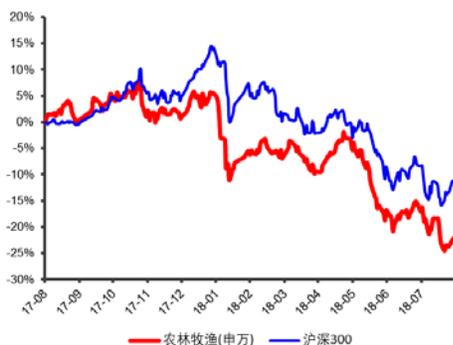


农林牧渔

白羽肉鸡：高性价比的肉中精英，“消费降级”最大受益者！

## 走势对比



### 相关研究报告：

《白羽肉鸡行业深度：周期右侧，大胆买入！》——2018/05/25

《白羽肉鸡：2016年反弹 VS 2018年反转》——2018/5/31

《“白羽肉鸡巅峰之作”最深刻的解读，没有之一》——2018/6/8

《【白羽肉鸡】由历史看未来：涅槃重生，否极泰来！》——2018/8/29

证券分析师：周莎

E-MAIL: zhousha@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518040002

## 报告摘要

**1. 肉中精英，赢在性价比。**白羽肉鸡是“消费降级”的最大受益者，因为每单位蛋白质的价格最低；又是健康饮食的最大受益者，因为每单位蛋白质的脂肪含量最低；还是环境保护的最大受益者，因为每单位蛋白质的碳排放最低。

**2. 食品安全，胜在产业链。**为什么白羽肉鸡的价格一直在涨？我们认为绝不单纯是供给端的原因，需求端也发生了很大的变化。因为白羽鸡的成本低，所以价格低；因为价格低，所以麦当劳、肯德基等下游连锁快餐有能力去支付溢价采购一条龙企业的产品，从而确保食品安全。这是白羽肉鸡快速抢占快餐渠道的秘诀。

**3. 高效养殖，强在标准化。**高标准和现代化造就了白羽肉鸡的高效养殖。肉鸡生长快、出栏早，这是现代白羽肉鸡的基因特性决定，而非有激素的“速生鸡”。除了品种改良和遗传育种的优势外，饲养环境、科学喂养、严格防疫等高标准和现代化的饲养体系决定了白羽肉鸡的高效养殖，最大限度、最低成本确保食品安全。

给予白羽肉鸡板块“买入”评级，按照上涨弹性依次推荐：圣农发展、益生股份、民和股份、仙坛股份、禾丰牧业。

### 风险提示

1. 突发重大疫情风险：禽畜养殖过程中会发生大规模疫病，导致禽畜死亡，并对广大民众的消费心理有较大负面影响，导致市场需求萎缩，从而影响行业以及相关企业的盈利能力。

2. 价格不及预期风险：禽畜肉类价格出现大幅下降或上涨幅度低于成本上涨幅度，影响行业以及相关公司的盈利能力，存在未来业绩难以持续增长甚至下降的风险。

3. 原材料价格波动风险：公司生产经营所用的主要原材料及农产品的产量和价格受到天气、市场情况等不可控因素的影响较大，若未来主要原材料价格大幅波动，将会影响行业以及相关公司的盈利能力。

## 目录

一、肉中精英，赢在性价比 .....	4
二、食品安全，胜在产业链 .....	6
三、高效养殖，强在标准化 .....	9
四、风险提示 .....	13

## 图表目录

图表 1 100G 鸡肉和猪肉的营养构成比较 .....	4
图表 2 获取同样质量的营养成分成本比较 .....	4
图表 3 城镇居民人均可支配收入与消费性支出增速 .....	5
图表 4 2009 年不同收入组城镇居民全年人均主要禽畜肉消费量（千克） .....	5
图表 5 畜类粪尿养分含量（%） .....	5
图表 6 禽类粪尿养分含量（%） .....	5
图表 7 育种技术进步使白羽肉鸡在更短时间内生长更快 .....	6
图表 8 不同种类禽畜每增重一斤所消耗的饲料 .....	6
图表 9 2014 年 7 月福喜事件后百胜餐饮中国地区营收大幅降低（百万美元） .....	7
图表 10 2014 年 7 月福喜事件后百胜餐饮单店利润大幅降低 .....	7
图表 11 麦当劳在经历福喜事件后 2014Q3 营业额大幅降低 .....	7
图表 12 麦当劳在经历福喜事件后 2014 三季度单店利润大幅降低 .....	8
图表 13 大规模养殖场的稳定性、专业化程度更高 .....	8
图表 14 泰森食品鸡肉板块发展历程 .....	8
图表 15 美国 4 大白羽肉鸡公司鸡肉板块毛利率情况 .....	9
图表 16 白玉肉鸡育种体系 .....	10
图表 17 种鸡饲养两阶段示意图 .....	11
图表 18 棚架式饲养示意图 .....	12
图表 19 笼养示意图 .....	12
图表 20 地面饲养、笼式饲养和网式饲养示意图 .....	13
图表 21 商品代肉鸡 4 阶段划分及饲料选择 .....	13

