

金河生物 (002688)

证券研究报告

2021年06月18日

金霉素龙头地位稳固，动物疫苗已成新增长点

金河生物：金霉素行业龙头，不断拓宽动保业务

公司是金霉素行业龙头，年产能5.5万吨左右，占全球产能的一半左右，规模优势非常明显。公司的愿景是成为规模领先的动保公司，为全球客户提供优质产品和服务。为实现这一目标，公司积极布局兽用化药（盐酸多西环素）、兽用疫苗（牛羊布病、口蹄疫疫苗等）、宠物用药等新品种及新领域。2020年受国内饲料禁抗政策的影响，公司业绩暂时性下滑，目前已企稳反弹。2021年一季度公司实现营业收入4.6亿元，同比增长6.7%，归母净利润8542.6万元，同比增长58.0%。

动物疫苗板块：潜心布局终现硕果，疫苗业务实现突破

经过多年潜心经营，2020年公司兽用疫苗板块取得突破，营业收入2.3亿元，同比增长246%，净利润0.7亿元，同比增长216%，实现扭亏为盈。公司不断加大市场开发力度，在“大金河，大动保”的整体营销战略推动下，产品不断被市场认可，成功开发了一批大客户，猪蓝耳、猪圆环、猪支原体疫苗在国内部分大型养殖集团中大量使用，市场占有率逐步提升。同时，公司不断加大研发与注册工作力度，新产品储备丰富，涵盖口蹄疫、布病、非洲猪瘟等重大疾病相关产品。未来随着新产品不断落地，有望支撑公司业绩持续增长。

金霉素板块：短期阵痛后，21年有望企稳反弹

2020年我国“限抗”政策正式落地，金霉素类产品的监管政策和市场体系都发生了很大变化，这一变化，大体参考了美国的“限抗”政策。美国2017年推行的限抗政策，一度对整个行业造成压力，但市场经过适应期后，逐渐恢复到常态。2019年美国四环素整体用量4117吨，同比增长4%，相较于2017年增加了16%。从长期来看，国内金霉素市场有望出现类似美国限抗政策推出后的短期冲击、长期增长的趋势。公司作为行业龙头，积极应对行业变化，随着营销力度的加大与深入，养殖线已开始逐渐认可并使用金霉素产品，在一定时间的磨合期后，金霉素产品的内销市场有望重新恢复增长。

盈利预测与投资建议

受非洲猪瘟疫情以及海外新冠疫情的影响，我们下调公司21/22年业绩。我们预计2021-2023年公司净利润2.52/3.35/4.03亿元（21/22年前值3.75/4.57亿元），同比115%/33%/20%，EPS分别为0.40/0.53/0.63元，对应PE分别为17/13/10倍。我们认为，金霉素行业需求偏刚性，竞争格局好，且公司龙头地位稳固，拥有定价权；同时，公司积极发展兽用疫苗业务，2020年实现扭亏为盈，未来有望成为公司业绩增长的另一驱动力。基于此，给予21年30倍PE，目标价12元，维持“买入”评级。

风险提示：政策变动的风险；疫情的风险；新产品拓展不及预期的风险

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,782.36	1,814.64	2,101.95	2,473.40	2,770.72
增长率(%)	9.42	1.81	15.83	17.67	12.02
EBITDA(百万元)	425.42	410.04	498.83	626.34	716.06
净利润(百万元)	184.94	117.32	251.87	335.20	402.56
增长率(%)	13.02	(36.56)	114.68	33.09	20.10
EPS(元/股)	0.29	0.18	0.40	0.53	0.63
市盈率(P/E)	22.84	36.01	16.77	12.60	10.49
市净率(P/B)	2.52	2.62	2.51	2.38	2.22
市销率(P/S)	2.37	2.33	2.01	1.71	1.52
EV/EBITDA	11.49	11.08	10.55	8.00	6.95

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	农林牧渔/动物保健
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	6.65元
目标价格	12元

