

## 隆平高科 (000998.SZ) 国内现代种业领头羊，转基因时代更进一步

2020年06月04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

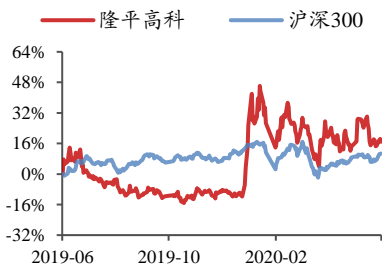
证书编号: S0790120030042

日期	2020/6/3
当前股价(元)	16.59
一年最高最低(元)	21.26/11.89
总市值(亿元)	218.49
流通市值(亿元)	160.82
总股本(亿股)	13.17
流通股本(亿股)	9.69
近3个月换手率(%)	270.35

### ● 国内领先的种业企业，聚焦农作物种业

公司是国内领先的“育繁推一体化”种业企业，杂交水稻种子业务位居全球前列，玉米、辣椒、黄瓜、谷子、食葵种子业务位居国内前列。2019年公司实现营业收入11.99亿元，同比下降17.66%，实现归母净利润为-2.98亿元，同比下降137.71%。公司近几年大举并购海内外资产，叠加行业整体表现低迷，业绩表现欠佳。短期来看，公司有望受益于水稻及玉米种子行业回暖带来的利润增厚，中长期来看，公司转基因技术储备充足，转基因商业化背景下公司成长空间打开。暂时不考虑转基因种子对业绩造成的影响，我们预计公司2020-2022年归母净利润分别为2.37/4.33/6.05亿元，EPS分别为0.18/0.33/0.46元，当前股价对应PE分别为92.1/50.4/36.1倍。可比公司估值方面，由于公司资产规模及种子体量居世界前列，公司PE略高于行业平均水平，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 股价走势图



数据来源: 贝格数据

### ● 水稻种子知名度高，有望受益于底部复苏

公司杂交水稻严控种子质量，质量远超同行业水平，市场认可度和品牌知名度较高。2019年以晶两优及部分拟推广新品种为代表的杂交水稻种子质量显著提高，公司虽受水稻收购价走低影响，营业收入下降，但仍维持行业领先水平。2020年水稻最低收购价格略有上涨，公司作为国内水稻种业龙头业绩或将改善。

### ● 玉米种子供需格局改善，转基因商业化未来可期

2016年开始玉米价格持续下跌，玉米种植面积减少。经过近3年调整，玉米价格开始走强。2020年下游养殖行业利润高涨，饲用玉米需求提升，玉米种子行业供需将迎来改善。同时公司拥有充足的转基因技术储备，参股公司产品瑞丰125获得转基因生物安全证书，最新募集资金中1.5亿元将投入转基因领域，公司通过外延并购及研发，转基因产品优势明显，率先受益国内种业转基因种子革命。

● **风险提示:** 极端天气及病虫害影响，产品销量不及预期，研发能力不及预期。

### 财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,580	3,130	3,614	4,295	5,241
YOY(%)	12.2	-12.6	15.5	18.9	22.0
归母净利润(百万元)	791	-298	237	433	605
YOY(%)	2.5	-137.7	-179.5	82.8	39.7
毛利率(%)	43.6	38.6	35.7	33.7	31.3
净利率(%)	22.1	-9.5	6.6	10.1	11.5
ROE(%)	12.1	-2.7	3.1	5.3	6.7
EPS(摊薄/元)	0.60	-0.23	0.18	0.33	0.46
P/E(倍)	27.6	-73.3	92.1	50.4	36.1
P/B(倍)	3.2	3.5	3.4	3.3	3.0

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

## 目 录

1、国内领先的种业企业，聚焦农作物种业 .....	3
2、科研创新能力突出，投资并购助力国际化 .....	6
3、水稻种子知名度高，有望受益于底部复苏 .....	7
4、并购优质玉米种子资产，转基因商业化未来可期 .....	8
5、盈利预测与投资建议 .....	10
6、风险提示 .....	10
附：财务预测摘要 .....	11

