

从两大市场、三条逻辑解读疫苗行业拐点

农林牧渔行业

推荐 维持评级

核心观点:

- **招采苗提价带动规模回升。**随着政府对疫苗质量的重视,有采取优质优价策略的趋势。2019年开始,我国招采苗价格提升幅度显著。从部分省份招采价格变化来看,相比于2018年,2020年春防招采价格禽流感疫苗提价50%以上,口蹄疫疫苗提价幅度不等,但可以看出价差很大。招采苗市场规模由量和价决定,量呈现底部向上缓慢恢复状态,价呈现大幅上涨态势,将显著提升招采苗市场规模。
- **市场苗扩容的双线逻辑。**
 - 1、**必选疫苗:后周期下的销量上行与后疫情时代的渗透率提升。**动物疫病中存在着一类高传染性、高致命性疫病,该类疫病对于养殖场的危害极大。目前除非洲猪瘟外,典型生猪高危疫病主要有口蹄疫、猪瘟、伪狂犬、以及蓝耳等。1)存栏量回升带动必选疫苗消费量提升。根据国家统计局、中国政府网数据,20Q1末我国能繁母猪、生猪存栏量为2164万头、2.35亿头,季度环比+5.8%、+3.98%。能繁母猪存栏量持续增长支撑未来生猪存栏回升。一般不论猪价高低,养殖户都会给生猪使用必选疫苗,必选疫苗消费量随着生猪存栏量的回升而增加。2)行业集中度与规模化提高利好市场苗渗透率提升。19年生猪养殖行业CR3为6.35%,CR10为9.4%,行业集中度依旧偏低。养殖集团加速圈地扩张,产能将于未来陆续释放。各大规模养殖场对于场内生物安全要求明显高于散养户,愿意支付更高价格采购优质疫苗。因此行业集中度与规模化的提升,将促使市场苗渗透率提升。
 - 2、**可选疫苗:存栏边际上行叠加养殖利润高位下的爆发式增长。**生猪疫病中存在部分传染面较小、传播速度较慢、致死率不高的动物疫病,如猪圆环、链球菌、副猪嗜血杆菌、猪丹毒等。防疫费与生猪头均利润呈同向变动关系。20Q1自繁自养与外购仔猪养殖利润分别为2616元/头、1909元/头,处历史高位。养殖户对成本敏感度相应减小,对生物安全的重视程度不断提升,疫苗成本的投入预算大幅提升,大部分养殖户选择增加可选疫苗免疫程序。在头均利润高位、生猪存栏边际上行的背景下,可选疫苗销量高弹性。
- **拐点来临,开启后周期增长行情。**2019年以来,受周期、非洲猪瘟疫情等因素影响,疫苗作为后周期板块受影响较大,业绩受到严重拖累。19年疫苗板块整体营业收入合计108.39亿元,同比-4.41%;毛利率41.58%,同比-2.18pct;净利率11.43%,同比-4.79pct;行业ROE下降4.79pct至6.52%。疫苗板块处于底部。受益于上游生猪存栏逐步恢复,20Q1板块营收29.46亿元,同比+17%;净利率19.86%,同比+1.64pct。我们认为上游存栏的边际好转将会带动兽用疫苗等后周期板块的景气度提升,行业逐步走出至暗时刻,迎接拐点到来。
- **投资建议:**我们建议关注中牧股份(600195),招采提价以及渗透率提升显著受益者;普莱柯(603566),可选疫苗高弹性标的叠加禽苗高增长;天康生物(002100),招采苗收入回归,市场苗高增长;生物股份(600201),口蹄疫疫苗龙头,重回快增长之路确定性高。
- **风险提示:**下游养殖存栏或低于预期的风险,行业政策的风险等。

分析师

谢芝优

☎: 010-68597609

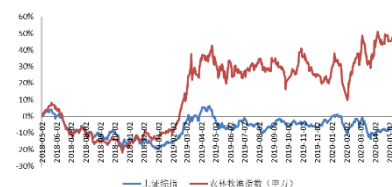
✉: xiezhiyou_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130519020001

相关研究

- 1、2019.3.1 “读懂猪周期”系列深度报告二:天康生物(002100.SZ):享周期弹性与成长潜力的养殖全产业链企业
- 2、2020.3.30 生物股份(600201.SH):业绩处于底部,静待拐点来临
- 3、2020.4.20 中牧股份(600195.SH):19年业绩下行,静待后周期行情绽放
- 4、2020.4.29 普莱柯(603566.SH):Q1业绩高增长,疫苗春天或来临
- 5、2020.4.29 天康生物(002100.SZ):生猪板块表现亮眼,后周期板块值得期待

