



中信证券研究部



盛夏
首席农业分析师
S1010516110001



彭家乐
农业分析师
S1010518080001

核心观点

公司疫苗、饲料、农产品加工业务受非瘟影响有限，预计 19/20 年仍能维持稳定，三大业务对应市值约 66 亿，生猪养殖布局新疆、河南，出栏确定性较强，预计 19/20/21/22 年可实现 90/150/212/250 万出栏，按 2020 年头均 600 利润，10 倍 PE 给，维持“买入”评级，目标价 15.63 元。

全产业链布局的新疆区域畜牧龙头。公司为新疆兵团下属企业，经过多年发展，已成为了疫苗、养殖和食品、饲料、农产品加工四大板块协同的新疆区域畜牧龙头。截止到 2018 年，公司疫苗/饲料/农产品加工/养殖分别贡献毛利 36%、42%、10%、13%，分别贡献利润 63%、26%、13%、-1%。近年来，公司亦加大养殖板块布局，2018 年全年实现出栏量 68 万头，成为新疆地区绝对的养殖龙头。

养殖：行业景气向上，公司出栏确定性强。非瘟疫情下行业产能去化已超 30%且目前仍在去化中，此轮周期长度、高点将超以往。公司 2018 年新疆、河南出栏比例约为 2:1，由于新疆较低的养殖密度，疫情影响相对较小，预计 2019/2020 年新疆部分约贡献 70/100 万出栏。河南区域 2019 年有较多猪场开工建设，考虑到现有产能、新建产能的释放进程，我们预计 2019/2020 年河南部分有望贡献 20/50 万出栏。此外公司在甘肃亦有 50 万头长期产能规划，预计 2020/2021 年释放。总体我们估计公司 2019/2020/2021/2022 年出栏约为 90/150/212/250 万头。新疆猪价目前已开始启动上涨，和全国价差稳步缩小，预计公司后续利润弹性巨大。

疫苗：政采龙头稳定，有望受益非瘟疫苗概念。作为行业内政采牌照最多的公司，天康在口蹄疫、小反刍兽疫、布病政采苗领域市占率领先。近年来公司亦加大市场苗的发展，口蹄疫猪 OA 二价苗已于今年 3 月上市，为行业内 3 家拥有猪 oa 产品的企业之一，猪瘟 E2 疫苗更是为行业唯一一个能区分野毒和免疫感染的疫苗，上市以来销售良好。整体预计公司疫苗 2019 年受非瘟影响幅度约 10%-20%。此外，公司亦与哈兽研签订战略合作协议，未来有望受益于非瘟疫苗的推出。

饲料：销量稳中有增，成本具备相对优势。公司饲料主要布局新疆、河南，由于新疆较低的玉米采购成本（约比全国均价低 200 元/吨），公司饲料业务毛利率居行业前列（2018 年已提升至 14.65%）。2018 年公司投资新疆汇通，一跃而为新疆最大的玉米收储商（市占率 50%）。布局上游原料领域料将进一步助力公司饲料业务降低成本，打开新的利润空间。由于公司禽料占比外销销量高达 45%，在养禽景气拉动下，整体预计公司 2019/2020 年饲料销量仍能稳中略增。

风险因素：非瘟疫情进一步加剧、复产不及预期、竞争加剧。

投资建议：公司疫苗、饲料、农产品加工主业受非瘟影响有限，预计 19/20 年仍能维持稳定，给予疫苗 30 倍估值，饲料、农产品业务 10 倍估值，对应市值约 66 亿。生猪养殖布局新疆、河南，区位优势明显，出栏确定性较强，预计 19/20/21/22 年可实现 90/150/212/250 万出栏。考虑到转股影响、河南养殖成本波动，我们小幅下调 2019 年盈利预测，上调公司 2020/2021 年盈利预测，预测 19/20/21 年每股 EPS 0.61/1.14/1.27 元（原预测 19/21 年 EPS0.7/1.13/1.26 元），维持“买入”评级，目标价 15.63 元。

天康生物	002100
评级	买入（维持）
当前价	9.71 元
目标价	15.63 元
总股本	1,005 百万股
流通股本	1,005 百万股
52 周最高/最低价	12.49/3.73 元
近 1 月绝对涨幅	9.35%
近 6 月绝对涨幅	92.76%
近 12 月绝对涨幅	59.85%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,630.03	5,273.03	5,701.91	7,284.34	8,480.39
营业收入增长率	4%	14%	8%	28%	16%
净利润(百万元)	407.15	313.73	617.60	1,145.19	1,280.24
净利润增长率	4%	-23%	97%	85%	12%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.42	0.33	0.61	1.14	1.27
毛利率%	23%	21%	25%	28%	29%
净资产收益率 ROE%	13.64%	9.77%	15.88%	23.51%	21.91%
每股净资产 (元)	3.10	2.05	4.04	5.06	6.07
PE	26	33	17	9	8
PB	3	5	3	2	2

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 8 月 9 日收盘价

目录

公司简介：全产业链布局的新疆区域畜牧龙头	1
兵团下属的新疆区域畜牧龙头	1
疫苗为主要的盈利来源，养殖布局加速	2
养殖：行业景气向上，公司出栏确定性强	4
母猪充裕，养殖布局新疆、河南，出栏确定性强	4
猪价快涨已启，公司业绩有望加速释放	8
疫苗：政采龙头稳定，有望受益非瘟疫苗概念	11
政采龙头市占率稳定，加大市场苗发展	11
有望受益非瘟疫苗概念	13
饲料：销量稳中有增，成本具备相对优势	14
预计 19/20 年饲料销量稳中有增	14
布局原料采购，饲料板块盈利性有望再提升	14
估值及投资评级	16

插图目录

图 1：天康生物发展历程.....	1
图 2：天康生物股权结构.....	1
图 3：天康生物业务经营模式.....	2
图 4：天康生物重要参控及子公司一览.....	3
图 5：公司近五年收入及同比增速.....	3
图 6：公司近五年归母净利及同比增速.....	3
图 7：天康生物各板块业务收入占比.....	4
图 8：疫苗为公司稳定的利润来源.....	4
图 9：天康生物养殖业务发展历程.....	4
图 10：公司养殖出栏结构.....	5
图 11：天康生物生产性生物资产金额.....	6
图 12：天康生物在建工程金额逐年增长.....	6
图 13：能繁母猪存栏自 2018 年 4 月起不断加速下滑（左轴万头，右轴%）.....	9
图 14：猪价自 2018 年 5 月起已见底回升.....	9
图 15：6 月仔猪料同比环比下滑加剧.....	9
图 16：6 月母猪料同比环比下滑加剧.....	9
图 17：新疆猪价和内地猪价高度相关.....	10
图 18：新疆仔猪价内地猪价高度相关.....	10
图 19：天康生物疫苗业务收入构成.....	11
图 20：2018 年各公司口蹄疫政采业务收入.....	11
图 21：公司研发投入及占比.....	12
图 22：公司研发人员数量及占比.....	12
图 23：疫苗产品从研发到上市的整个过程.....	13
图 24：公司饲料业务产量销量情况.....	14
图 25：天康生物不同饲料品类近三年销量情况.....	14
图 26：公司玉米采购均价与全国玉米批发价对比.....	15
图 27：公司豆粕采购均价与全国豆粕平均价对比.....	15
图 28：近年来公司玉米豆粕采购量.....	15
图 29：近年来公司饲料板块毛利率稳定提升.....	15
图 30：公司饲料毛利率 15%，居于行业前列.....	15
图 31：近年来公司毛油产销情况.....	16
图 32：近年来公司粕类产销情况.....	16

表格目录

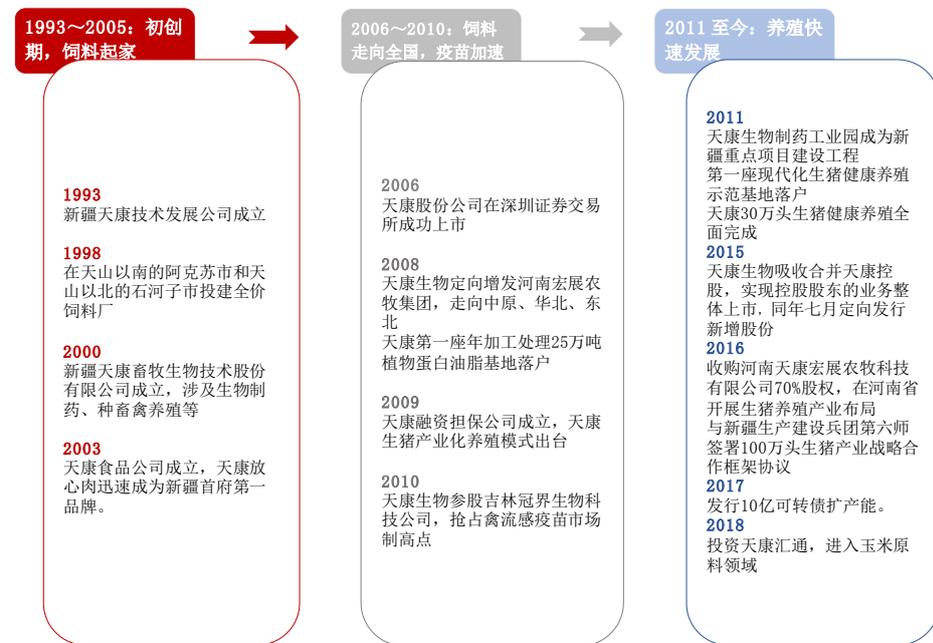
表 1：天康生物的主要养殖公司	5
表 2：公司可转债募投项目	7
表 3：天康生物近年生猪在建工程项目一览	8
表 4：新疆猪价与全国生猪均价价差一览	10
表 5：新疆仔猪（20 公斤）价与全国均价价差一览	10
表 6：公司近年来重大产品一览	12
表 7：公司后续储备的猪苗产品	12
表 8：公司饲料业务详细拆分	14
表 9：天康生物各业务利润拆分	16
表 10：不同出栏假设下公司 2020 年盈利预测情形	17
表 11：可比公司头均市值情况	17
表 12：天康生物盈利预测表	18

