

逆势扩张的川渝领先猪企，养殖优势明显静待猪价反转

证券研究报告

2023年05月22日

巨星农牧 (603477.SH) 首次覆盖报告

核心结论

川渝地区生猪养殖业绩领先。巨星农牧 2022 年实现营业总收入 39.68 亿元，同比+33.02%，归母净利润 1.58 亿元，同比-38.99%。整体来看，资产重组后，公司不断扩大产能、降本增效，营收大幅提升。2020-2022 年，公司营业收入由 14.39 亿元增长至 39.68 亿元，归母净利润由 1.28 亿元增长至 1.58 亿元。公司营业收入主要来源于生猪产品，2022 年公司出栏生猪 153.01 万头，收入 29.90 亿元，占总营业收入的比例为 75.35%，盈利状况对公司的业绩影响最大。

竞争优势显著，猪业板块快速扩张。通过与 Pipestone、PIC 及国内外多所高等院校和科研院所合作，引入优质 PIC 种猪，学习先进的养猪技术和管理经验，生猪养殖成绩业内领先；大力发展自繁自养一体化养殖模式，建立智慧养猪园区，产业链全程监控降低风险，进一步拉大毛利优势，实现降本增效；通过定向增发和可转债募集大量资金，有力支持猪场建设，现有建成和规划母猪产能为 20 万头左右，已投产和规划年产仔猪超过 500 万头。

供需失衡拉低猪价，政策扶持景气可期。22 年底新冠感染高峰大幅减少消费需求，叠加部分大场持续压栏收冻，诱发中小散户恐慌性出栏，能繁母猪存栏回补较慢，生猪市场形势供大于求，拉低猪价；近年生猪行业扶持政策较多，叠加收储政策，预计 23H2 生猪价格企稳回升。

投资建议：预计公司 2023~2025 年收入分别为 70.47/110.38/125.99 亿元，同比分别 +77.6%/+56.6%/+14.1%；预计实现归母净利润分别为 5.34/13.42/15.24 亿元，同比分别 +237.5%/+151.6%/+13.6%；对应 EPS 为 1.05/2.65/3.01 元。综合对比行业可比公司的平均 PB 估值水平，我们给与目标价 41.8 元（对应 23 年 PB 为 5 倍），首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：畜禽出栏量不及预期，成本上涨超预期，消费不振，疫病风险等

核心数据

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	2,983	3,968	7,047	11,038	12,599
增长率	107.3%	33.0%	77.6%	56.6%	14.1%
归母净利润（百万元）	259	158	534	1,342	1,524
增长率	102.8%	-39.0%	237.5%	151.6%	13.6%
每股收益（EPS）	0.51	0.31	1.05	2.65	3.01
市盈率（P/E）	59.0	96.6	28.6	11.4	10.0
市净率（P/B）	4.6	4.2	3.7	2.8	2.2

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

1 | 请务必仔细阅读报告尾部的投资评级说明和声明

公司评级

买入

股票代码

603477.SH

前次评级

--

评级变动

首次

当前价格

30.17

近一年股价走势



分析师



熊航 S0800522050002



13316501817



xionghang@research.xbmail.com.cn

相关研究

索引

内容目录

投资要点	5
关键假设	5
区别于市场的观点	5
股价上涨催化剂	5
估值与目标价	5
巨星农牧核心指标概览	6
一、 巨星农牧：川渝地区的领先猪企	7
1.1 重组转型，聚焦生猪养殖业务发展	7
1.2 营业收入增长迅猛，归母净利润周期性波动大	7
1.3 股权结构稳定，管理团队经验丰富	8
1.4 激励制度良好，超额业绩奖励调动员工积极性	9
二、 行业背景：预计 23H2 猪价回暖，猪企经营环境好转	11
2.1 能繁视角：能繁有望持续去化，利好 24 年行情	11
2.2 猪价判断：23 全年生猪均价预计同比稳定，下半年猪价将企稳抬升	11
三、 猪种优势：与 PIC 深度合作，种群优势尽显	13
3.1 PIC 种猪性能优异	13
3.2 公司与 PIC 开展深度合作，育种技术先进	13
四、 养殖模式更新迭代，养殖效率提升显著	15
4.1 养殖模式：自繁自养逐步迭代“公司+农户”	15
4.2 与 Pipestone 合作，提升养殖效率	16
4.3 建立巨星研究院，加速一体化转型进程	16
4.4 一体化经营降本增效，毛利率同业领先	17
五、 募资充足，支撑产能快速扩张	18
5.1 立足四川，公司成长路径明晰	18
5.2 多轮融资，公司未来成长可期	19
六、 盈利预测与投资建议	21
6.1 关键假设与盈利预测	21
6.2 估值与投资建议	21
七、 风险提示	24

图表目录

图 1：巨星农牧核心指标概览图	6
图 2：巨星农牧发展历程	7

图 3: 公司营收 (亿元)	8
图 4: 公司归母净利润 (亿元)	8
图 5: 2022 年巨星农牧营业收入占比 (%)	8
图 6: 公司各板块营收 (亿元)	8
图 7: 2023Q1 公司股权结构	9
图 8: 能繁母猪存栏量 (万头)	11
图 9: 生猪季度出栏量 (万头)	11
图 10: 22 省市平均月度猪价 (元/公斤)	12
图 11: 2007 年至今生猪均价走势 (元/公斤)	12
图 12: 生猪育肥饲料成本	12
图 13: 仔猪销售均价	12
图 14: 20-21 年 PIC 合作场分娩率与国内均值对比	14
图 15: 19-21 年 PIC 合作场窝均活仔数&窝均断奶仔猪数(头)	14
图 16: 19-21 年公司 PIC 合作场 PSY	14
图 17: 21 年各大猪企 PSY 对比图	14
图 18: 自繁自养与“公司+农户”养殖模式对比	15
图 19: 年出栏 500 头以下生猪饲养规模场数量 (万场)	15
图 20: 生猪养殖人工成本 (元/头)	15
图 21: Pipestone 核心价值观	16
图 22: Pipestone 六大持续性要素	16
图 23: 智慧养猪园区	17
图 24: “粮进肉出”一体化产业链	17
图 25: 22 年各公司生猪板块毛利率 (%)	17
图 26: 公司生猪出栏数量 (万头)	18
图 27: 公司能繁母猪存栏数量 (万头)	18
图 28: 固定资产情况(亿元)	19
图 29: 在建工程情况(亿元)	19
图 30: 资本性支出情况(亿元)	19
图 31: 生产性生物资产情况(亿元)	19
图 32: 牧原 PB 走势	22
图 33: 温氏 PB 走势	22
表 1: 2022 年底公司核心管理团队	9
表 2: 《业绩承诺补偿协议》完成情况	10
表 3: 能繁母猪存栏与生猪出栏对应时间表	11
表 4: 2022 财年 PIC 客户数据与行业均值对比表	13
表 5: 2022 财年 PIC 客户前 10%, 25%与均值母猪数据	13
表 6: 21 年定向增发募资情况	19

表 7: 22 年可转债募资情况.....	20
表 8: 公司主要生猪产能项目	20
表 9: 巨星农牧收入拆分.....	21
表 10: 可比公司出栏数量 (万头)	22

投资要点

关键假设

针对公司最核心的几类核心业务，我们做如下假设：

(1) 生猪养殖业务：公司在生猪养殖业务上具备较强的竞争力，并且未来几年公司多个在建工程将陆续完工生产，因此公司生猪出栏量将保持高速增长。我们预计 23~25 年公司生猪出栏量将分别为 260/430/550 万头，同比分别+69.92%/+65.38%/+27.91%。实现收入 59.80/98.90/113.85 亿元，同比分别+99.97%/+65.38%/+15.12%。

(2) 饲料业务：公司饲料业务以自用为主，少量饲料将外销，我们预计该业务将保持 10% 左右的年均增速。因此 23~25 年饲料业务收入为将达到 6.07/6.68/7.34 亿元，同比分别+10.00%/+10.00%/+10.00%。

(3) 皮革业务：公司将全面转型为生猪养殖，因此皮革业务我们预计将保持现有规模不变，预计 23~25 年实现收入 3.00/3.00/3.00 亿元，同比-0.88%/+0.00%/+0.00%。

(4) 商品鸡业务：公司商品鸡业务占收入比重不大，短期内将保持现有规模稳健经营，我们预计 23~25 年实现收入 1.50/1.70/1.70 亿元，同比+30.03%/+13.33%/+0.00%。

区别于市场的观点

市场普遍认为生猪价格或持续疲软态势运行。我们认为：当下生猪价格下行空间较为有限。主要基于若猪价持续下行，发改委或持续进行冻猪肉收储工作进行托底；其次自 1 月份以来，母猪存栏数量已经开始下行，意味着产能的再度收缩已经开始，叠加后期需求端的增量，预计行业有望扭亏为盈。

股价上涨催化剂

竞争优势显著，猪业规模快速扩张。通过与 Pipestone、PIC 及国内外多所高等院校和科研院所合作，引入优质 PIC 种猪，学习先进的养猪技术和管理经验，生猪养殖成绩业内领先；大力发展自繁自养一体化养殖模式，建立智慧养猪园区，产业链全程监控降低风险，进一步拉大毛利优势，实现降本增效；通过定向增发和可转债募集大量资金，有力支持猪场建设，现有建成和规划母猪产能为 20 万头左右，已投产和规划年产仔猪超过 500 万头。