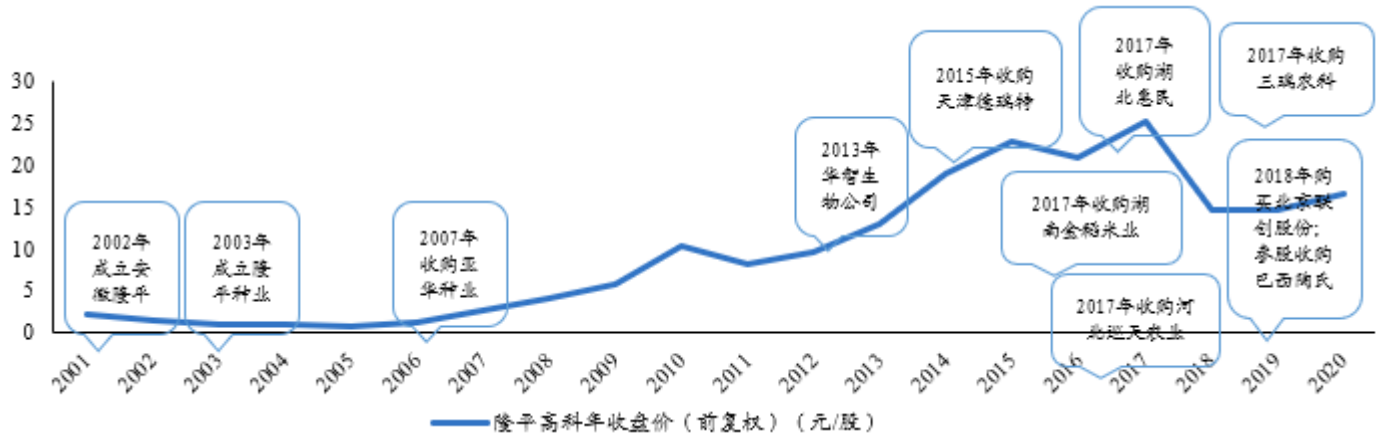
## 图表目录

图 1：公司通过并购不断发展壮大 .....	3
图 2：2019 年公司营业收入下降 17.66% .....	4
图 3：2019 年归母净利润出现亏损 .....	4
图 4：因举债收购导致期间费用率大幅增长 .....	5
图 5：公司种业经营品种丰富 .....	5
图 6：2019 年公司水稻和玉米种子收入占比较大 .....	5
图 7：蔬菜、向日葵及杂谷种子毛利率相对较高 .....	6
图 8：水稻种子毛利率下降，玉米种子毛利率回升 .....	6
图 9：水稻研发布局以湖南、海南及南京为主 .....	6
图 10：玉米研发布局面向主要玉米种植区域 .....	6
图 11：研发人员数稳步增加 .....	7
图 12：研发投入占营业收入比例提升 .....	7
图 13：2019 年新品种权远高于 2016 年 .....	7
图 14：2019 年国家专利数超 20 件 .....	7
图 15：2019 年公司水稻营业收入居前 .....	8
图 16：水稻库存量较高行业整体低迷 .....	8
图 17：杂交水稻制种量下降 .....	8
图 18：玉米现货均价逐步回暖 .....	9
图 19：饲用玉米需求提升 .....	9
图 20：联创种业净利润超 1 亿元 .....	9
表 1：公司整合农作物种业资源，子公司以水稻、玉米、向日葵及杂谷种子经营为主 .....	3
表 2：公司新募集 17 亿项目中，部分用于转基因品种研发 .....	10
表 3：可比公司估值：隆平高科种子生产体量世界前列，资产涵盖海内外，PE 估值略高于行业平均水平 .....	10

## 1、国内领先的种业企业，聚焦农作物种业

公司成立于1999年，以“杂交水稻之父”袁隆平院士的名字命名，并由袁隆平担任名誉董事长，2016年中信集团成为公司第一大股东。公司频繁整合国内外种业资源，通过并购扩大自身经营范围，成为国内领先的“育繁推一体化”种业企业，主营业务涵盖种业运营和农业服务两大体系，其中杂交水稻种子业务位居全球前列，玉米、辣椒、黄瓜、谷子、食葵种子业务位居国内前列。

图1：公司通过并购不断发展壮大



数据来源：Wind、公司官网、开源证券研究所

**公司整合国内资源，聚焦农作物种业。**公司以杂交水稻业务为基础，不断拓展自身业务宽度，逐步聚焦农作物种业。2019年年报显示，对公司业绩造成影响较大的参股及控股子公司超过10家，涉足不同种类农作物种子。杂交水稻方面，以隆平种业、亚华种业及湖南百分农业为主，拥有晶两优华占、隆两优534、隆两优1813、隆晶优1号、隆两优华占等强势品种；玉米种子方面，主要以北京联创种业为主；蔬菜瓜果类种子方面，主要收购了天津德瑞特种业；杂谷类种子方面，主要收购了河北巡天农业；向日葵种子方面，主要收购了三瑞农业。2019年联创种业净利润贡献较高，实现净利润1.15亿元。

表1：公司整合农作物种业资源，子公司以水稻、玉米、向日葵及杂谷种子经营为主

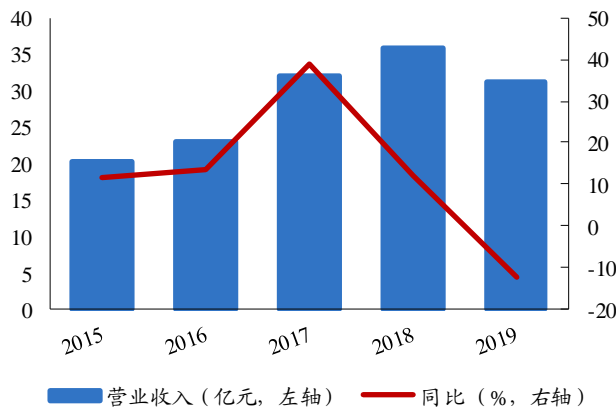
参控股公司名称	公司类型	主要产品	2019年总资产 (亿元)	2019年净利润 (亿元)
隆平种业	子公司	水稻种子：拥有晶两优华占、隆两优534、隆两优1813等强势品种	17.12	0.48
亚华种业	子公司	水稻及油菜种子：隆晶优1号、隆两优华占、隆两优1686、华湘油16号等	4.25	0.05
湖南百分农业科技有效公司	子公司	水稻、油菜、棉花种子	3.13	0.37
天津德瑞特种业有限公司	子公司	黄瓜种子：津优1号、津优3号、津绿3号、津优30号	1.39	0.54
河北巡天农业科技有限公司	子公司	杂交谷子、玉米、水稻及优质小麦种子	5.07	0.87
三瑞农业科技股份有限公司	子公司	向日葵杂交种子	4.80	0.86
北京联创种业有限公司	子公司	玉米种子：中科系列、联创系列玉米	9.55	1.15

