

增持 (维持)

中牧股份 (600195)

公司深度：行业品种共振，动保巨鳄起航

2016 年 09 月 06 日

市场数据

报告日期	2016-09-06
收盘价(元)	21.80
总股本(百万股)	429.80
流通股本(百万股)	429.80
总市值(百万元)	9369.64
流通市值(百万元)	9369.64
净资产(百万元)	3173.95
总资产(百万元)	5823.67
每股净资产	7.38

主要财务指标

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	4234	3730	4080	4783
同比增长	4.9%	-11.9%	9.4%	17.2%
净利润(百万元)	276	270	338	510
同比增长	-4.9%	-1.9%	25.1%	50.9%
毛利率	25.9%	32.1%	33.0%	35.6%
净利率	6.5%	7.3%	8.3%	10.7%
净资产收益率(%)	9.1%	8.4%	9.7%	13.1%
每股收益(元)	0.64	0.63	0.79	1.19
每股经营现金流(元)	1.23	1.02	1.10	1.51

投资要点

- **优势突出、重视研发的动保龙头。**中牧股份作为动保行业唯一一家央企上市公司，其在招采苗市场地位稳固。兰州厂和保山厂口蹄疫悬浮培养生产线陆续投产解决了产能瓶颈。公司向来重视研发，保障了公司长期竞争力。
- **疫苗市场容量远未见顶，洪灾或催化疫苗行情。**疫苗行业已经进入洗牌期，优质的企业将获得更多的市场份额。同时，生猪存栏预计回升也将带动疫苗市场整体扩容。养殖规模化进程和养殖户防疫意识增强将推动疫苗渗透率继续提升，目前动保市场空间远未见顶。今年多地爆发暴雨洪水灾害，疫情风险加剧，或催生相关疫苗销售热潮。
- **公司疫苗产品线丰富，重磅产品接连上市。**蓝耳-猪瘟二联苗解决了养殖户防疫的痛点，降低了疫苗注射带来的应激反应，可取代招采苗成为亿元级重磅品种。公司口蹄疫市场苗在兰州厂和保山厂口蹄疫悬浮培养生产线相继投产后，品质和产能都上了一个新台阶，年内有望销售突破亿元。针对目前广泛流行的仔猪腹泻病的腹泻二联活疫苗市场前景同样广阔。
- **外延并购预期强烈，国企改革一触即发。**目前公司现金流充裕，不排除展开外延式并购可能。公司作为中农发旗下唯一疫苗兽药上市公司，未来母公司相关优质资产注入可能性颇高。
- **盈利预测与估值。**公司当前市值和估值水平均与其行业地位严重不符，价值亟待重估。我们预计公司 2016-18 年净利润为 2.70 亿、3.38 和 5.10 亿元。对应 EPS 为 0.63, 0.79 元和 1.19 元，对应 PE 为 34.6, 27.7 和 18.4 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**新疫苗上市进度不达预期，短期业绩波动风险。

相关报告

《市场苗又添新丁，动保龙头市场化转型加速》2016-09-06
《中牧股份中报点评：投资收益带动利润改善，市场苗弥补招采下降》2016-08-30
《中牧股份一季报点评：招采萎缩拖累业绩，口蹄疫量质同升欲起飞》2016-05-03

分析师：

陈娇

chenjiao86@xyzq.com.cn

S0190513070011

Tel: 0755-23826009

蒋卫华

jiangweihua@xyzq.com.cn

S0190514070003

Tel: 021-38565839

研究助理：

王玮

wangweiyjs@xyzq.com.cn

Tel: 021-38565846

毛一凡

maoyf@xyzq.com.cn



目 录

一、动保巨鳄再起航	- 4 -
1.1、多层次提供养殖服务，生物制品业务是核心	- 4 -
1.2、依托央企背景，招采低位稳固	- 5 -
1.3、新建产线投产，突破产能瓶颈	- 5 -
1.4、研发投入不遗余力	- 6 -
二、疫苗行业进入整合期，多因素推动行业扩容	- 7 -
2.1、产能扩张暂歇，行业加速整合	- 7 -
2.2、存栏见底回升，疫苗市场扩容	- 7 -
2.3、养殖规模化提升带动疫苗渗透率提升	- 8 -
2.4、疫情风险加大，催化疫苗行情	- 9 -
三、疫苗品种丰富，新品前景广阔	- 10 -
3.1、疫苗产品线丰富、涵盖面广	- 10 -
3.2、蓝耳-猪瘟二联苗重磅来袭	- 11 -
3.3、牛三价加速放量，口蹄疫市场苗年内破亿	- 12 -
3.4、切合市场需求，腹泻二联活疫苗应运而生	- 13 -
四、资金雄厚、政策导向，外延式发展迎契机	- 14 -
4.1、外延并购一触即发	- 14 -
4.2、农业国企改革风头正劲，优质资产注入预期强烈	- 15 -
五、公司低估严重，价值亟待重估	- 17 -
六、风险提示	- 18 -

图 1：15 年公司各业务收入比重	- 4 -
图 2：15 年公司各业务毛利比重	- 4 -
图 3：公司生物制品收入增速逐渐回升	- 4 -
图 4：公司生物制品业务毛利开始恢复	- 4 -
图 5：中牧招采苗中标量行业领先	- 5 -
图 6：中牧股份研发投入巨大	- 6 -
图 7：兽用生物制品企业数量开始回落	- 7 -
图 8：生猪养殖利润处于历史高点	- 8 -
图 9：能繁母猪存栏出现筑底现象	- 8 -
图 10：生猪养殖规模化程度不断提高	- 8 -
图 11：规模越大防疫费用越多	- 8 -
图 12：大型自然灾害发生后，疫病发生几率大幅增加	- 9 -
图 13：口蹄疫市场苗规模快速增长	- 13 -
图 14：中牧口蹄疫市场苗份额占比较小	- 13 -
图 15：公司产权与控制关系图	- 15 -
图 16：中国牧工商（集团）总公司旗下资产分布	- 16 -
图 17：动保上市公司 15 年兽用生物制品销售收入和毛利对比	- 17 -
图 18：公司市值低于同类上市公司	- 17 -
图 19：公司估值处于行业较低水平	- 17 -

表 1、公司生物制品生产基地及年产能情况	- 6 -
表 2、中牧股份疫苗产品线	- 10 -
表 3、蓝耳、猪瘟疫苗市场规模	- 12 -

表 4、公司蓝耳-猪瘟二联苗收入及利润预测.....	- 12 -
表 5、公司口蹄疫市场苗收入及利润预测.....	- 13 -
表 6、腹泻二联活疫苗市场空间预测.....	- 14 -
表 7、公司腹泻二联活疫苗收入及利润预测.....	- 14 -
表 8、15 年动保行业兼并收购情况.....	- 15 -
附表.....	- 19 -

报告正文

一、动保巨鳄再起航

1.1、多层次提供养殖服务，生物制品业务是核心

中牧股份是国内最大的动物疫苗生产企业之一，也是目前上市的动保公司中唯一一家央企。尽管动物生物制品业务收入仅占到公司总收入的三成，但毛利却贡献约三分之二。

图 1：15 年公司各业务收入比重

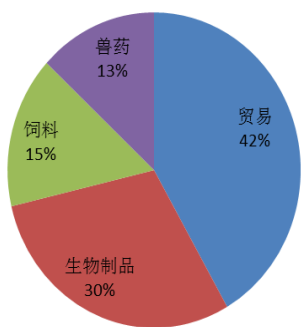
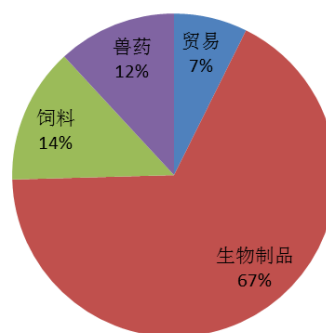


