

# 养殖后周期景气高企，动保龙头高增长可期

## 中牧股份(600195)

### 报告摘要:

养殖后周期整体步入景气周期，下游集中度提升倒逼上游行业整合，公司作为国内老牌动保龙头有望充分受益。我们预计，2021-2023年，公司EPS分别为0.56/0.71/0.86元，当前股价对应PE分别为21/17/14X，上调至“买入”评级。

### 主要观点:

#### ► 公司是国内大而全的老牌动保龙头

公司隶属于国务院国资委直管的大型综合性农业中央企业中国农业发展集团有限公司，主营范围涵盖畜牧产业链供应链上游关键环节的兽用生物制品、兽药、饲料及饲料添加剂、原料贸易等核心业务。2011-2020年，公司营业收入从28.42亿元增长至49.99亿元，CAGR+6.47%；2019年，受生猪存栏大幅下滑影响，公司归母净利润下滑至2.56亿元，yoy-38.52%，2020年大幅增长68.59%至4.20亿元，接近历史最高水平。2021Q1，在下游生猪产能持续恢复带动下，公司实现营业收入12.90亿元，yoy+20.66%；实现归母净利润1.62亿元，yoy+24.50%，延续2020年的复苏态势。

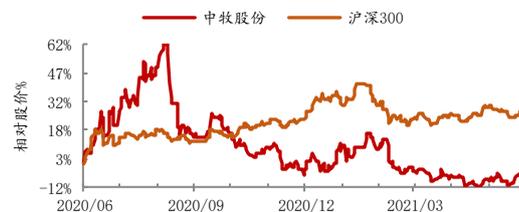
#### ► 市场化疫苗空间广阔，非瘟疫苗商业化有望推动行业扩容

2013-2018年，我国兽药产品销售规模从412.13亿元增长至466.10亿元，CAGR+2.49%，其中，兽用生物制品销售额从94.33亿元增长至132.92亿元，CAGR+7.10%，增速显著快于行业平均水平。我们认为，市场苗是大势所趋，市场空间广阔。1) 大企业为保证生猪养殖存活率，降低养殖成本，更倾向于使用市场苗。2) 非洲猪瘟疫情背景下，大型养殖集团和规模养殖户成为此轮生猪产能恢复的主力军，带动市场苗规模不断扩张。3) 政策倾向于鼓励市场苗。2016年7月21日，农业部联合财政部发布公告称，猪瘟与高致病性蓝耳病暂不实施强制免疫政策，有条件的养殖场可先打后补，逐步实现养殖场自主采购、财政直补。此政策的推行有利于进一步打开市场苗空间，促进行业优胜劣汰。

与此同时，我国非瘟疫苗研发进展顺利，虽然距离真正的商业化尚需时日，但未来一旦实现商业化有望为行业扩容。由于非洲猪瘟对生猪养殖行业造成了重大损失，预计其成功商业化后将实行100%强制免疫。假设：1) 非瘟疫苗由统一招采转向市场采购，招采价格由于政府补贴，价格较低，为3元/头份，市场采购6元/头份；2) 按照正常年份平均水平，我国生猪出栏6.75亿头，能繁母猪存栏4300万头；3) 非瘟疫苗每头生猪免疫2次，母猪免疫3次。据此推算，统一招采阶段，我国非洲猪瘟疫苗市

### 评级及分析师信息

评级:	买入
上次评级:	增持
目标价格:	
最新收盘价:	12.03
股票代码:	600195
52周最高价/最低价:	20.77/10.99
总市值(亿)	122.18
自由流通市值(亿)	122.18
自由流通股数(百万)	1,015.61



#### 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:

#### 相关研究

1. 【华西农业】中牧股份(600195): 生猪存栏稳步恢复, 公司业绩有望逐季向好

2020.05.27

市场空间将达到 44.37 亿元；后续转向市场化采购之后，非洲猪瘟疫苗市场空间将达到 88.74 亿元。

### ▶ 产品布局完善，后周期弹性十足

一方面，经过多年深耕布局，公司产品链条不断丰富完善，现已全面覆盖生物制品、兽用化药等主要动保子板块，可以形成较好的协同效应；另一方面，公司拟分拆乾元浩上市，有利于其拓宽直接融资渠道，增强融资灵活性，为乾元浩持续推动研发创新、提升疫苗产品品质和技术装备水平提供资金保障，促进禽用疫苗做大做强。公司参控股多家动保和饲料等养殖后周期标的，有望充分受益于生猪产能恢复带来的业绩弹性。与此同时，公司于 2019 年与疯狂小狗签订战略合作框架协议切入宠物市场，双方有望形成优势互补，有望为公司培养出新的利润增长点。

### 投资建议

考虑到下游生猪产能快速恢复，带动动保行业景气度加速上行，我们上调对公司 2021-2022 年营业收入至 58.56/68.02 亿元（前值分别为 55.62/64.73 亿元），上调归母净利润至 5.70/7.17（前值分别为 5.15/6.00 亿元），并新增预计，2023 年，公司营业收入为 79.26 亿元、归母净利润为 8.76 亿元。综上，我们预计，2021-2023 年，公司 EPS 分别为 0.56/0.71/0.86 元，当前股价对应 PE 分别为 21/17/14X，考虑到行业景气度高企，公司作为行业龙头，业绩增长确定性较强，上调至“买入”评级。

### 风险提示

生猪产能恢复进程不及预期，产品销售不及预期，政策扰动。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,118	4,999	5,856	6,802	7,926
YoY (%)	-7.1%	21.4%	17.1%	16.2%	16.5%
归母净利润(百万元)	256	420	570	717	876
YoY (%)	-38.5%	64.5%	35.6%	25.6%	22.2%
毛利率 (%)	27.4%	26.2%	27.9%	28.4%	28.7%
每股收益 (元)	0.25	0.41	0.56	0.71	0.86
ROE	6.2%	9.4%	11.1%	12.0%	12.5%
市盈率	47.34	28.77	21.21	16.88	13.81

资料来源：Wind，华西证券研究所

## 正文目录

1. 公司是国内大而全的老牌动保龙头.....	5
2. 市场化疫苗空间广阔，非瘟疫苗商业化有望推动行业扩容.....	7
2.1. 行业规模复合增速 7.10%，短期扰动不改长期扩张趋势.....	8
2.2. 生猪产能逐步恢复 & 集中度提升，带动行业景气度上行.....	10
2.3. 强免苗市场持续萎缩，非强免苗空间广阔.....	14
2.4. 非瘟疫苗进展顺利，商业化有望推动行业扩容.....	15
3. 产品布局完善，后周期弹性十足.....	16
3.1. 产品矩阵不断完善，后周期有望持续发力.....	16
3.2. 拟分拆乾元浩上市，助力生物制品板块高增.....	19
3.3. 携手疯狂小狗，进军宠物市场大有可为.....	20
4. 盈利预测.....	21
5. 风险提示.....	23

## 图表目录

图 1 公司主营业务结构示意图.....	5
图 2 2011-2021Q1，公司营收及其同比变化情况.....	6
图 3 2011-2021Q1，公司归母净利及其同比变化.....	6
图 4 2011-2020 年，公司营收构成情况.....	6
图 5 2011-2020 年，公司毛利构成情况.....	6
图 6 2011-2021Q1，公司期间费用率情况.....	7
图 7 2011-2021Q1，公司毛/净利率波动情况.....	7
图 8 公司股权结构示意图.....	7
图 9 2016 年，国内兽药分品类销售情况分布.....	8
图 10 2013-2018 年，我国兽药产品销售规模.....	9
图 11 2013-2018 年，我国兽药生物制品销售规模.....	9
图 12 2018 年，猪、禽用生物制品是我国兽用生物制品的主要组成部分.....	9
图 13 2013-2018 年，我国进口兽用生物制品销售额.....	10
图 14 2018 年，我国进口兽药生物制品粉品类情况.....	10
图 15 2017-2021 年，生猪存栏同环比变化情况.....	10
图 16 2017-2021 年，能繁母猪存栏同环比变化情况.....	10
图 17 1997-2020 年，我国生猪出栏量情况.....	11
图 18 近年来，我国猪肉产量稳定在 5400 万吨左右.....	11
图 19 2012-2020 年，猪肉消费量占我国肉类消费总量的占比情况.....	11
图 20 2012-2021 年，自繁自养生猪利润变化情况.....	12
图 21 2012-2021 年，外购仔猪养殖利润变化情况.....	12
图 22 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）.....	13
图 23 2018-2021Q1，中国生猪养殖行业集中度.....	13
图 24 2020 年，我国主要生猪养殖企业出栏情况.....	13
图 25 2009-2021 年，生猪/仔猪价格走势.....	14
图 26 2009-2018 年，规模/散养户头均医疗防疫费.....	14
图 27 2013-2018 年，国家强免苗和非强免苗市场份额对比.....	15
图 28 2015-2020 年，公司主要产品产销量情况.....	17
图 29 公司参控股子公司示意图.....	19
图 30 2018-2020 年，乾元浩收入及其增速情况.....	20
图 31 2018-2020 年，乾元浩归母净利及其增速情况.....	20
图 32 2010-2020 年，城镇养宠消费市场规模情况.....	20
图 33 2020 年，宠物消费市场结构.....	20