■ 公司简介：全产业链布局的新疆区域畜牧龙头

兵团下属的新疆区域畜牧龙头

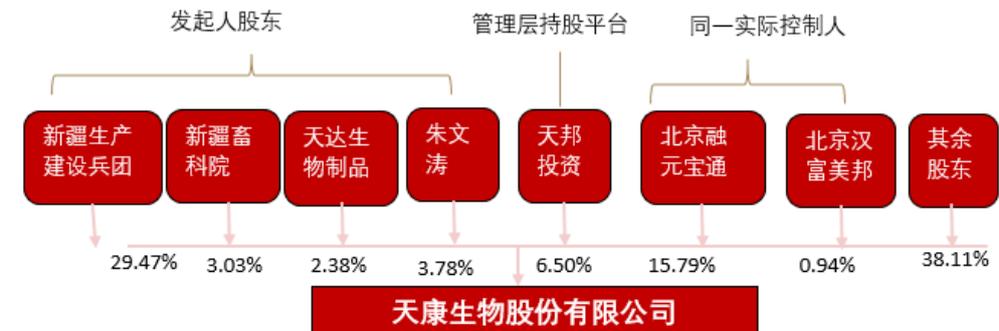
公司成立于 1993 年，早年主要以饲料和农产品加工为主。2000 年由兵团对其改制，联合新疆畜科院、生物药品厂（即后来的天达生物）等法人和朱文涛等自然人发起设立，也顺势进入动物疫苗领域。2003 年-2007 年公司涉足养殖食品领域，近年来公司加速发展，已成为了集动物疫苗、饲料及饲用植物蛋白、生猪养殖屠宰肉制品销售为一体的全产业链架构，拥有 200 万头生猪繁育及屠宰基地、200 万吨饲料加工基地、60 亿毫升（头份）兽用生物疫苗生产基地、60 多个天康放心肉连锁及专卖店（柜）、50 万吨油脂与植物蛋白生产线。

图 1：天康生物发展历程



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 2：天康生物股权结构

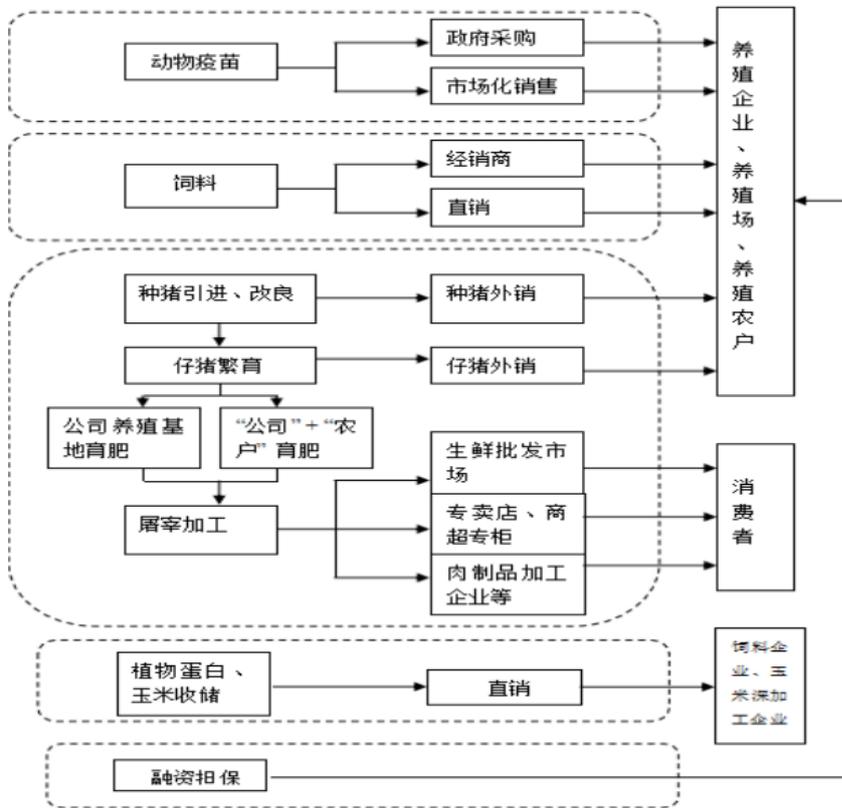


资料来源：公司公告，中信证券研究部

疫苗为主要的盈利来源，养殖布局加速

疫苗、饲料、农产品加工、养殖四大业务协同发展。公司的饲料、疫苗部分内销，部分外销。养殖业务上，新疆繁育育肥的猪多自己屠宰加工后对外销售，“天康放心肉”品牌已享誉新疆多年，河南部分则主要以售卖仔猪为主。公司动物疫苗主要在母公司层面经营，下设 13 个全资子公司、4 个非全资子公司及 1 个联营公司，主要负责饲料、养殖、农产品加工、担保等系列业务。其中，养殖业务由新疆天康畜牧、河南天康宏展、河南宏展畜牧经营，饲料业务由新疆天康科技、河南宏展等经营，农产品加工由新疆奎屯和新疆阿克苏经营。

图 3：天康生物业务经营模式



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 4：天康生物重要参控及子公司一览

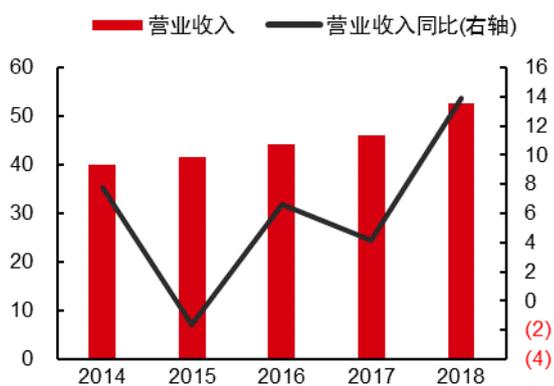


备注：红色代表2018年公司的营业收入，蓝色代表2018年公司的净利润；天康生物负责疫苗研发

资料来源：公司公告，中信证券研究部

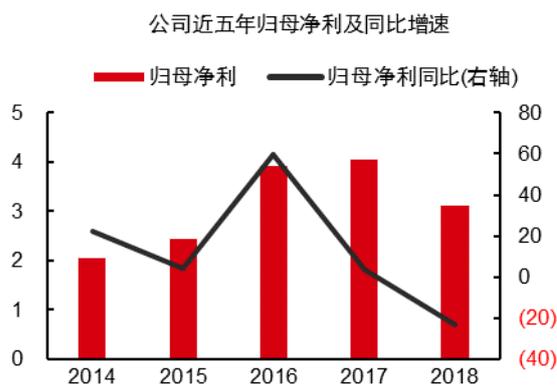
疫苗为公司主要利润来源。2018年公司实现收入50.22亿元，近4年CAGR 4%，归母净利3.14亿元，近4年CAGR 11%。分拆各业务收入来看，饲料实现收入25.6亿，占比收入51%，近4年CAGR -2%；疫苗实现收入7.5亿，占比收入15%，近4年CAGR 0.3%，养殖屠宰实现收入8.6亿，占比收入17%，近4年CAGR 20%；农产品加工实现收入8.5亿，占比收入17%，近4年实现CAGR 24%。而从利润端分拆来看，饲料2016-2018年利润约6000-8000万，占比20%-25%，养殖受行情波动2018年微亏，疫苗2017-2018年基本稳定在2.1亿，占比高达50%-60%，为公司主要利润来源。

图 5：公司近五年收入及同比增速（亿元，%）



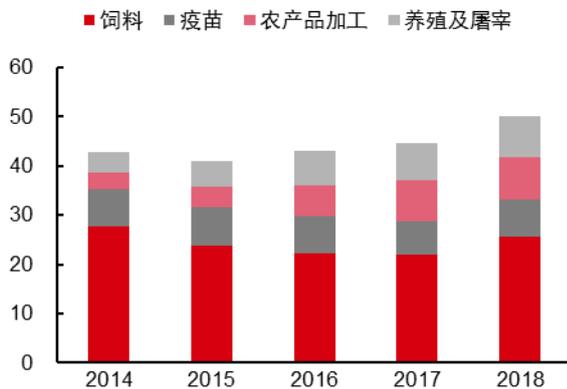
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 6：公司近五年归母净利及同比增速（亿元，%）



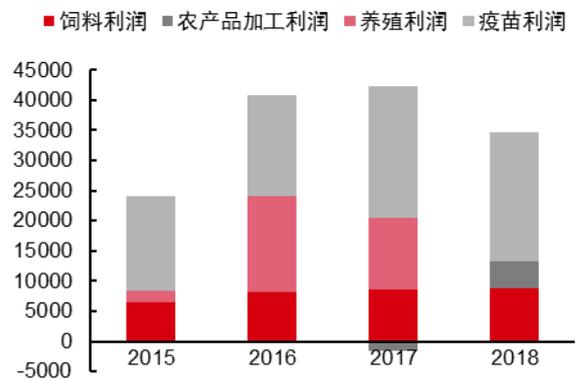
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 7：天康生物各板块业务收入占比（亿元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