参控股公司名称	公司类型	主要产品	2019年总资产(亿元)	2019年净利润(亿元)
品种 18 个				
广西恒茂农业科技有限公司	子公司	水稻及玉米种子	3.32	0.48
湖南优至种业有限公司	子公司	水稻种子: 包括早、中、晚稻, 常规稻及优质稻种子	1.49	0.13
湖南隆平高科农业发展有限公司	参股公司	产业投资	84.97	-6.13
合计			135.09	-1.20

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

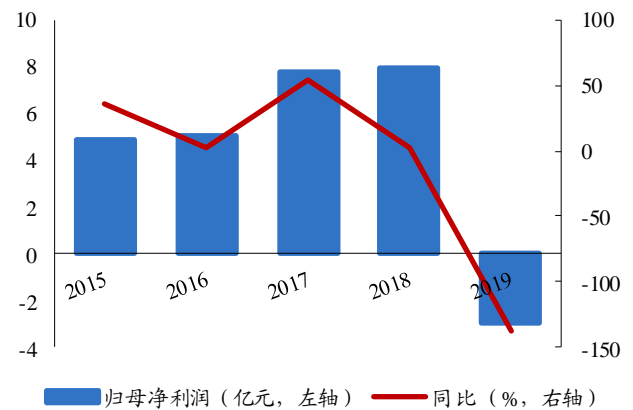
**主营业务总体保持稳定, 归母净利润受债务利息拖累。**2019年经历行业低谷期与业绩低谷期的双重洗礼, 公司实现营业收入 11.99 亿元, 同比下降 17.66%, 实现归母净利为-2.98 亿元, 同比下降 137.71%。利润出现亏损的主要原因在于公司举债收购资产, 利息支出增长, 叠加行业整体表现低迷, 公司业绩出现亏损。

**图2: 2019年公司营业收入下降17.66%**



数据来源: Wind、开源证券研究所

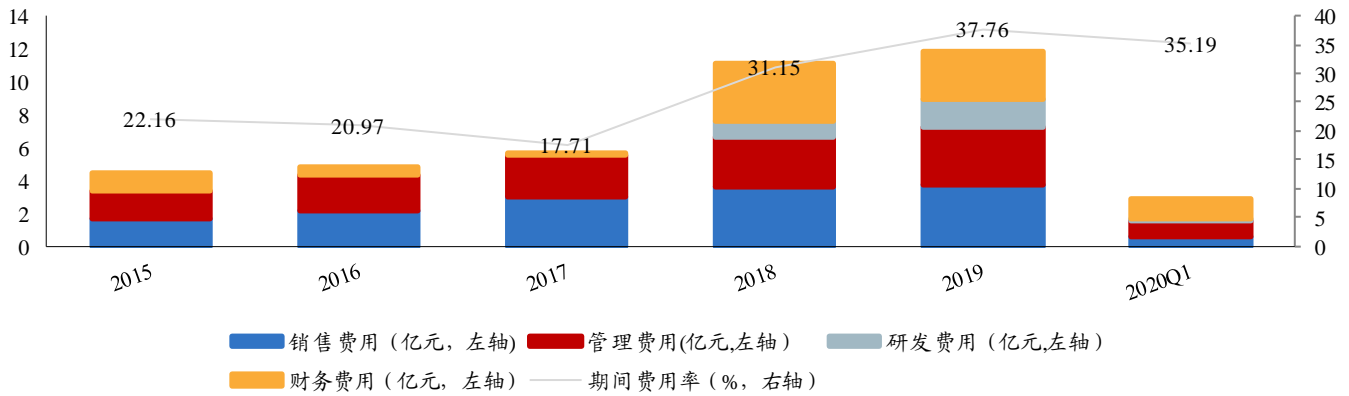
**图3: 2019年归母净利润出现亏损**



数据来源: Wind、开源证券研究所

**频繁收购财务费用大幅上升, 未来组织变革有望降低成本费用。**2017年开始公司收购多个种业标的, 国内方面, 先后收购了湖北惠民、金稻米业、河北巡天农业、三瑞农科及北京联创, 国外方面收购了巴西陶氏。收购标的过多叠加行业景气度下降双重影响, 导致公司债务偿还压力增加。2018年及2019年财务费用及期间费用率增长。公司在并购整合中, 不断推进组织变革, 以求强化内部管控、优化管理机制、提升运营效率, 降低成本费用。2019年一季度公司期间费用率小幅下降, 未来随着管理变革及债务偿还推进, 公司期间费用率有望下降, 盈利出现改善。