表 1 公司各子板块主要产品概况.....	18
表 2 中牧股份主要业务经营预测（单位：百万元） .....	22
表 3 可比公司盈利预测.....	23

## 1. 公司是国内大而全的老牌动保龙头

公司隶属于国务院国资委直管的大型综合性农业中央企业中国农业发展集团有限公司，主营范围涵盖畜牧产业链供应链上游关键环节的兽用生物制品、兽药、饲料及饲料添加剂、原料贸易等核心业务，是我国兽药行业和饲料行业的重要组成企业，农业产业化国家重点龙头企业，高致病性禽流感、口蹄疫等重大动物疫病疫苗定点生产企业，北京市高新技术企业，国企改革第一批“双百行动”企业。在动物保健品和动物营养品领域，中牧股份拥有技术工艺领先、产品品类丰富、保障能力强大的产业集群，在国内设立了 20 个生产基地，所属骨干企业的研发制造历史超过 80 年，涵盖 800 多个产品，年均营收超过 40 亿元，在畜牧业可持续发展、食品安全体系构建、农村农户增收等方面发挥着重要的带动作用，其中重大动物疫病疫苗、复合维生素添加剂、蛋鸡预混料、泰妙菌素等产品品质、产销量、市场占有率位居国内国际领先地位，并为全球近 60 个国家和地区提供产品、技术的支持与服务。

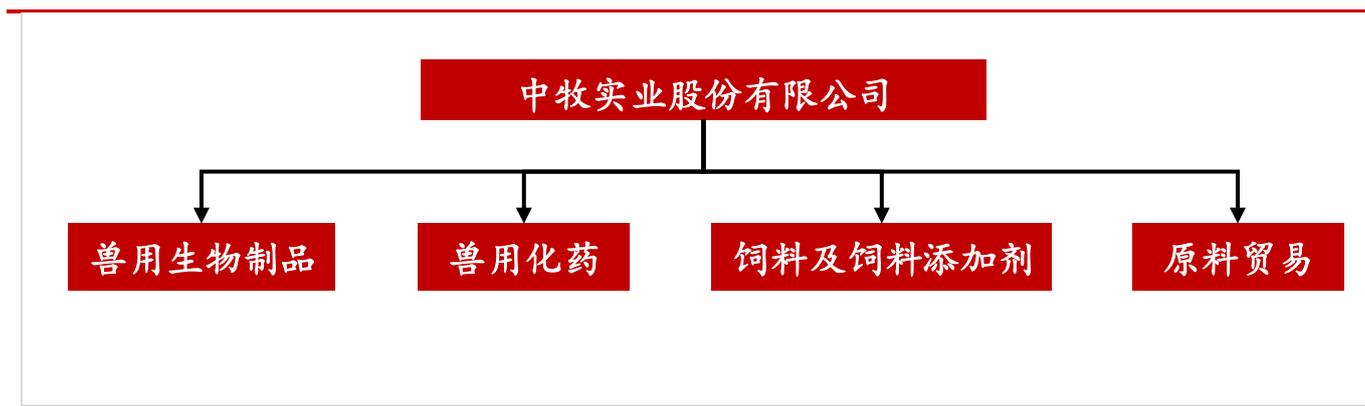
**兽用生物制品方面**，公司主要有禽用疫苗、畜用疫苗和宠物用疫苗，公司生物制品产品种类丰富，主要包括高致病性禽流感疫苗、口蹄疫类疫苗、猪圆环病毒灭活疫苗、猪伪狂犬病活疫苗，狂犬病灭活疫苗及其他各类常规兽用疫苗产品和诊断制剂，公司是兽用疫苗生产企业中产品品种较全、生产能力和产量较大的企业。

**兽用化药包括兽药制剂和兽药原料药方面**，主要用于兽类疾病的治疗。截至 2020 年末，公司共有 6 个兽药生产基地，均已通过 GMP 认证。公司兽用化药主要产品有泰妙菌素、泰万菌素原料药、氟苯尼考原料药、牧乐星、氟欣泰等。

**饲料及饲料添加剂方面**，产品以复合维生素和复合预混料为主，用以满足兽类不同生长阶段对各种维生素、微量元素、氨基酸和矿物质的营养需要。其中公司复合维生素和复合预混料“华罗”品牌在行业内具有一定的知名度。

**贸易业务方面**，主要是玉米及玉米副产品、豆粕、鱼粉和赖氨酸等饲料原料及饲料添加剂的贸易，贸易业务下游客户主要为国内较大规模的饲料生产厂和养殖场，公司开展贸易业务一方面是为客户提供配套服务，同时通过贸易业务形成采购的规模效应，降低饲料业务的成本。

图 1 公司主营业务结构示意图



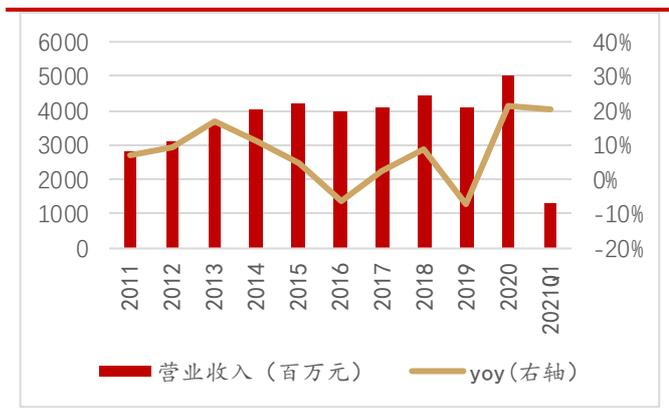
资料来源：公司公告，华西证券研究所

公司利润呈现周期性波动，但收入规模仍能实现稳步增长。公司处在畜禽养殖行业上游，行业景气度跟随下游畜禽养殖行业呈现一定的周期性波动特征，但梳理公司近十年收入、利润变化我们发现，公司利润虽然呈现一定的周期性波动特征，但收入规模仍能实现稳步增长。根据公司公告，2011-2020 年，公司营业收入从 28.42 亿

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

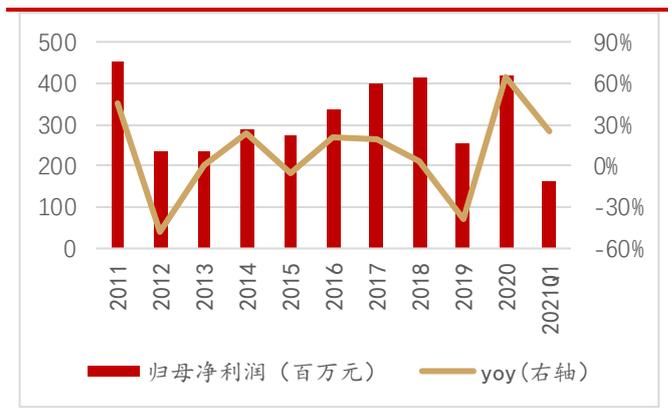
元增长至 49.99 亿元，CAGR+6.47%，在周期性行业中表现突出；而公司归母净利润在 2011 年达到高点 4.51 亿元，随后有所下滑，一直延续至 2015 年的 2.76 亿元，此后逐步回升至 2018 年的 4.16 亿元，2019 年，受生猪存栏大幅下滑影响，公司归母净利润下滑至 2.56 亿元，yoy-38.52%，并于 2020 年大幅增长 68.59%至 4.20 亿元，接近历史最高水平。2021Q1，受下游生猪产能持续恢复影响，公司实现营业收入 12.90 亿元，yoy+20.66%；实现归母净利润 1.62 亿元，yoy+24.50%，延续 2020 年的复苏态势。

图 2 2011-2021Q1，公司营收及其同比变化情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

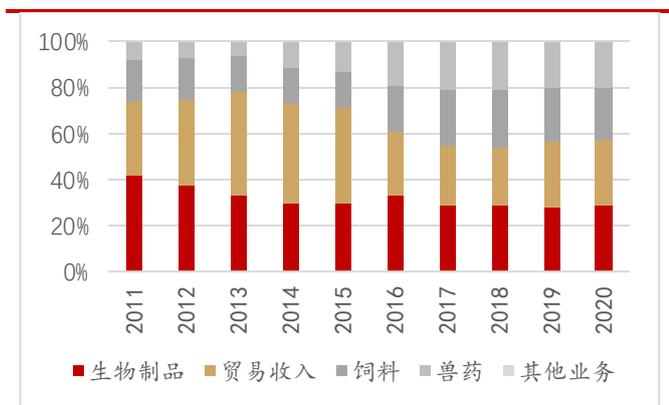
图 3 2011-2021Q1，公司归母净利润及其同比变化



资料来源：公司公告，华西证券研究所

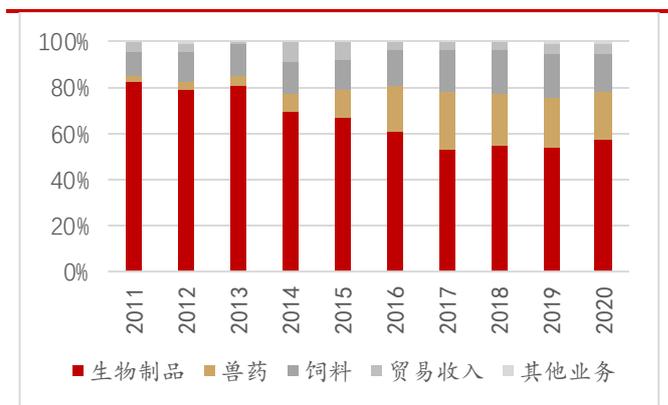
产品结构趋于均衡，但生物制品仍为公司的主要利润来源。从收入构成上看，受益于兽药、饲料业务的快速发展，公司生物制品收入占比在持续下滑，但主要板块收入占比趋于均衡，2011-2020 年，公司生物制品收入占比从 41.39% 下滑至 28.66%，而兽药、饲料业务收入占比分别从 7.50%/18.78% 提升至 20.28%/22.34%，贸易业务收入占比基本维持稳定。从毛利构成上看，公司毛利构成和收入结构呈现相似的变化趋势，但生物制品仍是公司主要的利润来源，2011-2020 年，公司生物制品毛利占比从 81.86% 下滑至 57.57%，而兽药、饲料业务毛利占比分别从 2.91%/10.39% 提升至 20.71%/15.78%。

