4.0 |
| 归母净利润(百万元) | 507 | 513 | 2,703 | 2,881 | 2,418 |
| YOY(%) | -59.9 | 1.3 | 426.5 | 6.6 | -16.1 |
| 毛利率(%) | 18.7 | 19.9 | 24.7 | 24.4 | 22.2 |
| 净利率(%) | 2.6 | 3.1 | 13.4 | 12.8 | 10.3 |
| ROE(%) | 4.5 | 5.4 | 21.4 | 19.1 | 14.2 |
| EPS(摊薄/元) | 0.12 | 0.12 | 0.64 | 0.69 | 0.58 |
| P/E(倍) | 77.0 | 76.0 | 14.4 | 13.5 | 16.1 |
| P/B(倍) | 4.0 | 3.9 | 3.3 | 2.7 | 2.4 |

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

| | |
|---------------------------------|----|
| 1、公司以饲料业务起家，种业、养殖及动保业务多点开花..... | 3 |
| 2、饲料销量和收入表现稳定，产品结构进一步优化..... | 5 |
| 3、生猪养殖出栏量增长，业绩弹性有望释放..... | 7 |
| 4、转基因商业化加速，种业打开长期成长空间..... | 8 |
| 5、盈利预测与投资建议..... | 9 |
| 6、风险提示..... | 9 |
| 附：财务预测摘要..... | 10 |

图表目录

| | |
|--|---|
| 图 1：公司以饲料业务起家，逐步向种业、植保、动保、疫苗及生猪养殖领域布局..... | 3 |
| 图 2：2019 年公司营业收入下降 14.11%..... | 4 |
| 图 3：2019 年公司归母净利润小幅增长..... | 4 |
| 图 4：饲料业务营业收入占比较大，生猪业务业绩贡献增加..... | 4 |
| 图 5：各业务毛利率情况-饲料稳定、养殖波动、种业较高..... | 5 |
| 图 6：得益于降费增效策略执行，期间费用率不断下降..... | 5 |
| 图 7：公司猪料销量占比最高..... | 6 |
| 图 8：2019 年公司猪料销量同比下降 25.40%..... | 6 |
| 图 9：补栏周期中前端料销量增速快于猪料整体增速..... | 6 |
| 图 10：2019 年公司水产饲料销量 47.19 万吨..... | 7 |
| 图 11：2019 年公司控股养殖企业生猪出栏量下降..... | 7 |
| 图 12：2019 年公司参股养殖企业生猪出栏量增长..... | 7 |
| 图 13：公司水稻种子业务收入下降..... | 8 |
| 图 14：2019 年公司玉米种子收入同比增长 20%..... | 8 |
| 表 1：公司两个品种的转基因种子取得进展..... | 8 |
| 表 2：可比公司估值：大北农 PE 估值低于行业平均水平..... | 9 |

1、公司以饲料业务起家，种业、养殖及动保业务多点开花

公司是国内规模居前的饲料企业，产业布局包括：饲料科技产业、养猪科技产业、作物科技产业、疫苗科技产业、水产科技产业、农业互联网产业。公司主要经营业务为生猪养殖与服务产业链、种业科技与服务产业链，其中，生猪养殖与服务产业链包括种猪育种、生猪育肥、生猪饲料（前端料、母猪料等）、动物疫苗、动物药品、生猪养殖信息化等业务；种业科技与服务产业链包括杂交水稻、常规玉米、植物农药和肥料、带有生物技术性状的玉米、带有生物技术性状的大豆等种子产品的科研、繁育、生产、销售等业务。公司成立于1993年，2001年成立北京金色农华种业科技有限公司，进入种业产业，同年进入植保产业。2002年成立北京大北农动物保健科技有限责任公司，进入动保产业，2003年成立福州大北农生物技术有限公司，进入疫苗产业，确立了公司为养殖户和种植户提供科技产品和服务的总体业务格局。2011年公司成立北京大北农种猪科技有限公司，进入种猪产业。2015年北京农信互联科技有限公司成立，公司开始发展农业互联网产业。2019年转基因抗除草剂大豆产品 DBN-09004-6 获得阿根廷种植许可，2020年 DBN9936 玉米品种获得农业转基因生物安全证书，公司种业迎来新的发展机遇。