图4: 因举债收购导致期间费用率大幅增长



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

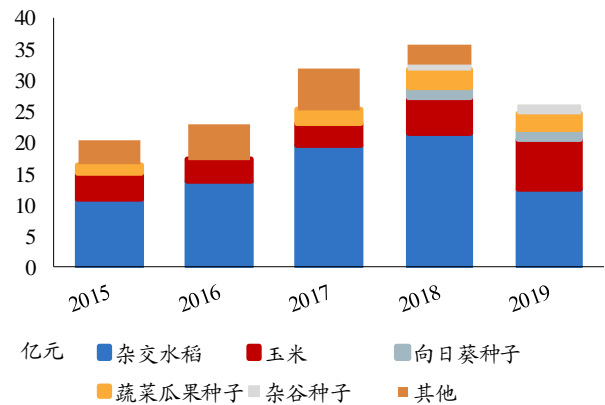
杂交水稻业务占比较高，玉米业务贡献增加。2019年公司主营业务收入整体表现低迷。水稻种子方面，受粮价持续低迷导致的农户种植效益、种粮积极性下降，国内杂交水稻的市场价格和销量均承受较大压力，2019年水稻业务实现营业收入12.56亿元，同比下降40.89%；玉米种子方面，国内玉米种植面积在经历连续三年调减后，玉米库存逐步下降，行业基本面回暖，2019年实现营业收入7.78亿元，同比增长29.06%。

图5: 公司种业经营品种丰富



资料来源: 公司官网

图6: 2019年公司水稻和玉米种子收入占比较大

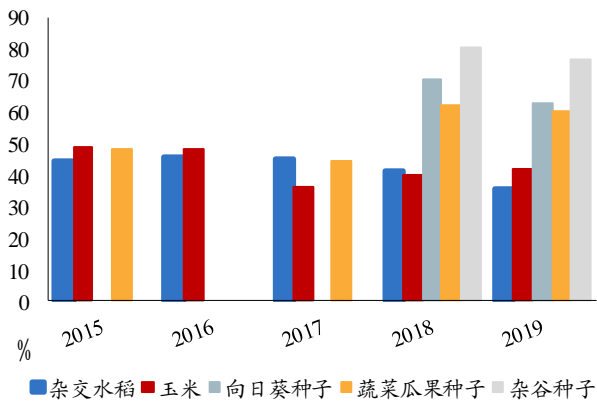


数据来源: Wind、公司公告、开源证券研究所

水稻种子毛利率不断下滑，玉米毛利率企稳回升。据公司公告数据显示，2019年水稻种子受行业收购价较低影响，公司水稻种子毛利率下降至35.40%。玉米种子方面，2018年公司收购北京联创种业，同时玉米种子行业不断回暖，2019年公司玉米种子业务毛利率上涨至41.79%。向日葵、蔬菜瓜果及杂谷种子表现稳定，毛利率均高于60%。

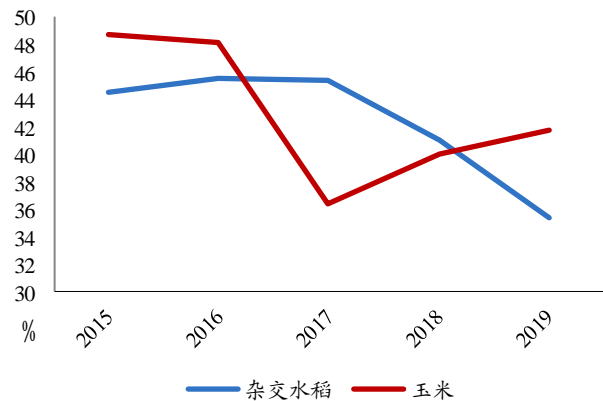


图7: 蔬菜、向日葵及杂谷种子毛利率相对较高



数据来源: Wind、公司公告、开源证券研究所

图8: 水稻种子毛利率下降, 玉米种子毛利率回升

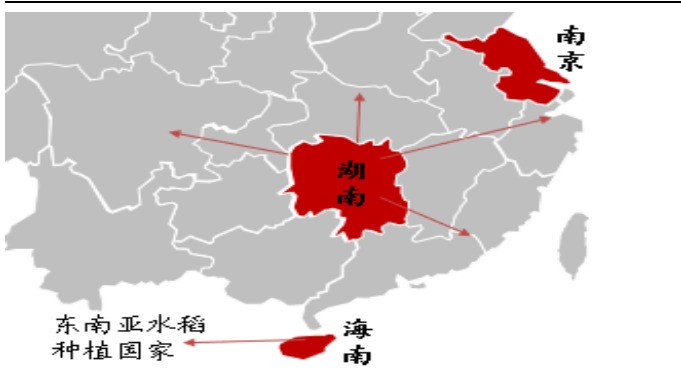


数据来源: Wind、公司公告、开源证券研究所

## 2、科研创新能力突出, 投资并购助力国际化

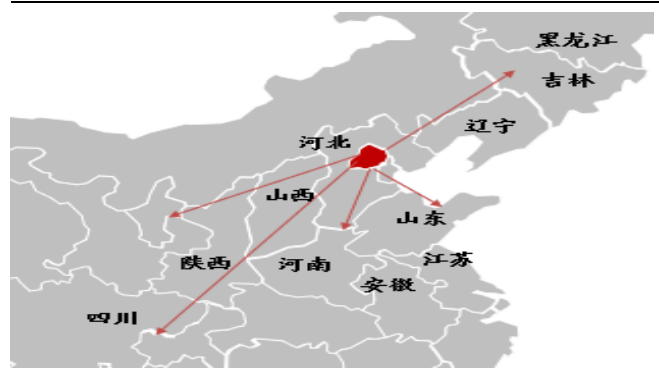
公司研发布局合理, 辐射区域广阔。公司持续推进国内外科研基地建设, 其中水稻方面, 以湖南为籼稻研发指挥中心, 辐射长江上游、中下游、华南地区选育高产优质绿色水稻新品种; 以海南为国际水稻研发中心, 辐射印度、印尼、孟加拉、越南以及巴基斯坦等“一带一路”沿线水稻种植国家; 以南京南方粳稻研究院为基地攻坚南方粳稻区域。玉米方面, 以联创种业及玉米研究院为主要科研团队, 面向东北、华北、黄淮海、西南等主要玉米种植区域, 并积极与巴西玉米研发团队联动, 开展玉米产业国际化布局。