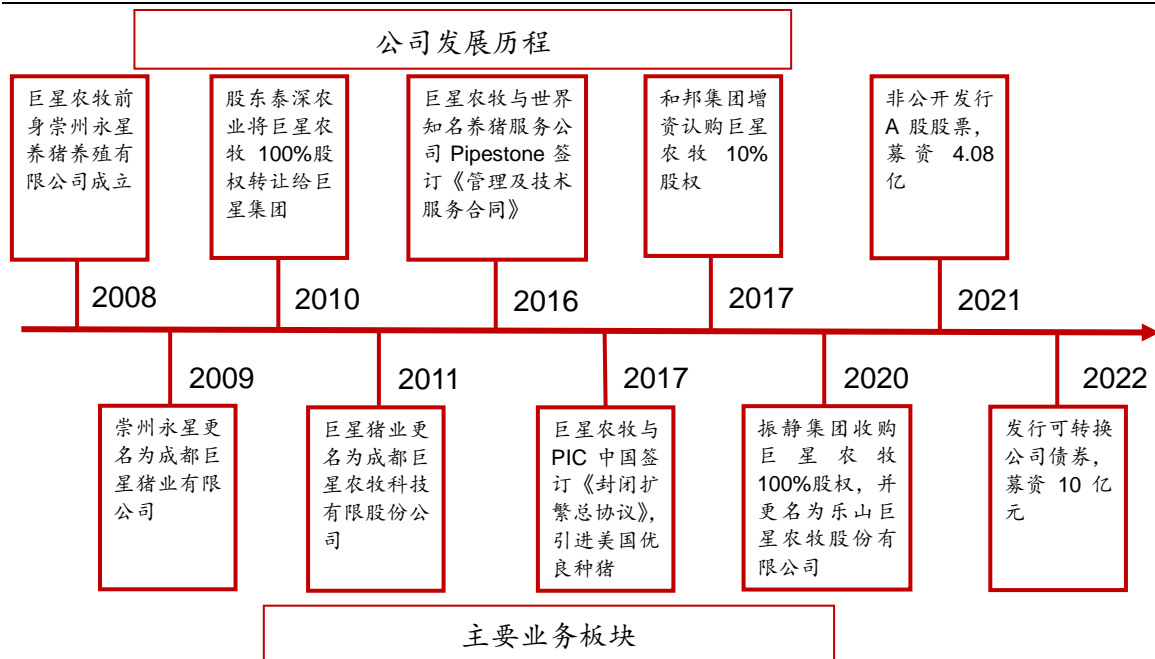
生猪供需格局失衡拉低猪价，后期政策扶持景气可期。22 年底新冠感染高峰大幅减少消费需求，叠加部分大场持续压栏收冻，诱发中小散户恐慌性出栏，能繁母猪存栏回补较慢，生猪市场形势供大于求，拉低猪价；近年生猪行业扶持政策较多，叠加收储政策，生猪未来供需逆转可期，预计 23H2 生猪价格企稳回升。

估值与目标价

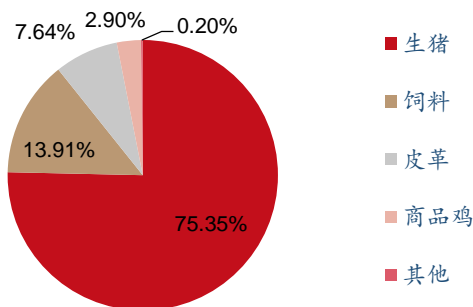
预计公司 2023~2025 年收入分别为 70.47/110.38/125.99 亿元，同比分别+77.6%/+56.6%/+14.2%；预计实现归母净利润分别为 5.34/13.42/15.24 亿元，同比分别+237.5%/+151.6%/+13.6%；对应 EPS 为 1.05/2.65/3.01 元。综合对比行业可比公司的平均 PB 估值水平，我们给与目标价 41.8 元（对应 23 年 PB 为 5 倍），首次覆盖，给予“买入”评级。

巨星农牧核心指标概览

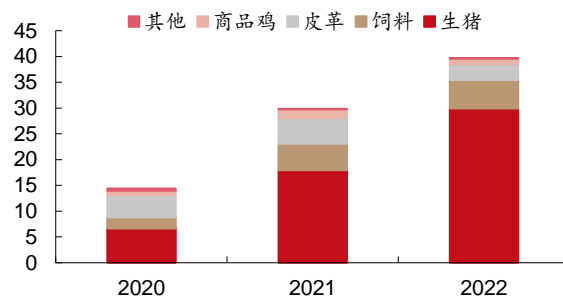
图 1：巨星农牧核心指标概览图



22 年公司板块营收占比 (%)



公司各板块营收 (亿元)



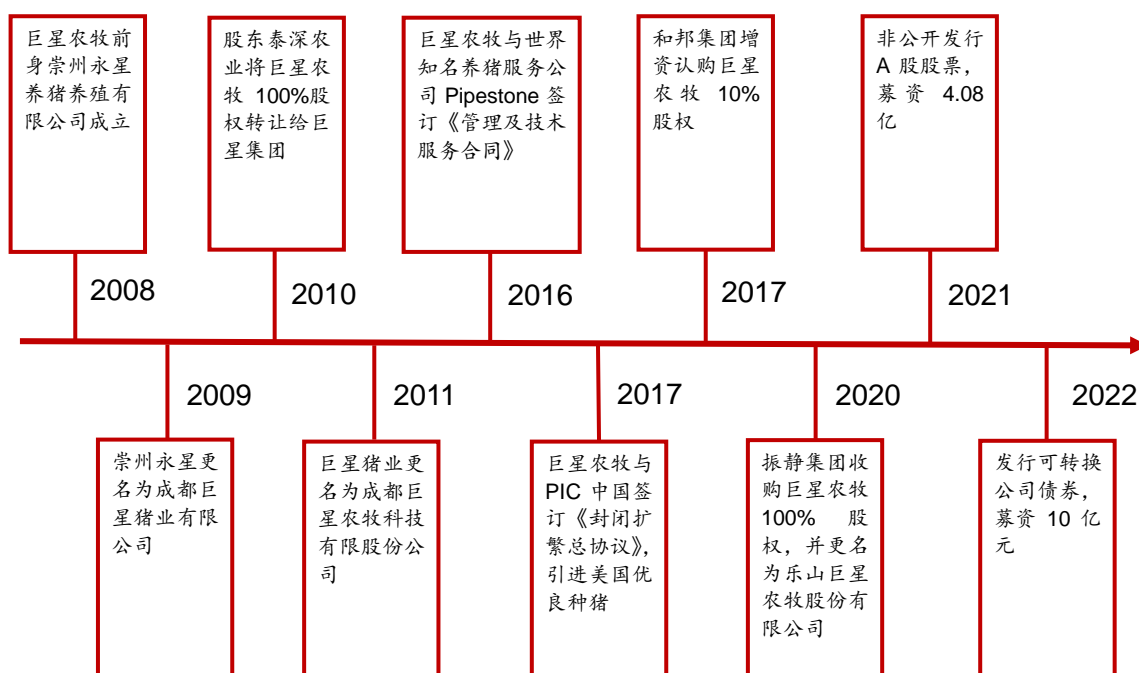
资料来源：公司官网，西部证券研发中心

一、巨星农牧：川渝地区的领先猪企

1.1 重组转型，聚焦生猪养殖业务发展

2008年巨星集团控制泰深农业，设立崇州永星，正式进军生猪养殖业。2009年，崇州永星更名为巨星猪业，2010年，巨星猪业100%股权被转让给巨星集团，2011年，巨星猪业更名为巨星农牧。2016、2017年，巨星猪业通过与Pipestone、PIC等世界知名养猪服务技术和种猪改良公司合作，引进世界先进养猪技术和管理经验及美国优良种猪。2020年振静股份收购巨星农牧并实现资产重组上市，公司通过2021及2022年的定增和可转债不断募集资金，扩大产能，逐步发展成川渝地区领先的生猪养殖企业。目前，巨星农牧的主营业务包括生猪、商品鸡养殖、饲料以及皮革业务。

图2：巨星农牧发展历程

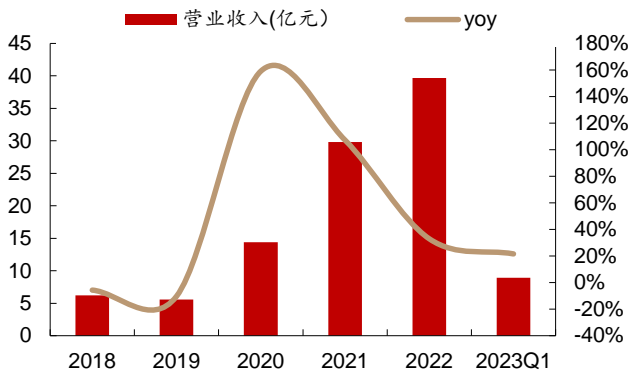


资料来源：公司公告，西部证券研发中心

1.2 营业收入增长迅猛，归母净利润周期性波动大

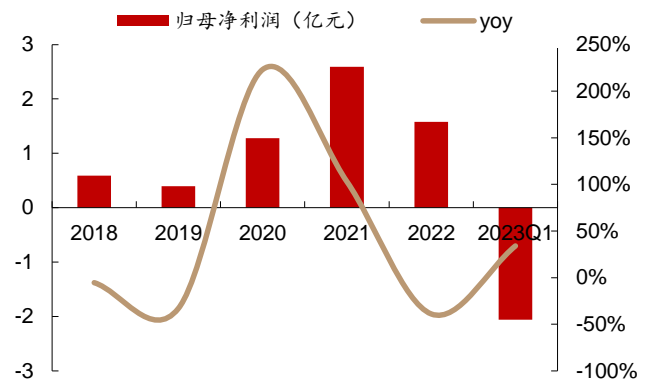
巨星农牧2022年实现营业总收入39.68亿元，同比+33.02%，归母净利润1.58亿元，同比-38.99%。整体来看，资产重组后，公司不断扩大产能、降本增效，营收大幅提升。2020-2022年，公司营业收入由14.39亿元增长至39.68亿元，归母净利润由1.28亿元增长至1.58亿元。公司归母净利润受生猪行业周期影响较大，22年前三季度受农户代养费、饲料费用等养殖成本较高影响，公司业务略有亏损。进入四季度，随着猪价的回暖，公司单季度实现收入14.52亿元，归母净利润2.55亿元，业绩大幅改善。截至23Q1，由于低迷的猪价，公司单季度归母净利润为-2.06亿元。