## 一、肉中精英，赢在性价比

白羽肉鸡是“消费降级”的最大受益者，因为每单位蛋白质的价格最低；又是健康饮食的最大受益者，因为每单位蛋白质的脂肪含量最低；还是环境保护的最大受益者，因为每单位蛋白质的碳排放最低。

图表 1 100g 肉类的营养构成比较

营养成分	热量 (千卡/100g)	脂肪 (克/100g)	蛋白质 (克/100g)	碳水化合物 (克/100g)
猪肉 (均值)	395	37	13.2	2.4
鸡肉 (均值)	167	9.4	19.3	1.3
牛肉 (均值)	125	4.2	19.9	2.0
羊肉 (均值)	203	14.1	19.0	0
鲤鱼	109	4.1	17.6	0.5

资料来源：互联网 太平洋证券

若以平均批发价猪肉 10 元/斤，白条鸡 7 元/斤、牛肉 28 元/斤，羊肉 28 元/斤，鲤鱼 6 元/斤的价格标准计算，获取同样重量的脂肪、蛋白质和碳水化合物，鸡肉和鱼肉是最廉价的蛋白质来源，猪肉和鸡肉也是最廉价的脂肪来源，因此综合比较看，在蛋白质和脂肪摄入上，鸡肉是最廉价最好的肉类。

图表 2 各肉类中单位重量营养成分的成本比较

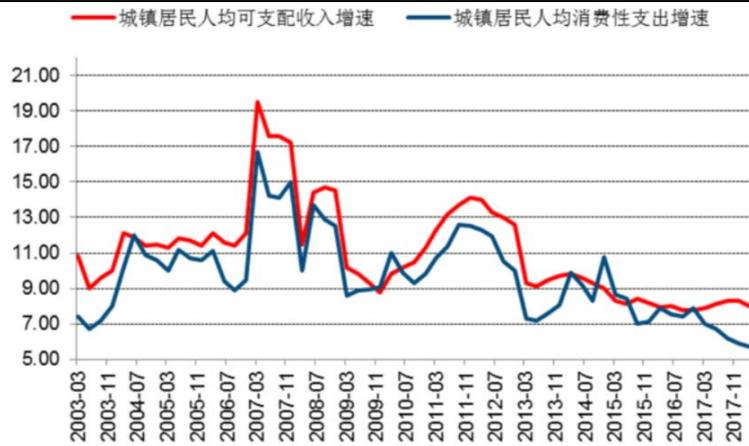
成本	脂肪 (元/g)	蛋白质 (元/g)	碳水化合物 (元/g)
猪肉 (均值)	0.05	0.15	0.83
鸡 (均值)	0.15	0.07	1.08
牛肉 (均值)	1.33	0.28	2.8
羊肉 (均值)	0.39	0.29	-
鲤鱼	0.29	0.06	2.4

资料来源：互联网 太平洋证券

城镇居民人均消费性支出放慢，城镇居民面临“消费降级”。理论上来说，城镇居民的人均可支配收入与消费性支出存在正相关效应，但是由于房地产的杠杆效应使人均消费性支出与人均可支配收入增速走势背离，出现收入增速向上而消费性支出增速向下的“消费降级”现象。