基本数据

A股总股本(百万股)	635.29
流通A股股本(百万股)	635.29
A股总市值(百万元)	4,224.68
流通A股市值(百万元)	4,224.68
每股净资产(元)	2.68
资产负债率(%)	49.51
一年内最高/最低(元)	9.49/4.88

作者

吴立	分析师
SAC执业证书编号：S1110517010002	
wuli1@tfzq.com	
王聪	分析师
SAC执业证书编号：S1110519080001	
wcong@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《金河生物-年报点评报告:公司主业稳定增长，动物疫苗业务逐渐成为新增长点》2020-04-22
- 《金河生物-公司点评:动物疫苗业务扭亏，带动业绩超预期增长》2020-04-07
- 《金河生物-公司点评:19年业绩略超预期，20年或迎来戴维斯双击》2020-02-26

内容目录

1. 疫苗业务：潜心布局终现硕果，20 年业绩扭亏为盈.....	3
1.1. 公司通过并购切入动保业务，新品蓄势待发.....	3
1.2. 2020 年疫苗业务扭亏为盈.....	4
1.3. 持续加大投入力度，保证疫苗业务可持续发展.....	4
2. 金霉素业务：短期阵痛后，21 年有望企稳反弹.....	5
2.1. 公司龙头地位稳固，核心竞争力强.....	5
2.2. 20 年受国内外冲击，21 年有望企稳反弹.....	5
3. 盈利预测与投资建议.....	6
4. 风险提示.....	7

图表目录

图 1：公司现有四大技术平台.....	3
图 2：公司疫苗收入及毛利率情况.....	4
图 3：子公司金河佑本收入利润情况.....	4
图 4：饲用金霉素业务总收入对比（百万元）.....	5
图 5：饲用金霉素业务毛利率对比.....	5
图 6：公司国内金霉素业务收入情况.....	5
图 7：公司海外业务收入情况.....	5
图 8：限抗后，美国四环素用量恢复增长（吨）.....	6
图 9：公司收入拆分及预测.....	6
表 1：公司疫苗种类.....	3
表 2：公司募投项目情况.....	4
表 3：可比公司估值情况（2021.6.17）.....	7

1. 疫苗业务：潜心布局终现硕果，20 年业绩扭亏为盈

1.1. 公司通过并购切入动保业务，新品蓄势待发

公司通过并购杭州佑本、美国普泰克公司迅速进入兽用疫苗行业。通过加强业务整合，以市场化为导向，加强技术创新和产品升级，提升公司核心竞争力。目前公司有四大技术平台：抗原工业化量产技术平台、基因工程亚单位抗原构建技术平台、抗原纯化技术平台、抗原定量检测技术平台，利用上述技术优势进行多款产品升级改造，已取得突破性进展。收购美国普泰克疫苗公司后，公司拥有了国际化的技术平台与支撑，从而使公司拥有了独特的产品技术竞争力。

图 1：公司现有四大技术平台



资料来源：公司官网，天风证券研究所

依托国内外两个疫苗业务平台，充分利用国际先进技术发展公司疫苗，公司已经形成较强的技术研发能力和产品文号资源。公司积极加大疫苗业务的科研投入和技术创新，与多个科研院所、大专院校合作，改造产品生产工艺，提高公司产品质量。公司新改造的两条细胞毒灭活疫苗悬浮培养生产线，已通过兽药 GMP 现场检查验收。随着公司兽用疫苗科研投入的不断加大，未来新疫苗的上市会为公司增添新的业务增长点。