图 4 2011-2020 年，公司营收构成情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

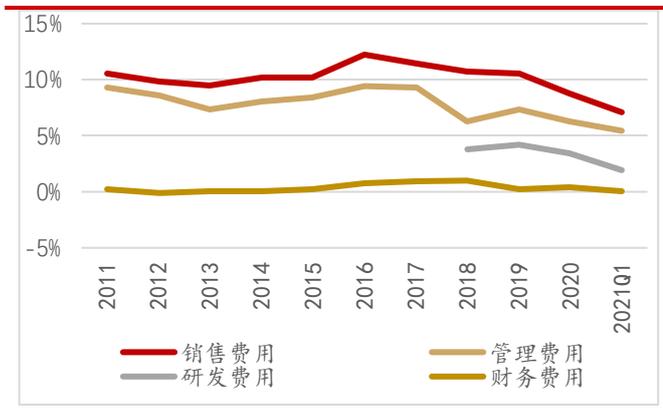
图 5 2011-2020 年，公司毛利构成情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

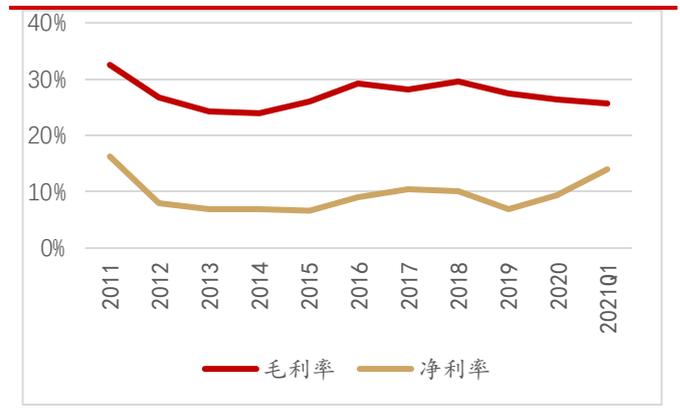
**期间费用持续改善，盈利能力仍呈周期性波动特征。**总体来看，公司期间费用在持续改善，2011-2020年，公司销售费用率从10.51%下滑至8.69%、管理费用率从9.24%下滑至5.44%、财务费用率从0.27%下滑至0.07%。但从毛利率和净利率水平上来看，周期性波动特征依然存在，2011-2020年，公司毛利率在23.95%-32.54%之间波动、净利率在6.79%-22.44%之间波动。2021Q1，受行业高景气度延续影响，公司毛利率达到25.69%、净利率达到14.54%。

图6 2011-2021Q1，公司期间费用率情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

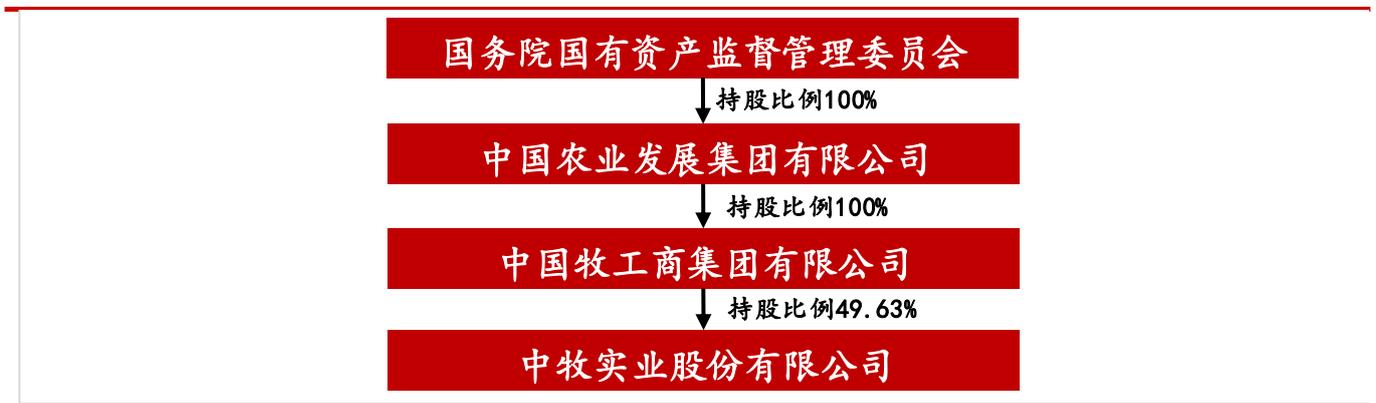
图7 2011-2021Q1，公司毛/净利率波动情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

公司隶属于国务院国资委直管的大型综合性农业中央企业中国农业发展集团有限公司，中农发集团通过中国牧工商集团有限公司持有公司49.63%的股权，公司也是A股动保行业唯一一家央企控股的上市公司。

图8 公司股权结构示意图



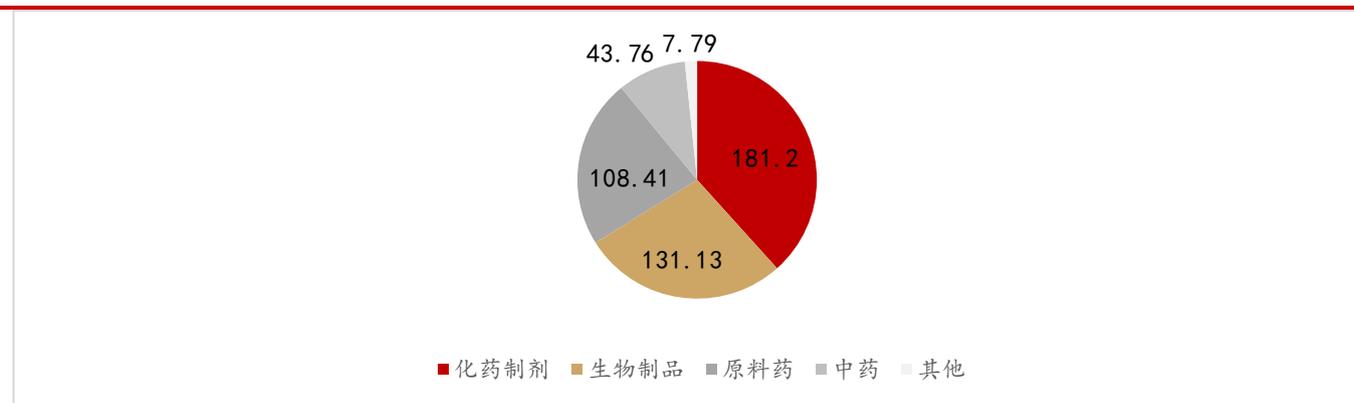
资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 2. 市场化疫苗空间广阔，非瘟疫苗商业化有望推动行业扩容

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

兽药行业是在 20 世纪中期兴起并快速发展的行业。通过多年发展，兽药行业建立并完善了动物健康成长的保护机制，在帮助畜牧业预防、治疗和控制各种类动物疾病中发挥了重要作用，为人类安全和可持续的食物供给提供了坚实保障。按照中国兽药协会《兽药产业发展报告》的分类标准，我国兽药产品分为生物制品、原料药、化药制剂和中药几个类别，其中化药制剂的占比最高，其次为生物制品和原料药。2016 年，国内兽药市场销售额 472.29 亿元，其中，化药制剂 181.20 亿元，生物制品 131.13 亿元。

图 9 2016 年，国内兽药分品类销售情况分布



资料来源：中国兽药协会，华西证券研究所

## 2.1. 行业规模复合增速 7.10%，短期扰动不改长期扩张趋势

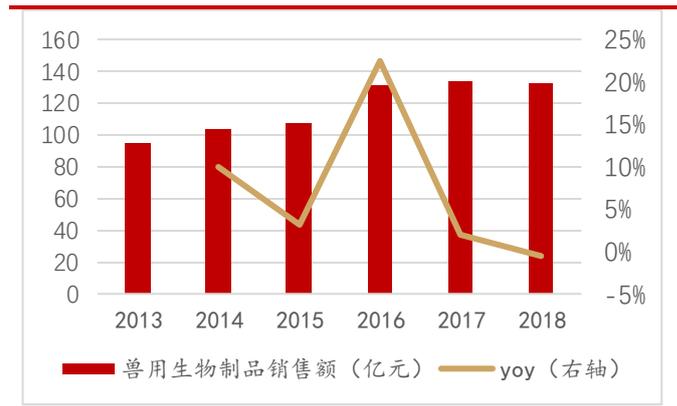
兽用生物制品以天然或人工改造的微生物、寄生虫毒素组织及代谢产物等为材料，采用生物学、分子生物学或生物化学、生物工程等相应技术制成的，用于预防、治疗、诊断动物疫病或改变动物生产性能的药品。随着国内畜牧业规模化、集约化养殖的进程不断加快，疫病防控风险加大，养殖企业和养殖户对于动物疫病的防治日益重视，从而推动了国内兽药市场整体的快速发展。根据中国兽药协会数据，2013-2018 年，我国兽药产品销售规模从 412.13 亿元增长至 466.10 亿元，CAGR+2.49%，其中，兽用生物制品销售额从 94.33 亿元增长至 132.92 亿元，CAGR+7.10%，增速显著快于行业平均水平。