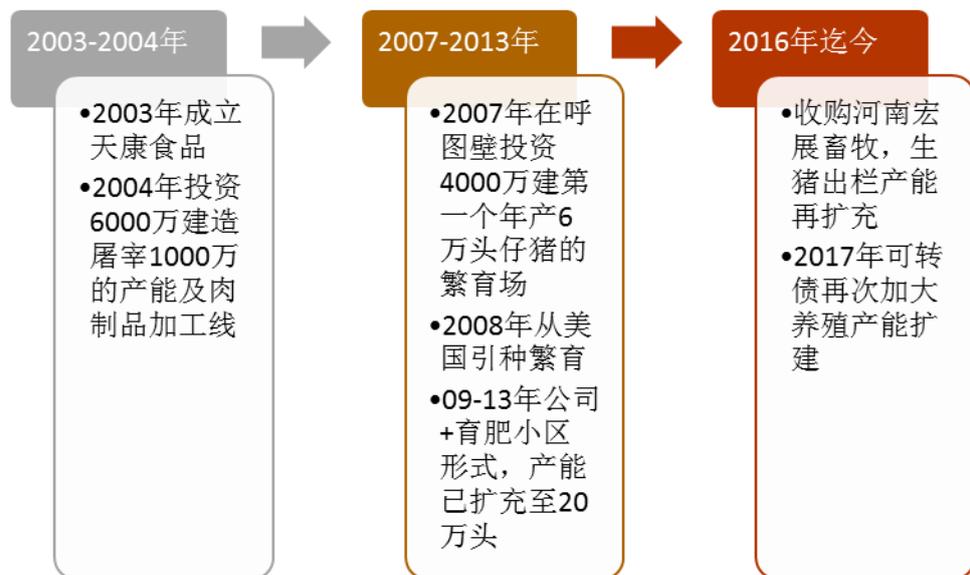
图 8：疫苗为公司稳定的利润来源（万元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

养殖布局近年加速。公司养殖布局由来已久，早在 2003-2004 年便建成有屠宰、肉制品加工基地，2007 年建成第一座仔猪厂，08 年开始从国外引种繁育。2016 年收购河南宏展，更是大大扩宽了生猪养殖产能。2018 年公司出栏生猪已达 65 万头，同比+33%。

图 9：天康生物养殖业务发展历程



资料来源：公司公告，中信证券研究部

■ 养殖：行业景气向上，公司出栏确定性强

母猪充裕，养殖布局新疆、河南，出栏确定性强

自繁自养为公司主要养殖模式。公司养殖产能主要分布在新疆和河南，2018 年公司 65 万出栏量中，新疆占比 2/3，河南占比 1/3。在新疆的养殖模式主要以自繁自养为主，河南由于受制于育肥场资源，过去主要以售卖仔猪为主，2018 年公司仔猪销售 18 万头，

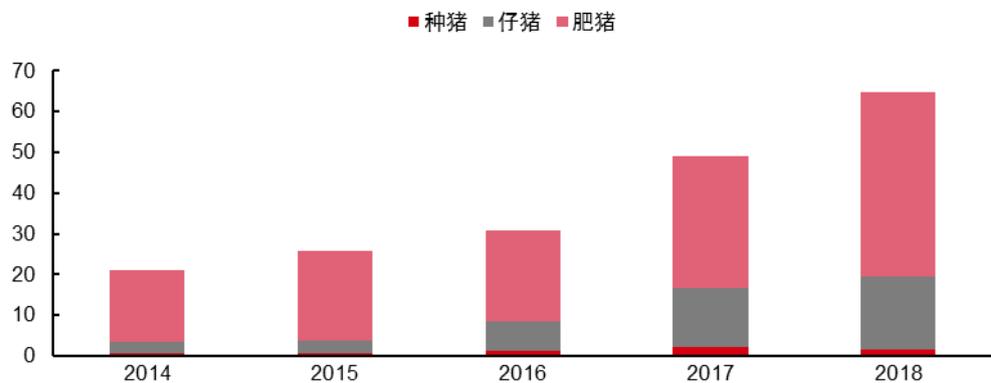
占比总销售 28%。随着近年来公司亦加大育肥场建设，预计未来自繁自养模式将进一步加大。

表 1：天康生物的主要养殖公司

子公司名称	主要经营地	业务性质
新疆中盛天康畜牧科技有限公司	新疆，五家渠	牲畜繁殖、销售；畜产品加工、销售
新疆润康缘养殖有限公司	新疆，五家渠	畜牧业（各类畜、禽养殖）
新疆天康畜牧科技有限公司	新疆，昌吉	种畜繁育及相关产品的销售
新疆天康原种猪育种有限公司	新疆，昌吉	生猪育肥及销售、养殖技术服务
玛纳斯天康畜牧科技有限公司	新疆，乌鲁木齐	仔猪、商品猪生产、销售
新疆芳草湖天康畜牧科技有限公司	新疆，昌吉	仔猪、生猪育肥及销售
河南宏展畜牧科技有限公司	河南，信阳	种畜繁育及相关产品的销售
河南天康宏展农牧科技有限公司	河南，汝州	生猪养殖、销售
汝南天康宏展农牧科技有限公司	河南，汝南县	生猪养殖、销售
汝南天康畜牧科技有限公司	河南，汝南县	种猪繁育与销售
新乡市天康宏展畜牧科技有限公司	河南，封丘县	生猪养殖、销售
平顶山天康宏展畜牧科技有限公司	河南，郟县	猪饲养与销售
河南华康农业科技有限公司	河南，遂平县	畜牧业（畜禽养殖）
甘肃天康农牧科技有限公司	甘肃，金昌市	仔猪、生猪育肥及销售；养殖技术咨询服务

资料来源：公司公告，中信证券研究部

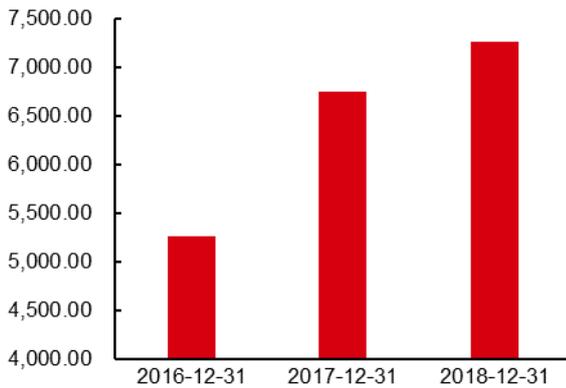
图 10：公司养殖出栏结构（万头）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

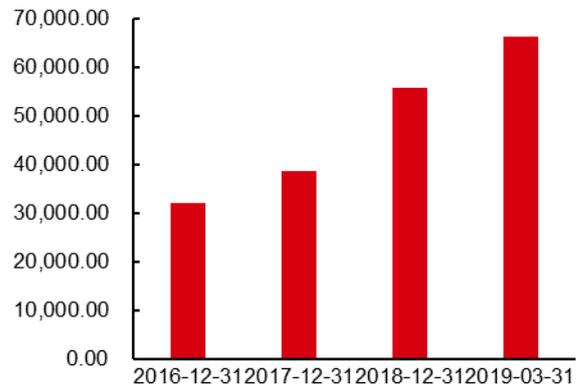
拥有核心种群，母猪资源有保障。2008 年 11 月公司原种猪场从美国引进新美系长白、大约克和杜洛克原种猪开始自行选种繁育。目前公司在新疆昌吉、河南信阳两个育种基地，核心产能约 5000 头（新疆 2600 头，河南 2400 头）。截止到 2019 年上半年，公司拥有能繁母猪 3.6 万头（新疆 3 万头，河南 6000 头），考虑到新疆现代原种猪场 9600 头母猪项目有望 2019 年竣工，河南募投资金新建的 3 个 5000 头母猪繁育场有望年底竣工，预计年底能繁母猪可达 6 万头（新疆 4 万头，河南 2 万头），以 25 的 psy 考虑，对应 2020 年出栏量至少约 150 万头。

图 11: 天康生物生产性生物资产金额 (万元)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

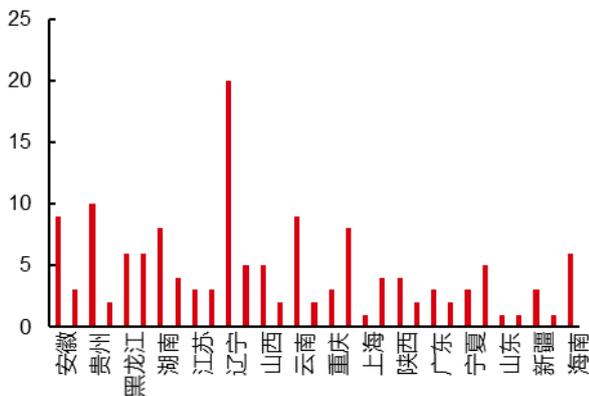
图 12: 天康生物在建工程金额逐年增长 (万元)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

目前产能以新疆为主, 疫情影响相对较小。作为全国养殖密度最低的省份之一 (29/31), 新疆年出栏生猪 495 万头 (排名 25/31), 草根及官方通报的非瘟疫情相对较少, 疫情整体可控。目前官方通报的 3 起疫情发生地分别为乌鲁木齐米东区、喀什地区的疏勒县和什城县, 而公司主要养殖基地在昌吉偏远地带, 以近三年列示的在建工程来看, 芳草湖、老龙河等在建项目基本距离米东疫点 50 公里以上, 距喀什疫点更是超 1000 公里。我们估计公司目前新疆产能暂无影响, 考虑到 19 年新疆 9600 头母猪项目投产, 预计 19/20 年公司新疆有望贡献出栏 70/100 万头。

图 25: 官方通报的疫情中新疆相对较少 (3 例)



资料来源: 中华人民共和国农业农村部, 中信证券研究部

图 26: 新疆养殖密度相对较低



资料来源: wind, 中信证券研究部

河南、甘肃产能在建, 20/21 年出栏有保障。公司 2016 年收购河南宏展, 宏展在河南约有 30 万头产能 (18 年释放约 20 万头), 主要分布在平顶山一带, 叠加 19 年新建 12 万头产能 (预计 20 年上半年投产), 预计平顶山产能满产可达 42 万头, 20/21 年至少可释放 20 万头/42 万头; 信阳已有约 15-20 万产能, 预计 20 年/21 年释放 8/15 万头; 驻马店的查山和龙井 17.2 万头项目年底也预计能达产, 叠加自有资金建有的部分项目于 9 月投产, 预计 20/21 年保守贡献 22/45 万头出栏。总体河南 20/21 年可望贡献 50/100 万头, 叠加甘肃还有 50 万头产能的中长期规划, 20 年项目达产 21 年释放。整体预计 2019/2020/2021/2022 年公司出栏产能为 90/150/215/250 万头。