白羽肉鸡：高性价比的肉中精英，“消费降级”最大受益者！

图表 3 城镇居民人均消费性支出增速放缓



资料来源: wind 太平洋证券

“消费降级”背景下，中等收入阶层的鸡肉消费刚性效应明显。以 2009 年为例，观察占人口比例较大的中等收入阶层的鸡肉和猪肉消费量变化，当收入从中等偏上阶层下降到中等阶层时，鸡肉消费量减少了 0.8kg，猪肉消费量减少了 0.22kg；当从中等阶层下降为中等偏下阶层时，鸡肉消费量减少 0.89kg，猪肉消费量减少 1.64kg；当从中等偏下阶层下降为低收入阶层时，鸡肉消费量减少 0.57kg，猪肉消费量减少了 1.77kg。因此可以看出，鸡肉作为廉价肉类，在收入越低、“消费降级”越严重时，其消费量的下降空间越小。

图表 4 2009 年不同收入组城镇居民全年人均主要禽畜肉消费量 (千克)

	最低收入	低收入 (10%)	中等偏下 (20%)	中等 (20%)	中等偏上 (20%)	高收入 (10%)	最高收入 (10%)
人均禽肉消费量 (千克)	5.04	6.69	7.26	8.15	8.95	9.75	10.18
人均猪肉消费量 (千克)	14.39	18.11	19.88	21.52	22.74	23.27	23.85
人均牛肉消费量 (千克)							2.87
人均羊肉消费量 (千克)							1.42

太平洋证券  
占比为 0.95%；  
3%。

图表 5 畜粪

项目	S
牛粪尿	0 0.07
猪粪尿	1 0.07
羊粪	5 0.15

太平洋证券

图表 6 禽类粪尿养分含量 (%)

## 白羽肉鸡：高性价比的肉中精英，“消费降级”最大受益者！

项目	水分	N	P	K	CO <sub>2</sub>	Mg <sub>2</sub> O	pH 值
蛋鸡类鸡粪	63.7	1.76	2.75	1.39	5.87	0.73	7.9
肉鸡类鸡粪	40.4	2.38	2.65	1.76	0.95	0.46	--

资料来源：CNKI 太平洋证券

随着育种和养殖技术进步，白羽肉鸡生长性能稳步增长，生长速度和料肉比更高。1935年至今，白羽肉鸡出栏日龄缩短一半，出栏体重增长 53%；相比较而言，黄羽肉鸡的出栏日龄和体重均未有显著变化。从料肉比看，白羽肉鸡料肉比 1.8:1，是所有禽畜中饲料转化率最高的肉类。

图表 7 育种技术进步使白羽肉鸡在更短时间内生长更快

年份	出栏日龄	体重 (g)
1935	95	1300
1960	67	1500
1986	45	1800
1995	40	2000

资料来源：《家禽育种》 太平洋证券

图表 8 不同种类禽畜每增重一斤所消耗的饲料

白羽肉鸡	1.8 斤
黄羽肉鸡	2.5 斤
猪	2.7 斤
牛	7.5 斤

资料来源：《家禽育种》 太平洋证券

## 二、食品安全，胜在产业链

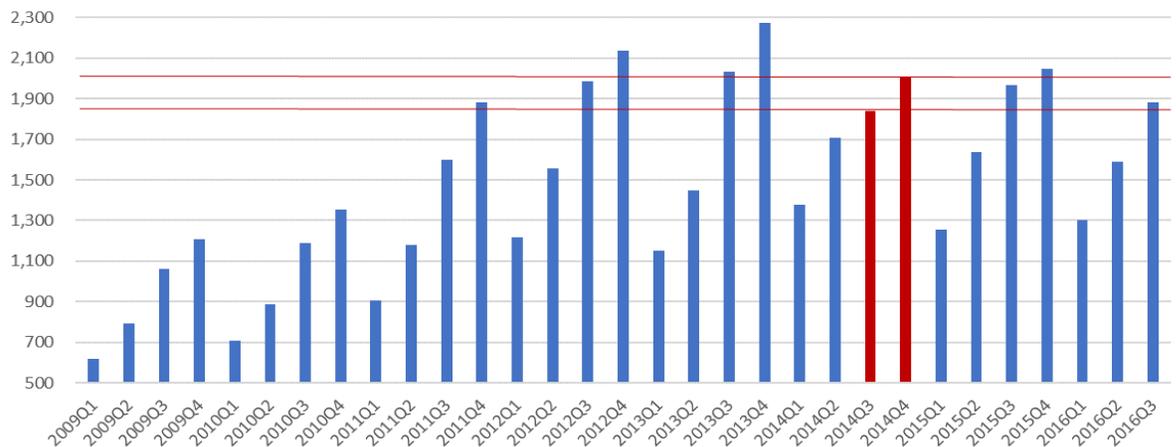
为什么白羽肉鸡的价格一直在涨？我们认为绝不单纯是供给端的原因，需求端也发生了很大的变化。因为白羽鸡的成本低，所以价格低；因为价格低，所以麦当劳、肯德基等下游连锁快餐有能力去支付溢价采购一条龙企业的产品，从而确保食品安全。这是白羽肉鸡快速抢占快餐渠道的秘诀。

