

# 兽用生物制品国家队，发力养殖后周期



川财证券  
CHUANCAI SECURITIES

——中牧股份（600195）

## 核心观点

❖ **股权集中治理完善，产品业务线全面。**公司主要业务包括兽用生物制品、兽药、饲料及贸易。其中兽用生物制品业务 2018 年营收占比为 27.52%，毛利率为 56.80%，主要以猪用和禽用生物制品为主，其中猪用生物制品主要包括口蹄疫、猪蓝耳及猪瘟疫苗，禽用生物制品主要以政府招采禽流感疫苗为主。剩余兽药、饲料及贸易占比均衡，多项业务市占率位居前列，公司各项业务品类齐全，并驾齐驱。

❖ **国企肩负行业使命，充分受益于生猪养殖后周期。**2019 年 6 月受非洲猪瘟疫情影响，全国能繁母猪存栏量同比下降 26.7%，生猪供给产能持续大幅收缩，非洲猪瘟防控愈发严峻，公司参与非洲猪瘟疫苗试验与研发，回顾 2007 年蓝耳疫苗出现，公司在疫苗上市后的两年内生物制品营业收入达 12.69 亿元，相比 2008 年的 9.81 亿元，年复合增长率为 8.95%，若非洲猪瘟疫苗研发成功，公司利润增厚，中长期看，生猪供给产能逐步恢复，对猪用生物制品需求将大幅提升，叠加公司猪用口蹄疫疫苗市场空间较大，业绩有望改善。

❖ **禽链景气支撑公司禽用生物制品业绩。**市场猪肉供给缺口已经显现，鸡肉作为消费量第二的肉类，对猪肉形成一定的替代。白条鸡价格随着猪肉价格走高，2019 年 6 月白条鸡平均价格突破 20 元/公斤，鸡苗价格也随之震荡维持高位，养殖情绪高涨，禽类生物制品需求增加。公司主要以政府招采的禽流感疫苗为主，受行业景气度带动，政府招采价格从 2017 年的 0.15 元/毫升上涨至 2019 年的 2.9 元/毫升，公司禽类生物制品有望实现量价齐升。

❖ **首次覆盖予以“增持”评级。**考虑到下游养殖行业产能逐步恢复，我们预计公司未来三年营业收入分别为 42.30、45.50、50.27 亿元，归属母公司净利润分别为 4.41、5.41、7.05 亿元，对应 EPS 分别为 0.52、0.64、0.84 元，PE 分别为 27、22、17 倍。相对估值方面，未来三年行业可比公司 PE 平均值为 27、23、19 倍，公司存在被低估的可能。绝对估值方面，得到公司当前的合理股价为 14.59 元/股，高于当前的股价 13.88 元/股。

❖ **风险提示：**下游养殖景气度不及预期；市场空间不及预期；疫苗研发风险

## 盈利预测与估值

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4434	4230	4550	5027
+/-%	9.0%	-4.6%	7.6%	10.5%
归属母公司净利润(百万元)	416	441	541	705
+/-%	3.9%	6.0%	22.8%	30.4%
EPS(元)	0.69	0.52	0.64	0.84
PE	28	27	22	17

资料来源：公司公告、川财证券研究所

## 证券研究报告

所属部门	行业公司部
报告类别	公司深度
所属行业	农林牧渔
报告时间	2019/8/12
前收盘价	13.88
公司评级	增持评级

## 分析师

周豫

证书编号：S1100518090001  
010-66495927  
zhouyu@cczq.com

## 联系人

关雪

证书编号：S1100118070003  
010-66495927  
guanxue@cczq.com

## 川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号  
中海国际中心 15 楼，  
100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦  
11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 30 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道  
177 号中海国际中心 B 座 17  
楼，610041

## 投资摘要

公司主要股东及实际控制人为中国牧工商（集团）总公司，集团为国务院资产监督管理委员会下属中国农业发展集团有限公司子公司，中国牧工商（集团）总公司对公司持股比例为 49.91%。2018 年-2020 年期间实施国企改革“双百行动”。公司作为中国农业发展集团有限公司的子企业，经农发集团推荐和申报、改革领导小组审定，确定为“双百企业”。2018 年公司主营业务分别为生物制品、兽药、饲料和贸易，占比分别为 27.52%、19.79%、24.52%和 27.52%，其中生物制品营业收入占比最大。毛利率方面，生物制品业务毛利率均维持在 52%以上，远高于公司整体毛利率水平，兽药业务毛利率改善明显，产品盈利能力逐年增强。

### 对于未来成长：

兽用生物制品是公司的核心业务，也是我们认为未来兼具增长潜力与确定性的业务。猪用生物制品方面，生猪供给产能持续大幅收缩，非洲猪瘟防控愈发严峻，公司参与非洲猪瘟疫苗试验与研发，回顾 2007 年蓝耳疫苗出现，公司在疫苗上市后的两年内生物制品营业收入达 12.69 亿元，相比 2008 年的 9.81 亿元，年复合增长率为 8.95%，若非洲猪瘟疫苗研发成功，公司利润增厚，中长期看，生猪供给产能逐步恢复，对猪用生物制品需求将大幅提升，叠加公司猪用口蹄疫疫苗市场空间较大，业绩有望改善。

禽用生物制品方面，2019 年 6 月白条鸡平均价格突破 20 元/公斤，鸡苗价格也随之震荡维持高位，养殖情绪高涨，禽类生物制品需求增加。公司主要以政府招采的禽流感疫苗为主，受行业景气度带动，政府招采价格从 2017 年的 0.15 元/毫升上涨至 2019 年的 0.29 元/毫升，公司禽类生物制品有望实现量价齐升。

### 对于与市场观点主要差异：

市场认为兽用生物制品公司受非洲猪瘟生猪存栏量大幅下降影响，业绩下降明显。我们认为：1) 公司产品线条完全，受非洲猪瘟影响的业务主要为猪用生物制品及预混料，猪用生物制品占整个生物制品业务约 50%，预混料占饲料业务占比约 40%，分别占公司整体业务的 10%及 8%左右，影响远低于存栏量同比下降程度。2) 生物制品中，禽用生物制品受禽链景气度支撑，有望量价齐升为公司带来超预期收益。

### 首次覆盖给予“增持”评级。

考虑到下游养殖行业产能逐步恢复，我们预计公司未来三年营业收入分别为 42.30、45.50、50.27 亿元，归属母公司净利润分别为 4.41、5.41、7.05 亿元，对应 EPS 分别为 0.52、0.64、0.84 元，PE 分别为 27、22、17 倍。相对估值方面，未来三年行业可比公司 PE 平均值为 27、23、19 倍，公司存在被低估的可能。绝对估值方面，得到公司当前的合理股价为 14.59 元/股，高于当前的股价 13.88 元/股。

## 正文目录

投资摘要 .....	2
一、兽用生物制品国家队，产品业务线丰富全面 .....	5
1.1 股权集中治理结构完善，业务线清晰明确 .....	5
1.2 四大业务稳健经营，生物制品毛利贡献大 .....	6
二、国企背景叠加产品市场化，养殖后周期有望发力 .....	7
2.1 非洲猪瘟防控严峻，公司身负行业使命 .....	7
2.1.1 非洲猪瘟防控生产两手抓，关注疫苗研发进展 .....	8
2.1.2 类比猪蓝耳疫苗面市，公司利润增厚 .....	8
2.2 生物制品市场苗空间大，公司拓展猪用口蹄疫市场苗 .....	11
2.3 禽链景气度支撑公司禽用生物制品业绩 .....	13
三、兽药及饲料业务经营稳健，涉足宠物行业蓝海 .....	14
3.1 兽药板块未来有望受益于集中度提高 .....	14
3.2 公司饲料业务毛利高，主打高端市场 .....	16
3.3 涉足宠物疫苗蓝海，未来潜力大 .....	17
四、估值与投资建议 .....	18
风险提示 .....	21
盈利预测 .....	22