图1：公司以饲料业务起家，逐步向种业、植保、动保、疫苗及生猪养殖领域布局

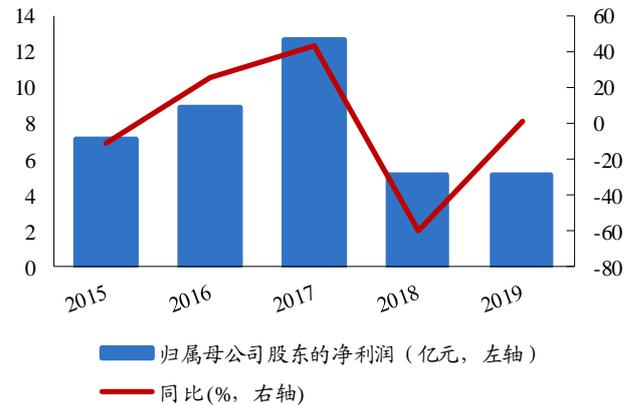


资料来源：公司官网、开源证券研究所

受非洲猪瘟影响，2019年公司营业收入下降。2019年受非洲猪瘟导致的生猪产能下降影响，公司饲料及动保业务收入利润下滑，但由于生猪业务利润贡献增加，最终实现营业收入165.78亿元，同比下降14.11%，实现归属于母公司股东净利润5.13亿元，同比增长1.26%。