表 1：公司疫苗种类

疫苗种类	法律法规名称
猪用疫苗	猪圆环病毒 2 型灭活疫苗(ZJ/C 株)
	猪繁殖与呼吸综合征灭活疫苗(NVDC-JXA1 株)
	猪瘟耐热保护剂活疫苗(细胞源)
	猪瘟活疫苗(细胞源/传代细胞源)
	猪瘟活疫苗(兔源)
	政府采购专用猪瘟活疫苗(细胞源/脾淋源)
	伪狂犬病活疫苗(Bartha-K61 株)
禽用疫苗	鸡传染性法氏囊病活疫苗(B87 株)
	鸡传染性喉气管炎活疫苗(K317 株/H52 株/H120 株)
	鸡痘活疫苗(鹤鹑化弱毒株)
	鸡新城疫、传染性支气管炎二联活疫苗(La Sotad 株+H52 株/La Sotad 株+H120 株)
	鸡新城疫活疫苗(HB1 株/Clone 30 株/La sofa 株)
	鸭瘟活疫苗
	鸡传染性鼻炎(A 型+C 型)、新城疫二联灭活疫苗
	鸡新城疫、传染性支气管炎、减蛋综合征、禽流感(H9 亚型)
	四联灭活疫苗(La Sota 株+M41 株+H E02 株+HN106 株)
	鸡新城疫、传染性支气管炎、减蛋综合征
	三联灭活疫苗(La sofa 株+M41 株+H E02 株)
	鸡新城疫、禽流感(H9 亚型)二联灭活疫苗(La Sota 株+HP 株)
	鸡新城疫灭活疫苗

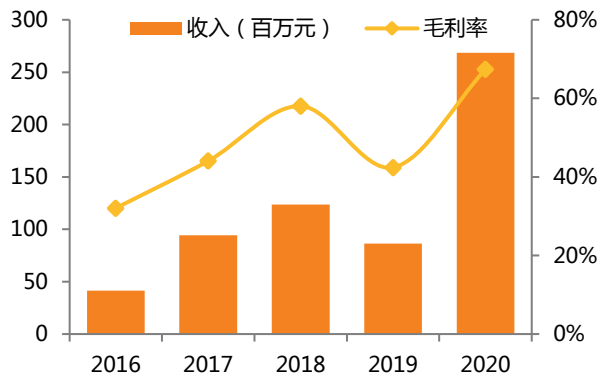
鸭传染性浆膜炎二价灭活疫苗(1 型 RAf63 株+2 型 RAf34 株)
牛羊疫苗 伪狂犬病活疫苗(Bartha-K61 株)

资料来源：公司官网，天风证券研究所

1.2. 2020 年疫苗业务大突破，实现扭亏为盈

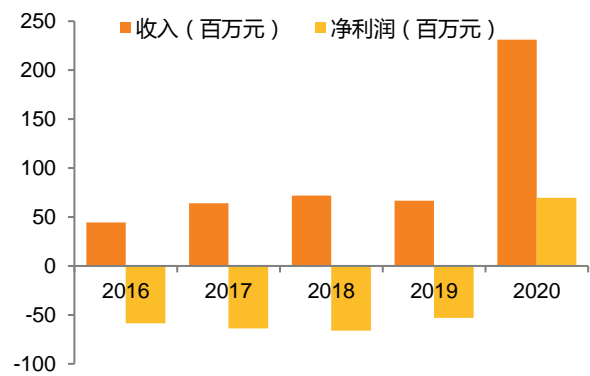
2020 年公司兽用疫苗板块取得了较大突破，业绩大幅度增长。金河佑本实现营业收入 2.31 亿元，同比增长 246.49%，实现净利润 0.70 亿元，同比增长 216.00%。公司业绩大幅增长主要由于经过前几年的潜心经营，公司产品质量不断改善，工艺日趋成熟，技术水平不断上升。同时，公司不断加大市场开发力度，在“大金河，大动保”的整体营销战略推动下，产品不断被市场认可，成功开发了一批大客户，猪蓝耳、猪圆环、猪支原体疫苗在国内部分大型养殖集团中大量使用，市场占有率逐步提升。

图 2：公司疫苗收入及毛利率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：子公司金河佑本收入利润情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

