

内延外伸，农牧白马步入新征程

海大集团(002311)

报告摘要：

公司自2009年上市以来，营收净利均保持快速增长节奏，是行业稀缺的跨越周期成长标的，未来有望不断强化自身护城河，成长为世界级农牧巨头。我们预计，2021-2023年，公司EPS分别为2.02/2.27/2.80元，当前股价对应PE分别为40/36/29X，考虑到公司龙头地位稳固，核心竞争优势明显，首次覆盖，给予“买入”评级。

主要观点：

► 海纳百川，打造世界级科技型农牧集团

海大集团前身是1998年成立的广州海大饲料公司，经过二十多年的发展，公司现已成为覆盖饲料、苗种、动保产品、健康养殖和健康食品等板块的综合性农牧集团。2009-2020年，公司营业收入从52.50亿元快速增长至604.84亿元，CAGR+24.85%；归母净利润从1.55亿元增长至25.23亿元，CAGR+28.86%，营收和归母净利润增速远超同时期的可比公司。从业务结构上看，饲料是公司主要的收入和毛利来源，占营业收入和毛利的比重均在80%左右，而随着公司生猪出栏的持续放量，农产品销售业务收入和毛利占比在持续提升。此外，海大ROE表现优秀，长期领跑业内可比公司。2012-2020年间，除2013、2014两年受行业不景气影响之外，其余年间ROE均在15%以上，远超行业可比公司，如此优秀的表现在整体处于微利时代的饲料行业实属不易，足以证明公司自身的强大竞争力。

► 行业现状：增速放缓、整合加速、产业链延伸

根据中国饲料工业协会统计，2020年我国饲料总产量2.53亿吨，yoy+10.45%，居世界首位。当前阶段，我国饲料行业进入平稳发展阶段，具有三大典型特征：1) 行业整体增速放缓，细分品类略有分化。近年来，我国饲料产量基本维持在2.2亿吨左右，但从细分品类来看，生猪养殖规模化进程提速有望推动猪料销量提升；禽肉占比提升有望拉动禽料增量需求；水产料渗透率提升、特种水产料需求旺盛有望拉动水产料需求向好。2) 行业整合加速。随着养殖规模化进程的推进以及饲料产品同质化问题的催化，行业整体盈利空间被进一步压缩，洗牌速度明显加快，头部企业市占率加速提升。3) 产业链延伸是大势所趋。在行业竞争加剧的背景下，大型企业为了增强产品竞争力、寻求新的增长点、更好地提高抗风险能力，打造饲料原料、饲料加工、疫苗、养殖、屠宰以及食品等全产业链成为突围的较好选择。

► 饲料板块强者恒强，养殖有望成长为公司新的利润增长点

饲料方面，我们认为，在我国饲料行业和下游养殖业竞争加剧的

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	81.4
股票代码：	002311
52周最高价/最低价：	89.0/42.02
总市值(亿)	1,352.23
自由流通市值(亿)	1,340.25
自由流通股数(百万)	1,646.50



分析师：周莎

邮箱：zhousha@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519110005
联系电话：0755-23947349

研究助理：施腾

邮箱：shiteng@hx168.com.cn
SAC NO：
联系电话：

大背景下，海大集团能够实现快速成长的关键在于“产品”与“服务”并重战略的前瞻性和正确性，一方面，海大凭借卓越的成本控制能力和研发能力，高筑产品护城河，保证产品的核心竞争力；另一方面，海大充分运用全产业链布局的优势，向养殖户提供全流程产品和技术服务支持，满足养殖户对养殖配套服务的强烈渴望，增强用户粘性。“产品”与“服务”并重，让养殖户和企业利益绑定在一起，实现互利共赢，为海大集团穿越周期快速成长奠定了坚实的基础。公司有望不断强化自身核心竞争力，做到市占率的持续提升。养殖方面，公司 2015 年开始布局生猪养殖产业链，旨在打造“猪苗-饲料-动保-养猪-肉制品”的产业链闭环。2015 年，公司生猪出栏量 7.5 万头，到 2020 年，公司生猪出栏量已经接近 100 万头，年复合增速高达 67.88%；2018-2020 年，公司生猪养殖板块收入从 8.93 亿元增长至 37.94 亿元，公司生猪养殖业务发展速度非常快。经过近两年培育与打造，公司已建立具备专业养殖技术、兽医技术、环保处理技术的生猪养殖团队，具有良好的非瘟防疫体系和治疗方法。我们认为，生猪养殖行业规模化进程仍在继续，随着公司生猪出栏的持续放量，生猪养殖业务有望成长为公司新的利润增长点。

投资建议

我们预计，2021-2023 年，公司收入分别为 710.68/875.32/1061.12 亿元，归母净利润分别为 33.56/37.68/46.59 亿元，对应 EPS 分别为 2.02/2.27/2.80 元，当前股价对应 PE 分别为 40/36/29X，考虑到公司龙头地位稳固，核心竞争优势明显，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

自然灾害和疫病风险，原材料价格波动风险，猪价不及预期风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	47,613	60,324	71,068	87,532	106,112
YoY (%)	12.9%	26.7%	17.8%	23.2%	21.2%
归母净利润(百万元)	1,649	2,523	3,356	3,768	4,659
YoY (%)	14.7%	53.0%	33.0%	12.3%	23.6%
毛利率 (%)	11.3%	11.7%	12.3%	11.6%	11.6%
每股收益(元)	0.99	1.52	2.02	2.27	2.80
ROE	18.1%	18.1%	19.4%	17.9%	18.1%
市盈率	82.01	53.60	40.29	35.89	29.02

资料来源: Wind, 华西证券研究所

正文目录

1. 海纳百川，打造世界级科技型农牧集团	5
1.1. 主营结构层次分明，跨周期成长特征明显	5
1.2. 资产周转率远超可比公司，助力 ROE 长期领跑	6
2. 行业现状：增速放缓、整合加速、产业链延伸	8
2.1. 行业增速整体放缓，细分品类略有分化	9
2.2. 行业整合加速、产业链延伸是大势所趋	12
3. 饲料板块强者恒强，养殖有望成长为公司新的利润增长点	14
3.1. 饲料：护城河不断强化，市占率有望持续提升	14
3.2. 养殖：工业化进程提速，生猪出栏放量值得期待	17
4. 盈利预测与投资建议	22
5. 风险提示	24

图表目录

图 1 公司业务结构示意图	5
图 2 2009-2020 年，公司营业收入及其增速情况	6
图 3 2009-2020 年，公司归母净利润及其增速情况	6
图 4 2010-2020 年，公司收入构成情况	6
图 5 2010-2020 年，公司毛利构成情况	6
图 6 2018-2020 年，公司与可比公司 ROE 对比情况	8
图 7 2018-2020 年，公司与可比公司销售净利率对比	8
图 8 2018-2020 年，公司与可比公司资产负债率对比	8
图 9 2018-2020 年，公司与可比公司资产周转率对比	8
图 10 1980-2020 年，我国工业饲料总产量及其增速情况	9
图 11 2020 年，我国是全球最大的饲料生产国	9
图 12 2020 年，全球分品种饲料产量占比情况	9
图 13 2009-2020 年，我国分类型饲料产量情况	10
图 14 2009-2020 年，我国分品种饲料产量情况	10
图 15 2009-2020 年，我国猪料产量及其增速情况	10
图 16 2009-2018 年，我国生猪养殖结构情况	10
图 17 2009-2020 年，我国禽料产量及其增速情况	11
图 18 2015-2021 年，我国猪鸡比情况	11
图 19 2009-2020 年，我国水产料产量及其增速情况	11
图 20 2017 年，我国特征鱼产量增速远高于传统家鱼	11
图 21 2008-2015 年，饲料行业规模以上企业数量	12
图 22 2003-2020 年，单厂年产 10 万吨以上企业数量	12
图 23 2020 年，我国各省份饲料产量分布情况	13
图 24 2009-2020 年，公司饲料销量及其增速情况	15
图 25 2015-2020 年，公司原料贸易收入及其增速	16
图 26 2015-2020 年，公司原料贸易毛利率情况	16
图 27 公司全流程技术服务体系示意图	17
图 28 2017-2021 年，生猪存栏同环比变化情况	18
图 29 2017-2021 年，能繁母猪存栏同环比变化情况	18
图 30 2015-2021 年，全国生猪均价走势图	19
图 31 2018-2021 年，仔猪价格变化情况	19
图 32 2012-2021 年，二元母猪价格变化情况	19
图 33 2012-2021 年，自繁自养生猪利润情况	20
图 34 2012-2021 年，外购仔猪利润情况	20
图 35 2018-2020 年，大型生猪养殖集团生产性生物资产变化情况（百万元）	21
图 36 2018-2020 年，中国生猪养殖行业集中度	21
图 37 2020 年，我国主要生猪养殖企业出栏情况	21