食品安全事故对于连锁快餐而言意味着灭顶之灾，为了确保生存，必须花费溢价去购买品质有保障的肉类。只有价格足够低廉的肉类才能在溢价后仍然能被消费者所接受，无论是上游养殖户还是下游屠宰加工厂都有利可图，并良性发展而形成产业集群。快餐业通过严控采购解决了后顾之忧，但要发展一定要有性价比才能赢得足够多的客户群体。白羽肉鸡在全球的风靡是经济发展和健康消费的必然选择。这是时代的潮流，在中国同样如此。

福喜事件后，肯德基母公司百胜餐饮 2014Q3 的中国区营收大幅降低，同比减少 9.50%，2014Q3 的营收也是 2012~2016 的 5 年中营收最低的三季度。麦当劳 2014 年三季度营收同样遭受重创，亚太地区单店利润同比下降 49%。

白羽肉鸡：高性价比的肉中精英，“消费降级”最大受益者！

图表 9 2014 年 7 月福喜事件后百胜餐饮中国地区营收大幅降低（百万美元）



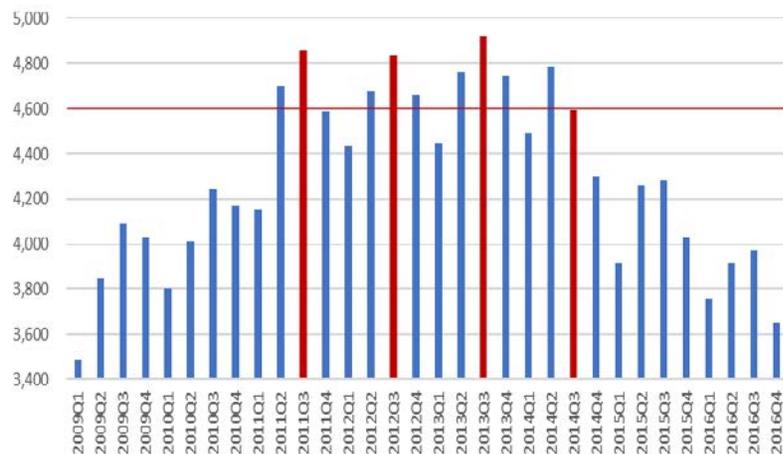
资料来源：公司年报 太平洋证券

图表 10 2014 年 7 月福喜事件后百胜餐饮单店利润大幅降低



资料来源：公司年报 太平洋证券

图表 11 麦当劳在经历福喜事件后 2014Q3 营业额大幅降低



资料来源：公司年报 太平洋证券

白羽肉鸡：高性价比的肉中精英，“消费降级”最大受益者！

图表 12 麦当劳在经历福喜事件后 2014 三季度单店利润大幅降低



资料来源：公司年报 太平洋证券

消费者对食品安全越来越重视，下游快餐企业对食品安全、货源稳定、价格低廉的要求倒逼上游养殖企业进行产能提升、技术进步和质量过关，在此过程中，无法供应稳定、安全、量大货源的小养殖企业被迫退出，上游养殖企业进行行业兼并以获取更大的市场份额，从而获取更多订单。因此，白羽肉鸡行业在全球各地都形成了上下游一体化对接，无论是上游养殖户还是下游屠宰加工厂都有利可图，并良性发展而形成产业集群。