新产品储备丰富，支撑长期成长。公司不断加大研发与注册工作力度，2020 年公司获得了狂犬灭活疫苗批准文号，口蹄疫合成肽疫苗新兽药证书，圆喘二联苗进口注册正在复核检验中，猪伪狂犬灭活苗通过复审，布病苗正在申请新兽药注册，猪乙脑灭活苗、猪细小灭活苗正在准备注册。猪口蹄疫 VLP 疫苗准备申报临床，猪瘟、猪圆环二联灭活疫苗申报材料正在编写，猪瘟、猪伪狂犬二联灭活苗正在进行实验室研究。此外，公司正在与相关科研机构合作开发流行毒株猪蓝耳病灭活疫苗、非洲猪瘟疫苗和瘟伪二联灭活疫苗。

1.3. 持续加大投入力度，保证疫苗业务可持续发展

公司募投项目中“动物疫苗生产基地建设项目（一期）”为子公司金河佑本拟新建动物疫苗生产基地的项目，金河佑本按新版兽药 GMP 的要求，建立完整的动物疫苗生产线，投入研发生产布病活疫苗(牛/羊)、绵羊传染性胸膜肺炎灭活疫苗、猪口蹄疫 O/A 型合成肽疫苗、猪伪狂犬灭活疫苗等产品。“新版 GMP 符合性技改项目”为子公司杭州佑本按照新版兽药 GMP 规范要求和技术改造的项目，目标是使得杭州佑本在 2022 年 6 月 1 日前通过新版兽药 GMP 认证，保证现有动物疫苗业务可持续发展。

表 2：公司募投项目情况

序号	项目名称	建设地点	投资金额 (万元)	使用募集资金 (万元)	项目实施主体
1	动物疫苗生产基地建设项目（一期）	托克托	49,109.79	37,016.68	金河佑本
2	新版 GMP 符合性技改项目	杭州	11,848.03	11,848.03	杭州佑本
3	生产工艺系统降耗增效改造项目	托克托	5,561.13	5,561.13	金河生物
4	动力系统节能升级技改项目	托克托	3,207.00	3,054.29	金河生物
5	补充流动资金	-	24,519.87	24,519.87	金河生物
合计			94,245.82	82,000.00	

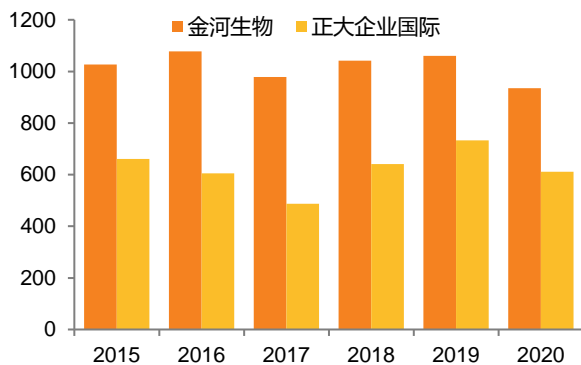
资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 金霉素业务：短期阵痛后，21 年有望企稳反弹

2.1. 公司龙头地位稳固，核心竞争力强

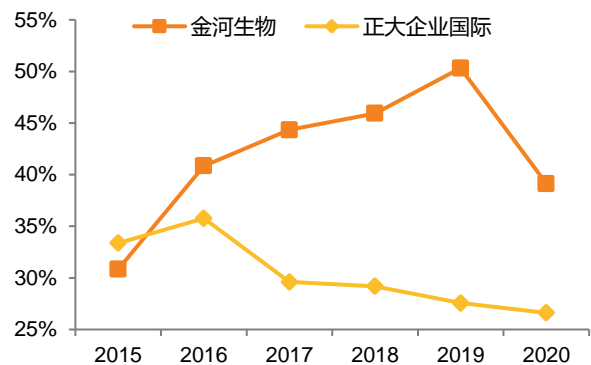
公司目前为全球规模最大的饲用金霉素生产企业，拥有产能 5.5 万吨/年，规模优势明显。公司在近三十年饲用金霉素专业生产的基础上，掌握了行业先进的发酵工艺、积累了丰富的实践经验，建立了符合国际规范的技术开发、生产工艺标准。产品生产工艺和装备先进、自动化程度高、制造成本竞争力突出。