## 图表目录

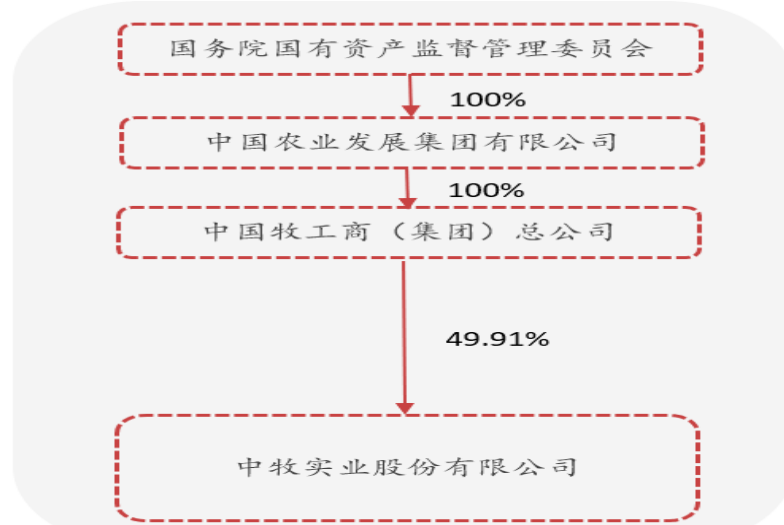
图 1:	公司主要股东结构.....	5
图 2:	公司管理层变化情况.....	5
图 3:	公司业务下属生产基地.....	6
图 4:	2013-2019Q1 营业收入情况.....	7
图 5:	2013-2019Q1 归属母公司股东净利润情况.....	7
图 6:	2018 年主营业务收入占比.....	7
图 7:	2015 年至 2018 年各项业务毛利率 (%) .....	7
图 8:	能繁母猪持续下降且降幅严重.....	8
图 9:	生猪价格及能繁母猪价格开始上涨.....	8
图 10:	非洲猪瘟防控写入中央一号文件.....	9
图 11:	目前各种类型疫苗研究进展.....	9
图 12:	我国兽用疫苗研发步骤及阶段.....	10
图 13:	2007 年研制出高致病蓝耳灭活疫苗, 2016 年蓝耳疫苗退出强免.....	10
图 14:	蓝耳疫苗出现叠加补栏, 使得公司生物制品板块营收表现亮眼.....	11
图 15:	非洲猪瘟疫苗潜在市场规模.....	11
图 16:	猪用强制免疫疫苗销量及销售额.....	12
图 17:	牛羊用强制免疫疫苗销量及销售额.....	12
图 18:	口蹄疫市场苗规模逐年增加.....	13
图 19:	口蹄疫疫苗生产公司市场苗市占率.....	13
图 20:	口蹄疫疫苗生产公司政府苗市占率.....	13
图 21:	白条鸡价格 (元/公斤) .....	14
图 22:	肉鸡苗价格 (元/羽) .....	14
图 23:	公司禽类生物制品产量及销量.....	14
图 24:	公司禽类生物制品销售收入及产品售价.....	14
图 25:	化药制剂市场前 10 大企业市场占比.....	15
图 26:	兽药原料药市场前 10 大企业市场占比.....	15
图 27:	公司兽药业务毛利率逐步提高.....	16
图 28:	公司复合维生素及预混料经营情况.....	17
图 29:	各饲料公司饲料产品毛利率.....	17
图 30:	国外兽药产品销售额.....	18
图 31:	2017 年兽用生物制品销售占比.....	18
表格 1.	不同规模养殖场政府和市场苗免疫比例.....	12
表格 2.	兽药企业环保相关政策及事件.....	16
表格 3.	近 4 年公司资产负债情况 单位: 亿元.....	18
表格 4.	近 4 年公司盈利情况 .....	19
表格 5.	近 4 年公司各项业务产量、销量及库存量.....	19
表格 6.	现金流贴现法 WACC 预测值.....	20
表格 7.	DCF 估值敏感性分析 .....	20
表格 8.	同行业估值比较 (WIND 一致预期) .....	21

## 一、兽用生物制品国家队，产品业务线丰富全面

### 1.1 股权集中治理结构完善，业务线清晰明确

公司主要股东及实际控制人为中国牧工商（集团）总公司，集团为国务院国有资产监督管理委员会下属中国农业发展集团有限公司子公司，中国牧工商（集团）总公司对公司持股比例为 49.91%。2018 年-2020 年期间实施国企改革“双百行动”。公司作为中国农业发展集团有限公司的子公司，经农发集团推荐和申报、改革领导小组审定，确定为“双百企业”。入选双百行动，表明公司价值受到认可，走在了国企改革的前列，企业的活力会进一步得到激发，经营与管理效率会得到提升。市场化改革不断推进，在经营成本和内部管理费用上取得改善，直接促进了净利润的提高。未来随着改革的推进，企业整体控制成本有望进一步降低。

图 1：公司主要股东结构



资料来源：公司公告，川财证券研究所

前总经理王建成作为董事长回归，助推公司治理结构改善。董事长王建成在公司内部任职高管多年，工作经验丰富，熟悉公司各项业务的经营管理。作为董事长重新回归可以更加明确公司治理问题和难点，更有效率的对公司管理层结构进行优化，使得内部治理结构日趋完善，公司管理层的管理能力和经验对公司的整体发展起到了稳定器和助推器的作用。

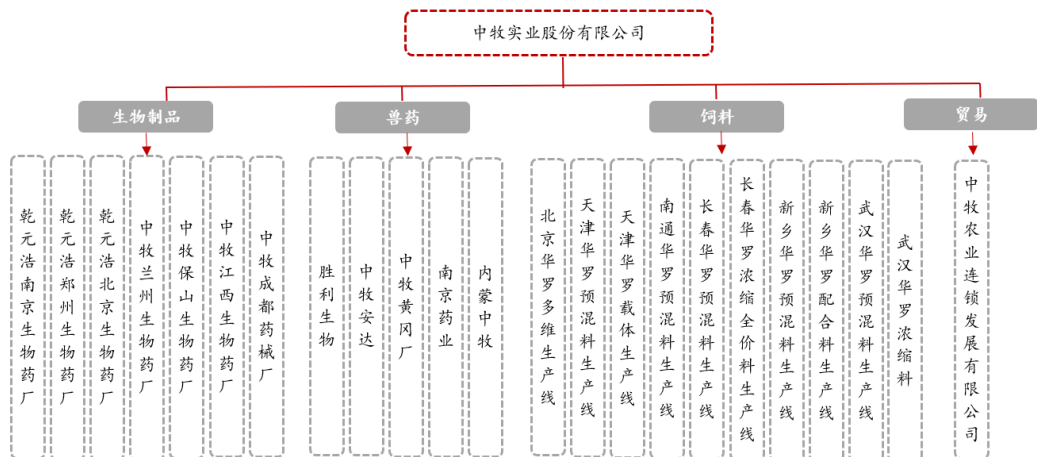
图 2：公司管理层变化情况



资料来源：公司公告，川财证券研究所

公司是中国动物疫病防疫体系的重要组成部分，在国家重大动物疫病防治中，具有不可替代的关键作用和主力军地位。公司下属业务包括生物制品、兽药、饲料和贸易四大板块。其中生物制品板块业务中，所属兰州生物药厂、成都药械厂、乾元浩南京生物药厂、乾元浩郑州生物药厂、乾元浩北京中海生物药厂、乾元浩云南保山生物药厂已率先通过国家兽药 GMP 认证，是禽流感、口蹄疫、猪链球菌病等国家重大动物疾病防治疫苗的定点生产企业，也是中国兽用生物制品品种最全、生产能力和产量最大、技术装备和工艺最先进的 GMP 企业集群。