图 38 2015-2020 年，公司生猪出栏量情况.....	22
图 39 2018-2020 年，公司生猪养殖业务收入情况.....	22
表 1 公司与可比公司 ROE 对比情况.....	7
表 2 我国主要饲料生产企业产业链延伸方向情况.....	14
表 3 温氏股份主要业务经营预测（单位：百万元）.....	23
表 4 可比公司盈利预测.....	24

1. 海纳百川，打造世界级科技型农牧集团

海大集团前身是 1998 年成立的广州海大饲料公司，经过二十多年的发展，公司现已成为覆盖饲料、苗种、动保产品、健康养殖和健康食品等板块的综合性农牧集团。

公司核心业务是饲料的生产与销售，饲料销量高居全国前三、全球前十，是水产料龙头，水产预混料连续 19 年保持国内销量第一，畜禽饲料也位于行业前十之列。在深刻理解和挖掘养殖户需求的基本上，公司业务逐步延伸至优质动物苗种、生物制品、兽药、疫苗等领域，为养殖户提供全流程产品和技术服务支持，确保养殖户养殖成功和盈利，实现公司与养殖户双赢的良性循环。与此同时，公司积极发展生猪养殖业务，旨在打造“猪苗-饲料-动保-养猪-肉制品”的产业链闭环，目前主要采用“公司+农户”和自繁自养两种模式组织生产，2020 年生猪出栏量已接近 100 万头，有望在带动公司饲料、动保、苗种等相关板块协同发展的同时成为公司未来的主要利润增长点。

图 1 公司业务结构示意图



资料来源：公司官网，华西证券研究所

1.1. 主营结构层次分明，跨周期成长特征明显

公司营收、净利持续高增长。2009-2020 年，公司营业收入从 52.50 亿元快速增长至 604.84 亿元，CAGR+24.85%；归母净利润从 1.55 亿元增长至 25.23 亿元，CAGR+28.86%，营收和归母净利增速远超同时期的可比公司。除 2013 年 H7N9 禽流感爆发、2016 年降雨较大带来的水产品疫病横行的不利影响，公司毛利和净利有一定幅度下滑外，其余年份均实现了高速增长，远超行业平均增速。

图 2 2009-2020 年，公司营业收入及其增速情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 3 2009-2020 年，公司归母净利润及其增速情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

公司饲料业务增速较快，农产品销售占比持续提升。从收入构成上看，饲料销售业务是公司主要的收入来源，2015-2020 年，公司饲料收入占比始终维持在 80%左右，其次是农产品销售，收入占比从 1.31%快速提升至 10.56%，主要系公司生猪产业布局初现成效所致。从毛利构成上来看，2015-2020 年，饲料销售业务亦是公司主要的毛利来源，毛利占比平均在 82%左右，近年来呈现持续下滑趋势，而农产品销售业务毛利占比从 3.92%快速提升至 20.28%，提升速度较快，主要系公司生猪出栏放量叠加猪价维持高位双重因素影响。总体来看，公司饲料销售业务依然维持高速增长态势，而随着公司生猪养殖业务的持续发力，收入和毛利占比提升速度较快，公司业务结构层次分明。

图 4 2010-2020 年，公司收入构成情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 5 2010-2020 年，公司毛利构成情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

1.2. 资产周转率远超可比公司，助力 ROE 长期领跑

海大 ROE 表现优秀，长期领跑业内可比公司。2012-2020 年间，除 2013、2014 两年受行业不景气影响之外，其余年间 ROE 均在 15%以上，远超行业可比公司；最近四年，除 2019 年非洲猪瘟疫情影响较大外，公司 ROE 更是超过 20%，而行业均值仅

为 10%左右，如此优秀的表现在整体处于微利时代的饲料行业实属不易，足以证明公司自身的强大竞争力。

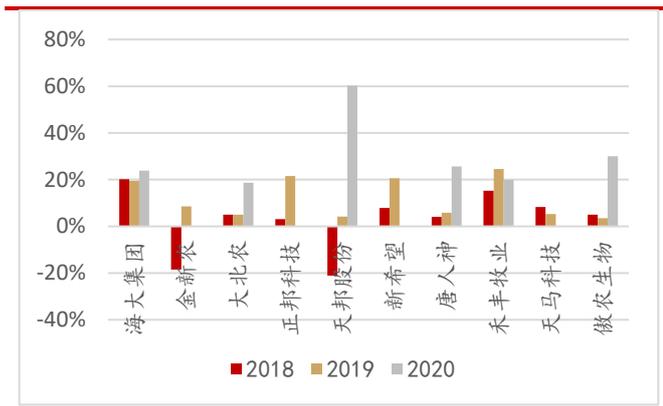
表 1 公司与可比公司 ROE 对比情况

公司名称	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
海大集团	16.81%	11.01%	12.89%	16.72%	16.17%	20.01%	20.21%	19.54%	23.87%
金新农	6.84%	5.23%	7.51%	12.31%	9.96%	4.11%	-18.47%	8.61%	
大北农	18.07%	17.41%	14.87%	10.84%	9.88%	13.16%	4.97%	5.07%	18.70%
正邦科技	7.32%	-2.99%	2.88%	13.70%	28.58%	8.63%	3.03%	21.56%	
天邦股份	10.99%	24.76%	6.14%	17.19%	30.04%	10.15%	-21.14%	4.13%	60.29%
新希望	16.55%	15.68%	13.68%	11.98%	12.19%	10.81%	7.87%	20.63%	
唐人神	11.38%	7.53%	4.59%	4.43%	8.18%	10.33%	4.00%	5.84%	25.68%
禾丰牧业	16.15%	10.64%	12.80%	12.51%	15.10%	14.72%	15.30%	24.57%	19.93%
天马科技	31.87%	20.58%	18.99%	18.36%	19.13%	12.01%	8.30%	5.35%	
傲农生物		31.35%	32.49%	13.24%	21.39%	18.52%	4.97%	3.55%	29.98%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

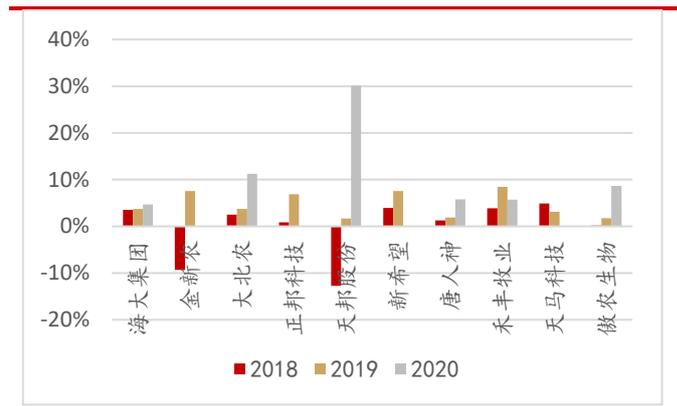
公司总资产周转率支撑 ROE 领跑可比公司。销售净利率、总资产周转率以及资产负债率是决定企业 ROE 的关键分拆项。进一步研究发现，海大销售净利率低于行业平均水平、资产负债率处于行业平均水平，而总资产周转率远高于可比公司。我们认为，高资产周转率是海大高 ROE 的主要源泉，而高资产周转率则主要来源于公司全流程技术服务体系的构建。下游养殖户规模化水平稳步提高，对上游饲企要求越来越高，饲企之间的竞争已由单一饲料产品的竞争升级为包含产品、服务、金融等方面的综合实力竞争。而公司全流程技术服务体系可以有效地满足养殖户的养殖需求，增强养殖户竞争力，提高养殖户获利能力，从而增强用户粘性。在此背景下，公司销售能力突出，资产周转速度显著加快，支撑 ROE 领跑行业可比公司。

图 6 2018-2020 年，公司与可比公司 ROE 对比情况



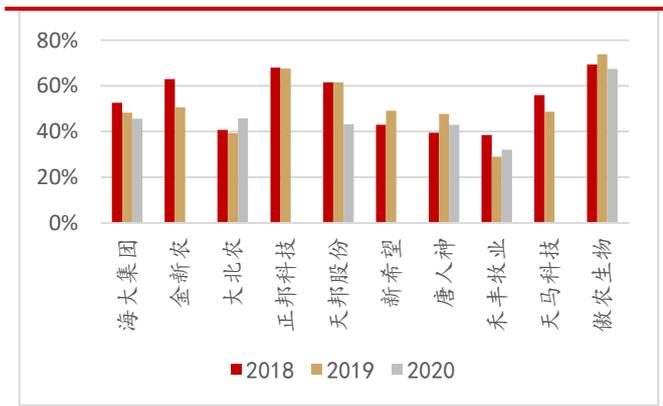
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 7 2018-2020 年，公司与可比公司销售净利率对比