图 4：饲用金霉素业务总收入对比（百万元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：饲用金霉素业务毛利率对比

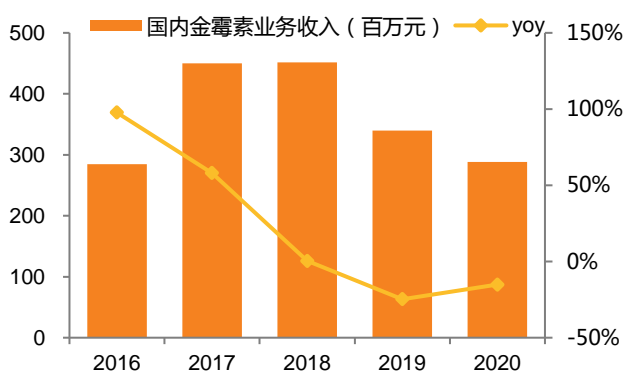


资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2. 20 年受国内外冲击，21 年有望企稳反弹

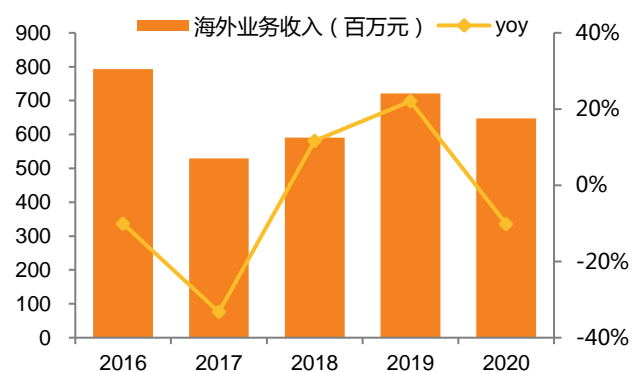
2020 年我国“限抗”政策正式落地，金霉素类产品的监管政策和市场体系都发生了很大变化。自 2020 年 7 月 1 日起，金霉素产品停止在饲料生产环节使用，转为在治疗中使用。金霉素类产品的客户从饲料生产企业转换为养殖场、养殖户，公司的销售渠道需要为此调整，下游的大型养殖场需要逐步学习使用金霉素产品，小、散养殖企业和养殖户尚处于适应期，给药用药机制的建立需要时间。因此，“限抗”政策使得公司金霉素类产品的境内销售受到一定程度的短期冲击。其次，金霉素的主要外销市场美国受到新冠疫情的严重影响，屠宰场一度大面积关闭，生猪存栏量下降。因此，公司出口美国市场的金霉素销售明显下滑。

图 6：公司国内金霉素业务收入情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

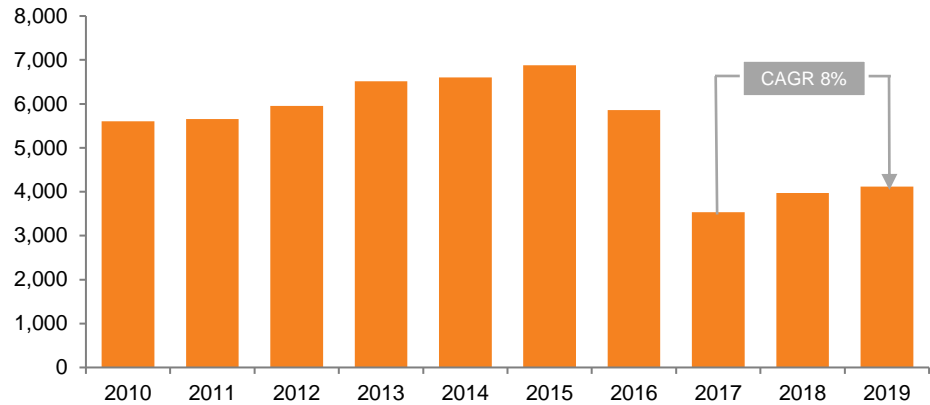
图 7：公司海外业务收入情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