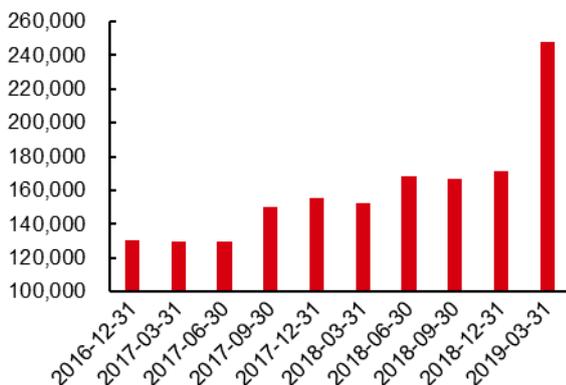
表 2: 公司可转债募投项目

在建项目	地点	产能规划	在建进度
新疆基地			
天康原种猪猪场项目	昌吉市农业科技园区	年产种猪 (20 公斤) 3 万头, 商品仔猪 9 万头	2018 年建设进度 93%
中盛天康猪场项目	兵团第六师共青团农场现代农业科技园区	年产商品仔猪 (7 公斤) 14.4 万头, 商品仔猪 (20 公斤) 9.6 万头	2019 年预计可达产
河南基地			
龟山分场项目	信阳市平桥区长台关乡王堂村	年产纯种猪 1.2 万头, 年产商品仔猪 4.8 万头, 袋装鲜精 10 万袋	18 年已达产
查山分场项目	河南驻马店市汝南县三桥镇殷店村	年产种猪 (60 公斤) 3.5 万头, 年产商品猪 3.5 万头	18 年底变更募投项目, 预计 19 年 9 月可达产
五里镇分场项目	信阳市平桥区五里镇柿园村	年产商品仔猪 13.16 万头	五里镇项目 18 年在建进度约 11%
龙井分场项目	河南驻马店市汝南县三门闸街道办事处大石庄村	年产商品仔猪 13.72 万头	18 年底变更募投项目, 预计 19 年 9 月可达产
河南汝州大程猪场一期项目		年出栏商品仔猪 12 万头, 年存栏 6.2 万头	19 年 7 月变更募投项目, 预计 2020 年上半年可投产
甘肃基地			
甘肃永昌猪场一期项目		年出栏生商品猪 12 万头, 年存栏 4.8 万头	预计 2020 年上半年可投产

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

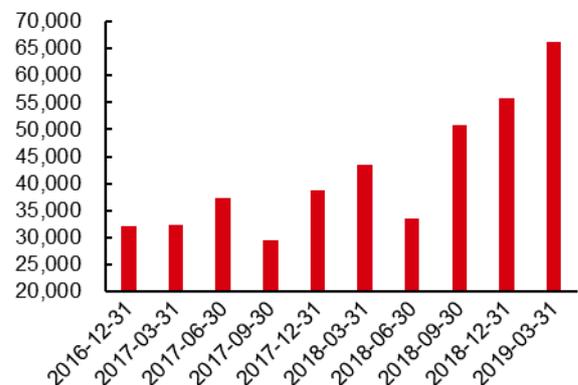
公司在建工程、固定资产数据亦显示如此。我们观测到公司 2016 年以来在建工程和固定资产增长迅速, 2017-2018 年 Q1, 公司在建工程同增 34%, 对应 2017-2018 年固定资产同增 32%。而 2018 年 Q2 开始在建工程大增, 到 2019 年 Q1 增长将近 100%, 考虑到其中 60% 为生猪养殖项目, 一般建设周期为 6 个月到 1 年, 我们预计 19 年全年固定资产将维持高位。2019 年 Q1 新增 7 亿固定资产, 对应生猪固定资产估计 4.2 亿, 以 700 元头均投资测算, 预计至少有望支撑 2020 年新增 60 万头出栏规划。

图 25: 2016-2019 年, 公司固定资产增长迅速 (万元)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 26: 2018 年 Q3 以来, 公司在建工程增长迅猛 (万元)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

表 3：天康生物近年生猪在建工程项目一览

	2015	2016	2017	2018	投资额
信阳种畜龟山分厂		7%	78%	100%	9000 万
信阳种畜五里镇分厂			24%	11.35%	18 年新增 7000 万至 9000 万
汝南天康分厂建设项目			1.70%		6000 万
汝南宏展畜牧建设项目				48.25%	1.5 亿
汝州猪厂改扩建		72%	99%	100%	约 7200 万
宏展农牧汝州育肥场项目				97.50%	约 108 万
老龙河猪场建设项目	100%				2353 万
老龙河三期		29%	76%		8905 万
昌吉天康圈舍改造		98%	100%		约 175 万
现代祖代猪场（9600 头） 建设项目		0.30%	5%	75.72%	9623 万
新疆天康原种猪现代祖代 场				92.04%	8509 万
芳草湖天康畜牧 20 万头 育肥场				27.79%	1.88 亿

资料来源：公司公告，中信证券研究部

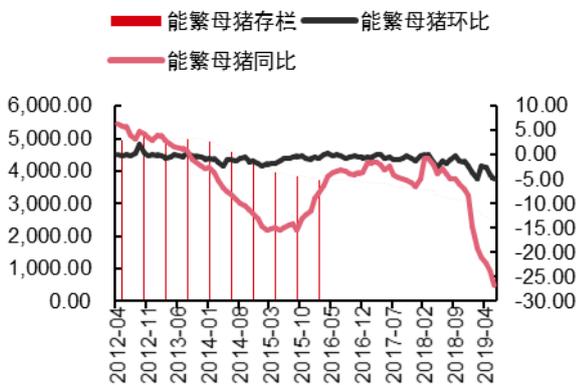
猪价快涨已启，公司业绩有望加速释放

产能去化仍在持续，周期景气有望持续。2018 年以来，行业二季度亏损、叠加非瘟疫情带来的调运受阻以及巨大损失，行业产能加速去化。两组数据验证产能去化幅度：1）农业农村部公布的能繁数据显示，2019 年 6 月，能繁母猪数据同比下滑 26.7%，环比下滑 5%。

2）180 家饲料企业数据显示，1-6 月仔猪料销售同比下滑 24.9%，母猪料销售同比下滑 24.7%。其中 6 月份仔猪料销售环比下滑 18.7%，同比下降 39%，母猪料销售环比下滑 10.6%，同比下降 29.7%，同比环比下滑幅度均创历史之最。

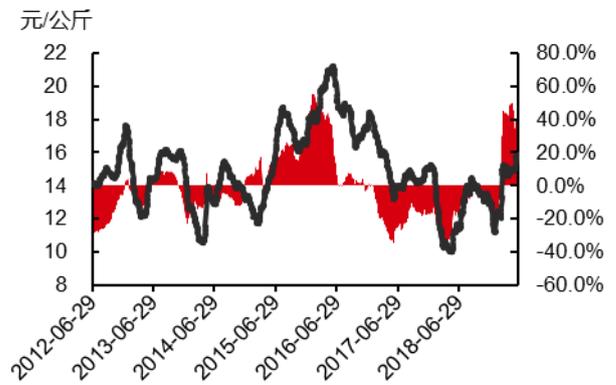
三季度以来，缺猪行情渐现，猪价启动快涨模式。截止到 2019 年 8 月 5 日，全国生猪均价 19.28 元，同比上涨 40%。考虑到历史上猪价一般于能繁母猪同比降幅缩窄后 12-14 个月后面见顶（前两次能繁母猪存栏同比降幅收敛分别是在 2010 年 9 月和 2015 年 4 月），结合此轮疫情严重下补栏信心和效果的不足，我们保守估计此轮猪价见顶最早将出现在 2020 年三季度，对应 2020 年全年猪价将高位运行。

图 13: 能繁母猪存栏自 2018 年 4 月起不断加速下滑 (左轴万头, 右轴%)