图 10 2013-2018 年，我国兽药产品销售规模



资料来源：中国兽药协会，华西证券研究所

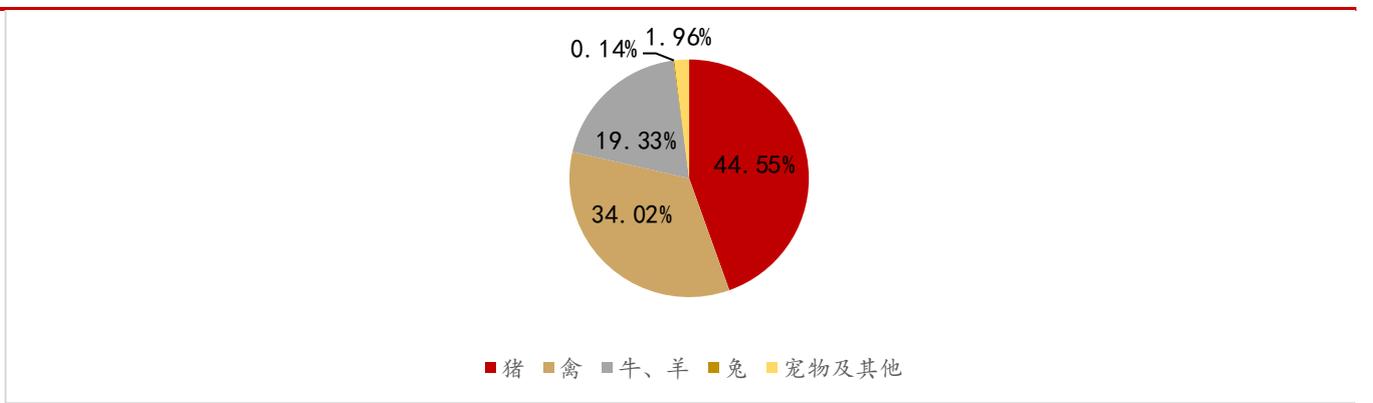
图 11 2013-2018 年，我国兽药生物制品销售规模



资料来源：中国兽药协会，华西证券研究所

按适用动物分类，猪、禽用生物制品是我国兽用生物制品的主要组成部分。我国的兽用生物制品尤其是兽用疫苗主要应用于经济动物，如猪、鸡、牛、羊等，在其他非经济动物中应用较少。根据中国兽药协会数据，2018 年，猪、禽、牛羊生物制品销售额分别为 59.21/45.22/25.70 亿元，占生物制品销售总额的比重分别为 44.55%/34.02%/19.33%，兔、宠物及其他生物制品销售额分别为 0.18/2.61 亿元，占比较少。猪、禽用生物制品合计销售额 104.43 亿元，占我国兽用生物制品销售总额的 78.57%。

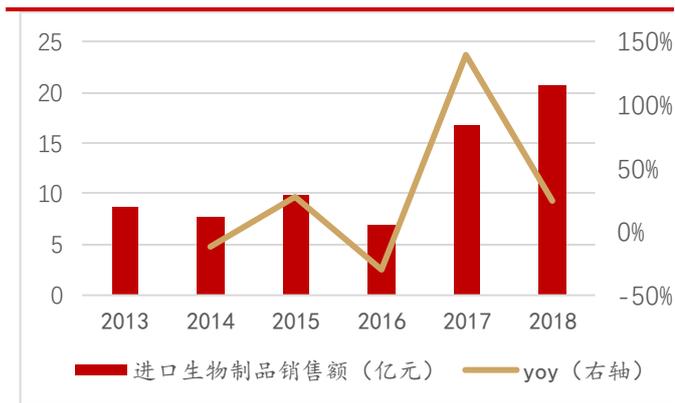
图 12 2018 年，猪、禽用生物制品是我国兽用生物制品的主要组成部分



资料来源：中国兽药协会，华西证券研究所

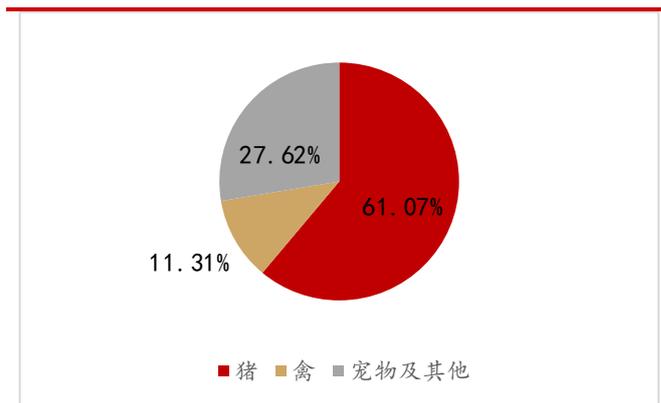
我国兽用生物制品进口占比 10%左右，以猪用生物制品为主。我国兽用生物制品进出口规模都不大，根据中国兽药协会数据，2013-2018 年，我国进口生物制品销售额从 8.8 亿元增长至 20.78 亿元，CAGR+18.75%。分品类来看，我国进口猪用疫苗销售占比 61.07%，进口禽用疫苗销售占比 11.31%，合计占比 72.38%。

图 13 2013-2018 年，我国进口兽用生物制品销售额



资料来源：中国兽药协会，华西证券研究所

图 14 2018 年，我国进口兽药生物制品粉品类情况



资料来源：中国兽药协会，华西证券研究所

2019 年，受下游生猪产能去化幅度较大影响，拖累猪用生物制品销售额有所承压。但在养殖高盈利刺激下，一方面，行业补栏积极性大幅提升，带动行业生猪产能快速恢复；另一方面，在市场上暂无非洲猪瘟疫苗的背景下，养殖门槛提升，大型养殖集团和规模养殖户成为行业产能恢复的主力军，促进疫苗渗透率快速提升，拉动生物制品行业扩容。

## 2.2. 生猪产能逐步恢复 & 集中度提升，带动行业景气度上行

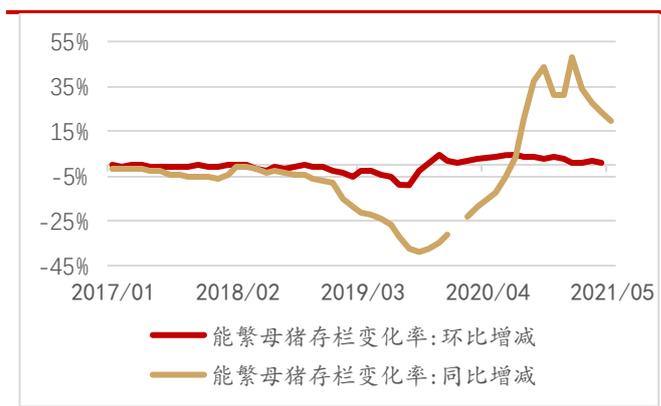
**非洲猪瘟加速生猪产能去化。**自 2018 年 10 月辽宁通辽爆发第一起非洲猪瘟疫情以来，非洲猪瘟便以极快的速度从北向南传播，迅速席卷全国，并以其高传染性、高致死性的特征对全国生猪养殖产业造成重创，全国生猪产能去化幅度远超历史最高点，根据农业农村部数据，2019 年 10 月，全国生猪存栏同比一度下滑 41.40%，2019 年 9 月，全国能繁母猪存栏一度同比下滑 38.90%。

图 15 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 16 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

**生猪供需矛盾支撑猪价维持高位。**猪肉是我国第一大肉类消费品类，占全国肉类消费总量的比重在 60%以上，其次是禽肉，占比约为 20%以上。近年来，我国生猪出栏量稳定在 7 亿头左右，猪肉产量稳定在 5400 万吨左右。受生猪供给大幅下滑影响，生猪供需矛盾持续扩大，支撑猪价维持高位。根据猪易通数据，2019 年，全国生猪均价达到 40.31 元/公斤的历史峰值，在市场上暂无有效疫苗的背景下，行业生猪产能恢复进程偏慢，生猪价格维持在历史较高水平。

图 17 1997-2020 年，我国生猪出栏量情况



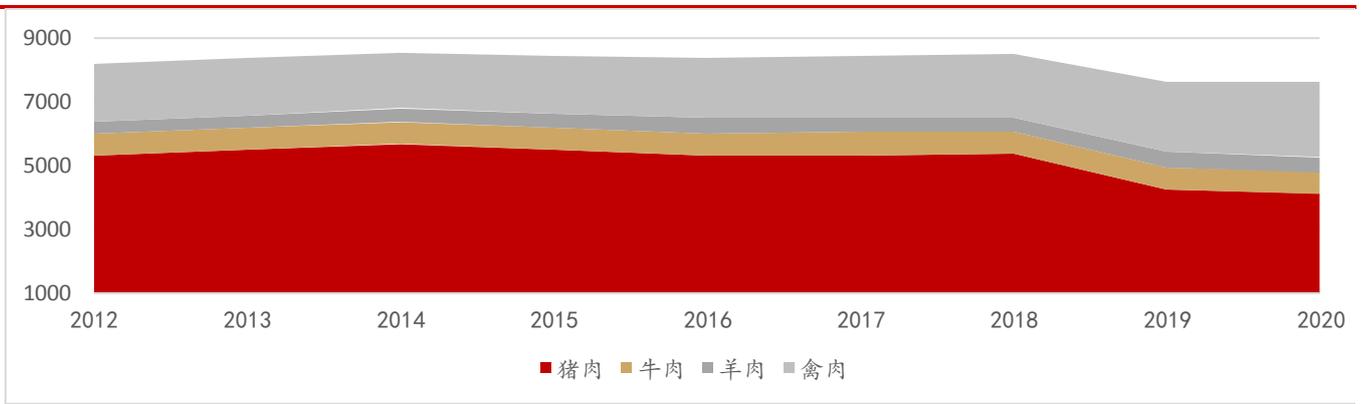
资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图 18 近年来，我国猪肉产量稳定在 5400 万吨左右



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图 19 2012-2020 年，猪肉消费量占我国肉类消费总量的占比情况 (万吨)