农业农村部对药物饲料添加剂使用监管的变化，大体参考了美国的“限抗”政策。自 2017 年起，美国 FDA 要求药物饲料产品从 OTC（非处方）改为兽医饲料指令（VFD），药物饮用水产品从 OTC 改为兽医处方（Rx），均只能在获得有执照的兽医的事先授权后方可使用，并且取消了其产品用途（如促进生长）。美国 2017 年推行的限抗政策，一度对整个行业造成压力，但市场经过适应期后，逐渐恢复到常态。按照活性物质成分计算，2019 年美国四环素整体用量 4117 吨，同比增长 4%，相较于 2017 年增加了 16% 的用量。

图 8：限抗后，美国四环素用量恢复增长（吨）



资料来源：FDA，天风证券研究所

从长期来看，金霉素内销市场有望出现类似美国限抗政策推出后的短期冲击、长期增长的趋势。公司通过转变营销模式，由原来饲料线营销模式转变为养殖线营销加技术服务模式，适应新的监管体制和市场环境。随着公司营销力度的加大与深入，养殖线已开始逐渐认可并使用金霉素产品，在一定时间的磨合期后，金霉素产品的内销市场将重新恢复增长。

3. 盈利预测与投资建议

受非洲猪瘟疫情以及海外新冠疫情的影响，我们下调公司 21/22 年业绩。我们预计 2021-2023 年公司净利润 2.52/3.35/4.03 亿元（21/22 年前值 3.75/4.57 亿元），同比 115%/33%/20%，EPS 分别为 0.40/0.53/0.63 元，对应 PE 分别为 17/13/10 倍。

图 9：公司收入拆分及预测

(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
药物饲料添加剂					
收入	33.4	34	60	80	100
yoy		2.8%	74.9%	33.3%	25.0%
毛利	6.3	8	15	20	25
毛利率(%)	18.8%	24.6%	25.0%	25.0%	25.0%
淀粉及联产品					
收入	471.6	456	502	552	607
yoy	42.2%	-3.3%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利	40.4	41	40	44	49
毛利率(%)	8.6%	9.0%	8.0%	8.0%	8.0%
兽用疫苗					
收入	86.5	268	403	523	680
yoy	-30.0%	210.2%	50.0%	30.0%	30.0%
毛利	36.7	181	282	366	476
毛利率(%)	42.4%	67.4%	70.0%	70.0%	70.0%
污水处理					
收入	65.0	55	61	67	74
yoy	17.5%	-15.0%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利	28.1	27	27	30	33
毛利率(%)	43.1%	48.6%	45.0%	45.0%	45.0%
兽用化学药品					
收入	1,059.0	935	1,010	1,183	1,240
yoy		-11.7%	8.0%	17.1%	4.8%
毛利	535.5	366	455	562	590
毛利率(%)	50.6%	39.1%	45.0%	47.5%	47.6%
其他主营业务					
收入	66.8	65	66	68	69
yoy	56.1%	-2.7%	2.0%	2.0%	2.0%
毛利	6.1	7	7	7	7
毛利率(%)	9.2%	10.4%	10.0%	10.0%	10.0%

资料来源：Wind，天风证券研究所

我们认为，金霉素行业需求偏刚性，竞争格局好，且公司龙头地位稳固，拥有定价权；同时，公司积极发展兽用疫苗业务，2020 年实现扭亏为盈，未来有望成为公司业绩增长的另一驱动力。基于此，给予 21 年 30 倍 PE，目标价 12 元，维持“买入”评级。