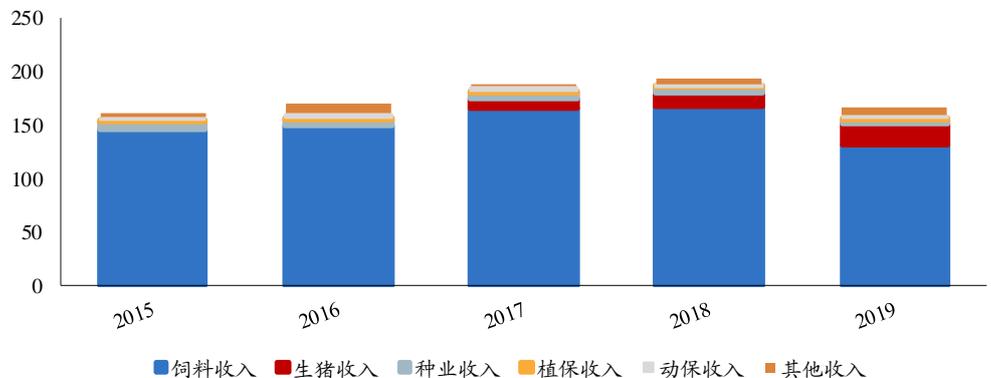
图2：2019 年公司营业收入下降 14.11%


数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2019 年公司归母净利润小幅增长


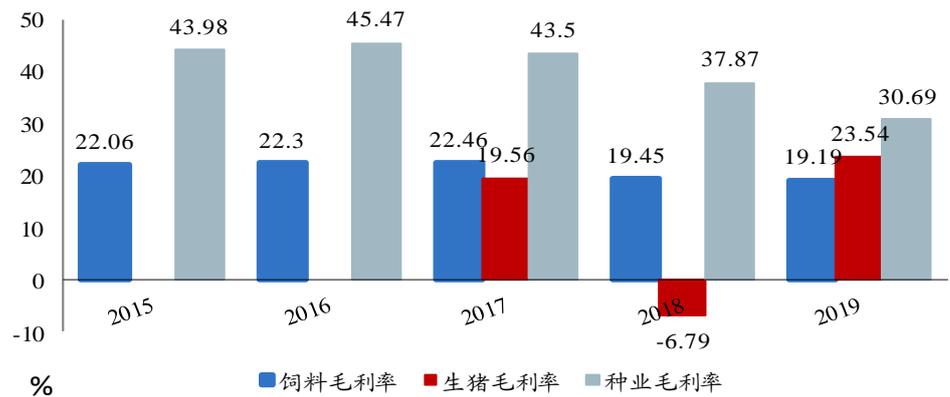
数据来源：Wind、开源证券研究所

饲料业务受非瘟负面冲击较大，生猪养殖业务业绩贡献增加。公司三大主营业务涵盖饲料、生猪养殖及种业，其中饲料业务占比最大，2019 年饲料业务营业收入为 130 亿元，占比为 78.66%，公司饲料业务以猪料为主，2019 年受非洲猪瘟带来的生猪出栏量大幅下降影响，饲料销量降低，营业收入规模减少。公司抓住行业中小养殖户退出，集中度提升的机遇，大力发展生猪养殖业务，使得生猪养殖业务业绩贡献增加，2019 年实现营业收入 19 亿元，占比 11.74%。种业业务历经多年发展，营业收入较为稳定，2019 年实现营业收入 4 亿元。

图4：饲料业务营业收入占比较大，生猪业务业绩贡献增加


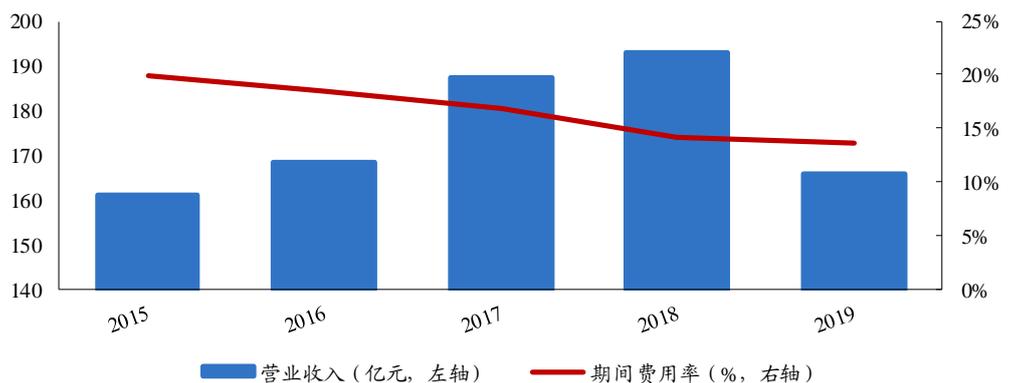
数据来源：Wind、开源证券研究所

饲料业务毛利率相对稳定，种业毛利率较高。公司三大主业中，饲料业务主要以猪料、水产料及反刍料为主，毛利率较高且较为稳定，基本维持在 19% 以上。生猪养殖业务毛利率波动较大，2018 年生猪价格处于低位，公司养殖业务出现亏损。2019 年生猪销售价格大幅上涨，公司生猪养殖毛利率大幅上升。种业毛利率较高，近几年呈下滑趋势，但仍维持在 30% 以上。

图5: 各业务毛利率情况-饲料稳定、养殖波动、种业较高


数据来源: Wind、开源证券研究所

持续贯彻降费增效策略，期间费用率不断下降。除 2019 年外，公司营业收入规模一直保持增长态势，而得益于降费增效策略的执行，公司三项费用率之和持续下降，生产运营效率大幅提升。