图 2：15 年公司各业务毛利比重

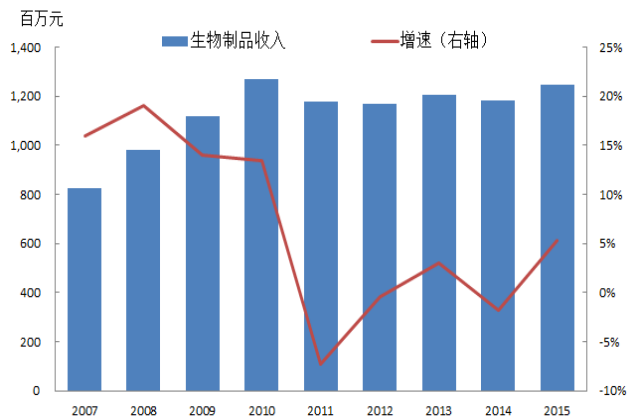


资料来源：公司公告,兴业证券研究所

资料来源：公司公告,兴业证券研究所

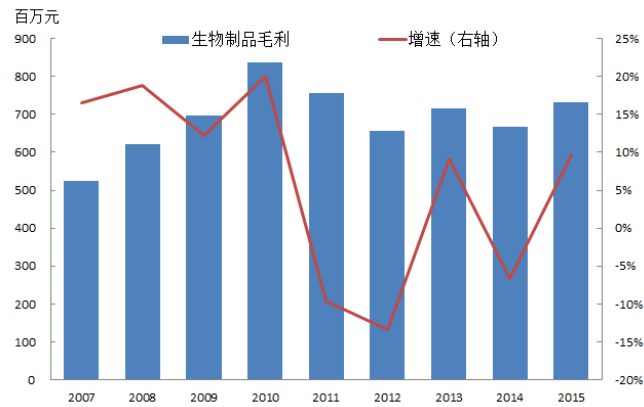
2010 年之前，在强制免疫等政策推动下，我国动物疫苗行业呈现爆发式增长，公司生物制品收入和毛利增速也保持在 20% 左右。但由于生物制品业务利润颇高，吸引了越来越多的厂家进入，导致行业竞争格局加剧。11 年起，公司生物制品业务收入和毛利增幅都出现大幅下滑。近年来，公司通过加大研发力度，提升自身产品竞争力，生物制品业务已经开始逐渐企稳。

图 3：公司生物制品收入增速逐渐回升



资料来源：公司公告,兴业证券研究所

图 4：公司生物制品业务毛利开始恢复

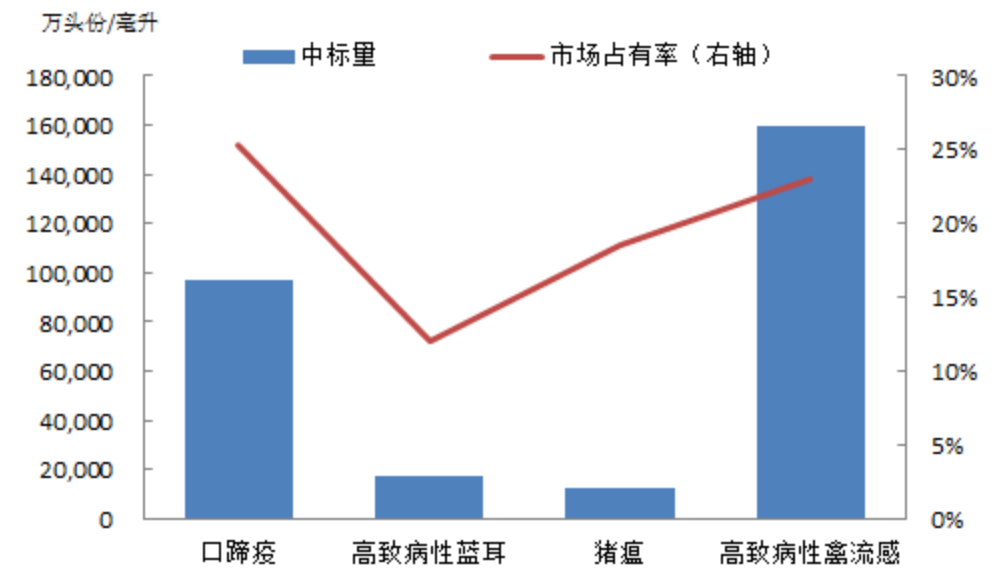


资料来源：公司公告,兴业证券研究所

1.2、依托央企背景，招采低位稳固

招采苗市场份额始终保持第一。借助于自身央企性质，公司在招采市场具有先天优势，四个强制免疫品种（口蹄疫、禽流感、蓝耳、猪瘟）的市场占有率始终保持第一位。尽管近年来市场竞争加剧，但公司通过积极应对政府采购渠道政策变化，细化投标工作，调整应标策略，确保大份额、高利润产品优先中标，保证创利水平，并重点提升面向基层的配送和服务能力，使得强免疫苗的中标量却未受太大影响，保证了公司在传统优势领域的地位依然稳固。

图 5：中牧招采苗中标量行业领先



数据来源：公司公告，兴业证券研究所

1.3、新建产线投产，突破产能瓶颈

新产线投产，口蹄疫市场苗火力全开。作为全国最大的疫苗生产企业，公司产能在国内处于领先地位。公司共有 8 个生物制品生产基地，具备年产各类禽苗逾 130 亿羽份、畜苗近 50 亿头份的能力。但由于疫苗市场格局发生变化，蓝耳、猪瘟市场容量出现一定萎缩，而口蹄疫的市场需求旺盛，公司原有产能已无法完全匹配市场变化，此前公司口蹄疫疫苗销售一直受到产能瓶颈困扰。为解决口蹄疫疫苗产能问题，公司通过募投资金改建、新建了新的口蹄疫疫苗生产线。继去年兰州厂年产 6 亿毫升猪双组份疫苗的口蹄疫悬浮培养生产线通过 GMP 认证并投产后，保山厂口蹄疫悬浮培养生产线也于今年 4 月通过了 GMP 动态验收，现正在试生产阶段。该条生产线设计年产能 5 亿毫升，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。两条口蹄疫悬浮培养生产线投产，不仅扩充了口蹄疫疫苗的生产能力，也大大提升了公司口蹄疫疫苗的品质，公司口蹄疫市场苗有望加速扩容。

表 1、公司生物制品生产基地及年产能情况

生产基地	产品种类	产能
乾元浩南京生物药厂	禽苗、畜苗	活疫苗: 78.5 亿羽份/头份 灭活苗: 1.5 亿毫升
乾元浩郑州生物药厂	禽流感苗及常规禽苗	灭活苗: 24 亿毫升
乾元浩北京生物药厂	禽苗	活疫苗: 40 亿羽份
中牧股份兰州生物药厂	口蹄疫灭活疫苗抗原	15 亿毫升/头份
中牧股份保山生物药厂	其他牛羊类疫苗	3.84 亿头份/毫升
中牧股份江西生物药厂	口蹄疫类疫苗抗原	11 亿毫升
中牧股份成都药械厂	畜苗	6.2 亿头份
中牧股份成都药械厂	猪用疫苗	5.9 亿头份
南京梅里亚(联营)	禽苗	10 亿羽份

资料来源: 公司公告, 兴业证券研究所

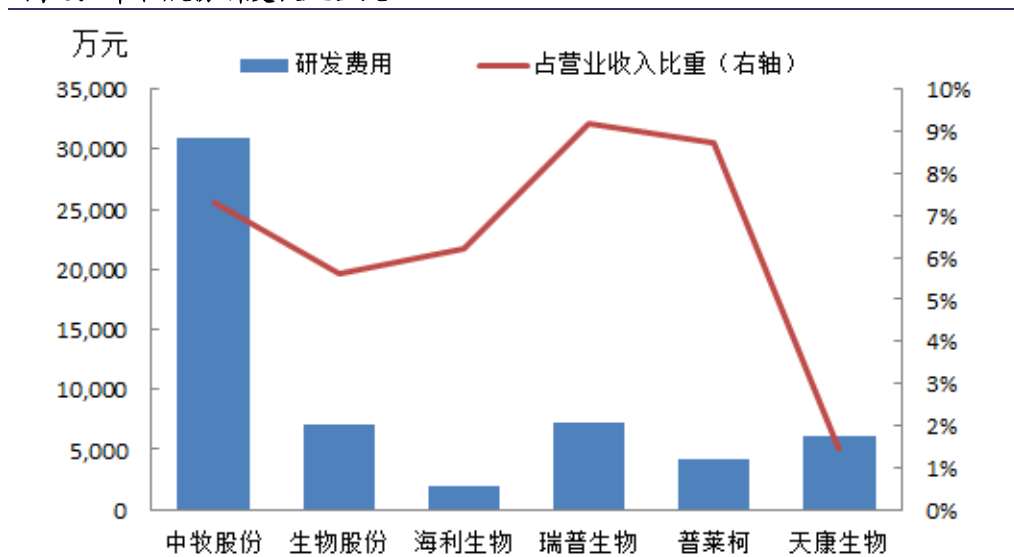
成都厂通过认证在即, 蓝耳疫苗产能有望升级。除了口蹄疫疫苗生产线外, 成都药械厂高致病性猪繁殖与呼吸综合征活疫苗车间项目正在申请 GMP 认证, 该生产线设计产能为活疫苗 3.6 亿头份/年, 灭活疫苗 0.8 亿毫升/年, 诊断液 300 万头份/年。一旦项目如期通过验收, 公司蓝耳疫苗生产能力将得到进一步升级。