图 3：公司营收（亿元）



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

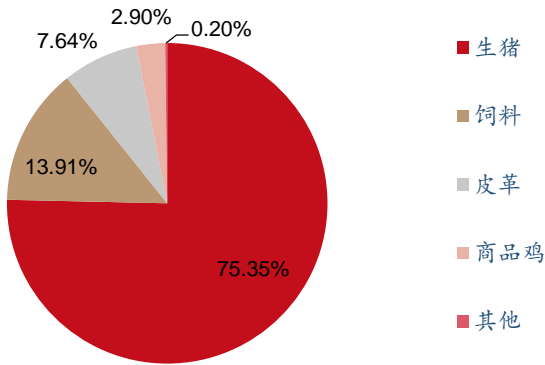
图 4：公司归母净利润（亿元）



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

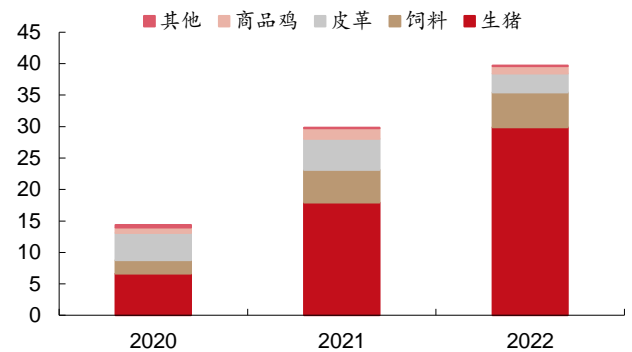
公司的业务包括生猪、商品鸡养殖、饲料的生产和销售以及皮革业务。营业收入主要来源于生猪养殖，2022 年公司出栏生猪 153.01 万头，收入 29.90 亿元，占总营业收入的比例为 75.35%，盈利状况对公司的业绩影响最大。2022 年，公司饲料、皮革和商品鸡板块的营收分别为 5.52、3.03 和 1.15 亿元，占总营业收入的比例分别为 13.91%、7.64%、2.90%。

图 5：2022 年巨星农牧营业收入占比 (%)



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 6：公司各板块营收（亿元）

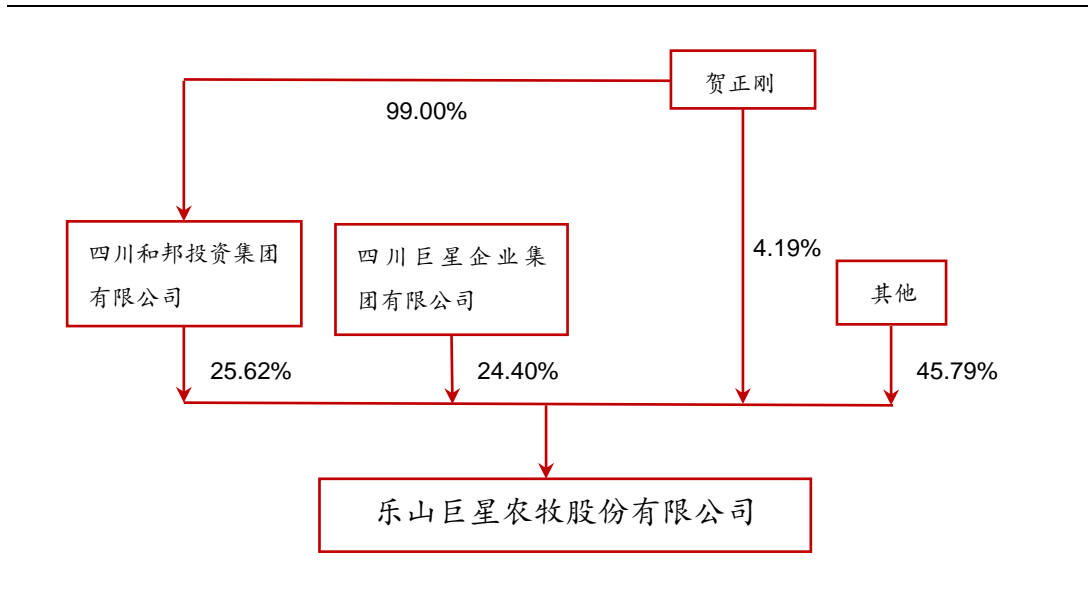


资料来源：公司公告，西部证券研发中心

1.3 股权结构稳定，管理团队经验丰富

巨星农牧股权结构较为稳定，截至 2023Q1，公司控股股东贺正刚先生及其控股和邦集团作为一致行动人持股比例为 29.81%；巨星集团持股比例合计 24.40%，股权结构稳定。

图 7：2023Q1 公司股权结构



资料来源：公司季报，西部证券研发中心

公司管理团队经验丰富，其中公司实际控制人、董事长贺正刚先生早年在乐山市商业局系统的食品公司从事生猪行业相关工作超过 20 年，对生猪养殖行业非常熟悉，充满深厚感情，其也在 2017 年就通过和邦集团对巨星农牧进行了投资，对巨星农牧的业务也十分了解。其余的核心团队成员也均拥有丰富的管理、技术经验。

表 1：2022 年底公司核心管理团队

姓名	年龄	现职务	简介
贺正刚	69	董事长	1971 年至 1992 年就职于乐山市商业局，1993 年至 2021 年 5 月任和邦集团董事长，2012 年 8 月至 2021 年 5 月任和邦集团总经理，2021 年 5 月至今任和邦集团执行董事，2002 年至 2017 年 5 月任和邦生物董事长，2017 年 5 月至今任和邦生物董事，2013 年 12 月至今任巨星农牧董事长。
段利锋	54	总经理	历任乐山巨星饲料有限公司品管部经理、四川巨星集团技术总部经理、四川巨星科技有限公司副总经理、乐山巨星饲料有限公司总经理，2006 年 1 月至 2021 年 4 月任四川巨星企业集团有限公司总裁，2016 年 7 月至今任巨星有限董事长，2021 年 4 月至今任巨星农牧总经理。
曾小平	62	董事	2015 年 5 月至 2016 年 3 月，就职于和邦集团，2016 年 4 月至今任和邦集团总裁，2016 年 5 月至 2017 年 5 月任和邦生物副董事长，2017 年 5 月至今任和邦生物董事长，2016 年 11 月至今任巨星农牧董事。
赵志刚	45	财务总监、 董事	曾就职于山东正源会计师事务所、道勤控股股份有限公司，2007 年 7 月至 2011 年 6 月任四川合纵能源开发有限公司财务总监，2011 年 7 月至 2016 年 3 月任和邦集团财务经理，2013 年 12 月至今任巨星农牧董事，2016 年 4 月至今任巨星农牧财务总监。
蒋思颖	35	董事会秘书	2015 年 7 月至 2017 年 8 月任通威新能源有限公司法务部长，2017 年 8 月至 2018 年 4 月任成都华西能航股权投资基金管理有限公司风控经理，2018 年 5 月至 2020 年 11 月任成都安易迅科技有限公司法务经理，2020 年 12 月至 2022 年 11 月就职于巨星农牧董事会办公室，2022 年 4 月至今任巨星农牧董事，2022 年 11 月至今任巨星农牧董事会秘书。

资料来源：公司年报，西部证券研发中心

1.4 激励制度良好，超额业绩奖励调动员工积极性

资产重组时，巨星集团、和邦集团对巨星有限 2020-2022 年净利润均做出承诺。巨星集团承诺巨星有限 2020 至 2022 年度的净利润总额不低于 5.77 亿元，和邦集团承诺巨星有限 2020、2021 和 2022 年度的净利润分别不低于 1.58 亿元、1.59 亿元和 2.60 亿元。如巨星有限 2020 年度、2021 年度、2022 年度累积实现的净利润数/截至当期期末累积实现的

净利润数低于巨星集团、和邦集团相应承诺净利润数，则巨星集团、和邦集团会就未达到承诺净利润数的部分分别按照 85%和 15%的比例承担补偿责任，且巨星集团与和邦集团间负有连带补偿责任。同时，若巨星有限于 2020-2022 年度累积实际实现的净利润数高于 7.8 亿元，则将超额净利润的 30%作为奖励一次性支付给巨星有限管理层、核心技术人员。截至 2022 年底，相关业绩承诺均已完成。

表 2:《业绩承诺补偿协议》完成情况

业绩年度	承诺业绩(亿元)	实际业绩(亿元)	实现率
2020	1.58	5.89	373%
2021	1.59	4.05	254%
2022	2.60	3.58	138%
2020、2021、2022 合计	5.77	13.52	234%

资料来源：公司公告，西部证券研发中心

二、行业背景：预计23H2猪价回暖，猪企经营环境好转

2.1 能繁视角：能繁有望持续去化，利好24年行情

23年能繁母猪产能开始去化，对猪价影响或将在24年初显现。2022年4月~12月，能繁母猪存栏量从4177万头上行至4390万头，涨幅为+5.10%，行业整体产能小幅增加，对应2023年2月~10月，生猪供给将相对充裕。根据农业部数据，23年1~3月，能繁存栏量为4367/4343/4305万头，环比分别-0.52%/-0.55%/-0.87%。3月钢联、涌益等第三方数据库公布的能繁母猪存栏量环比分别-0.28%/-1.95%，去化幅度较2月有所扩大。