图9: 水稻研发布局以湖南、海南及南京为主



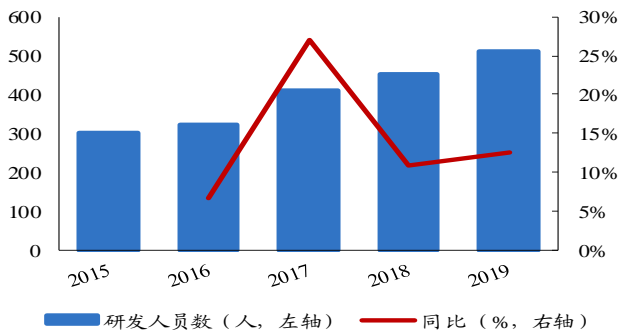
资料来源: 公司公告、开源证券研究所

图10: 玉米研发布局面向主要玉米种植区域

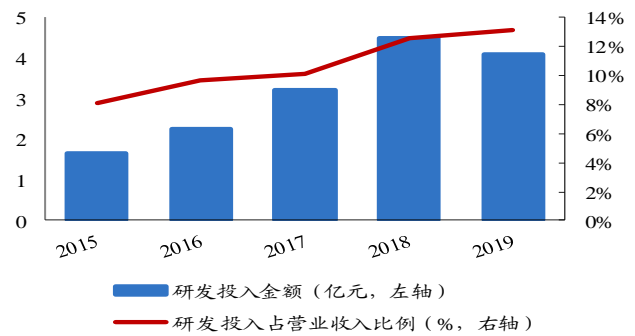


资料来源: 公司公告、开源证券研究所

研发人员规模扩大, 研发投入占比稳步增加。2019 年年报数据显示, 公司研发人员突破 500 人, 同比增加 12.58%, 研发投入金额占营业收入的比例为 13.15%。公司重视生物技术研发, 现已建设完成国内领先的商业化育种体系, 并始终坚持市场需求导向的研发创新理念, 水稻、玉米研发创新能力持续立足行业前列。

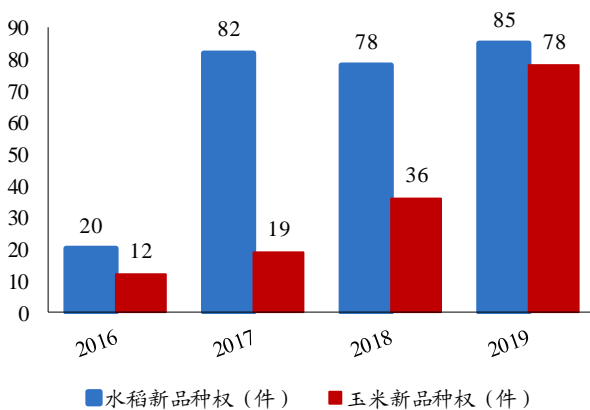
**图11: 研发人员数稳步增加**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

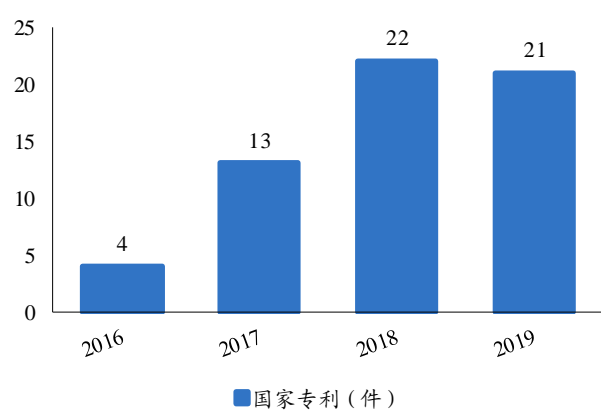
**图12: 研发投入占营业收入比例提升**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

公司注重科研转化，新品种权增加。公司研发创新水平和科研转化效率高，规模化品种创新水平提升。2019年度公司申请植物新品种权180件，其中水稻85件，玉米78件，辣椒11件，黄瓜5件，棉花1件。相比2016年的新品种权件数大幅增加。国家专利方面，公司2018年后国家专利数超过20件，科研成果转化效率突出。

**图13: 2019年新品种权远高于2016年**


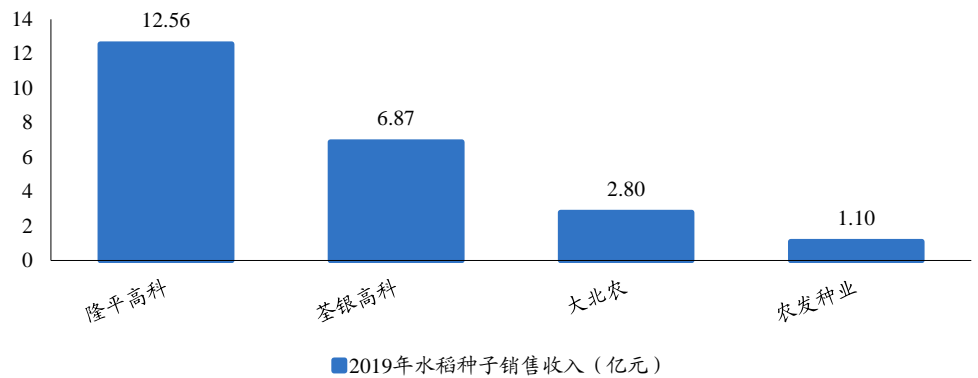
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**图14: 2019年国家专利数超20件**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