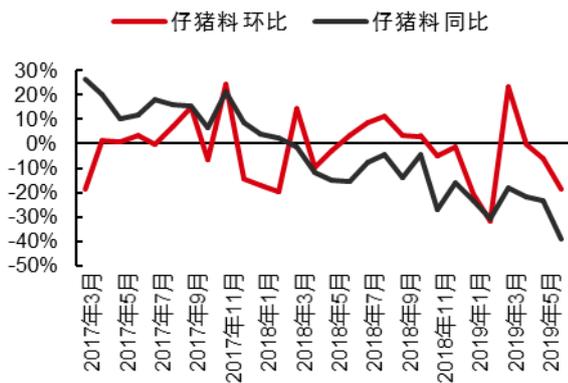
资料来源: wind, 中信证券研究部

图 14: 猪价自 2018 年 5 月起已见底回升



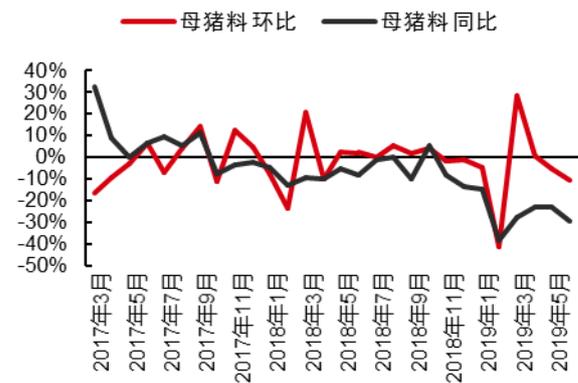
资料来源: 博亚和讯, 中信证券研究部

图 15: 6 月仔猪料同比环比下滑加剧



资料来源: 中国饲料工业协会, 中信证券研究部

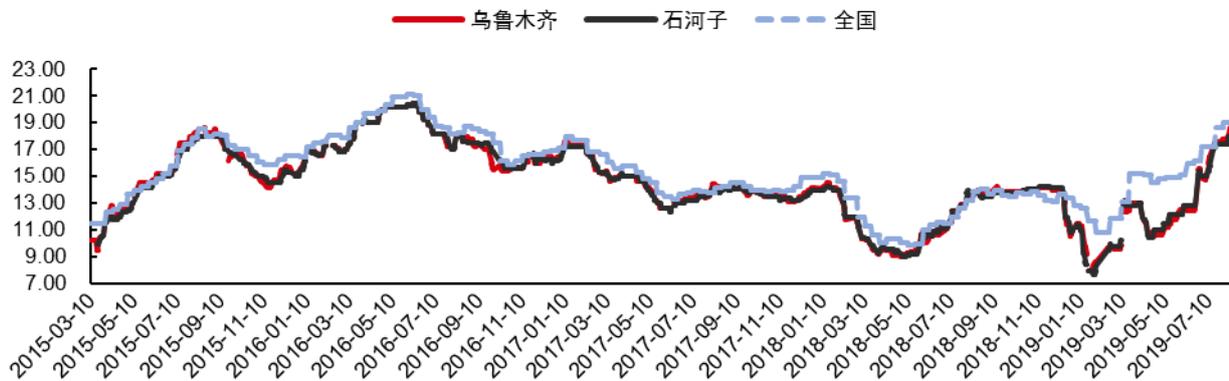
图 16: 6 月母猪料同比环比下滑加剧



资料来源: 中国饲料工业协会, 中信证券研究部

新疆猪价快启。历史上新疆生猪价格比内地约低 0.5 元/公斤, 2019 年以来由于非瘟对调运等的影响, 生猪价差拉大, 尤其在新疆出现疫情的 4-5 月, 价差一度高达 3.44 元/公斤。6 月下旬以来随着禁运的接触, 新疆猪价启动快涨模式, 7 月均价上涨 3.15 元/公斤, 与全国价格已经缩窄到 1.44 元/公斤, 目前仍有进一步缩窄的态势。而仔猪价格上涨更快, 由于新疆疫情相对稳定, 不少内地企业对新疆仔猪需求量大增, 近 1 月仔猪价格上涨 4.85 元/公斤, 涨幅居前。草根调研了解到, 新疆市场上公司 15 公斤仔猪目前头均利润 550 元, 已超肥猪。

图 17：新疆猪价和内地猪价高度相关（元/千克）



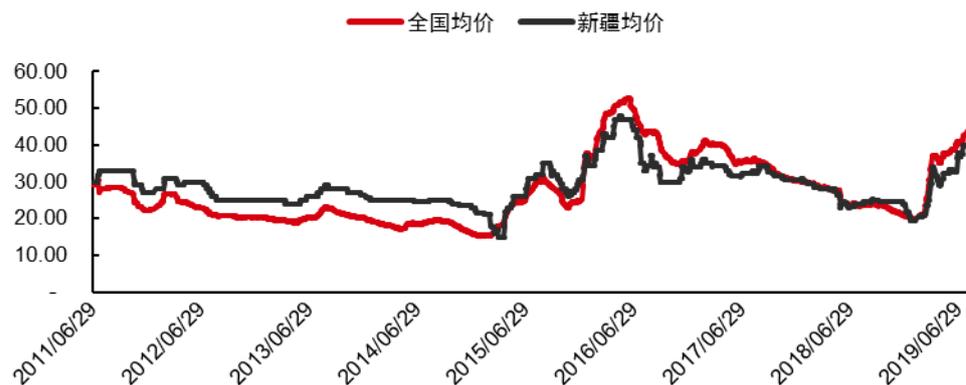
资料来源：wind，中信证券研究部

表 4：新疆猪价与全国生猪均价价差一览（元/千克）

	2014	2015	2016	2017	2018	2019.01	2019.02	2019.03	2019.04	2019.05	2019.06	2019.07
新疆生猪平均价格	13.34	14.48	17.71	14.26	12.25	9.52	9.75	11.94	11.36	11.75	13.31	16.46
全国生猪平均价格	13.19	15.20	18.36	14.81	12.58	11.70	11.90	14.50	14.80	14.97	16.47	17.90
价差	-0.15	0.72	0.65	0.55	0.33	2.18	2.15	2.56	3.44	3.22	3.15	1.44

资料来源：wind，中信证券研究部

图 18：新疆仔猪价内地猪价高度相关（元/千克）



资料来源：wind，中信证券研究部

表 5：新疆仔猪（20 公斤）价与全国均价价差一览（元/千克）

	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1 月	2019 年 2 月	2019 年 3 月	2019 年 4 月	2019 年 5 月	2019 年 6 月	2019 年 7 月
新疆仔猪平均	24.70	26.16	37.51	32.96	25.95	20.56	20.64	24.46	31.27	32.26	33.84	38.69

	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年 1月	2019年 2月	2019年 3月	2019年 4月	2019年 5月	2019年 6月	2019年 7月
价格												
全国 仔猪 平均 价格	22.69	27.47	42.68	36.04	25.48	20.27	21.01	26.95	36.36	37.56	39.57	41.99
价差	-2.01	1.31	5.16	3.08	-0.48	-0.28	0.36	2.48	5.09	5.30	5.73	3.30

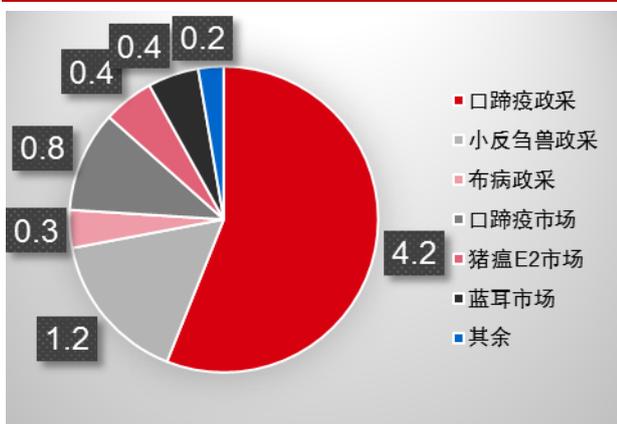
资料来源：wind，中信证券研究部

疫苗：政采龙头稳定，有望受益非瘟疫苗概念

政采龙头市占率稳定，加大市场苗发展

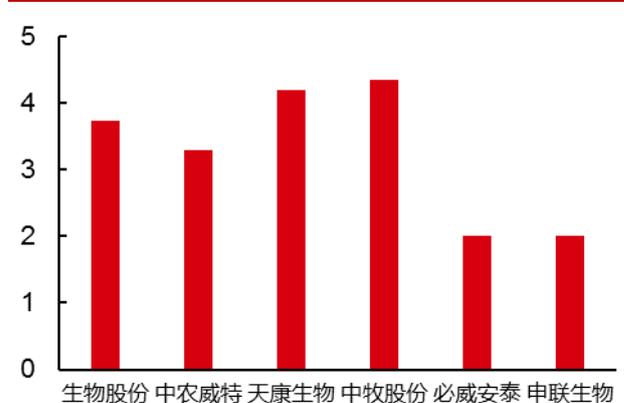
公司的疫苗业务前身是原新疆生物药品厂，2000年并入天康生物，是农业农村部在新疆唯一的兽用生物制品定点生产企业，是全国七家口蹄疫疫苗定点生产企业、2家小反刍兽疫苗定点生产企业、2家布病定点生产企业之一。2010年公司参股吉林冠界，间接获得高致病性禽流感牌照，更是使得公司成为行业内产品牌照最全的公司。目前公司拥有乌鲁木齐经济技术开发区口蹄疫疫苗、乌鲁木齐高新区北区猪系列疫苗、吉林梅河口市冠界生物禽流感悬浮培养疫苗的三大生产基地，天康制药（上海）、乌鲁木齐两大研发中心，进入全国兽用生物制品企业10强，其中口蹄疫疫苗政采市占率行业前2，市占率约20%-25%；小反刍兽疫苗和布病疫苗行业第一。

图 19：天康生物疫苗业务收入构成（亿元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

图 20：2018 年各公司口蹄疫政采业务收入（亿元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

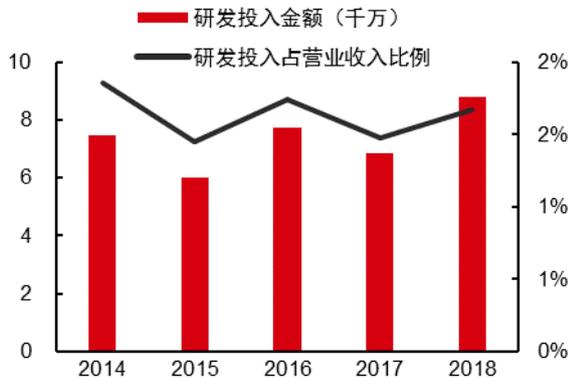
猪 OA+猪瘟 E2 上市助力市场苗销售。 尽管非瘟疫情下下游养殖行业加速产能去化，但我们认为公司市场苗相对影响较小：1) 公司口蹄疫猪 OA 二价苗于今年 3 月已上市，做为目前行业内仅有的 3 家能上市猪 OA 二价苗的企业，公司口蹄疫市场苗收入有望持平。2) 公司猪瘟 E2 疫苗为目前行业唯一一个能区分免疫和野毒感染的产品，加上终端猪场对猪瘟疫苗免疫率相对较高，预计也将维持稳定。而在公司不断的研发投入下，公司也有了一定的在研产品储备，后续还有圆支二联、小反刍兽-山羊疫二联苗等产品面世。