1.4、研发投入不遗余力

疫苗品质是动保企业核心竞争力。防疫成本仅在养殖总成本中占比较低, 但对于养殖户的经营又至关重要, 因此养殖户更关注疫苗的品质而非价格。尤其随着国内养殖业集中度不断提升, 市场对于疫苗的品种要求越来越高, 疫苗企业的竞争实际就是比拼疫苗产品的品质。

公司重视研发, 投入力度巨大。2015 年公司研发投入合计 3.09 亿元, 占营业收入比例 7.31%, 研发投入金额远超行业同类公司。若去除 17.6 亿元贸易收入, 公司研发费用占营收的比重将达到 12% 以上, 遥遥领先于其他动保上市公司。而截止 2015 年末, 公司研发人员数量也达到 556 人, 占员工总人数的 12.93%。

图 6: 中牧股份研发投入巨大



数据来源: 公司公告, 兴业证券研究所

研发高投入带来高回报。2015 年，公司取得高致病性猪繁殖与呼吸综合征、猪瘟二联活疫苗（TJM-F92 株+C 株）等 9 项新兽药注册证书和海南霉素钠等 8 项新兽药生产文号；2016 年上半年，公司又取得了猪伪狂犬病耐热保护剂活疫苗等 5 项新兽药证书，3 项授权专利。高投入的研发也给公司带来了丰厚回报，丰富的新品种储备保证了公司业绩的持续成长能力。

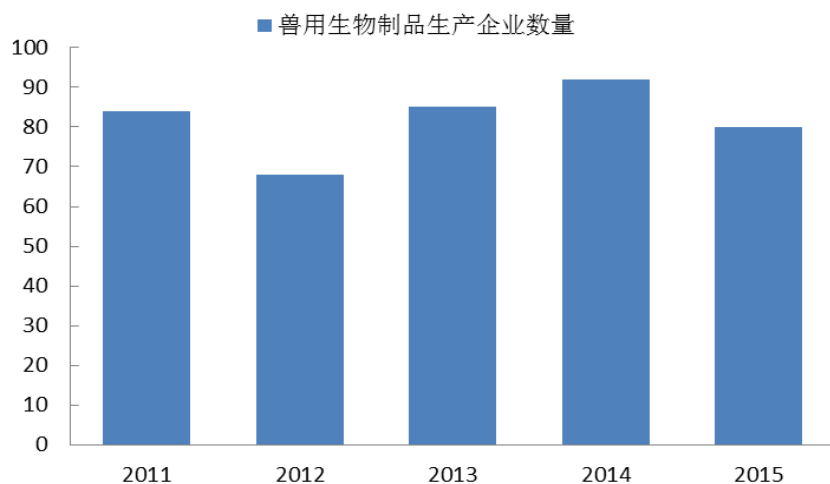
二、疫苗行业进入整合期，多因素推动行业扩容

2.1、产能扩张暂歇，行业加速整合

高利润吸引大量企业进入动物疫苗行业。06 年起，随着口蹄疫、高致病性禽流感、蓝耳、猪瘟先后被列入国家强制免疫名单，动物疫苗行业出现爆发式增长。由于疫苗行业的进入壁垒相对较高而行业又处于高速发展期，疫苗产品的利润丰厚，市场苗的毛利超过 80%、招采苗也接近 60%。在高利润的驱使下，越来越多的企业进入了动物疫苗行业。行业产能增长过快，也导致价格战开始出现。

行业开始进入整合期。动保行业研发新品、工艺提升周期长，资金投入大。从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，国内动保产业将逐步进入整合发展期。在经历了过去几年的行业快速扩容后，目前疫苗市场已经开始进入洗牌期。2014 年国内拥有生产兽用疫苗的企业或工厂约有 92 家，2015 年减少至 78 家（包括 1 家生产卵黄抗体），加上获得批准文号还未生产的 2 家，也只有 80 家，相比 2014 年减少 12 家。

图 7：兽用生物制品企业数量开始回落



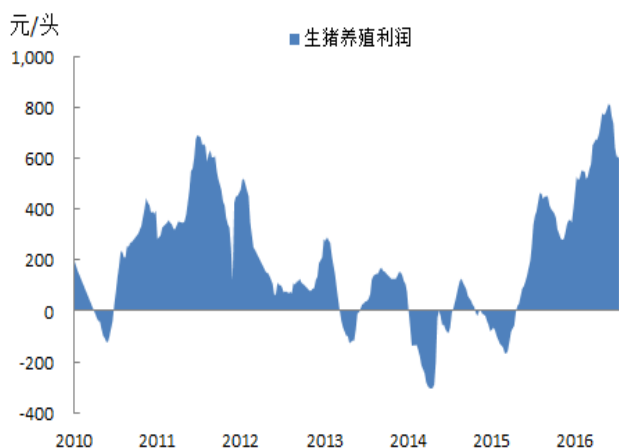
数据来源：兽药行业协会，兴业证券研究所

2.2、存栏见底回升，疫苗市场扩容

生猪存栏 17 年大概率回升，带动招采苗规模扩张。疫苗市场规模显然与养殖存栏量密切相关。生猪养殖行业在经历了持续两年的去产能后，目前生猪存栏量已跌至谷底。由于供给存在缺口，猪肉价格高企，一度突破 20 元/公斤。相应地，生

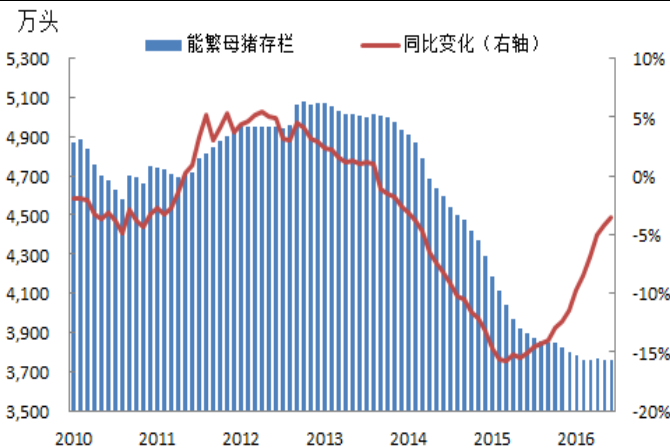
猪养殖利润也到达了历史高位。这也刺激了养殖户补栏的积极性，目前能繁母猪存栏已经出现筑底迹象，连续四个月未突破2月低值。由于PSY呈现持续增长趋势，这也意味着即便能繁母猪存栏量不出现大幅增长，17年生猪出栏量也将触底回升。在此支撑下，预计17年疫苗市场容量将出现明显增长，从而带动疫苗整体销售。