相对上证综指表现图



资料来源:Wind, 中国银河证券研究院

投资概要:

研究框架及主要结论:

本报告包括两大方面。一方面阐述疫苗行业未来增长逻辑,分为招采苗和市场苗两个角度。招采苗主要得益于招采价格提升,市场规模得以回升。市场苗扩容存在双线逻辑,其一针对必选疫苗,下游生猪存栏回升叠加集中度、规模化程度提升带来的渗透率提升,带动疫苗销量回升;其二针对可选疫苗,高利润背景下养殖户疫苗消费支出敏感度低,会加大可选疫苗消费保证生猪出栏,叠加存栏边际好转,呈现快速增长状态。

另一方面分析疫苗行业财务指标状态,包括营收、毛利率、净利率、ROE等,呈现19年行业萎靡、20Q1边际好转状态。同时分别解读六家上市疫苗企业各自发展状态,并给出投资建议。

我们与市场不同的观点:

市场普遍忽视招采苗提价带来的机会,且部分忽视高利润背景下可选疫苗潜在的高弹性。我们从两大市场、三个角度阐明了疫苗市场的潜在机会,且从疫苗行业内部再度分类,剥离出潜在高弹性标的。

投资策略:

本文从招采苗与市场苗两个角度阐述疫苗行业增长逻辑。而根本的一个大前提是,下游生猪存栏逐步恢复过程中,疫苗需求将受益于生猪数量回升,疫苗行业整体景气度逐步上行。在这个背景下,招采苗提价、市场苗渗透率提升、可选疫苗高弹性等因素将利好相应疫苗企业。我们建议关注1)中牧股份(600195),招采提价以及渗透率提升显著受益者;2)普莱柯(603566),可选疫苗高弹性标的叠加禽苗高增长;3)天康生物(002100),招采苗收入回归,市场苗高增长;4)生物股份(600201),口蹄疫疫苗龙头,重回快增长之路确定性高。

行业表现的催化剂

下游生猪存栏逐步回升,养殖户保持一定利润,招采苗提价,市场苗价格回归,生猪养殖行业集中度和规模化程度大幅提升等。

主要风险因素:

新产品上市或低于预期的风险，下游养殖存栏或低于预期的风险，行业政策的风险，动物疫苗安全的风险等。

目录

一、招采苗提价带动规模回升	3
二、市场苗扩容的双线逻辑	4
（一）必选疫苗：后周期下的销量上行与后疫情时代的渗透率提升.....	4
（二）可选疫苗：存栏边际上行叠加养殖利润高位下的爆发式增长.....	6
三、拐点来临，开启后周期增长行情.....	7
四、投资建议	10
五、风险提示	10

一、招采苗提价带动规模回升

我国动物疫苗可分为市场苗和政府招采苗。疫苗政策的变化对疫苗企业有较大的影响。

2017 年以前招采苗包括四类：口蹄疫疫苗、禽流感疫苗、猪瘟疫苗、蓝耳病疫苗。受益于国家强制免疫政策，招采苗成为部分疫苗企业的稳定销售产品，具有价格较低、质量一般的特征。

2016 年 7 月，农业部发文调整完善动物疫病防控政策，2017 年开始对猪瘟和高致病性猪蓝耳病暂不实施国家强制免疫政策，对符合条件的养殖场户的强制免疫实行“先打后补”，逐步实现自主采购、财政直补，表明疫苗市场化趋势。

2018 年 1 月，农业部公告自 2018 年 7 月 1 日起，在全国范围内停止亚洲 I 型口蹄疫免疫，停止生产销售含有亚洲 I 型口蹄疫病毒组分的疫苗。经过上述一系列政策变化，目前我国动物疫苗招采产品主要包括两类：口蹄疫疫苗（不含亚洲 I 型）、禽流感疫苗。

随着政府对疫苗质量的重视，有采取优质优价策略的趋势，招采价格有缓慢提升迹象。2019 年开始，我国招采苗价格提升幅度显著。从部分省份招采价格变化来看，相比于 2018 年，2020 年春防招采价格禽流感疫苗提价 50% 以上，口蹄疫疫苗提价幅度不等，但可以看出价差很大。

招采苗市场规模由量和价决定，量呈现底部向上缓慢恢复状态，价呈现大幅上涨态势，将显著提升市场规模。

表 1：部分省份政府招采疫苗价格变化表

省份	名称	2018 年价格	2020 年价格	价差
甘肃	禽流感疫苗	200 元/升	300 元/升	+100
	猪口蹄疫 O 型灭活疫苗	434 元/升	500 元/升	+66
黑龙江	猪口蹄疫 O 型灭活疫苗	440 元/升	740 元/升	+300
	猪口蹄疫 O 型合成肽疫苗	8800 元/万头份	14900 元/万头份	+6100
	禽流感疫苗	200 元/升	280 元/升	+80