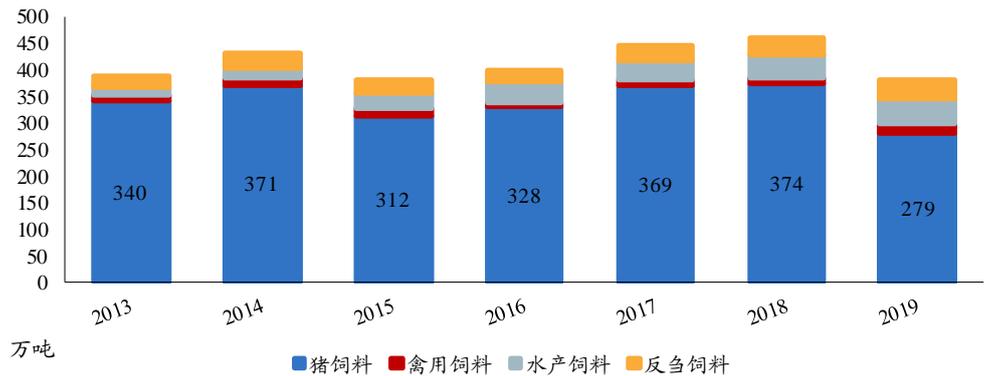
图6: 得益于降费增效策略执行，期间费用率不断下降


数据来源: Wind、开源证券研究所

2、饲料销量和收入表现稳定，产品结构进一步优化

公司饲料品类丰富，猪料销量占比最高。2019 年公司猪料销量为 279.18 万吨，占饲料总销量的比例为 73.62%。水产料方面，主要以高端水产料与水产微生态饲料为主，2014 年至 2019 年公司水产饲料销量从 17 万吨增加到 47 万吨，近 5 年年复合增速为 22.57%。反刍饲料方面，公司 2019 年销售反刍饲料 34 万吨，客户包括三元、光明、蒙牛、伊利等主要企业。禽料方面，2019 年禽养殖行业景气度较高，公司禽料销量为 18.18 万吨，同比增长 113.64%。

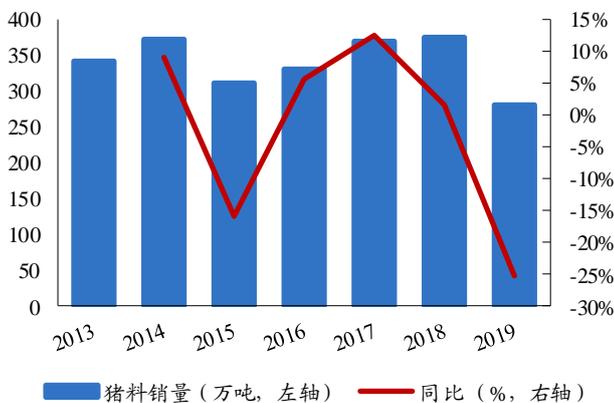
图7：公司猪料销量占比最高



数据来源：Wind、开源证券研究所

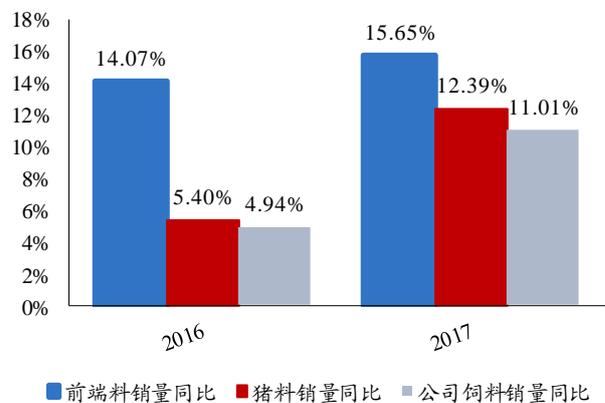
2020 年前端料占比有望提升,带动猪料业务盈利改善。根据公司年报数据显示, 2016 及 2017 年生猪价格表现较好, 下游补栏积极性高, 公司高毛利率的前端料销量增速远高于猪料销量增速, 有效带动猪料毛利率提升, 使得饲料业务盈利能力增强。2018 年在生猪价格进入下行周期时, 行业能繁母猪补栏积极性较弱, 公司猪前端饲料销量占比降低, 中大猪饲料销量占比提高, 使得公司猪料毛利率降低。2019 年受非洲猪瘟疫情影响公司猪料销量下滑, 但由于高毛利的猪前端料(教槽料、保育料及母猪料)占比仍较大, 2019 年饲料盈利水平略高于 2018 年。预计 2020 年生猪价格维持高位, 行业补栏情绪较高, 公司将进一步加强猪料销售, 同时提高前端料销量占比, 猪料业务盈利能力有望改善。

图8：2019 年公司猪料销量同比下降 25.40%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：补栏周期中前端料销量增速快于猪料整体增速



