

中牧股份 (600195)

动保央企经营拐点已然到来!

公司的变化: 1) 口蹄疫市场苗效价大幅提升。2017年下半年,新进入如温氏、牧原、正邦、天邦等大型养殖企业采购目录,另有多家大型养殖企业正在实验,产业认可度呈加速之势。我们预计公司17/18/19年口蹄疫市场苗收入分别为1.5亿/3亿/5亿,增速分别为100%/100%/66%。另外公司猪瘟、腹泻、圆环、伪狂犬等市场苗也在加速升级和推广中。2) 公司**经营机制改革加速释放业绩**。2017年公司发生重大人事调整,新董事长回归,高管团队重新组建,动物疫苗、饲料添加剂、化药等各业务板块负责人通过市场化招聘方式也相继到位,考核和激励机制逐步市场化。

市场对动保市场化的预期差: 养殖产业结构变迁下的需求红利爆发。从需求结构来看,目前大型养殖企业才是高品质动物市场疫苗的主要驱动力。国内养殖产业结构正发生剧烈变迁,大型养殖企业占比将加速提升。根据产业链上下游的供需判断,我们预计我国生猪养殖百强企业(TOP100)未来3-5年出栏量从17年的8500万头提高到2亿头,占全国生猪出栏量的比例将由10%提升至30%。根据养殖企业生物性资产增量,我们预计大型养殖集团如温氏、牧原的出栏量三年复合增速分别为17%和74%。百强养殖企业更加注重疫苗防疫效果,以口蹄疫市场苗为代表的高端刚需产品将大爆发。我们预计仅口蹄疫市场苗规模未来3年将从目前17亿扩张至40亿。其他如猪圆环疫苗、伪狂犬苗、腹泻苗等渗透率也会加速提升。

国企改革仍在进行中。1) **国际化。**公司作为国内老牌央企动保龙头,已拥有最丰富的生产线和产品生产批文(资源优势明显),因此从行业趋势、战略布局、资源驱动的排他性优势角度看,并借鉴国际动保巨头硕腾的发展经验,我们预计央企背景有望助力公司在国际化合作实现跨越式发展中抢占先机;同时借鉴公司与金达威的战略合作,我们预计类似模式有望在国际化合作中复制,通过提高产品研发实力、技术服务能力和改善营销渠道,打通产业链提高公司综合毛利率。2) **管理效率提升。**公司疫苗业务三项费用率相比同行业公司仍有下降余地,管理效率存在巨大改善空间,根据公司第一期股票期权激励计划的公告,未来三年公司承诺净资产收益率将有明显提升。我们预计公司第一期股权激励仅仅是一个破冰,考虑管理层的彻底重建成本,未来公司各业务重要分子公司有望通过进一步深化国企改革实现管理效率的全面提升。

盈利预测: 我们预计,17-19年公司实现归属于母公司净利润3.7/4.5/6.0亿元,对应EPS 0.87/1.05/1.40元,三年复合增速27%。其中,17-19年主业贡献净利润2.5/3.5/4.7亿元,对应EPS 0.59/0.82/1.1元,主业三年复合增速37%。考虑到公司快速增长及变革的潜力,我们给予主业30倍市盈率,加上金达威20亿市值,目标市值125亿。给予“买入”评级。

风险提示: 产品销量不达预期,外延并购不达预期,疫病爆发

| 财务数据和估值 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 4,234.19 | 3,973.87 | 4,586.60 | 5,543.37 | 6,700.31 |
| 增长率(%) | 4.93 | (6.15) | 15.42 | 20.86 | 20.87 |
| EBITDA(百万元) | 493.19 | 621.96 | 594.89 | 701.11 | 907.15 |
| 净利润(百万元) | 275.67 | 334.42 | 371.78 | 450.78 | 600.22 |
| 增长率(%) | (5.07) | 21.31 | 11.17 | 21.25 | 33.15 |
| EPS(元/股) | 0.64 | 0.78 | 0.87 | 1.05 | 1.40 |
| 市盈率(P/E) | 27.11 | 22.35 | 20.10 | 16.58 | 12.45 |
| 市净率(P/B) | 2.46 | 2.23 | 2.07 | 1.90 | 1.72 |
| 市销率(P/S) | 1.77 | 1.88 | 1.63 | 1.35 | 1.12 |
| EV/EBITDA | 17.71 | 15.37 | 11.57 | 8.27 | 6.63 |

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 | 18.02元 |
| 目标价格 | 29元 |
| 上次目标价 | 28元 |

基本数据

| | |
|-------------|-------------|
| A股总股本(百万股) | 429.80 |
| 流通A股股本(百万股) | 429.80 |
| A股总市值(百万元) | 7,745.00 |
| 流通A股市值(百万元) | 7,745.00 |
| 每股净资产(元) | 8.15 |
| 资产负债率(%) | 39.98 |
| 一年内最高/最低(元) | 21.98/16.95 |

作者

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

杨钊 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517070003
yangzhao@tfzq.com

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《中牧股份-公司点评:携手兰研所,获批新兽药!》 2017-11-01
- 《中牧股份-季报点评:口蹄疫市场苗开始上量,公司主业业绩拐点已现》 2017-10-31
- 《中牧股份-公司点评:国改落地,扬帆起航!》 2017-10-15

投资要点

核心观点

行业：第一，我国生猪养殖百强企业未来三至五年出栏量占有率将由 10% 提升至 30%，这是从需求的角度对公司业绩最直接的拉升。第二，国际化发展趋势提升长期估值水平。公司：第一，7 月口蹄疫市场苗技改完成。18 年有望放量。第二，国改完成将便于激发管理层动力和国际化发展动力，提高管理效率、降低费用率。第三，安全边际高，估值优势明显。

关键假设（乐观&悲观）

乐观：我国生猪养殖百强企业未来三年出栏量占有率将由 10% 提升至 30%。

悲观：我国生猪养殖百强企业未来五年出栏量占有率将由 10% 提升至 30%

估值分析

我们预计，17-19 年公司实现归属于母公司净利润 3.7/4.5/6.0 亿元，对应 EPS 0.87/1.05/1.40 元，三年复合增速 27%。其中，17-19 年主业贡献净利润 2.5/3.5/4.7 亿元，对应 EPS 0.59/0.82/1.1 元，主业三年复合增速 37%。考虑到公司快速增长及变革的潜力，我们给予主业 30 倍市盈率，加上金达威 20 亿市值，目标市值 125 亿。给予“买入”评级。

与市场预期差

第一，未来养殖行业规模化程度。我们认为，未来 3 年前一百大养殖集团生猪出栏量达 2 亿头。第二，动保企业向上增加研发实力的产业趋势强于向下延伸产业链，规模效应和行业集中度提高将助力强者恒强。第三，养殖结构的快速变化和饲养管理方式短期不匹配，更容易加速疫病的爆发和流行。第四，公司国际化进程速度。

股价催化剂

口蹄疫市场苗销量超预期；国际化整合加速。

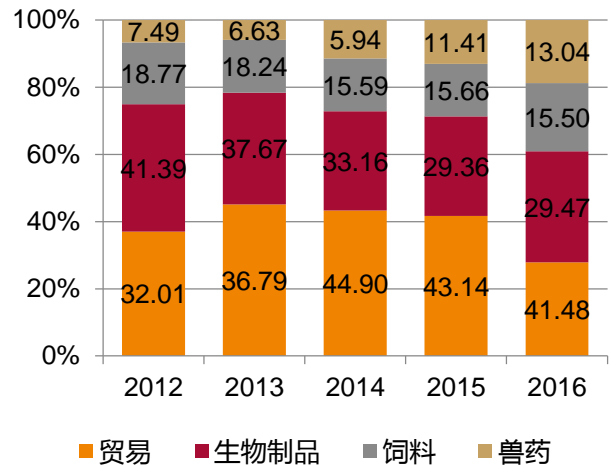
公司简介

中牧实业股份有限公司是国内最大的老牌动保企业，股份公司成立于 1998 年，1999 年在上交所上市。公司主营业务包括兽用生物制品、兽用化药、饲料和饲料添加剂以及贸易四大板块，拥有 8 个生物制品生产基地，7 个饲料及添加剂生产基地，5 个化药生产基地。

简要行业分析

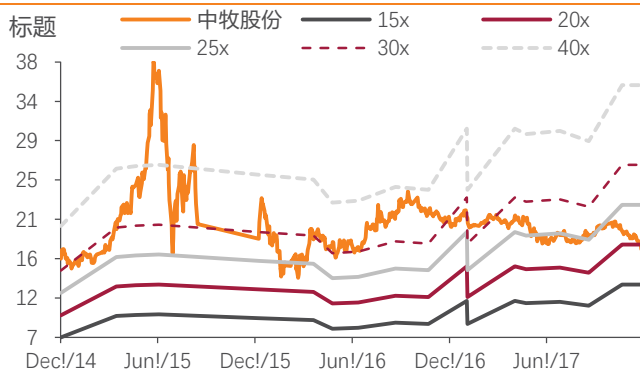
第一，国内养殖规模化加速提高公司业绩预期。根据我们产业链上下游供需判断，我国生猪养殖百强企业未来三至五年出栏量占有率将由 10% 提升至 30%，这是从需求的角度对企业业绩最直接的拉升。第二，国际化发展趋势提升长期估值水平。通过对国内动保行业发展趋势的演绎，我们认为产业将沿着从行业价值创造到资源配置优化最后到政企职能再划分和国际化，这是从供给的角度可以给优秀企业更高估值的理由。

重要图表：公司收入、利润结构



PE-Band（公司报告必备）

中牧股份历史 PE Band



资料来源：贝格数据，天风证券研究所

PB-Band（公司报告必备）

中牧股份历史 PB Band



资料来源：贝格数据，天风证券研究所

内容目录

| | |
|---|----|
| 1. 国内最大的老牌动物保健品生产企业..... | 5 |
| 1.1. 公司概况：老牌动保龙头..... | 5 |
| 1.2. 公司股权结构：中农发集团为实际控制人..... | 6 |
| 2. 动保行业的竞争逻辑和成长逻辑..... | 7 |
| 2.1. 市场是创造出来的：养殖结构变迁+招采政策调整+进口替代加速..... | 8 |
| 2.1.1. 养殖规模化加速拉动口蹄疫市场苗空间三年内翻倍..... | 8 |
| 2.1.2. 政采退出释放猪瘟、蓝耳市场苗理论空间增量超 15 亿..... | 10 |
| 2.1.3. 国内高端市场苗将逐步替代进口市场苗，联苗最终占领市场..... | 10 |
| 2.2. 工艺升级带来的规模效应提高了产品利润率..... | 12 |
| 2.3. 效价提升带来的经济效益提高产生了品牌溢价..... | 13 |
| 2.4. 国际化产业整合是行业发展大势趋..... | 14 |
| 3. 动保央经营拐点已然到来..... | 15 |
| 3.1. 研发实力领先，内外联合可期..... | 15 |
| 3.2. 口蹄疫市场苗技改完成产能释放有望爆发..... | 16 |
| 3.3. 新技术升级老产品，非口疫苗有望爆发..... | 18 |
| 4. 贸易业务收缩，饲料、兽药加速增长..... | 18 |
| 4.1. 饲料：收入有望保持稳定增长..... | 18 |
| 4.2. 兽药：内生外延促发展..... | 20 |
| 5. 国企改革加速提升公司管理效率和外延整合预期..... | 21 |
| 6. 盈利预测及投资建议..... | 22 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1：2012-2016 年公司收入构成（亿元）..... | 5 |
| 图 2：2016 年公司各业务毛利占比..... | 5 |
| 图 3：公司收入增长情况..... | 5 |
| 图 4：公司净利润增长情况..... | 5 |
| 图 5：公司细分产品毛利率变化..... | 6 |
| 图 6：公司盈利能力变化..... | 6 |
| 图 7：公司股权结构图..... | 6 |
| 图 8：动保行业分析框架..... | 8 |
| 图 9：2015-2017 年易邦圆环苗销售量和优邦销售额（右）..... | 11 |
| 图 10：2015-2017 年国内圆环销售额和勃林格圆环国内销售额（右）..... | 11 |
| 图 11：2015 年我国猪圆环疫苗市场份额..... | 11 |
| 图 12：16 年大规模猪场主要伪狂犬疫苗市占率..... | 11 |
| 图 13：回归拟合生药行业平均毛利率与行业收入增长关系..... | 12 |
| 图 14：2014 年不同规模生药企业毛利率和资产利润率..... | 12 |
| 图 15：2015 年不同规模生药企业毛利率和资产利润率..... | 12 |