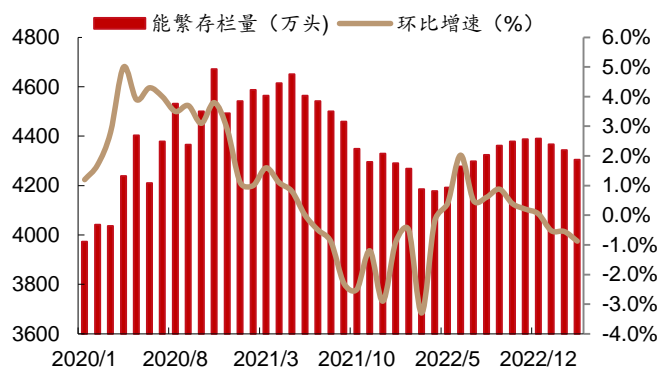
表3：能繁母猪存栏与生猪出栏对应时间表

能繁存栏时间	2022-3	2022-4	2022-5	2022-6	2022-7	2022-8	2022-9	2022-10	2022-11	2022-12
能繁母猪存栏(万头)	4185	4177	4192	4277	4298	4324	4362	4379	4388	4390
环比	-1.94%	-0.19%	+0.40%	+2.03%	+0.49%	+0.60%	+0.88%	+0.39%	+0.21%	+0.05%
生猪出栏时间	2023-1	2023-2	2023-3	2023-4	2023-5	2023-6	2023-7	2023-8	2023-9	2023-10
能繁存栏时间	2023-1	2023-2	2023-3	2023-4	2023-5	2023-6	2023-7	2023-8	2023-9	2023-10
能繁母猪存栏(万头)	4367	4343	4305							
环比	-0.52%	-0.55%	-0.87%							
生猪出栏时间	2023-11	2023-12	2024-1	2024-2	2024-3	2024-4	2024-5	2024-6	2024-7	2024-8

资料来源：农业农村部、统计局、发改委，西部证券研发中心

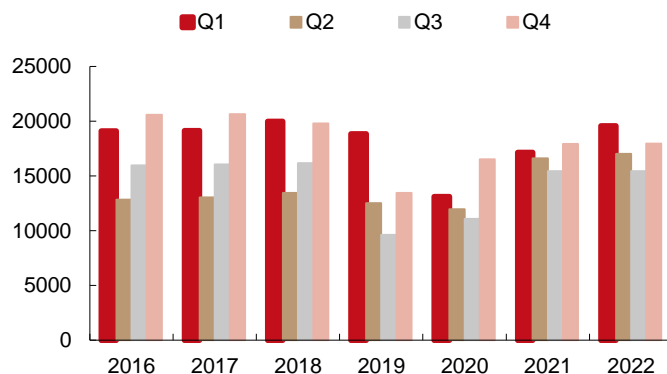
22年生猪供应同比小幅增加，23年生猪出栏预计将较为平稳。从出栏量看，22年共出栏生猪6.99亿头，同比+4.27%；Q1~Q4分别出栏1.96/1.70/1.54/1.80亿头，同比分别+14.13%/+2.54%/-0.05%/+0.17%，22Q3后生猪供应同比趋稳。22年3月后能繁母猪存栏量绝对增幅不高，预计对应23年生猪出栏量将较为平稳。

图8：能繁母猪存栏量(万头)



资料来源：发展改革委、农业农村部、统计局，西部证券研发中心

图9：生猪季度出栏量(万头)



资料来源：农业农村部，西部证券研发中心

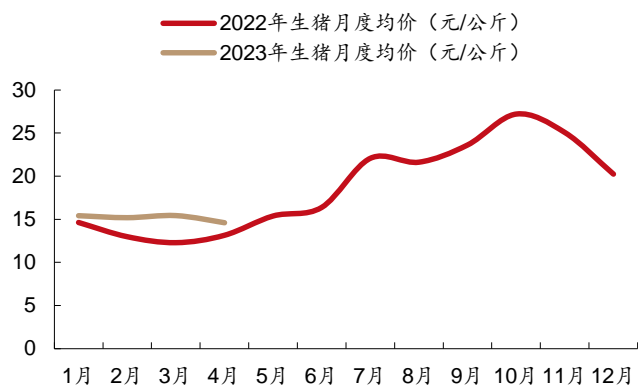
2.2 猪价判断：23全年生猪均价预计同比稳定，下半年猪价将企稳抬升

预计2023年生猪均价与22年相当，公司整体经营环境稳定。从能繁母猪的推演看，本轮加产能的周期到2022年12月转折，显示2023H2生猪产能充裕，价格大幅上行的阻力较大。但是23年1月/2月/3月/4月生猪均价为15.43/15.44/14.58（元/公斤），均高于去年同期水平。因此23H1的生猪均价或围绕养殖成本波动。

从生猪价格季节性变化看，7月以后生猪消费将进入旺季，23H2生猪价格大概率将上行。预计23H2的生猪供给将较为充足，猪价高点或将低于22年同期水平。23Q1全国生猪均

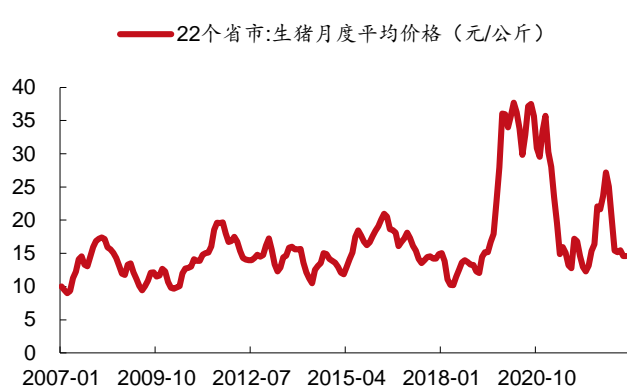
价较 22Q1 高出约 2 元/公斤，因此 23H2 生猪均价高点如能上行至 25 元/公斤左右水平，则全年生猪均价将于 22 年基本持平。

图 10: 22 省市平均月度猪价 (元/公斤)



资料来源: 中国种猪信息网, 西部证券研发中心

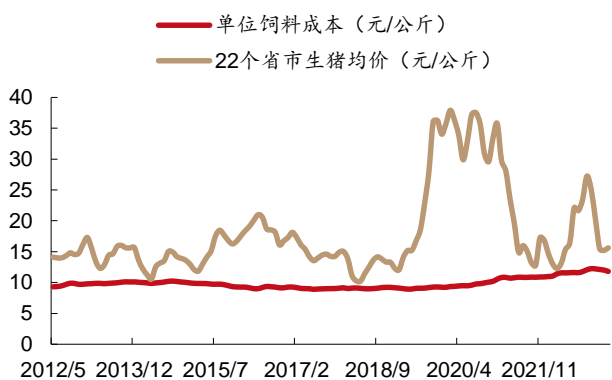
图 11: 2007 年至今生猪均价走势 (元/公斤)



资料来源: 农业农村部, 西部证券研发中心

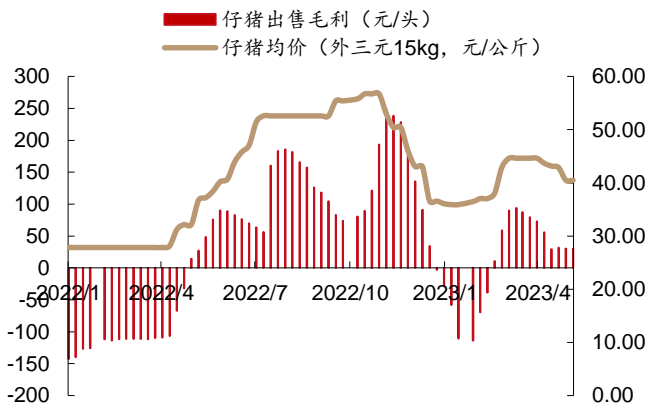
饲料价格及仔猪价格为 23H2 猪价提供有力支撑，消费旺季猪价可期。从饲料价格看，育肥猪配合饲料平均价格为 4.0 元/公斤，按照行业平均 3 倍肉料比计算，纯育肥成本在 12.0 元/公斤左右。春节后生猪均价最低在 14.0 元/公斤左右，饲料成本对猪价的支撑作用相对明显，目前生猪价格不足 15.0 元/公斤，下行空间较为有限。

图 12: 生猪育肥饲料成本



资料来源: 中国种猪信息网, 西部证券研发中心

图 13: 仔猪销售均价



资料来源: iFind, 西部证券研发中心

从仔猪价格看，年初各地疫情一定程度影响仔猪供给，利好 23H2 生猪价格。从草根调研来看，春节过后各地非瘟及仔猪腹泻疫情同比略有提升，对目前仔猪供给造成负面影响。1 月 14 日至 5 月 12 日，仔猪销售均价从 35.93 元/公斤上行至 40.52 元/公斤；仔猪出售毛利从 -58.04 元/头上升至 30.31 元/头。仔猪供给减量预计将对 23H2 的生猪出栏造成负面影响，从而利好 23H2 生猪均价。

从二次育肥看，生猪价格超过行业成本后将猪价形成明显的助推效应。22H2 猪价上行超过 20 元/公斤以后，养殖户二次育肥的热情较为高涨，导致生猪价格持续上行至 11 月初。目前生猪价格位于行业成本以下，养殖户二次育肥热情不高。我们预计 23H2 猪价超过行业平均成本后，养殖户二次育肥热情将显著提升，短期内将助涨猪价。

三、猪种优势：与PIC深度合作，种群优势尽显

3.1 PIC种猪性能优异

PIC 是世界知名的种猪公司，其配套系种猪具有生长速度快、瘦肉率高、产仔多、增重快、料肉比低等特点，是全球主流的四大配套之一。根据 PIC 中国的年报数据，PIC 客户猪场在母猪分娩率、活产仔数、断奶数、PSY 等母猪繁殖性能指标上全面领先非 PIC 客户。

表 4：2022 财年 PIC 客户数据与行业均值对比表

指标	PIC 客户	行业均值
分娩率	86.4%	78.24%
总产仔数	14	13.07
活产仔数	12.8	12.02
断奶数	11.6	10.72
年产窝数	2.37	2.01
PSY	27.3	21.13