数据来源：Wind、开源证券研究所

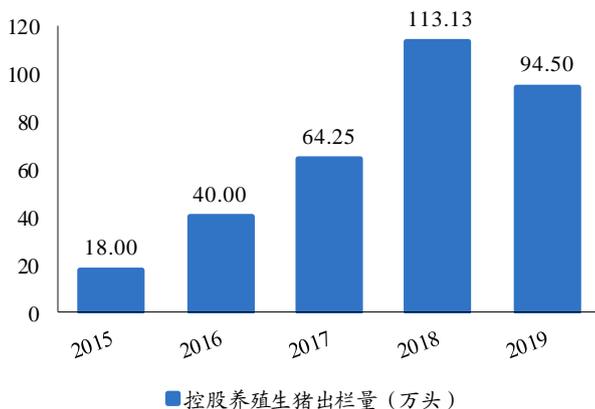
水产料业务平稳发展,有望受益于饲料禁抗新政。公司在 2015 年度重点开拓了水产饲料,其销量从 2014 年的 17 万吨跃升至 2015 年的 29 万吨,同比增加 70.28%, 2015 年后公司水产饲料销量迈入新量级, 2019 年达到 47.19 万吨。公司水产饲料以推行高端产品与水产微生态饲料为主要战略。在农业农村部出台“2020 年饲料禁抗”新政背景下, 公司的无抗及微生态饲料具有一定竞争优势, 公司水产饲料业务将迎来新的发展机遇。

图10: 2019年公司水产饲料销量47.19万吨

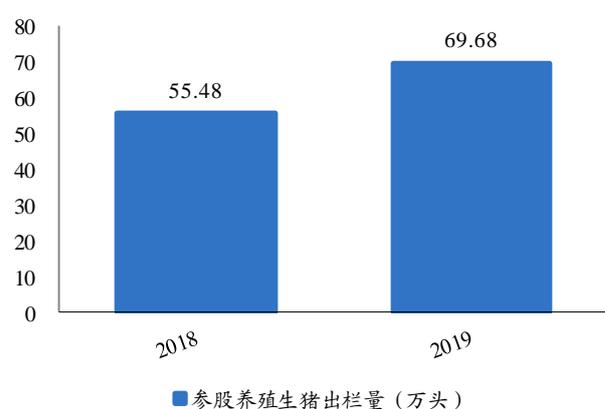

数据来源: Wind、开源证券研究所

3、生猪养殖出栏量增长，业绩弹性有望释放

集中自身优势，全力发展生猪养殖业务。公司于2011年进入种猪产业，2013年开始布局商品猪养殖，2016年提出“养猪大创业战略”，并探索出一条“公司+员工”的共建之路。公司已陆续在东北、内蒙古、华北、西北、广西、安徽、浙江、江西、湖南等区域，通过合伙创业的方式，参股建立了八大养猪平台，84家养猪公司，储备近3000万头生猪出栏土地。2019年实现生猪出栏164.18万头，其中控股养猪公司销售94.50万头，受非洲猪瘟影响同比减少16.47%，公司参股养猪公司销售69.68万头，同比增长25.60%。未来公司将加大参股养殖平台权益回收比例，增加参股养殖平台生猪出栏量，同时依托自身在饲料动保产业的资源、种猪原种基因资源、母乳料产品领先技术以及农信互联信息处理能力等，全力支持生猪养殖业务发展。