山东	禽流感疫苗	900 元/万头份	3000 元/万头份	+2100
	口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗	497 元/升	500 元/升	+3
	猪口蹄疫 O 型灭活疫苗	499 元/升	499 元/升	0
	口蹄疫 O 型合成肽疫苗	9980 元/万头份	9990 元/万头份	+10
福建	禽流感疫苗	80 元/升	250 元/升	+170
广东	禽流感疫苗	200 元/升	290 元/升	+90
	猪口蹄疫 O 型灭活疫苗	450 元/升	500 元/升	+50

资料来源：甘肃、黑龙江、山东、福建、山东政府招采网，中国银河证券研究院

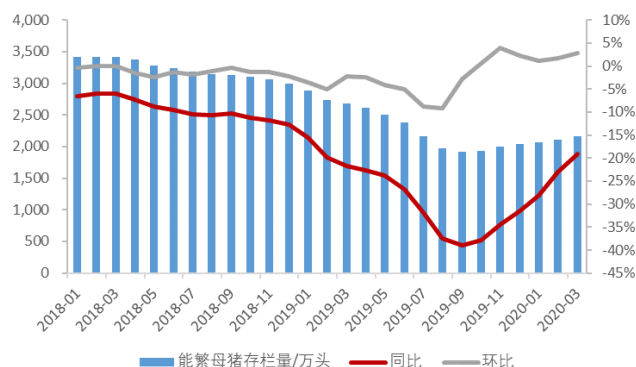
二、市场苗扩容的双线逻辑

（一）必选疫苗：后周期下的销量上行与后疫情时代的渗透率提升

动物疫病中存在着一类高传染性、高致命性疫病，该类疫病对于养殖场的危害极大，疫苗的存在很大程度上可以预防抑制该类疫病的传播。目前除非洲猪瘟外，典型生猪高危疫病主要有口蹄疫、猪瘟、伪狂犬、以及蓝耳，这四种疫病疫苗也是各养殖场必选疫苗品种。常规免疫程序对于这四种疫苗注射有着严格要求，针对种猪一般普免 3-4 次每年，后备母猪配种前需 2 次免疫，仔猪自出生起分日龄免疫，外购商品猪入场即需隔离免疫。

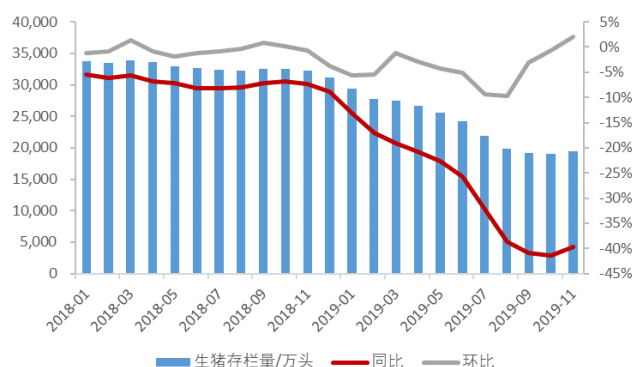
1、存栏量回升带动必选疫苗消费量提升。根据国家统计局、中国政府网数据，20Q1 末，我国能繁母猪存栏量为 2164 万头、生猪存栏量为 2.35 亿头，同比-19.1%、-14.4%，季度环比+5.8%、+3.98%。能繁母猪存栏量持续增长支撑未来生猪存栏回升。一般情况下，不论猪价高低，养殖户都会给生猪使用必选疫苗，因此必选疫苗消费量随着生猪存栏量的回升而逐步增加。