图 3：公司业务下属生产基地



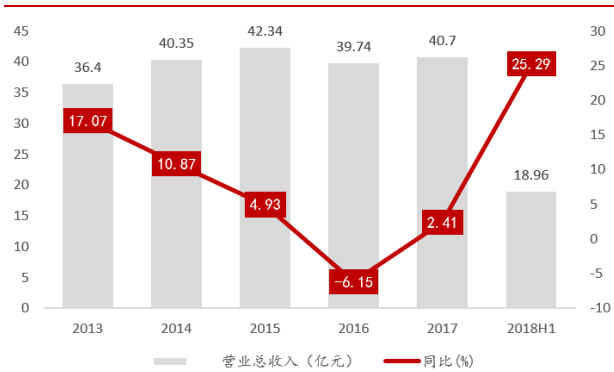
资料来源：公司公告，川财证券研究所

## 1.2 四大业务稳健经营，生物制品毛利贡献大

近 3 年公司盈利情况持续改善，营业收入和归属母公司净利润逐步提高。2016 年开始主营业务收入从 39.75 亿元提升至 2018 年的 40.70 亿元，营业收入同比上涨 2.41%，2018 年上半年公司实现营业收入 18.96 亿元，比上年同期增加 25.29%。归属于母公司净利润方面，从 2015 年开始增加，2016 年至 2017 年归属母公司净利润同比增加 19.57%，2018 年上半年归属于母公司净利润为 1.92 亿元。

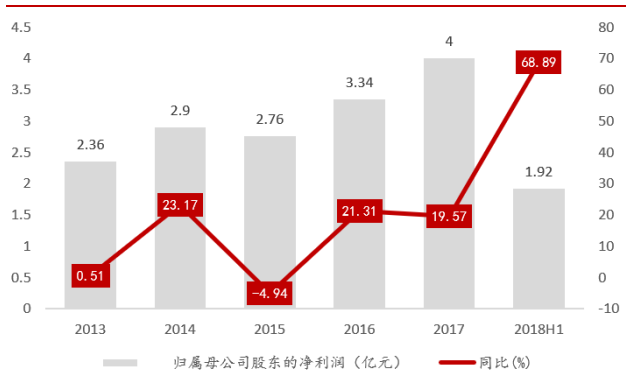
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 4： 2013-2019Q1 营业收入情况



资料来源：中国产业信息网，川财证券研究所

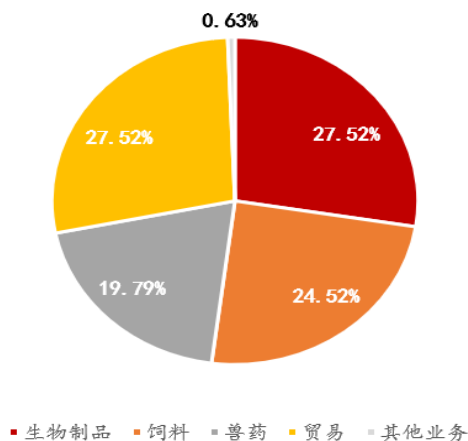
图 5： 2013-2019Q1 归属母公司股东净利润情况



资料来源：wind，川财证券研究所

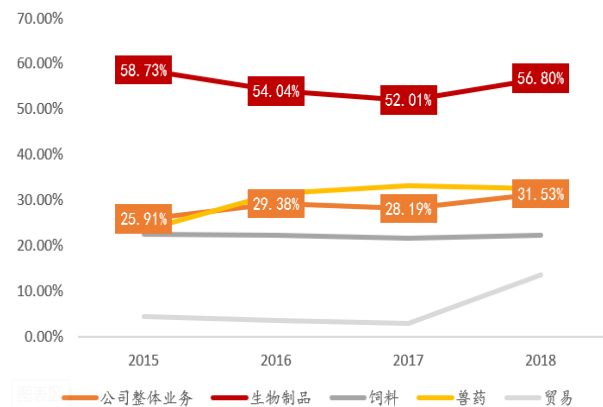
四大业务营业收入占比均衡，生物制品毛利率最高。2018 年公司主营业务收入占比情况显示，生物制品、兽药、饲料和贸易业务占比分别为 27.52%、19.79%、24.52%和 27.52%，其中生物制品营业收入占比最大。毛利率方面，生物制品业务毛利率均维持在 52% 以上，远高于公司整体毛利率水平，兽药业务毛利率改善明显，产品盈利能力逐年增强。

图 6： 2018 年主营业务收入占比



资料来源：中国产业信息网，川财证券研究所

图 7： 2015 年至 2018 年各项业务毛利率 (%)



资料来源：wind，川财证券研究所

## 二、国企背景叠加产品市场化，养殖后周期有望发力

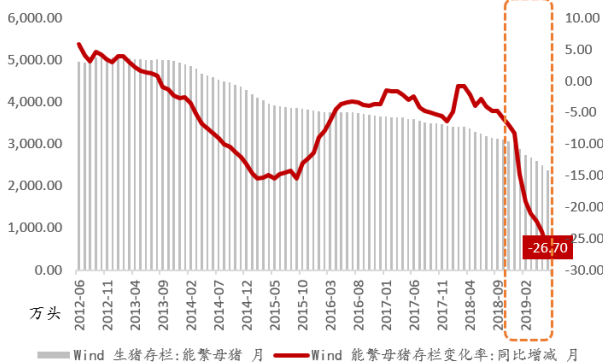
### 2.1 非洲猪瘟防控严峻，公司身负行业使命

能繁母猪存栏量加速下降，产能去化程度加深。经历 2018 年 4—5 月的深度

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

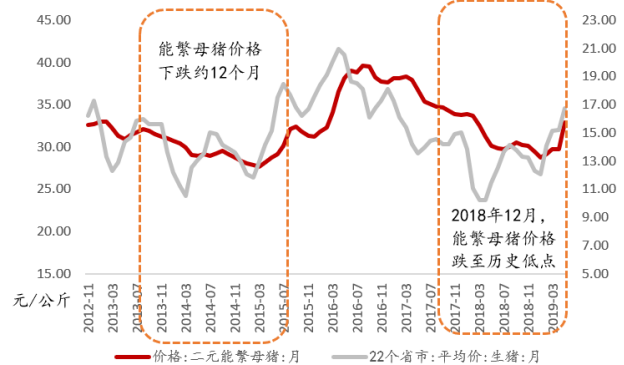
亏损后（最大头均亏损超过 300 元），6 月开始能繁母猪存栏量同比降幅开始扩大。9-11 月降幅分别达到 4.8%、5.9%和 6.9%。2019 年 6 月最新存栏数据显示，能繁母猪存栏量同比下降 26.70%。母猪价格方面，二元能繁母猪价格能反映能繁母猪补栏的积极性，随着生猪价格的上涨，能繁母猪价格开始企稳上涨，但受疫情难以控制影响仍处于较低水平。

图 8：能繁母猪持续下降且降幅严重



资料来源：中国产业信息网，川财证券研究所

图 9：生猪价格及能繁母猪价格开始上涨



资料来源：wind，川财证券研究所

### 2.1.1 非洲猪瘟防控生产两手抓，关注疫苗研发进展

非洲猪瘟病毒的流行病学非常复杂，我国与东欧基本同源。非洲猪瘟病毒在不同的国家、地区和大洲之间存在显著差异，呈现出不同的流行病学情景。2018 年 8 月 3 日我国发生第一例非洲猪瘟疫情，研究显示该致病毒株属于 p72 基因型 II，该毒株很有可能来自于东欧和非洲，与 Bel13/Grodno、Voronezh 2016、Mal 2011/01 和 ZIM/2015/01 高度同源。从非洲猪瘟病毒报道至今已有近百年的历史，但非洲猪瘟疫苗具有庞大的基因组，可编码大量的蛋白质参与逃避宿主的防御系统，以及在现阶段对非洲猪瘟病毒的保护性免疫仍然知之甚少，导致目前为止没有研发出有效的疫苗。