图11: 2019年公司控股养殖企业生猪出栏量下降


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

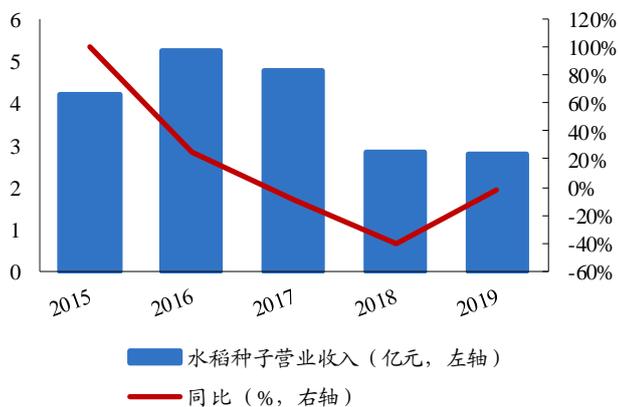
图12: 2019年公司参股养殖企业生猪出栏量增长


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

4、转基因商业化加速，种业打开长期成长空间

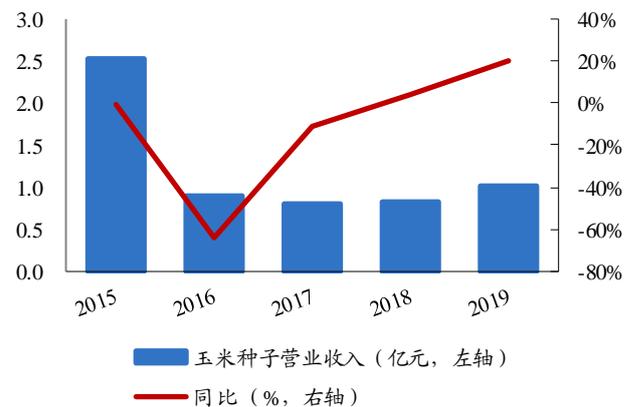
近年来公司种子业务表现欠佳，2020年玉米价格景气或带动业绩回暖。公司种子主要以主粮中的水稻和玉米种子为主。水稻种子方面，2018年开始受双季改单季，稻谷收购保护价降低影响，市场中优质品种的竞争加剧，水稻种子收入下降。玉米种子方面，2016年国家取消了玉米托市收购政策，导致玉米种植面积逐年下降，公司玉米种子业务受到影响营业收入下降。2019年玉米价格上涨，公司玉米种子业务营业收入同比增长20%，2020年随着饲用玉米需求回升，玉米价格持续上行，种植环境改善，公司玉米种子收入有望继续增长。

图13：公司水稻种子业务收入下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：2019年公司玉米种子收入同比增长20%



数据来源：Wind、开源证券研究所

国内种业革命性品种换代，公司成长空间打开。公司立足全球视野，持续十年投入研发生物科技技术，其研发的转基因种子性状突出，并不断寻求科研成果的商业转化。2019年2月公司子公司北京大北农生物技术有限公司研发的转基因大豆DBN-09004-6获得阿根廷政府的种植许可。公司转基因大豆产品在国际市场取得里程碑式进展，未来公司转基因技术的市场化应用和经营拓展具备广阔的市场空间。国内方面，2020年1月农业农村部科技教育司发布农业转基因生物安全证书(生产应用)批准清单，其中包括2个玉米品种和1个大豆品种。玉米品种中公司研发的DBN9936获得安全证书。转基因玉米第一次在安全证书申请环节获批，玉米转基因种子商业化进程进一步推进，国内玉米种业或将迎来一场品种换代革命，公司有望充分受益新品种上市带来的收入规模提升。

表1：公司两个品种的转基因种子取得进展

| 种子编号 | 种子类型 | 特性 | 进展 |
|-------------|------|--|---------------|
| DBN-09004-6 | 大豆 | 具备草甘膦和草铵膦两种除草剂抗性 | 获得阿根廷政府种植许可 |
| DBN9936 | 玉米 | 对玉米螟、东方粘虫、桃蛀螟、棉铃虫、劳氏粘虫、粟灰螟、高粱条螟、二点委夜蛾等具有良好的抗性，同时能耐受标签推荐中剂量4倍的草甘膦 | 获得农业农村部生物安全证书 |

资料来源：公司公告、开源证券研究所

5、盈利预测与投资建议

- 1) **饲料业务:** 考虑公司饲料业务发展较为稳定, 假设 2020-2022 年公司猪料销量为 300/350/380 万吨, 水产饲料销量为 50/52/55 万吨, 反刍饲料销量为 35/36/37 万吨, 禽料销量分别为 18/19/20 万吨。
- 2) **生猪养殖:** 考虑公司在生猪养殖业务上的大力投入, 假设 2020-2022 年公司生猪出栏量为 250/400/600 万头 (其中权益占比假设为 60%), 销售均价为 34/24/18 元/公斤。