表 6: 公司近年来重大产品一览

产品名称	产品特点	目前状态
猪瘟病毒 E2 重组杆状病毒灭活疫苗 (Rb-03 株)	1、可区分疫苗免疫和野毒感染产生的抗体, 可用于猪瘟病毒的净化。2、具有良好的安全性, 不存在因突变或与野毒发生重组使其毒力返强的危险。3、对妊娠母猪是安全的, 在妊娠期间免疫母猪可为仔猪提供高水平的母源抗体, 可持续 70~84 日。4、猪瘟病毒 E2 的有效蛋白含量高, 不受母源抗体的影响。	2017 年 12 月取得新兽药证书, 2018 年 3 月获得生产批文
猪口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗 (OHM/02 株 +AKT-III 株)	1、种毒的优势: 该疫苗选用 O 型口蹄疫 OHM/02 株作为生产毒株, 与口蹄疫流行毒株 O/HB/07-4 株、OR/80 株、O/XJ/10-11 株和 ORZ/93 株的交叉保护试验表明, 该毒株制备的灭活疫苗半数保护量均在 6 个 PD50 以上。该疫苗选用 A 型口蹄疫 AKT-III 株作为生产毒株, 效力试验显示, 该毒株制备的灭活疫苗可以抵抗 A 型口蹄疫病毒 XJNC/2010 株的攻击, 保护效力远高于国标的 6 个 PD50。2、生产工艺的优势: 使用无血清悬浮培养工艺, 可以有效的控制每一批疫苗质量的稳定性, 降低总蛋白含量, 增资料来源: 中信证券研究部大抗原纯度。	已上市, 为目前行业仅有的 3 家能上市猪 OA 二价疫苗的企业
猪支原体肺炎灭活疫苗 (CJ 株)	: 1、菌株培养时间短, 在无细胞培养基中培养 2~3 日, 含菌量不低于 1.0x10 ⁹ CCU/ml; 2、菌株是从国内商品猪上分离得到的, 对商品仔猪具有良好的免疫原性; 3、使用甲醛灭活, 灭活时间短, 且兼顾了防腐作用, 减少了用量以及对动物的不良反应; 4、使用氢氧化铝胶作为佐剂, 安全, 副作用小, 制苗时间短, 方法简便; 5、疫苗安全有效, 对商品仔猪的保护效力与进口灭活疫苗无显著差异; 6、疫苗通过肌肉注射, 操作方便, 易于推广。	2017 年 8 月取得新兽药证书, 9 月获得生产批准文号。
猪口蹄疫 O 型三组分合成肽疫苗 (多肽 TC98+TC93+TC07)	该疫苗抗原覆盖了缅甸 98 谱系毒株、中国毒谱系的老毒株和泛亚谱系毒株。该疫苗不使用活毒生产, 生物安全性好; 免疫注射几乎没有副反应, 对免疫动物具有良好的安全性; 抗原含量精确, 免疫效果稳定; 可将免疫动物和自然感染动物进行鉴别。	2017 年 1 月该疫苗已取得新兽药证书, 2 月获得批文。
牛病毒性腹泻/黏膜病灭活疫苗 (NM01 株)	牛病毒性腹泻/黏膜病灭活疫苗 (NM01 株) 是用牛病毒性腹泻病毒 NM01 株接种 MDBK 细胞培养, 收获培养物灭活后与矿物油佐剂按一定比例混合乳化制成, 用于预防牛病毒性腹泻/黏膜病。	已取得新兽药证书和生产批准文号。

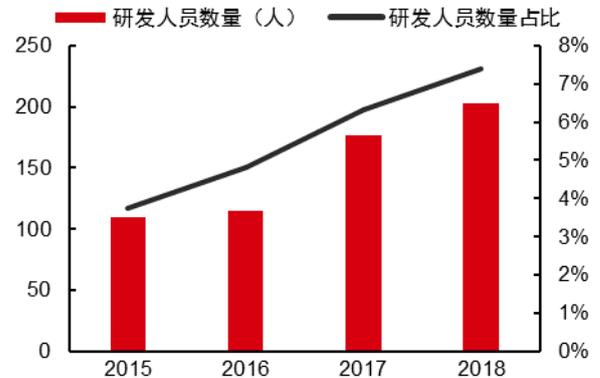
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 21: 公司研发投入及占比



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 22: 公司研发人员数量及占比



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

表 7: 公司后续储备的猪苗产品

产品名称	产品特点	目前状态
猪圆环病毒 2 型-猪支原体肺炎二联灭活疫苗	1、抗原的表达量较高, 能高效诱导机体产生良好的体液免疫与细胞免疫。2、具有良好的安全性, 接种后不会发生急性、持续或潜伏感染。3、疫苗不受母源抗体的影响, 免疫猪群生长发育良好、整齐度高。对商品仔猪的保护效力与进口灭活疫苗无显著差异。4、免疫程序只需注射一次 (目前均为注射二次), 减少人力, 降低猪应激。5、复合型佐剂可有效地提高疫苗的细胞免疫和体液免疫水平, 且通针性好便于注射, 易于推广。	2018 年 6 月该疫苗已申报新兽药注册, 2019 年 3 月参加初次评审。
猪传染性胸膜肺炎基因工程亚单位灭活疫苗	该疫苗用基因工程方法获取抗原制备亚单位疫苗, 利用大肠杆菌表达系统, 获得了表达优势流行菌株免疫原性蛋白 (毒素蛋白和外膜脂蛋白) 的重组菌株, 由 3 株大肠杆菌重	农业部已于 2017 年 1 月批准该疫苗的临床试验

请务必阅读正文之后的免责条款部分

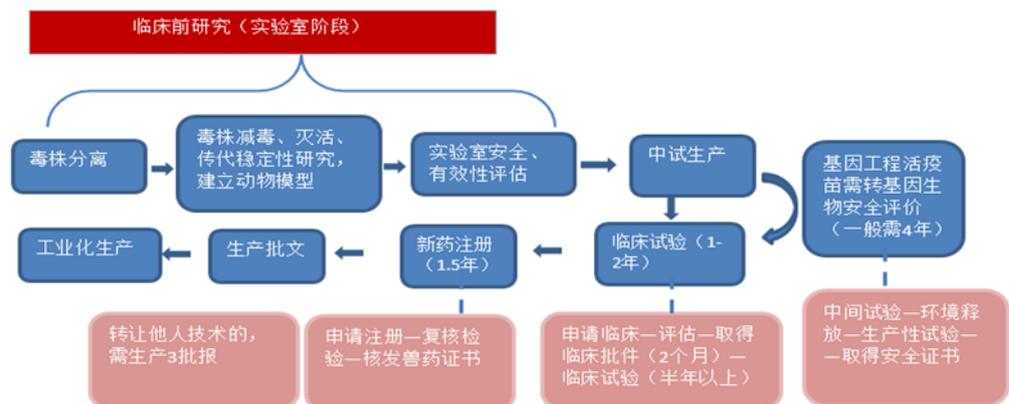
产品名称	产品特点	目前状态
苗 (rApxII、rOml-1、rOml-7)	组表达菌株组成，可高效表达猪传染性胸膜肺炎毒素蛋白和外膜脂蛋白，通过对表达蛋白精确定量，抗原配比稳定精准，可预防血清 1 型和 7 型（国内优势流行菌株）的胸膜肺炎放线杆菌感染，对其他血清型也有不同程度的交叉保护，可产生持续 6 个月的有效免疫。采用进口油佐剂，安全性能优良，副作用小。	验，2018 年 2 月 申报新兽药注册，现正在初审阶段。
猪口蹄疫 O 型、A 型二价合成肽疫苗	该疫苗是以口蹄疫 O 型病毒 Mya/98 株与 A 病毒 GD/A 株的 VP1 结构性蛋白 129~213 位氨基酸序列为基础，连接人工辅助性 Th 序列制备而成。经试验证明该抗原可以产生有效的抗体应答效果，在免疫猪后可以抵抗 O 型和 A 型口蹄疫病毒的攻击。该疫苗生产不使用活毒，生物安全性好；免疫注射几乎没有副反应，对免疫动物具有良好的安全性；使用先进的全自动合成仪进行多肽抗原是合成，并经过后期的纯化处理，保证抗原纯度高、含量稳定、免疫效果好。实验室制备的三批次疫苗及中试生产的 5 批次疫苗，动物试验结果均表明，对免疫动物安全，免疫后 28 日即可产生足够的抗体，能有效抵御 O 型和 A 型口蹄疫病毒的攻击	已申报临床试验
牛口蹄疫 O 型、亚洲 1 型二价合成肽疫苗（多肽 7101+7301）	该产品是以牛口蹄疫 O 型病毒株与亚洲 1 型病毒株 VP1 结构性蛋白氨基酸序列为基础，连接人工辅助性 Th 序列制备而成。经试验证明人工 Th 表位刺激抗原对于外源病原体，可以产生有效的抗体应答效果，该疫苗在免疫牛、羊后可以抵抗 O 型和 Asia1 型口蹄疫病毒的攻击。该疫苗不使用活毒生产，生物安全性好；免疫注射几乎没有副反应，对免疫动物具有良好的安全性；抗原含量精确，免疫效果确实	2019 年 1 月 29 日获新兽药证书
牛布氏杆菌病活疫苗（A19-Δ VirB12 株）	该疫苗以我国布氏杆菌病活疫苗株（A19 株）为亲本株，应用基因同源重组方法，构建含有缺失布鲁氏菌四型分泌系统中 VirB12 基因的自杀质粒，将该自杀质粒电击转化至 A19 疫苗株中，筛选发生同源重组而缺失 VirB12 基因的布鲁氏菌 A19-Δ VirB12。	2018 年 12 月已完成复核检验，预计 2019 年 6 月取得新兽药证书。
小反刍兽疫、山羊痘二联活疫苗（Clone9 株+AV41 株）	本项目是国内乃至国际上首个开展“小反刍兽疫--羊痘二联活疫苗”研究的项目。羊痘病毒抗原生产改用传代细胞培养，提高了抗原含量，减低污染和杂蛋白，安全性提高，免疫效果更好。	2018 年 12 月已完成复核检验，预计 2019 年取得新兽药证书。

资料来源：公司公告，公司中信证券研究部

有望受益非瘟疫苗概念

目前官方披露的哈兽研的非瘟疫苗仍在研，实验室显示有一定的保护效果，后续还需经历中试-临床-新兽药注册-生产批文等阶段。公司在 2018 年底与哈兽研签订了战略合作协议，一旦疫苗研发成功，考虑到历史上公司较强的产业化能力和较高的生产水平（公司三级防护标准的厂房建设已经启动），我们认为公司有一定概率获得生产批文。