| | |
|---|----|
| 图 16: 从新兽药上市到产品品牌溢价形成的逻辑图 | 13 |
| 图 17: 品牌溢价的构成 | 13 |
| 图 18: 公司生物制品产能 (亿毫升/亿头份) 扩张 | 16 |
| 图 19: 公司口蹄疫市场苗收入 | 17 |
| 图 20: 公司口蹄疫疫苗收入预测 | 17 |
| 图 21: 预计生猪出栏速度超 10% | 19 |
| 图 22: 2011-2016 年公司饲料毛利及同比增速 | 19 |
| 图 23: 公司饲料业务收入预测 | 20 |
| 图 24: 2011-2016 年公司兽药毛利及同比增速 | 20 |
| 图 25: 公司兽药业务收入预测 | 21 |
| 图 26: 历年归属母公司股东的净利润 (亿元) | 22 |
| 图 27: 公司历年 ROIC、ROE、ROA | 22 |
| 图 28: 中牧股份疫苗业务销售费用率和管理费用率推演 | 22 |
| | |
| 表 1: 公司参股公司名称及主营业务 | 7 |
| 表 2: 牧原股份出栏量和口蹄疫市场苗采购成本的模拟和预测 | 8 |
| 表 3: 温氏股份出栏量和口蹄疫市场苗采购成本的模拟和预测 | 9 |
| 表 4: 口蹄疫市场苗市场空间预测 | 9 |
| 表 5: 猪蓝耳疫苗市场空间测算 | 10 |
| 表 6: 猪瘟耳疫苗市场空间测算 | 10 |
| 表 7: 2011 年之前国内口蹄疫研发单位和毒株类型 | 12 |
| 表 8: 温氏股份、牧原股份药物及疫苗费用和养殖成本 | 13 |
| 表 9: 2011 年注册新食用动物用兽药所需的平均时间 | 14 |
| 表 10: 国际动保行业大型并购事件 | 14 |
| 表 11: 2015 年至今我国动保行业并购情况 | 15 |
| 表 12: 2016 年公司获得 9 个新兽药证书 | 15 |
| 表 13: 公司质量控制与管理体系建设及进展 | 16 |
| 表 14: 疫苗产能拓产情况 | 16 |
| 表 15: 口蹄疫疫苗生产企业、毒株、出厂价、终端价 | 17 |
| 表 16: 猪蓝耳-猪瘟二联苗与单苗对比 | 18 |
| 表 17: 公司销售员费用、职工薪酬、销售服务费、研究与开发费用占营业收入比例 | 18 |
| 表 18: 公司现有饲料产能及分布 | 20 |
| 表 19: 公司 16 年重要在建工程及完成进度 | 21 |

1. 国内最大的老牌动物保健品生产企业

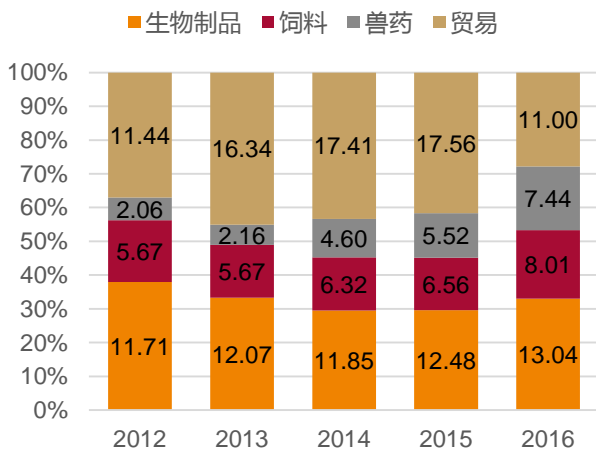
1.1. 公司概况：老牌动保龙头

中牧实业股份有限公司是国内最大的老牌动物保健品生产企业，股份公司成立于1998年，1999年在上交所上市。公司主营业务包括兽用生物制品、兽用化药、饲料添加剂以及贸易四大板块，拥有8个生物制品生产基地，7个饲料及添加剂生产基地，5个化药生产基地。

公司是我国高致病性禽流感、口蹄疫、高致病性猪蓝耳病、猪瘟等重大动物疫病防控疫苗的定点生产企业，疫苗产品市场占有率约20%，位居行业前列。公司饲料业务分为自产饲料与饲料贸易两大类，其中自产的多维饲料产量位居国内第二。公司在多个产品的整体质量和生产技术工艺水平已达国内领先、国际一流，是国内规模最大、具有自主知识产权的兽药原料和预混剂生产企业。

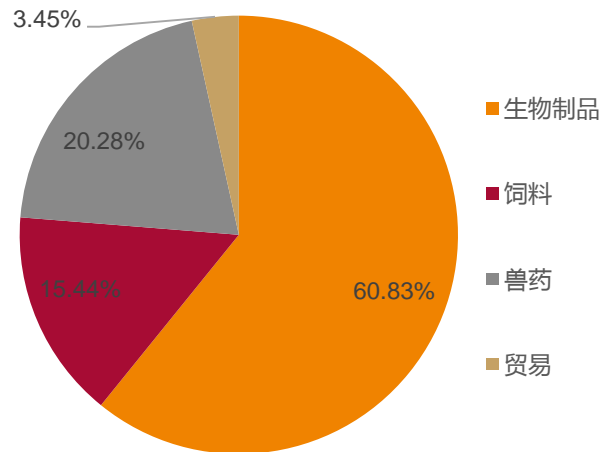
公司毛利主要由生物制品构成。2016年，公司生物制品、兽药、饲料、贸易毛利分别占比61%、20%、15%、4%。其中，兽药板块实现毛利2.35亿元，较2015年翻了近一倍，贡献了20%的毛利，主要原因是公司技术进步降低生产成本超过1000万元，丰富产品品类增加附加值，同时积极开发集团客户并与相关事业部进行协同营销。公司近5年总营业收入增长减慢，主要原因是公司主动缩减贸易业务量。2016年贸易板块实现营业收入11亿元，同比下降37%，占营业收入的比重从2013年的45%下降到28%。

图 1：2012-2016 年公司收入构成（亿元）



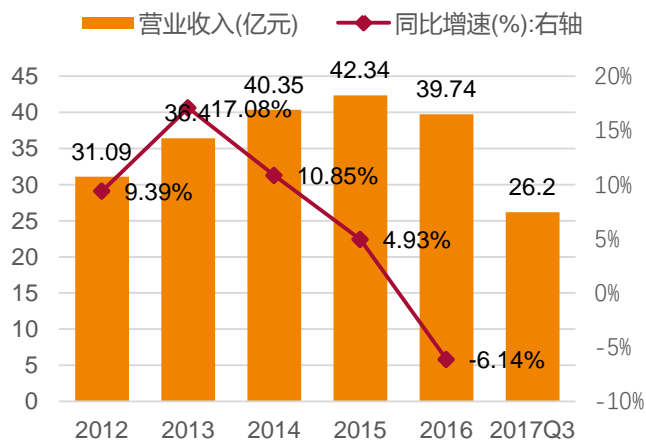
资料来源：公司公告 天风证券研究所

图 2：2016 年公司各业务毛利占比



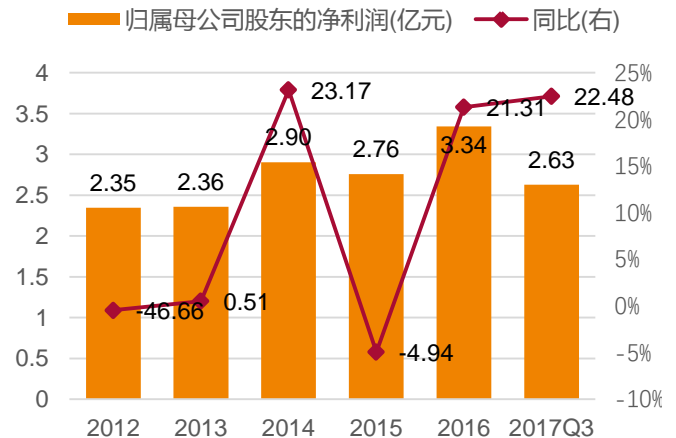
资料来源：wind 天风证券研究所

图 3：公司收入增长情况



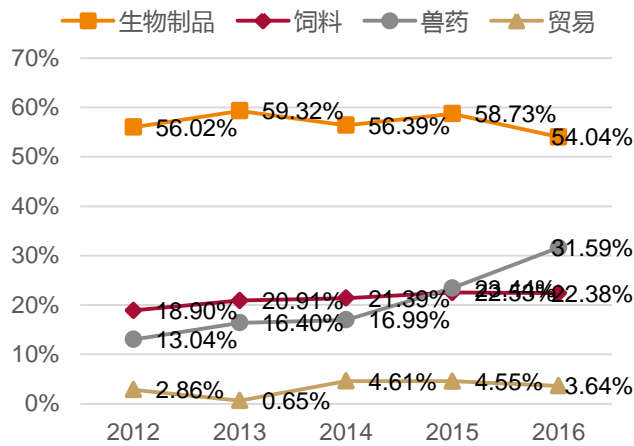
资料来源：wind 天风证券研究所

图 4：公司净利润增长情况



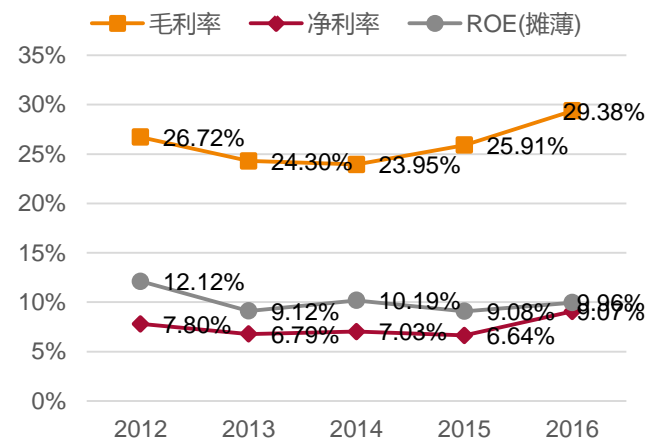
资料来源：wind 天风证券研究所

图 5：公司细分产品毛利率变化



资料来源：wind 天风证券研究所

图 6：公司盈利能力变化



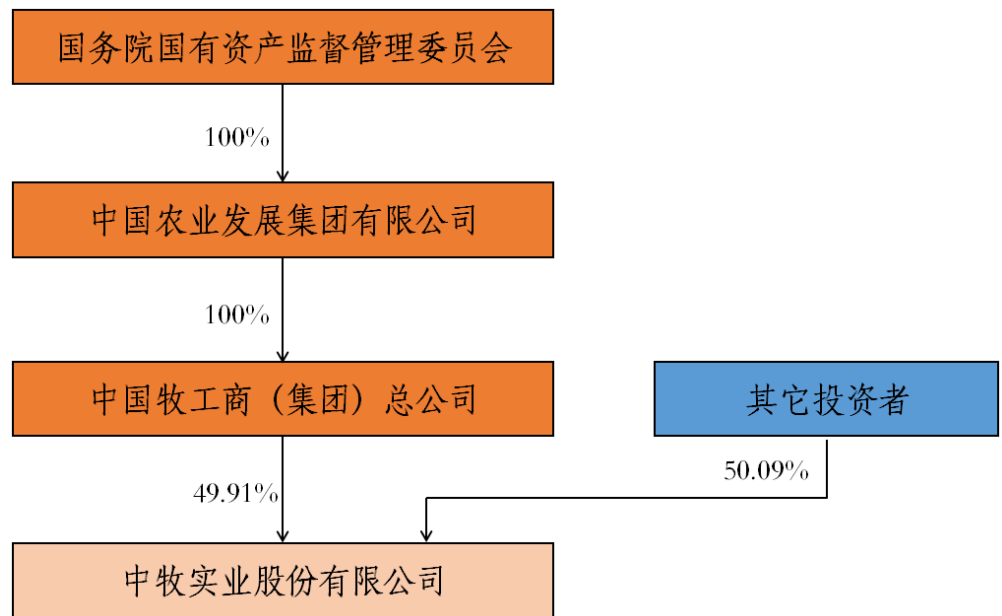
资料来源：wind 天风证券研究所

1.2. 公司股权结构：中农发集团为实际控制人

公司第一大股东为中国牧工商(集团)总公司,实际控制人为中国农业发展集团有限公司,中国农业发展集团有限公司是国务院国资委直接管理的唯一中央农业企业。公司旗下拥有 2 家生物制品企业、5 家饲料企业、6 家化药企业、1 家批发零售企业、1 家研发机构,形成以动物疫苗为主业,饲料、化药等多板块业务协同发展的格局。

2017 年中国牧工商(集团)总公司首次将持股比例从 51%以上下调至 50%以下。我们认为,对于一家一直以来都是绝对控股的央企而言,从逐步释放控制权和拥有的子公司经营来看,此次国改其中背后的意义可能更为深远。