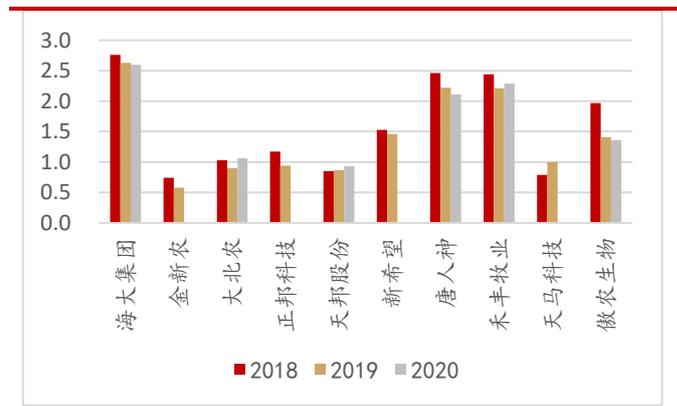
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 8 2018-2020 年，公司与可比公司资产负债率对比



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 9 2018-2020 年，公司与可比公司资产周转率对比



资料来源：公司公告，华西证券研究所

2.行业现状：增速放缓、整合加速、产业链延伸

经过四十多年的高速发展，我国工业饲料产量已跃居世界首位。国内情况来看，根据中国饲料工业协会统计，2020 年我国饲料总产量 2.53 亿吨，yoy+10.45%，居世界第一。国际情况来看，根据 Alltech 调查数据，2018 年中国饲料产量全球占比 17.04%，居世界首位，其中猪饲料、肉鸡饲料和水产饲料总产量全球占比分别为 27.14%、17.79%、39.00%，均位列全球首位。

我国饲料行业发展大致可分为四个时期，1) 初创期（20 世纪 70 年代-80 年代初），1974 年，我国第一家饲料公司在北京成立；2) 快速发展期（1983-2000 年），改革开放初期，畜产品需求旺盛，商品饲料供不应求；3) 快速扩张期（2001-2010 年），我国饲料行业发展的黄金十年，饲料总产量年均复合增速高达 16.54%；4) 整合扩张、产业链延伸期（2011 年至今），2011 年之后，饲料产量增速相较于黄金十年

大幅收窄，饲料产能过剩、行业竞争加剧，头部企业市占率不断提高，并且积极进行产业链延伸（尤其是向下游养殖业延伸）。

图 10 1980-2020 年，我国工业饲料总产量及其增速情况



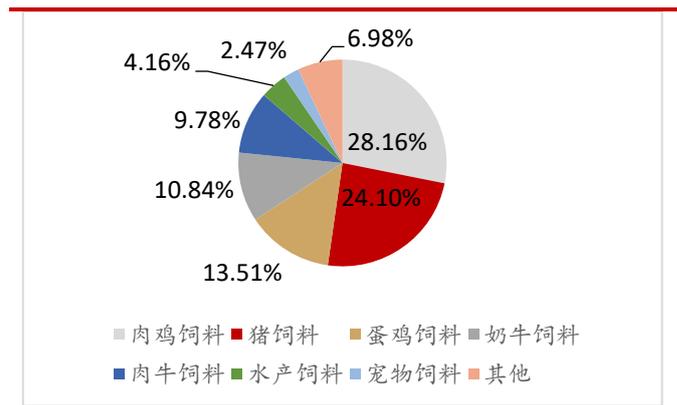
资料来源：中国饲料工业协会，华西证券研究所

图 11 2020 年，我国是全球最大的饲料生产国



资料来源：Alltech Bio Technology，华西证券研究所

图 12 2020 年，全球分品种饲料产量占比情况



资料来源：Alltech Bio Technology，华西证券研究所

2.1. 行业增速整体放缓，细分品类略有分化

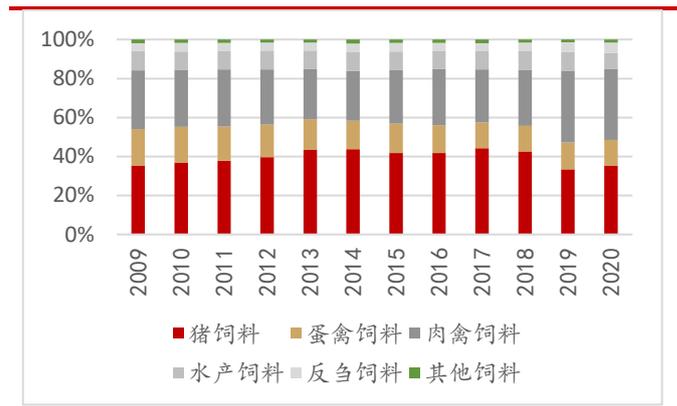
当前，我国饲料行业进入平稳发展阶段，主要表现为整体增速放缓、细分品类略有分化。根据中国饲料工业协会统计，2020 年，受生猪生产持续恢复、家禽存栏高位、牛羊产品产销两旺等因素拉动，全国工业饲料产量实现较快增长，全年实现饲料产量 2.53 亿吨 (yoy+10.4%)。分类型来看，配合饲料、浓缩料、添加剂预混料产量分别为 23070.5 万吨 (yoy+9.8%)、1514.8 万吨 (yoy+22.0%)、594.5 万吨 (yoy+9.6%)。分品种看，猪饲料、禽饲料、水产饲料产量分别为 8922.5 万吨 (yoy+16.4%)、12527.7 万吨 (yoy+8.17%)、2123.6 万吨 (yoy-3.6%)。

图 13 2009-2020 年，我国分类型饲料产量情况



资料来源：中国饲料工业协会，华西证券研究所

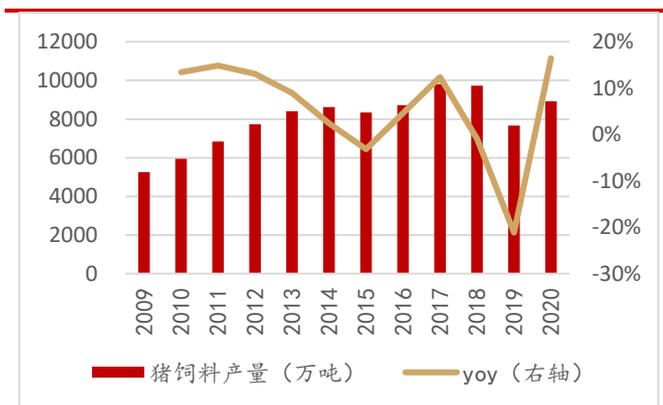
图 14 2009-2020 年，我国分品种饲料产量情况



资料来源：中国饲料工业协会，华西证券研究所

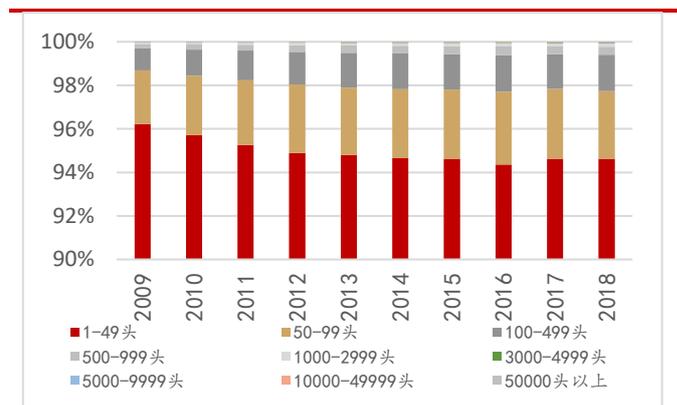
猪料方面，养殖规模化进程提速，配合饲料占比有望继续提升。长期以来，我国生猪养殖行业以散养为主，规模化程度较低。近年来，随着国家畜禽养殖环保政策的密集出台和落实叠加食品安全问题得到越来越多的关注，养殖门槛进一步抬高，小规模养殖户被迫退出市场，规模化程度有所提升，但仍处在相对较低水平。国家统计局数据显示，2009-2018 年，我国生猪养殖场（户）中年出栏 1-49 头的养殖场（户）数量占比从 96.22% 下降至 94.62%，散养户仍是我国生猪养殖行业的主体。2018 年之后，受非洲猪瘟疫情影响，中小规模养殖户由于其在生物安全防控水平、资金实力以及种猪资源等方面的劣势，退出市场的速度在加快，而腾挪出来的空间逐步被大型养殖集团侵蚀，根据上市公司公告整理，CR10 已从 2018 年的 7.10% 提升至 2020 年的 10.43%，且头部企业市占率仍在加速提升。我们认为，随着我国生猪规模化养殖比重不断提高，配合饲料性价比优势逐步凸显，养殖户对商品全价配合饲料的需求稳步提高。

图 15 2009-2020 年，我国猪料产量及其增速情况



资料来源：中国饲料工业协会，华西证券研究所

图 16 2009-2018 年，我国生猪养殖结构情况

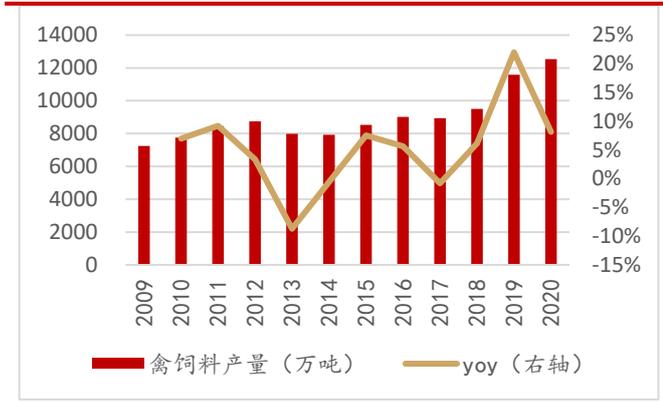


资料来源：中国饲料工业协会，华西证券研究所

禽料方面，鸡肉消费占比有望进一步提升，带动禽料增量需求。禽肉是我国仅次于猪肉的第二大肉制品消费品类，2020 年，受猪肉价格维持高位影响，禽肉替代需求旺盛，消费量达到 2361 万吨，占肉制品消费总量比重为 30.91%。但是我国人均鸡肉消费量来看，仍远低于同时期巴西、美国等国，和世界主要鸡肉消费国家相比仍有较大提升空间。与此同时，鸡肉相比于猪肉更具优势，1) 更健康，每 100g 鸡肉中含

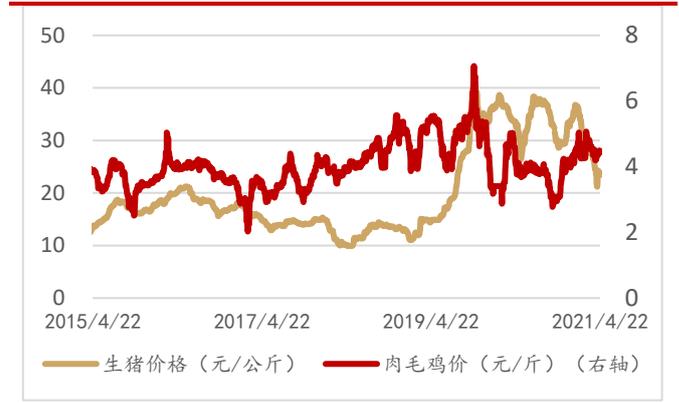
蛋白质 23.6g，远高于猪肉的 18.3g，同时 100g 鸡肉中仅含热量 427 千焦，远低于猪肉的 1080 千焦；2) 更便宜，2015-2020 年，每公斤生猪价格是毛鸡价格的 2.50 倍，且鸡肉价格更加稳定；3) 更环保，生产一公斤鸡肉需排放的温室气体量为 7kg，低于猪肉的 8.8kg，远低于牛肉的 56.6kg；4) 效率更高，在目前的饲养水平下，肉鸡的料肉比为 1.8:1，生猪的料肉比为 3.0:1，换言之，生产一公斤鸡肉比生产一公斤猪肉可节省 40% 的粮食。我们判断，无论是从营养价值还是经济效益方面来看，未来鸡肉在肉制品消费中的比重有望进一步提升，带动禽料增量需求。

图 17 2009-2020 年，我国禽料产量及其增速情况



资料来源：中国饲料工业协会，华西证券研究所

图 18 2015-2021 年，我国猪鸡比情况



资料来源：中国饲料工业协会，华西证券研究所

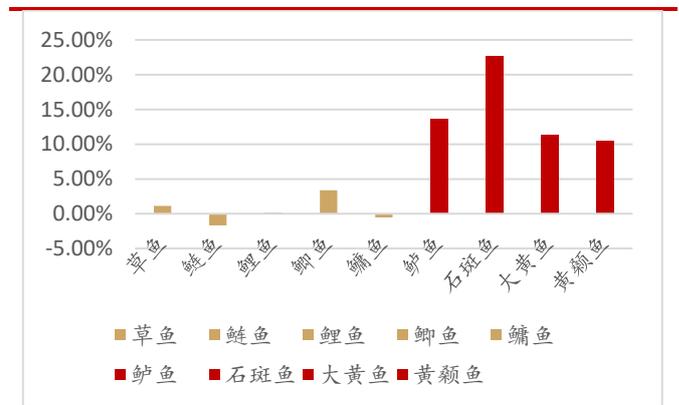
水产料方面，渗透率持续提升，特种水产料有望拉动水产料销量高增。一方面，水产料产量与下游水产养殖量密切相关，而受限于我国人多地少的刚性资源禀赋，我国水产养殖行业以小规模分散化养殖为主，拖累水产料渗透率处于偏低水平。但从长期来看，受中央环保政策压力影响，各省大水面和网箱养殖方式被大量拆除，随着养殖水域滩涂规划编制工作完成，中小养殖户将被加速淘汰，水产养殖将逐步进入生态化、集中化、规模化时代，带动水产料增量需求。另一方面，随着我国人均可支配收入持续提高，消费升级速度不断加快，消费者已不满足于传统四大家鱼，对营养价值高的特种水产品需求不断上升，带动特种水产品快速发展，为特种水产饲料的稳步增长奠定了良好基础。

图 19 2009-2020 年，我国水产料产量及其增速情况



资料来源：中国饲料工业协会，华西证券研究所

图 20 2017 年，我国特征鱼产量增速远高于传统家鱼



资料来源：中国渔业统计年鉴，华西证券研究所

2.2. 行业整合加速、产业链延伸是大势所趋

饲料行业整体进入微利时代已成为新常态。饲料黄金发展十年期间市场容量大，利润率高，一大批饲料企业把握住了这一战略机遇期，实现了规模和利润的双重增长。但受养殖端增速放缓影响，饲料行业容量接近饱和，产能过剩现象突出，企业研发实力偏弱，产品同质化严重，恶性竞争背景下，饲料行业“暴利”时代基本结束，整体走向微利并成为新常态。

行业整合势在必行。随着养殖规模化进程的推进以及饲料产品同质化问题的催化，行业整体盈利空间被进一步压缩，洗牌速度明显加快，中小企业举步维艰。中国饲料工业协会数据显示，我国饲料加工企业数量已从2003年的13874家锐减至2015年的6772家，下降趋势仍在继续；而单厂年产10万吨以上的企业数量从2003年的60家快速上升至2020年的749家，占饲料总产量比重为52.8%；2020年，单厂年产百万吨以上企业数量达到33家，占饲料总产量比重为54.6%，行业整合进程正在加速推进。

图 21 2008-2015 年，饲料行业规模以上企业数量



资料来源：中国饲料工业协会，华西证券研究所

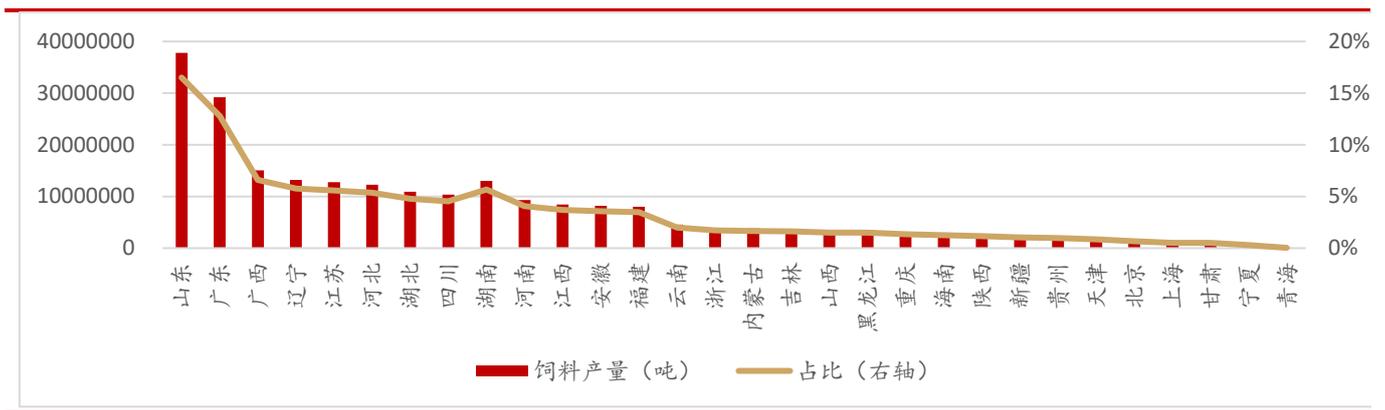
图 22 2003-2020 年，单厂年产 10 万吨以上企业数量



资料来源：中国饲料工业协会，华西证券研究所

产业集中度持续提升助力行业整合。受养殖结构变化影响，我国饲料产能结构也相应做出了相应调整。中国畜牧总站数据显示，2020年，我国工业饲料十强省合计产量占全国比重71.65%，饲料产量超千万吨的省份达9个。行业集中度持续提升，加速饲料行业整合，在此背景下，全国有3家企业集团年产量超过1000万吨。在产业集中度不断提升的推动下，龙头企业优化产能布局，局部地区竞争加大，中小企业加速被淘汰，行业整合进程进一步加快。

图 23 2020 年，我国各省份饲料产量分布情况



资料来源：全国畜牧总站，华西证券研究所

饲料成为产业链中的一环。在行业增速放缓、微利成为新常态以及下游养殖规模化程度不断提高三重因素影响下，下游养殖户对饲料企业产品的质量和服务提出了更高的要求，饲料企业之间的竞争已由单纯的产品竞争上升到涉及原材料采购、养殖、疫苗等多方面的综合实力竞争。在此背景下，大型企业为了增强产品竞争力、寻求新的增长点、更好地提高抗风险能力，打造饲料原料、饲料加工、疫苗、养殖、屠宰以及食品等全产业链成为突围的较好选择。

表 2 我国主要饲料生产企业产业链延伸方向情况

公司	主营业务	主要产品类型	产业链延伸方向
新希望	饲料、乳业、肉质品	以禽饲料为主，禽饲料龙头	积极发展“饲料-养殖-屠宰”一体化项目
大北农	饲料、动物保健、种业	以猪饲料为主	农业互联网
海大集团	饲料、饲料原材料	以水产饲料为主、禽饲料为辅；水产饲料龙头	生猪养殖、食品加工
正邦科技	饲料、养殖、农药	以猪饲料为主、产品结构以全价料为主	饲料+兽药+种猪繁育+商品猪养殖
天邦股份	饲料、养殖、农药	以禽饲料为主，水产饲料为辅	逐步打造育种到深加工食品的生鲜肉及肉制品产业链
通威股份	饲料、养殖	以水产饲料为主、禽饲料为辅；水产饲料龙头	推进“渔光一体”战略布局
金新农	饲料、饲料原材料	以猪饲料为主	生猪养殖+生物制品+电信增值服务
唐人神	饲料、养殖	以猪饲料为主	生猪健康养殖+生物饲料+品牌肉品
天康生物	饲料、兽药、屠宰加工	以猪饲料为主	畜禽良种繁育+饲料与饲养管理+动保+畜产品加工销售
禾丰牧业	饲料、饲料原材料、屠宰加工	以禽饲料为主，猪饲料为辅	原料贸易+饲料+养殖+屠宰+食品深加工

资料来源：公司公告，华西证券研究所

3. 饲料板块强者恒强，养殖有望成长为公司新的利润增长点

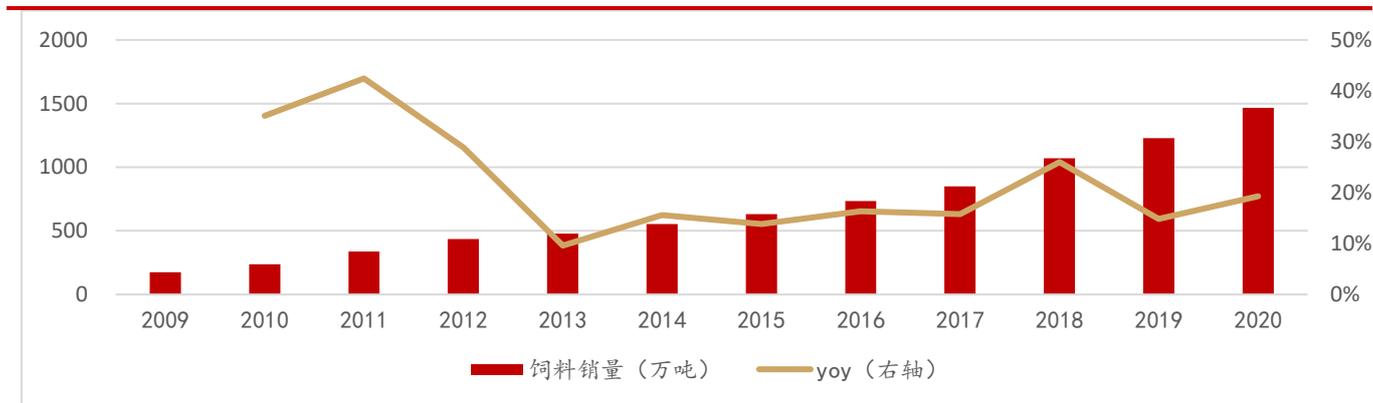
3.1. 饲料：护城河不断强化，市占率有望持续提升

3.1.1. 高性价比产品构建海大核心竞争力

我们认为，在我国饲料行业和下游养殖业竞争加剧的大背景下，海大集团能够实现快速成长的关键在于“产品”与“服务”并重战略的前瞻性和正确性，一方面，海大凭借卓越的成本控制能力和研发能力，高筑产品护城河，保证产品的核心竞争力；另一方面，海大充分运用全产业链布局的优势，向养殖户提供全流程产品和技术服务支持，满足养殖户对养殖配套服务的强烈渴望，增强用户粘性。“产品”与“服务”

并重，让养殖户和企业利益绑定在一起，实现互利共赢，为海大集团穿越周期快速增长奠定了坚实的基础。

图 24 2009-2020 年，公司饲料销量及其增速情况



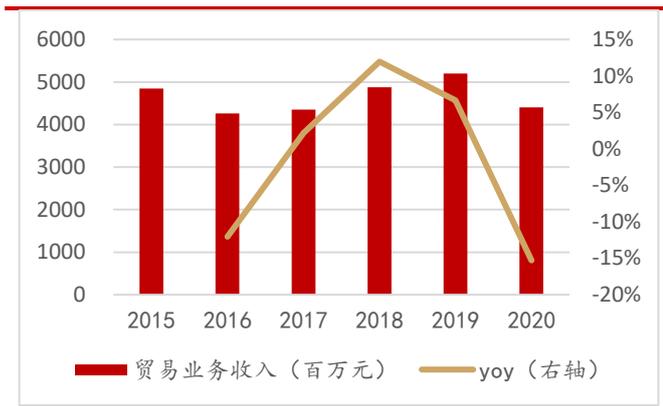
资料来源：公司公告，华西证券研究所

集中采购构建成本优势壁垒。饲料行业处于农产品生产的下游，其成本受农产品价格波动的影响较大。近年来，国内外农产品市场联系更加紧密，各主产区产量变化、政策变化、汇率变化等都会给农产品价格带来较大的波动，进而传导至饲料成本上。在行业整体进入微利时代的背景下，平抑成本波动显得尤为重要。我们认为，公司卓越的集中采购能力整体上控制了原材料价格波动风险，降低了原材料采购成本，提高了公司的盈利能力，这也是公司毛利率高于同行的重要原因。

公司将采购工作定位为“基于专业信息研究基础上的专业化采购”，设有“集团总部采购中心”与“分、子公司采购部”两个层级，实行“集中采购与授权采购”相结合的采购模式。集中采购模式下，由总部采购中心统一根据各分子公司的采购需求进行供应商的询价和选择，主要适用于玉米、豆粕等大宗饲料原料品种；针对个性化需求的部分小品种，则采用效率更高、也更为灵活的授权采购方式，但需总经理批准后方可采购。与此同时，为了进一步管理采购风险，公司还集中对玉米和豆粕进行期货套期保值的风险管理，进一步增强公司成本控制能力。

公司 2003 年开始采用集中采购模式，2006 年开始进行期货套期保值管理，原材料集中采购集中度达 90%以上，是行业中最先实现集中采购的企业。经过十多年的发展，公司已经培养出一批素质过硬的专业团队，能实时跟踪、研究、判断国内外大宗原材料的行情走势，并运用期货工具进行套期保值，以有效控制采购的价格和风险头寸，并逐步转化为公司新的盈利点。2020 年，公司贸易业务贡献毛利 1.48 亿元。

图 25 2015-2020 年，公司原料贸易收入及其增速



资料来源：中国饲料工业协会，华西证券研究所

图 26 2015-2020 年，公司原料贸易毛利率情况



资料来源：中国饲料工业协会，华西证券研究所

持续高研发投入打造产品护城河。海大对产品研发极其重视。广东海大研究院是公司的科研开发机构，经过十多年的发展，现已成功配置营养学、微生物学、生物化工、生物技术、遗传学、养殖学、预防兽医、生物学、临床兽医学等专业博士 60 人，硕士近 500 人的千人高精尖研发队伍，组建了一个研究院、三大研究中心、十余个研发中试基地，已成为饲料行业研发实力最强，贡献新成果最多的企业研发机构之一。

长期以来，公司始终坚持以核心技术和核心产品研发为基础，以市场需求为导向的研发方针，不断加大在技术和研发领域的投入，已经在饲料原料研究、替代原料研究、添加剂的研究开发、产品配方优化、养殖技术和品种改良、工艺流程和设计的优化等方面取得了丰硕成果，并最终转化为产品的核心竞争力。1) 原料替代研究方面，通过十多年连续不断的积累，公司已成功储备了多种原材料配方技术，能在原材料价格波动时结合集中采购体系快速调整饲料配方，达到平抑原材料价格波动、降低成本，从而提高产品竞争力的效果；2) 饲料配方方面，公司率先在国内建立具有自主知识产权的《主要水产养殖动物营养需求数据库》，以此为为基础的饲料预混料产品在技术上处于国际领先水平，是公司水产预混料长期保持竞争力的关键因素，现已实现大规模投产，取得了优异的市场成绩；3) 养殖技术和品种改良方面，根据市场需求，公司现已开发出草鱼、罗非鱼、南美白对虾、黄颡鱼等水产动物家系选育技术体系、多种鱼类雌核发育技术和性别控制技术体系，建立了育种数据库，经多代选育，多个品种在经济性状上（如生长速度、成活率、体型、单性别等）取得了明显效果，新产品已迅速占领华东、华中、华南大部分市场，反响良好，技术水平国内领先。

养殖规模化程度呈现不断提高的趋势，养殖户对产品的辨识度越来越高，也对行业提出了更高的要求。在行业整体进入微利时代的背景下，公司凭借着卓越的原材料集中采购模式平抑原材料价格波动、降低成本，为利润增长腾挪空间；与此同时，公司持续的研发高投入，为进一步增强公司产品竞争力，打造产品护城河打下良好的基础，毫不夸张地说，持续地高研发投入是海大最为坚固的护城河，也是公司实现快速成长的核心因素。

3.1.2. 服务是海大核心竞争力的重要保障

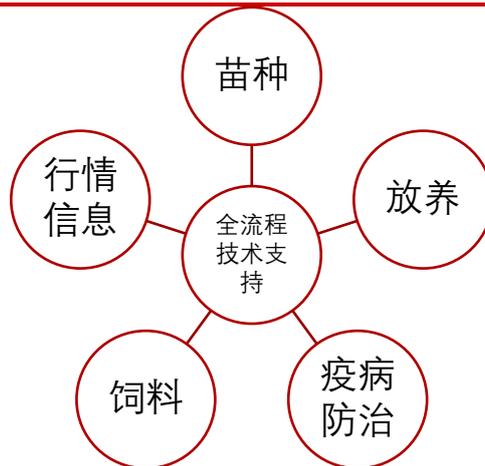
全流程产品和技术服务支持增强用户粘性。2006 年，公司率先提出向养殖户提供全面的养殖技术，并将公司定位为服务型企业、向养殖户提供整体养殖解决方案，包括“苗种-放养模式-环境控制-疫病防治-饲料-行情信息”等全流程产品和技术服

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

务支持。截至 2018 年，公司已有 5000 多人的服务营销团队，深入到塘口、养殖场了解养殖情况，并结合当地特点积累多种先进的养殖模式；此外，公司在全国养殖密集区拥有数百个高效运作的服务站，能同时为几万养殖户进行技术服务。

全流程产品和技术服务可以有效增强用户粘性，主要原因，1) 当前我国养殖户以散户为主，这一现状决定了市场对养殖配套服务的强烈渴望，而公司可以给养殖户提供整体养殖解决方案正好解决了养殖户的痛点；2) 公司卓越的原材料采购能力和研发能力为公司产品高性价比打下了基础，能保证养殖户养殖成功的同时获取超额收益，从而增强用户粘性。

图 27 公司全流程技术服务体系示意图



资料来源：公司公告，华西证券研究所

扁平化管理提升效率，可复制性强。为了避免管理僵化、远离客户的大企业病，公司建立了“中心+分子公司”的扁平化经营模式。不同于其它大型集团强调总部对分、子公司的管理权和控制权，公司将总部定位为服务中心，总部负责战略导向，负责资源（人、财、物、技术）的投入和分配，总部对分、子公司实行绩效管理，依市场导向设立绩效目标和 KPI 指标，反过来，各个专业中心围绕分、子公司的绩效提供专业服务，并接受分、子公司的考核，形成了总部考核分、子公司，分、子公司又回头考核总部各专业中心的闭环。

这一扁平化管理体系具备两大优势，1) 总部各中心接受分、子公司的考核，使各专业部门能够直接面对市场和客户，从而在市场和客户导向下快速提升专业能力；2) 资源和权力向分、子公司集中，使得直接面对客户的一线员工能够快速、高效地满足客户需求。

公司以客户为导向的扁平化管理模式日趋成熟，总部和各分、子公司层面均已形成了标准、统一的针对服务、生产、技术、财务、品控和销售的管理制度，极大地提高了管理效率和执行能力。标准化的管理决定了公司模式复制能力强，为公司快速扩张奠定了管理基础。

3.2. 养殖：工业化进程提速，生猪出栏放量值得期待

3.2.1. 猪价短期静待反弹，中期有望维持高位

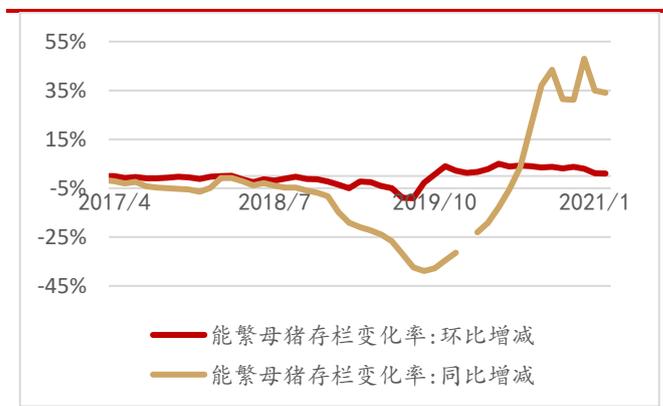
自 2018 年 8 月 3 日辽宁沈阳发生第一起非洲猪瘟疫情以来，非瘟病毒以极快的速度从北向南蔓延，迅速席卷全国。受此影响，我国生猪养殖产业受到重创，全国生猪产能去化幅度达到 40%以上。根据农业农村部数据，截至 2019 年 10 月，生猪存栏同比下滑 41.40%、环比下滑 0.60%；能繁母猪存栏同比下滑 37.80%、环比首次转正，微增 0.60%，生猪产能去化幅度远超历史记录。

图 28 2017-2021 年，生猪存栏同环比变化情况



资料来源：农业农村部，华西证券研究所

图 29 2017-2021 年，能繁母猪存栏同环比变化情况



资料来源：农业农村部，华西证券研究所

短期静待猪价反弹，中期猪价有望维持高位。根据猪易通数据，2019 年 10 月，全国生猪均价一度超过 40 元/公斤。在养猪高盈利刺激下，大型养殖集团和规模养殖户补栏积极性大增，带动行业生猪产能企稳回升，全国能繁母猪存栏已于 2019 年 10 月实现首次环比转正，2020 年 6 月，全国能繁母猪存栏实现同比正增长。截至 2021 年 3 月 19 日，自繁自养生猪利润仍维持在 1301.60 元/头，外购仔猪小幅亏损 99.19 元/头。

从短期来看，2021 年春节后，受非洲猪瘟疫情复发影响，行业产能进入二次去化进程，2021 年 1-2 月，能繁母猪存栏环比仍然维持正增长，但环比增幅收窄至 1.10%/1.00%，同比增幅收窄至 35.00%/34.10%。非洲猪瘟疫情反复导致北方生猪抛售，压制猪价。当前猪价已经呈现企稳趋势，前期抛售透支的产能将对短期猪价反弹提供强劲动力。

从中期来看，在有效的非洲猪瘟疫苗正式推出之前，我们不排除非洲猪瘟疫情出现反复的情形，能繁母猪产能的恢复进程可能受阻，传导至生猪出栏不及预期。此外，考虑到行业三元母猪占比较高，生产效率远不及二元母猪，能繁母猪存栏的恢复进程也将打一定折扣。综合以上因素，我们认为，从中期的角度来看，能繁母猪产能恢复进程并没有市场预期的那么快，猪肉供需矛盾依然存在，猪价或将维持高位。

从长期来看，我国生猪养殖行业较为分散，经历过非洲猪瘟疫情的洗礼之后，CR10 也仅为 10.43%，相较于美国等生猪养殖发达国家而言，集中度仍处于较低水平。我们认为，我国生猪养殖行业工业化进程尚处于起步阶段，远没有结束，大型养殖集团市占率的提升是对散户退出市场的补充，尚未进入头部企业直接竞争的阶段，为生猪养殖集团扩大规模提供了时间。

图 30 2015-2021 年，全国生猪均价走势图



资料来源：猪易通，华西证券研究所

图 31 2018-2021 年，仔猪价格变化情况



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 32 2012-2021 年，二元母猪价格变化情况



资料来源：搜猪网，华西证券研究所

图 33 2012-2021 年，自繁自养生猪利润情况



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 34 2012-2021 年，外购仔猪利润情况



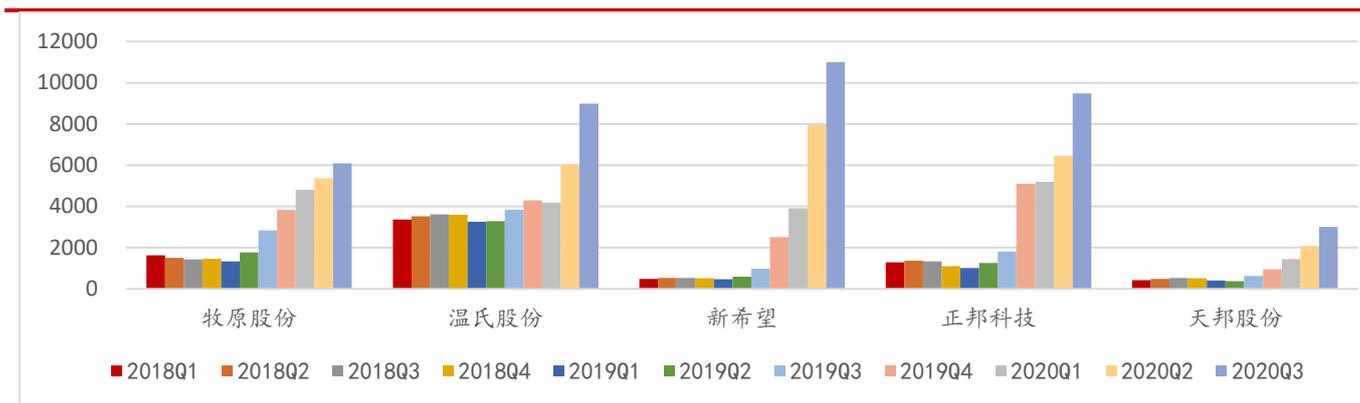
资料来源：Wind，华西证券研究所

3.2.2. 非洲猪瘟抬升养殖门槛，行业集中度提升进程提速

非洲猪瘟疫情抬高养殖门槛，行业集中度加速提升。我国生猪养殖行业以中小规模养殖户为主，根据中国畜牧业年鉴统计数据，2009-2018 年，我国年出栏 1-49 头的养殖场占养殖场总数的 95%左右，而年出栏 50000 头以上的养殖场占比非常小。从短期来看，非洲猪瘟疫情肆虐对我国生猪养殖产业造成了重大损失，但从长期来看，非洲猪瘟疫情的长时间存在将倒逼散户退出市场，腾挪出的市场空间被养殖效率较高的大型养殖集团填补，倒逼行业提质增效。主要逻辑在于，在市场上暂无有效疫苗的背景下，散养户生物安全防控意识、养殖水平双低，极易反复感染非洲猪瘟病毒，造成重大损失，而受限于资金实力，试错的成本非常高，多重压力之下，散养户或将永久性退出市场。大型养殖集团与散养户的不同之处在于，其在生物安全防控水平、融资渠道以及种猪资源等方面的优势突出，可以领先于行业尽可能控制非洲猪瘟疫情的影响，并趁势加快产能扩张节奏，带动行业规模化进程加快。

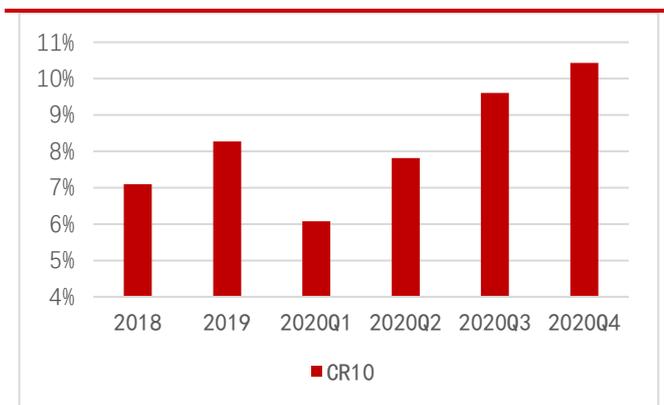
根据上市公司公告整理，主要生猪养殖在非洲猪瘟疫情爆发初期，生猪产能也遭受了一定程度的损失，体现在生产性生物资产均出现不同程度的下滑。但从 2019 年二季度开始，各大生猪养殖企业生产性生物资产开始企稳回升，而行业能繁母猪存栏于 2019 年 10 月才实现首次环比转正。随着生猪产能向生猪出栏的传导，大型养殖集团市场占有率开始加速提升阶段。根据公司公告、公开资料整理测算得，生猪养殖行业集中度从 2020Q2 开始回升，截至 2020 年年底，生猪出栏规模前三的企业生猪出栏总量达到 3722.02 万头，CR3 达到 7.06%，生猪出栏规模前十的企业生猪出栏总量达到 5496.02 万头，CR10 已提升至 10.43%。

图 35 2018-2020 年，大型生猪养殖集团生产性生物资产变化情况（百万元）



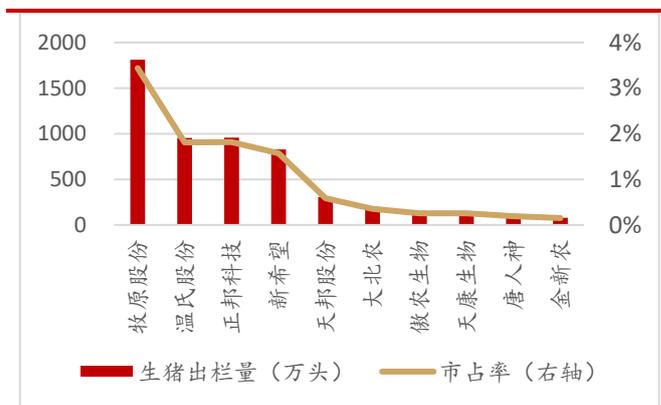
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 36 2018-2020 年，中国生猪养殖行业集中度



资料来源：公司公告、国家统计局、华西证券研究所

图 37 2020 年，我国主要生猪养殖企业出栏情况



资料来源：公司公告、华西证券研究所

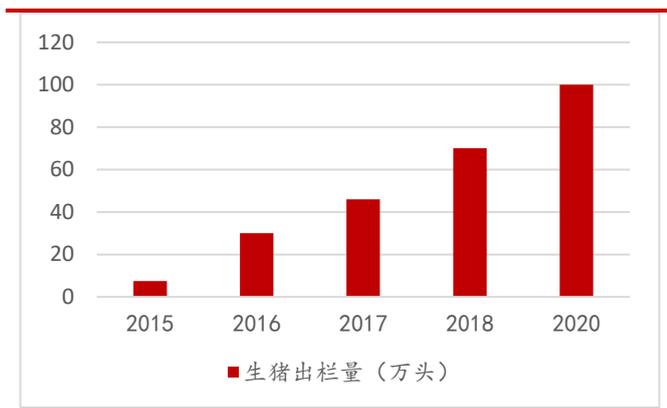
3.2.3. 布局生猪养殖成效渐现，有望支撑公司业绩中长期持续高增

布局生猪养殖行业是公司迈向农牧巨头的关键一环。首先，饲料行业竞争加剧不断压缩产品利润空间。公司虽然可以凭借“产品+服务”双轮驱动战略取得高于行业平均水平的利润，但在饲料行业增速放缓、微利成为新常态的大背景下，寻找新的利润增长点也是公司未来保持持续高增长的必由之路。其次，在下游养殖规模化程度不断提高的推动下，下游养殖户对饲料企业产品的质量和服务提出了更高的要求，饲料企业之间的竞争已由单纯的产品竞争上升到涉及原材料采购、养殖、疫苗等多方面的综合实力竞争，向下游延伸构建全产业链生态可以不断夯实公司护城河。最后，健康食品是公司未来十年的发展目标，而生猪养殖是食品产业链中的关键一环，布局生猪养殖板与公司未来的发展战略相契合。

公司 2015 年开始布局生猪养殖产业链，旨在打造“猪苗-饲料-动保-养猪-肉制品”的产业链闭环。2015 年，公司生猪出栏量 7.5 万头，到 2020 年，公司生猪出栏量已经接近 100 万头，年复合增速高达 67.88%；2018-2020 年，公司生猪养殖板块收入从 8.93 亿元增长至 37.94 亿元，公司生猪养殖业务发展速度非常快。经过近两年

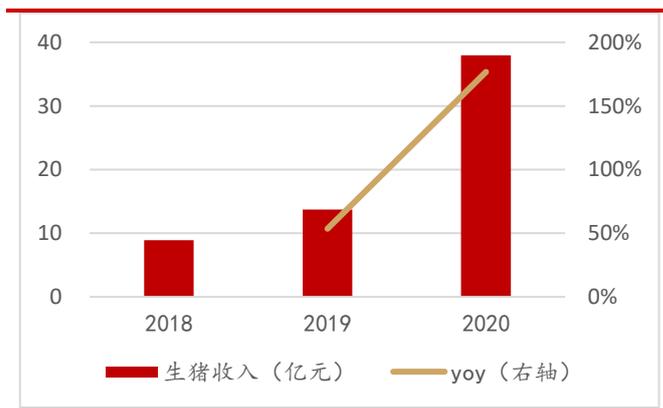
培育与打造，公司已建立具备专业养殖技术、兽医技术、环保处理技术的生猪养殖团队，具有良好的非瘟防疫体系 and 治疗方法；运营上，生猪养殖生产、兽医、育种、营养、成本控制等体系基本形成，生猪养殖成活率得到较大提高。公司将持续打造现代化、科技化、集约化生猪养殖模式，随着自建猪场的陆续投建，公司生猪养殖的成本将进一步得到较好的控制。我们认为，公司生猪养殖板块在成本控制、养殖技术和人力资源储备三大体系已初具雏形，随着公司养殖规模的扩大，养殖服务队伍日益成熟，加上公司养殖技术研究体系的建立和养殖信息化系统的逐步落地，公司生猪养殖业务有望成为公司下一个强有力的增长点。

图 38 2015-2020 年，公司生猪出栏量情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 39 2018-2020 年，公司生猪养殖业务收入情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

公司主要业务包括饲料、农产品销售、贸易、动保四大业务板块，假设中的部分将针对上述板块分别展开讨论。

饲料：一方面，“产品+服务”双轮驱动战略下，公司饲料产品竞争优势有望保持，销量将保持高速增长趋势；另一方面，随着下游生猪产能的逐步恢复，公司猪料市场份额有望持续提升。我们预计，2021-2023 年，公司饲料销量增速分别为 30%/25%/23%，收入增速分别为 28.97%/23.11%/21.11%，毛利率分别为 11.21%/10.77%/10.94%。

农产品销售：公司生猪养殖业务正处于高速发展态势，出栏量有望持续高增，拉动农产品销售板块利润持续增长。我们预计，2021-2023 年，公司生猪出栏量分别为 150/225/337.5 万头，农产品销售板块收入增速分别为 15.87%/24.02%/22.36%，毛利率分别为 17.60%/14.87%/13.01%。

贸易：公司贸易板块有望维持缓慢增长趋势，我们预计，2021-2023 年，公司贸易板块收入增速分别为 5%/5%/5%，毛利率分别为 3%/3%/3%。

动保：公司动保板块收入有望维持中速增长趋势，我们预计，2021-2023 年，公司动保板块收入增速分别为 20%/20%/20%，毛利率分别为 50%/50%/50%。

其他：我们预计，2021-2023 年，公司其他业务收入增速分别为 5%/5%/5%，毛利率分别为 70%/70%/70%。

表 3 温氏股份主要业务经营预测 (单位: 百万元)

业务	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
饲料					
收入	38985.19	48765.21	62891.40	77423.13	93765.36
成本	34759.19	43732.64	55839.94	69085.25	83509.77
毛利	4225.99	5032.57	7051.46	8337.88	10255.59
毛利率	10.84%	10.32%	11.21%	10.77%	10.94%
农产品销售					
收入	2741.20	6368.09	7378.90	9151.68	11198.02
成本	2124.16	4941.63	6080.01	7791.02	9740.72
毛利	617.04	1,426.45	1298.89	1360.67	1457.30
毛利率	22.51%	22.40%	17.60%	14.87%	13.01%
贸易					
收入	5199.46	4404.96	4625.21	4856.47	5099.29
成本	5043.47	4257.39	4486.45	4710.77	4946.31
毛利	155.98	147.57	138.76	145.69	152.98
毛利率	3.00%	3.35%	3.00%	3.00%	3.00%
动保					
收入	574.06	664.66	797.59	957.11	1148.54
成本	263.84	328.48	398.80	478.56	574.27
毛利	310.22	336.19	398.80	478.56	574.27
毛利率	54.04%	50.58%	50.00%	50.00%	50.00%
其他					
收入	112.68	120.94	126.99	133.34	140.00
成本	32.18	29.95	38.10	40.00	42.00
毛利	80.50	90.99	88.89	93.33	98.00
毛利率	71.44%	75.24%	70.00%	70.00%	70.00%
费用率					
销售费率	3.3%	2.2%	2.8%	2.7%	2.6%
管理费率	2.5%	2.6%	2.5%	2.5%	2.5%
财务费率	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%	0.1%

资料来源: Wind, 华西证券研究所

综上，我们预计，2021-2023 年，公司收入分别为 710.68/875.32/1061.12 亿元，归母净利润分别为 33.56/37.68/46.59 亿元，对应 EPS 分别为 2.02/2.27/2.80 元，当前股价对应 PE 分别为 40/36/29X，考虑到公司龙头地位稳固，核心竞争优势明显，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 4 可比公司盈利预测

股票代码	股票名称	收盘价(元)	可比公司 EPS(元)				P/E			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
000876.SZ	新希望	17.68	1.20	1.25	3.39	2.98	14.73	14.14	5.22	5.93
002157.SZ	正邦科技	14.45	0.67	1.86	3.15	2.07	21.57	7.77	4.59	6.98
002124.SZ	天邦股份	15.01	0.09	2.47	2.74	3.14	166.78	6.08	5.48	4.78
603609.SH	禾丰牧业	11.66	1.30	1.34	1.54	1.73	8.97	8.70	7.57	6.74
002385.SZ	大北农	9.16	0.12	0.47	0.54	0.50	76.33	19.49	16.96	18.32
平均							57.68	11.24	7.96	8.55

资料来源：Wind，华西证券研究所；采用 Wind 一致预期，股价截至 2021 年 4 月 25 日收盘价

5.风险提示

自然灾害和疫病风险。饲料行业和下游畜禽养殖联系紧密，自然灾害和疫病发生会对畜禽存栏产生影响，进而对饲料销量产生冲击。

原材料价格波动风险。玉米、豆粕等农产品是饲料企业成本的主要组成部分，原材料价格上涨会抬升公司成本，挤压公司的盈利空间。

猪价不及预期风险。公司生猪养殖板块正处于快速放量阶段，猪价不及预期会对公司业绩弹性产生影响。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	60,324	71,068	87,532	106,112	净利润	2,850	3,683	4,167	5,157
YoY (%)	26.7%	17.8%	23.2%	21.2%	折旧和摊销	897	946	790	826
营业成本	53,292	62,319	77,355	93,825	营运资金变动	-3,557	715	-1,287	-1,587
营业税金及附加	69	81	100	121	经营活动现金流	485	5,511	3,772	4,404
销售费用	1,343	1,956	2,333	2,781	资本开支	-3,321	-3,834	-3,367	-3,485
管理费用	1,559	1,782	2,217	2,688	投资	-1,268	0	0	0
财务费用	236	296	238	159	投资活动现金流	-4,321	-3,711	-3,241	-3,347
资产减值损失	-57	-1	0	0	股权募资	60	0	0	0
投资收益	2	123	126	138	债务募资	13,882	-962	-962	-1,676
营业利润	3,347	4,289	4,840	5,987	筹资活动现金流	4,014	-1,258	-1,200	-1,835
营业外收支	-62	0	0	0	现金净流量	187	541	-670	-778
利润总额	3,284	4,289	4,840	5,987	主要财务指标				
所得税	435	606	673	830	成长能力				
净利润	2,850	3,683	4,167	5,157	营业收入增长率	26.7%	17.8%	23.2%	21.2%
归属于母公司净利润	2,523	3,356	3,768	4,659	净利润增长率	53.0%	33.0%	12.3%	23.6%
YoY (%)	53.0%	33.0%	12.3%	23.6%	盈利能力				
每股收益	1.52	2.02	2.27	2.80	毛利率	11.7%	12.3%	11.6%	11.6%
资产负债表 (百万元)					净利率率	4.7%	5.2%	4.8%	4.9%
货币资金	2,056	2,598	1,928	1,150	总资产收益率 ROA	9.2%	10.7%	10.4%	11.3%
预付款项	1,871	1,434	1,933	2,441	净资产收益率 ROE	18.1%	19.4%	17.9%	18.1%
存货	7,255	7,775	9,699	11,913	偿债能力				
其他流动资产	3,082	3,393	3,828	4,411	流动比率	1.31	1.38	1.50	1.71
流动资产合计	14,264	15,201	17,389	19,915	速动比率	0.47	0.54	0.50	0.48
长期股权投资	59	59	59	59	现金比率	0.19	0.24	0.17	0.10
固定资产	7,704	9,748	11,532	13,340	资产负债率	45.7%	40.6%	36.9%	32.3%
无形资产	1,257	1,544	1,765	1,993	经营效率				
非流动资产合计	13,262	16,157	18,745	21,416	总资产周转率	2.19	2.27	2.42	2.57
资产合计	27,527	31,358	36,133	41,332	每股指标 (元)				
短期借款	4,736	3,774	2,811	1,135	每股收益	1.52	2.02	2.27	2.80
应付账款及票据	2,061	2,566	3,175	3,818	每股净资产	8.41	10.43	12.70	15.50
其他流动负债	4,052	4,657	5,619	6,693	每股经营现金流	0.29	3.32	2.27	2.65
流动负债合计	10,849	10,997	11,605	11,646	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	1,161	1,161	1,161	1,161	估值分析				
其他长期负债	558	558	558	558	PE	53.60	40.29	35.89	29.02
非流动负债合计	1,719	1,719	1,719	1,719	PB	7.79	7.80	6.41	5.25
负债合计	12,568	12,716	13,324	13,365					
股本	1,661	1,661	1,661	1,661					
少数股东权益	986	1,313	1,712	2,211					
股东权益合计	14,959	18,642	22,809	27,966					
负债和股东权益合计	27,527	31,358	36,133	41,332					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。