图 1：20 年 3 月我国能繁母猪存栏量 2164 万头，环比+2.8%



资料来源：中国政府网，中国银河证券研究院

图 2：19 年 11 月我国生猪存栏 19457 万头，环比+2%

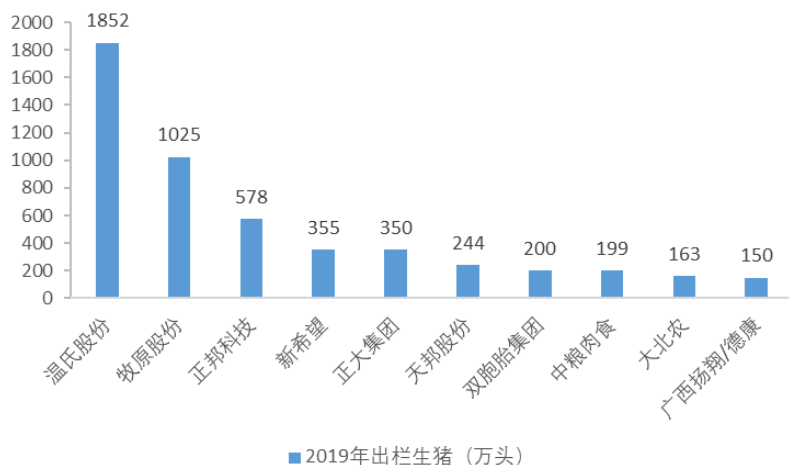


资料来源：中国政府网，中国银河证券研究院

2、行业集中度与规模化加速推进，市场苗渗透率提升。国内生猪养殖行业格局正处于大变革阶段，曾经国内生猪养殖行业为完全竞争市场，表现为行业集中度低、养殖门槛低、散户养殖占比高、竞争激烈等特点。非洲猪瘟一定程度上加速了生猪养殖行业的整合，非瘟防控成本高、风险大、养殖资本及技术要求大幅上升等因素提升了行业门槛，上市养殖企业及龙头养殖企业对于疫情的抵抗能力强于小散养殖户，因此行业进入加速整合的阶段。

2019 年生猪养殖行业 CR3 为 6.35%，CR10 为 9.4%，我国生猪养殖业行业集中度依旧偏低。19 年开始各大上市集团加速圈地扩张，产能将于未来陆续释放，市场占有率将随之上升。

图 3：2019 年前十大养殖企业生猪出栏情况



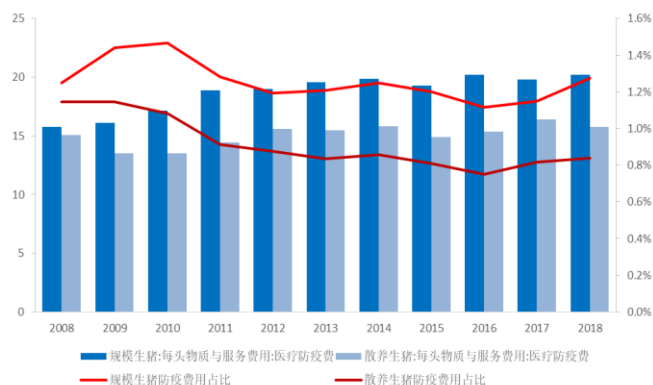
资料来源：公司公告等，中国银河证券研究院

规模养殖场极为重视疫苗使用，有专业的免疫程序，对仔猪、外购猪、种猪进行不同的免疫计划。不同于政府招采苗，各规模养殖场生物环境不同对应不同品种疫苗需求，为降低生猪应激反应和免疫数，养殖场使用联苗获得组合免疫意愿逐渐强烈。

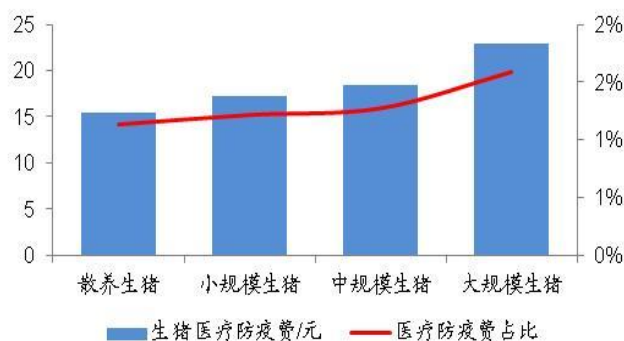
各大规模养殖场对于场内生物安全要求明显高于小散养殖户，愿意支付更高价格采购优质疫苗。因此，行业集中度的快速提升、规模化的逐步推进，促使我国动物疫苗市场化改革进程加速，未来市场苗渗透率将显著提升，市场规模进一步扩大。