中国爆发非洲猪瘟疫情以来，整个养猪行业受到较大的影响，从国家至相关部门高度重视，多次强调非洲猪瘟疫情防控的重要性，并表示加紧疫苗研发，防疫生产两手抓。



图 10：非洲猪瘟防控写入中央一号文件

日期	来源	内容
2019/7/4	农业农村部	总体看，我国非洲猪瘟疫苗的研发工作取得了积极进展。一是形成了产学研一体化的疫苗研发模式，有关科研单位与国内大型兽用疫苗生产企业签订了研发协议，加强产学研对接。二是明确了疫苗研发的主要技术路线。三是疫苗的实验室研究取得了积极进展。研究机构已经初步完成了自主构建的基因缺失疫苗候选毒株实验室阶段的研究工作，并取得了阶段性的成果。
2019/6/19	农业农村部2019年一号文件	健全动物防疫和监督管理体系，稳定基层兽医机构和队伍，加快非洲猪瘟疫苗和诊断试剂研发进程。

资料来源：公司公告，川财证券研究所

**减毒活疫苗是最有可能作为非洲猪瘟的候选疫苗。**通过最新的学术研究发现，减毒活疫苗可以对亲本毒株产生保护，保护率可达 100%，但是在商用前应利用现有候选减毒活疫苗做更多的体内实验，以确定其生物安全性以及对非同源野毒株的保护性。

图 11：目前各种类型疫苗研究进展

疫苗类型	研究进展
灭活疫苗	灭活疫苗具有抗原性，但由于物理或化学灭活而缺乏感染能力，通常不会引发完整的细胞免疫反应。鉴于现有的研究，开发有效的灭活ASF疫苗似乎不太可能
减毒活疫苗	重组减毒活疫苗在实验室中展现出较好的保护性，对亲本毒株的保护率能达到100%，甚至具有交叉保护性，但还需进一步确定毒力基因或免疫逃逸基因的损失及组合，以及对其免疫途径、接种剂量和安全性的研究
病毒活载体疫苗	现阶段还缺乏对病毒活载体疫苗有效性的研究，仍需要大量的动物实验验证其可行性
亚单位疫苗	目前研究证实，仅靠几种ASFV蛋白作为抗原，即使产生了中和抗体，也很难提供有效的免疫保护，所以还需要研究鉴定更多ASFV编码的抗原蛋白，筛选出免疫性较好的抗原蛋白及抗原蛋白间的组合，以期获得更好的免疫效力的亚单位疫苗。
核酸疫苗	目前研制的核酸疫苗能诱导宿主显示出高水平特异性T细胞应答，但仍不能抵御强毒株的攻击

资料来源：病毒学报第 25 卷第 4 期，川财证券研究所

**候选疫苗已经创制，加快推进中试豫临床实验中。**2019 年 5 月哈尔滨兽医研究所自主研发的非洲猪瘟疫苗取得了阶段性成果，分离了我国第一株非洲猪瘟病毒，建立了病毒细胞分离及培养系统和动物感染模型，创制了非洲猪瘟候选疫苗，实验室阶段研究证明其中两个候选疫苗株具有良好的生物安全性和免疫保护效果，临床前中试产品工艺研究初步完成。下一步，中国农业科学院将在疫苗实验室阶段研究进展的基础上，加快推进中试与临床试验，以

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

及疫苗生产的各项研究工作。

图 12： 我国兽用疫苗研发步骤及阶段

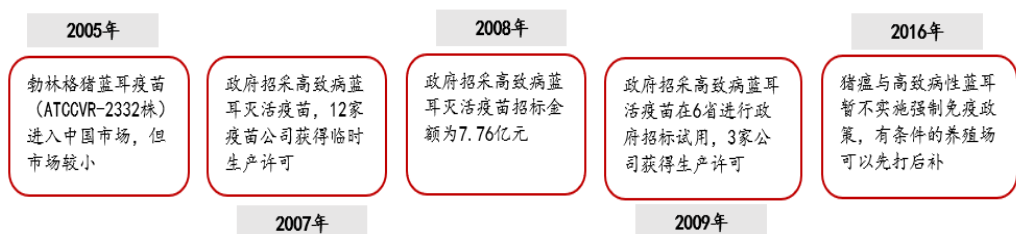
阶段	研究机构	研究内容
基础性研究	高等院校、科研院所实验室	菌毒种、细胞株、生物特性等的系统鉴定、保存条件、遗传稳定性、实验室安全和效力试验、免疫学研究等
中试研究	企业GMP车间	工艺研究、中试研究及检验，形成研究总结报告及检验报告
临床和产业化研究	企业	临床试验研究、改进工艺、完善质量标准、效果与安全评价等

资料来源：农业农村部，川财证券研究所

### 2.1.2 类比猪蓝耳疫苗面市，公司利润增厚

蓝耳疫情一年后出现疫苗，采取招标采购模式。2006年4月，安徽、江西、浙江、湖南和湖北等陆续爆发高致病性猪蓝耳疫情，直到2007年5月11日，农业农村部部署猪蓝耳疫苗生产工作，中牧股份、金宇集团等12家生物制品公司获得临时生产许可，开启猪蓝耳疫苗规模化生产。将近10年的时间均采用招标采购强制免疫的方式进行高致病猪蓝耳的防控，2016年农业农村部取消高致病性猪蓝耳疫苗的强制免疫，进入市场苗阶段。

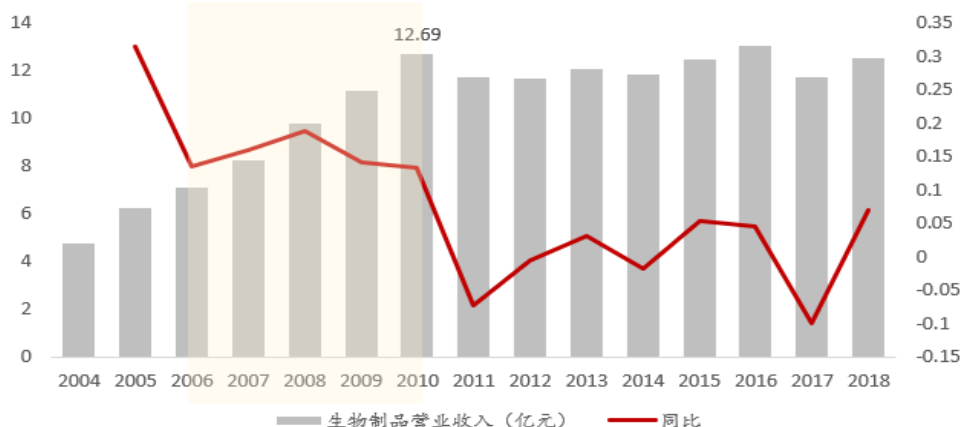
图 13： 2007 年研制出高致病蓝耳灭活疫苗，2016 年蓝耳疫苗退出强免



资料来源：农业农村部，川财证券研究所

公司蓝耳招采中标率高达78%，受新疫苗影响利润明显增厚。2007年高致病性蓝耳疫苗出现后公司生物制品业务营业收入明显增厚，在疫苗上市后的两年内生物制品营业收入达12.69亿元，相比2008年的9.81亿元，年复合增长率为8.95%，并且新疫苗加入后生物制品营业收入一直维持在10亿元以上。

图 14：蓝耳疫苗出现叠加补栏，使得公司生物制品板块营收表现亮眼



资料来源：公司公告，川财证券研究所

非洲猪瘟疫苗若面市，市场规模有望超过 100 亿元。假设全国生猪存栏恢复至 6 亿头左右，依据蓝耳疫苗市场价格每头份分别为 10、11、12、13、14 元，每年免疫次数分别为 1、2、3 次，市场规模从 60 亿元或至 252 亿元，市场潜力大。

图 15：非洲猪瘟疫苗潜在市场规模

市场规模测算 (亿元)	每头份单价 (元)				
每年免疫次数	10	11	12	13	14
1	60		72		84
2	120		144		168
3	180		216		252