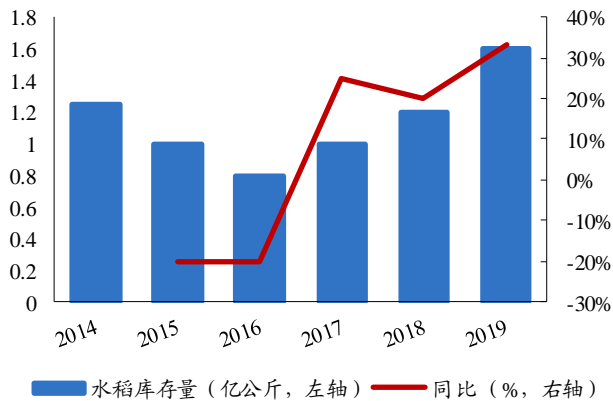
### 3、水稻种子知名度高，有望受益于底部复苏

公司水稻种子营收规模领先，品牌知名度高。2019年受水稻收购价持续走低影响，公司水稻种子营业收入同比下降，但仍维持行业领先水平，大幅领先于行业其他种业公司。2019年以晶两优及部分拟推广新品种为代表的杂交水稻种子质量显著提高，公司杂交水稻一直严控种子质量，质量远超同行业水平，市场认可度和品牌知名度较高。

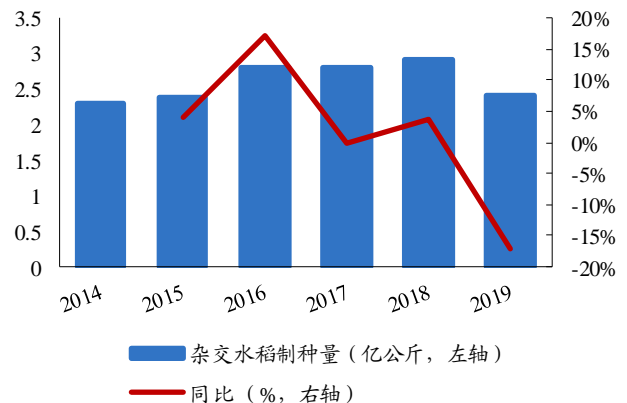
**图15: 2019年公司水稻营业收入居前**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

水稻收购价略有上涨, 行业有望触底回暖。2020 年国家继续在稻谷主产区实行最低收购价政策。2020 年生产的早籼稻、中晚籼稻和粳稻最低收购价分别为每 50 公斤 121 元、127 元和 130 元。其中早籼稻、中晚籼稻较 2019 年每 50 公斤上涨 1 元, 粳稻价格保持不变。由于近几年水稻收购价格过低, 水稻库存高位, 行业整体低迷, 同时洪涝、虫害等自然灾害频发, 考虑粮食安全及农户利益等因素, 2020 年水稻最低收购价格略有上涨, 行业有望回暖。公司作为国内水稻种业龙头业绩或将改善。

**图16: 水稻库存量较高行业整体低迷**


数据来源: Wind、中国农技推广中心、开源证券研究所

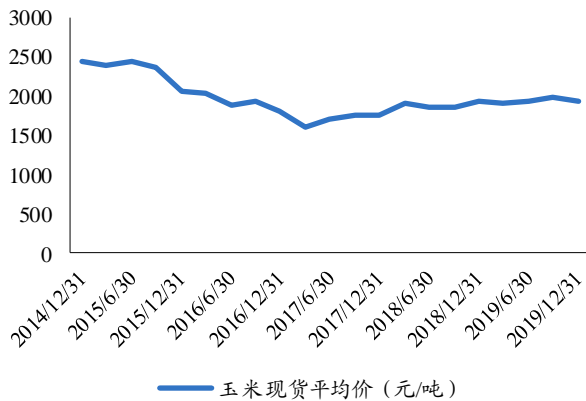
**图17: 杂交水稻制种量下降**


数据来源: Wind、中国农技推广中心、开源证券研究所

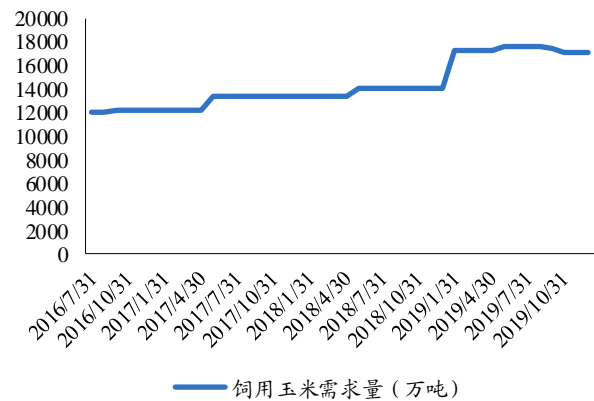
#### 4、并购优质玉米种子资产, 转基因商业化未来可期

玉米价格坚挺, 生猪补栏增加带动饲用玉米需求。2016 年开始国家推动玉米供给侧改革, 取消临储收购价格政策, 实行市场定价。2016 年开始玉米价格持续下跌, 农户种植积极性降低, 玉米种植面积减少。经过近 3 年的调整, 玉米价格开始走强, 同时 2020 年下游养殖行业在遭遇非洲猪瘟后, 养殖利润高涨, 补栏积极性增加, 饲用玉米需求有望提升, 玉米种子行业盈利将进一步改善。