图 4：生猪防疫费用呈现逐年递增趋势

图 5：养殖规模越大，生猪医疗防疫费占比越高



资料来源：《全国农产品收益成本资料汇编》，中国银河证券研究院

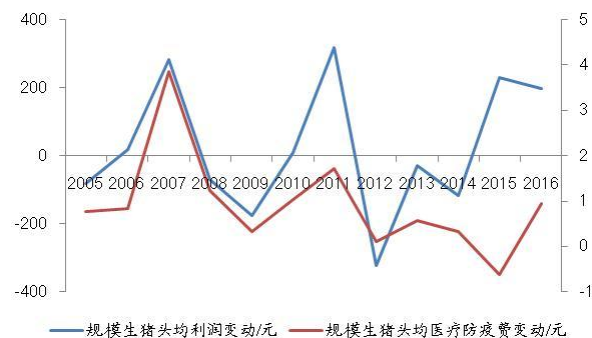


资料来源：《全国农产品收益成本资料汇编》，中国银河证券研究院

（二）可选疫苗：存栏边际上行叠加养殖利润高位下的爆发式增长

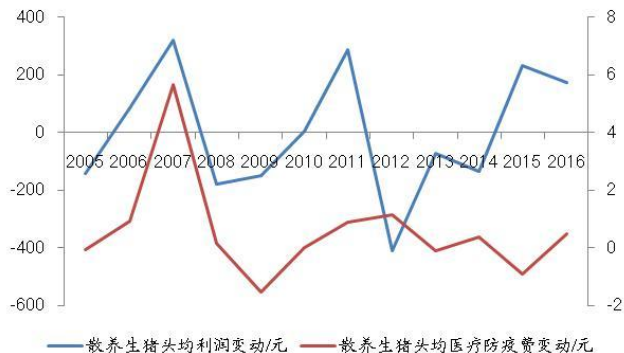
生猪疫病种类繁多，除上述所提四种疫病外，也存在部分传染面较小、传播速度较慢、致死率不高的动物疫病，如猪圆环、链球菌、副猪嗜血杆菌、猪丹毒等。这类疫病病原多为细菌，其传播途径为高度接触传播，发病尽快隔离一定程度上可以控制其传播速度，在往年养殖利润较低的年份，很多养殖户为节省成本，会选择放弃接种这类疫苗。从防疫费与生猪头均利润变动关系来看，两者基本保持同向变动关系，意味着随着养殖利润的提升，防疫费用亦随之提升。

图 6：规模生猪防疫费与利润变动方向基本一致



资料来源：《全国农产品收益成本资料汇编》，中国银河证券研究院

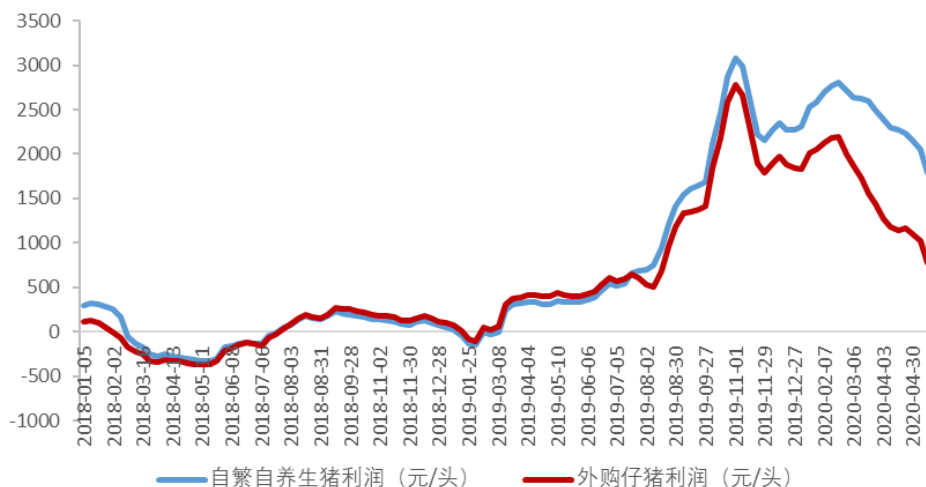
图 7：散养生猪防疫费与利润变动方向部分一致



资料来源：《全国农产品收益成本资料汇编》，中国银河证券研究院

目前，生猪头均养殖利润为处于历史高位。根据 Wind 数据显示，20Q1 自繁自养与外购仔猪养殖利润分别为 2616 元/头、1909 元/头。养殖利润高位使得养殖户对成本敏感度相应减小，对生物安全的重视程度不断提升，疫苗成本的投入预算大幅提升，大部分养殖户选择增加可选疫苗免疫程序。在头均利润高位、生猪存栏边际上行的背景下，可选疫苗销量高弹性。

图 8：2018 年至今自繁自养与外购仔猪养殖利润情况



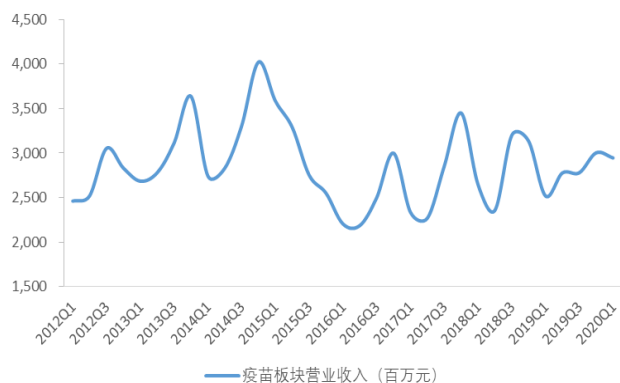
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