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

**养殖高盈利实难持续，生猪产能稳步恢复。**当猪价处于上行周期时，猪价是影响生猪养殖利润的核心因素，在高猪价影响下，生猪养殖利润也创下历史最高水平。根据 Wind 数据，自繁自养生猪/外购仔猪头均利润一度分别达到 3079.73/2781.06 元的历史峰值。此后，伴随生猪产能的触底反弹，生猪供需矛盾有所缓解，生猪养殖利润有所下滑，但仍处于历史最高水平。养殖集团和规模养殖户补栏积极性大幅提升，对生猪养殖重视程度的加大使得非洲猪瘟疫情的边际影响逐步减弱，行业生猪产能恢复进程呈现稳步恢复的趋势。根据农业农村部数据，截至 2021 年一季度末，全国生猪存栏 4.16 亿头，占正常年份的 96.01%，产能恢复速度非常快。

图 20 2012-2021 年，自繁自养生猪利润变化情况



资料来源：农业农村部，华西证券研究所

图 21 2012-2021 年，外购仔猪养殖利润变化情况



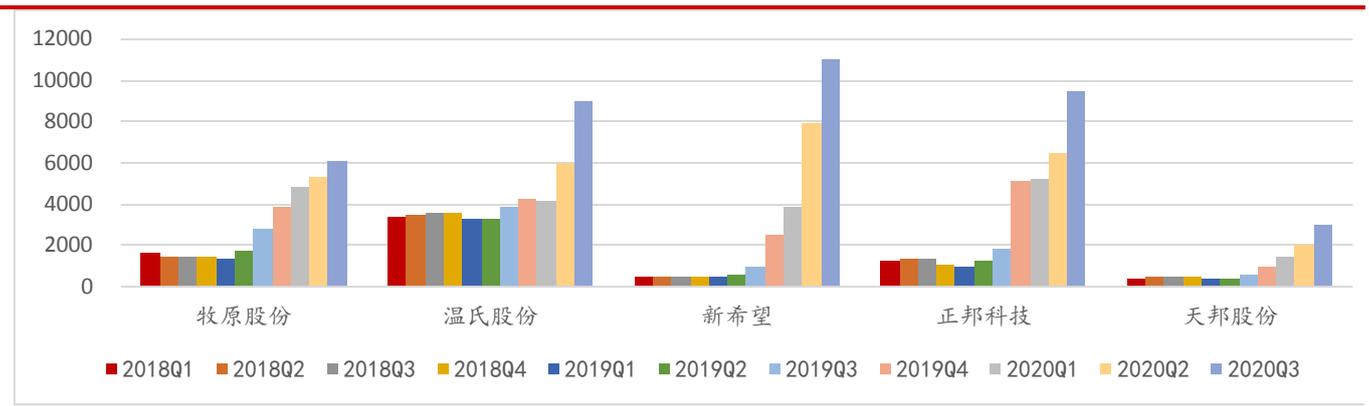
资料来源：农业农村部，华西证券研究所

**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，散养户生物安全防护意识、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，其在生物安全防护水平、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，主要生猪养殖企业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%。2021Q1，CR3/CR10 继续提升至 7.23%/10.56%。

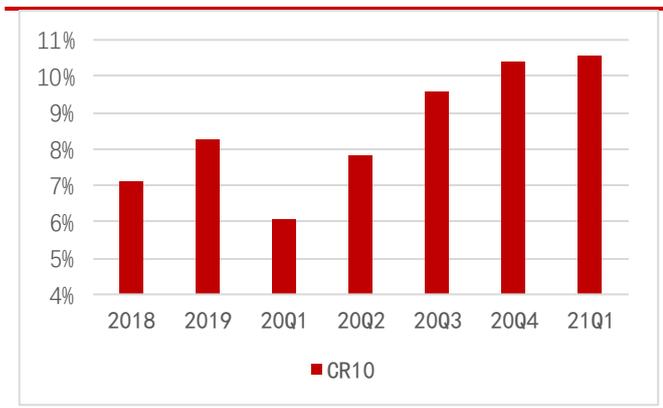
规模养殖户更加注重疾病预防，头均医疗防疫费显著高于散养户，将推动行业扩容。根据全国农产品成本收益汇编数据，2018 年，规模生猪养殖头均医疗防疫费为 20.21 元，而散养生猪养殖头均医疗防疫费仅为 15.75 元，同时期，牧原头均药品及疫苗费用高达 106.42 元。

图 22 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）



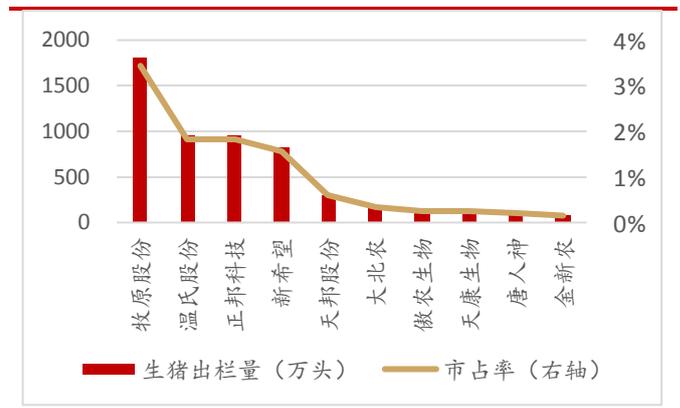
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 23 2018-2021Q1，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 24 2020 年，我国主要生猪养殖企业出栏情况



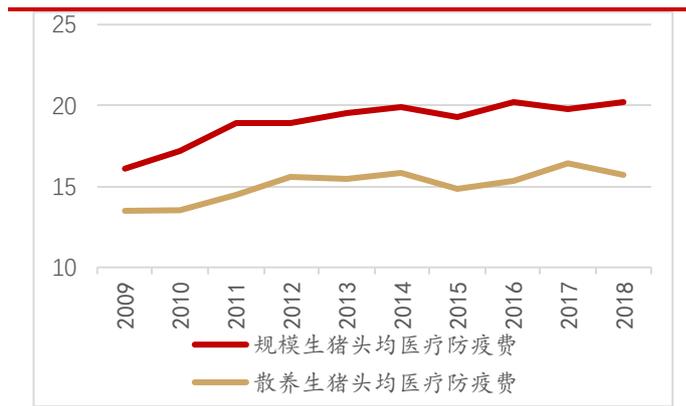
资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 25 2009-21 年，生猪/仔猪价格走势（元/公斤）



资料来源：农业农村部，华西证券研究所

图 26 2009-18 年，规模/散养户头均医疗防疫费（元）



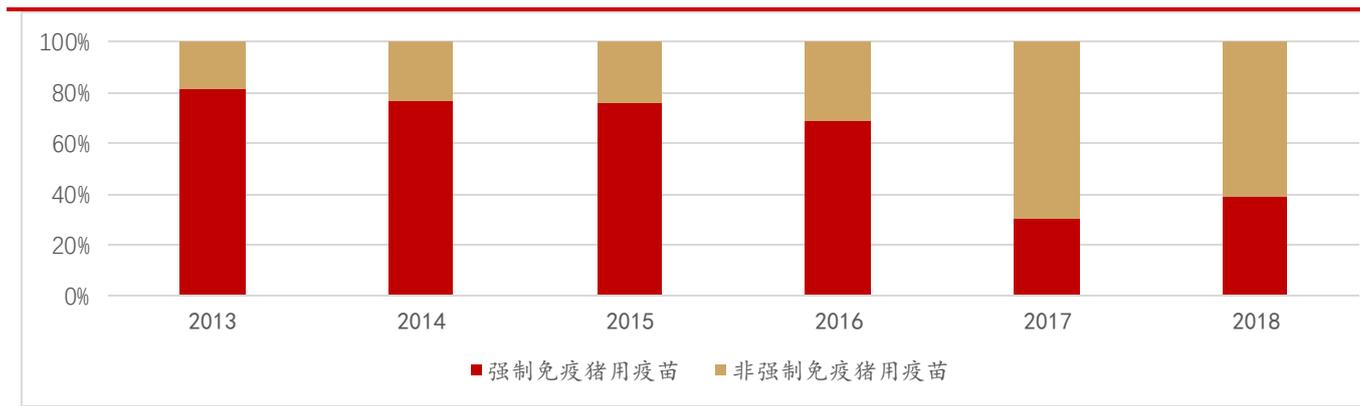
资料来源：农业农村部，华西证券研究所

### 2.3. 强疫苗市场持续萎缩，非强疫苗空间广阔

目前，我国兽用生物制品按针对的疫病是否属于国家强制免疫，可以分为国家强制免疫兽用生物制品和非国家强制免疫兽用生物制品两大类。国家强制免疫兽用生物制品是国家对严重危害养殖业生产和人体健康的动物疫病实施强制免疫所使用的疫苗产品，农业农村部每年会根据动物疫病传播情况颁布《动物疫病强制免疫计划》，确定需要强制免疫的病种，并由省级兽医主管部门通过政府采购供应。非强制免疫兽用生物制品是指除了政府采购外，以直销或经销等市场途径销售的兽用生物制品，包括市场苗、诊断试剂、血清、卵黄抗体等。具有相关资质，取得相应产品生产批准文号的企业均可生产非强制免疫生物制品。

**非强制免疫兽用生物制品市场（市场苗）增速显著快于国家强制免疫兽用生物制品（政采苗）。**根据中国兽药协会数据，2013-2018 年，我国强制免疫兽用生物制品市占率从 60.60%一直下滑至 41.97%，而国家非强制免疫生物制品市占率则从 39.40%上升至 58.03%。背后的主要原因在于，1) 政采苗质量参差不齐，大企业倾向于使用市场苗。政采苗竞争压力大，价格低，企业为了中标不断压缩生产成本，导致产品质量参差不齐，效果弱于市场苗，大企业为确保生猪养殖的存活率，对疫苗品质要求较高，更倾向于使用效果更好、更稳定的市场苗。2) 政策放开推动市场苗份额不断扩大。2012 年 5 月农业农村部发布《国家中长期动物疫病防治规划（2012-2020）》，明确提出“完善强制免疫政策和疫苗招标采购制度，明确免疫责任主体，逐步建立强制免疫退出机制”，这一政策出台后，农业农村部指定的疫苗生产企业可以将强制免疫疫苗直接销售给符合条件的养殖场。2019 年 12 月，农业农村部再次发布《兽用生物制品经营管理办法（修订草案征求意见稿）》，首次将国家强制免疫生物制品的销售渠道向经销商开放。政府政策的不断松绑成为推动市场苗份额不断提升的重要推动力。