图 8：生猪养殖利润处于历史高点



资料来源：Wind，兴业证券研究所

图 9：能繁母猪存栏出现筑底现象

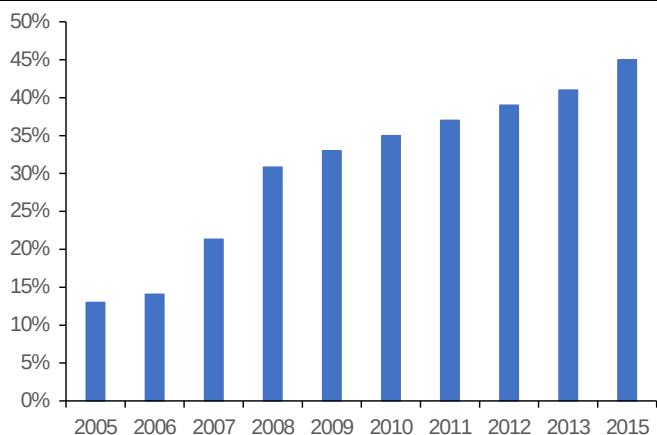


资料来源：农业部，兴业证券研究所

2.3、养殖规模化提升带动疫苗渗透率提升

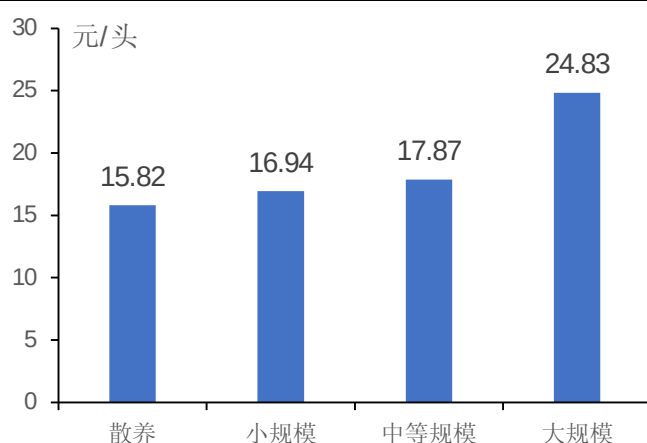
生猪养殖规模化程度提升，空间依然巨大。由于历史原因，我国生猪养殖以散养为主。2007年后生猪养殖规模化进程加快，截止2015年，生猪养殖规模化程度45%，相比2005年增长了32个百分点，但仍较美国、日本等发达国家80%左右的规模化程度有很大差距。根据“十三五规划”，预计在2020年之前，全国一半以上的猪肉将由养殖厂提供。

图 10：生猪养殖规模化程度不断提高



资料来源：中国畜牧业年鉴，农业部，兴业证券研究所

图 11：规模越大防疫费用越多



资料来源：全国农产品成本收益资料汇编，兴业证券研究所

养殖规模化驱动渗透率增加。规模化养殖对于疫苗行业的推动主要体现在渗透率提升上。伴随养殖规模化提升，养殖密度不断加大，疫病传播的速度也因此大幅

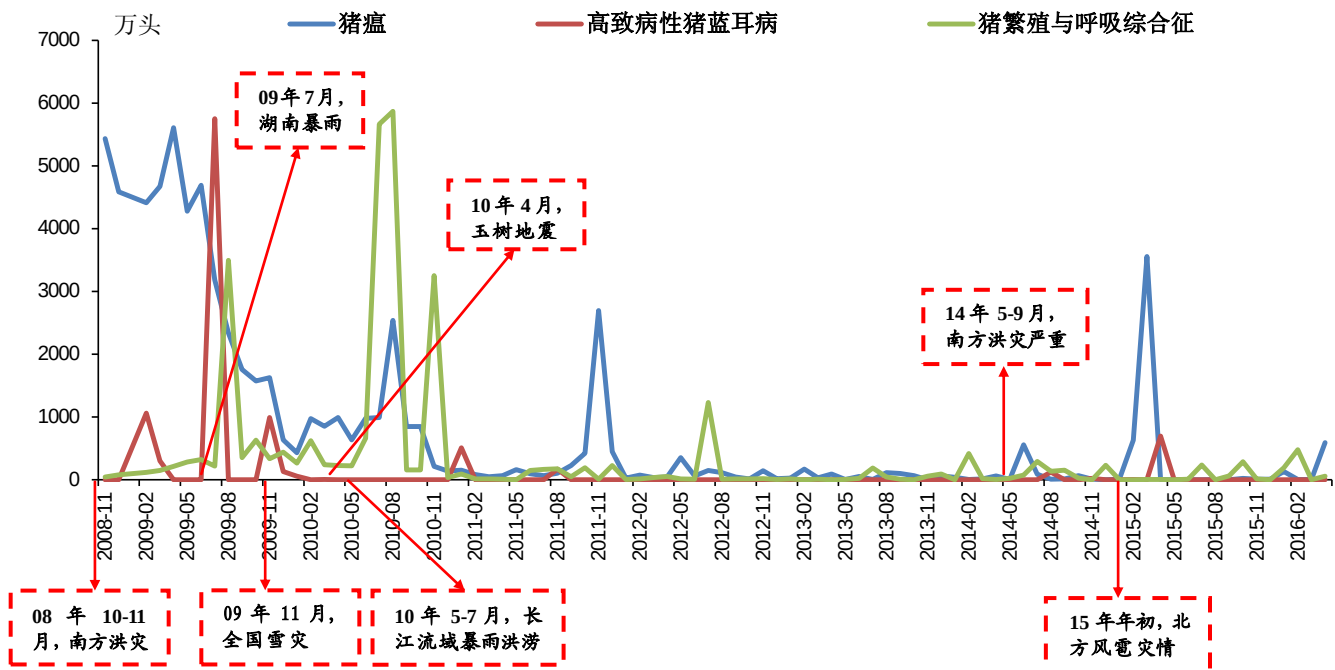
加快。一旦发生大面积疫病，给养殖企业的损失也就越大，这也驱动大型养殖企业不断加大防疫支出。纵观当前我国疫苗市场，市场苗的渗透率普遍较低，即使渗透率最高的口蹄疫疫苗，其在生猪中的渗透率也仅不到 15%，未来提升空间依然巨大。我们可以预见，当国内规模化养殖达到发达国家水平时，疫苗的渗透率也将出现显著提升，推动行业大规模扩容。

2.4、疫情风险加大，催化疫苗行情

提高渗透率的另一关键因素在于养殖户的防疫意识增强。从历史情况来看，2013 年，口蹄疫疫情大范围传播，切实带动了口蹄疫市场规模和品质的同步提升；2014 年多地频发小反当疫情，也令小反当疫苗的销量出现爆发式增长。可见，一旦疫病爆发，养殖户对于防疫的重视程度会急剧提升，从而带动相关疫苗的销售。而且疫苗市场容量增长后并不会因为疫病消除而出现回落。

暴雨洪水灾害后，疫情风险大幅提升。今年受到超强厄尔尼诺影响，我国多地出现暴雨洪水灾害，不断传出猪场被淹、生猪溺水的消息。而水灾过后，动物尸体会滋生病原体，原地下层的疫源易暴露土表，水源受到污染，病原体易通过空气、水和接触传播；另一方面，饲养环境大不如前，畜禽抵抗力下降，从而牲畜患病几率大大的提高。从过去几年的疫病情况来看，每次大规模的疫情爆发前，出现大型自然灾害的概率破高，这也印证了一句谚语“大灾之后有大疫”。今年的暴雨洪灾严重程度不言而喻，未来不排除大规模疫情风险的可能。

图 12：大型自然灾害发生后，疫病发生几率大幅增加



数据来源：农业部，兴业证券研究所

三、疫苗品种丰富，新品前景广阔

3.1、疫苗产品线丰富、涵盖面广

产品线涵盖品种广。公司疫苗产品线丰富，涵盖从猪、禽、牛羊、宠物等各个动物疫苗领域。就具体品种而言，公司具备了包含口蹄疫、蓝耳、猪瘟、禽流感、圆环等几乎所有大体量疫苗的生产能力。丰富的产品线保证了公司应对不同疫病爆发时的抗风险能力。