图表 13 大规模养殖场的稳定性、专业化程度更高

存栏规模分类 (套)	年出栏批次 (批)	年出栏量 (万只)	专营比例 (%)	机械化比例 (%)	专业舍比例 (%)	雇工比例 (%)	工商注册比例 (%)	合作社比例 (%)	稳定性 (%)
1~49999	3.99	319.9	41.3	10.3	75.4	19.8	15.9	25.4	74.6
50000~99999	4.18	238.3	69.7	24.2	100.0	54.5	42.4	45.5	97.0
100000~149999	4.11	106.7	75.0	50.0	100.0	87.5	50.0	37.5	100.0
150000~199999	3.67	53.0	33.3	-	66.7	66.7	66.7	66.7	100.0
200000 及以上	5.75	438.0	100.0	87.5	100.0	87.5	75.0	87.5	100.0

资料来源：CNKI 太平洋证券

泰森食品作为世界白羽肉鸡行业巨头，从 20 世纪 20 年代开始，建立从上游饲料-育种-养殖-配送-加工-零售业务全产业链。全产业链为公司鸡肉品牌提供更高的食品安全属性和产品溢价。因此，相较于养殖企业，美国的肉鸡一体化大企业的利润波动更小，显著提高公司毛利率水平和稳定程度。

图表 14 泰森食品鸡肉板块发展历程

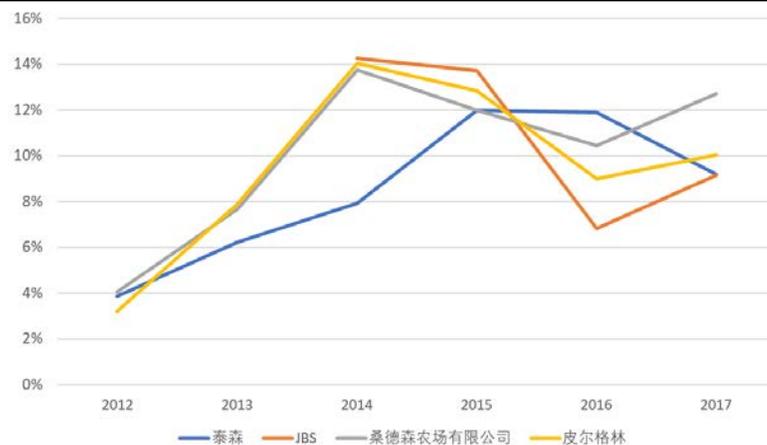
1916	旗下 cobb 建立纯种鸡场
1935	泰森开始肉鸡配送业务
1943	建立畜牧养殖场
1936	购买雏鸡孵化场
1957	家里鸡肉制品加工厂
1968	开始鸡肉零售业务

白羽肉鸡：高性价比的肉中精英，“消费降级”最大受益者！

1974	收购 Vantress 育种品系, Upjohn 收购科宝 (cobb)
1983	收购谷物玉米加工厂 Mexican Original 公司, 成为全美玉米加工领域的领先者
1986	泰森、Upjohn 和科宝合资成立 Cobb-Vantress
1986	成为全美最大鸡肉公司
1989	收购全美第三大鸡肉公司 holly farms
1994	泰森收购了 Upjohn 持有的科宝公司的全部股权;
1998	控股竞争对手 hudson 食品公司, 巩固世界最大鸡肉加工商地位
2008	科宝收购海波罗

资料来源: CNKI 太平洋证券

图表 15 美国 4 大白羽肉鸡公司鸡肉板块毛利率情况



资料来源: wind 太平洋证券

我国白羽肉鸡行业 60% 的公司都已经实现了养殖和加工屠宰一体化, 这部分公司的产品大部分都销往肯德基、麦当劳等大型餐饮企业。随着消费者对食品安全的重视, 餐饮企业为一体化养殖企业支付更高的产品溢价以实现源头上的安全控制, 上下游深度融合, 利息共享, 共同促进白羽肉鸡行业良性可持续发展。