表 3：可比公司估值情况（2021.6.17）

代码	证券简称	市盈率 PE		
		TTM	21E	22E
002688.SZ	金河生物	28.4	16.8	12.6
	平均值	34.9	27.5	20.2
600201.SH	生物股份	42.4	30.4	20.7
688526.SH	科前生物	34.7	28.4	22.4
300119.SZ	瑞普生物	31.2	26.0	21.0
603566.SH	普莱柯	29.2	24.5	19.0
300871.SZ	回盛生物	37.0	28.5	18.1

资料来源：Wind，天风证券研究所

4. 风险提示

1、行业政策变动的风险

2019 年 3 月初，农业农村部畜牧兽医局发布了《药物饲料添加剂退出计划（征求意见稿）》。该政策实施后，公司产品饲料金霉素的行业监管模式从“兽药添字”转为“兽药字”，金霉素使用方式从由饲料企业直接添加变更为养殖企业根据兽医处方使用。美国 FDA 从 2017 年即开始对金霉素的使用采取与中国相似的管理模式。从美国市场的情况来看，饲料金霉素使用方式的改变，会对产品销售带来一定的影响，2017 年美国市场销量下滑，但自 2018 年起美国市场逐步回升。借鉴美国市场的经验，公司已从产品储备、营销模式的改变等方面采取措施，应对市场变化。