三、拐点来临，开启后周期增长行情

2019 年以来，受猪周期、非洲猪瘟疫情等因素影响，疫苗作为后周期板块受影响较大，疫苗公司业绩受到严重拖累。2019 年疫苗板块整体营业收入合计 108.39 亿元，同比-4.41%，其中 19 年 Q3 降幅达到 13.16%；整体毛利率 41.58%，同比下降 2.18pct；整体净利率 11.43%，较上年下滑 4.79pct；整体行业 ROE 下降 4.79pct 至 6.52%。从财务指标来看，兽用疫苗板块整体处于底部。

受益于上游生猪存栏逐步恢复，2020Q1 疫苗板块业绩有所好转，整体盈利能力开始回升。20Q1 板块疫苗板块营收为 29.46 亿元，同比上升 16.99%；整体净利率 19.86%，同比+1.64pct。我们认为上游存栏的边际好转将会带动兽用疫苗等后周期板块的景气度提升，行业逐步走出至暗时刻，迎接拐点到来。

图 9: 2020Q1 疫苗板块整体营收为 29.46 亿元，同比+17%



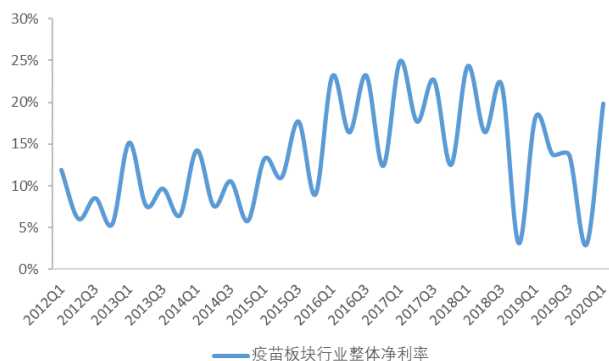
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 10: 2020Q1 疫苗板块整体毛利率为 44.86%，同比-0.7pct



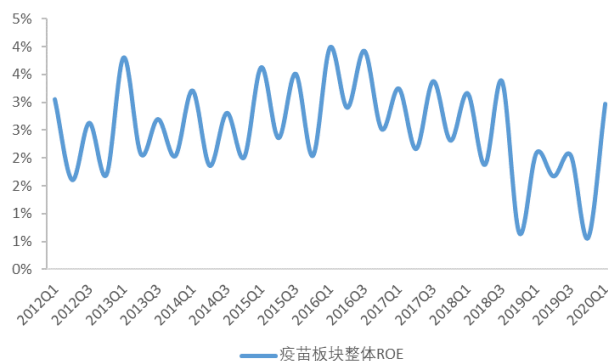
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 11: 2020Q1 疫苗板块整体净利率 19.86%，同比+1.64pct



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 12: 2020Q1 疫苗板块整体 ROE 2.97%，同比+0.88pct



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

在整体疫苗板块中，共包含 6 家疫苗企业，其中以禽用疫苗为主的瑞普生物、普莱柯受生猪行业影响较小，猪用疫苗收入占比分别为 6.26%、15.13%；而生物股份、天康生物等主要产品为猪用疫苗的公司，业绩下滑明显，疫苗业务收入降幅分别为-41.63%、-25.96%；疫苗业务毛利率降幅最大的为海利生物（-24.10pct），其次为生物股份（-9.34pct）。

1) 中牧股份(600195): 19 年公司疫苗收入 11.4 亿元，口蹄疫疫苗收入占比约 43.86%，同比降幅约 20%。受禽苗招采提价以及存栏提升利好，公司禽苗销售高增长。公司口蹄疫市场苗主要针对超大型养殖户，随着该类客户持续加速扩张，公司疫苗业务亦将随之增长，我们认为公司是疫苗行业集中度提升的显著受益者。

2) 天康生物(002100): 19 年公司疫苗收入 5.55 亿元，招采苗收入占比近 90%；受生猪存栏下行影响，公司招采苗收入下滑约 25%；市场苗销售占比较小，受市场影响不大。20Q1 公司疫苗高增长，一是受益于招采苗价格大幅上行，二是市场苗客户拓展加速，我们认为 20 年公司疫苗业务将迎来招采收入回归以及市场苗显著增长，收入同比增幅或达 40%以上。

3) 普莱柯(603566): 19 年公司猪苗、禽苗收入占比分别为 15.13%、46.51%，受益于禽用疫苗高增长，公司整体收入基本稳定。公司猪苗以猪圆环疫苗为主，属于可选疫苗，在当下利润高位的背景下，养殖户通常会选择打该类疫苗，因此叠加存栏边际好转，公司猪苗将迎来显著高增长时期。20Q1 公司收入+27.24%，归母净利润+311.98%。