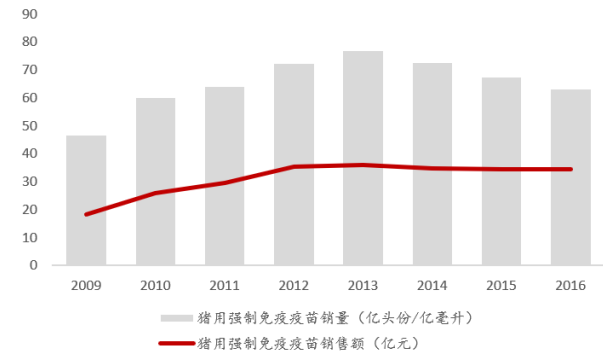
资料来源：川财证券研究所

## 2.2 生物制品市场空间大，公司拓展猪用口蹄疫市场苗

公司所处的生物制品行业，2016 年市场规模约 131.13 亿元，其中猪用生物制品和禽用生物制品是生物制品的主要组成部分，猪用生物制品市场规模约 54.87 亿元，占生物制品总市场规模的 41.84%，禽用生物制品市场规模 45.72 亿元，占生物制品总市场规模的 34.87%。

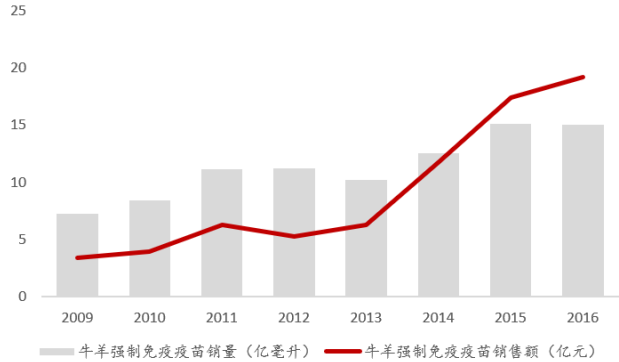
猪用疫苗市场规模大，具备一定影响力。以猪用疫苗为例，我国猪用口蹄疫疫苗市场主要有市场苗和政府招采苗两种类型，口蹄疫疫苗是猪用强制性免疫疫苗中，使用政府苗比例最高的疫苗。

图 16: 猪用强制免疫疫苗销量及销售额



资料来源: 中国产业信息网, 川财证券研究所

图 17: 牛羊用强制免疫疫苗销量及销售额



资料来源: wind, 川财证券研究所

大规模生猪养殖场采用市场苗进行防疫的比例较高。虽然猪用强制性免疫疫苗中, 口蹄疫疫苗是使用政府苗比例最高的疫苗。但是不同规模的养殖场对市场苗的需求不同, 大规模养殖场由于存栏规模较大, 考虑到疫病均具备较强传染性, 感染成本较高, 所以大规模养殖场相比小型养殖户更重视防疫, 对品质较高的市场苗需求较多, 采用市场苗进行防疫的比例较中小养殖户来说更大。

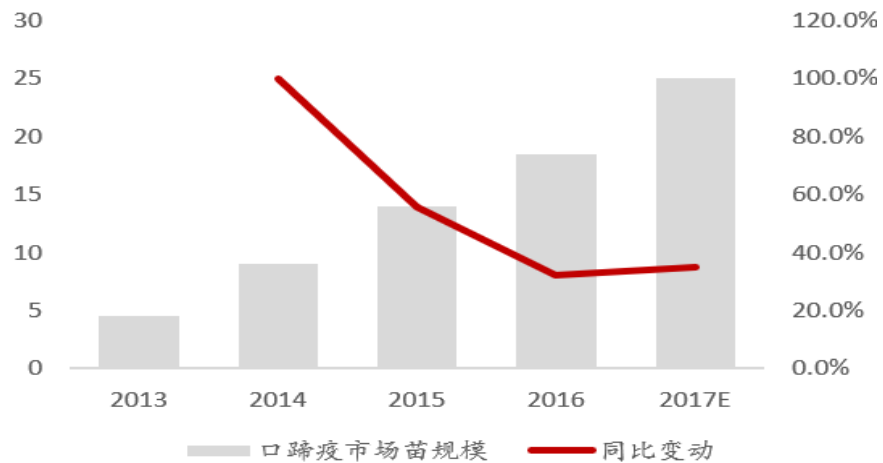
表格 1. 不同规模养殖场政府和市场苗免疫比例

	市场苗		政府招采苗	
	生猪出栏量	养殖场数	生猪出栏量	养殖场数
散户/专业户	-	-	100%	100%
小规模	-	-	100%	100%
中规模	5%	10%	95%	90%
大规模	25%	45%	75%	65%

资料来源: 中国动物保健 2016 年 (第 18 卷), 川财证券研究所

随着生猪养殖规模化变革, 口蹄疫市场苗规模逐年增加。数据显示, 2013 年开始猪用口蹄疫市场苗需求呈现爆发式增长。未来随着下游生猪养殖行业规模化养殖场增加, 口蹄疫市场苗渗透率提升, 市场规模有望进一步增加, 具备生产能力的企业有望率先受益。

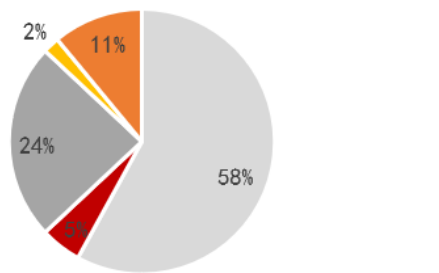
图 18: 口蹄疫市场苗规模逐年增加



资料来源：公司公告，川财证券研究所

猪用口蹄疫市场苗潜在空间大，竞争格局有望改变。数据显示，各主要生产公司口蹄疫市场苗市占率方面，生物股份以 58% 的市占率排名第一，中农威特、中牧股份及天康生物市场苗市占率分别为 24%、5% 和 2%，其他公司口蹄疫市场苗市占率为 11%。政府苗生产方面，中牧股份以 25% 市占率排名第一。市场苗潜在的市场规模大，中牧股份作为政府苗市占率第一的公司，在市场苗方面，市占率有较大的提升空间。

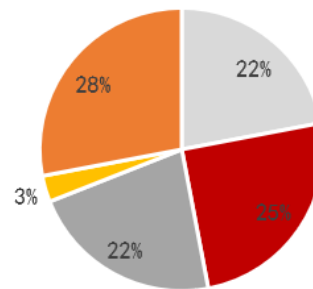
图 19: 口蹄疫疫苗生产公司市场苗市占率



■ 生物股份 ■ 中牧股份 ■ 中农威特 ■ 天康生物 ■ 其他

资料来源：中国产业信息网，川财证券研究所

图 20: 口蹄疫疫苗生产公司政府苗市占率



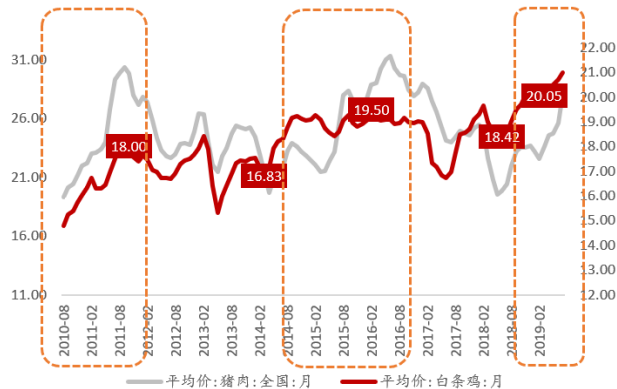
■ 生物股份 ■ 中牧股份 ■ 中农威特 ■ 天康生物 ■ 其他

资料来源：中国产业信息网，川财证券研究所

### 2.3 禽链景气度支撑公司禽用生物制品业绩

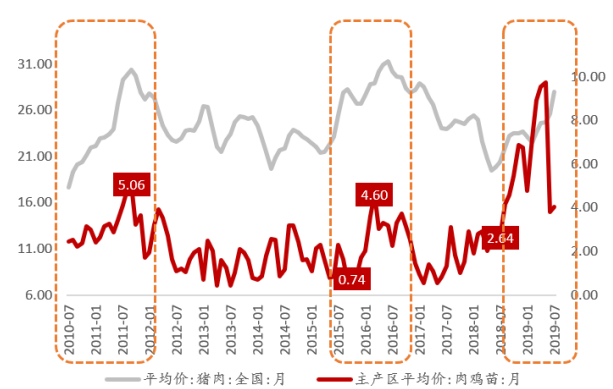
非洲猪瘟导致市场缺猪，猪鸡替代支撑禽链价格景气。在非洲猪瘟能繁母猪大幅度去化的背景下，鸡肉作为肉类蛋白的替代性开始显现，白条鸡价格随着猪肉价格走高，2019 年 6 月白条鸡平均价格突破 20 元/公斤，鸡苗价格也随之震荡维持高位。