短期来看, 公司有望受益于生猪养殖业务带来的利润增厚, 以及猪料的需求改善, 暂时不考虑转基因种子对业绩造成的影响。基于以上假设, 我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 27.03/28.81/24.18 亿元 (其中生猪养殖业务利润为 19.50/21.72/17.78 亿元), EPS 分别为 0.64/0.69/0.58 元, 当前股价对应 PE 分别为 14.4/13.5/16.1 倍。可比公司估值方面, 公司 PE 低于行业平均水平, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表2: 可比公司估值: 大北农 PE 估值低于行业平均水平

| 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 |
| 600438.SH | 通威股份 | 13.8 | 590.0 | 0.68 | 0.69 | 0.93 | 1.16 | 20.3 | 20.0 | 14.8 | 11.9 |
| 002311.SZ | 海大集团 | 44.9 | 707.0 | 1.04 | 1.64 | 2.1 | 2.46 | 43.2 | 27.4 | 21.4 | 18.2 |
| 000876.SZ | 新希望 | 34.3 | 1444.0 | 1.2 | 3.64 | 4.63 | 3.84 | 28.5 | 9.4 | 7.4 | 8.9 |
| | 平均值 | | | | | | - | | 17.8 | 14.3 | 13.8 |
| 002385.SZ | 大北农 | 9.30 | 390.0 | 0.12 | 0.64 | 0.69 | 0.58 | 76.0 | 14.4 | 13.5 | 16.1 |

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 大北农、海大集团及新希望数据为开源农业预测, 其他公司 2019 年 EPS 来自于 2019 年年报或业绩快报, 2020 年 EPS 来自于 Wind 一致预期。最新股价及市值为 2020 年 4 月 28 日数据

6、风险提示

自然灾害风险, 疫病风险, 转基因推进不及预期, 公司生猪出栏量不及预期。

附：财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 6937 | 6905 | 8890 | 8579 | 10846 |
| 现金 | 2275 | 2730 | 2733 | 3243 | 4062 |
| 应收票据及应收账款 | 1745 | 1097 | 2370 | 1497 | 2524 |
| 其他应收款 | 245 | 393 | 385 | 483 | 420 |
| 预付账款 | 134 | 154 | 197 | 194 | 213 |
| 存货 | 2298 | 2298 | 2971 | 2928 | 3392 |
| 其他流动资产 | 240 | 235 | 235 | 235 | 235 |
| 非流动资产 | 11159 | 11999 | 13920 | 15305 | 16018 |
| 长期投资 | 2328 | 2253 | 3467 | 4692 | 5717 |
| 固定资产 | 4866 | 6149 | 6729 | 6912 | 6660 |
| 无形资产 | 2035 | 2010 | 2157 | 2193 | 2229 |
| 其他非流动资产 | 1929 | 1587 | 1566 | 1508 | 1412 |
| 资产总计 | 18096 | 18904 | 22810 | 23884 | 26864 |
| 流动负债 | 6437 | 5692 | 7897 | 6556 | 7678 |
| 短期借款 | 2442 | 2653 | 3386 | 2653 | 2653 |
| 应付票据及应付账款 | 1124 | 1155 | 1458 | 1467 | 1667 |
| 其他流动负债 | 2871 | 1884 | 3053 | 2436 | 3358 |
| 非流动负债 | 944 | 1749 | 1549 | 1298 | 1004 |
| 长期借款 | 694 | 1250 | 1050 | 799 | 505 |
| 其他非流动负债 | 250 | 499 | 499 | 499 | 499 |
| 负债合计 | 7381 | 7441 | 9446 | 7854 | 8682 |
| 少数股东权益 | 935 | 1391 | 1554 | 1727 | 1884 |
| 股本 | 4243 | 4195 | 4195 | 4195 | 4195 |
| 资本公积 | 1461 | 1234 | 1234 | 1234 | 1234 |
| 留存收益 | 4971 | 5199 | 6326 | 7277 | 7808 |
| 归属母公司股东权益 | 9779 | 10072 | 11810 | 14302 | 16298 |
| 负债和股东权益 | 18096 | 18904 | 22810 | 23884 | 26864 |