图 23：疫苗产品从研发到上市的整个过程



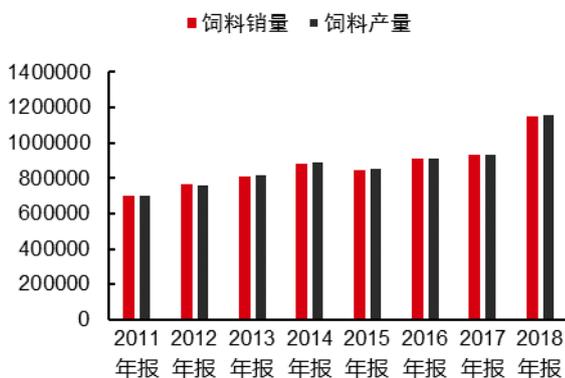
资料来源：中国兽药协会，中信证券研究部

■ 饲料：销量稳中有增，成本具备相对优势

预计 19/20 年饲料销量稳中有增

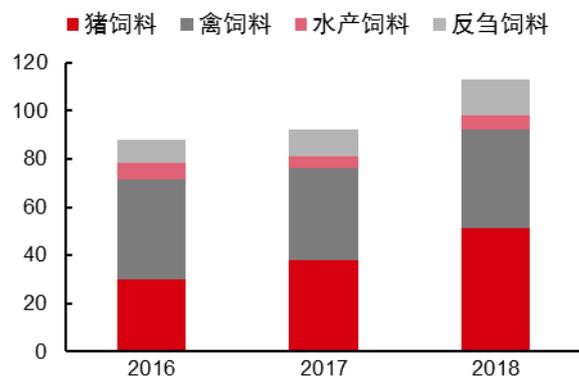
预计 19/20 年饲料销量稳中有增。公司目前饲料主要由新疆天康饲料科技和河南宏展两个主体运营，旗下 20 多家饲料厂主要分布在新疆、河南、辽宁、甘肃及周边地区，新疆占比 66%，河南占比 34%，其余地区占比 1%。2018 年随着公司 5 家基地建成完工，饲料产能亦扩增至 200 万吨。2019-2020 年在禽料持续景气以及内销猪料带动下，我们预计公司 2019/2020 年饲料业务均将有一定增长。

图 24：公司饲料业务产量销量情况（吨）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 25：天康生物不同饲料品类近三年销量情况（万吨）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

表 8：公司饲料业务详细拆分

万吨	2018	2019E
新疆自用	12	24
新疆外销	20	18
禽料	25	30
水产	5.8	5.8
反刍	14.46	14.46
新疆合计	77.26	92.26
河南猪料内销	8	8
河南猪料外销	13	10
河南禽料	16	19.2
河南合计	37	37.2
合计	114.26	129.46

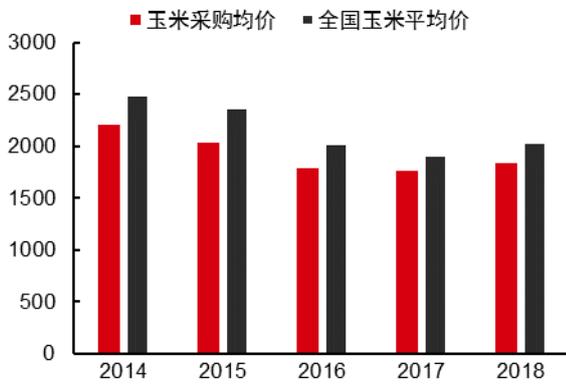
资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

布局原料采购，饲料板块盈利性有望再提升

新疆原料采购价格较低，公司饲料毛利率相对有优势。公司饲料成本 70% 来自玉米，而玉米采购主要来自当地（新疆年产玉米 773 万吨，占比全国玉米年产约 3%）。新疆区域玉米价格较全国有一定的比较优势。平均比较下来，公司采购价较全国玉米均价约低 200

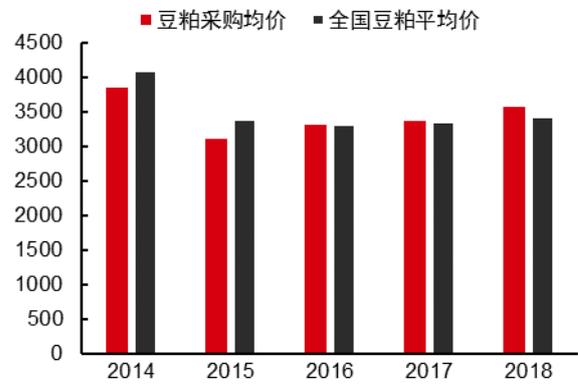
元/吨。原料成本优势,使得公司饲料毛利率持续领先行业,2017 年公司饲料毛利率约 15%,处于行业前列。

图 26: 公司玉米采购均价与全国玉米批发价对比 (元/吨)



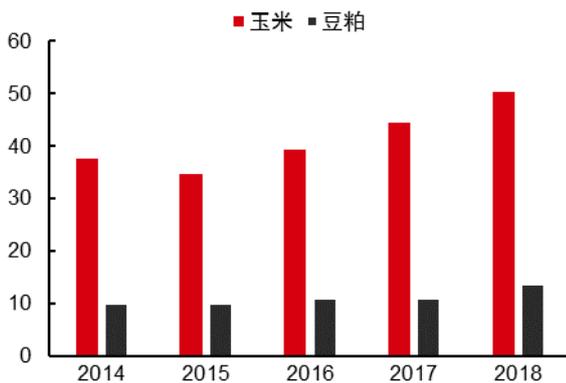
资料来源: 公司公告, Wind, 中信证券研究部

图 27: 公司豆粕采购均价与全国豆粕平均价对比 (元/吨)



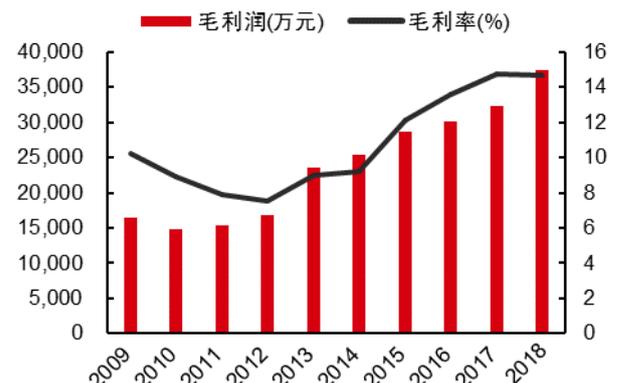
资料来源: 公司公告, Wind, 中信证券研究部

图 28: 近年来公司玉米豆粕采购量 (万吨)



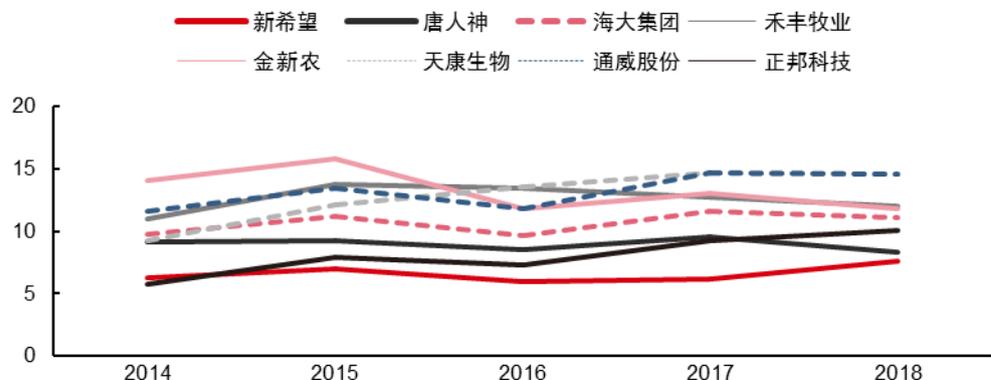
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 29: 近年来公司饲料板块毛利率稳定提升



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 30: 公司饲料毛利率 15%, 居于行业前列

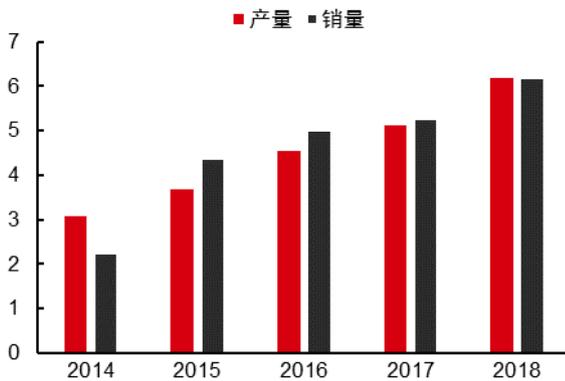


资料来源: wind, 中信证券研究部

投资天康汇通，上游布局原料。2018年8月，公司与塔城汇通、塔城金花、丝路绿乡签订合作协议，以现金增资或股份受让形式持有天康汇通51%的股权。通过此次合作，公司成为新疆最大的玉米收储及销售企业，通过进一步的资源整合占据新疆玉米50%以上的份额。一方面可降低饲料成本，另一方面可深入玉米产业链各个环节（收购、烘干、仓储、销售环节逐步进入到物流、农资、服务环节），探索新的利润增长点。

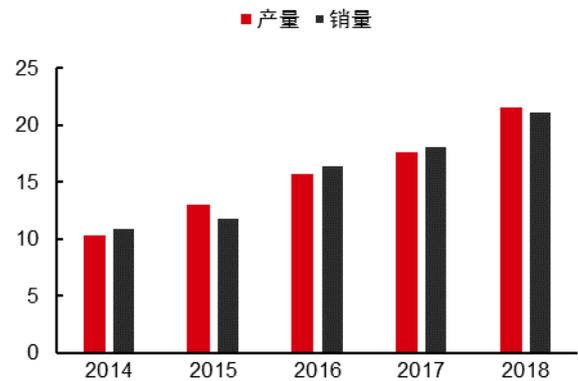
此外，公司农产品加工业务也稳定贡献利润。公司农产品加工板主要包括毛油和粕类的加工，近年来毛油、粕类销量稳定增加，我们预计未来也将维持稳定。