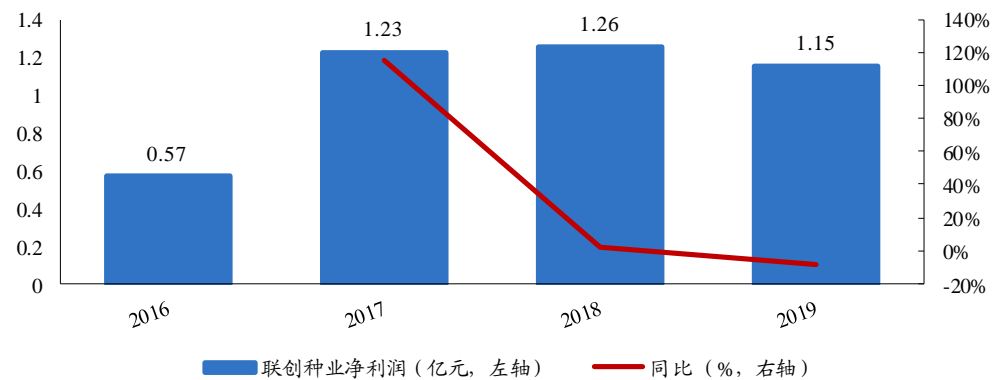
**图18: 玉米现货均价逐步回暖**


数据来源: Wind、开源证券研究所

**图19: 饲用玉米需求提升**


数据来源: Wind、开源证券研究所

**公司收购优质玉米种业资产，玉米业务盈利能力增强。**近3年公司通过并购国内的湖北惠民、优至种业、三瑞农科、河北巡天和联创种业等优秀企业和陶氏益农巴西特定玉米种子业务，进一步丰富了公司品种矩阵，使得主营业务利润增长。以联创种业为例，公司2018年以非公开发行股份的方式购买联创种业90%股份，联创种业成为公司控股子公司，联创种业经营稳健，为公司带来超1亿元的净利润，公司盈利能力增强。

**图20: 联创种业净利润超1亿元**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**转基因将开启种业新技术周期，公司转基因技术储备充足。**2020年1月，农业农村部颁发了抗虫玉米、抗除草剂大豆的转基因生物安全证书。公司参股公司杭州瑞丰生物科技有限公司（公司直接及通过关联方间接持有杭州瑞丰41.81%股权）的转基因玉米，瑞丰125获得转基因生物安全证书。转基因安全证书首次颁发给玉米、大豆等品种，国内种业或将迎来转基因种子新革命。公司转基因技术储备充足，2020年最新募集资金中，涉及转基因板块的项目名为“农作物转基因性状及品种研发项目”，总投资为2.49亿，其中募集的1.5亿元将投入转基因领域。

**表2: 公司新募集 17 亿项目中, 部分用于转基因品种研发**

项目名称	项目投资总额 (万元)	拟投入金额 (万元)
种子加工生产线新建项目	4.15	4.05
南繁科研示范及繁育基地项目	1.61	1.30
农作物转基因性状及品种研发项目	2.49	1.50
绿色优质高产新品种规模化测试评价项目	2.07	2.05
数字化转型升级项目	3.05	3.00
补充流动资金及偿还银行贷款	5.10	5.10
合计	18.47	17.00

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) 水稻种子:** 考虑水稻库存高位, 行业持续筑底, 随着收购价小幅上涨, 行业有望回暖, 我们假设 2020-2022 年公司水稻种子营业收入同比增加 10%、15%、20%, 毛利率为 45%、46%、47%。
- 2) 玉米种子:** 考虑饲用玉米需求持续增加, 玉米种子景气度走高, 我们假设 2020-2022 年公司玉米种子营业收入同比增加 30%、33%、35%, 毛利率为 47%、48%、49%。
- 3) 其他种子:** 考虑瓜果蔬菜、向日葵及杂谷种子业绩保持稳定, 我们假设 2020-2022 年公司瓜果蔬菜种子营业收入同比维持 15% 增速, 毛利率维持在 64%; 向日葵种子营业收入同比维持 15% 增速, 毛利率维持在 65%; 杂谷种子营业收入同比维持 30% 增速, 毛利率维持在 77%。

短期来看, 公司有望受益于水稻及玉米种子行业回暖带来的利润增厚, 中长期来看, 公司转基因技术储备充足, 转基因商业化背景下公司成长空间打开。基于以上假设, 暂时不考虑转基因种子对业绩造成的影响, 我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 2.37/4.33/6.05 亿元, EPS 分别为 0.18/0.33/0.46 元, 当前股价对应 PE 分别为 92.1/50.4/36.1 倍。可比公司估值方面, 公司 PE 略高于行业平均水平, 由于公司资产规模较大, 涵盖海内外, 种子生产体量世界前列, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