图 21： 白条鸡价格（元/公斤）



资料来源: Wind, 川财证券研究所

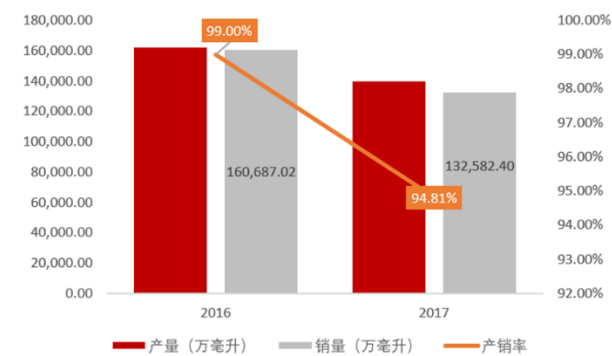
图 22： 肉鸡苗价格（元/羽）



资料来源: Wind, 川财证券研究所

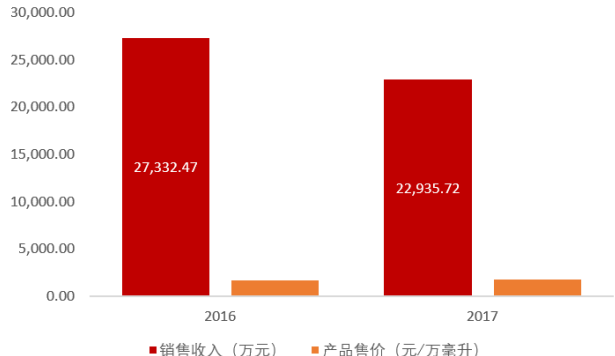
公司禽类生物制品销售收入增长受益于下游养殖景气。公司公告数据显示，2016 年，禽链景气度较高，全年白条鸡均价为 15.5 元/公斤，公司实现禽类生物制品销售收入 2.73 亿元，2017 年价格下跌至 13.97 元/公斤，对应公司禽类生物制品销售收入下降约 15% 至 2.20 亿元。2019 年上半年白条鸡平均价格约为 16.46 元/公斤，禽链景气度自 2018 年以来持续维持高位。公司主要以政府招采的禽流感疫苗为主，受行业景气度带动，政府招采价格从 2017 年的 0.15 元/毫升上涨至 2019 年的 2.9 元/毫升，公司禽类生物制品有望实现量价齐升。

图 23： 公司禽类生物制品产量及销量



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

图 24： 公司禽类生物制品销售收入及产品售价



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

### 三、兽药及饲料业务经营稳健，涉足宠物行业蓝海

#### 3.1 兽药板块未来有望受益于集中度提高

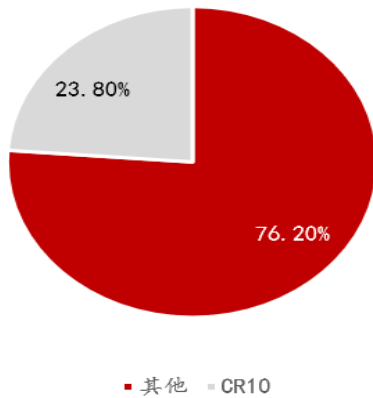
2016 年兽药产业中，化药制剂、生物制品、原料药及中药，市场规模分别为 179.2 亿元、131.13 亿元、108.41 亿元及 43.76 亿元，其中化药制剂市场规

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

模最大。

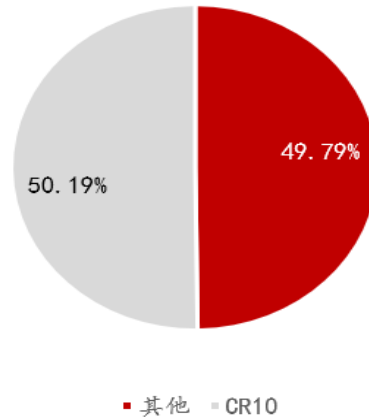
兽药市场集中度较低，大企业具备较强发展潜力。数据显示，2016 年前 10 大化药制剂企业和兽药原料药企业市场份额分别为 23.80%和 50.19%，尤其是化药制剂方面行业集中度偏低，大型生产企业的市占率提升还具备较大空间。

图 25： 化药制剂市场前 10 大企业市场占比



资料来源：2016 年兽药产业发展报告，川财证券研究所

图 26： 兽药原料药市场前 10 大企业市场占比



资料来源：2016 年兽药产业发展报告，川财证券研究所

环保压力持续存在，小型企业退出使得整个行业的集中度提高。在兽药的生产过程会产生一定的废水、废气及排泄物等影响生态环境的物质，我国对兽药生产企业的环境排放有明确的规定，需要遵守和执行与人药生产企业同样的环保法规、排放标准，包括《中华人民共和国环境保护法》、《中华人民共和国固体废物污染环境防治法》、《国家危险废物名录》、《污水综合排放标准（GB8978-1996）》、《污水排入城镇下水道水质标准（CJ343-2010）》、《混装制剂类制药工业水污染排放标准（GB21908-2008）》、《生物工程类制药工业水污染物排放标准（GB 21907—2008）》、空气以及固体废弃物/危险废物排放控制标准等。

2015 年开始，随着《土壤污染防治行动计划》颁布和实施，对兽药企业生产过程的环保问题开始严格要求，多数不符合环保要求的企业退出市场。同时一些大厂由于环保不达标也开始停产，例如 2017 年 12 月初，国内泰妙菌素宁夏泰瑞因环保原因停产，导致泰妙菌素价格大幅上涨。2018 年环保“回头看”仍旧将宁夏作为重点抽查区域。环保高压政策下，行业集中度不断提升，具备竞争优势的企业市场份额继续增加。

表格 2. 兽药企业环保相关政策及事件

日期	内容	来源
2015/5/31 2016/3/22	国务院正式发布《土壤污染防治行动计划》("土十条")全文,"土十条"的实施,将严格规范兽药、饲料添加剂的生产,依法规范、限制使用抗生素等化学药品,防止兽药、饲料添加剂中的有害成分通过畜禽养殖废弃物还田污染土壤环境	自然资源部
2017/12/4	全国人大代表吴青建议严控兽用抗生素,出台兽药环境管理法规	经济日报
2018/6/12	宁夏泰瑞因环保原因停产整顿,系宁夏泰瑞为泰妙菌素企业,此次停产导致泰妙菌素价格大幅上涨	Wind
2018/6/12	6月1日,中央第二环保督察组进驻宁夏回族自治区,对两年前督察查出的41个问题的整改情况进行检查	澎湃新闻

资料来源:自然资源部,经济日报,Wind,澎湃新闻,川财证券研究所

公司产品结构不断优化,兽药产品毛利率不断提高。兽药业务主要由公司及子公司湖北中牧安达药业有限公司、内蒙古中牧生物药业有限公司、中牧南京动物药业有限公司和山东胜利生物工程有限公司运营。产品主要包括泰妙菌素、恩拉霉素、泰万菌素、黄霉素、喹烯酮、喹乙醇等。兽药业务虽受到喹乙醇退出的影响,但依托于公司积累的客户资源,并通过推广新产品,足以弥补老产品的退出。高端制剂方面,增长再提速,在兽药板块的占比有望提升。随着产品线的日益强大,公司饲料、兽药板块将和生物制品板块间有望形成协同效应,打造综合服务商。