图 31：近年来公司毛油产销情况（万吨）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 32：近年来公司粕类产销情况（万吨）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

■ 风险因素

非瘟疫情进一步加剧、复产不及预期、竞争加剧。

■ 估值及投资评级

公司生猪出栏快速增长，疫苗、饲料稳定，我们认为对公司采取相对估值较为合理。

受非瘟影响，公司疫苗业务预计 2019/2020 年收入增长-15%/+10%，考虑到 2019 年技术转让费的正向贡献，预计整体利润贡献和 2018 年持平；饲料板块受禽料增长、猪料内销带动，我们预计 2019/2020 年收入+10%/15%；农产品加工板块有望维持稳定。预计 2019 年公司疫苗经常性业务贡献 1.86 亿，给予疫苗板块 30 倍 PE 估值（目前疫苗行业估值多在 30-40 倍间）对应 56 亿市值；预计 19 年饲料和农产品加工板块贡献 1.2 亿利润，给予 10 倍市值，对应饲料和农产品加工板块 12 亿市值，整体非养殖板块对应 68 亿市值。

表 9：天康生物各业务利润拆分

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
养殖出栏(万头)		66.00	90.00	150.00	212.00
养殖均价(元/千克)		12.60	17.44	19.33	17.85
养殖成本(元/千克)	13.30	12.70	14.00	13.50	13.25

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
养殖理论利润 (万元)	11928.00	-759.00	27280.00	77000.00	85817.60
疫苗收入 (万元)		74825.19	65327.66	70487.56	77727.99
利率		28.53%	28.53%	28.53%	28.53%
疫苗贡献利润 (万元)	21818	21,346.00	18,636.56	20,108.57	22,174.11
饲料收入 (万元)	220011.78	256203.72	243393.53	267732.89	294506.17
净利率	3.89%	3.42%	3.05%	3.45%	3.55%
饲料贡献利润 (万元)	8562	8766.00	7423.50	9236.78	10454.97
蛋白收入 (万元)	84353.78	84353.78	84353.78	84353.78	84353.78
植物蛋白贡献利润 (万元)	-1496.95	4524.04	4524.04	4524.04	4524.04
其余非经常性损益 (万元)			3431.00	1500.00	1500.00
总利润 (万元)		33,877.04	61,295.11	112,369.39	124,470.72

资料来源：公司年报，中信证券研究部预测

生猪养殖板块，公司布局新疆低疫情领域，出栏确定性强。目前公司新疆完全成本约 13.5 元，我们假设几种出栏情况和猪价下测算公司 2020 年养殖的盈利。假设 1) 出栏 112 万头（新疆 100 万头，河南按目前进度月出栏 1 万头测算），2) 出栏 150 万头（新疆 100 万头，河南 50 万头），3) 出栏 200 万头（新疆 100 万头，河南 100 万头），生猪均价按 19-21 元/公斤，仔猪占比 1/3 测算，预计公司 2020 年生猪盈利约 5 亿-12 亿，比较中性的判断约实现盈利 8 亿。

目前养殖板块仅对应 30 亿市值，对应 2019/2020 年出栏仅 3333/2000 头均市值，估值相对低位，给予 2020 年 10 倍 PE（头均利润 600 元），对应养殖板块市值 90 亿，合计市值 158 亿，目标市值对应 61% 上升空间，对应目标价 15.63 元。维持“买入”评级。

表 10：不同出栏假设下公司 2020 年盈利预测情形

猪价 (元/公斤)	出栏 (万头)	112	150	200
19		50306.66667	67375	821455055.6
20		59453.33333	79625	106166.6667
21		68600	91875	122500

资料来源：中信证券研究部测算

表 11：可比公司头均市值情况

	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	当前 市值	其余业 务利润	其余业 务市值	生猪业 务市值	头均市值 (2019)	头均市值 (2020 年)
温氏 股份	1535	1713	1904	2230	2400	2800	2188	16	320	1868	7785	6673
牧原 股份	192	311	724	1101	1250	1700	1517	0	0	1517	12134	8922
正邦 科技	158	226	342	551	700	900	439	2	30	409	5843	4545
天邦 科技	42	58	101	217	300	450	155	1	20	135	4494	2996
唐人 神	7	14	54	80	110	240	98	2.5	37.5	61	5527	2533
天康 生物		33	49	64	90	150	98	3.3	66	32	3512	2107

资料来源：wind，中信证券研究部预测

表 12：天康生物盈利预测表

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,630.03	5,273.03	5,701.91	7,284.34	8,480.39
营业收入增长率 YoY	4%	14%	8%	28%	16%
净利润(百万元)	407.15	313.73	617.60	1,145.19	1,280.24
净利润增长率 YoY	4%	-23%	97%	85%	12%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.42	0.33	0.61	1.14	1.27
毛利率	23%	21%	25%	28%	29%
净资产收益率 ROE	13.64%	9.77%	15.88%	23.51%	21.91%
每股净资产（元）	3.10	2.05	4.04	5.06	6.07
PE	26	33	17	9	8
PB	3	5	3	2	2

资料来源：wind，中信证券研究部预测

利润表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	4,630	5,273	5,702	7,284	8,480
营业成本	3,547	4,163	4,289	5,233	5,984
毛利率	23.40%	21.04%	24.77%	28.17%	29.44%
营业税金及附加	18	21	20	28	32
销售费用	274	313	319	328	466
营业费用率	5.91%	5.93%	5.60%	4.50%	5.50%
管理费用	340	302	314	364	509
管理费用率	7.34%	5.73%	5.50%	5.00%	6.00%
财务费用	22	74	65	28	30
财务费用率	0.47%	1.40%	1.15%	0.38%	0.36%
投资收益	(5)	11	30	33	36
营业利润	426	333	654	1,243	1,383
营业利润率	9.20%	6.32%	11.47%	17.06%	16.31%
营业外收入	4	2	22	2	2
营业外支出	1	1	3	2	2
利润总额	429	334	673	1,243	1,383
所得税	25	33	67	124	138
所得税率	5.79%	9.97%	9.97%	9.97%	9.97%
少数股东损益	(3)	(13)	(12)	(26)	(35)
归属于母公司股东的净利润	407	314	618	1,145	1,280
净利率	8.79%	5.95%	10.83%	15.72%	15.10%

现金流量表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	429	334	673	1,243	1,383
所得税支出	-25	-33	-67	-124	-138
折旧和摊销	189	225	156	166	126
营运资金的变化	6	-1,797	1,036	-646	-696
其他经营现金流	50	92	36	-5	-6
经营现金流合计	649	-1,178	1,834	634	669
资本支出	-585	-593	-203	-181	-121
投资收益	-5	11	30	33	36
其他投资现金流	44	-207	0	0	0
投资现金流合计	-546	-789	-173	-148	-85
权益变化	5	12	200	0	0
负债变化	3,068	5,129	-1,923	564	161
股利支出	-96	-96	-96	-162	-308
其他融资现金流	-2,130	-2,794	-107	-28	-30
融资现金流合计	846	2,251	-1,927	374	-177
现金及现金等价物净增加额	950	283	-266	860	407

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

资产负债表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,814	2,148	1,882	2,742	3,148
存货	901	2,502	1,603	2,143	2,761
应收票据及应收账款	198	286	252	343	411
其他流动资产	662	922	930	1,076	1,194
流动资产	3,575	5,858	4,667	6,303	7,514
固定资产	1,557	1,715	1,628	1,540	1,451
长期股权投资	44	51	51	51	51
无形资产	164	166	166	166	166
其他长期资产	532	720	855	958	1,042
非流动资产	2,297	2,651	2,699	2,714	2,709
资产总计	5,873	8,509	7,366	9,017	10,223
短期借款	832	2,675	752	1,316	1,477
应付票据及应付账款	186	202	209	261	294
其他流动负债	745	669	775	853	929
流动负债	1,763	3,547	1,736	2,430	2,699
长期借款	0	600	600	600	600
其他长期负债	1,055	1,083	1,083	1,083	1,083
非流动性负债	1,055	1,683	1,683	1,683	1,683
负债合计	2,818	5,230	3,420	4,113	4,383
股本	963	963	963	963	963
资本公积	566	577	777	777	777
归属于母公司所有者权益合计	2,986	3,210	3,889	4,872	5,844
少数股东权益	69	69	58	32	-3
股东权益合计	3,055	3,279	3,947	4,903	5,841
负债股东权益总计	5,873	8,509	7,366	9,017	10,223

主要财务指标

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	4.18%	13.89%	8.13%	27.75%	16.42%
营业利润	9.93%	-21.73%	96.33%	89.98%	11.28%
净利润	3.72%	-22.95%	96.86%	85.43%	11.79%
毛利率	23.40%	21.04%	24.77%	28.17%	29.44%
EBITDA Margin	13.76%	11.98%	15.88%	20.09%	18.56%
净利率	8.79%	5.95%	10.83%	15.72%	15.10%
净资产收益率	13.64%	9.77%	15.88%	23.51%	21.91%
总资产收益率	6.93%	3.69%	8.38%	12.70%	12.52%
资产负债率	47.98%	61.47%	46.42%	45.62%	42.87%
所得税率	5.79%	9.97%	9.97%	9.97%	9.97%
股利支付率	23.66%	30.71%	26.30%	26.89%	27.97%

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas, LLC (下称“CLSA Americas”) 除外) 分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (公司注册编号：198703750W) 分发；在欧盟由CLSA (UK) 分发；在印度由CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc. (菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员) 分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas 除外) 仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问)，仅向新加坡《证券及期货法》s.4A (1) 定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd. (电话：+65 6416 7888)。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。