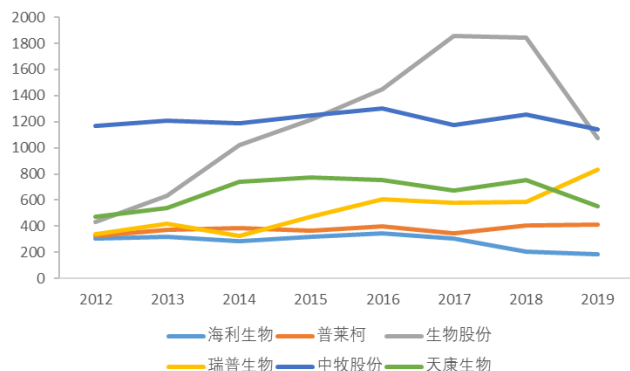
4) 生物股份(600201): 公司为口蹄疫疫苗龙头企业，市占率 50%以上。公司收入中约 80%为猪用疫苗，受下游生猪存栏下行冲击影响较大。随着下游养殖行业的边际好转，公司将触底回升，叠加品牌优势、质量优势等，重回快增长之路。

5) 瑞普生物(300119): 主要产品为禽用疫苗，受益于新产品重组禽流感（H5+H7）三价灭活疫苗上市，叠加招采苗价格大幅提升，公司享受 19 年禽养殖高景气，取得营收(+41.34%)和毛利率(1.74pct)双增。20Q1 延续禽用疫苗高增长态势，营收、业绩增幅分别为+47.66%、

+68.92%。

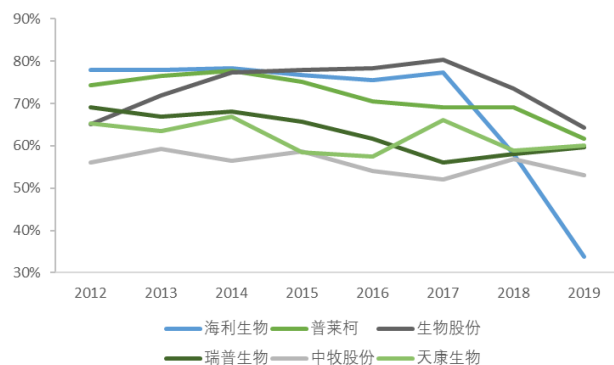
6) 海利生物 (603718): 公司产品以猪用疫苗为主, 受产能利用率不足、销售推广受阻等影响, 19 年业绩大幅下滑。随着下游存栏边际好转, 20Q1 归母净利润降幅显著缩窄。公司疫苗以猪圆环、口蹄疫疫苗为核心, 将显著受益于后周期行情以及可选疫苗的高弹性增长。

图 13: 2012-19 年公司疫苗业务收入变化情况



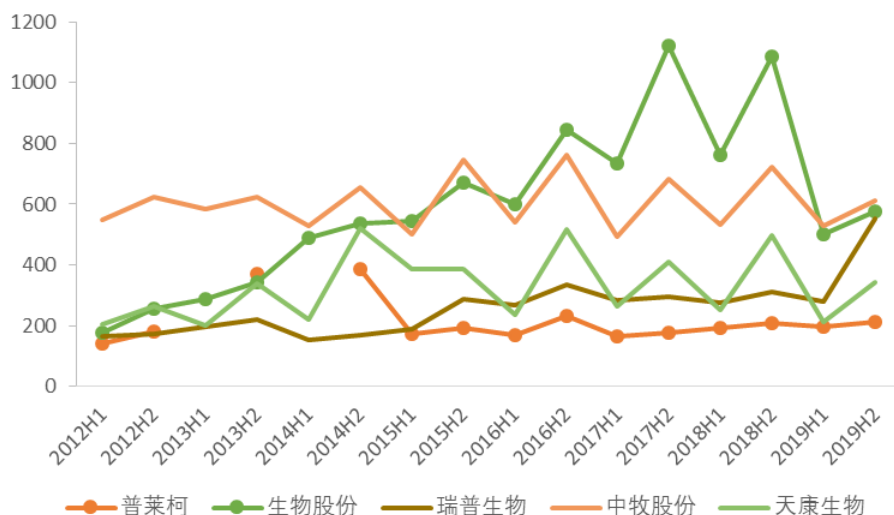
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 14: 2012-19 年公司疫苗业务毛利率情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 15: 2012-19 年公司疫苗业务收入半年度变化情况