图 27: 公司兽药业务毛利率逐步提高



资料来源:中国产业信息网,川财证券研究所

### 3.2 公司饲料业务毛利高,主打高端市场

公司自营饲料产品主要包括复合维生素和预混料,共有北京、天津、南通、长春、新乡和武汉六个生产基地,主要生产复合维生素、预混料、浓缩全价

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明



料等产品。

图 28： 公司复合维生素及预混料经营情况

产品	项目	2018 年 1-3 月	2017 年	2016 年
复合维生素	产量 (吨)	1,091.53	7,125.01	7,146.63
	销量 (吨)	1,210.90	7,623.42	6,511.96
	销售收入 (万元)	17,943.69	57,491.01	43,775.66
	产销率	110.94%	107.00%	91.12%
	产品售价 (元/吨)	148,184.75	75,413.68	67,223.48
预混料	产量 (吨)	7,195.46	79,610.58	70,484.00
	销量 (吨)	6,181.59	76,539.63	71,509.30
	销售收入 (万元)	3,023.56	33,252.95	30,704.90
	产销率	85.91%	96.14%	101.45%
	产品售价 (元/吨)	4,891.23	4,344.54	4,293.83

资料来源：中国产业信息网，川财证券研究所

公司饲料业务毛利高，主打高端市场。饲料板块产品结构优化，猪料业务的开拓处在稳步推进中，毛利率始终稳定在 20% 左右，说明饲料业务已经趋于成熟，技术上突破遇到瓶颈，尽管仍然保持行业领先地位，但同行业竞争企业毛利率在不断提高，饲料业务的市场未来可能被挤压，只能进行差异化竞争，追求高端市场，成为新的业务增长点。

图 29： 各饲料公司饲料产品毛利率

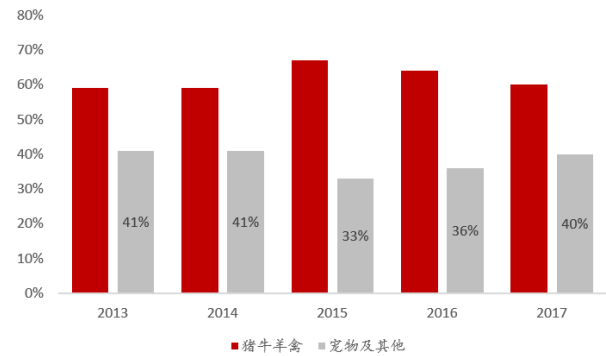
饲料业务毛利率 (%)	2013	2014	2015	2016	2017
中牧股份	20.91	21.39	22.53	22.38	21.80
大北农	18.82	19.98	22.06	22.30	22.46
通威股份	9.94	11.55	13.43	11.83	14.67
海大集团	8.02	9.73	11.14	9.69	11.56
新希望	6.76	6.24	6.97	5.96	6.18
正邦科技	4.80	5.78	7.89	7.31	9.27

资料来源：中国产业信息网，川财证券研究所

### 3.3 涉足宠物疫苗蓝海，未来潜力大

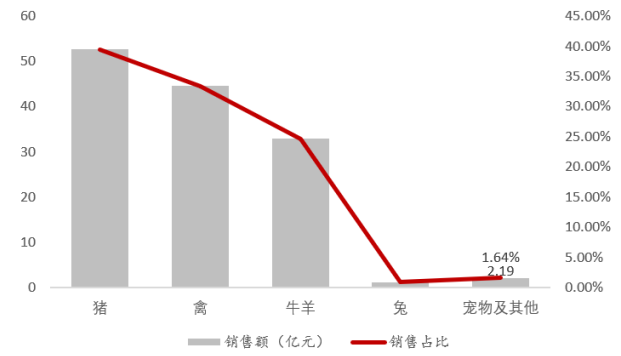
宠物生物制品销售占比市场空间大。我国的兽用生物制品中，用于能产生经济效益的畜禽，如猪、鸡、牛、羊等的疫苗品种较多，应用于宠物的兽用生物制品较少，宠物生物制品在兽用生物制品中的总体销售占比较低，2017 年宠物及其他类兽用生物制品销售额仅为 2.19 亿元，销售占比为 1.64%。相比国外超过 40% 的宠物生物制品销售占比，未来市场潜力较大。

图 30: 国外兽药产品销售额



资料来源: 中国兽药协会, 川财证券研究所

图 31: 2017 年兽用生物制品销售占比



资料来源: 中国兽药协会, 川财证券研究所

公司开始布局宠物生物制品领域, 率先受益于市场规模增加。2019 年 7 月公司发布公告称, 与疯狂小狗公司在宠物食品、保健、治疗、电商运营、资本运作等方面建立合作关系, 依托公司的产业、资金优势及研发生产能力, 和疯狂小狗公司的宠物服务及电商运营能力, 在产品研发、生产管理、产品注册、物流仓储、网络资源联动、相关新业态等业务范围开展合作。疯狂小狗公司主营宠物食品、宠物保健品、宠物日常用品的生产销售及在线服务, 拥有较好的电商运营能力, 此次合作将有利于公司在宠物生物制品领域的开拓。

#### 四、估值与投资建议

财务数据: 公司资产负债率较低, 盈利情况较为稳定。公司 2015 年至 2018 年资产负债率较低, 均维持在 40% 以下, 2018 年总资产为 68.43 亿元, 总负债为 23.10 亿元, 资产负债率为 34.60%。公司盈利情况基本稳定, 并在 2016 年后实现逐年增加, 2016 年至 2018 年营业收入分别为 39.74、40.70、46.40 亿元, 归属母公司净利润分别为 3.34、4.00、4.75 亿元。

表格 3. 近 4 年公司资产负债情况 单位: 亿元

	2015	2016	2017	2018
总资产	43.9	60.31	62.83	68.43
同比	2.42	37.36	4.18	8.91
总负债	10.35	23.37	23.29	23.10
同比	-6.88	125.83	-0.31	-0.82
资产负债率	23.57	38.74	37.07	34.60

**表格 4.近 4 年公司盈利情况**

	2015	2016	2017	2018
营业收入 (亿元)	42.34	39.74	40.7	46.4
同比	4.93	-6.15	2.41	14.10
归属母公司净利润	2.76	3.34	4.00	4.75
同比	-4.94	21.31	19.57	18.75

资料来源：公司公告，川财证券研究所

**经营数据：产品主要以生物制品、化药及饲料为主。2018 年共生产生物制品 1192562.52 万毫升，化药 1.59 万吨，饲料 11.32 万吨。**

**表格 5.近 4 年公司各项业务产量、销量及库存量**

产量	2015	2016	2017	2018
生物制品(万毫升)	1353440.66	1372157.13	1198282.48	1192562.52
化药(吨)	15484.07	17378.33	19241.74	15898.94
饲料(吨)	78829.65	92648.3	104784.04	113240.3
库存				
生物制品(万毫升)	203144.82	135956.46	122550.58	141852.62
化药(吨)	1748.39	1838.08	1798.86	1348.11
饲料(吨)	1200.5	1920.13	1368.85	1713.97
贸易(吨)	56610.25	6000.34	2014.24	9657.15
销量				
生物制品(万毫升)	1225075.64	1377417.95	1250264.23	1234407.44
化药(吨)	12155.18	14828.47	18725.85	16421.52
饲料(吨)	81444.51	92927.55	105278.3	112362.96
贸易(吨)	519758.75	288546.9	338468.13	315789.66

资料来源：公司公告，川财证券研究所

**基本假设：**在预测利润过程中，我们将公司的业务分拆为 1) 生物制品、2) 饲料、3) 兽药、4) 其他产品。考虑到受下游养殖环节影响波动较大的产品为生物制品及饲料，假设除生物产品及饲料产品外，其他各产品的利润均维持上一年水平不变。

生物制品方面，将生物制品拆分成猪用（包括口蹄疫、猪蓝耳及猪瘟疫苗）和禽用（包括禽流感疫苗）两种，假设 2019 年至 2021 年猪用疫苗销量增速为 -20%、20%、20%，禽用疫苗的销量增速为 10%、0%、0%，各猪用疫苗的销售单价维持不变，禽流感疫苗销售单价参考政府招采价格分别为 0.25、0.2、0.2 元/毫升。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