资料来源：2022 财年 PIC 中国标杆数据，西部证券研发中心

前 10%、25% 的 PIC 客户母猪繁殖性能远高于 PIC 平均客户，体现出 PIC 种猪极其优秀的繁殖能力。从分组统计结果看，前 10% 组客户的母猪繁育均值略高于前 25% 组，但两者结果均大幅高于 PIC 客户均值。

表 5：2022 财年 PIC 客户前 10%，25% 与均值母猪数据

指标	前 10% PIC 客户	前 25% PIC 客户	PIC 客户均值
分娩率	90.9%	89.9%	86.4%
断奶后 7 天配种率	81.8%	81.7%	77.6%
母猪死亡率	10.1%	8.8%	8.7%
总产仔数	14.9	14.6	14.0
活产仔数	13.7	13.5	12.8
断奶数	12.4	12.1	11.6
LSY	2.48	2.47	2.37
PSY	31.5	30.4	27.3

资料来源：2022 财年 PIC 中国标杆数据，西部证券研发中心

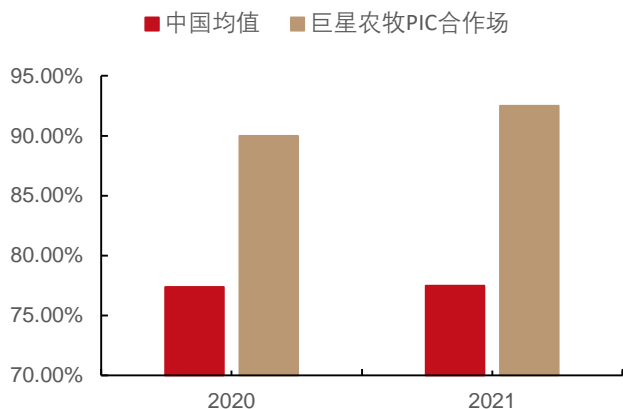
3.2 公司与 PIC 开展深度合作，育种技术先进

2017 年，公司与 PIC 中国开始育种合作。2017 年 9 月 25 日，巨星有限公司与 PIC 中国签署《封闭扩繁总协议》，协议初始期限为 7.5 年，到期后协议自动续展 24 个月。在协议的有效期内，PIC 中国向公司提供曾祖代公猪以及曾祖代和祖代小母猪。目前，PIC 是公司正在合作中的最主要的种猪供应商，公司直接从 PIC 中国或通过进出口代理公司向 PIC 美国进行采购，通过选取生产速度快、饲料转化率高、肉质性状好和适应性强的父系种猪以及繁殖性能好的母系种猪，充分利用杂交优势和性状互补原理，使后代综合表现出优良性状（胴体瘦肉率高、背膘薄、肉质鲜嫩、肌间脂肪均匀）。

公司已掌握了 BLUP（最佳线性无偏估计）遗传评估法、全基因组选择育种技术和种猪性能测定技术用于公司育种。通过 BLUP 遗传评估法，即利用系谱间的亲缘关系，校正固定环境效应和非随机交配造成的偏差，同时对有亲缘关系的不同群体进行联合评估，可大幅提高育种值估计的准确性。全基因组选择育种属于分子育种范畴，优势在于可以捕获基因组中的全部遗传变异，不完全依赖表型信息，对于低遗传力和难以度量的性状（肉质和

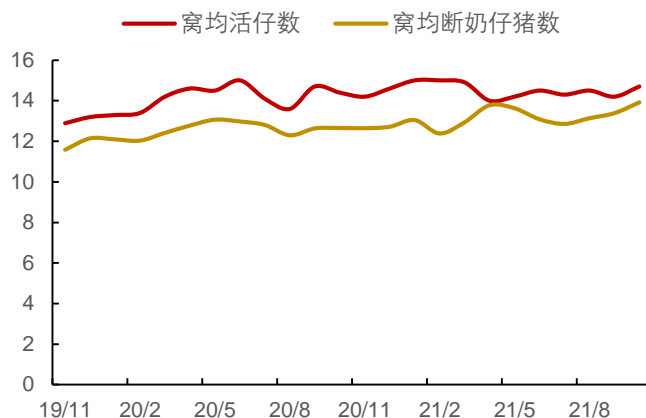
屠宰性状) 可以进行选择, 同时可以缩短世代间隔, 对后备种猪进行提前选择, 再通过种猪性能测定技术的集中测定, 可实现高生长速度和低料肉比种猪的选育。

图 14: 20-21 年 PIC 合作场分娩率与国内均值对比



资料来源: Pipestone, 微猪科技, 西部证券研发中心

图 15: 19-21 年 PIC 合作场窝均活仔数&窝均断奶仔猪数(头)



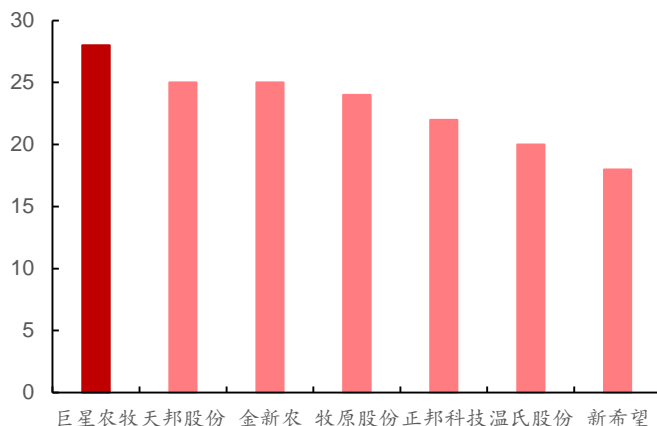
资料来源: Pipestone, 西部证券研发中心

图 16: 19-21 年公司 PIC 合作场 PSY



资料来源: Pipestone, 西部证券研发中心

图 17: 21 年各大猪企 PSY 对比图



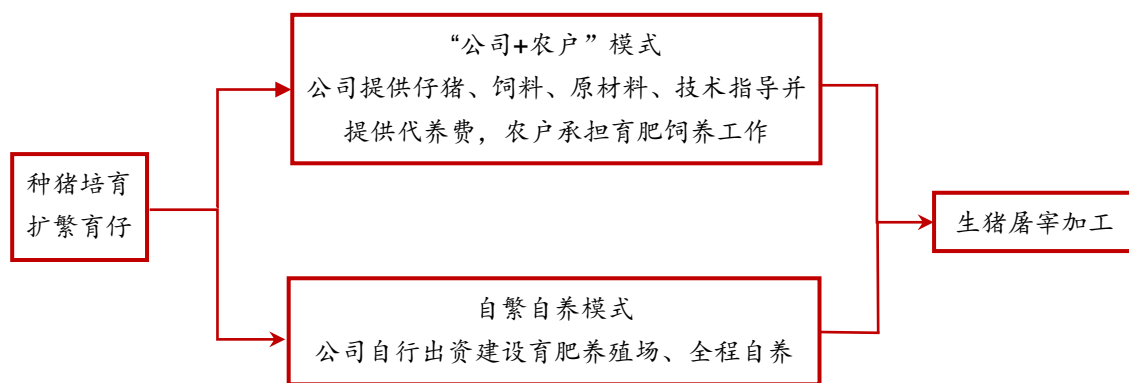
资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

四、养殖模式更新迭代，养殖效率提升显著

4.1 养殖模式：自繁自养逐步迭代“公司+农户”

公司的肉猪养殖业务采用紧密型“公司+农户”以及一体化自繁自养两种模式。在“公司+农户”模式中，公司向合作农户提供猪苗、饲料、药品、疫苗等物资供应，以及营养方案、养殖培训等技术指导。农户需具备符合公司要求的养殖条件，包括养殖场地、圈舍、设施等，并承担生猪的育肥饲养工作。育肥生猪达到出栏标准后，公司负责生猪销售并且向农户支付报酬。在“公司+农户”模式下，公司可以大幅减少固定资产投入，实现养殖规模的快速提升。在自繁自养模式中，公司虽然需要大量资产投入，但一体化流程和标准化管理可以保证养殖过程风险可控，同时也能保持较高的扩张速度。

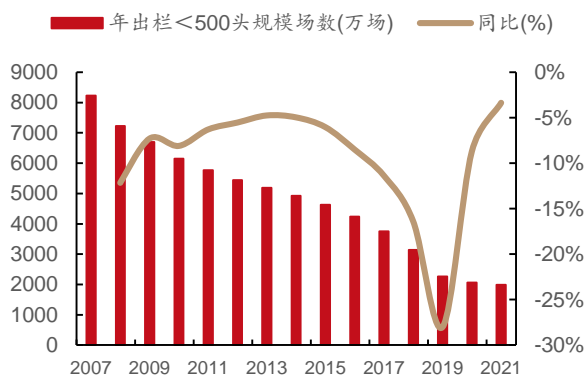
图 18：自繁自养与“公司+农户”养殖模式对比



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

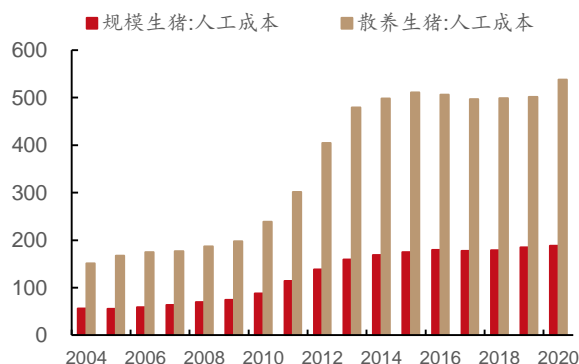
公司目前主要的养殖模式仍为紧密型“公司+农户”养殖模式。从养殖户分布看，尽管2008至2021年，我国年出栏生猪少于500头的散户规模场减少近75%，但中小养殖户占比仍然较高。“公司+农户”模式一方面使得公司能够充分利用中小养殖户的生产资料，减少前期投入。另一方面中小养殖户较高的责任心也保证了产出的稳定高效。2021年，公司开始加大力度发展“一体化自繁自养”养殖模式，目前公司自繁自养生猪出栏占比较低，随着未来公司德昌、平塘、雅安等一体化养殖项目逐渐落地使用，公司自繁自养生猪出栏占比或将持续增加。