图 7：公司股权结构图



资料来源：公司年报, 天风证券研究所

表 1：公司参股公司名称及主营业务

| 公司名称 | 持股比例 | 主营业务 |
|------------------|------------|----------------------------|
| 中牧农业连锁发展有限公司 | 100% | 饲料及饲料添加剂等畜禽用品及农牧业生产资料批发、零售 |
| 中牧南京动物药业有限公司 | 100% | 兽药制剂产品研发、生产、销售 |
| 内蒙古中牧生物药业有限公司 | 100% | 兽用原料药及制剂研发、生产、销售 |
| 兰州中亚药械厂 | 100% | 兽药生产、销售 |
| 南京中亚动物保健品服务部 | 100% | 兽药、饲料等贸易、销售 |
| 成都华罗生物科技有限公司 | 90.6% | 饲料产品生产、销售 |
| 湖北中牧安达药业有限公司 | 80% | 兽用化合药品研发、生产、销售 |
| 四川中牧饲料贸易有限责任公司 | 80% | 饲料原料销售 |
| 江西中牧饲料贸易有限公司 | 80% | 饲料原料销售 |
| 南通中牧饲料贸易有限公司 | 70% | 饲料产品生产，饲料原料、添加剂贸易 |
| 中牧智合（北京）生物技术有限公司 | 60% | 技术研发、推广服务 |
| 中牧泰州生物有限公司 | 60% | 畜牧产品生产销售 |
| 山东胜利生物工程有限公司 | 55% | 兽药制剂和原料药生产、销售 |
| 乾元浩生物股份有限公司 | 52.92% | 兽用生物制品研发、生产、销售及项目投资 |
| 厦门金达威集团股份有限公司 | 21.54%（参股） | 饲料添加剂、食品添加剂生产和销售 |

资料来源：公司年报，天风证券研究所

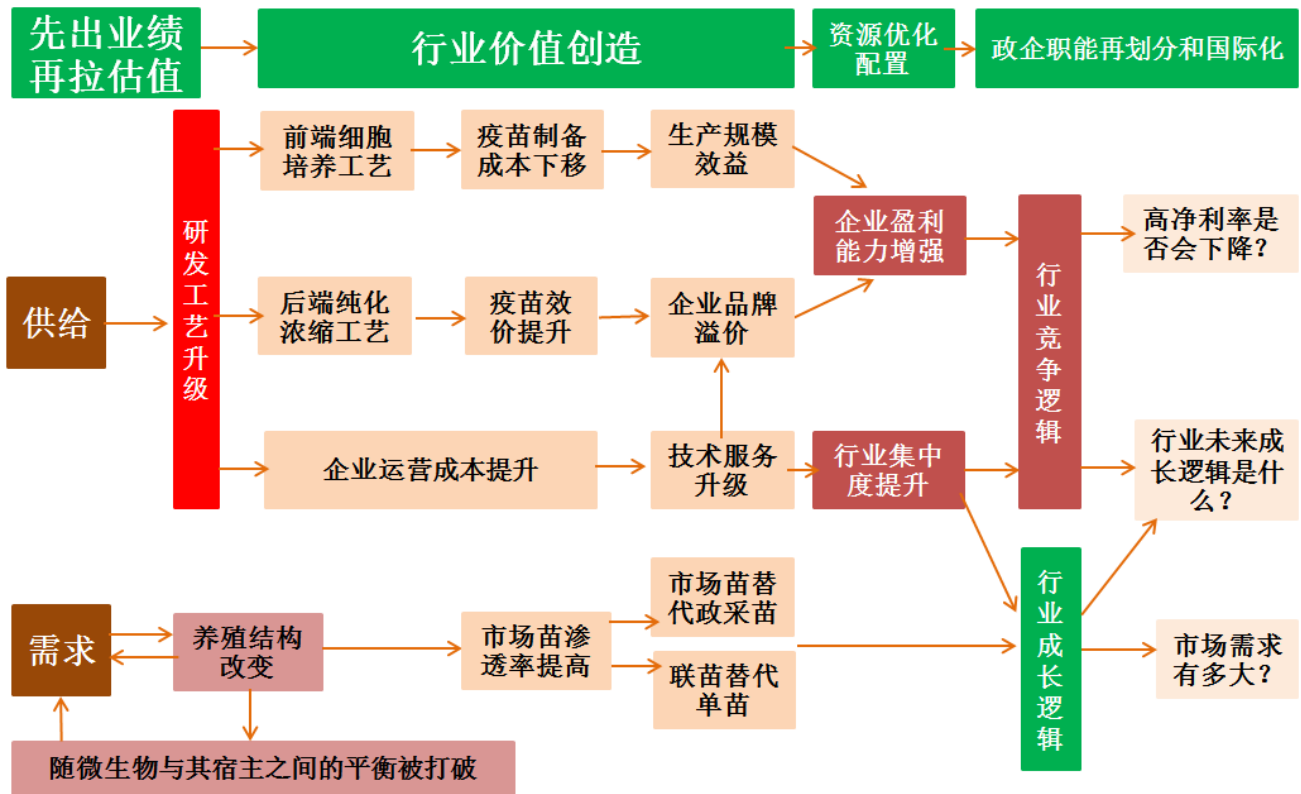
2. 动保行业的竞争逻辑和成长逻辑

规模效应与品牌溢价是行业竞争逻辑。由细胞培养方式升级带来的规模效应大幅降低了疫苗生产成本，由疫苗效价提升带来的养殖经济效益提高产生了品牌溢价，两者共同决定了行业未来高利润率的基本属性。纵观国内动保行业发展历程，企业运营成本近年在显著提升，被出清或被并购是大多企业难逃的命运，这决定了行业未来高集中度的必然趋势。

市场化和国际化是行业成长逻辑。第一，国内养殖规模化加速提高业绩预期。根据我们产业链上下游供需判断，预计我国生猪养殖百强企业未来三年出栏量占有率将由 10%提升至 30%，这是从需求的角度对企业业绩最直接的拉升。第二，国际化发展趋势提升长期估值水平。通过对国内动保行业发展趋势的演绎，我们认为产业将沿着从行业价值创造到资源配置优化最后到政企职能再划分和国际化，这是从供给的角度可以给优秀企业更高估值的理由。

未来动保行业“先出业绩再拉估值”。由于在 A 股上市的几家动保公司成长属性大于行业周期属性，因此需要区别对待每家公司的业绩驱动力。长期看业绩确定性较高的公司尽管短期估值可能承压，一旦穿越行业洗牌周期，对比人药生产企业具备很强的估值优势。

图 8：动保行业分析框架



资料来源：天风证券研究所

2.1. 市场是创造出来的：养殖结构变迁+招采政策调整+进口替代加速

2.1.1. 养殖规模化加速拉动口蹄疫市场苗空间三年内翻倍

预计口蹄疫市场苗行业三年复合增速近 30%，市场空间三年翻倍。资本市场对未来口蹄疫市场苗市场空间最大的预期差源自对未来养殖规模化程度的看法。因此，我们认为有必要定量分析养殖企业未来产能扩张速度和不同规模养殖企业的口蹄疫市场苗渗透率。通过生物性资产、生猪出栏量、口蹄疫免疫方式、口蹄疫市场苗采购成本之间的相互验证。

温氏、牧原出栏量三年复合增速分别为 17%和 74%，口蹄疫市场苗采购量三年复合增速分别为 18%和 70%。其它百强养殖企业口蹄疫市场苗渗透率有些略低于温氏和牧原，但未来出栏量增速多数高于温氏低于牧原。总体来说，前 100 大生猪养殖企业总出栏量三年复合增速达 35%以上，口蹄疫市场苗复合增速 27%，其渗透率平均达 80%以上。

表 2：牧原股份出栏量和口蹄疫市场苗采购成本的模拟和预测

| 牧原股份 | | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---------------|------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 预测生猪出栏量（万头） | | 192 | 311 | 770 | 1375 | 1770 |
| yoy | | 3% | 62% | 147% | 79% | 29% |
| 生物资产（亿元） | 起初余额 | 2.9 | 4.8 | | | |
| | 本期增加 | 5.8 | 14.0 | | | |
| | 本期减少 | 3.9 | 7.8 | | | |
| | 期末余额 | 4.8 | 11.1 | | | |
| 生物资产增加值（亿元） | | 1.9 | 6.2 | 6.0 | | |
| 年内平均值（亿元） | | 3.5 | 8.0 | 13.1 | | |
| yoy | | 71% | 130% | 65% | | |
| 假设单头母猪价值（元/头） | | 1400 | 1650 | 1550 | 1500 | |
| 预计母猪存栏量总计（头） | | 250000 | 500000 | 850000 | 1105000 | 1200000 |
| yoy | | 67% | 100% | 70% | 30% | 9% |

| | | | | | |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 预计新增母猪存栏量 (头) | 137857 | 378182 | 387097 | 500000 | 650000 |
| yoy | | 174% | 2% | 29% | 30% |
| 药苗成本 (亿元) | 2.0 | 3.3 | 8.5 | 14.4 | 18.1 |
| yoy | -17% | 63% | 156% | 70% | 26% |
| 理论口苗 (万元) | | 3703 | 8460 | 14364 | 18090 |
| | | | 128% | 70% | 26% |
| 口蹄疫占兽药成本比例 | | 11% | 10% | 10% | 10% |
| 口蹄疫实际采购成本占比 | 10.4% | 10.4% | | | |
| 渗透率 | | 93% | 100% | 100% | 100% |
| 模拟在产母猪存栏量 (头) | | 175000 | 400000 | 725000 | 955000 |
| 模拟生猪出栏量 (万头) | | 335 | 770 | 1375 | 1770 |

资料来源: 公司财报、天风证券研究所

表 3: 温氏股份出栏量和口蹄疫市场苗采购成本的模拟和预测

| 温氏股份 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 预测生猪出栏量 (万头) | 1535 | 1713 | 1950 | 2300 | 2750 |
| yoy | 26% | 12% | 14% | 18% | 20% |
| 生物资产 (亿元) | 期初余额 | 19.45 | 21.93 | 26.01 | |
| | 本期增加 | 17.36 | 20.94 | | |
| | 本期减少 | 14.88 | 16.86 | | |
| | 期末余额 | 21.93 | 26.01 | 32 | |
| 生物资产增加值 (亿元) | 2.48 | 4.08 | 5.99 | 7.75 | |
| 年内平均值 (亿元) | 20.69 | 23.97 | 29.01 | | |
| yoy | | 16% | 21% | | |
| 假设单头母猪价值 (元/头) | 1450 | 1700 | 1600 | 1550 | |
| 预计母猪存栏量总计 (头) | 143 | 141 | 181 | 230 | 270 |
| yoy | 16% | -1% | 29% | 27% | 17% |
| 预计新增母猪存栏量 (头) | 171034 | 240000 | 374375 | 500000 | 650000 |
| yoy | | 40% | 56% | 34% | 30% |
| 药苗成本 (亿元) | | 12.03 | 13.88 | 16.56 | 19.74 |
| yoy | | | 15% | 19% | 19% |
| 理论口苗 (万元) | | 17953 | 20813 | 24840 | 29610 |
| | | | 16% | 19% | 19% |
| 口蹄疫占兽药成本比例 | | 15% | 15% | 15% | 15% |
| 口蹄疫实际采购成本占比 | 15% | 14% | | | |
| 渗透率 | | 95% | 100% | 100% | 100% |
| 模拟在产母猪存栏量 (头) | | 828892 | 898892 | 1103267 | 1285409 |
| 模拟生猪出栏量 (万头) | | 1741 | 1978 | 2427 | 2828 |

资料来源: 公司财报、天风证券研究所

表 4: 口蹄疫市场苗市场空间预测

| 公司生物性资产 (万元) | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017Q3 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-------------------|------|------|------|------|------|--------|-------|-------|-------|
| 预计百强猪场出栏合计 (万头) | | | | | 6000 | | 8500 | 12000 | 16000 |
| yoy | | | | | | | 42% | 41% | 33% |
| 预计百强猪场母猪存栏合计 (万头) | | | | | 330 | | 450 | 600 | 800 |

| | | | | |
|----------------------|--------|--------|--------|--------|
| yoy | | 36% | 33% | 33% |
| 预计百强猪场口蹄疫市场苗合计 (万元) | 58608 | 82720 | 116160 | 154880 |
| yoy | | 41% | 40% | 33% |
| 预计非百强猪场口蹄疫市场苗合计 (万元) | 111392 | 133670 | 160404 | 192485 |
| yoy | | 20% | 20% | 20% |
| 预计口蹄疫市场苗合计 (万元) | 170000 | 216390 | 276564 | 347365 |
| yoy | | 27% | 28% | 26% |

资料来源：公司财报、博亚和讯，天风证券研究所

2.1.2. 政采退出释放猪瘟、蓝耳市场苗理论空间增量超 15 亿

猪瘟、蓝耳招采苗短期受政策影响销量增速可能大幅下降，但养殖户因毒株易变异和感染而对猪瘟、蓝耳疫苗存在防疫习惯和优质苗需求的提高，从长期来看市场苗空间有望打开。我们预计，猪瘟、蓝耳市场空间超 15 亿，未来更有可能以联苗产品形式存在。

从终端价格来看，猪瘟招采苗价格中枢在 0.2 元/头份，蓝耳招采苗价格中枢在 0.8 元/头份，而猪瘟招采苗价格中枢在 2 元/头份，蓝耳招采苗价格中枢在 6 元/头份，市场苗单价是招采苗的 8-10 倍左右，根据农业部对能繁母猪存栏量，我们保守预计猪瘟、蓝耳市场苗空间增量将达到 15 亿元以上。

计算公式：动物疫苗市场理论空间=畜禽出栏（存栏）量数据*平均防疫成本*免疫覆盖率

表 5：猪蓝耳疫苗市场空间测算

| | 规模 (万头) | 平均免疫次数 (次/头) | 理论需求量 (万头份) | 招采苗平均单价 (元) | 市场苗平均单价 (元) | 市场空间增量 (亿元) |
|---------|---------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 种猪 | | | | | | |
| 能繁母猪存栏量 | 5068 | 2 | 10136 | 0.8 | 6 | 6.08 |
| 种公猪 | 8 | 2 | 16 | 0.8 | 6 | 0.01 |
| 规模化商品猪 | | | | | | |
| 年出栏万头以上 | 6197 | 2 | 12394 | 0.8 | 6 | 7.44 |
| 合计 | | | 22546 | | | 11.7 |

资料来源：中国农业年鉴 2012 天风证券研究所

表 6：猪瘟耳疫苗市场空间测算

| | 规模 (万头) | 平均免疫次数 (次/头) | 理论需求量 (万头份) | 招采苗平均单价 (元) | 市场苗平均单价 (元) | 市场空间增量 (亿元) |
|---------|---------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 种猪 | | | | | | |
| 能繁母猪存栏量 | 5068 | 2 | 10135 | 0.2 | 2 | 2.02 |
| 种公猪 | 8 | 2 | 16 | 0.2 | 2 | 0.032 |
| 规模化商品猪 | | | | | | |
| 年出栏万头以上 | 6197 | 2 | 12394 | 0.2 | 2 | 2.48 |
| 合计 | | | 22546 | | | 4.1 |

资料来源：中国农业年鉴 2012，天风证券研究所

2.1.3. 国内高端市场苗将逐步替代进口市场苗，联苗最终占领市场

随着国内一批高效价的圆环产品上市后，大型养殖集团的陆续调整采购目录，国外勃林格市场份额在国内市场开始被替代。2010 年国内爆发猪圆环疫病，2012 年该苗有 6 亿市场规模，2016 年该苗达到 17 亿市场规模，期间进口疫苗最高占国内市场份额的 50%，其中

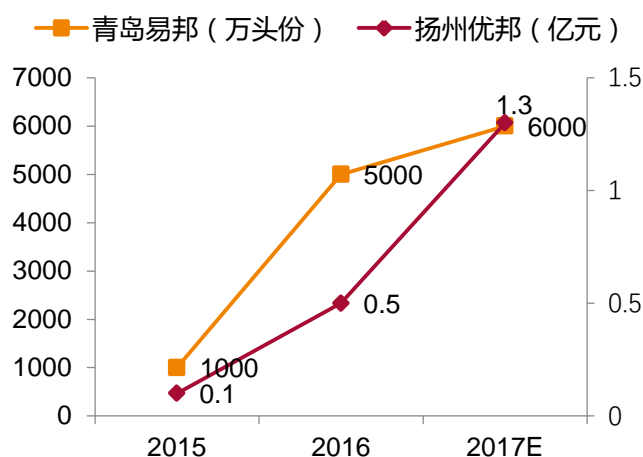
勃林格圆环疫苗处于一只独大的局面，且价格较高。随着武汉中博、扬州优邦、金佑本、普莱柯等国内高效价产品的上市，低端苗和进口苗开始加速被替代。预计 2016 年青岛易邦圆环苗销售 5000 万头份，同比暴增 500%；预计 2017 年金宇优邦圆环苗销售 2000 万头份，同比暴增 200%；2016 年勃林格圆环苗国内销售 7 亿元，预计 2017 年市场份额有所下滑。

目前市场是产品品质和技术服务的综合竞争。根据我们多次市场采样盲检结果，cap 蛋白含量较高的是梅里亚、佑本、海利、优邦、勃林格、中博，完整病毒样粒子较高的是佑本；从养殖场应激反应来看，勃林格、梅里亚产品的应激效应较小，更重要的是技术服务做的非常到位。但从长期来看，本土作战的国内企业综合竞争力的边际改善将更为明显。

预计 2017 年武汉科前伪狂犬销售额 6 亿元左右，同比增长 100%以上。无论是新毒株问世还是新免疫方案推出，未来尽快控制甚至净化伪狂肯定会用到大量的疫苗。尽管我国的伪狂犬疫苗免疫率很高，但就目前进口品牌市场份额仍占 40%，未来潜在替代空间很大。

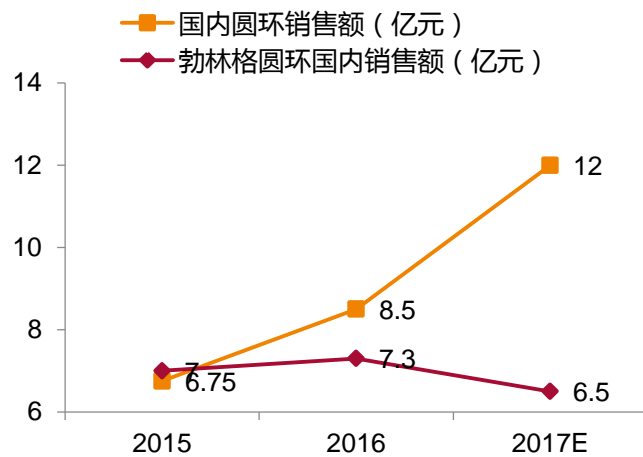
未来联苗有望实现进一步替代。联苗对免疫成本的降低无疑会形成巨大的市场需求，但是鉴于目前国内兽药注册审批流程较长，企业暂时转向通过设计免疫方案实现混合免疫，但从长期来看，在国家鼓励国内兽药企业创新的背景下，对于部分疫病的控制必将以联苗实现。

图 9：2015-2017 年易邦圆环苗销售量和优邦销售额（右）



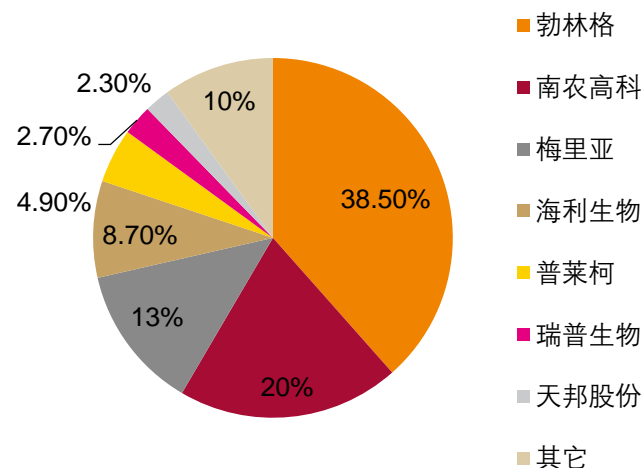
资料来源：公司财报、天风证券研究所

图 10：2015-2017 年国内圆环销售额和勃林格圆环国内销售额（右）



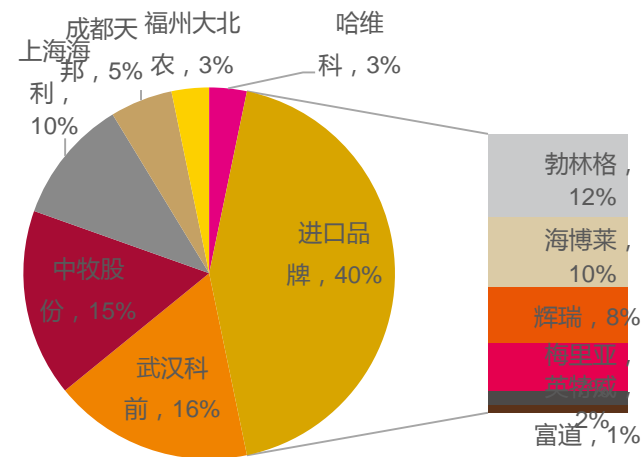
资料来源：公司年报、天风证券研究所

图 11：2015 年我国猪圆环疫苗市场份额



资料来源：公司年报、天风证券研究所

图 12：16 年大规模猪场主要伪狂犬疫苗市占率



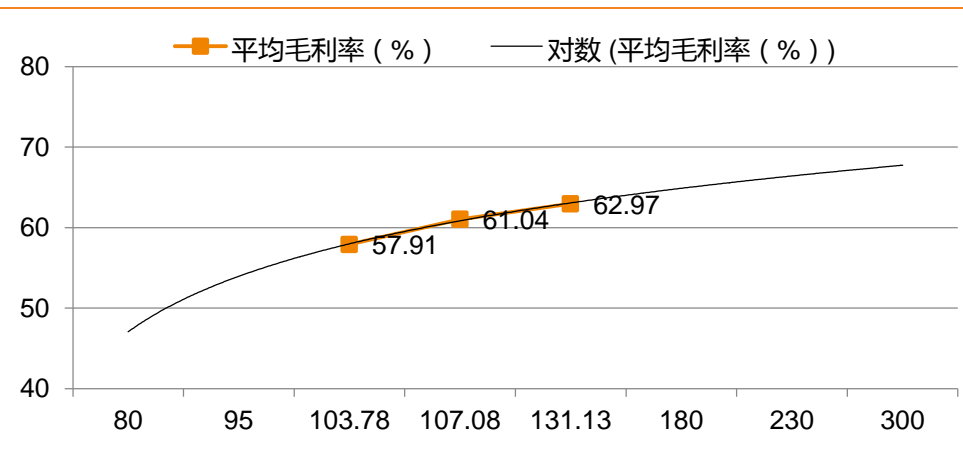
资料来源：《2016 年中国伪狂犬疫苗市场调研情况》，天风证券研究所

2.2. 工艺升级带来的规模效应提高了产品利润率

通过模拟回归的方法，动保行业收入规模与毛利率正相关，规模效应明显。大企业毛利率扩大，小企业毛利率缩水。悬浮培养工艺是市场苗可以实现产业化的基础，虽然在硬件上已不是行业壁垒，但是在更广泛的应用和系统化的管理上仍需要时间积累才能不断纯熟的。

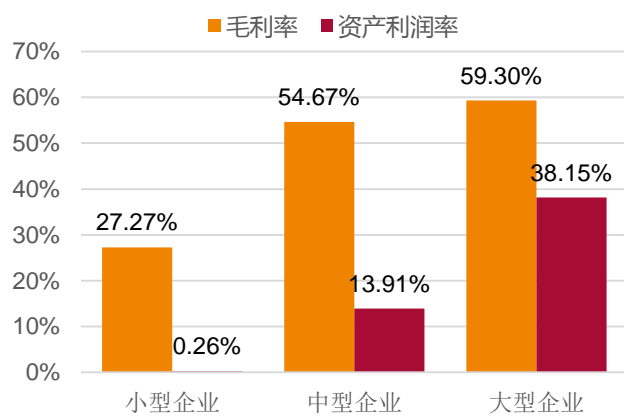
工艺升级背后是研发支持，总结来看研发投入主要沉淀在以下四点：毒株储备、团队协作、硬件设备、实验环境。以毒株储备为例，兰研所是国内口蹄疫研发最具权威也是病毒储备最丰富的机构，1999年派员去美国交流，现拥有世界上唯一的500余株口蹄疫毒株库。

图 13：回归拟合生药行业平均毛利率与行业收入增长关系



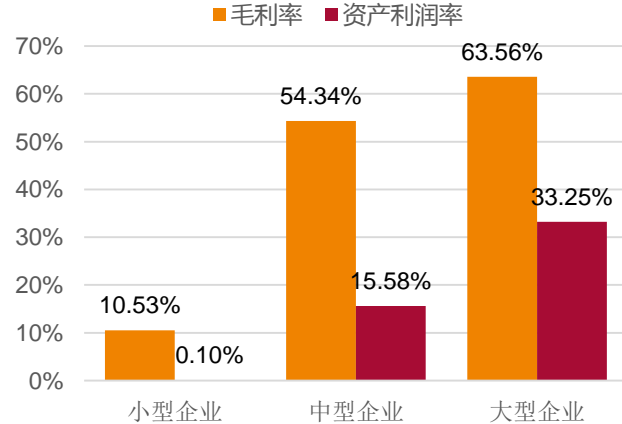
资料来源：兽药产业发展报告，天风证券研究所

图 14：2014 年不同规模生药企业毛利率和资产利润率



资料来源：兽药产业发展报告，天风证券研究所

图 15：2015 年不同规模生药企业毛利率和资产利润率



资料来源：兽药产业发展报告，天风证券研究所

表 7：2011 年之前国内口蹄疫研发单位和毒株类型

| 时间 | 种 毒 | 公 司 | 备注 |
|------|--|--------------------------|------------------|
| 2006 | Asia1 型 JSL/06 | 中农威特、天康、中牧、金宇、保山、必威安泰 | 全国企业（目前国内唯一一种毒株） |
| 2008 | O 型 OZK/93 | 中农威特、天康、中牧、金宇、保山、必威安泰、申联 | 全国企业 |
| 2010 | O 型 May-98 (BY/2010) | 中农威特 | 1 家企业 |
| 2011 | O 型 May-98 (BY/2010)、A 型 Re-A/ WH/09、Asia1 型 JSL/06、 | 中农威特、金宇 | 2 家企业 |

资料来源：兰研所，天风证券研究所

2.3. 效价提升带来的经济效益提高产生了品牌溢价

疫苗成本占比较低，价格需求弹性不大。疫苗成本在生猪养殖成本中占比仅 5-10%，其中温氏采购优势明显使得药苗成本仅占 5%左右，牧原的药苗成本约 10%，更重要的是，通过疫苗免疫降低发病率提高养殖效益，对于大型养殖集团而言，效价比价格更重要，而对于中小养殖户而言，由于不具备实验统计数据能力，示范效应和品牌溢价现象明显。

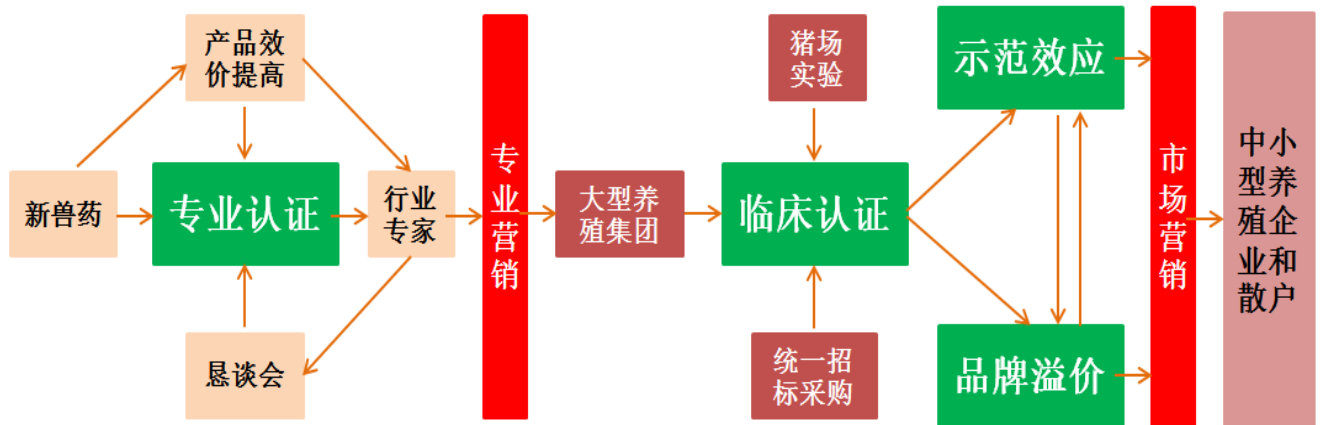
猪场疫情差异性较大，抗体整齐度不一，对服务的需求转嫁到对疫苗的依赖。不同猪场不同疫病阳性率不同，潜在免疫难度加大，养殖户个性化免疫程序的需求转嫁成对高端疫苗的依赖和品牌溢价。

表 8：温氏股份、牧原股份药物及疫苗费用和养殖成本

| | 2016 年 | | | 2015 年 | | |
|-----------|----------|-------|---------|----------|-------|---------|
| | 元/头 | 元/公斤 | 比例 | 元/头 | 元/公斤 | 比例 |
| 温氏药物及疫苗费用 | 70.22 | 0.61 | 4.86% | 67.05 | 0.6 | 4.80% |
| 温氏完全成本 | 1,445.30 | 12.57 | 100.00% | 1,397.15 | 12.47 | 100.00% |
| 牧原药品及疫苗费用 | 106.23 | 1.05 | 10.06% | 105.6 | 1.02 | 10.42% |
| 牧原完全成本 | 1,055.95 | 10.47 | 100.00% | 1,251.12 | 12.14 | 100.00% |

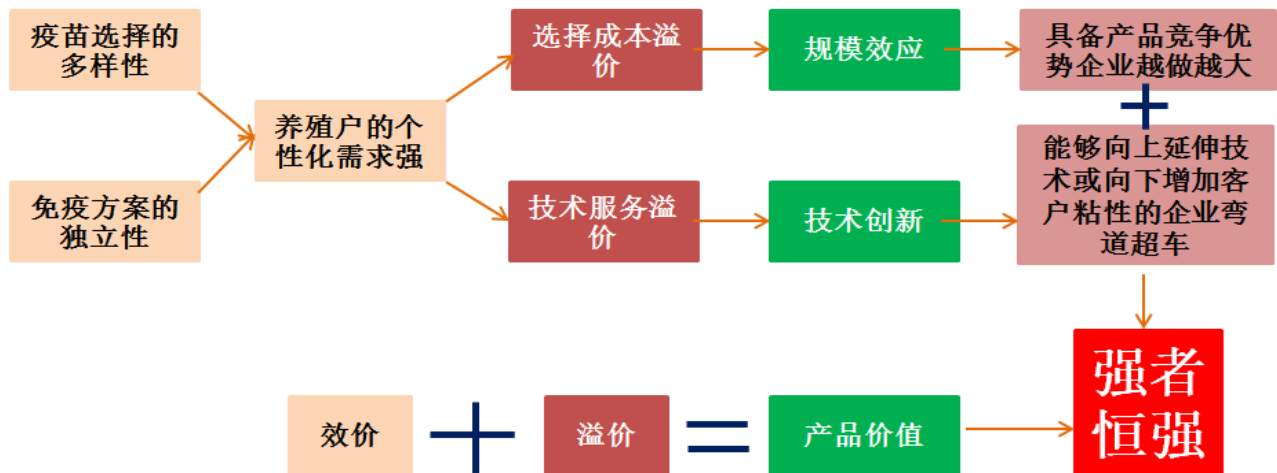
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 16：从新兽药上市到产品品牌溢价形成的逻辑图



资料来源：天风证券研究所

图 17：品牌溢价的构成



资料来源：天风证券研究所

2.4. 国际化产业整合是行业发展大势趋

研发产品转化周期长。目前，与科研院所进行项目合作开发是国内企业重要的研发模式之一。1) 技术合作项目周期长，一般为期 2 至 3 年，合作方已获得《新兽药注册证书》的项目一般在 1 年左右。如果采用自主研发方式研发，企业研发成功取得《新兽药注册证书》后，为新产品申请生产批文所需时间仍超过 3 个月。2) 工艺提升需要时间：新型佐剂和高效纯化抗原是研发重点，国内外动保企业的差距在此（疫苗品质与制造工艺有很大关系）。

表 9：2011 年注册新食用动物用兽药所需的平均时间

| | 欧洲 | 美国 |
|--------|-------|-----------|
| 兽用药物制剂 | 1.7 年 | 9.4 年 |
| 兽用生物制品 | 1.5 年 | BCL 2.8 年 |
| 除寄生虫剂 | 2.0 年 | 6.0 年 |

资料来源：USDA, wind, 天风证券研究所

国外动保行业的发展历程表明，产业整合并购是企业成长的重要路径。硕腾成长史表明：并购合作是硕腾成长中的重要主题，目标：整合优质研发资源，聚集优秀技术专家兽医团队，丰富公司产品线。当前国内外产业融合正当时：

- 当前国际动保龙头仍在进入产业并购整合。如 Elanco（礼来）在过去 5 年间投入 10 亿美金，收购 5 个公司及拓展 5 个新领域，实现了年增长 25% 的成绩；2014 年 2 月 24 日，Elanco 宣布收购德国的 Lohmann SE（罗曼动物保健）公司，该公司为家禽疫苗供应的全球领导者，同时也销售各种饲料添加剂。这项收购的达成，将使 Elanco 成为家禽领域的全球领导者，巩固其疫苗的市场地位，拓宽其全球产品的供应品类，并显著增强 Elanco 公司的疫苗制造能力。
- 国际动保龙头加快进入中国，如法国诗华与金宇集团的产品合作、美国礼来战略投资中国动保等（用研发工艺换市场）。
- 动物疫苗属于生物安全范畴。十八大以来，国家高度重视各种安全。预计未来在动物疫苗研发生产中，民族企业将起主导作用。

表 10：国际动保行业大型并购事件

| 时间 | 事件 |
|-------------|--|
| 2005 年 6 月 | 诗华（CEVA）收购德国的罗曼动物保健品公司旗下的博门（Biomune） |
| 2006 年 11 月 | 美国辉瑞制药有限公司宣布收购 Embrex 农业生物科技公司 |
| 2007 年 3 月 | 先灵葆雅合并英特威，从 2007 年开始更名为美国英特威先灵葆雅动物保健公司 |
| 2009 年 1 月 | 辉瑞制药（Pfizer）宣布以 680 亿美元收购惠氏公司（Wyth），惠氏旗下富道公司的动物保健业务一并转移 |
| 2009 年 7 月 | 赛诺菲-安万特公司以 40 亿美元现金从美国医药巨头默沙东手中收购两公司的合资企业梅里亚(Merial)的股权 |
| 2009 年 9 月 | 辉瑞对外宣布，将向德国制药商勃林格殷格翰公司（BoehringerIngelheim）出售从惠氏收购的富道业务 |
| 2009 年 10 月 | 美国制药巨头默沙东公司以 411 亿美元收购英特威先灵葆雅 |
| 2010 年 3 月 | 赛诺菲-安万特旗下动物保健企业梅里亚与默克旗下动物保健公司英特威/先灵葆雅宣布合资意向 |
| 2011 年 3 月 | 美国 & 法国 - 默克和赛诺菲-安万特宣布，双方一致同意终止旗下动物保健企业梅里亚与英特威/先灵葆雅合资成立动物保健企业的协议 |
| 2014 年 2 月 | Elanco（礼来）收购罗曼动物保健公司，这将使 Elanco 成为家禽领域的全球领导者。 |

资料来源：诗华、硕腾、礼来、梅里亚、默沙东公司官网，天风证券研究所

表 11：2015 年至今我国动保行业并购情况

| 时间 | 收购公司 | 被收购公司 | 被收购公司主营业务 | 收购比例 | 收购金额 |
|------|-------|-------|------------------------------|--------|----------|
| 2015 | 海正药业 | 云南生物 | 兽用生物制品 | 68% | 1.5 亿元 |
| | 瑞普生物 | 华南生物 | 禽用生物制品研发、生产和销售 | 65.02% | 2.11 亿元 |
| | 金河生物 | 杭州荐量 | 兽用生物制品 | 33% | 1.48 亿元 |
| 2016 | 金河法玛威 | 美国普泰克 | 兽用疫苗研发与生产 | 100% | 4300 万美元 |
| 2017 | 海利生物 | 上海裕隆 | 体外诊断抗原、抗体、试剂、仪器研发 生产与诊断服务 | 18.61% | 1.012 亿元 |
| | 生物股份 | 辽宁益康 | 兽用生物制品研发生产和销售 | 46.96% | 4.03 亿元 |

资料来源：wind，天风证券研究所

未来行业发展趋势总结：第一，国内养殖规模化加速提高公司业绩预期。根据我们产业链上下游供需判断，我国生猪养殖百强企业未来三年出栏量占有率将由 10%提升至 30%，这是从需求的角度对企业业绩最直接的拉升。**第二，国际化发展趋势提升长期估值水平。**通过对国内动保行业发展趋势的演绎，我们认为产业将沿着从行业价值创造到资源配置优化最后到政企职能再划分和国际化，这是从供给的角度可以给优秀企业更高估值的理由。

3. 动保央经营拐点已然到来

3.1. 研发实力领先，内外联合可期

公司的研发机构属于国家认定企业技术中心，拥有农业部重点实验室 1 个（兽用生物制品与化学药品）、北京市工程技术中心 1 个，建有博士后流动站分站。持续的研发投入、雄厚的研发基础以及公司先进的生产设施，使中牧具备市场领先的研发实力。公司是国内掌握猪口蹄疫合成肽关键技术的三家企业之一，未来计划开发口蹄疫、猪圆环病毒病、猪伪狂犬病等大家畜相关疫苗品种，并继续开展悬浮培养工艺优化项目。

2016 年公司共引进新产品 12 个，获得新兽药证书 9 个，26 个新兽药批准文号，申请专利受理 43 件，获得专利授权 25 件，获得泰万菌素提取、海南霉素生产、截短侧耳素生产等 3 项新工艺；实施北京市重大科技专项 1 项，执行 863 计划专项 2 项，反向遗传、悬浮培养、病原分离鉴定等技术平台建设也取得明显进步。江西厂研发质检中心项目、保山厂口蹄疫悬浮培养灭活疫苗生产车间通过 GMP 验收；黄冈厂、南药顺利通过 GMP 复验；胜利生物顺利通过“质量管理、安全管理、环境管理”三体系认证。

2017 年，公司与口蹄疫（兰兽研）、禽流感（哈兽研）两家国家级科研单位达成战略合作伙伴关系，将在开展新产品、新技术开发、研发资源共享和科技人才培养等方面全面合作。我们预计 2018 年起，公司将加速国际化战略，继续推进产品、技术、研发、渠道等方面的升级。

表 12：2016 年公司获得 9 个新兽药证书

| 产品名称 | 类别 |
|---|----|
| 1 猪瘟疫毒间接 ELISA 抗体检测试剂盒 | 三类 |
| 2 猪伪狂犬病耐热保护剂活疫苗（HB2000 株） | 三类 |
| 3 鸭坦布苏病毒病灭活疫苗（HB 株） | 一类 |
| 4 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+rVP2 蛋白） | 三类 |
| 5 牛口蹄疫 O 型、亚洲 1 型二价合成肽疫苗（多肽 0501+0601） | 三类 |
| 6 猪口蹄疫病毒 O 型 VP1 合成肽 ELISA 抗体检测试剂盒 | 三类 |
| 7 磷酸替米考星 | 三类 |
| 8 磷酸替米考星可溶性粉 | 三类 |

资料来源: 公司年报, 天风证券研究所

表 13: 公司质量控制与管理体系建设及进展

| 质量控制与管理体系建设 | 进度 |
|--------------------|-------------------------|
| 江西厂研发质检中心项目 | 通过 GMP 验收 |
| 保山厂口蹄疫悬浮培养灭活疫苗生产车间 | 通过 GMP 验收 |
| 黄冈厂 | 通过 GMP 复验 |
| 南药 | 通过 GMP 复验 |
| 胜利生物 | 通过“质量管理、安全管理、环境管理”三体系认证 |

资料来源: 公司年报, 天风证券研究所

3.2. 口蹄疫市场苗技改完成产能释放有望爆发

老品牌优势助力市场苗推广。公司是国内最大的老牌动保生产企业, 口蹄疫疫苗市场份额达 15%-20%, 其中市场苗 5%左右, 招采苗 25%左右, 招采苗市占率第一。公司口蹄疫产品包括, 猪口蹄疫 O 型灭活疫苗、O-I 二价灭活疫苗、O-I-A 三价灭活疫苗、O 型合成肽疫苗, 公司多年的积累已具备一定品牌优势。

口蹄疫市场苗产能瓶颈打开。公司近年来发展一直受制于产能不足, 生产排产紧张, 影响销售规模的扩大。2013 年公司通过定向增发募集资金对原有生产线进行技术改造和扩建, 2016 年项目的逐步投产, 口蹄疫疫苗产能扩大 50%以上, 非口蹄疫疫苗产能扩大 20%以上。

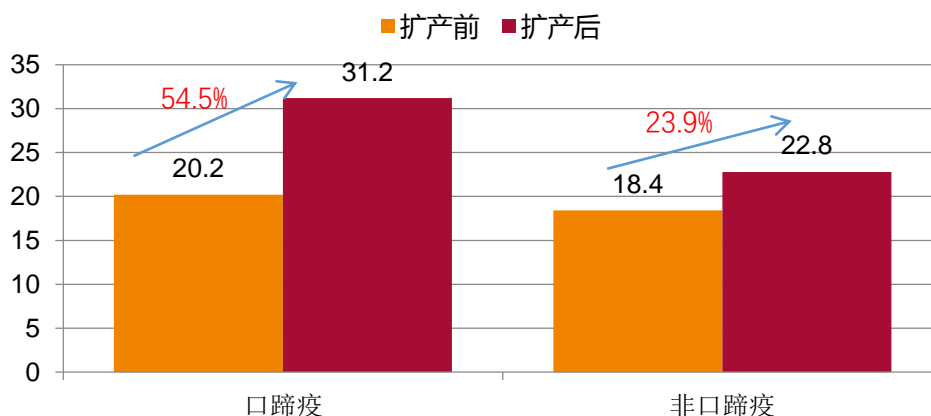
口蹄疫市场苗效价大幅提升。2017 年下半年, 新进入如温氏、牧原、正邦、天邦等大型养殖企业采购目录, 另有多家大型养殖企业正在实验, 产业认可度呈加速之势。我们预计公司 17/18/19 年口蹄疫市场苗收入分别为 1.5 亿/3 亿/5 亿, 增速分别为 100%/100%/66%。

表 14: 疫苗产能拓产情况

| 非公开增发项目 | 新建或改造 | 预计投产时间 |
|---------------------------|--|--------|
| 保山生物药厂悬浮培养工艺口蹄疫疫苗生产车间新建项目 | 新建: 口蹄疫灭活疫苗 5 亿毫升/年, 其中: 牛羊二价口蹄疫疫苗 2 亿毫升/年、猪双组份口蹄疫疫苗 3 亿毫升/年 | 已投产 |
| 兰州生物药厂家畜疫苗灭活苗车间(技改)项目 | 改造: 设计产能为口蹄疫(悬浮)猪双组份疫苗 6 亿毫升 | 已投产 |
| 成都药械厂高致病性猪繁殖与呼吸综合征活疫苗车间项目 | 新建: 设计产能为活疫苗 3.6 亿头份/年, 灭活疫苗 0.8 亿毫升/年, 诊断液 300 万头份/年 | 已投产 |

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 18: 公司生物制品产能(亿毫升/亿头份)扩张



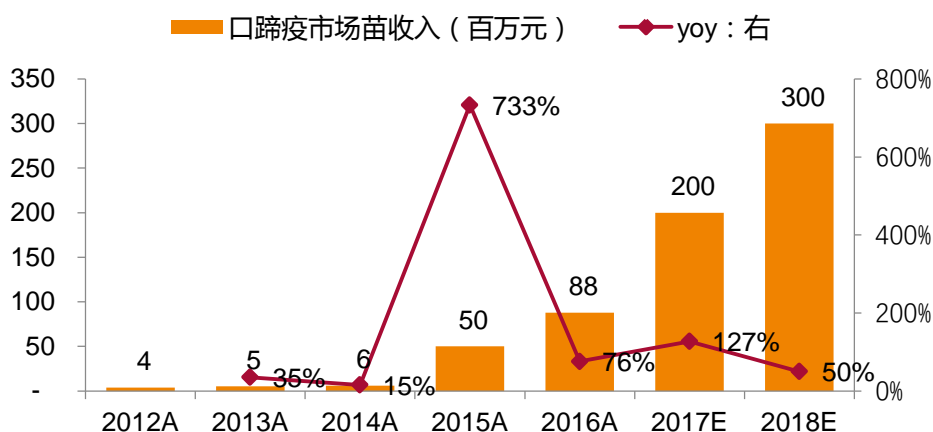
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

表 15：口蹄疫疫苗生产企业、毒株、出厂价、终端价

| 疫苗种类 | 生产企业 | 毒株 | 终端价 (元/头份) | 总蛋白、抗原、 内毒素、佐剂 (综合得分) |
|----------------------------------|------|--|---------------|-----------------------------|
| 口蹄疫 O 型、 亚洲 I 型、A 型 三价灭活疫苗 | 金宇保灵 | O/MYA98/BY/2010 株+Asial/JSL/ZK/06 株+Re-A/WH/09 株 | 12 | 100 |
| | 中农威特 | O/MYA98/BY/2010 株+Asial/JSL/ZK/06 株+Re-A/WH/09 株 | 12 | 90 |
| | 天康生物 | OHM/02 株+AKT-III 株+AsialKZ/03 株 | 12 | 80 |
| | 必威安泰 | OHM/02 株+AKT-III 株+AsialKZ/03 株 | 10 | 70 |
| | 中牧股份 | O/HB/HK/99 株+AF/72 株+Asia-I/XJ/KLMY/04 株 | 10 | 95 |
| | 杨凌金梅 | OHM/02 株+AKT-III 株+AsialKZ/03 株 | 12.5 | 85 |
| | 金宇保灵 | O/Mya98/XJ/2010 株+O/GX/09-7 株 | 10 | 100 |
| 猪口蹄疫 O 型 灭活疫苗 | 中农威特 | O/Mya98/BY/2010 株 | 7 | 90 |
| | 天康生物 | O/Mya98/XJ/2010 株+O/GX/09-7 株 | | 80 |
| | 必威安泰 | O/Mya98/XJ/2010 株+O/GX/09-7 株 | | 70 |
| | 中牧股份 | O/Mya98/XJ/2010 株+O/GX/09-7 株 | 9 | 95 |
| | 杨凌金梅 | O/Mya98/XJ/2010 株+O/GX/09-7 株 | 12 | 85 |

资料来源：中监所、公司公告，产品新品发布会，天风证券研究所

图 19：公司口蹄疫市场苗收入



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 20：公司口蹄疫疫苗收入预测

| 口蹄疫 | 2011A | 2012A | 2013A | 2014A | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 收入合计 | 476 | 497 | 545 | 511 | 572 | 589 | 655 | 800 | 970 |
| yoy | - | 5% | 9% | -6% | 12% | 3% | 11% | 22% | 21% |
| 其中：招采苗 | 476 | 494 | 539 | 505 | 526 | 508 | 505 | 500 | 470 |
| 其中：市场苗 | - | 4 | 5 | 6 | 46 | 80 | 150 | 300 | 500 |
| 成本合计 | 195 | 214 | 233 | 221 | 239 | 227 | 232 | 297 | 467 |
| yoy | - | 10% | 9% | -5% | 8% | -5.3% | 2.3% | 28.1% | 57.2% |
| 其中：招采苗 | 195 | 213 | 232 | 219 | 226 | 217 | 215 | 213 | 201 |
| 其中：市场苗 | - | 1 | 2 | 2 | 14 | 24 | 42 | 84 | 140 |
| 毛利率 | 59% | 57% | 57% | 57% | 58% | 61% | 65% | 63% | 52% |
| 其中：招采苗 | 59% | 57% | 57% | 57% | 57% | 57% | 57% | 57% | 57% |
| 其中：市场苗 | - | 69% | 69% | 70% | 70% | 70% | 72% | 72% | 72% |

资料来源：公司招股书、公司年报，天风证券研究所

3.3. 新技术升级老产品，非口疫苗有望爆发

猪瘟-蓝耳二联苗仍需一段较长的过程教育市场。猪瘟经历多年来的强制免疫，发病率已经很低，蓝耳灭活苗效果不佳，而活苗安全性差，导致优质苗少与差异性小并存。但实际上蓝耳、猪瘟均为养殖户重点防疫疫病，并且只能单独免疫。公司猪瘟-蓝耳二联苗突破了前期技术壁垒，产品免疫期限长达 6 个月，并且没有免疫抑制作用，能做到一针两防。我们认为，该产品未来具备较高的市场需求，但也需要通过较长时间的市场教育。

其它猪用市场苗同样值得期待。一方面，不断丰富产品线，并积极研发新产品；另一方面，提高产品营销队伍力量，积极向中、小养殖企业渗透，16 年公司成立生物制品事业部，从人员、业务到机构进行整合和调整，组建专业销售团队，使得公司销售员费用、职工薪酬、销售服务费、研究与开发费用占营业收入比例逐年提高，而降低了办公费、广告费用。预计 17 年及以后将推出胃肠炎+腹泻二联苗等其它猪用市场苗收入也将高速增长。

我们预计，公司非口蹄疫猪用市场苗将复制口蹄疫市场苗升级的成功经验，其中胃肠炎-腹泻二联苗、伪狂犬疫苗等产品有望率先实现爆发，预计这两款产品 17/18/19 年总收入有望达 0.4/0.8/1.2 亿元，18/19 年同比增速达 100%/50%，其中 17 年胃肠炎-腹泻二联苗 7 月上市仅销售半年。

表 16：猪蓝耳-猪瘟二联苗与单苗对比

| 项目 | 猪瘟+蓝耳二联苗 | 猪瘟疫苗 | 蓝耳疫苗 |
|--------|-------------------|-------------------------|-----------------------------|
| 毒株 | TJM-F92 毒株和猪瘟 C 株 | 细胞源、兔源、脾淋源 | TJM-F92 株、JXA1-R 株、GDr180 株 |
| 生产企业 | 中牧股份 | 海利生物、普莱柯、生物股份、天康生物、瑞普生物 | 海利生物、普莱柯、生物股份、天康生物 |
| 免疫期 | 6 个月 | 4 个月 | 4 个月 |
| 免疫抑制作用 | 无 | 有 | 有 |
| 效果 | 一针两防，效价高 | 多次免疫，效价低 | 多次免疫，效价低 |

资料来源：海利生物、普莱柯、生物股份、天康生物、瑞普生物公司网站，天风证券研究所

表 17：公司销售员费用、职工薪酬、销售服务费、研究与开发费用占营业收入比例

| 费用占营业收入比例 | 2014 | 2015 | 2016 |
|-----------|------|------|------|
| 销售员费用 | 2.0% | 2.3% | 2.6% |
| 销售服务费 | 2.4% | 2.7% | 3.0% |

资料来源：公司年报，天风证券研究所

4. 贸易业务收缩，饲料、兽药加速增长

4.1. 饲料：收入有望保持稳定增长

饲料行业集中度提升，销量增速重回两位数。2014 年平均每家饲料企业产量 7 万吨，行业仍是小散企业多、竞争激烈的格局，我们认为，饲料行业的后周期属性体现在两个方面，一是集中度提升滞后与养殖业并且提升空间巨大，17 年饲料行业变化将类似与 15 年环保对养殖业的变革；二是销量的提高滞后于生猪出栏量的升高，但跟踪指标和催化剂由能繁母猪存栏（生产力数量）切换到 PSY（生产力效率）。我们保守计算，17 年能繁母猪存栏上升 2%，PSY 提高 8%，生猪出栏量增速将提高 10%，18 年养殖结构继续升级。

新产能（浓缩料、预混料）释放，线上线下齐发力。饲料板块是公司第二大利润来源，占总收入的 20%左右，近五年来利润均稳定增长，2016 年受下游养殖补栏积极和多方面销售渠道的扩展（线下借助中牧农业连锁发展有限公司较成熟的销售渠道，线上与猪易商城签署电商战略合作协议），饲料业务毛利同比增速 21%。此外，公司现有产能 30 万吨左右，随着新产能陆续达产，收入有望加速增长。

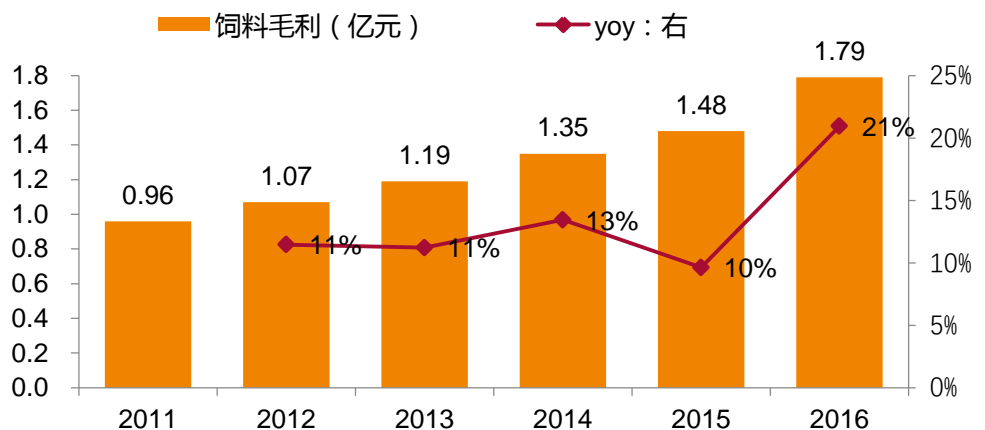
有望布局猪预混料，毛利率有提高空间，采购优势和规模效应加速体现！公司饲料 90%以上为蛋鸡料，未来有望加速布局猪预混料，相对禽料而言有更高的产品吨毛利，同时在规模效应下有望进一步释放公司产能利用率，预计未来随着猪料占比的不断提升毛利率和净利率也会逐步提升。我们预计 17/18/19 年公司饲料业务收入 10 亿元/13 亿元/17 亿元，同比增速分别为 25%/30%/30%。

图 21：预计生猪出栏速度超 10%

| 历史生猪出栏及平均出栏 | | | | | | | |
|--------------------|-------|-------|----------------------|-------|-------|-------|-------|
| 年 | | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 平均出栏 |
| 能繁母猪 | | 4990 | 5010 | 4590 | 3933 | 3737 | |
| PSY | | 14 | 14.3 | 16 | 18 | 18.3 | |
| 生猪出栏 | | 69628 | 71557 | 73510 | 70825 | 68502 | 70804 |
| PSY 及能繁母猪对生猪出栏弹性 | | | | | | | |
| 生猪出栏 | 能繁母猪 | 3500 | 3600 | 3700 | 3800 | 3900 | 4000 |
| PSY | yoy | | 2.90% | 2.80% | 2.70% | 2.60% | 2.60% |
| 18 | | 63000 | 64800 | 66600 | 68400 | 70200 | 72000 |
| 18.5 | 2.80% | 64750 | 66600 | 68450 | 70300 | 72150 | 74000 |
| 19 | 2.70% | 66500 | 68400 | 70300 | 72200 | 74100 | 76000 |
| 19.5 | 2.60% | 68250 | 70200 | 72150 | 74100 | 76050 | 78000 |
| 20 | 2.60% | 70000 | 72000 | 74000 | 76000 | 78000 | 80000 |
| 20.5 | 2.50% | 71750 | 73800 | 75850 | 77900 | 79950 | 82000 |
| 考虑胎龄结构及饲料销量增速达 35% | | | | | | | |
| | 2016 | 2017E | | PSY | 2015 | 2016 | 2017E |
| 能繁母猪 | 3737 | 3800 | 母猪补栏 | | 30% | 65% | 35% |
| yoy | | 2% | 1-2 胎龄 | 低 | 20% | 70% | 30% |
| PSY | 18 | 19.5 | 3-6 胎龄 | 高 | 35% | 20% | 60% |
| yoy | | 8% | 6-8 胎龄 | 低 | 45% | 10% | 10% |
| 生猪出栏增速 | | 10% | 注：能繁母猪 3-6 胎龄 PSY 最高 | | | | |
| 假设：市占率增速 | | 25% | | | | | |
| 结论：出栏增速达 | | 35% | | | | | |

资料来源：农业部，天风证券研究所

图 22：2011-2016 年公司饲料毛利及同比增速



资料来源：公司年报，天风证券研究所

表 18：公司现有饲料产能及分布

| 饲料类型 | 生产线 | 产能（万吨） |
|-------|------|--------|
| 预混料 | 天津华罗 | 2 |
| | 南通华罗 | 1 |
| | 郑州华罗 | 0.5 |
| | 长春华罗 | 3 |
| | 新乡华罗 | 2 |
| | 武汉华罗 | 2 |
| | 郑州新厂 | 2 |
| 浓缩配合料 | 长春华罗 | 5 |
| | 新乡华罗 | 5 |
| | 武汉华罗 | 5 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 23：公司饲料业务收入预测

| 饲料 | 2011A | 2012A | 2013A | 2014A | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 534 | 567 | 567 | 632 | 656 | 801 | 1,001 | 1,301 | 1,692 |
| yoy | -56.8% | 6.2% | 0.1% | 11.4% | 3.8% | 22.1% | 25.0% | 30.0% | 30.0% |
| 营业成本 | 438 | 460 | 449 | 497 | 508 | 617 | 761 | 976 | 1,252 |
| yoy | -60.3% | 5.1% | -2.4% | 10.7% | 2.3% | 21.3% | 23.4% | 28.3% | 28.3% |
| 毛利 | 96 | 107 | 119 | 135 | 148 | 184 | 240 | 325 | 440 |
| 毛利率 | 18.0% | 18.9% | 20.9% | 21.4% | 22.5% | 23.0% | 24.0% | 25.0% | 26.0% |

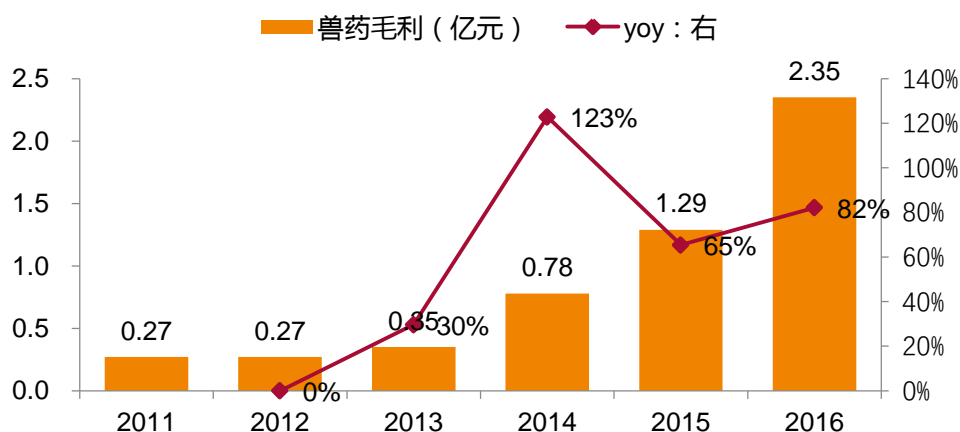
资料来源：公司招股书、公司年报，天风证券研究所

4.2. 兽药：内生外延促发展

兽药板块有望通过自身产能拓展以及并购逐步做大。内生方面，公司非公开定增项目将新增产能合计 6080 吨/年，其中，兽药固体制剂 1,300 吨/年、兽药液体制剂 480 吨/年、消毒剂 400 吨/年、原料药 3,900 吨/年。同时，从技术到销售环节引入了市场化人才，提高了产品水平。外延方面，公司在 2013 年收购了山东胜利生物 55% 的股权，拓展了公司兽药的产品。未来有望进一步收购，增强公司兽药发展实力。我们预计，17/18/19 年公司兽药业务营业收入分别为 10.4/13.5/17.6 亿元，同比增速 40%/30%/30%。

胜利生物主要从事兽药制剂和原料药的生产和销售，注册资本为 20,000 万元。16 年实现营业收入 3.55 亿元，净利润 4,885.05 万元，同比增长分别为 23% 和 71%。

图 24：2011-2016 年公司兽药毛利及同比增速



资料来源：公司年报，天风证券研究所

表 19：公司 16 年重要在建工程及完成进度

| 重要在建工程 | 完成进度 |
|-------------------|-----------------|
| 内蒙中牧莫能菌素提取生产线改造项目 | 74.66% |
| 南药注入剂车间改造项目 | 42.88% |
| 胜利生物 302 合成车间 | 52.99% |
| | 泰妙菌素原料药 300 吨/年 |

资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 25：公司兽药业务收入预测

| 化药 | 2011A | 2012A | 2013A | 2014A | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 213 | 206 | 216 | 460 | 552 | 744 | 1,041 | 1,354 | 1,760 |
| yoy | 46.6% | -3.2% | 4.8% | 112.9% | 19.9% | 34.7% | 40.0% | 30.0% | 30.0% |
| 营业成本 | 186 | 179 | 181 | 382 | 423 | 554 | 776 | 1,009 | 1,311 |
| yoy | 42.9% | -3.7% | 0.8% | 111.4% | 10.6% | 31.1% | 40.0% | 30.0% | 30.0% |
| 毛利 | 27 | 27 | 35 | 78 | 129 | 190 | 266 | 345 | 449 |
| 毛利率 | 12.6% | 13.0% | 16.4% | 17.0% | 23.4% | 25.5% | 25.5% | 25.5% | 25.5% |

资料来源：公司招股书、公司年报，天风证券研究所

5. 国企改革加速提升公司管理效率和外延整合预期

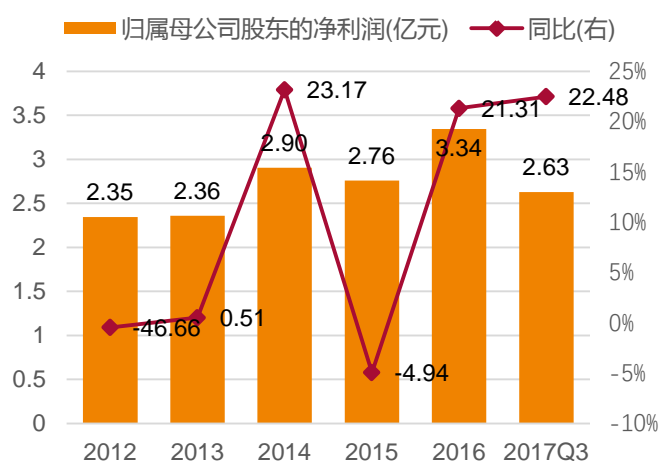
公司经营机制改革加速释放业绩。2017 年公司发生重大人事调整，新董事长回归，高管团队重新组建，动物疫苗、饲料添加剂、化药等各业务板块负责人通过市场化招聘方式也相继到位，考核和激励机制逐步市场化。

根据公司公告第一期股票期权激励计划，公司承诺未来三年净资产收益率将有明显提升。16 年公司 ROE（扣非后）7.68%并且自 13 年之后均在 9%以下，公司承诺未来 ROE（扣非后）将在 20 家对标公司中 75 分位值，16 年这一分位数上的 ROE（扣非后）不低于 12%，我们预计 18-20 年公司 ROE（扣非后）将明显改善。

此外，公司三项费用率水平远高于同行业龙头，净利率却远低于同行业，管理效率存在巨大的改善空间。我们认为，国改完成将便于激发管理层动力，提高管理效率、降低费用率。2017 年，公司第一大股东中国牧工商（集团）总公司首次将持股比例由 51%以上下调至 50%以下，此次国改其中背后的意义可能更为深远。我们预计公司第一期股权激励仅仅是一个破冰，考虑管理层的彻底重建成本，未来公司各业务重要分子公司有望通过进一步深化国企改革实现管理效率的全面提升。

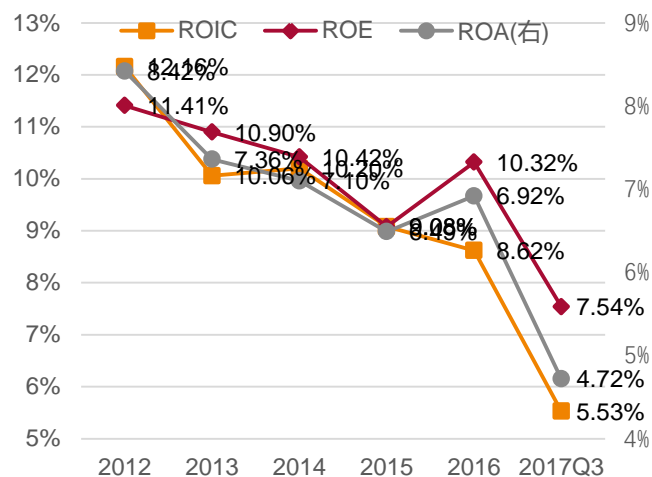
国际化合作有望助力公司跨越式发展。根据我们对产业发展路径的判断，国际化合作是必然趋势之一。公司作为国内老牌动保龙头，已拥有最丰富的生产线和产品生产文号，那么提高研发实力和改善营销渠道的边际改善远远大于继续丰富产品线，因此从行业趋势、战略布局、资源驱动和排他性优势的角度看，国内最容易实现国际化合作的动保企业当属中牧股份。

图 26：历年归属母公司股东的净利润（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 27：公司历年 ROIC、ROE、ROA



资料来源：wind，天风证券研究所

图 28：中牧股份疫苗业务销售费用率和管理费用率推演

| 销售+管理费用率 | | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|----------|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 饲料行业 | 新希望 | 3.70% | 4.07% | 4.27% | 4.99% | 5.19% |
| | 海大集团 | 5.49% | 5.99% | 6.03% | 5.29% | 5.58% |
| | 大北农 | 14.06% | 14.94% | 16.43% | 19.13% | 17.84% |
| | 金新农 | 9.12% | 10.06% | 10.01% | 8.86% | 11.04% |
| | 唐人神 | 6.94% | 7.80% | 6.66% | 6.80% | 6.42% |
| | 通威股份 | 6.95% | 7.17% | 8.04% | 9.84% | 9.21% |
| | 禾丰牧业 | 5.08% | 5.71% | 5.80% | 6.03% | 5.52% |
| | 天马科技 | 8.57% | 10.89% | 9.45% | 8.77% | 9.89% |
| | 饲料代表企业平均费用率 | 7.49% | 8.33% | 8.33% | 8.71% | 8.84% |
| 销售+管理费用率 | | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
| 动保行业 | 瑞普生物 | 35.88% | 56.16% | 41.87% | 41.87% | 38.77% |
| | 海利生物 | 37.40% | 43.48% | 45.75% | 45.75% | 56.60% |
| | 普莱柯 | 35.44% | 40.95% | 41.64% | 41.64% | 42.11% |
| | 生物股份 | 32.10% | 30.01% | 29.07% | 29.07% | 27.27% |
| | 中牧股份 | 18.54% | 18.21% | 18.55% | 18.55% | 21.66% |
| | 中牧疫苗收入占比 | 37.67% | 33.16% | 29.36% | 29.47% | 37.67% |
| | 假设中牧饲料业务费用率 | 7.49% | 8.33% | 8.33% | 8.71% | 8.84% |
| | 推算纯疫苗业务费用率 | 36.82% | 38.12% | 43.12% | 42.08% | 36.82% |

资料来源：wind，天风证券研究所

6. 盈利预测及投资建议

我们预计,17-19 年公司实现归属于母公司净利润 3.7/4.5/6.0 亿元,对应 EPS 0.87/1.05/1.40 元,三年复合增速 27%。其中,17-19 年主业贡献净利润 2.5/3.5/4.7 亿元,对应 EPS 0.59/0.82/1.1 元,主业三年复合增速 37%。考虑到公司快速增长及变革的潜力,我们给予主业 30 倍市盈率,加上金达威 20 亿市值,目标市值 125 亿。给予“买入”评级。

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | 利润表(百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金 | 703.28 | 1,065.65 | 1,229.13 | 2,464.80 | 2,456.09 | 营业收入 | 4,234.19 | 3,973.87 | 4,586.60 | 5,543.37 | 6,700.31 |
| 应收账款 | 263.02 | 260.25 | 517.99 | 327.64 | 686.11 | 营业成本 | 3,137.05 | 2,806.21 | 3,255.46 | 3,895.55 | 4,603.34 |
| 预付账款 | 187.20 | 93.82 | 283.34 | 169.25 | 340.45 | 营业税金及附加 | 12.68 | 23.76 | 18.37 | 23.98 | 31.96 |
| 存货 | 694.25 | 563.52 | 871.98 | 890.65 | 1,168.02 | 营业费用 | 432.00 | 486.39 | 585.25 | 664.10 | 789.97 |
| 其他 | 40.94 | 1,326.96 | 36.70 | 30.92 | 48.95 | 管理费用 | 353.30 | 374.54 | 458.66 | 504.45 | 603.03 |
| 流动资产合计 | 1,888.69 | 3,310.20 | 2,939.13 | 3,883.27 | 4,699.63 | 财务费用 | 7.08 | 30.74 | 16.70 | 19.70 | 38.20 |
| 长期股权投资 | 417.27 | 547.59 | 547.59 | 547.59 | 547.59 | 资产减值损失 | 4.33 | 8.66 | 6.19 | 6.40 | 7.08 |
| 固定资产 | 1,288.65 | 1,505.48 | 1,377.51 | 1,249.54 | 1,121.57 | 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 在建工程 | 271.22 | 56.58 | 56.58 | 56.58 | 56.58 | 投资净收益 | 36.36 | 170.73 | 190.00 | 110.00 | 100.00 |
| 无形资产 | 418.15 | 502.17 | 487.92 | 473.67 | 459.42 | 其他 | (72.73) | (341.45) | (380.00) | (220.00) | (200.00) |
| 其他 | 106.37 | 108.66 | 103.36 | 100.37 | 98.10 | 营业利润 | 324.12 | 414.28 | 435.97 | 539.20 | 726.73 |
| 非流动资产合计 | 2,501.67 | 2,720.48 | 2,572.96 | 2,427.75 | 2,283.26 | 营业外收入 | 13.22 | 15.59 | 13.34 | 14.05 | 14.33 |
| 资产总计 | 4,390.36 | 6,030.68 | 5,512.09 | 6,311.02 | 6,982.89 | 营业外支出 | 1.24 | 2.33 | 1.66 | 1.74 | 1.91 |
| 短期借款 | 33.97 | 75.05 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 利润总额 | 336.10 | 427.54 | 447.65 | 551.50 | 739.15 |
| 应付账款 | 592.67 | 647.40 | 596.77 | 953.55 | 921.62 | 所得税 | 54.93 | 66.91 | 67.15 | 82.73 | 110.87 |
| 其他 | 363.53 | 371.31 | 517.22 | 493.08 | 571.11 | 净利润 | 281.17 | 360.62 | 380.50 | 468.78 | 628.28 |
| 流动负债合计 | 990.16 | 1,093.77 | 1,113.99 | 1,446.63 | 1,492.73 | 少数股东损益 | 5.50 | 26.20 | 8.72 | 18.00 | 28.06 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 归属于母公司净利润 | 275.67 | 334.42 | 371.78 | 450.78 | 600.22 |
| 应付债券 | 0.00 | 1,190.88 | 396.96 | 529.28 | 705.71 | 每股收益(元) | 0.64 | 0.78 | 0.87 | 1.05 | 1.40 |
| 其他 | 44.45 | 51.87 | 47.66 | 48.00 | 49.18 | | | | | | |
| 非流动负债合计 | 44.45 | 1,242.76 | 444.62 | 577.28 | 754.89 | | | | | | |
| 负债合计 | 1,034.62 | 2,336.52 | 1,558.61 | 2,023.91 | 2,247.62 | 主要财务比率 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 少数股东权益 | 318.55 | 336.58 | 345.31 | 363.30 | 391.36 | 成长能力 | | | | | |
| 股本 | 429.80 | 429.80 | 429.80 | 429.80 | 429.80 | 营业收入 | 4.93% | -6.15% | 15.42% | 20.86% | 20.87% |
| 资本公积 | 914.08 | 975.01 | 974.98 | 975.08 | 975.02 | 营业利润 | 0.51% | 27.82% | 5.24% | 23.68% | 34.78% |
| 留存收益 | 2,605.94 | 2,918.15 | 3,178.37 | 3,494.01 | 3,914.11 | 归属于母公司净利润 | -5.07% | 21.31% | 11.17% | 21.25% | 33.15% |
| 其他 | (912.63) | (965.39) | (974.98) | (975.08) | (975.02) | 获利能力 | | | | | |
| 股东权益合计 | 3,355.74 | 3,694.16 | 3,953.47 | 4,287.12 | 4,735.27 | 毛利率 | 25.91% | 29.38% | 29.02% | 29.73% | 31.30% |
| 负债和股东权益总计 | 4,390.36 | 6,030.68 | 5,512.09 | 6,311.02 | 6,982.89 | 净利率 | 6.51% | 8.42% | 8.11% | 8.13% | 8.96% |
| | | | | | | ROE | 9.08% | 9.96% | 10.30% | 11.49% | 13.82% |
| | | | | | | ROIC | 10.31% | 14.55% | 10.16% | 15.74% | 28.88% |
| | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| | | | | | | 资产负债率 | 23.57% | 38.74% | 28.28% | 32.07% | 32.19% |
| | | | | | | 净负债率 | 20.89% | 8.05% | 0.12% | -1.57% | -20.49% |
| | | | | | | 流动比率 | 1.91 | 3.03 | 2.64 | 2.68 | 3.15 |
| | | | | | | 速动比率 | 1.21 | 2.51 | 1.86 | 2.07 | 2.37 |
| | | | | | | 营运能力 | | | | | |
| | | | | | | 应收账款周转率 | 12.80 | 15.19 | 11.79 | 13.11 | 13.22 |
| | | | | | | 存货周转率 | 5.76 | 6.32 | 6.39 | 6.29 | 6.51 |
| | | | | | | 总资产周转率 | 0.98 | 0.76 | 0.79 | 0.94 | 1.01 |
| | | | | | | 每股指标(元) | | | | | |
| | | | | | | 每股收益 | 0.64 | 0.78 | 0.87 | 1.05 | 1.40 |
| | | | | | | 每股经营现金流 | 1.23 | 1.47 | 2.28 | 2.67 | -0.16 |
| | | | | | | 每股净资产 | 7.07 | 7.81 | 8.39 | 9.13 | 10.11 |
| | | | | | | 估值比率 | | | | | |
| | | | | | | 市盈率 | 27.11 | 22.35 | 20.10 | 16.58 | 12.45 |
| | | | | | | 市净率 | 2.46 | 2.23 | 2.07 | 1.90 | 1.72 |
| | | | | | | EV/EBITDA | 17.71 | 15.37 | 11.57 | 8.27 | 6.63 |
| | | | | | | EV/EBIT | 26.36 | 21.49 | 15.21 | 10.38 | 7.87 |

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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com | 湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com | 深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com |