饲料方面，将饲料业务拆分成符合维生素和预混料，假设复合维生素 2019 年至 2021 年销量增速分别为-20%、0%、0%，销售单价增速分别为 20%、0%、0%，预混料销量增速分别为-20%、20%、0%，销售单价维持不变。

**盈利预测：**基于以上假设，得到公司未来三年营业收入分别为 42.30、45.50、50.27 亿元，营业成本分别为 30.69、31.97、33.60 亿元，归属母公司净利润分别为 4.41、5.41、7.05 亿元，对应 EPS 分别为 0.52、0.64、0.84 元，PE 分别为 27、22、17 倍。

**绝对估值：**使用现金流贴现模型将公司发展分为高速发展阶段和永续发展阶段，假设永续发展阶段的增长率为 1%，无风险利率参考今年十年期国债收益率，假设为 2.52%，得出相对应的 WACC 为 8.08%，得到当前的合理股价为 14.59 元/股，高于当前的股价 13.88 元/股。

表格 6. 现金流贴现法 WACC 预测值

预测值	高速增长阶段	永续增长阶段
贝塔值 ( $\beta$ )	1.063	1.063
无风险利率 (%)	2.52%	2.52%
市场的预期收益率 (%)	8.00%	8.00%
股权资本成本 ( $K_e$ )	8.35%	8.35%
债务成本 $K_d$ (%)	5.68%	5.68%
债务比率 $D/(D+E)$ (%)	9.86%	9.86%
WACC	8.08%	8.08%

资料来源: wind, 川财证券研究所

表格 7. DCF 估值敏感性分析

WACC (%)	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%
6.08%	17.27	20.25	24.70	32.03
7.08%	14.85	16.96	19.89	24.25
8.08%	13.04	14.59	16.66	19.53
9.08%	11.62	12.81	14.34	16.37
10.08%	10.49	11.43	12.59	14.09

资料来源: wind, 川财证券研究所

**相对估值：**根据 Wind 盈利预测显示：未来三年行业可比公司 PE 平均值为 27、23、19 倍，中牧股份未来三年 PE 为 27、22、17 倍。公司 PE 水平存在被低估的可能，且考虑到公司作为兽用生物制品行业国企，产品较为齐全，享有较高的市占率水平，故其 PE 水平应略高于行业均值。叠加公司开始布局宠物市场，未来盈利空间有望提升。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

表格 8. 同行业估值比较 (Wind 一致预期)

日期	2019/8/12	股价	总市值	EPS			PE		
股票代码	公司名称	(元)	(亿元)	18E	19E	20E	18E	19E	20E
600195	中牧股份	13.9	116.9	0.5	0.6	0.7	28	24	21
603566	普莱柯	13.6	43.7	0.5	0.6	0.7	29	24	19
300119	瑞普生物	14.0	56.8	0.5	0.6	0.8	29	22	18
600201	生物股份	16.4	184.7	0.7	0.8	0.9	24	19	18
平均值	-	-	-	<b>0.5</b>	<b>0.7</b>	<b>0.8</b>	<b>27</b>	<b>23</b>	<b>19</b>

资料来源: wind, 川财证券研究所, 股价更新于 2019 年 8 月 12 日

首次覆盖给予“增持”评级。考虑到下游养殖行业产能逐步恢复, 我们预计公司未来三年营业收入分别为 42.30、45.50、50.27 亿元, 营业成本分别为 30.69、31.97、33.60 亿元, 归属母公司净利润分别为 4.41、5.41、7.05 亿元, 对应 EPS 分别为 0.52、0.64、0.84 元, PE 分别为 27、22、17 倍。相对估值方面, 未来三年行业可比公司 PE 平均值为 27、23、19 倍, 中牧股份未来三年 PE 为 27、22、17 倍。公司 PE 水平存在被低估的可能, 且考虑到公司作为兽用生物制品行业国企, 产品较为齐全, 享有较高的市占率水平, 故其 PE 水平应略高于行业均值。叠加公司开始布局宠物市场, 未来估值有望进一步提升。绝对估值方面, 使用现金流贴现模型, 得到公司当前的合理股价为 14.59 元/股, 高于当前的股价 13.88 元/股。首次覆盖给予“增持”评级。

## 风险提示

### 下游养殖景气度不及预期

生猪养殖方面, 非洲猪瘟疫情持续恶化, 全国生猪存栏量持续大幅下降, 公司猪用疫苗销量将不及预期; 禽养殖方面, 行业供给端增速大于非洲猪瘟替代需求增速, 禽养殖景气度下滑, 公司禽用生物制品销量将不及预期。

### 市场空间不及预期

公司猪用口蹄疫市场苗拓展不及预期, 销售增速不及预期。

### 疫苗研发风险

公司参与非洲猪瘟疫苗研发失败, 公司研发费用增加, 盈利受到一定影响。

## 盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	3722	4268	4992	5838	<b>营业收入</b>	4434	4230	4550	5027
现金	841	1783	2350	3039	营业成本	3126	3069	3197	3360
应收账款	260	230	248	277	营业税金及附加	34	32	35	38
其他应收款	56	76	78	86	营业费用	479	472	510	564
预付账款	122	151	152	158	管理费用	276	254	319	402
存货	770	700	729	770	财务费用	44	45	13	-13
其他流动资产	1672	1328	1435	1507	资产减值损失	18	17	18	19
<b>非流动资产</b>	3121	2630	2443	2258	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	710	586	603	614	投资净收益	217	196	207	215
固定资产	1401	1204	1007	810	<b>营业利润</b>	513	538	666	871
无形资产	540	555	565	574	营业外收入	10	10	10	10
其他非流动资产	470	285	268	260	营业外支出	1	1	1	1
<b>资产总计</b>	6843	6898	7435	8096	<b>利润总额</b>	521	547	675	880
<b>流动负债</b>	2301	1482	1558	1645	所得税	71	80	98	126
短期借款	84	63	66	67	<b>净利润</b>	450	467	577	754
应付账款	263	257	271	286	少数股东损益	34	27	36	49
其他流动负债	1953	1163	1222	1293	<b>归属母公司净利润</b>	416	441	541	705
<b>非流动负债</b>	57	609	638	640	EBITDA	728	823	920	1100
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.69	0.52	0.64	0.84
其他非流动负债	57	609	638	640					
<b>负债合计</b>	2358	2091	2196	2285	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	490	517	553	601	<b>会计年度</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
股本	602	842	842	842	<b>成长能力</b>				
资本公积	854	613	613	613	营业收入	9.0%	-4.6%	7.6%	10.5%
留存收益	2518	2834	3230	3754	营业利润	4.4%	4.9%	23.8%	30.8%
归属母公司股东权益	3995	4290	4685	5210	归属于母公司净利润	3.9%	6.0%	22.8%	30.4%
<b>负债和股东权益</b>	6843	6898	7435	8096	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	29.5%	27.4%	29.7%	33.2%
					净利率(%)	9.4%	10.4%	11.9%	14.0%
					ROE(%)	10.4%	10.3%	11.5%	13.5%
					ROIC(%)	11.9%	14.8%	17.7%	23.0%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	34.5%	30.3%	29.5%	28.2%
					净负债比率(%)	54.26%	22.04%	23.55%	24.64%
					流动比率	1.62	2.88	3.20	3.55
					速动比率	1.27	2.39	2.72	3.06
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.68	0.62	0.63	0.65
					应收账款周转率	13	13	14	14
					应付账款周转率	11.91	11.81	12.13	12.09
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.49	0.52	0.64	0.84
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.22	1.24	0.58	0.77
					每股净资产(最新摊薄)	4.74	5.09	5.56	6.18
					<b>估值比率</b>				
					P/E	28	27	22	17
					P/B	2.93	2.73	2.50	2.24
					EV/EBITDA	16	14	13	11

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

## 重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。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。在不同时期，本公司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。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议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客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应聘请法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的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。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明 C0004