图 19：年出栏 500 头以下生猪饲养规模场数量（万场）



资料来源：Wind，中国畜牧兽医年鉴，西部证券研发中心

图 20：生猪养殖人工成本（元/头）



资料来源：Wind，西部证券研发中心

4.2 与Pipestone合作，提升养殖效率

Pipestone 是一家世界知名的养猪服务技术公司，拥有世界先进的养猪技术和管理经验。2016年9月27日，公司与 Pipestone 签订了《管理及技术服务合同》，合同有效期7年。在协议期限内，Pipestone 负责向公司提供多项生猪养殖咨询服务，包括场所设计咨询方案，基因审查、推荐和监督，养殖人员技术支持及培训，兽医技术咨询服务等。

通过与 Pipestone 深度合作，公司在猪场的选址、设计、建设、设施设备的配置、猪场的生产操作流程等方面都引入了全套养殖理念和生产技术体系。如在选址和设施设备上，针对自繁自养猪场，公司选址采用 1000 点评分体系，在养殖区内采用猪群检测净化体系，并建立了三级洗消隔离防疫体系；在饲养管理上，公司根据生猪配种、生产、保育以及育肥等不同阶段生猪生长特点，制定配种操作程序、产房操作程序、保育舍操作程序等标准化操作程序。基于此，公司的养殖效率和生物安全性得以大幅提升。

图 21: Pipestone 核心价值观



资料来源: Pipestone 官网, 西部证券研发中心

图 22: Pipestone 六大持续性要素



资料来源: Pipestone 官网, 西部证券研发中心

4.3 建立巨星研究院，加速一体化转型进程

依托国内外多所高等院校和科研院所，公司建立了巨星研究院。研究院下设四大研究中心：繁育研究中心、营养和饲料研究中心、疾控研究中心、工程环保研究中心，以及多个分析测试、科研试验基地。公司整合全球优质科研资源，同时组建多支研究团队，在专家委员会的指导下，建设打造世界领先的畜牧业科技研究院、畜牧领域重大应用技术创新基地，科技成果转化示范基地和行业高端科技人才聚集高地。雄厚的科研技术实力与先进的养殖管理、饲料生产等经验推动公司向“粮进肉出”一体化模式转型，未来公司将建立从饲料生产、种苗繁育、生猪养殖、屠宰到猪肉产品加工等的全产业链“一条龙”式的一体化生产模式，并将全程监控以保证产品质量。

公司还将建设与“粮进肉出”一体化产业模式配套的智慧养猪园区。智慧养猪园区将融合 1、2、3 产业，集饲料生产、生猪养殖、屠宰加工为一体。与传统养猪模式相比，巨星智慧养猪园区土地资源利用率更高，能更好地实现环境友好的可持续发展，并保障肉食品健康和市场供应。德昌项目是公司目前在建最大的智慧养猪园区，也是最重要的种猪繁育一体化养殖场。

图 23: 智慧养猪园区



资料来源: 公司微信公众号, 西部证券研发中心

图 24: “粮进肉出”一体化产业链



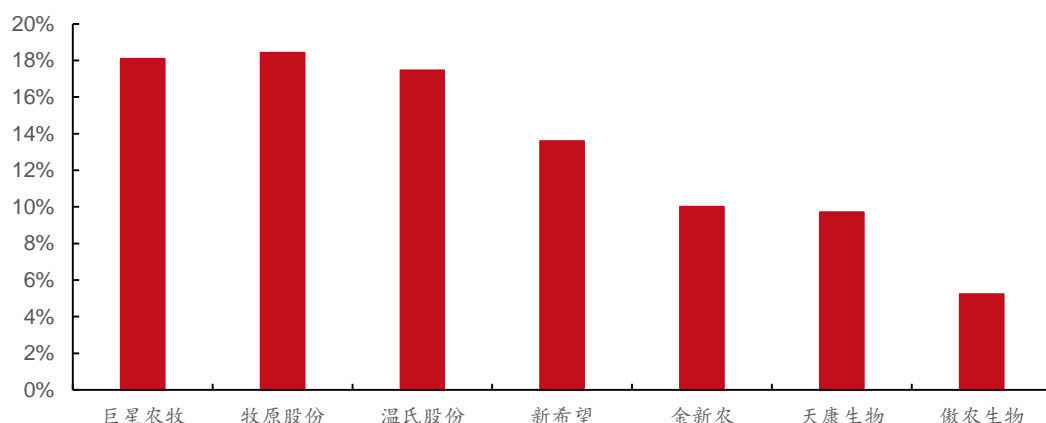
资料来源: 公司微信公众号, 西部证券研发中心

整体而言,一体化养殖模式提升了公司产业链中间环节的标准化程度,便于公司统一管理。比如,公司可以制定统一的防疫标准,统一提供疫病控制指导,通过采取统一的软硬件设备配置规划和全方位的防控措施,预防疫病进入猪场或阻止其在猪场内的传播,从而达到保护猪群生物安全,提高养殖场抵御系统性风险能力的目的,从而在稳定生产的前提下实现经济效益的提升。

4.4 一体化经营降本增效, 毛利率同业领先

目前,公司通过“自繁自养”的一体化经营,实现了种猪、仔猪、商品猪繁育以及生猪养殖所需饲料的研发和生产。从经营数据看,公司相比其他上市公司保持较好的优势;2022年公司生猪养殖板块毛利率为 18.08%,处于行业第一梯队水准,具备较强的成本优势。与此同时,公司持续优化生猪出栏结构,进一步拉大毛利优势。

图 25: 22 年各公司生猪板块毛利率 (%)



资料来源: 各公司年报, 西部证券研发中心

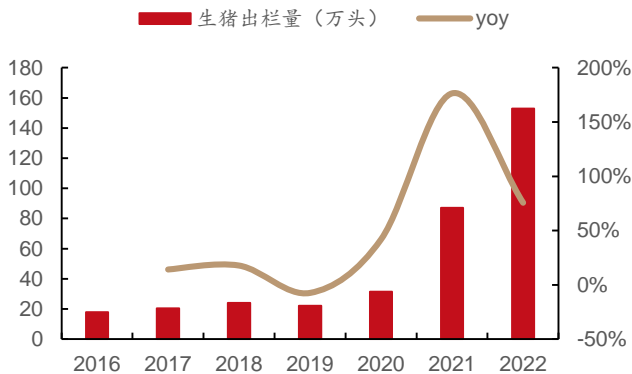
五、募资充足，支撑产能快速扩张

5.1 立足四川，公司成长路径明晰

公司生猪业务的区域性特征较为显著，主要在四川省内开展。根据《全国生猪生产发展规划（2016-2020年）》对未来全国生猪发展的布局规划，四川省属于重点发展区，是我国猪肉供给的核心区域之一。四川省是养猪大省，生猪出栏量连续多年位居全国前列：2016年到2018年，四川省生猪出栏量在6600万头到6900万头之间，受疫情影响，2019年四川生猪出栏量降至4852万头，2021年回升至6314.8万头，约占全国生猪出栏量的9.39%。区域性优势为公司饲料业务、养殖业务长远、健康、持续发展奠定了良好的市场基础和发展空间。

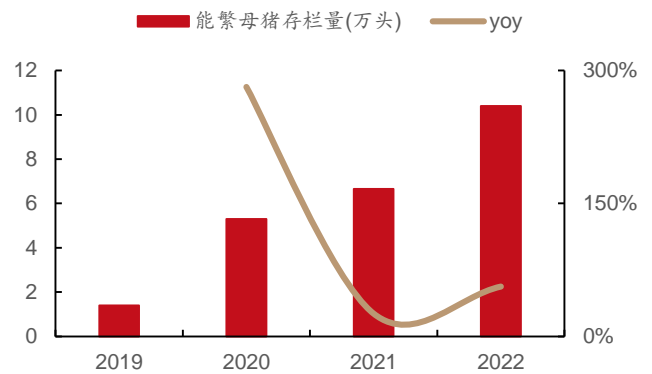
公司专注于养殖产业链的建设和发展，立足四川，逐步向全国扩张布局。目前公司重点围绕川渝、长三角、珠三角等养殖核心地带，在全国布局了“成都基地、广元基地、泸叙基地、安徽基地、古蔺基地、眉山基地、乐山基地、雅安基地、德昌基地、平塘基地、屏山基地”多个生猪养殖基地，已形成29个标准化种猪场。截至22年底，公司生猪出栏量为153.01万头，同比增长75.7%。目前公司母猪存栏预计已超过10万头，足以支撑250万头以上的仔猪年产量，为公司2025年的千万生猪出栏目标提供了强有力的支撑。

图 26：公司生猪出栏数量（万头）



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 27：公司能繁母猪存栏数量（万头）

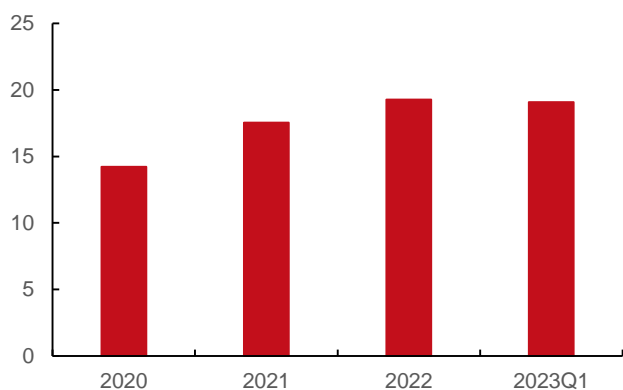


资料来源：公司公告，西部证券研发中心

自 2020 年后，公司固定资产、在建工程、资本性支出、生物性资产均保持较快的增长。其中，公司增加的固定资产，主要由新建的养殖基地贡献，而生物性资产的增加则体现出公司母猪存栏量不断扩大。后期随着在建工程的陆续完工，预计生猪养殖产能将继续保持快速扩张趋势。