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

表 2: 疫苗企业相关指标

2019 年相关指标	中牧股份	天康生物	普莱柯	生物股份	瑞普生物	海利生物
疫苗业务收入增速	-9.35%	-25.96%	10.38%	-41.63%	35.97%	-11.26%

疫苗业务毛利率	52.97%	60.13%	61.66%	64.28%	59.74%	33.88%
ROE	6.30%	16.52%	6.63%	4.57%	9.41%	1.15%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院 (注: 其中天康生物 ROE 较高源于生猪养殖业务)

四、投资建议

本文从招采苗与市场苗两个角度阐述疫苗行业增长逻辑。而根本的一个大前提是,下游生猪存栏逐步恢复过程中,疫苗需求将受益于生猪数量回升,疫苗行业整体景气度逐步上行。在这个背景下,招采苗提价、市场苗渗透率提升、可选疫苗高弹性等因素将利好相应疫苗企业。我们建议关注 1) 中牧股份(600195), 招采提价以及渗透率提升显著受益者; 2) 普莱柯(603566), 可选疫苗高弹性标的叠加禽苗高增长; 3) 天康生物(002100), 招采苗收入回归, 市场苗高增长; 4) 生物股份(600201), 口蹄疫疫苗龙头, 重回快增长之路确定性高。

表 3: 重点上市公司盈利预测与估值 (收盘价为 2020 年 5 月 18 日)

公司名称	代码	收盘价	盈利预测 (EPS)			PE			评级
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
中牧股份	600195	15.10	0.30	0.58	0.76	50.33	26.03	19.87	推荐
普莱柯	603566	24.09	0.34	0.59	0.74	70.85	40.83	32.55	推荐
天康生物	002100	15.51	0.60	2.47	2.34	25.85	6.28	6.63	推荐
生物股份	600201	25.40	0.20	0.39	0.47	127.00	65.13	54.04	推荐

数据来源: Wind, 中国银河证券研究院

五、风险提示

下游养殖存栏回升低于预期的风险: 下游养殖行情带动疫苗销量; 但畜禽养殖的周期波动、价格波动瞬息万变, 假若未来生猪存栏好转不显著, 将可能导致公司疫苗销售受到影响。

新产品上市或低于预期的风险: 疫苗公司新产品上市, 面临的风险有两个方面: 一是时间风险, 新产品的审批需要多道关卡以及各类手续, 不排除有意外或延迟发生, 同时在生产方面也可能面临不可抗力因素; 二是销售风险, 产品好坏需要市场检验, 且新产品的推广需要时间的支持。

行业政策的风险: 农业作为我国第一产业, 政府在其中的调节作用是很大的, 招标苗中品类的调进、调出在短期内对公司的销售收入有很大影响, 尤其是对于招标苗份额很高的公司。假若未来有政策取消招标苗, 将可能导致公司的招标苗销售不达预期。

动物疫苗安全的风险: 动物疫苗强调自身质量安全, 若操作不当等引起疫苗质量安全, 将影响公司的后续生产和销售, 且可能被主管部门吊销生产许可证, 这对公司的业绩将产生极

大的影响。

插图目录

图 1: 20 年 3 月我国能繁母猪存栏量 2164 万头, 环比+2.8%	4
图 2: 19 年 11 月我国生猪存栏 19457 万头, 环比+2%	4
图 3: 2019 年前十大养殖企业生猪出栏情况	5
图 4: 生猪防疫费用呈现逐年递增趋势	5
图 5: 养殖规模越大, 生猪医疗防疫费占比越高	5
图 6: 规模生猪防疫费与利润变动方向基本一致	6
图 7: 散养生猪防疫费与利润变动方向部分一致	6
图 8: 2018 年至今自繁自养与外购仔猪养殖利润情况	6
图 9: 2020Q1 疫苗板块整体营收为 29.46 亿元, 同比+17%	7
图 10: 2020Q1 疫苗板块整体毛利率为 44.86%, 同比-0.7pct	7
图 11: 2020Q1 疫苗板块整体净利率 19.86%, 同比+1.64pct	8
图 12: 2020Q1 疫苗板块整体 ROE2.97%, 同比+0.88pct	8
图 13: 2012-19 年公司疫苗业务收入变化情况	9
图 14: 2012-19 年公司疫苗业务毛利率情况	9
图 15: 2012-19 年公司疫苗业务收入半年度变化情况	9

表格目录

表 1: 部分省份政府招采疫苗价格变化表	3
表 2: 疫苗企业相关指标	9
表 3: 重点上市公司盈利预测与估值（收盘价为 2020 年 5 月 18 日）	10

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

谢芝优，农林牧渔行业分析师。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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。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接受任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究院

机构请致电：

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

深广地区：崔香兰 0755-83471963 caixianglan@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 楼

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn