

# 农林牧渔

证券研究报告  
2018年07月31日

## 禽产业链系列研究之七：论白羽肉鸡行业的三层周期

本篇是我们对白羽鸡行业周期逻辑思考的总结。以时间维度来划分，我们将行业周期分为产业周期、供求周期、库存周期三个层次。我们认为：

### 1、产业周期：长周期底部，ROE有望重新进入底部反转阶段

白羽鸡养殖产业结构的内在矛盾——规模化基本完成、行业集中度低、分产业链环节经营——造成了行业盈利能力在过去10年处于下行周期。多年低迷之后，行业竞争格局出现长期变化的拐点。

自上而下，是引种危机给以益生股份为代表的种源充足的祖代养殖企业带来产业整合的契机；自下而上，行业重资产投资特征以及持续低盈利，使得行业进入存量博弈阶段，以圣农发展为代表的企业进入产业链延伸与并购整合阶段。两者的共同结果是行业集中度的提升以及盈利波动的放缓，这意味着行业有望重新进入ROE提升阶段。

### 2、供求周期：本轮产业景气有望延续至2019年

2016年下半年以来过度换羽导致的供求格局逆转使得市场普遍对于当下的产业供求周期缺乏信心。但随着祖代引种的持续低位以及换羽意愿和换羽能力的制约，供给收缩逻辑在2018年终成现实，而对巴西双反初裁的落地，则进一步加剧了供给的结构性紧张。

而新兴消费需求正兴起增强了需求的边际弹性。一方面是以肯德基、麦当劳为代表的洋快餐稳步发展的同时，本土西式快餐品牌以及以炸鸡排为代表的中式小吃品牌在国内三四线城市及各类县城快速铺开。另一方面，消费升级下，健康饮食驱动以健身餐为代表的鸡胸肉需求持续快速增加。新兴消费需求对于原料品质、品牌的要求，长期利好圣农发展、仙坛股份等这类具备品质优势与食品加工能力的企业。

2018年是白羽肉鸡行业盈利能力的反转年。白羽肉鸡生产周期决定了在当前供求格局之下，行业景气有望延续2019年。

### 3、库存周期：补库存将驱动产品价格继续上涨，春节前价格将维持强势！

库存周期是影响短期价格的最主要变量，代表着供需的弹性。在产品价格上涨之际，下游补库存行为则成为产品价格最主要的推动力。目前，屠宰厂库容率及开工率均处于历史偏低水平。这既有前期行情误判后的谨慎，也有资金紧张的现实约束。未来半年，渠道补库存最重要的两个时间点分别是8月学校开学以及春节前后的节日需求。当前毛鸡价格正稳步上涨便是反映下游补库存的缓慢开始。另外，若9-11月淡季不淡价格依旧坚挺，则春节前后，尤其是节后屠宰厂复产之际，渠道商价格预期的边际改善将带来一轮较强的补库存需求，助推价格进一步上涨。从利润结构来看，民和股份将是库存周期下盈利弹性最强的标的。

我们认为，目前，白羽鸡行业，长期于产业大周期的底部拐点位置，中期位于供求周期的景气向上期，短期则在库存周期启动之际。

### 4、投资建议：

目前，产业进入提升行业集中度提升、盈利能力回升的产业新周期。而供给收缩在2018年终成现实，产品价格上行带来企业盈利的反转。当前产业景气有望延续至2019年。短期渠道补库存节点渐进，产品价格上涨后劲充足。标的选择上，从弹性出发，优选益生股份、民和股份；从业绩稳健性出发，优选圣农发展，其次仙坛股份。

风险提示：政策风险；疫病风险；价格不达预期风险；

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)  
上次评级 强于大市

作者

吴立 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517010002  
wuli1@tfzq.com

刘哲铭 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517070002  
liuzheming@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《农林牧渔-行业研究周报:2018年第30周周报:鸡猪共振,白羽鸡景气延续,生猪底部优选弹性!》2018-07-29
- 2 《农林牧渔-行业投资策略:农林牧渔行业2018年中期策略:把握禽链景气右侧,底部布局养猪,拥抱宠物产业机会!》2018-07-25
- 3 《农林牧渔-行业研究周报:2018年第29周周报:禽链价格继续上涨,景气延续,坚定推荐!》2018-07-22

## 内容目录

<b>1. 产业周期：长期 ROE 有望重新进入提升阶段</b>	<b>4</b>
1.1. 产业结构内在矛盾使得行业 ROE 持续下行	4
1.2. 产业格局迎来拐点，长期 ROE 有望提升	6
1.2.1. 自上而下，引种危机带来祖代产业整合契机	6
1.2.2. 自下而上，产业链延伸及并购整合新阶段已经开启	6
<b>2. 供求周期：产业景气有望延续至 2019 年</b>	<b>7</b>
2.1. 供给：供给收缩终成现实	7
2.1.1. 引种不足，供给收缩显著	7
2.1.2. 2018 换羽规模有限	9
2.1.3. 对巴双反，加剧供给结构性紧张格局	10
2.1.4. 供给紧张格局将持续至 2019 年	11
2.2. 白羽鸡肉需求持续改善	13
2.2.1. 我国鸡肉消费量总量高，禽肉消费比重稳步提升	13
2.2.2. 西式快餐品牌快速崛起	14
2.2.3. 消费升级，鸡肉消费新动力	15
<b>3. 库存周期：等待补库时机</b>	<b>16</b>
3.1. 库存周期助力价格上涨	16
3.2. 库存周期驱动下，民和股份盈利弹性最大	18
<b>4. 投资建议</b>	<b>19</b>

## 图表目录

图 1：过去 10 年，上市企业 ROE 呈下降趋势	4
图 2：2015 年以前，我国祖代引种数量逐年增长	4
图 3：上市公司白羽鸡业务布局	5
图 4：上游种鸡生产销售企业的 ROE 波动仍十分剧烈	7
图 5：下游养殖屠宰企业 ROE 已有企稳回升迹象	7
图 6：2015 年以来，祖代引种规模持续下降	8
图 7：在产祖代存栏持续下降	8
图 8：父母代鸡苗价格维持高位	8
图 9：父母代存栏总量持续下行（万套）	9
图 10：父母代鸡苗销量环比下行（万套）	9
图 11：民和股份上市以来盈利情况	9
图 12：鸡肉进口规模相对稳定	10
图 13：进口鸡肉产品结构	10
图 14：鸡肉进口国及其占比	10
图 15：各品种从巴西进口量占进口总量比例	10
图 16：产品价格走势（单位：元/公斤，元/羽）	12
图 17：2018 年上半年供给能力同比变化率	12

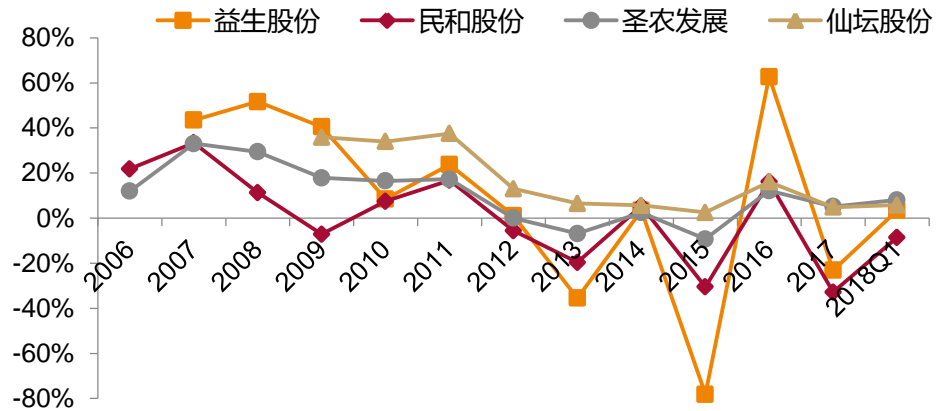
图 18: 白羽鸡生长周期 .....	12
图 19: 2018-2019 年, 3 年累积引种下产能基数低 (万套) .....	12
图 20: 2016 年我国是全球第二大鸡肉消费国 (千吨) .....	13
图 21: 2016 年我国鸡肉消费量占全球超过 14% .....	13
图 22: 1987-2016 年中国鸡肉消费量年化增长率较高 .....	13
图 23: 部分国家人均年鸡肉消费量 (千克) .....	14
图 24: 中国人均鸡肉消费低于世界平均水平 (千克) .....	14
图 25: 禽肉消费占比稳步提升 .....	14
图 26: 鸡胸肉百度搜索指数近年快速提升 .....	16
图 27: 屠宰厂库容率处于相对低位 .....	17
图 28: 鸡肉价格有季节性 (元/公斤) .....	17
图 29: 民和鸡苗具备品质溢价 (单位: 元/羽) .....	18
图 30: 2018 年价差扩大 (单位: 元/羽) .....	18
表 1: 肉鸡饲养场户数 (单位: 户) .....	5
表 2: 禽流感开封关情况 .....	7
表 3: 巴西进口和我国自产鸡产品价格对比 .....	11
表 4: 年度产品均价对比 .....	12
表 5: 每百克鸡胸肉营养含量与其他肉类对比 .....	15
表 6: 2011 年产业链价格涨幅 .....	18
表 7: 2015-2016 年产业链价格涨幅 .....	18

## 1. 产业周期：长期 ROE 有望重新进入提升阶段

### 1.1. 产业结构内在矛盾使得行业 ROE 持续下行

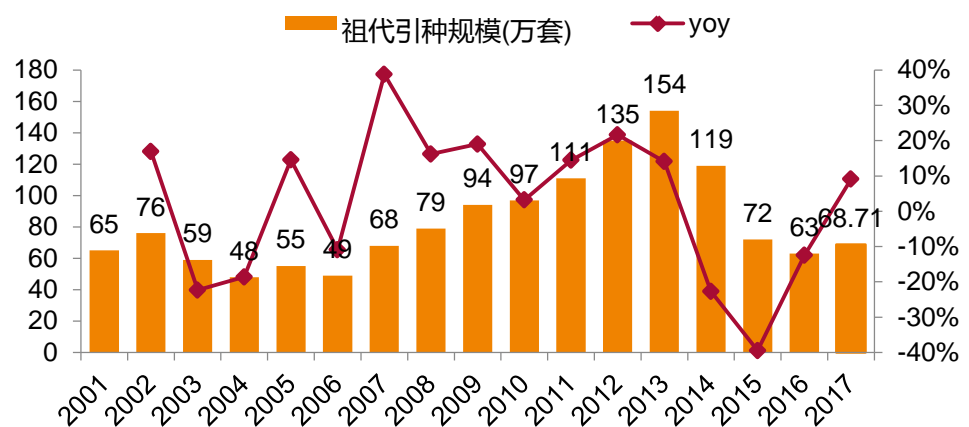
从产业周期来看，过去 10 年，伴随着我国祖代引种规模的大量增加，白羽鸡行业上市企业 ROE 呈下行趋势，昭示着这是白羽鸡养殖盈利周期下行的 10 年。

图 1：过去 10 年，上市企业 ROE 呈下降趋势



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 2：2004-2015 年，我国祖代引种数量逐年增长



资料来源：中国畜牧业协会、天风证券研究所

这种局面的出现，我们认为，本质原因在于行业养殖规模化完成之后市场集中度还未有显著提升。缺乏规模效益的白羽鸡养殖行业竞争白热化，使得行业在表面蓬勃发展实质上陷入了低谷期。规模化养殖，本质上是工业化养殖模式通过效率优势对传统农户生产方式的替代。在规模化扩张阶段，企业产能的扩张实质上意味着行业生产效率的提升，养殖龙头企业将在这充分受益于自身的效率优势。这也是这些上市企业能够做大的根本原因。但是，随着规模化进程的逐渐完成，这种效率优势也随之消失。而养殖的管理难度意味着这并不一定是一个规模经济的产业。规模化企业之间在成本控制力上的不断比拼，使得行业盈利中枢自然而然地出现下移。这一产业趋势，可以从美国生猪养殖业的发展过程中找到借鉴（详见《生猪养殖分析框架之三：产业结构如何变迁？》）。

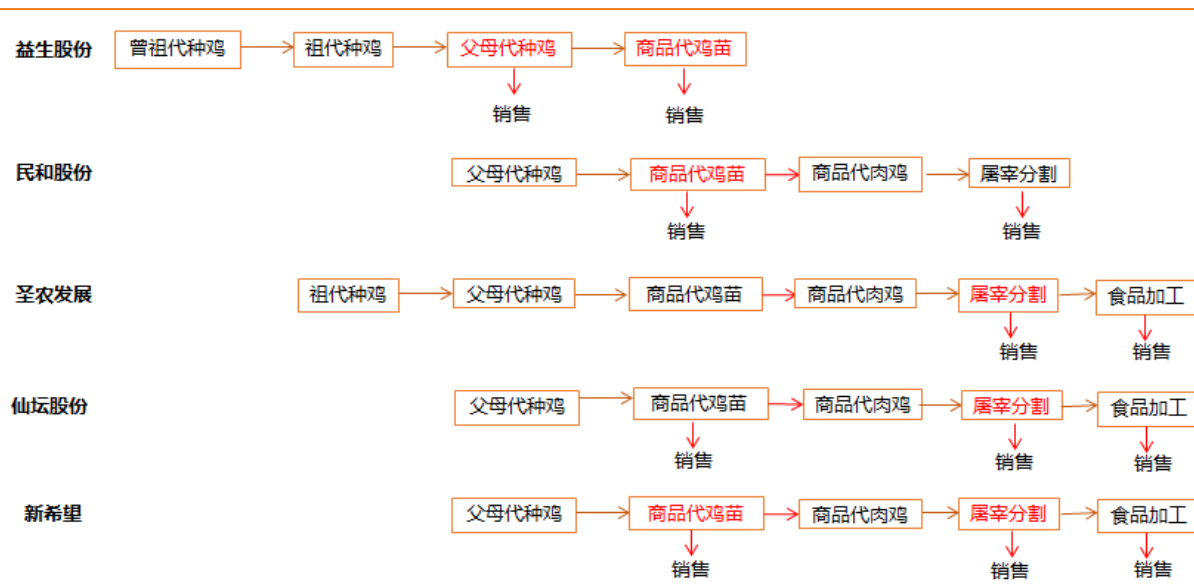
表 1: 肉鸡饲养场户数 (单位: 户)

	年出栏数 1-1999 只	年出栏 2000-9999 只	年出栏 10000-49999 只	年出栏 50000-99999 只	年出栏 100000-499999 只	年出栏 500000-999999 只	年出栏 100 万以上
2007	28,613,036	388,233	131,087	10,204	2,161	192	128
2008	27,127,006	358,688	136,833	12,405	2,623	344	147
2009	26,609,204	348,327	155,017	14,802	3,531	369	202
2010	24,834,318	330,819	157,022	17,024	4,843	499	252
2011	25,079,193	335,422	159,237	19,274	5,605	701	309
2012	24,387,555	298,571	152,900	19,731	6,362	897	372
2013	23,172,092	280,290	140,772	20,061	6,644	911	449
2014	21,644,679	258,379	132,780	21,183	6,911	912	564
2015	20,814,808	240,841	134,246	19,532	6,695	931	789

资料来源: wind、天风证券研究所

而且, 国内白羽鸡养殖存在非常显著的分产业链环节经营的特征。单一产业环节经营, 就意味着经营风险的集中, 这也将使得企业在日常发展决策中趋于短视。例如, 对于经营单一祖代养殖的企业而言, 既然父母代鸡苗的销售是公司主要收入及利润来源, 那么, 企业发展的核心思路就是通过增加引种规模来扩大产量和市场影响力, 由此带来收入及利润的增长。当这种思路成为绝大多数祖代养殖企业的经营思路之后, 行业就将陷入严重产能过剩, 使得祖代企业不仅不赚钱, 反而大规模亏钱。这也是过去几年真实的产业现状。2007-2013 年, 祖代引种规模从 2006 年的 49 万套疯狂增加至 2013 年的 154 万套, 增长 214%, 复合增速达到 17.77%。与产能扩张伴随而至的就是企业盈利能力的下降。而白羽鸡板块的上市企业, 则刚好在这轮产业高速扩张集中上市。这也就导致在板块内企业出现了上市以未能给股东带来收益的尴尬局面。

图 3: 上市公司白羽鸡业务布局



资料来源: 公司公告、天风证券研究所整理

注: 红色字体代表该公司禽类业务核心收入及利润来源

但是, 如果祖代养殖企业将产业链延伸至商品代, 则会发现, 由于祖代到商品代的扩繁效应, 商品代的盈利规模将远超父母代的盈利规模。因此, 在出于维护产业链盈利能力的考虑下, 则祖代引种企业就会适当控制自己的引种冲动, 寻找产量与价格的平衡点, 保证产业链盈利的实现而非单一环节盈利的实现。当这种行为成为企业共同行为的时候, 产业的波动就会缩小, 推动长期盈利能力的增加。

总之, 白羽鸡养殖产业结构的内在矛盾——规模化基本完成、行业集中度低、分产业链环节经营——造成了行业在过去 10 年处于下行周期。

## 1.2. 产业格局迎来拐点，长期 ROE 有望提升

在多年的低迷之后，行业的竞争格局迎来了改变的迹象，虽然这些改变还只是刚刚开始，还需要后续的持续产业跟踪与验证，但是，若这些改变能够进一步演化下去，我们认为，行业将迎来长期 ROE 提升的拐点。

### 1.2.1. 自上而下，引种危机带来祖代产业整合契机，利好益生股份

#### 1、加快产业整合，提高行业集中度，提升产业长期 ROE 水平。

2015 年以来，由于引种渠道的限制，祖代供应不足。部分中小祖代企业由于难以引进足够的祖代，不得不通过换羽来弥补产能缺口。而伴随种鸡换羽而来的是疾病的增多和养殖效率的下降。站在企业运营角度去思考，会发现，祖代大规模换羽所导致的最严重结果并不是供给的增加，而是相关祖代企业产品信誉的受损。

而益生股份自 2016 年 11 月起，从法国哈伯德公司开始进口哈伯德曾祖代白羽肉种鸡，成为国内唯一拥有曾祖代白羽肉种鸡的企业。在市场祖代白羽肉种鸡紧缺的情况下，公司由于曾祖代的引进确保了自用祖代鸡的供应，并严格执行自养祖代肉种鸡和父母代肉种鸡不换羽程序，确保种源的净化和健康，使得产品供应量及质量得到双保障。正反对比之下，种源缺乏保障的中小祖代场就不得不面临被下游客户放弃甚至倒闭的困境。

目前，这个趋势才刚刚开启。若真能如此，那么，行业的供给规模就能够实现相对可控，行业盈利能力波动性则将下降。在竞争趋于更加有序的过程中实现行业长期 ROE 的提升。

#### 2、为育种积累经验，打造核心竞争力。

育种是农业的芯片，也是竞争壁垒最高的领域。而这一块，也正是国内企业最薄弱的环节。将曾祖代引入国内后，曾祖代种群是纯系血缘，可以自行进行扩繁。这就给企业提供了一个近距离学习西方先进育种技术的机会。通过对原种扩繁经验的积累，如果企业能借此机会在祖代育种上获得突破，那将填补国内在育种领域的空白，实现企业从扩繁场向育种企业转型升级。当然了，这仅仅只是一种对未来的假设，还需要长期的人员及资本投入才能够达成。

### 1.2.2. 自下而上，产业链延伸及并购整合新阶段已经开启，利好圣农发展

产业链延伸方面，在经历了多年的业绩大幅波动甚至亏损之后，企业开始认识到了分产业链环节经营带来的风险集中的弊端。一个显著的改变迹象就在于，白羽鸡上市公司不约而同地在进行产业链延伸。2017 年，圣农发展收购关联公司圣农食品，将公司业务从屠宰分割延伸至食品深加工；2018 年，民和股份公布定增方案，拟募投食品深加工业务；仙坛股份 IPO 募投食品加工产能陆续投产。上市公司作为具备融资优势的群体，这种集体自发式行为的出现，意味着管理者的经营思路开始发生改变，去主动适应产业结构的巨大变化。而随着产业链延伸的实现，单一产业环节的风险也将被分散到其他环节中，带来企业盈利稳健性的提升。典型案例就是当前屠宰盈利。根据博亚和讯数据显示，从二季度以来，由于毛鸡价格的涨速超过鸡肉价格的上涨，屠宰厂一直处于屠宰亏损阶段。但对于一条龙企业而言，屠宰端的亏损通过放养合同是可以在养殖端中得到弥补。综合下来，虽然单一屠宰环节是亏损的，但是整体企业却仍能维持盈利水平。因此，随着产业链延伸平滑风险，企业盈利能力将得到提升。

表 2：白羽鸡企业一直致力于产业链延伸

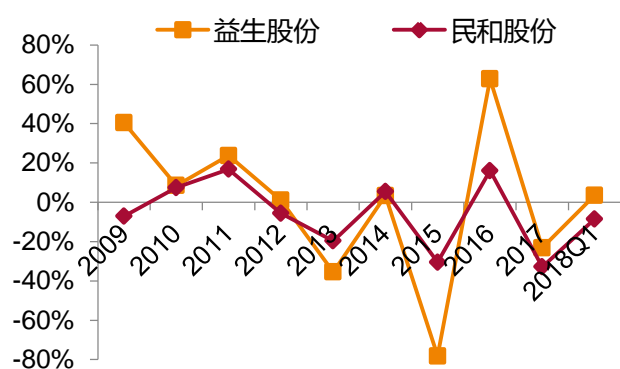
公司	时间	事件
圣农发展	2017	圣农发展通过定向增发购买圣农食品 100% 股权
仙坛股份	2016	通过定增建设熟食加工项目
仙坛股份	2015	通过 IPO 新建生鸡屠宰加工厂项目
民和股份	2011	通过定增新建商品鸡养殖项目和商品鸡屠宰加工项目
益生股份	2010	通过 IPO 融资新建 90 万套父母代肉种鸡场建设项目

资料来源：wind、天风证券研究所

并购整合方面，国内白羽鸡行业实质上已经进入存量竞争阶段。规模化养殖的一大共性就是重资产投资，2011 年底，圣农发展公告拟在异地投资 27 亿建设年产 1.2 亿羽肉鸡工程及配套项目，单羽肉鸡出栏的投资规模高达 22.5 元 (=27/1.2)。而 2018 年，我们预计，圣农发展屠宰规模将达 5 亿羽，因此若想复制一家圣农，则至少需要投资上百亿元。若再考虑当前行业处于周期低谷，通过新增资金投入来进入市场或抢占份额，就意味着巨额投资将在 3-5 年内处于无法盈利甚至亏损需要持续输血的状态。这样的投资回报率很明显并不划算。也就是说，行业的扩张期实质上已经结束，存量产能的整合成为行业下一步发展的方向。目前，行业内一些企业也已经开始计划通过并购闲置产能来实现自身产能的扩张。

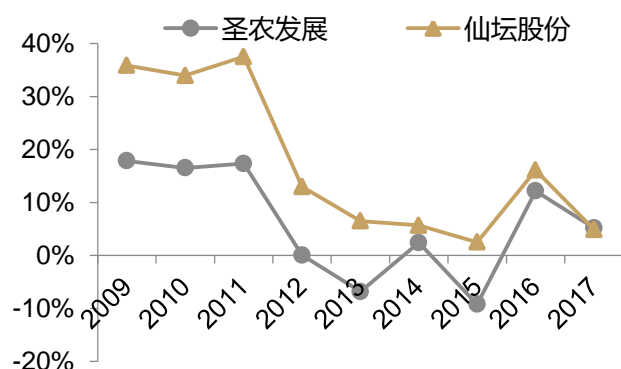
总之，无论是延伸产业链还是开启产业并购，都意味着企业分化的开始，最终将有利于行业集中度的提升以及盈利能力的恢复。而实际上，从 ROE 走势看，下游养殖屠宰企业圣农发展、仙坛股份的 ROE 已经有从过去几年持续下行中逐步企稳回升的态势，而上游种鸡生产销售企业的 ROE 波动仍然十分剧烈。

图 4：上游种鸡生产销售企业的 ROE 波动仍十分剧烈



资料来源：wind、天风证券研究所

图 5：下游养殖屠宰企业 ROE 已有企稳回升迹象



资料来源：wind、天风证券研究所

## 2. 供求周期：产业景气有望延续至 2019 年

### 2.1. 供给：供给收缩终成现实

#### 2.1.1. 引种不足，供给收缩显著

祖代引种是产业供给的源头。2010、2011 年白羽肉鸡行业景气，带来祖代鸡引种的快速上涨，2011 年-2013 年引种继续增长，产能严重过剩。为规范行业发展，2014 年，益生股份、民和股份、圣农发展等业内企业共同成立白羽肉鸡联盟，对祖代鸡引种的数量进行上限规定，抑制行业的不健康膨胀。随着 2015 年起，海外禽流感疫情的爆发，国内引种进一步受限，2015-2017 年，白羽鸡祖代鸡引种量大幅下滑。从 2012 年高峰期的 154 万套，下降到 2016 年低谷的 63 万套，降幅达到 59%。

从海外国家的禽流感和产能情况来看，预计 2018 年国内引种规模保持平稳。从 OIE 披露的各国禽流感报告来看，法国、英国、荷兰、美国禽流感尚未得到有效控制，复关无望。

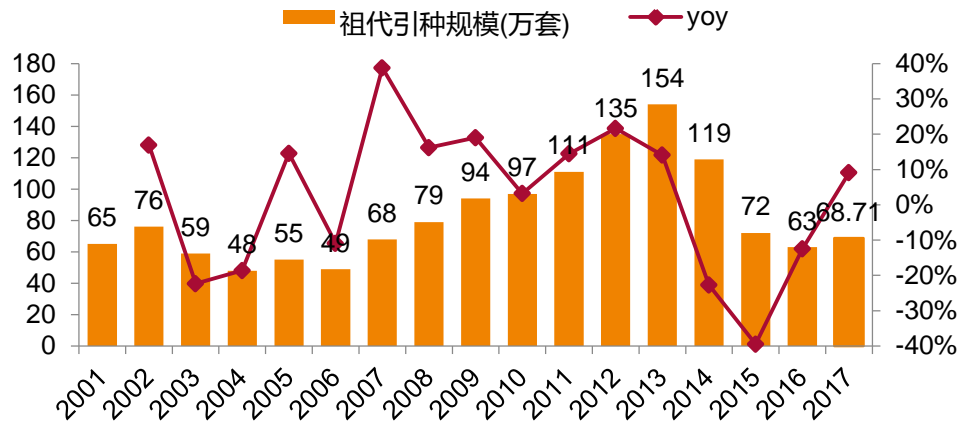
表 3：禽流感开封关情况

国家	是否封关	禽流感类型	最后报告日期	情况
英国	是	H5N6	2018 年 4 月 4 日	尚未得到控制
法国	是	H5N3 (低致病性)	2018 年 4 月 23 日	尚未得到控制
荷兰	是	H5N6 (家禽)	2018 年 4 月 25 日	尚未得到控制
美国	是	H7N9	2018 年 5 月 17 日	尚未得到控制
波兰	否	H5N8, H5N5	2017 年 4 月 20 日	已得到有效控制
西班牙	是	H5N8	2017 年 5 月 30 日	已得到有效控制

资料来源：OIE、天风证券研究所

目前，新西兰及波兰是国内唯二的祖代引种国。根据白羽肉鸡协会数据，2018 年上半年，国内累积引种及更新 24.35 万套，其中，从新西兰引种 22 万套，波兰哈伯德引种 4.2 万套（含 3 万只曾祖代），国内自繁约 1 万套。从上半年新西兰的供种能力来看，预计下半年新西兰月供种能力不超过 2 万套，而国内预计可繁育 20 万套。两者合计，预计全年引种规模在 60-70 万套，仍低于 80 万套的行业均衡水平。

图 6：2015 年以来，祖代引种规模持续下降



资料来源：中国畜牧业协会、天风证券研究所

按照 1 套祖代鸡提供 5000 只商品鸡来测算，年 40 亿羽白羽鸡消费就意味着至少需要 80 万套祖代。而当前，由于祖代引种规模的持续下降，在产祖代鸡存栏数量也已经降到 80 万套以下，祖代产能处于不足的状态。

祖代引种不足的状态向下传递的结果之一就是父母代鸡苗销量的下降以及价格的上涨。目前，在产父母代鸡苗价格已经一直维持在 30-40 元的相对高位，反应出产业内父母代供应的紧张。

图 7：在产祖代存栏持续下降



资料来源：中国畜牧业协会、天风证券研究所

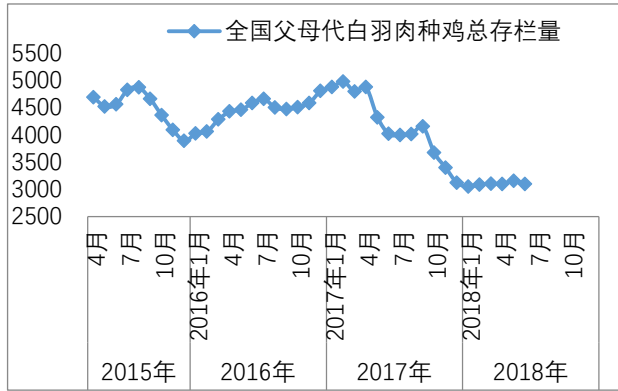
图 8：父母代鸡苗价格维持高位



资料来源：中国畜牧业协会、天风证券研究所

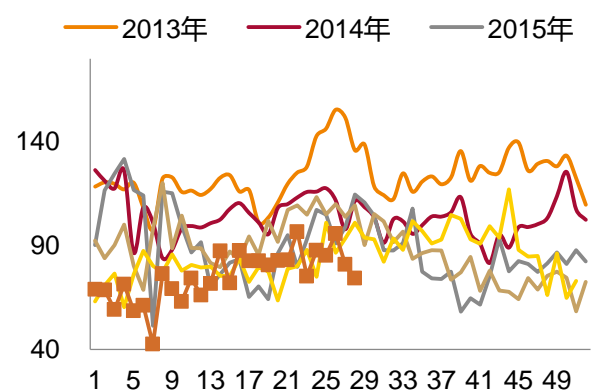
根据中国畜牧业协会数据，2018 年 1-6 月，父母代鸡苗产销量累计为 1,938.44 万套，同比下降 3.06%。从近十年数据分析，父母代鸡苗供应在上下半年分布均衡，基本上各占 50%，下半年略多。因此，预计 2018 全年父母代鸡苗供应约 4100 万套，同比降幅在 5%-8% 之间。供应减少之下，父母代鸡苗价格则实现高位温和上行。

图 9：父母代存栏总量持续下行（万套）



资料来源：中国畜牧业协会、天风证券研究所

图 10：父母代鸡苗销量环比下行（万套）



资料来源：中国畜牧业协会、天风证券研究所

此前投资者主要的逻辑在于祖代引种下降带来的供给不足。目前，一方面是引种规模整体仍略有不足，另一方面是引种量逐步恢复，因此，我们认为，短期行业供给端的核心矛盾是从引种规模向换羽规模过渡。即换羽强度决定了行业的供求局面。

### 2.1.2. 2018 换羽规模有限

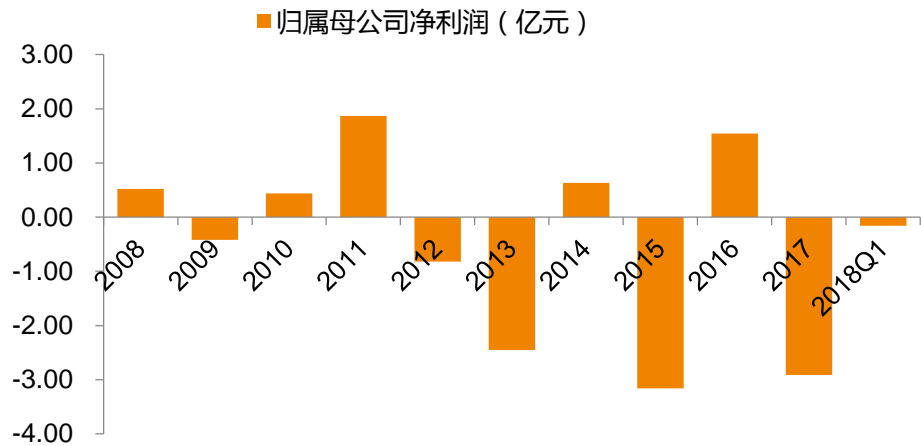
换羽能力是产能供给的补充，但是，从换羽意愿及换羽能力来看，2018 年换羽规模整体有限，行业供给紧张格局难以改变。

#### 1、对后市偏谨慎的预期以及紧张的资金状况限制了换羽意愿。

换羽意愿主要受养殖场的价格预期决定。由于 2016 年下半年以来对于行情的误判，产业从业人员普遍对于 2018 年的行情保持谨慎乐观。

而且，从 2012 年以来行业的持续低迷，业内企业普遍资金链偏紧。以民和股份为例，2012-2017 年，民和股份累积实现归母净利润为-7.17 亿元，2008 年上市到 2017 年的累计净利润为-4.76 亿元。连上市公司的经营都如此艰难，其他中小种鸡场的情况可见一斑。紧张的现金流状态，使得产业内企业不得不保持谨慎。紧张的资金状况使得养殖场也没有足够的资本再去通过换羽来对赌行情。低迷的换羽意愿意味着大规模换羽难以出现。

图 11：民和股份上市以来盈利情况



资料来源: 公司公告、天风证券研究所

## 2、大规模换羽后遗症的出现限制了换羽能力。

换羽的本质是通过激发甚至透支本该淘汰的种鸡的生产潜能来增加产量, 这将不可避免地带来后代质量的下降, 由此将导致养殖疫病发生率提高、养殖难度加大等问题出现, 使得养殖成本上升, 养殖效益下降。

换羽带来的生产性能下降, 包括肝破裂和支原体等, 对养殖效率造成极大影响。根据博亚和讯反馈, 当前出现问题的换羽鸡主要是 2017 年四季度祖代鸡场供应的父母代鸡, 这部分父母代产能占比约 15%; 且随着时间发展, 换羽鸡占比后续会继续提升, 换羽鸡带来的影响也将持续。

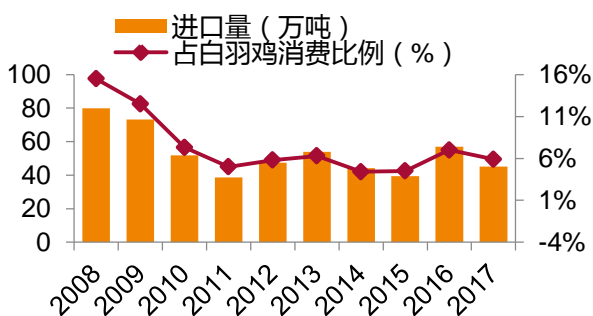
目前, 发病父母代场主要在东北地区, 且主要集中在几个祖代鸡场供应的父母代鸡苗, 而山东地区也存在购买这类父母代鸡苗的情况, 未来其他地区的发病有可能会陆续显现。根据博亚和讯, 换羽鸡育成期父母代种鸡死淘率增加 5-7%, 肉鸡死淘率提升 3-5%; 根据卓创资讯反馈情况, 换羽鸡产蛋率下降明显; 根据某祖代鸡场, 换羽后健康问题带来的产能下降, 估计影响为 20%-30%。

总之, 换羽造成的生产性能的下降, 将进一步限制行业供给的增加。

### 2.1.3. 对巴双反, 加剧供给结构性紧张格局

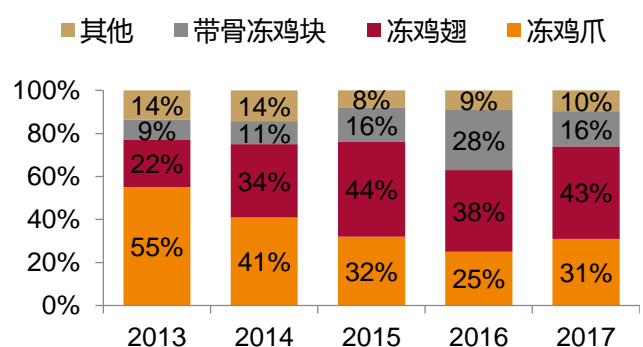
除了国内自身产能供应受限以外, 从 2018 年下半年开始, 外部供应能力, 即进口规模预计也将减弱。海关数据显示, 过去 5 年, 国内鸡肉进口规模相对稳定, 在 40-50 万吨左右。2017 年鸡肉进口量达到 45.05 万吨, 占国内鸡肉消费的 5.9%。但内部结构在改变。

图 12: 鸡肉进口规模相对稳定



资料来源: 商务部、天风证券研究所

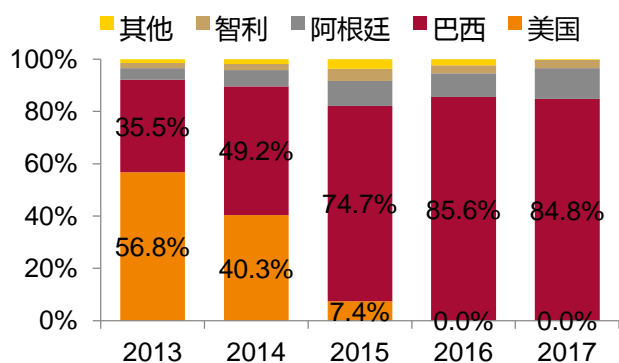
图 13: 进口鸡肉产品结构



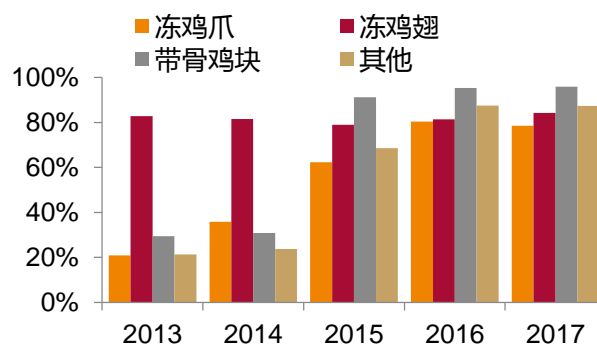
资料来源: 商务部、天风证券研究所

图 14: 鸡肉进口国及其占比

图 15: 各品种从巴西进口量占进口总量比例



资料来源：商务部、天风证券研究所



资料来源：商务部、天风证券研究所

品类上，鸡翅进口规模在增加，鸡爪在下降。2017年，国内进口鸡肉产品中鸡翅占比已达43%，而2013年仅为22%；鸡爪占比则从2013年的55%下降到31%。

国别上，美国进口量下降，巴西进口量上升。2017年，巴西鸡肉产品占我国鸡肉进口总量的比例已从2013年的22%提升至84.8%，约38.2万吨。其中，进口自巴西的带骨鸡块（鸡腿）规模更是占国内带骨鸡块总进口规模的95.87%，鸡翅进口也占到84.24%的份额。

巴西鸡肉进口的崛起，主要源于国内市场对美国的关闭，让巴西迅速抢占了美国退出的市场。

- 2010年起对原产于美国的进口白羽肉鸡产品征收反倾销税（49.5%-73.8%）和反补贴税（4.0%-4.2%）——双反税已于2018年取消。
- 2015年1月起由于禽流感原因禁止从美国进口一切禽肉及禽蛋制品——仍在执行

但是，随着巴西进口鸡肉产品的增多，2018年6月9日起，商务部宣布对原产于巴西的进口白羽肉鸡产品征收18.8%-38.4%不等的反倾销保证金。从产品价差上看，虽然对巴西反倾销税率不及当初对美反倾销力度，但已经足够削弱其价格优势。

表4：巴西进口和我国自产鸡产品价格对比

	带骨鸡块 (元/吨)			鸡翅 (元/吨)			鸡爪 (元/吨)			不带骨肉 (鸡胸) (元/吨)		
	进口价	自产价	价差	进口价	自产价	价差	进口价	自产价	价差	进口价	自产价	价差
2013年	11715	12432	717	20160	22088	1928	13090	14577	1487	14379	12391	-1988
2014年	10521	12048	1527	19806	22400	2594	13379	14358	979	14591	11756	-2835
2015年	9989	11591	1602	20311	22669	2358	13986	14499	513	15483	9179	-6304
2016年	9626	11233	1607	21755	23808	2053	15195	15770	575	12499	10684	-1815
2017年1-3月	9702	10642	940	22943	23349	406	15947	16473	526	12166	10724	-1442

资料来源：商务部、天风证券研究所

因此，对巴西鸡肉双反，将利于国内鸡肉，尤其是鸡腿、鸡翅价格的上涨，同时也将带来国内鸡肉进口格局的改变。

#### 2.1.4. 供给紧张格局将持续至2019年

由于行业供给的缺口可以通过换羽在进行弥补，但换羽的意愿和能力却又不强，这种矛盾结构的结果很可能是产品价格迎来一轮相对温和与长期的上涨，这也给了产业以修养生息的机会，反而是一个更好的盈利格局。

中国畜牧业协会统计数据显示，2018年上半年，供应量下降带来产品价格的上升以及行业盈利能力的全面好转：

- 父母代鸡苗：高点达39.36元/套，均价34.5元/套，套均盈利约19元；
- 商品代鸡苗：高点达3.4元/羽，均价2.5元/羽，单羽净利润约0.3元；

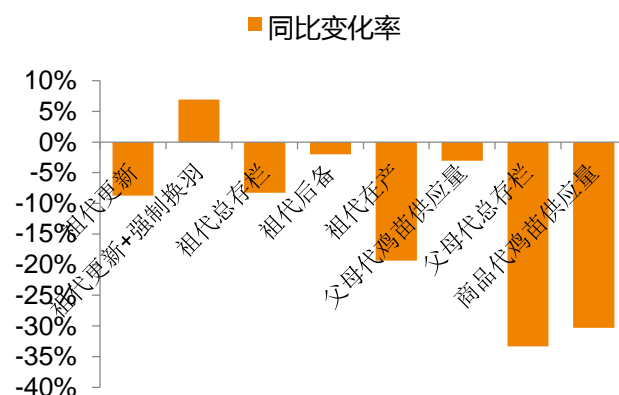
- 商品代毛鸡：高点达 8.28 元/公斤，均价 7.8 元/公斤，商品代养殖盈利约 0.7 元/羽；
- 鸡肉综合价：高点达 10.05 元/公斤，均价 9.6 元/公斤，商品代屠宰亏损约 0.35 元/羽；

图 16：产品价格走势（单位：元/公斤，元/羽）



资料来源：wind、天风证券研究所

图 17：2018 年上半年供给能力同比变化率



资料来源：中国畜牧业协会、天风证券研究所

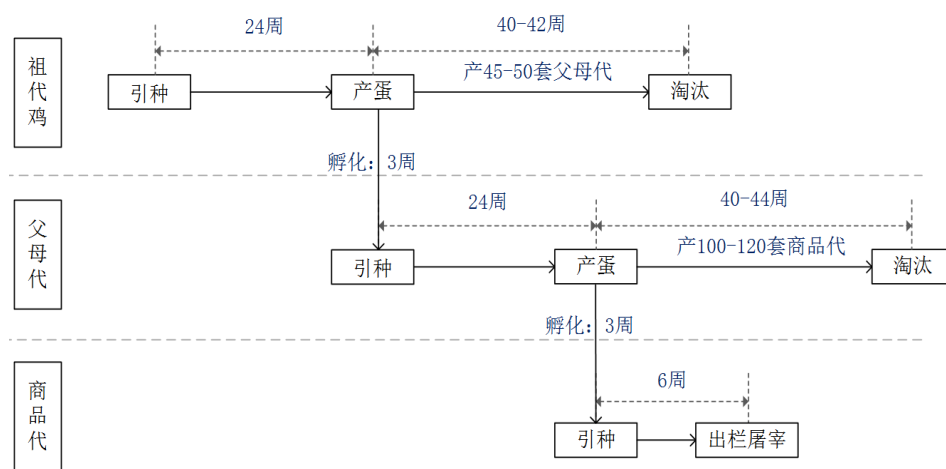
表 5：年度产品均价对比

	父母代鸡苗 (元/套)	鸡肉综合售价 (元/公斤)	毛鸡 (元/公斤)	商品代鸡苗 (元/羽)
2014	9.64	11	8.78	1.94
2015	9.97	9.6	7.39	1.39
2016	42.98	9.9	7.72	2.95
2017	24.05	8.9	6.73	1.58
2018H1	34.5	9.6	7.8	2.5

资料来源：wind、天风证券研究所

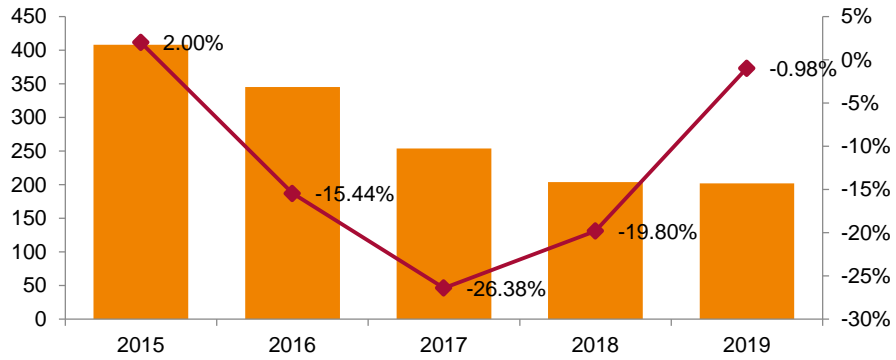
引种是供给的源头。从白羽鸡生长周期看，祖代引种传导到商品代，最快需要 15-16 个月时间。加上产能消耗时间约 10 个月时间，引种对于供应的显著影响需要约 26-28 个月的时间才能显现。从祖代产能影响周期来看，2019 年的商品代供应，对应于 2016-2018 年的祖代引种产能，为近年来最低点。

图 18：白羽鸡生长周期



资料来源：天风证券研究所整理

图 19：2018-2019 年，3 年累积引种下产能基数低（万套）



资料来源：中国畜牧业协会、天风证券研究所

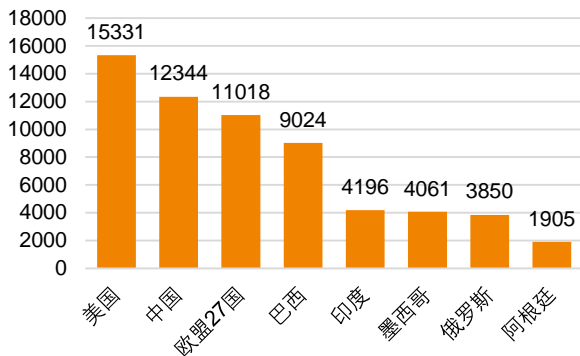
总之，供给收缩在 2018 年终成现实，由此带动产品价格的上涨以及企业盈利的反转，预计当前产业景气有望延续至 2019 年。

## 2.2. 白羽鸡肉需求持续改善

### 2.2.1. 我国鸡肉消费量总量高，禽肉消费比重稳步提升

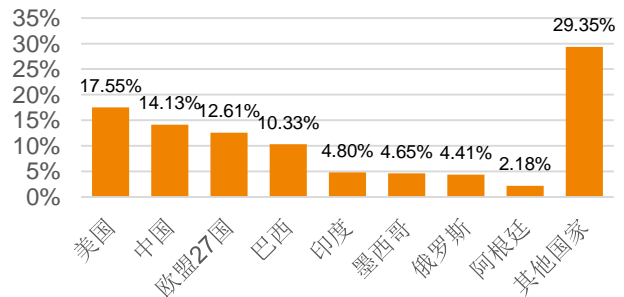
我国鸡肉消费总量高，鸡肉消费占全球第二。2016 年鸡肉消费量达到 1234.4 万吨，占全球鸡肉消费超过 14%，总消费量仅次于美国，是当之无愧的鸡肉消费大国。

图 20：2016 年我国是全球第二大鸡肉消费国（千吨）



资料来源：USDA 天风证券研究所

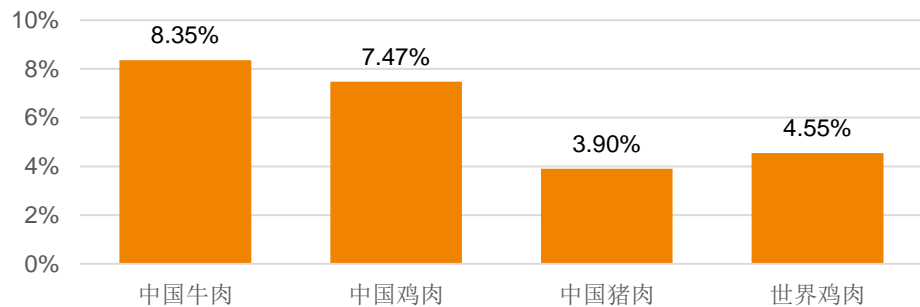
图 21：2016 年我国鸡肉消费量占全球超过 14%



资料来源：USDA 天风证券研究所

根据 USDA 统计的近 30 年肉类消费的情况，我们不难发现，30 年来，我国鸡肉消费量快速增长，增速超猪肉消费增速的接近一倍，也远高于世界鸡肉消费增速。

图 22：1987-2016 年中国鸡肉消费量年化增长率较高

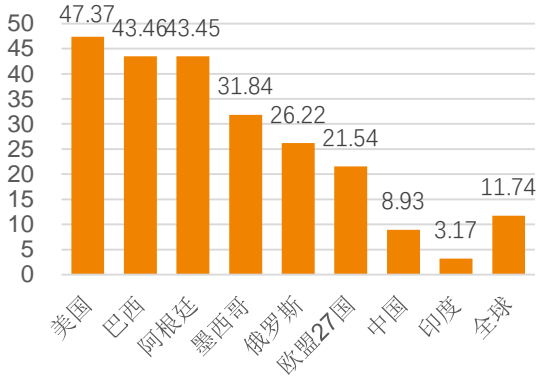


资料来源：USDA 天风证券研究所

从人均鸡肉消费量来看，中国每人每年消耗 8.93kg 鸡肉远低于全球平均水平 11.74kg。从家庭肉类消费结构来看，中国家禽消费占比于 90 年代的 10%左右增长到 2005 年后的 18%左右，此后基本在 2%以内小幅波动。

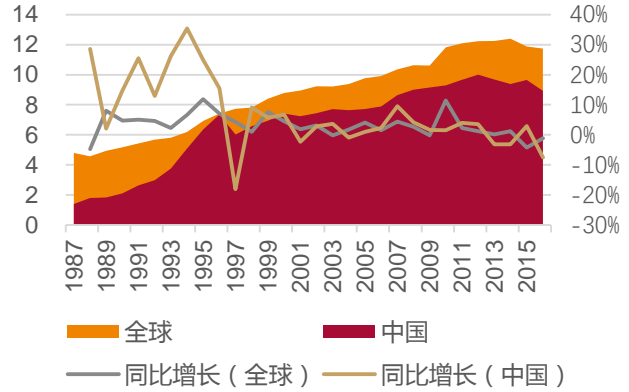
但是，这不全是中国人对鸡肉的偏好问题，更主要是中国人对肉类消费总体偏低。2016年中国人均鸡肉消费约 8.93kg，人均肉类（鸡肉+猪肉+牛肉）消费约 54kg；美国人均鸡肉消费约 47.37kg，人均肉类消费 103kg。由于人均收入差距和饮食习惯，中国人的肉类消费远低于美国等发达国家。

图 23：部分国家人均年鸡肉消费量（千克）



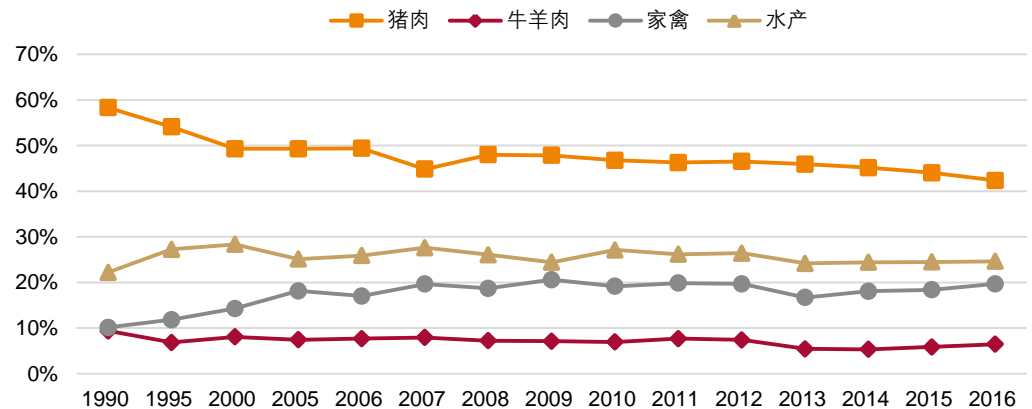
资料来源：USDA 天风证券研究所

图 24：中国人均鸡肉消费低于世界平均水平（千克）



资料来源：USDA 天风证券研究所

图 25：禽肉消费占比稳步提升



资料来源：统计局 天风证券研究所

虽然鸡肉消费总量和人均鸡肉消费量近几年稳中有降，但居民肉类消费结构改善，以鸡肉为主的禽肉消费在肉类消费的比重正在提升。

### 2.2.2. 西式快餐品牌快速崛起

白羽肉鸡消费以集团消费和快餐消费为主。根据博亚和讯 2016 白羽肉鸡展望报告估计的数据，我国白羽鸡消费目前以集团消费和快餐使用的方式为主，二者总和约为白羽鸡肉消费总量的 64%。

但我们也能看到消费端明显的结构变化。集团消费缩减，这其中包括工厂团膳和学校团膳，根据与产业内经销商等交流，我们发现，1) 学校团膳消费是相对比较稳定，而工厂团膳减幅较大，这与经济景气周期有关，城市外来务工人口的返乡潮也加剧了工厂团膳减少。2) 家庭消费偏爱鸡腿鸡翅鸡掌，随着近年来健康饮食，鸡胸也逐渐被越来越多的家庭所接收。家庭消费白羽肉鸡呈现增长趋势。3) 食品加工稳中有增。4) 快餐使用量快速增长。洋快餐继续巩固“江湖地位”和中式快餐快速崛起。

#### 洋快餐“江湖不倒”：

肯德基、麦当劳、德克士从 80 年代末 90 年代初进入中国市场以来，迅速扩张，并称为西式快餐三巨头。90 年代初，麦当劳、肯德基在中国的试水成功，带动了中国鸡肉市场的消

费。

尽管均为洋快餐，但发展战略和经营状况有很大不同。肯德基发展最为迅速，且和麦当劳均主要在一二线城市布局；德克士则采取农村包围城市的战略，优先占据三四线市场，今年才谋求重回一线市场。对比三巨头在中国的经营情况，15 年肯德基和麦当劳均经历了经营的下滑，16 年利润开始反转；德克士反而在 15 年营收增长了 19%。

总结来看，洋快餐目前在国内的发展远远没有饱和，目前开店数量远远没有达到发展规划，肯德基麦当劳渠道下沉，适应三四线城市消费升级；洋快餐的快速增长仍将成为白羽肉鸡消费的重要来源。

#### 本土洋快餐品牌快速崛起：

相较于 90 年代初洋快餐的发展，国内炸鸡排小吃发展要晚得多。2000 年，奶茶店和小吃店开始售卖炸鸡翅、炸鸡腿，但因制作时间太长而催生了炸鸡排的兴起；2010 年后韩剧的流行带动中国炸鸡市场的快速崛起，一部《来自星星的你》引爆中国炸鸡市场的热情；之后歌曲《我在人民广场吃炸鸡》再度让炸鸡成为爆款，市场快速增长！

**炸鸡排领域，正新鸡排表现尤为突出。**根据正新新店庆典现场正新鸡排董事长陈传武发言，2017 年 7 月，正新鸡排门店总数突破一万家，且仍在快速增长，成为行业超级品牌。低门槛、易加盟、成本低的特点使得鸡排店扩张速度远超肯德基、麦当劳等快餐店。吉健炸鸡排、时光炸鸡排、皇家炸鸡排、动力鸡车鸡排、鸡排英雄、功夫鸡排、豪大大鸡排、thank u mom 等各种品牌接连出现，遍地开花。

洋快餐目前在国内市场远没有饱和，开店数量增长在未来 3-5 年内仍然可见。未来洋快餐的快速增长仍将成为白羽肉鸡消费的重要来源。

在二三线城市，甚至以小镇青年为主力，以炸鸡排为代表的中式小吃和快餐，仍然处于高速发展阶段。虽然工厂团膳数量有所降低，但洋快餐稳健增长和炸鸡排等中式小吃的快速增长，使得鸡肉消费总体并不悲观。

#### 2.2.3. 消费升级，鸡肉消费新动力

在传统的家庭消费、快餐餐饮消费之外，随着居民收入的提高，出于更加健康生活、健康饮食下的消费升级，也推动鸡肉消费的增加。这其中，最典型的当属健身需求催生下的对鸡胸肉需求。尤其是最近几年，伴随着健身热度的提升，大众对健身餐的重视程度也在不断提高。媒体商家对科学营养结构的宣传也使得整体消费者对健身餐的认知有所提升，健身餐的消费群体不囿于健身爱好者，只要是想健康养生的人，都可以享用健身餐。

健身餐一般由绿叶蔬菜、肉类和粗粮共同组成。而健身餐中的肉类则以鸡胸肉为主。

健身餐的主要目的——控制体重，而控制体重又可以分为减脂和增肌两项。对于以减脂为主要目的的消费者，饮食中一切可能引起发胖的因素都要避免，肉类中的脂肪含量也要尽可能的低；而对于以增肌为目的的健身人群而言，饮食中蛋白质含量十分重要，蛋白质越高的食品越受欢迎。作为低脂肪、高蛋白的全能型选手，鸡胸肉从肉类群体中脱颖而出。

对于减重者，Karen E. Charlton 等通过对鸡肉的健康作用和人类饮食模式的研究，发现使用鸡肉对控制体重有帮助。鸡胸肉是很好的蛋白源，它的高蛋白含量在控制体重上会发挥作用。而且鸡胸肉胆固醇含量较低，营养成分丰富，有人体所必需的脂肪酸，各种矿物质和维生素等。其中每百克维生素 A、维生素 E、硫铵和烟酸含量也远高于其他肉类。

表 6：每百克鸡胸肉营养成分含量与其他肉类对比

	鸡胸肉**	牛肉*	羊肉**	猪腿肉*	小牛肉**
能量 (kJ)	520	644	770	557	620
总蛋白 (g)	28.6	30.9	28	29.5	29.9
总脂肪 (g)	0.9	3.2	7.9	1.5	3
胆固醇 (mg)	62	77	96	70	99

烟酸类似物 (mg)	20.6	9.4	11.8	12.1	15.1
------------	------	-----	------	------	------

资料来源：Karen E. Charlton 等《鸡肉的健康作用和人类饮食模式》发表于《中国家禽》，天风证券研究所

备注：\*分离瘦肉；\*\*瘦肉

对于增肌者而言，鸡胸肉蛋白质含量不低且脂肪少，相比于单调的蛋白粉，更适应国人的口味，比较容易入口接受。是长期锻炼作为健身餐食用的首选。

在《高蛋白食物摄入对肌肉运动力量的影响》一文中，研究者通过将 90 名实验者分为高蛋白食物摄入组、低蛋白食物摄入组和对照组，观察蛋白质摄入对肌肉运动的影响，发现了高蛋白摄入组实验者的肩关节前屈角度高于低蛋白摄入和对照组，随着蛋白质的增加，实验者肩关节运动肌肉的后伸角度明显增大。换言之，提高蛋白质的摄入有利于提高实验者的运动能力，而鸡胸肉无疑是优质蛋白质摄入的理想来源。

总之，鸡胸肉属于高蛋白、低脂肪、低胆固醇，不仅是健身爱好者法宝，也符合从“吃得饱”到“吃得好”到“吃得健康”的消费升级路径。因此，百度搜索中“鸡胸肉”的热度近年来稳步提升，充分反应出当下新兴鸡肉消费需求的兴起。

图 26：鸡胸肉百度搜索指数近年快速提升



资料来源：百度、天风证券研究所

长远来看，鸡肉消费细分渠道的变化差异，也给鸡肉生产加工企业提出新要求。洋快餐和炸鸡排，都需要鸡肉生产企业具有更强的食品安全控制能力，较强的分割初加工技术和调理深加工技术。而在健身等消费升级下的新兴需求，则对产品质量与品牌提出了更高的要求。这将更有利于**圣农发展、仙坛股份、新希望**这类具备品牌优势的规模化鸡肉企业发展。

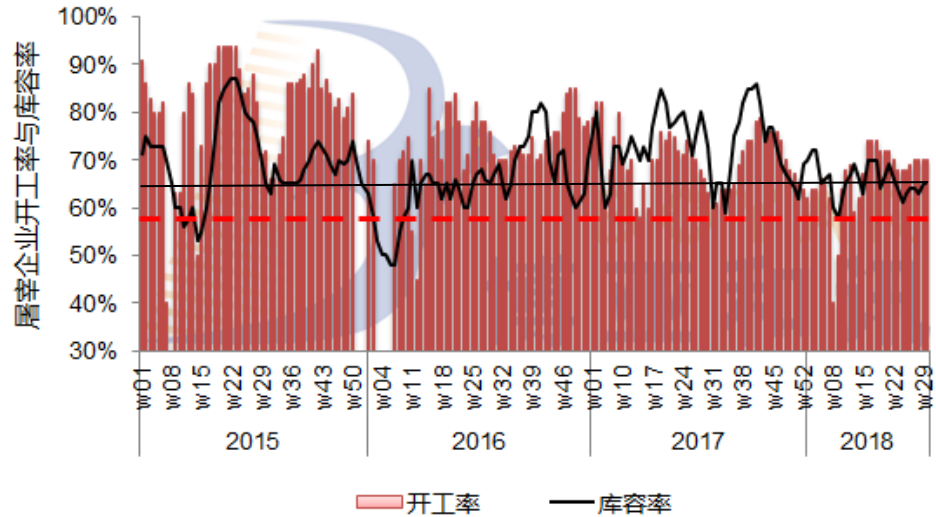
### 3. 库存周期：等待补库时机

#### 3.1. 库存周期助力价格上涨

供求格局决定了中长期价格格局，而下游渠道库存周期则是短期产品价格波动的重要变量。**库存代表的供求弹性**。下游库存水平的提高，在产品价格下跌之际，代表着滞销，会对产品价格形成较长期的压制。但是，在产品价格上涨之际，下游补库存行为则成为产品价格最主要的推动力。

根据博亚和讯数据，截至 7 月 27 日，屠宰厂库容率稳于 65%，开工率稳于 70%。对比历史，2018 年以来，屠宰厂的库存整体都属于低位水平。目前的库容率与 2016 年基本持平，但远低于 2015 年和 2017 年的同期水平。

图 27：屠宰厂库容率处于相对低位

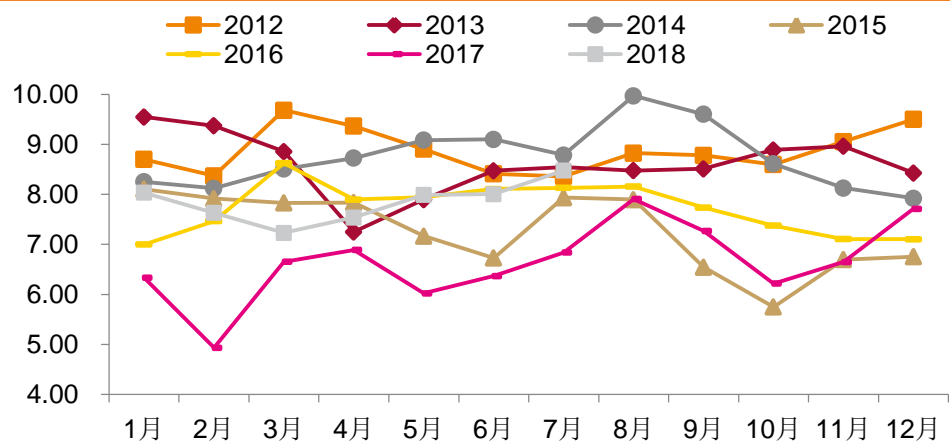


资料来源：博亚和讯、天风证券研究所

2018 年的低库存，与换羽规模相对有限的原因一样，主要是由于产业对 2016 年行情的误判导致 2017 年的亏损，使得当前业内不仅对于行情判断都趋于谨慎，而且也缺乏足够的资金实力来囤积库存赌后市行情。从行业商品代的盈利情况来看，2 季度以来，养殖一直处于盈利区间，而屠宰厂却始终亏损。这意味着，供给收缩的压力在向下游传导，推动屠宰原料环节的毛鸡价格上涨。但是下游需求的启动却相对缓慢，使得屠宰厂不得不加快周转，以及及时走货为核心经营思路。这也是我们此前反复强调的供给收缩主逻辑下产业链议价能力向上游集中这一判断在微观经营层面上的体现。要打破当前供给紧张但屠宰环节亏损的格局，只能是下游产品价格的上涨。下游需求的增加是鸡肉产品价格上涨的主要推动力。我们注意到，6 月中旬以来，屠宰厂的开工率开始略有提升，反应出市场需求正在逐步启动，只是当下这个需求相对疲软，未能超过毛鸡价格的涨幅。

往后看，从产品价格的季节性来看，未来半年，比较重要的需求启动点在于 8 月份以及春节前后。

图 28：鸡肉价格有季节性（元/公斤）



资料来源：博亚和讯、天风证券研究所

由于产业中对于行业的谨慎判断还未得到彻底扭转，因此，我们预计，在接下来 8 月份由学校开学带动的需求旺季，下游渠道仍会有补库存行为，但是力度会相对较小。只有当 9-11 月份，需求相对稳定的时候，鸡肉价格在供给收缩的格局下仍旧保持坚挺，下游渠道的预期才会开始有明显的改变。彼时，在春节前后，尤其是节后屠宰场开工之际，渠道补库存力度则会相对较大，有望对价格上涨较为显著的推动。

### 3.2. 库存周期驱动下，民和股份盈利弹性最大

与最近两轮上涨相比，2011 年是需求驱动的产业景气，2016 年是引种下降供给短缺预期推动的产业景气。当前阶段，需求既没有启动，而祖代供种能力整体在恢复，在换羽这个硬约束下，价格涨幅大概率将低于前两轮。而根据博亚和讯的数据，即使 2017 年的行业低迷期，在季节性旺季到来之时，毛鸡价格也能突破 8 元/公斤，鸡苗价格也能冲到 3.8 元/羽，因此，今年的景气高位，价格大概率要比 2017 年的价格高。我们预计，下半年，商品代鸡苗均价 3.2-3.5 元/羽，高点有望达到 4.5-5 元/羽。毛鸡均价预计在 8-8.5 元/公斤，高点有望达到 9-9.5 元/公斤。

表 7：2011 年产业链价格涨幅

	波谷价格	波峰价格	波幅
父母代鸡苗(元/套)	6.24	31.45	404%
商品代鸡苗(元/羽)	0.79	5.1	546%
商品肉毛鸡(元/公斤)	5.5	11.1	102%

资料来源：wind、天风证券研究所

表 8：2015-2016 年产业链价格涨幅

	波谷价格	波峰价格	波幅
父母代鸡苗(元/套)	5.89	76.96	1206.62%
商品代鸡苗(元/羽)	0.35	5.54	1482.86%
商品肉毛鸡(元/公斤)	5.29	9.74	84.12%
鸡肉(元/公斤)	11.2	13.7	22.32%

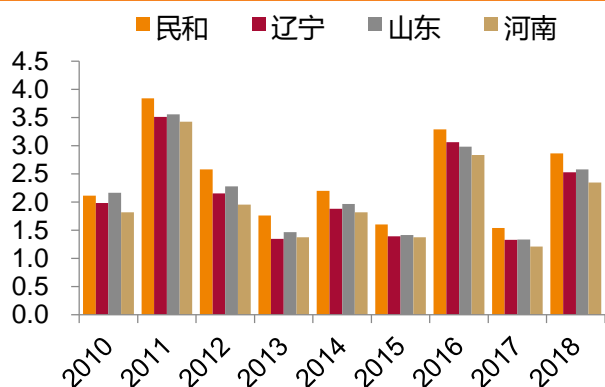
资料来源：wind、天风证券研究所

若新一轮价格上涨的启动，产业链不同环节的企业，其盈利弹性不尽相同。其中，盈利弹性最大的就是民和股份。

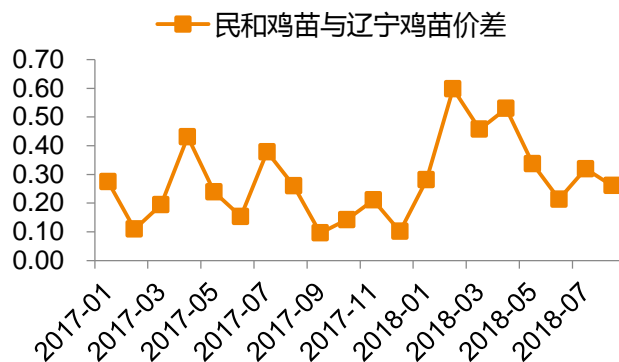
一方面，商品代鸡苗虽然是同质化产品，但是产品品质的不同使得父母代种鸡大厂与小厂之间的产品价格仍存在一定的差异。随着今年辽宁以及山东部分地区种鸡换羽导致的疾病频发，以公司为代表的优质安伟捷商品代鸡苗的品质优势则更加突出，与其他地区的产品价差进一步的扩大。另一方面，公司主要收入及利润来源是商品代鸡苗销售，在上市公司中的收入及利润占比也最高。而鸡苗价格正是白羽鸡产业链上波动性最大的品种。因此，以最强波动性产品作为最主要利润来源的企业，其盈利弹性自然也就最强。

图 29：民和鸡苗具备品质溢价（单位：元/羽）

图 30：2018 年价差扩大（单位：元/羽）



资料来源: wind、天风证券研究所



资料来源: wind、天风证券研究所

## 4. 投资建议

禽板块是今年农业板块中景气度最高的子板块。目前，产业进入提升行业集中度提升、盈利能力回升的产业新周期。而供给收缩在 2018 年终成现实，产品价格上行带来企业盈利的反转。当前产业景气有望延续至 2019 年。短期渠道补库存节点渐进，产品价格上涨后劲充足。总之，我们认为，当前白羽鸡行业，长期于产业大周期的底部拐点位置，中期位于供求周期的景气向上期，短期则在库存周期启动之际。

标的选择上，从弹性出发，优选**益生股份**、**民和股份**；从业绩稳健性出发，优选**圣农发展**，其次**仙坛股份**。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com