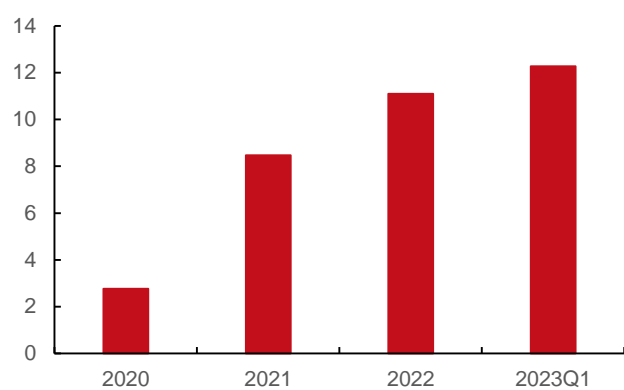
公司固定资产从 2020 年的 14.23 亿元上升至 23Q1 的 19.07 亿元。在建工程从 2020 年的 2.76 亿元上升至 23Q1 的 12.28 亿元。公司资本性支出从 2020 年的 6.11 亿元，上升至 22 年的 11.17 亿元。生物性资产从 2020 年的 2.17 亿元上升至 23Q1 的 4.55 亿元。

图 28: 固定资产情况(亿元)



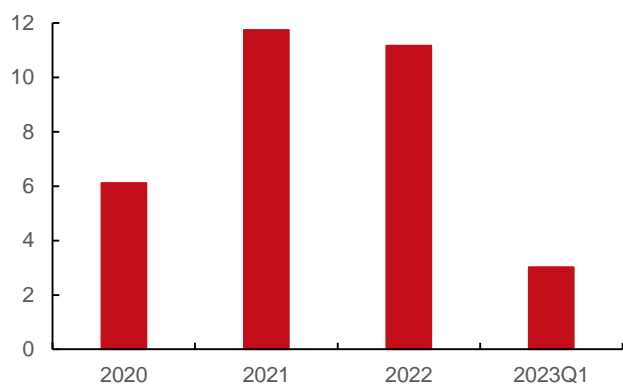
资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

图 29: 在建工程情况(亿元)



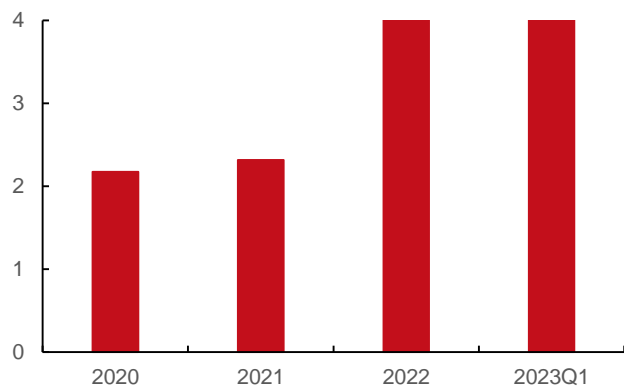
资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

图 30: 资本性支出情况(亿元)



资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

图 31: 生产性生物资产情况(亿元)



资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

5.2 多轮融资, 公司未来成长可期

自重组以来, 在 2021 年公司通过定向增发, 募集净额 4.08 亿元, 用于石宝、皇华等种猪场项目及德昌等一体化项目; 在 2022 年公司通过可转债的方式募集 10 亿元, 主要用于德昌一体化项目建设。截至 2023Q1, 公司仍有 10.86 亿元的货币资金, 为公司产能的扩建提供了有力支撑。

表 6: 21 年定向增发募资情况

序号	项目名称	拟投资金额(亿元)	实际使用募资金额(亿元)
1	宜宾巨星屏边种猪场项目	5.04	0.00
2	古蔺巨星石宝种猪场项目	2.11	1.00
3	古蔺巨星皇华种猪场项目	1.40	0.60
4	平塘巨星更打生猪繁育一体化项目	1.81	0.00
5	雅安巨星三江生猪繁育一体化项目	2.14	0.00
6	德昌巨星生猪繁育一体化项目	19.21	2.48
	合计	31.70	4.08

资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

表 7: 22 年可转债募资情况

序号	项目名称	项目总投资额(亿元)	实际使用募资金额(亿元)
1	德昌巨星生猪繁育一体化项目	19.21	7.50
2	补充流动资金	2.50	2.50
	合计	21.71	10.00

资料来源:公司公告,西部证券研发中心

公司现有建成和规划母猪产能已经接近 20 万头,已投产和规划年产仔猪超过 500 万头。目前,仍然在建的项目主要是平塘、雅安和德昌的生猪自繁自养一体化项目,完全建成后,公司自繁自养占比将大幅提升。

表 8: 公司主要生猪产能项目

项目名称	地区	新增/总母猪产能(万头)	年产仔数量(万头)	(预计)竣工时间	养殖模式
截至 2016 年产能		0.56			
泸县巨星兆雅猪场	四川	0.24		2017 年	公司+农户
剑阁巨星圆龙猪场	四川	0.35		2018 年	公司+农户
剑阁巨星高观猪场	四川	0.54		2019 年	公司+农户
泸县巨星福集猪场	四川	0.60		2019 年	公司+农户
截至 2019 年产能		2.29	58.48		
叙永后山猪场	四川	0.80	22.05	2020 年	公司+农户
泸县方洞猪场	四川	0.20	5.51	2020 年	公司+农户
崇州观胜猪场	四川	0.18	4.96	2020 年	公司+农户
崇州兴裕猪场	四川	0.18	4.96	2020 年	公司+农户
屏山中都猪场	四川	0.80	22.05	2020 年	公司+农户
邛崃冉义猪场	四川	0.60	16.54	2020 年	公司+农户
剑阁开封猪场	四川	0.54	14.88	2020 年	公司+农户
乐山剑锋猪场	四川	1.20	33.08	2020 年	公司+农户
截至 2020 年产能		6.79	182.51		
平塘巨星甲茶父母代种猪场	贵州	0.54	13.50	2021 年	公司+农户
古蔺巨星皇华种猪场项目	四川	0.90	22.50	2021 年	公司+农户
截至 2021 年产能		8.23	219		
古蔺巨星石宝种猪场项目	四川	1.00	25.00	2022 年	公司+农户
截至 2022 年产能		9.23	244		
宜宾巨星屏边种猪场项目	四川	2.40	60.00	2023 年	公司+农户
德昌巨星生猪繁育一体化项目	四川	2.50	80.00	2023 年	自繁自养
平塘巨星更打生猪繁育一体化项目	四川	0.34	9.13	2023 年	自繁自养
雅安巨星三江繁育一体化项目	四川	0.40	10.80	2023 年	自繁自养
预计截至 2023 年产能		14.87	403.44		
其它待建或在建产能(2020 年年报披露)		5.08	130.00		
全部达产后合计产能		19.95	533.4		

资料来源:公司公告,西部证券研发中心

六、盈利预测与投资建议

6.1 关键假设与盈利预测

针对公司的四类业务，我们做如下假设：

(1) 生猪养殖业务：公司在生猪养殖业务上具备较强的竞争力，并且未来几年公司多个在建工程将陆续完工生产，因此公司生猪出栏量将保持高速增长。我们预计 23~25 年公司生猪出栏量将分别为 260/430/550 万头，同比分别+69.92%/+65.38%/+27.91%。实现收入 59.80/98.90/113.85 亿元，同比分别+99.97%/+65.38%/+15.12%。

(2) 饲料业务：公司饲料业务以自用为主，少量饲料将外销，我们预计该业务将保持 10% 左右的年均增速。因此 23~25 年饲料业务收入为将达到 6.07/6.68/7.34 亿元，同比分别+10.00%/+10.00%/+10.00%。

(3) 皮革业务：公司将全面转型为生猪养殖，因此皮革业务我们假设保持现有规模不变，预计 23~25 年实现收入 3.00/3.00/3.00 亿元，同比-0.88%/+0.00%/+0.00%。

(4) 商品鸡业务：公司商品鸡业务占收入比重不大，短期内将保持现有规模稳健经营，我们预计 23~25 年实现收入 1.50/1.70/1.70 亿元，同比+30.03%/+13.33%/+0.00%。

表 9：巨星农牧收入拆分

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
生猪 (亿元)	17.92	29.90	59.80	98.90	113.85
YOY	169.48%	66.86%	99.97%	65.38%	15.12%
毛利率 (%)	26.21%	18.08%	20.00%	24.00%	24.00%
饲料 (亿元)	5.19	5.52	6.07	6.68	7.34
YOY	142.99%	6.28%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率 (%)	7.92%	8.23%	8.00%	8.00%	8.00%
皮革产品 (亿元)	4.95	3.03	3.00	3.00	3.00
YOY	14.55%	-38.92%	-0.88%	0.00%	0.00%
毛利率 (%)	16.56%	-1.15%	14.00%	13.00%	13.00%
商品鸡 (亿元)	1.67	1.15	1.50	1.70	1.70
YOY	92.81%	-30.79%	30.03%	13.33%	0.00%
毛利率 (%)	-17.74%	-4.55%	7.00%	6.00%	6.00%
收入合计 (亿元)	29.83	39.68	70.47	110.38	125.99
YOY	107.26%	33.02%	77.60%	56.63%	14.15%
毛利率 (%)	18.99%	14.60%	18.43%	22.45%	22.56%