表 2、中牧股份疫苗产品线

疫苗用途	具体品种
猪用疫苗	ST 猪瘟活疫苗(传代细胞源)
	猪繁殖与呼吸综合征活疫苗(JXA1-R 株)
	蓝洁-猪蓝耳病活疫苗 (R98 株)
	高效猪瘟活疫苗 (细胞源)
	猪伪狂犬病活疫苗 (HB-98 株)
	伪狂犬病活疫苗 (Bartha-K61 株)
	猪乙型脑炎活疫苗
	猪瘟耐热保护剂活疫苗(兔源)脾淋源
	猪瘟耐热保护剂活疫苗 (细胞源)
	猪瘟活疫苗 (兔源-脾淋源)
	猪瘟、猪丹毒、猪多杀性巴氏杆菌病三联活疫苗
	仔猪副伤寒活疫苗
	猪败血性链球菌病活疫苗(ST171 株)
	猪丹毒活疫苗 (G4T10 株)
	仔猪大肠杆菌病 K88、LTB 双价基因工程活疫苗
	猪瘟、猪丹毒二联活疫苗 (猪瘟兔化弱毒株+G4T10 株)
	猪丹毒、猪多杀性巴氏杆菌病二联活疫苗
	猪瘟活疫苗 (乳兔源)
	猪瘟活疫苗 (细胞源)
	猪多杀性巴氏杆菌病活疫苗 (EO630 株)
	猪布氏菌病活疫苗 (A19 株)
	猪布氏菌病活疫苗 (S2 株)
	腹康-猪传染性胃肠炎、猪流行性腹泻二联活疫苗 (HB08 株+ZJ08 株)
	猪圆环病毒 2 型灭活疫苗 (WH 株)
	猪伪狂犬病灭活疫苗 (鄂 A 株)
	猪细小病毒病灭活疫苗 (WH-1 株)
	副猪嗜血杆菌病灭活疫苗
	猪传染性胸膜肺炎三价灭活疫苗
	猪萎缩性鼻炎灭活疫苗 (波士杆菌 JB5 株)
	仔猪大肠埃希氏菌病三价灭活疫苗
	猪多杀性巴氏杆菌病灭活疫苗 (C44-1 株)
	猪链球菌 2 型氢氧化铝胶灭活疫苗
	猪繁殖与呼吸综合征灭活疫苗(NVDC-JXA1 株)
	猪丹毒灭活疫苗
	猪口蹄疫 O 型灭活疫苗 (O/GX/09-7 株+O/XJ/10-11 株)
	猪口蹄疫 O 型灭活疫苗 (OS/99 株)
	猪口蹄疫灭活疫苗 (O 型)
	猪口蹄疫 O 型合成肽疫苗 (多肽 2570+7309)
	猪口蹄疫 O 型灭活疫苗 (OZK/93 株)
	猪口蹄疫 O 型灭活疫苗 (OZK/93 株+OS/99 株)

	肺祥-猪支原体肺炎灭活疫苗 (DJ-166 株)
	重组禽流感病毒灭活疫苗 (H5N1 亚型, Re-6 株)
	重组禽流感病毒 H5 亚型二价灭活疫苗 (Re-6 株+ Re-4 株)
	禽流感二价灭活疫苗 (H5N1 Re-6 株+ H9N2 Re-2 株)
禽用疫苗	禽流感 (H9 亚型) 灭活疫苗 (SD696 株)
	鸡新城疫、禽流感 (H9 亚型) 二联灭活疫苗 (La Sota 株+F 株)
	鸡新城疫、传染性支气管炎、禽流感 (H9 亚型) 三联灭活疫苗 (La Sota 株+M41 株+WD 株)
	鸡新城疫、传染性支气管炎、减蛋综合征、禽流感 (H9 亚型) 四联灭活疫苗 (La Sota 株+M41 株+AV-127 株+S2 株)
牛用疫苗	牛布氏菌病活疫苗 (A19 株)
	牛布氏菌病活疫苗 (M5 或 M5-90 株)
	牛布氏菌病活疫苗 (S2 株)
	牛口蹄疫 O 型灭活疫苗 (OS/99 株)
	牛多杀性巴氏杆菌病灭活疫苗
	牛副伤寒灭活疫苗
	牛口蹄疫 O 型、亚洲 I 型二价灭活疫苗 (OS 株+JSL 株)
羊用疫苗	羊布氏菌病活疫苗 (A19 株)
	羊布氏菌病活疫苗 (M5 或 M5-90 株)
	山羊痘活疫苗
	羊布氏菌病活疫苗 (S2 株)
	山羊传染性胸膜肺炎灭活疫苗
宠物疫苗	羊快疫、猝狙(或羔羊痢疾)、羊肠毒血症三联灭活疫苗
	羊口蹄疫 O 型、亚洲 I 型二价灭活疫苗 (OS 株+JSL 株)
	犬狂犬病、犬瘟热、副流感、腺病毒病、细小病毒病五联活疫苗
	狂犬病活疫苗(Flury 株)
其他疫苗	威联--高致病性猪繁殖与呼吸综合征、猪瘟二联活疫苗 (TJM-F92 株+C 株)
	兔病毒性出血症、多杀性巴氏杆菌病二联灭活疫苗
	兔病毒性出血症灭活疫苗
	猪流感病毒 H1N1 亚型灭活疫苗 (TJ 株)

数据来源：公司官网，兴业证券研究所

3.2、蓝耳-猪瘟二联苗重磅来袭

解决防疫痛点，蓝耳-猪瘟二联苗大有可为。公司新产品蓝耳-猪瘟二联苗已于今日获得生产批文。该疫苗不仅免疫保护率高、免疫保护期长，而且抓住了养殖户防疫的痛点——一针解决两种疫病风险，大幅降低了生猪对防疫产生的应激反应。尤其在当前猪肉价格高企、生猪养殖利润丰厚的背景下，养殖户对于疫苗的品质诉求远远高于价格，为公司推广蓝耳-猪瘟二联苗提供了一个有利的市场环境。

蓝耳、猪瘟退出强免利好蓝耳-猪瘟二联苗推广。从表面上来看，蓝耳、猪瘟退出强免或对公司现有蓝耳和猪瘟招采业务产生较大冲击。但由于这两种疫病对于生猪养殖危害极大，市场对于蓝耳、猪瘟的防疫需求仍然存在。据我们测算，目前蓝耳疫苗市场规模 13 亿元、猪瘟疫苗市场规模 6 亿元（包含招采苗和市场苗），均为体量较大的疫苗品种。尽管疫苗渗透率可能会下降，但市场苗单价和毛利都远高于招采苗，市场规模可能不降反升。而在完全市场竞争下，更可能出现强者通吃的局面，蓝耳-猪瘟二联苗也有望获得较高的市占率。

表 3、蓝耳、猪瘟疫苗市场规模

疫苗品种	销售渠道	接种对象	存栏（亿头）	渗透率	单价（元/头份）	免疫次数	市场规模（亿元）
蓝耳	强免苗	生猪	7	70%	1	1 次	4.9
		母猪	0.4	90%	1	2 次	0.72
	市场苗	生猪	7	15%	5	1 次	5.25
		母猪	0.4	50%	5	2 次	2
猪瘟	强免苗	生猪	7	90%	0.3	1 次	1.89
		母猪	0.4	95%	0.3	2 次	0.23
	市场苗	生猪	7	20%	2	1 次	2.8
		母猪	0.4	50%	2	2 次	0.8

资料来源：公开资料，兴业证券研究所

蓝耳-猪瘟二联苗完全能弥补蓝耳、猪瘟退出招采影响。近年来，蓝耳、猪瘟疫苗领域竞争激烈，导致招采苗价格大幅下滑。尽管公司在政府招采市场仍保持领先地位，但由于总体市场规模缩减，公司招采苗收入比重也较之前大幅下滑。2015 年度，公司来自政府招标采购的猪瘟疫苗和高致病性猪蓝耳病疫苗营业收入为 20,171 万元。而蓝耳-猪瘟二联苗定价为 15.8 元/头份，单价远高于蓝耳、猪瘟招采苗价格，且该疫苗短期内仅有中牧、华威特和硕腾生产，相对竞争较小。公司蓝耳-猪瘟二联苗已率先上市，抢占了先机。作为国内动保行业龙头，公司完全有能力获得 50% 的市场份额。明年蓝耳、猪瘟退出招采后，蓝耳-猪瘟二联苗将大面积替代原有招采苗市场。按照我们估算，17 年公司该疫苗收入就能接近 2 亿元，完全弥补了蓝耳、猪瘟退出招采的影响。而且，蓝耳-猪瘟二联苗的渗透率还有很大提升空间，长期市场空间有望达到 20 亿规模，是继口蹄疫之后的又一大重磅品种。

表 4、公司蓝耳-猪瘟二联苗收入及利润预测

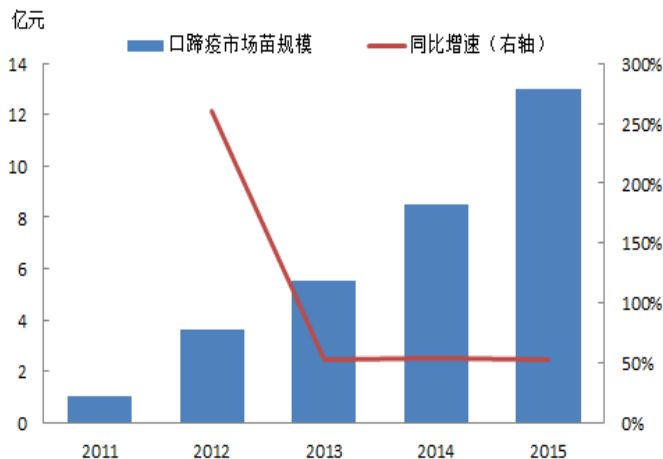
		2016E	2017E	2018E	2019E	长期空间
接种头数（百万头）	生猪	1	15	30	50	100
	母猪	0.5	2	4	6	15
市场规模（百万头份）		2	19	38	62	130
市场份额		70%	60%	50%	50%	30%
单价（元/头份）		15.8	15.8	15.8	15.8	15.8
收入（亿元）		0.22	1.80	3.00	4.90	6.16
利润率		25%	30%	35%	40%	40%
净利润（亿元）		0.05	0.54	1.05	1.96	2.46

资料来源：公司公告，兴业证券研究所

3.3、牛三价加速放量，口蹄疫市场苗年内破亿

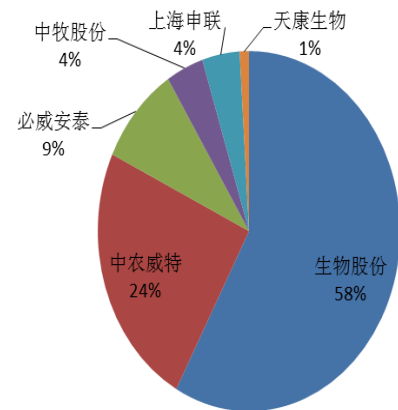
口蹄疫市场苗体量大、增速快，公司产品有望迅速放量。口蹄疫疫苗是当前市场体量最大、增长最快的疫苗品种，尤其是口蹄疫市场苗规模从 11 年仅 1 亿已激增至 15 年的 13 亿元，每年增速都超过 50%。目前口蹄疫市场苗处于生物股份一家独大局面，市场份额接近六成，中牧去年才开始出量，占比也仅有 4%。随着兰州厂和保山厂口蹄疫悬浮培养生产线陆续投产，公司产能和品质均能满足市场要求。此前，公司口蹄疫市场苗质量就已获得市场广泛认可，加上公司的品牌和渠道优势，未来销量有望出现爆发式增长。

图 13: 口蹄疫市场苗规模快速增长



资料来源：公开资料，兴业证券研究所

图 14: 中牧口蹄疫市场苗份额占比较小



资料来源：公开资料，兴业证券研究所

口蹄疫市场苗增长迅速，牛三价市场苗进一步打开市场空间。公司 14 年推出口蹄疫市场苗，市场反馈良好。15 年，随着兰州厂口蹄疫悬浮培养生产线投产，公司口蹄疫市场苗品质和产能都上了一个新台阶，15 年口蹄疫市场苗销售收入已达到 5000 万水平。今年保山厂的口蹄疫悬浮培养生产线投产后，口蹄疫市场苗的产能进一步扩充，尤其悬浮培养的牛羊二价口蹄疫抗原令公司牛三价口蹄疫市场苗的生产能力明显提升。目前，A 型口蹄疫流行范围较广，市场对于牛三价苗的需求旺盛。随着产能到位，公司牛三价市场苗预计将迅速放量。

表 5、公司口蹄疫市场苗收入及利润预测

	2015	2016E	2017E	2018E
猪 O 型口蹄疫市场苗				
销量 (百万头份)	15.40	23.10	34.65	51.97
单价 (元/头份)	2.50	2.50	2.50	2.50
收入 (百万)	38.50	57.75	86.62	129.94
毛利率	80%	80%	80%	80%
毛利 (百万)	30.80	46.20	69.30	103.95
牛羊口蹄疫 O 型、A 型、亚洲 I 型三价市场苗				
销量 (百万头份)	3.03	9.10	18.21	36.42
单价 (元/头份)	5.00	5.00	5.00	5.00
收入 (百万)	15.17	45.52	91.04	182.09
毛利率	85%	85%	85%	85%
毛利 (百万)	12.14	36.42	72.83	145.67

资料来源：公司公告，兴业证券研究所

3.4、切合市场需求，腹泻二联活疫苗应运而生

顺应市场需求，腹泻二联迎风扬帆。猪传染性胃肠炎-猪流行性腹泻二联疫苗也有望于近期上市。仔猪腹泻病是目前国内影响范围最广的疫病之一，且目前市场上尚未有有效的疫苗可以彻底解决该疫病的大范围传播。新疫苗采用的是 TGEV 的 HB08 株(传染性胃肠炎病毒)和 PEDV 的 ZJ08 株(流行性腹泻病毒)。疫苗毒株分离自 2008 年，取自中国疫病流行区域，与当下流行毒株的匹配度较高。由于采用的

毒株更接近中国当下疫病流行的需求，疫苗更具针对性，防控效果会更好。目前该疫苗在终试过程中已获得了客户的高度认可，现地使用效果对母猪保护率近90%。而当前猪肉价格高企，一头仔猪的价值高达千元，若出现大量仔猪患病情况，将给养殖户带来严重损失，养殖户免疫需求较为迫切。

腹泻三联活疫苗有望成为 10 亿级别大品种。参考哈维科腹泻三联活疫苗定价 20 元/头份，腹泻三联活疫苗价格在 15 元/头份较为合理。妊娠母猪于产仔前 3-4 周需注射疫苗 2 头份，按全年产仔两次计算，母猪每年接种量为 4 头份；仔猪需要注射疫苗 1 头份。按此测算，腹泻三联活疫苗的市场空间可以达到 12.5 亿元，是与圆环疫苗相当的大品种。

表 6、腹泻三联活疫苗市场空间预测

接种对象	存栏 (亿头)	渗透率	单价 (元/头份)	免疫次数	单头接种量	市场规模 (亿元)
生猪	7	5%	15	1 次	1 头份/次	5.25
母猪	0.4	30%	15	2 次	2 头份/次	7.2

资料来源：公开资料，兴业证券研究所

成为亿元级大品种指日可待。相对而言，腹泻三联活疫苗竞争较为激烈，北京大北农科技集团股份有限公司、福州大北农技术有限公司、北京科牧丰生物制药有限公司、中牧实业股份有限公司、瑞普（保定）生物药业有限公司、武汉中博生物股份有限公司 6 家企业均已获得该疫苗新兽药注册证书。但公司作为首批上市的三家企业之一，拥有明显先发优势。我们预计 17 年上市后，其销售额就能达到千万级别。伴随推广范围扩大，腹泻三联活疫苗有望成为公司又一大亿元级品种。

表 7、公司腹泻三联活疫苗收入及利润预测

	2017E	2018E	2019E
销量 (百万头份)	1	4	6
单价 (元/头份)	15	15	15
收入 (百万)	15	60	90
毛利率	85%	85%	85%
毛利 (百万)	12.75	51	76.5

资料来源：公司公告，兴业证券研究所

四、资金雄厚、政策导向，外延式发展迎契机

4.1、外延并购一触即发

行业已完成多起兼并收购。2015 年疫苗行业有多起收购整合事件，如浙江海正药业股份有限公司收购云南生物制药有限公司，广东海大集团股份有限公司收购成都川宏生物科技有限公司、四川海林格生物制药有限公司，天津瑞普生物技术股份有限公司入股华南农大生物制品厂，金河生物科技股份有限公司入股杭州荐量兽用生物制品有限公司等，疫苗行业资本化趋势加快，兼并整合速度加快，未来行业集中度有望进一步提高。