图 27 2013-2018 年，国家强免疫苗和非强免疫苗市场份额对比



资料来源：中国兽药协会，华西证券研究所

我们认为，市场苗是大势所趋，市场空间广阔。1) 市场苗品质好于政采苗，大企业为保证生猪养殖存活率，降低养殖成本，更倾向于使用市场苗，成为市场苗规模不断扩张的核心驱动力。2) 非洲猪瘟疫情背景下，生猪养殖门槛进一步抬升，大型养殖集团和规模养殖户成为此轮生猪产能恢复的主力军，带动市场苗规模不断扩张。3) 政策倾向于鼓励市场苗。2016 年 7 月 21 日，农业部联合财政部发布公告称，猪瘟与高致病性蓝耳病暂不实施强制免疫政策，有条件的养殖场可先打后补，逐步实现养殖场自主采购、财政直补。此政策的推行有利于进一步打开市场苗空间，促进行业优胜劣汰。

## 2.4. 非瘟疫苗进展顺利，商业化有望推动行业扩容

目前，非洲猪瘟疫苗研发进展顺利，行业研发进展具体如下：

1) 完成候选的疫苗实验室研究及中间试制：2018 年 10 至 11 月，分离获得我国流行非洲猪瘟病毒株，完成了全基因组序列测定和分析，建立了感染发病模型；2018 年 11 月至 2019 年 5 月，以我国流行毒株为基础，经系统安全性和有效性研究，筛选出 1 株安全有效的弱毒疫苗 HLJ/18-7GD 株；2019 年 6 月至 2020 年 2 月，初步完成了疫苗实验室产品质量研究、大规模生产工艺研究及中间试制、生物安全评价中间试验。

2) 安全评价完成环境释放和第一阶段临床实验：2020 年 3 月 24 日始，先后在黑龙江、河南和新疆的 4 个独立猪场开展生物安全评价环境释放试验和第一阶段临床试验，包括育肥猪 3077 头、能繁母猪 28 头和家杂野猪 25 头。

3) 完成安全评价生产性试验和第二阶段临床实验：2020 年 10 月 3 日起，先后在黑龙江、河北和湖北 5 个试验猪场开展安全评价生产性试验和第二阶段临床实验，育肥猪 11410 头、母猪 201 头。黑龙江肇州、湖北武昌、河北巨鹿和黑龙江双城四个基地育肥猪试验已顺利完成，有关样品检测、数据分析、总结报告等有序推进中。母猪安全评价生产性试验已完成第一胎，第二胎试验有序进行之中。

我们认为，我国非瘟疫苗研发进展顺利，虽然距离真正的商业化尚需时日，但未来一旦实现商业化有望为行业扩容。由于非洲猪瘟对生猪养殖行业造成了重大损失，预计其成功商业化后将实行 100%强制免疫。假设：1) 非瘟疫苗由统一招采转向市场采购，招采价格由于政府补贴，价格为 3 元/头份，市场采购 6 元/头份；2) 按照正常年份平均水平，我国生猪出栏 6.75 亿头，能繁母猪存栏 4300 万头；3) 非瘟疫苗每头生猪免疫 2 次，母猪免疫 3 次。据此推算，统一招采阶段，我国非洲猪瘟疫苗市

场空间将达到 44.37 亿元，后续转向市场化采购之后，非洲猪瘟疫苗市场空间将达到 88.74 亿元，极大推动行业扩容。

表 1 招采情况下，非瘟疫苗市场空间测算

	免疫头数 (万头)	免疫次数 (次)	单价 (元/头份)	市场规模 (亿元)
生猪	67500	2	3	40.50
能繁母猪	4300	3	3	3.87
合计	71800	-	-	44.37

资料来源：华西证券研究所

表 2 市场化采购情况下，非瘟疫苗市场空间测算

	免疫头数 (万头)	免疫次数 (次)	单价 (元/头份)	市场规模 (亿元)
生猪	67500	2	6	81.00
能繁母猪	4300	3	6	7.74
合计	71800	-	-	88.74

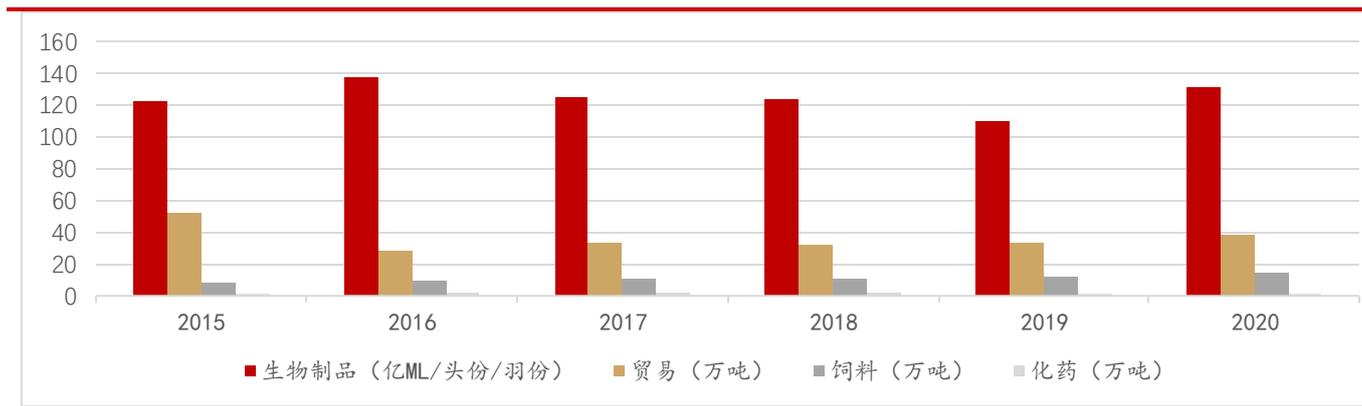
资料来源：华西证券研究所

### 3. 产品布局完善，后周期弹性十足

#### 3.1. 产品矩阵不断完善，后周期有望持续发力

动保板块景气度和下游畜禽养殖密切相关。动保板块处于畜禽养殖上游，当猪价处于低位时，表明生猪 & 禽存栏量处于高位，此时，动保板块往往处于高景气状态；当猪价处于高位时，表明生猪 & 禽存栏量处于低位，此时，动保板块往往处于景气下行状态。也就是说，动保板块景气度和畜禽行业景气度大致存在相反的关系。2020 年，受生猪存栏逐步恢复影响，公司生物制品销售量达到 1311626.37 万头份/万羽份、化药销售量达到 1.14 万吨、饲料销量达到 14.41 万吨，同比分别增长 19.93%/-8.97%/20.39%。

图 28 2015-2020 年，公司主要产品产销量情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

与此同时，公司作为国内动保龙头，经过多年的布局，产品链条不断丰富完善，现已全面覆盖生物制品、兽用化药、饲料等主要动保子板块，可以相互之间形成较好的协同效应，互为补充，也便于向客户提供系统化解解决方案，巩固行业地位。具体来看：

**生物制品方面**，公司生物制品全面覆盖猪用疫苗、禽用疫苗、牛羊用疫苗以及宠物疫苗，主打产品包括欧倍佳—猪口蹄疫 0 型、A 型二价灭活疫苗（0/MYA98/BY/2010 株+0/PanAsia/TZ/2011 株+Re-、猪口蹄疫 0 型灭活疫苗（0/Mya98/XJ/2010 株+0/GX/09-7 株）、猪口蹄疫 0 型合成肽疫苗（多肽 98+93）、口蹄疫 0 型灭活疫苗（0S 株）、重组禽流感病毒灭活疫苗（H5N1 亚型，Re-5 株）等；