**表3: 可比公司估值: 隆平高科种子生产体量世界前列, 资产涵盖海内外, PE 估值略高于行业平均水平**

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
002041.SZ	登海种业	12.68	112	0.05	0.13	0.21	0.28	253.6	97.5	60.4	45.3
300087.SZ	荃银高科	13.35	57	0.22	0.34	0.5	0.73	60.7	39.3	26.7	18.3
平均值				-				76.3	45.8	33.2	
000998.SZ	隆平高科	16.59	218	-0.23	0.18	0.33	0.46	-74.2	92.1	50.4	36.1

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 隆平高科数据为开源农业预测, 其他公司 2019 年数据来自企业年报, 2020 年-2022 年 EPS 均来自于 Wind 一致预期。最新股价及市值为 2020 年 6 月 3 日数据

## 6、风险提示

极端天气及病虫害影响, 产品销量不及预期, 研发能力不及预期。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	7107	7141	10691	12214	15792
现金	1996	1862	3845	4570	5577
应收票据及应收账款	798	898	1060	1267	1572
其他应收款	718	678	934	982	1356
预付账款	163	203	220	283	331
存货	2910	3009	4142	4622	6465
其他流动资产	522	490	490	490	490
<b>非流动资产</b>	8257	8355	8429	8717	9169
长期投资	3033	2880	2706	2665	2694
固定资产	1473	1464	1585	1774	2059
无形资产	1529	1754	1882	2018	2150
其他非流动资产	2221	2256	2256	2259	2266
<b>资产总计</b>	15364	15495	19120	20931	24961
<b>流动负债</b>	4439	8143	11549	13105	16724
短期借款	2557	3528	8931	10410	12780
应付票据及应付账款	633	577	884	906	1359
其他流动负债	1249	4038	1734	1788	2585
<b>非流动负债</b>	3434	432	433	446	476
长期借款	3351	354	355	368	398
其他非流动负债	82	78	78	78	78
<b>负债合计</b>	7872	8575	11982	13551	17200
少数股东权益	638	743	724	681	592
股本	1317	1317	1317	1317	1317
资本公积	2941	3001	3001	3001	3001
留存收益	2823	2320	2491	2811	3234
<b>归属母公司股东权益</b>	6854	6177	6414	6699	7169
负债和股东权益	15364	15495	19120	20931	24961

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	-14	91	-59	4	-530
净利润	903	-185	218	390	516
折旧摊销	208	271	227	260	300
财务费用	360	293	264	274	270
投资损失	-345	155	22	-113	-181
营运资金变动	-1021	-533	-741	-747	-1357
其他经营现金流	-119	90	-49	-62	-77
<b>投资活动现金流</b>	764	-288	-274	-374	-494
资本支出	605	336	249	328	424
长期投资	-234	233	175	153	-29
其他投资现金流	1135	281	149	107	-99
<b>筹资活动现金流</b>	359	58	-3086	-384	-339
短期借款	579	971	0	0	0
长期借款	720	-2997	1	13	30
普通股增加	61	0	0	0	0
资本公积增加	354	60	0	0	0
其他筹资现金流	-1354	2024	-3087	-397	-369
<b>现金净增加额</b>	1111	-138	-3419	-755	-1363

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	3580	3130	3614	4295	5241
营业成本	2019	1923	2323	2847	3602
营业税金及附加	8	11	10	13	15
营业费用	359	371	325	382	461
管理费用	303	355	322	378	456
研发费用	93	163	173	172	173
财务费用	360	293	264	274	270
资产减值损失	45	-55	0	0	0
其他收益	47	46	0	0	0
公允价值变动收益	152	46	49	62	77
投资净收益	345	-155	-22	113	181
资产处置收益	5	-6	0	0	0
<b>营业利润</b>	940	-152	224	403	523
营业外收入	6	12	15	9	10
营业外支出	7	32	19	18	19
<b>利润总额</b>	940	-172	220	394	514
所得税	37	12	2	3	-2
<b>净利润</b>	903	-185	218	390	516
少数股东损益	112	113	-19	-43	-89
<b>归母净利润</b>	791	-298	237	433	605
EBITDA	1464	280	751	1126	1378
EPS(元)	0.60	-0.23	0.18	0.33	0.46

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	12.2	-12.6	15.5	18.9	22.0
营业利润(%)	-2.1	-116.2	246.8	80.2	29.8
归属于母公司净利润(%)	2.5	-137.7	-179.5	82.8	39.7
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	43.6	38.6	35.7	33.7	31.3
净利率(%)	22.1	-9.5	6.6	10.1	11.5
ROE(%)	12.1	-2.7	3.1	5.3	6.7
ROIC(%)	9.4	0.1	3.3	4.9	5.3
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	51.2	55.3	62.7	64.7	68.9
净负债比率(%)	53.3	72.4	78.6	86.7	100.9
流动比率	1.6	0.9	0.9	0.9	0.9
速动比率	0.8	0.4	0.5	0.5	0.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	5.3	3.7	3.7	3.7	3.7
应付账款周转率	3.7	3.2	3.2	3.2	3.2
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.60	-0.23	0.18	0.33	0.46
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.01	0.07	-0.04	0.00	-0.40
每股净资产(最新摊薄)	5.20	4.69	4.87	5.09	5.44
<b>估值比率</b>					
P/E	27.6	-73.3	92.1	50.4	36.1
P/B	3.2	3.5	3.4	3.3	3.0
EV/EBITDA	17.9	98.1	37.4	25.6	21.9

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的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	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	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