2、非洲猪瘟对下游养殖行业的长期影响

公司目前疫苗产品主要为猪用疫苗，下游需求的减少对疫苗销售带来不利影响。公司积极关注行业变化，调整产品结构和销售策略，努力拓展市场。

3、新产品市场开发不达预期的风险

公司不断加大动保系列产品的研发，研发项目虽紧贴市场需求，但研发周期长、投入大，养殖环境复杂。因此，公司新产品存在市场拓展不达预期的风险。公司深度研判市场需求变化，坚持以市场为导向，减少研发风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	361.91	314.80	105.10	371.01	415.61	营业收入	1,782.36	1,814.64	2,101.95	2,473.40	2,770.72
应收票据及应收账款	310.55	301.13	540.75	261.21	637.15	营业成本	1,129.24	1,184.69	1,275.79	1,444.26	1,590.57
预付账款	30.78	30.62	39.82	36.38	48.34	营业税金及附加	22.11	17.15	21.02	24.73	27.71
存货	429.61	447.26	462.33	576.45	559.57	营业费用	129.56	113.21	147.14	173.14	193.95
其他	107.87	146.34	96.36	125.73	127.29	管理费用	203.89	222.35	210.19	247.34	277.07
流动资产合计	1,240.72	1,240.15	1,244.35	1,370.78	1,787.96	研发费用	60.70	66.36	73.57	86.57	96.98
长期股权投资	0.25	0.24	0.24	0.24	0.24	财务费用	43.72	84.93	60.00	60.00	60.00
固定资产	875.98	922.02	945.33	884.96	804.37	资产减值损失	(28.41)	(12.85)	5.00	5.00	5.00
在建工程	97.10	123.10	109.86	65.91	39.55	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	735.22	683.37	653.71	624.05	594.38	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	395.02	408.00	388.54	389.22	390.95	其他	45.53	9.37	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	2,103.56	2,136.72	2,097.68	1,964.38	1,829.49	营业利润	176.02	129.43	309.24	432.36	519.44
资产总计	3,344.28	3,376.87	3,342.03	3,335.16	3,617.45	营业外收入	44.60	18.92	20.00	1.00	1.00
短期借款	881.71	1,115.41	733.76	778.41	796.63	营业外支出	0.42	7.45	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	151.99	96.98	212.38	121.38	241.13	利润总额	220.20	140.91	329.24	433.36	520.44
其他	111.65	160.67	140.52	136.10	163.26	所得税	29.87	1.71	49.39	65.00	78.07
流动负债合计	1,145.35	1,373.06	1,086.67	1,035.90	1,201.02	净利润	190.33	139.19	279.86	368.35	442.38
长期借款	267.42	135.00	265.00	200.00	150.00	少数股东损益	5.39	21.87	27.99	33.15	39.81
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	184.94	117.32	251.87	335.20	402.56
其他	124.63	118.86	143.80	129.10	130.59	每股收益(元)	0.29	0.18	0.40	0.53	0.63
非流动负债合计	392.05	253.86	408.80	329.10	280.59						
负债合计	1,537.40	1,626.93	1,495.47	1,365.00	1,481.61	主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	127.95	135.06	163.04	196.20	236.01	成长能力					
股本	635.29	635.29	635.29	635.29	635.29	营业收入	9.42%	1.81%	15.83%	17.67%	12.02%
资本公积	422.36	421.94	421.94	421.94	421.94	营业利润	-10.87%	-26.47%	138.92%	39.81%	20.14%
留存收益	1,037.34	995.41	1,048.23	1,138.67	1,264.54	归属于母公司净利润	13.02%	-36.56%	114.68%	33.09%	20.10%
其他	(416.06)	(437.75)	(421.94)	(421.94)	(421.94)	获利能力					
股东权益合计	1,806.88	1,749.94	1,846.56	1,970.16	2,135.84	毛利率	36.64%	34.71%	39.30%	41.61%	42.59%
负债和股东权益总计	3,344.28	3,376.87	3,342.03	3,335.16	3,617.45	净利率	10.38%	6.47%	11.98%	13.55%	14.53%
						ROE	11.02%	7.27%	14.96%	18.90%	21.19%
						ROIC	7.87%	8.23%	11.75%	15.39%	19.23%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	资产负债率	45.97%	48.18%	44.75%	40.93%	40.96%
净利润	190.33	139.19	251.87	335.20	402.56	净负债率	46.17%	58.21%	51.52%	34.00%	28.03%
折旧摊销	101.00	121.76	129.59	133.98	136.62	流动比率	1.08	0.90	1.15	1.32	1.49
财务费用	61.32	62.15	60.00	60.00	60.00	速动比率	0.71	0.58	0.72	0.77	1.02
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营运能力					
营运资金变动	(232.43)	(129.82)	(48.88)	23.77	(231.10)	应收账款周转率	4.98	5.93	4.99	6.17	6.17
其它	161.97	64.79	27.99	33.15	39.81	存货周转率	4.48	4.14	4.62	4.76	4.88
经营活动现金流	282.19	258.08	420.56	586.11	407.89	总资产周转率	0.53	0.54	0.63	0.74	0.80
资本支出	243.43	129.15	85.06	14.70	(1.49)	每股指标(元)					
长期投资	(1.89)	(0.02)	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.29	0.18	0.40	0.53	0.63
其他	(425.62)	(333.55)	(195.06)	(14.70)	1.49	每股经营现金流	0.44	0.41	0.66	0.92	0.64
投资活动现金流	(184.08)	(204.41)	(110.00)	0.00	0.00	每股净资产	2.64	2.54	2.65	2.79	2.99
债权融资	1,196.11	1,333.41	1,056.38	1,040.94	1,014.34	估值比率					
股权融资	(68.85)	(107.47)	(44.18)	(60.00)	(60.00)	市盈率	22.84	36.01	16.77	12.60	10.49
其他	(1,313.20)	(1,198.34)	(1,532.46)	(1,301.14)	(1,317.63)	市净率	2.52	2.62	2.51	2.38	2.22
筹资活动现金流	(185.94)	27.60	(520.27)	(320.20)	(363.29)	EV/EBITDA	11.49	11.08	10.55	8.00	6.95
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	15.00	15.66	14.25	10.18	8.59
现金净增加额	(87.84)	81.28	(209.70)	265.91	44.60						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com