**兽用化药方面**，公司兽用化药产品包括制剂、原料药、饲料添加剂和消毒剂等，全面覆盖猪、禽、牛用制剂，主打产品包括泰妙菌素、泰万菌素原料药、氟苯尼考原料药、牧乐星、氟欣泰等；

**饲料方面**，公司饲料产品以复合维生素和复合预混料为主，复合维生素和复合预混料“华罗”品牌在行业内具有一定的知名度。

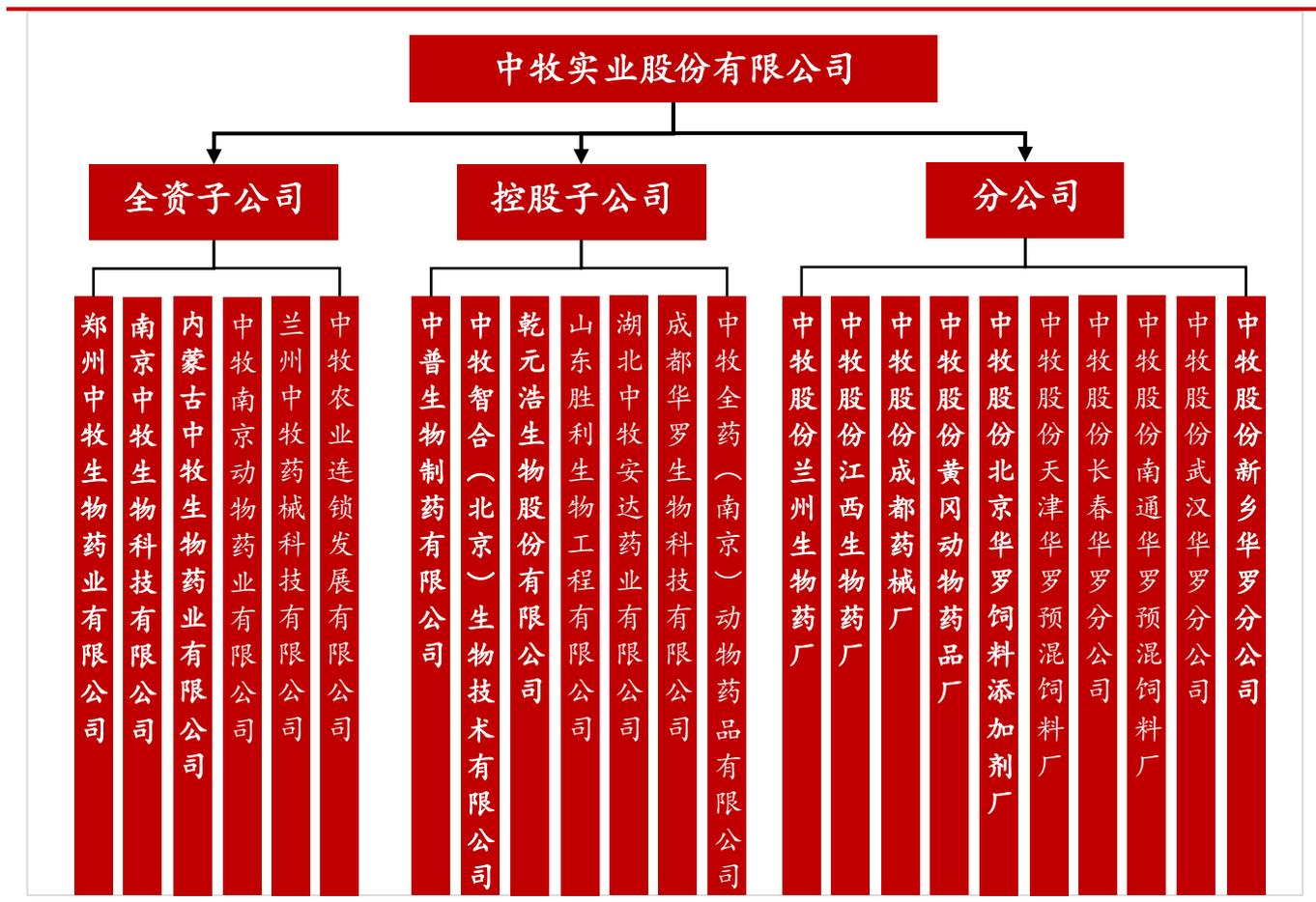
2020 年，公司实现营业收入 49.99 亿元，其中，生物制品/兽药/饲料业务分别实现收入 14.33/10.14/11.17 亿元，收入占比分别为 28.66%/20.28%/22.34%；实现毛利 13.11 亿元，生物制品/兽药/饲料业务分别实现毛利 7.54/2.72/2.07 亿元，毛利占比分别为 57.57%/20.71%/15.78%。整体来看，公司动保各子板块发展趋于均衡，为公司业绩稳健增长打下了良好的基础。

表 3 公司各子板块主要产品概况

主要产品	
生物制品	<p>猪用疫苗：欧倍佳—猪口蹄疫 0 型、A 型二价灭活疫苗；欧标佳—口蹄疫 0 型、A 型二价 3B 蛋白表位缺失灭活疫苗；猪口蹄疫 0 型灭活疫苗；猪口蹄疫 0 型合成肽疫苗；圆梦—猪圆环病毒 2 型灭活疫苗；猪伪狂犬病耐热保护剂活疫苗；腹康—猪传染性胃肠炎、猪流行性腹泻二联活疫苗；肺祥—猪支原体肺炎灭活疫苗；猪瘟、猪丹毒、猪多杀性巴氏杆菌病三联活疫苗；圆满—猪圆环病毒 2 型活疫苗；威联—高致病性猪繁殖与呼吸综合征、猪瘟二联活疫苗；蓝洁—猪繁殖与呼吸综合征活疫苗</p> <p>牛羊用疫苗：欧标佳—口蹄疫 0 型、A 型二价 3B 蛋白表位缺失灭活疫苗；口蹄疫 0 型、A 型二价灭活疫苗；口蹄疫 0 型灭活疫苗（OS 株）；伪狂犬病灭活疫苗（闽 A 株）</p> <p>宠物用疫苗：贝倍旺—狂犬病灭活疫苗（PV/BHK-21 株）；犬瘟热、犬副流感、犬腺病毒与犬细小病毒病四联活疫苗</p> <p>诊断试剂：非洲猪瘟病毒荧光 PCR 快速检测试剂盒；猪口蹄疫病毒 0 型 VP1 合成肽 ELISA 抗体检测试剂盒；提纯牛型结核菌素</p> <p>其他动物用疫苗：兔病毒性出血症、多杀性巴氏杆菌病二联灭活疫苗</p>
兽用化药	<p>制剂：头孢喹肟乳房注入剂（干奶期）、牧乐星、氟欣泰、优复欣、牧乐兴、牧乐勇、氟尔康、牧乐磺、优普康、牧乐净、万牧欣、安倍肠康</p> <p>原料药：替米考星、泰万菌素、喹烯酮、痢菌净、氟苯尼考、二甲硝咪唑</p> <p>饲料添加剂：喹烯酮预混剂颗粒、黄霉素预混剂颗粒</p> <p>消毒剂：克臻灭、牧乐醛</p>
饲料	<p>华罗多维、华罗酶维宝、华罗牧乐维、华罗牧乐康</p>

资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 29 公司参控股子公司示意图



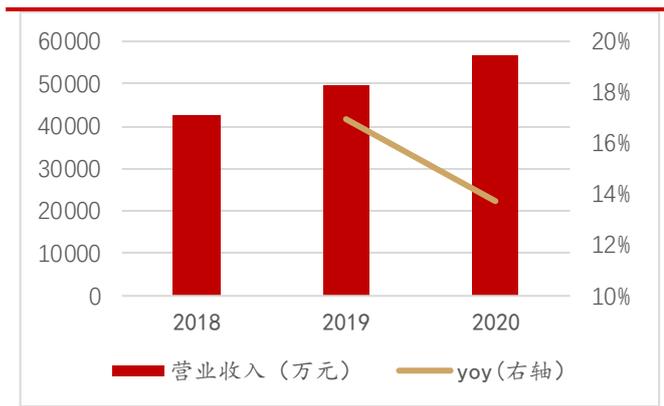
资料来源：公司官网，华西证券研究所

### 3.2. 拟分拆乾元浩上市，助力生物制品板块高增

2021年4月7号，公司发布《关于分拆所属子公司乾元浩生物股份有限公司至科创板上市的预案（修订稿）》。公司作为乾元浩第一大股东，持有乾元浩27.21%股份，并受持有乾元浩25.44%股份的第二大股东中国农发集团的表决权委托，表决权比例合计为52.65%。本次发行完成之后，公司对乾元浩仍拥有控制权。2018-2020年，乾元浩分别实现净利润359.95/3415.10/7421.00万元。

乾元浩专注于禽用生物制品业务，聚焦禽流感、马立克氏病等疫苗产品，并在禽用生物制品细分市场位于市场前列，是农业部指定生产高致病性禽流感等重大动物疫病疫苗的生产企业，在国家防控禽流感、鸡马立克氏病、口蹄疫等重大动物疫病过程中做出突出贡献。我们认为，乾元浩分拆上市对公司发展具有一定的推动作用，一方面，动物疫苗行业属于高科技行业，也是资本密集型行业，本次分拆上市将为乾元浩提供独立的资金募集平台，拓宽直接融资渠道，增强融资灵活性，为乾元浩持续推动研发创新、提升疫苗产品品质和技术装备水平提供资金保障，促进禽用疫苗主业做大做强，实现高质量发展；另一方面，独立上市有利于乾元浩进一步完善治理结构，激发乾元浩内生动力，充分调动技术和管理人员的积极性和创造性，提升管理水平。

图 30 2018-2020 年，乾元浩收入及其增速情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 31 2018-2020 年，乾元浩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

### 3.3. 携手疯狂小狗，进军宠物市场大有可为

**宠物市场处于高速成长期。**根据《中国宠物行业白皮书》数据，2010-2020 年，我国城镇养宠消费市场规模从 140 亿元迅速增长至 2065 亿元，CAGR+30.88%，市场增速非常快。具体消费结构方面，2020 年，主粮占比最高，达到 35.9%，其次是零食，占比达到 17.8%，药品和诊疗占比分别为 9.6%和 16.2%，增速较快。

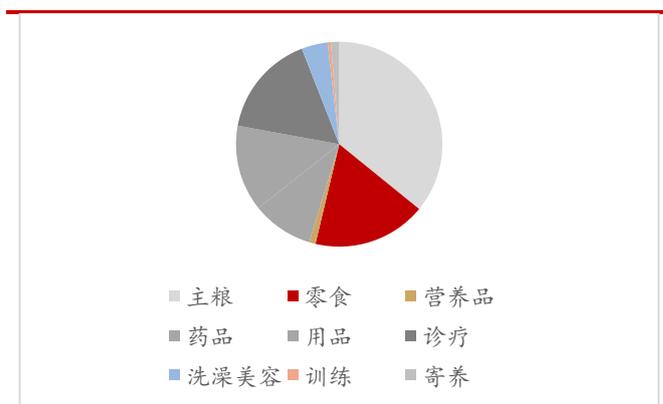
2019 年 7 月 3 号，公司发布《关于与江苏疯狂小狗宠物用品有限公司签订战略合作框架协议的公告》。疯狂小狗公司主营宠物食品、宠物保健品、宠物日常用品的生产销售及在线服务，产品以宠物主粮为主，2016 年~2018 年，疯狂小狗公司销售额分别为 1.1 亿元、3.2 亿元、6 亿元。公司通过与疯狂小狗公司的合作，可发挥对方在宠物服务、市场营销、电商运营、供应链管理方面的优势，助力公司推进产品创新、商业模式创新。同时，疯狂小狗公司可利用合作机会进一步夯实产品研发和生产基础。我们认为，宠物市场空间广阔，公司进军宠物市场有望为公司培养出新的利润增长点。