资料来源：公司公告，西部证券研发中心

基于上述假设，我们预计公司 23~25 年收入分别为 70.47/110.38/125.99 亿元，同比分别+77.60%/+56.63%/+14.15%；实现归母净利润分别为 5.34/13.42/15.24 亿元，同比分别+237.5%/+151.6%/+13.6%；对应 EPS 为 1.05/2.65/3.01 元。

6.2 估值与投资建议

(1) PB 估值法

我们认为生猪养殖利润波动较大，属于传统周期行业，因此采用 PB 估值法更适合。我们选取 16-18 年的牧原和温氏 PB 走势作为参考标，主要考虑：1) 牧原 15-18 年出栏增速

(CAGR: 79.02%) 与 20-23 年巨星的预估出栏增速 (CAGR:102.1%) 较为贴近; 2) 温氏的养殖模式主要以公司+农户为主, 与巨星养殖模式较为类似。3) 牧原和温氏均主要以生猪养殖为主营业务, 与巨星较为相似。4) 20-23 年猪价走势与 16-18 年较为相近, 基本呈现高位回落的态势。

16-18 年, 牧原平均 PB 为 5.53 倍, 温氏平均 PB 为 4.98 倍, 两者平均 PB 为 5.26; 出于谨慎原则, 我们给予公司 PB 为 5 倍估值, 预计 23E 净资产为 42.33 亿, 对应市值 211.7 亿元, 给与目标价 41.8 元。

表 10: 可比公司出栏数量 (万头)

公司	2015	2016	2017	2018	CAGR(%)
牧原股份	192	311	724	1101	79.02%
温氏股份	1536	1713	1904	2230	13.2%

公司	2020	2021	2022	2023	CAGR(%)
巨星农牧	31.5	87.1	153.01	260	102.1%

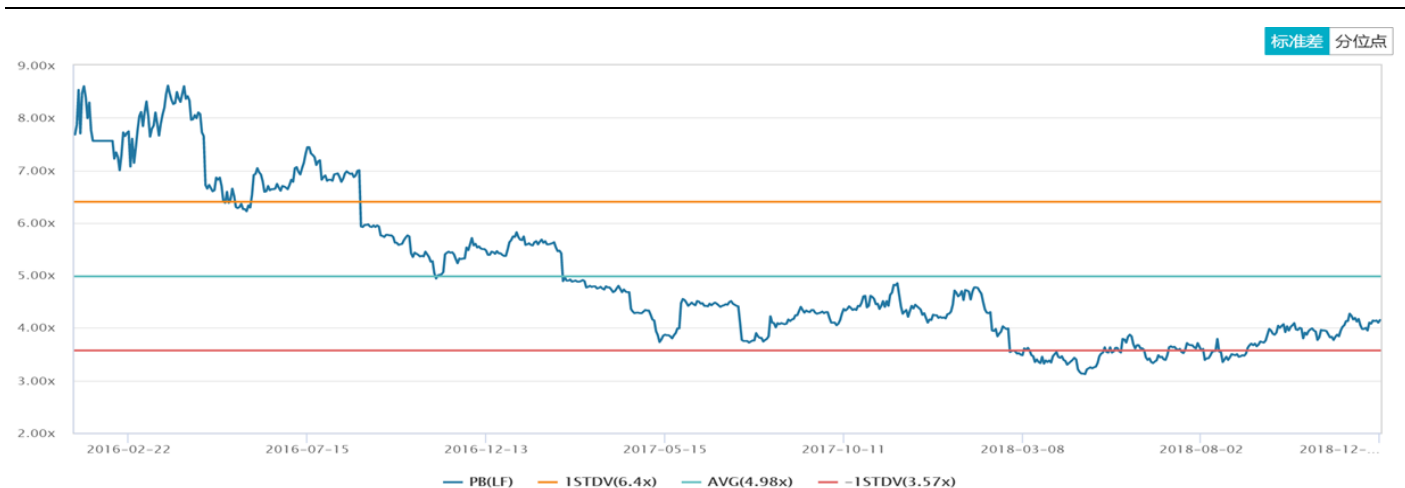
资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

图 32: 牧原 PB 走势



资料来源: lfind, 西部证券研发中心

图 33: 温氏 PB 走势



资料来源: lfind, 西部证券研发中心

(2) 投资建议

预计公司 2023~2025 年收入分别为 70.47/110.38/125.99 亿元，同比分别 +77.6%/+56.6%/+14.1%；预计实现归母净利润分别为 5.34/13.42/15.24 亿元，同比分别 +237.5%/+151.6%/+13.6%；对应 EPS 为 1.05/2.65/3.01 元。综合对比行业可比公司的平均 PB 估值水平，我们给与目标价 41.8 元（对应 23 年 PB 为 5 倍），首次覆盖，给予“买入”评级。

七、风险提示

生猪出栏量不及预期风险：公司目前生猪产能准备较充分，能繁母猪种群储备加大，但实际出栏量是否能够按照预定规划，仍有不确定性。

原材料成本上涨超预期风险：目前国内的玉米、豆粕等主要饲料原材料价格仍处于近年高位，未来原材料成本是否会下降仍有不确定性。

畜禽肉消费需求不振，猪价上行幅度不及预期风险：受疫情多次冲击等多方面因素影响，国内餐饮等渠道消费不旺，需求相对低迷，如果需求无法提振，则猪肉价格上行幅度可能小于预期。

疫病风险：尽管目前公司对非洲猪瘟等疫病有行之有效的预防、治疗方法，但未来畜禽养殖仍有可能受疫病冲击，导致出栏量等生产指标出现超预期下滑。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	544	881	1,497	2,475	3,166	营业收入	2,983	3,968	7,047	11,038	12,599
应收和预付款项	230	210	690	803	902	营业成本	2,416	3,389	5,748	8,559	9,757
存货净额	1,326	1,440	3,453	4,492	5,042	营业税金及附加	10	10	21	31	37
其他流动资产	16	2	9	9	7	销售费用	38	44	78	95	155
流动资产合计	2,117	2,533	5,649	7,779	9,117	管理费用	139	243	385	610	728
固定资产及在建工程	2,833	3,475	4,518	5,556	6,357	财务费用	48	82	211	328	357
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他费用	35	40	29	43	43
无形资产	112	108	122	119	118	营业利润	296	160	575	1,371	1,522
其他非流动资产	954	1,139	1,129	1,124	1,121	营业外净收支	(19)	(6)	(65)	(30)	(34)
非流动资产合计	3,899	4,721	5,769	6,798	7,596	利润总额	278	154	511	1,341	1,489
资产总计	6,016	7,254	11,418	14,578	16,713	所得税费用	11	(7)	(40)	(38)	(76)
短期借款	714	513	3,424	4,348	4,592	净利润	267	161	551	1,379	1,565
应付款项	1,004	1,686	2,376	3,198	3,673	少数股东权益	8	3	17	37	41
其他流动负债	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	259	158	534	1,342	1,524
流动负债合计	1,718	2,199	5,800	7,546	8,265	财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
长期借款及应付债券	808	1,097	1,180	1,216	1,102	盈利能力					
其他长期负债	162	248	205	227	216	ROE	8.7%	4.5%	13.6%	27.8%	24.4%
长期负债合计	970	1,345	1,385	1,443	1,317	毛利率	19.0%	14.6%	18.4%	22.5%	22.6%
负债合计	2,688	3,544	7,185	8,989	9,582	营业利润率	9.9%	4.0%	8.2%	12.4%	12.1%
股本	506	506	506	506	506	销售净利率	8.9%	4.1%	7.8%	12.5%	12.4%
股东权益	3,328	3,710	4,233	5,588	7,131	成长能力					
负债和股东权益总计	6,016	7,254	11,418	14,578	16,713	营业收入增长率	107.3%	33.0%	77.6%	56.6%	14.1%
						营业利润增长率	6.7%	-45.9%	258.5%	138.3%	11.1%
						净利润增长率	102.8%	-39.0%	237.5%	151.6%	13.6%
						偿债能力					
						资产负债率	44.7%	48.9%	62.9%	61.7%	57.3%
						流动比	1.23	1.15	0.97	1.03	1.10
						速动比	0.46	0.50	0.38	0.44	0.49
						每股指标与估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	每股指标					
净利润	267	161	551	1,379	1,565	EPS	0.51	0.31	1.05	2.65	3.01
折旧摊销	223	251	158	207	243	BVPS	6.50	7.25	8.25	10.86	13.83
利息费用	48	82	211	328	357	估值					
其他	(382)	(12)	(1,505)	(485)	(100)	P/E	59.0	96.6	28.6	11.4	10.0
经营活动现金流	155	482	(586)	1,429	2,065	P/B	4.6	4.2	3.7	2.8	2.2
资本支出	(903)	(652)	(1,212)	(1,230)	(1,039)	P/S	5.1	3.8	2.2	1.4	1.2
其他	(132)	(340)	0	0	0						
投资活动现金流	(1,035)	(992)	(1,212)	(1,230)	(1,039)						
债务融资	580	689	2,442	803	(313)						
权益融资	386	(16)	(28)	(24)	(23)						
其它	44	182	0	0	0						
筹资活动现金流	1,010	855	2,414	779	(336)						
汇率变动											
现金净增加额	130	346	616	979	691						

数据来源: 公司财务报表, 西部证券研发中心

西部证券—投资评级说明

行业评级	超配: 行业预期未来 6-12 个月内的涨幅超过市场基准指数 10%以上
	中配: 行业预期未来 6-12 个月内的波动幅度介于市场基准指数-10%到 10%之间
	低配: 行业预期未来 6-12 个月内的跌幅超过市场基准指数 10%以上
公司评级	买入: 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
	增持: 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
	中性: 公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
	卖出: 公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。

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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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。

联系地址

联系地址：上海市浦东新区耀体路 276 号 12 层

北京市西城区丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 513 室

深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

联系电话：021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。