表 8、15 年动保行业兼并收购情况

收购标的	收购方	交易金额 (万元)	标的公司对价 (万元)	标的公司 14 年营收 (万元)	标的公司 14 年利润 (万元)
云南生物制药 68%股权	浙江海正药业	15,096	8	5784.50 (2014 年 1-11 月)	941.53 (2014 年 1-11 月)
川宏生物 67%股权	海大集团	10,720	8	760.72	-346.38
华南农大 31.98%股权	瑞普生物	10,368	5	6,799.89	1291.7458
华南农大 38.2723%股权	瑞普生物	12,408	5	6,799.89	1291.7458
杭州荐量 33%股权	金河生物	14,850		12,043.94	1562.44
杭州荐量 34%股权	金河生物	15,300		12,043.94	1562.44

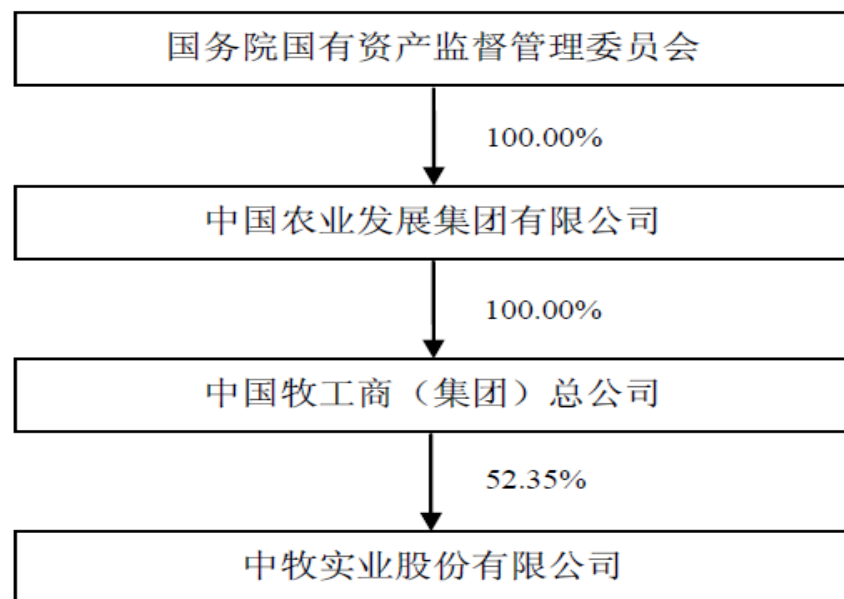
资料来源：公司公告，兴业证券研究所

公司现金充裕，不排除外延并购可能。公司今年年初发行了 12 亿元 5 年期长期债券，一季报显示公司在手现金加银行短期理财产品共计 15.5 亿元，占到公司总资产近三成规模。按照此前疫苗行业公司并购情况，公司完全有能力收购一家甚至数家中等规模的疫苗企业。

4.2、农业国企改革风头正劲，优质资产注入预期强烈

背靠中农发，国企改革预期强烈。公司控股股东为中国牧工商（集团）总公司，实际控制人为国资委旗下的中国农业发展集团有限公司（即“中农发”）。中农发是与中粮并列的农业系统两大国有集团公司，中粮负责粮油食品产业链，而中农发业务主要覆盖种业、养殖、农资、渔业和农业配套领域。农业作为国家重点扶持产业，农业系统国企改革也走在前列。中粮已经正式公布国有资本投资公司改革试点方案，标志着中粮集团的国企改革进程取得了实质性突破。而中农发同样作为农业央企集团公司国企改革同样值得期待，其现有 3 家上市公司——分别为种业领域的农发种业、渔业领域的中水渔业和兽药疫苗领域的中牧股份。

图 15：公司产权与控制关系图

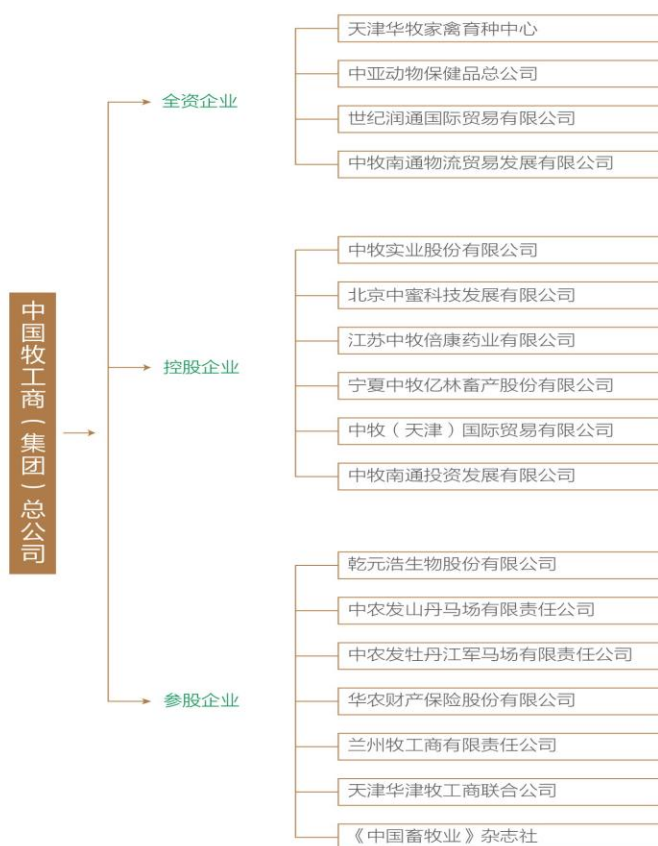


数据来源：公司公告，兴业证券研究所

中农发旗下另两家公司动作频频。此前，中水渔业和农发种业先后停牌筹划重大事项。中水渔业原拟向关联方中国水产发行股份并支付现金购买其持有的中渔环球 100% 股权，同时拟向战略投资者复星产业等定增募集配套资金。虽然最终方案流产，但中农发希望借此实现其远洋渔业核心资产基本上市的意图十分明显。虽然农发种业并购河南颖泰虽不涉及农发集团内部资源整合，但外延并购肯定也得到了中农发的认可和支持。在此次并购之前，农发种业已先后收购河南地神、广西格霖、湖北种子集团、中垦锦绣华农以及山西潞玉等种业公司，多元化布局的蓝图已然显现。

母公司优质资产众多，不排除注入上市公司可能。相比而言，中牧股份则始终没有太大动静，但这很可能只是为了大动作而蓄力。公司控股股东中国牧（工商）集团总公司旗下拥有众多优质资产，包括中亚动物保健品总公司、江苏中牧倍康药业有限公司、乾元浩生物股份有限公司等。中牧股份作为中农发旗下唯一一家动保行业上市公司，未来成为公司疫苗兽药领域整合平台的可能性颇大。一旦这些优质资产注入公司，将能与现有业务形成有效协同，进一步提升公司在行业内的影响力。

图 16：中国牧工商（集团）总公司旗下资产分布

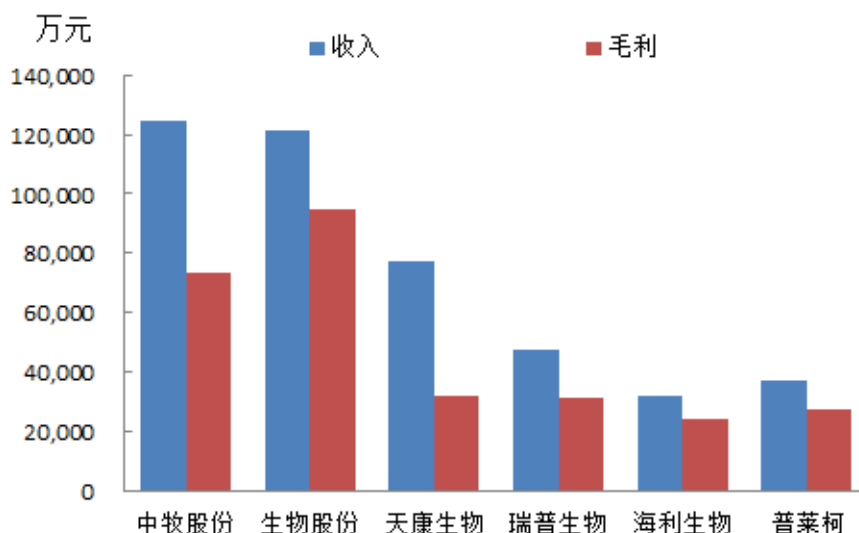


数据来源：公开信息，兴业证券研究所

五、公司低估严重，价值亟待重估

公司兽用生物制品业务优势明显。2015 年，公司兽用生物制品销售额 12.48 亿，位于同类上市公司首位；毛利也达到 7.33 亿元，仅次于生物股份。无论从疫苗收入还是利润而言，公司在动保行业都处于领先地位。