图 32 2010-2020 年，城镇养宠消费市场规模情况



资料来源：中国宠物行业白皮书，华西证券研究所

图 33 2020 年，宠物消费市场结构



资料来源：中国宠物行业白皮书，华西证券研究所

## 4. 盈利预测

公司主要业务包括生物制品、兽药、饲料、贸易四大板块，假设中的部分将分别针对上述板块展开讨论：

**生物制品：**下游生猪供给逐步恢复 & 集中度持续提升，带动生物制品行业景气度上行。公司作为国内生物制品龙头，有望充分受益。我们预计，2021-2023 年，公司生物制品收入增速分别为 25.00%/20.00%/20.00%，毛利率维持在相对较高水平，分别为 50.00%/50.00%/50.00%。

**兽药：**饲料禁抗政策推行之后，公司加大替抗产品的研发力度，蓄力突破，一般情况下，养殖户对抗生素具有一定的依赖，饲料禁抗政策推行后会专项其他替代产品，带动公司兽药需求向好。我们预计，2021-2023 年，公司兽药收入增速分别为 20.00%/20.00%/20.00%，毛利率分别为 30.00%/30.00%/30.00%。

**饲料：**在前期养殖高盈利的刺激下，下游生猪产能逐步恢复，随着这部分产能向生猪存栏的传导，饲料行业需要有望持续向好。我们预计，2021-2023 年，公司饲料业务收入增速分别为 20.00%/20.00%/20.00%；同时，考虑到玉米等原材料价格持续上行，公司毛利率可能稳中有降，我们预计，2021-2023 年，公司毛利率分别为 23.00%/22.00%/20.00%。

**贸易：**公司贸易业务有望保持稳健发展节奏，我们预计，2021-2023 年，公司贸易业务收入增速分别为 5.00%/5.00%/5.00%，毛利率分别为 3.50%/3.50%/3.50%。

**其他：**我们预计，2021-2023 年，公司其他业务收入增速分别为 10.00%/10.00%/10.00%，毛利率分别为 50.00%/50.00%/50.00%。

表 4 中牧股份主要业务经营预测 (单位: 百万元)

业务	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>生物制品</b>					
收入	1139.59	1432.58	1790.73	2148.87	2578.64
成本	535.95	678.04	895.36	1074.44	1289.32
毛利	603.64	754.54	895.36	1074.44	1289.32
毛利率	52.97%	52.67%	50.00%	50.00%	50.00%
<b>兽药</b>					
收入	811.09	1013.59	1216.31	1459.57	1751.48
成本	562.82	742.05	851.42	1021.70	1226.04
毛利	248.27	271.54	364.89	437.87	525.45
毛利率	30.61%	26.79%	30.00%	30.00%	30.00%
<b>饲料</b>					
收入	946.31	1116.74	1340.09	1608.11	1929.73
成本	727.43	909.92	1031.87	1254.32	1543.78
毛利	218.88	206.82	308.22	353.78	385.95
毛利率	23.13%	18.52%	23.00%	22.00%	20.00%
<b>贸易</b>					
收入	1191.24	1413.15	1483.81	1558.00	1635.90
成本	1147.52	1354.36	1431.87	1503.47	1578.64
毛利	43.72	58.79	51.93	54.53	57.26
毛利率	3.67%	4.16%	3.50%	3.50%	3.50%
<b>其他业务</b>					
收入	29.49	22.61	24.87	27.36	30.09
成本	13.88	3.33	12.44	13.68	15.05
毛利	15.61	19.28	12.44	13.68	15.05
毛利率	52.92%	85.26%	50.00%	50.00%	50.00%
<b>费用率</b>					
销售费率	8.7%	9.6%	9.5%	9.4%	销售费率
管理费率	6.3%	6.7%	6.7%	6.6%	管理费率
财务费率	0.4%	0.1%	0.0%	0.0%	财务费率

资料来源: Wind, 华西证券研究所

考虑到下游生猪产能快速恢复, 带动动保行业景气度加速上行, 我们上调对公司 2021-2022 年营业收入至 58.56/68.02 亿元 (前值分别为 55.62/64.73 亿元), 上调归母净利润至 5.70/7.17 (前值分别为 5.15/6.00 亿元), 并新增预计, 2023 年, 公

司营业收入为 79.26 亿元、归母净利润为 8.76 亿元。综上，我们预计，2021-2023 年，公司 EPS 分别为 0.56/0.71/0.86 元，当前股价对应 PE 分别为 21/17/14X，考虑到行业景气度高企，公司作为行业龙头，业绩增长确定性强，上调至“买入”评级。

表 5 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			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
600201.SH	生物股份	17.54	0.36	0.58	0.85	1.06	48.72	30.24	20.64	16.55
688526.SH	科前生物	35.26	0.96	1.38	1.75	2.05	36.73	25.55	20.15	17.20
300119.SZ	瑞普生物	34.42	0.98	1.31	1.62	2.05	35.12	26.27	21.25	16.79
603566.SH	普莱柯	23.61	0.71	0.95	1.22	1.52	33.25	24.85	19.35	15.53
300871.SZ	回盛生物	39.33	1.36	1.47	2.31	3.55	28.92	26.76	17.03	11.08
002688.SZ	金河生物	7.14	0.18	0.39	0.54	0.65	39.67	18.31	13.22	10.98
平均							37.07	25.33	18.61	14.69

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 6 月 25 日收盘价

## 5. 风险提示

**生猪产能恢复进程不及预期。**养殖后周期板块和下游生猪存栏紧密联系，如果生猪养殖行业受到非洲猪瘟疫情的持续侵扰，生猪产能恢复进程不及预期，可能会影响公司的利润释放速度。

**产品销售不及预期。**产品是动物疫苗板块盈利能力的重要影响因素，如果公司产品推广受到市场等因素的扰动导致销量不及预期，可能会影响公司的盈利能力。

**政策扰动。**公司相关产品销售与行业政策息息相关，政策扰动可能会对公司产品的销售产生影响，从而影响公司的业绩表现。

## 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	4,999	5,856	6,802	7,926	净利润	473	640	807	985
YoY (%)	21.4%	17.1%	16.2%	16.5%	折旧和摊销	192	391	282	305
营业成本	3,688	4,223	4,868	5,653	营运资金变动	325	-228	-80	-63
营业税金及附加	31	38	44	51	经营活动现金流	666	496	632	770
销售费用	435	564	644	744	资本开支	-531	-1,172	-916	-972
管理费用	316	389	453	523	投资	183	0	0	0
财务费用	19	5	2	2	投资活动现金流	-495	-848	-526	-503
资产减值损失	-35	-25	-28	-29	股权募资	228	0	0	0
投资收益	360	325	390	469	债务募资	130	-90	0	0
营业利润	673	738	929	1,132	筹资活动现金流	175	-95	-2	-2
营业外收支	-137	0	0	0	现金净流量	334	-447	104	265
利润总额	536	738	929	1,132					
所得税	63	98	122	147	<b>主要财务指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
净利润	473	640	807	985	<b>成长能力</b>				
归属于母公司净利润	420	570	717	876	营业收入增长率	21.4%	17.1%	16.2%	16.5%
YoY (%)	64.5%	35.6%	25.6%	22.2%	净利润增长率	64.5%	35.6%	25.6%	22.2%
每股收益	0.41	0.56	0.71	0.86	<b>盈利能力</b>				
					毛利率	26.2%	27.9%	28.4%	28.7%
					净利率	9.5%	10.9%	11.9%	12.4%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	总资产收益率 ROA	6.2%	7.5%	8.2%	8.7%
货币资金	1,048	602	706	971	净资产收益率 ROE	9.4%	11.1%	12.0%	12.5%
预付款项	69	109	117	134	<b>偿债能力</b>				
存货	708	976	1,103	1,257	流动比率	<b>2.30</b>	<b>2.10</b>	<b>2.08</b>	<b>2.13</b>
其他流动资产	918	1,031	1,161	1,290	速动比率	1.65	1.26	1.26	1.32
流动资产合计	2,744	2,717	3,087	3,652	现金比率	0.88	0.46	0.48	0.57
长期股权投资	801	801	801	801	资产负债率	20.6%	19.7%	19.4%	19.1%
固定资产	1,619	2,071	2,459	2,911	<b>经营效率</b>				
无形资产	671	812	912	1,017	总资产周转率	0.74	0.77	0.78	0.79
非流动资产合计	4,022	4,880	5,618	6,412	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	6,766	7,598	8,704	10,065	每股收益	0.41	0.56	0.71	0.86
短期借款	90	0	0	0	每股净资产	4.41	5.06	5.88	6.88
应付账款及票据	270	316	360	419	每股经营现金流	0.66	0.49	0.62	0.76
其他流动负债	832	979	1,121	1,299	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1,193	1,296	1,481	1,718	<b>估值分析</b>				
长期借款	66	66	66	66	PE	28.77	21.21	16.88	13.81
其他长期负债	137	137	137	137	PB	2.90	2.35	2.03	1.73
非流动负债合计	204	204	204	204					
负债合计	1,396	1,499	1,685	1,922					
股本	1,016	1,016	1,016	1,016					
少数股东权益	887	957	1,047	1,156					
股东权益合计	5,369	6,099	7,020	8,143					
负债和股东权益合计	6,766	7,598	8,704	10,065					

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。