| 现金流量表(百万元) | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 1067 | 1787 | 1562 | 2587 | 1778 |
| 净利润 | 486 | 621 | 2865 | 3054 | 2574 |
| 折旧摊销 | 544 | 559 | 614 | 690 | 739 |
| 财务费用 | 247 | 205 | 192 | 183 | 135 |
| 投资损失 | -317 | -176 | -1503 | -1551 | -1345 |
| 营运资金变动 | -181 | 403 | -607 | 211 | -326 |
| 其他经营现金流 | 289 | 176 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | -1417 | -390 | -1032 | -524 | -107 |
| 资本支出 | 987 | 865 | 706 | 160 | -312 |
| 长期投资 | -500 | 26 | -1215 | 75 | -1025 |
| 其他投资现金流 | -930 | 501 | -1541 | -288 | -1443 |
| 筹资活动现金流 | -1187 | -979 | -1260 | -820 | -851 |
| 短期借款 | 640 | 211 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 194 | 556 | -200 | -251 | -294 |
| 普通股增加 | 0 | -48 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 49 | -227 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -2070 | -1471 | -1060 | -569 | -557 |
| 现金净增加额 | -1538 | 418 | -730 | 1243 | 820 |

| 利润表(百万元) | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 19302 | 16578 | 20222 | 22555 | 23457 |
| 营业成本 | 15693 | 13277 | 15222 | 17042 | 18259 |
| 营业税金及附加 | 52 | 48 | 51 | 60 | 64 |
| 营业费用 | 1522 | 1123 | 1213 | 1353 | 1407 |
| 管理费用 | 961 | 923 | 1336 | 1435 | 1438 |
| 研发费用 | 415 | 383 | 272 | 337 | 376 |
| 财务费用 | 247 | 205 | 192 | 183 | 135 |
| 资产减值损失 | 207 | -54 | 0 | 0 | 0 |
| 其他收益 | 101 | 125 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 7 | -7 | -0 | -0 | -0 |
| 投资净收益 | 317 | 176 | 1503 | 1551 | 1345 |
| 资产处置收益 | -0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 631 | 675 | 3439 | 3695 | 3122 |
| 营业外收入 | 58 | 128 | 81 | 69 | 84 |
| 营业外支出 | 33 | 99 | 48 | 50 | 57 |
| 利润总额 | 656 | 704 | 3472 | 3714 | 3149 |
| 所得税 | 170 | 83 | 607 | 660 | 574 |
| 净利润 | 486 | 621 | 2865 | 3054 | 2574 |
| 少数股东损益 | -21 | 108 | 163 | 173 | 157 |
| 归母净利润 | 507 | 513 | 2703 | 2881 | 2418 |
| EBITDA | 1325 | 1424 | 4225 | 4528 | 3961 |
| EPS(元) | 0.12 | 0.12 | 0.64 | 0.69 | 0.58 |

| 主要财务比率 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入(%) | 3.0 | -14.1 | 22.0 | 11.5 | 4.0 |
| 营业利润(%) | -60.0 | 7.0 | 409.4 | 7.4 | -15.5 |
| 归属于母公司净利润(%) | -59.9 | 1.3 | 426.5 | 6.6 | -16.1 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率(%) | 18.7 | 19.9 | 24.7 | 24.4 | 22.2 |
| 净利率(%) | 2.6 | 3.1 | 13.4 | 12.8 | 10.3 |
| ROE(%) | 4.5 | 5.4 | 21.4 | 19.1 | 14.2 |
| ROIC(%) | 4.2 | 5.2 | 17.6 | 17.1 | 13.0 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率(%) | 40.8 | 39.4 | 41.4 | 32.9 | 32.3 |
| 净负债比率(%) | 14.8 | 15.7 | 18.2 | 5.9 | -1.0 |
| 流动比率 | 1.1 | 1.2 | 1.1 | 1.3 | 1.4 |
| 速动比率 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.8 | 0.9 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 1.0 | 0.9 | 1.0 | 1.0 | 0.9 |
| 应收账款周转率 | 12.3 | 11.7 | 11.7 | 11.7 | 11.7 |
| 应付账款周转率 | 13.6 | 11.7 | 11.7 | 11.7 | 11.7 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.12 | 0.12 | 0.64 | 0.69 | 0.58 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.25 | 0.43 | 0.37 | 0.62 | 0.42 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 2.33 | 2.40 | 2.81 | 3.41 | 3.88 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 77.0 | 76.0 | 14.4 | 13.5 | 16.1 |
| P/B | 4.0 | 3.9 | 3.3 | 2.7 | 2.4 |
| EV/EBITDA | 31.3 | 29.6 | 10.2 | 9.2 | 10.3 |

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