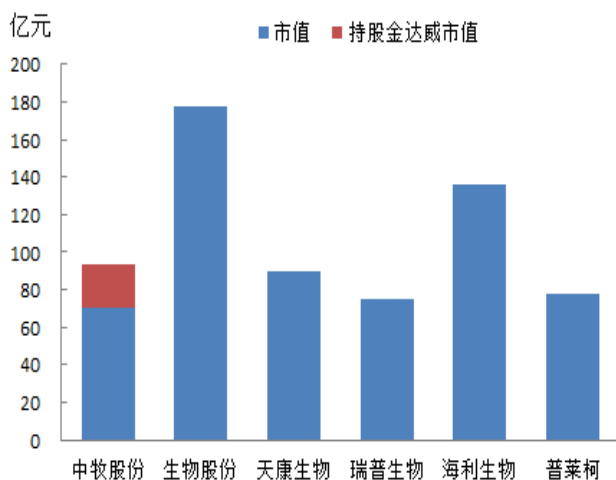
图 17：动保上市公司 15 年兽用生物制品销售收入和毛利对比



数据来源：公司公告，兴业证券研究所

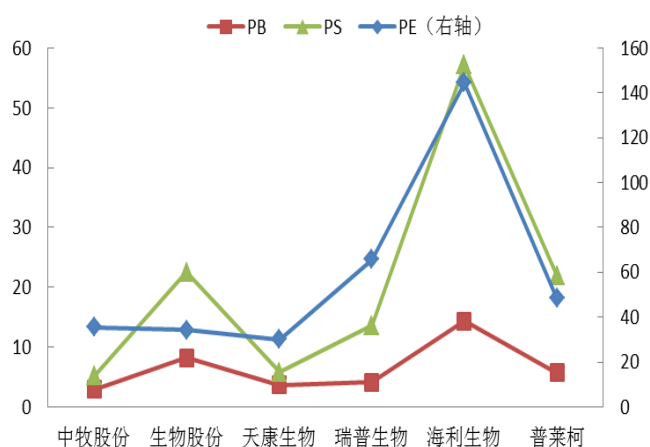
公司市值和估值水平均与行业地位严重不符。公司目前市值仅 90.0 亿元，其中还包含持有金达威 25.67% 的股权价值 24.8 亿元，公司实际市值仅 65.2 亿元。此外，公司 TTM 市盈率 36.4 倍、市净率 2.96 倍、市销率 2.13 倍均处于行业中较低水平。公司作为动保行业的龙头企业，目前公司市值与估值水平都显著低于同类上市公司，这与公司的行业地位极不匹配。

图 18：公司市值低于同类上市公司



资料来源：公司公告，兴业证券研究所

图 19：公司估值处于行业较低水平



资料来源：公司公告，兴业证券研究所

盈利预测与估值。动物疫苗市场将在养殖规模化进程推动下持续增长，目前还远未见顶。且今年多地出现暴雨洪水灾害，未来疫情大规模爆发风险上升，或加速疫苗市场扩容。17 年生存存栏也将逐渐恢复，公司作为动保行业龙头将充分受益行业规模增长。在优势新品种疫苗陆续上市、新增产能逐渐投产刺激下，公司业绩有望进入爆发期。公司作为动保行业龙头，当前估值水平与公司市场地位严重不符，亟待价值重估。我们预计公司 2016-18 年净利润为 2.70 亿、3.38 和 5.10 亿元。对应 EPS 为 0.63，0.79 元和 1.19 元，对应 PE 为 34.6，27.7 和 18.4 倍，维持“增持”评级。

六、风险提示

- 1. 新疫苗上市进度不达预期：**疫苗上市销售前需要经过严格的审批流程，审批过程复杂，存在一定不确定性。若出现延迟，会对公司疫苗上市进度产生影响。
- 2. 短期业绩波动风险：**公司大量新品种上市将大幅提升公司销售费用；同时，新产线投产后折旧也会有所增加。三费增长短期内会对公司盈利造成一定影响，业绩会出现一定波动。

附表

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	1889	1890	1861	2408
货币资金	703	810	684	1119
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	197	265	240	280
其他应收款	66	96	106	107
存货	694	545	627	683
非流动资产	2502	2624	2972	2876
可供出售金融资产	34	34	34	34
长期股权投资	417	404	409	410
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	1289	1458	1735	1658
在建工程	271	173	162	93
油气资产	0	0	0	0
无形资产	379	424	479	522
资产总计	4390	4514	4833	5285
流动负债	990	926	985	1026
短期借款	34	34	34	34
应付票据	16	48	51	44
应付账款	236	173	193	220
其他	704	671	707	729
非流动负债	44	41	44	43
长期借款	0	0	0	0
其他	44	41	44	43
负债合计	1035	967	1029	1069
股本	430	430	430	430
资本公积	914	914	914	914
未分配利润	1454	1643	1900	2308
少数股东权益	319	322	323	326
股东权益合计	3356	3547	3804	4215
负债及权益合计	4390	4514	4833	5285

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	276	270	338	510
折旧和摊销	165	171	213	244
资产减值准备	4	25	-11	24
无形资产摊销	28	23	24	25
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	9	-1	1	1
投资损失	-36	-50	-40	-40
少数股东损益	6	3	1	3
营运资金的变动	104	54	-51	-89
经营活动产生现金流量	530	440	471	651
投资活动产生现金流量	-124	-254	-514	-113
融资活动产生现金流量	-95	-79	-82	-103
现金净变动	309	107	-126	435
现金的期初余额	395	703	810	684
现金的期末余额	703	810	684	1119

利润表

单位: 百万元

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	4234	3730	4080	4783
营业成本	3137	2535	2732	3079
营业税金及附加	13	12	12	15
销售费用	432	504	530	598
管理费用	353	410	449	526
财务费用	7	-1	1	1
资产减值损失	4	5	5	5
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	36	50	40	40
营业利润	324	317	392	601
营业外收入	13	11	12	12
营业外支出	1	2	2	2
利润总额	336	326	402	611
所得税	55	52	63	98
净利润	281	274	339	514
少数股东损益	6	3	1	3
归属母公司净利润	276	270	338	510
BPS (元)	0.64	0.63	0.79	1.19

主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长性				
营业收入增长率	4.9%	-11.9%	9.4%	17.2%
营业利润增长率	0.7%	-2.2%	23.6%	53.4%
净利润增长率	-4.9%	-1.9%	25.1%	50.9%
盈利能力				
毛利率	25.9%	32.1%	33.0%	35.6%
净利率	6.5%	7.3%	8.3%	10.7%
ROE	9.1%	8.4%	9.7%	13.1%

偿债能力

资产负债率	23.6%	21.4%	21.3%	20.2%
流动比率	1.91	2.04	1.89	2.35
速动比率	1.19	1.44	1.24	1.67

营运能力

资产周转率	97.6%	83.8%	87.3%	94.6%
应收帐款周转率	1434.5%	1214.8%	1235.7%	1381.7%

每股资料(元)

每股收益	0.64	0.63	0.79	1.19
每股经营现金	1.23	1.02	1.10	1.51
每股净资产	7.07	7.50	8.10	9.05

估值比率(倍)

PE	26.8	27.3	21.8	14.5
PB	2.4	2.3	2.1	1.9

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
 中 性: 相对表现与市场持平
 回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
 增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间
 中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% ;
 减 持: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售经理联系方式

机构销售负责人			邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyaoqi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人			刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					

港股机构销售服务团队

机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	阳烜	18682559054	yanghan@xyzq.com.hk
王子良	18616630806	wangzl@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			
地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900					

【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、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。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。