### 三、高效养殖, 强在标准化

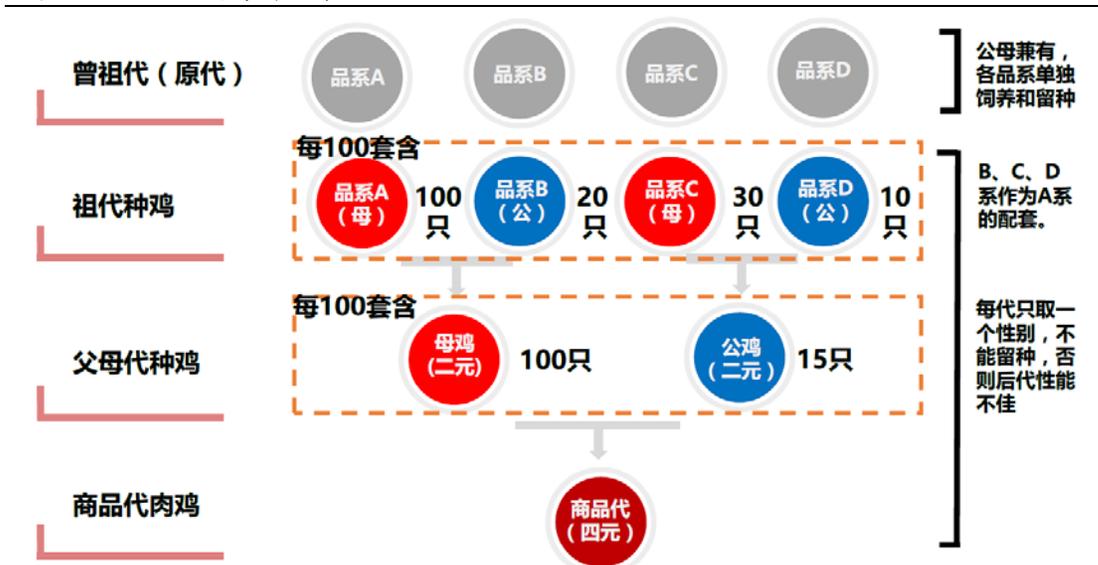
**高标准和现代化造就了白羽肉鸡的高效养殖。**肉鸡生长快、出栏早, 这是现代白羽肉鸡的基因特性决定, 而非有激素的“速生鸡”。除了品种改良和遗传育种的优势外, 饲养环境、科学喂养、严格防疫等高标准和现代化的饲养体系决定了白羽肉鸡的高效养殖, 最大限度、最低成本确保食品安全。

鸡场设施标准化现代化, 自动控制温度、湿度的全封闭环境, 24 小时通风系统, 供水、供料设施自动化; 持续进步的饲养与管理科学, 不断进行基因优选, 改良饲料配方, 根据不同生长阶段特点进行饲料调配, 满足肉鸡不同生长阶段需求。

(一) 祖代鸡育种与养殖

祖代鸡经过严格选种，保留优异性状。白羽鸡曾祖代（又称原代）有四个品系，可分别留种，以保持血统的纯正。祖代是从这四个品系里每种只取一个性别，以另外三种作为某一品系母鸡的配套，例如每100套祖代鸡含有100只A品系的母鸡和配套数量的B、C、D，其性状特征一般为A、B增肉快产蛋尚可，C、D产蛋多增肉速度尚可，然后杂交品种集合了四个品系的优势。不同祖代鸡品种性状不同，科宝的产蛋低，翅膀小，胸肉大，适合美国国情；罗斯308产蛋多、胸肉小、翅膀大、生长快、饲料报酬高、产肉量高充分满足了生产多用途肉鸡系列产品的生产者（全鸡、分割肉和深加工）之需，适合中国国情，近年也取得了较大成功。

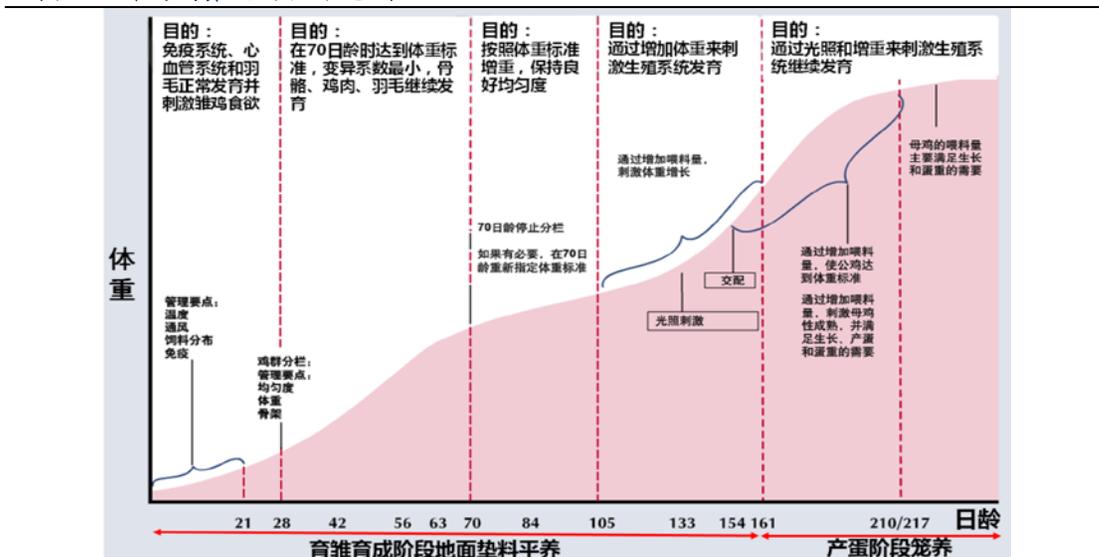
图表 16 白羽肉鸡育种体系



资料来源：CNKI、太平洋证券

祖代鸡养殖全进全出，保证生产效率，减少病害风险。祖代种鸡饲养管理实行“全进全出”制度，同一饲养场在某个时间段全部饲养同一日龄的种鸡，有效避免不同批次种鸡之间疫病的交叉感染，保证了种鸡的生物安全。整个生产实行“两阶段饲养”，育雏育成阶段和产蛋阶段严格分离，育雏育成采用地面垫料的平养方式，提高了种鸡成活率和健康水平；产蛋期采用笼养方式，同时借助人工授精技术，采用“一鸡一管”的输精方式，避免了交叉感染，提高了生产效率。

图表 17 种鸡饲养两阶段示意图



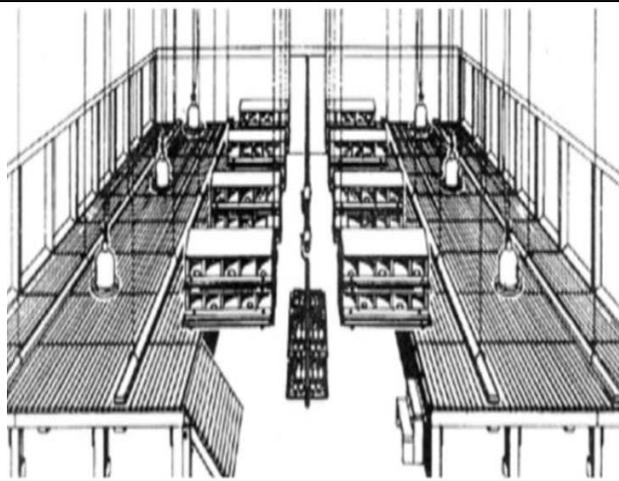
资料来源：安伟捷养殖手册、益生股份招股书、太平洋证券

## (二) 父母代养殖

国内父母代种鸡养殖主要采取地面饲养、“两高一低”棚架式饲养和笼养等三种方式，其中“两高一低”棚架式饲养是目前国内外使用最多的父母代肉种鸡饲养方式，国外蛋种鸡也主要采用这种饲养方式。由于采取自然受精方式，较笼养的人工授精方式而言，能够避免产生脱肛及生殖系统炎症，有利于提高种蛋质量和保护动物福利。该养殖方式下，肉种鸡的机体性能好、成活率高、猝死综合症发生率低、产蛋性能高，种鸡所产种蛋的品质好、血斑蛋比例少、种蛋合格率高，且淘汰种鸡的生物活性好。

笼养有节约土地资源、节约能源、便于机械化智能化操作、饲料转化率高显著优点，能够解决我国土地和粮食资源紧张、劳动力短缺等难题，可使饲养密度提高约 50%，土地和房舍利用率提高约 50%。购置笼具、环境控制等现代化设备需要大量投资、人员素质要求高，是制约笼养模式推广的主要因素。另外，受到动物福利等因素的影响，麦当劳等外资公司不接受笼养鸡，内销和出口均受到很大影响，成为制约肉鸡笼养模式发展的重要因素之一。

图表 18 棚架式饲养示意图



资料来源：CNKI、太平洋证券

图表 19 笼养示意图



资料来源：互联网 太平洋证券

**分栏养殖，保证体重均匀。**由于公鸡母鸡的生长速度不同，且容易造成基因的配对不可控，在 4、6、8 周龄时，公鸡体重比母鸡分别高 13%、20%、27%，体重、食槽、饮水器高低要求不同，往往都要进行分栏养殖。28-70 日龄阶段是父母代种鸡快速成长和发育期，此阶段种公鸡和种母鸡都应按照体重进行分栏饲养。分栏饲养的主要目的在于保证 70 日龄时的种公鸡和种母鸡各自的体重都均匀一致，便于后续管理。

### （三）商品代育肥

商品代雏鸡育肥环节分为地面饲养、网式饲养和笼式饲养三种方式。网式相对于地面饲养的主要优势为：将鸡群与粪便分离，减少了鸡只与病原微生物的接触，有效降低发病率，降低预防和治疗疾病的用药量；提高了饲料转化率和肉鸡成活率，肉鸡生长速度快、均匀度高；不需要使用垫料，粪便可得到及时清除和处理，减少环境污染；养殖密度较大，提高了劳动效率，节约了养殖用地。从地域来看，北方养殖场由于集约化、机械化、自动化程度较高，同时鸡舍造价高，为了增大单位面积饲养量，以笼养和网养为主，代表为仙坛股份和民和股份。南方由于处于我国水稻集中产区，垫料（谷壳等）资源丰富，运输方便，普遍以平养、散养、笼养居多，代表为圣农发展。

图表 20 地面饲养、笼式饲养和网式饲养示意图



资料来源：互联网 太平洋证券

**四阶段饲养，饲料喂养精细化。**肉鸡育肥一般为四阶段饲料模式，根据生长期不同阶段的胃肠发育情况、营养需求，配以不同营养成分的饲料；并辅以功能性免疫配方，提高肉鸡抗病能力和成活率。经过 42 天的育肥后，即可送往屠宰厂进行分割处理。

图表 21 商品代肉鸡 4 阶段划分及饲料选择

阶段名称	阶段划分	阶段特点	饲料选择
育雏前期	孵出到 14 日龄	发育最旺盛的阶段，需要较多的高蛋白质和氨基酸水平，但消化吸收能力差	选择玉米豆粕等优质能量和蛋白原料，少用棉籽蛋白等不易消化吸收的原料
育雏后期	15~28 日龄	骨骼和肌肉生长最为关键的时期，日粮中需要较高蛋白质水平和能量水平，消化吸收能力逐渐提高	适当增加能量饲料，投喂较粗的蛋白饲料。
仔鸡中期	29~37 日龄	内脏器官生长发育的重要阶段，采食量不断增加，是生长发育的高峰时期，对营养物质的吸收和转化能力很强	增加脂肪含量，使鸡的骨骼系统和心血管系统得到良好发育。并饲喂比育雏期蛋白质含量较低但能量较高的饲料，使得快速增重。
仔鸡后期	38 日龄至出栏	是肌体快速增重的后期，是脂肪沉积的最佳时期，所以对能量的需求也有所增加，但后期对蛋白质和氨基酸的需要逐渐降低。	增加能量饲料，减少蛋白质饲料。

资料来源：CNKI、太平洋证券

## 四、风险提示

1. 突发重大疫情风险：禽畜养殖过程中会发生大规模疫病，导致禽畜死亡，并对广大民众的消费心理有较大负面影响，导致市场需求萎缩，从而影响行业以及相关企业的盈利能力。

2.价格不及预期风险：禽畜肉类价格出现大幅下降或上涨幅度低于成本上涨幅度，影响行业以及相关公司的盈利能力，存在未来业绩难以持续增长甚至下降的风险。

3.原材料价格波动风险：公司生产经营所用的主要原材料及农产品的产量和价格受到天气、市场情况等不可控因素的影响较大，若未来主要原材料价格大幅波动，将会影响行业以及相关公司的盈利能力。

## 农林牧渔行业分析师介绍

周莎：

FRM，四川大学应用数学系本科，南开大学应用数学系硕士；四年消费行业买方研究经历，三年农林牧渔卖方研究经历；曾先后任职于红塔红土基金、国海证券、招商证券、国金证券，2018年3月加盟太平洋证券研究院，担任农林牧渔行业分析师。

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	张小永	18511833248	zxy_lmm@126.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	沈颖	13636356209	shenyg@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
广深销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
深圳销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。