

农林牧渔

证券研究报告
2018年12月23日

2018第51周周报：如何看待当前生猪养殖行业的产能去化？

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

魏振亚 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517080004
weizhenya@tfzq.com

杨钊 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517070003
yangzhao@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 第 50 周周报：如果生猪禁调放松将会怎样？》 2018-12-16
- 2 《农林牧渔-行业研究周报:2018 第 49 周周报：从 11 月份生猪养殖企业销售能够看到什么？》 2018-12-09
- 3 《农林牧渔-行业专题研究:非洲猪瘟加速产能去化，区域猪价拐点或已到来！》 2018-12-04

1、本周生猪养殖板块跟踪：非洲猪瘟推动产能去化持续深化。

首先看本周生猪产业链价格：本周生猪均价略有回调，生猪全国均价 13.21 元/公斤，周环降 0.53%；猪肉均价 21.01 元/公斤，周环增 2.14%；三元仔猪价格 21.56 元/公斤，周环降 3.71%；二元母猪价格 29.63 元/公斤，周环持平；自繁自养盈利 103.75 元/头，周环降 16.16%。

从猪周期的情况来看，即使政策放松，不改产能去化趋势。当前，行业产能去化主要有三：

1) 亏损的程度和范围如何？当前来看，仅因为亏损导致的产能去化应不太充分，一是亏损时间不够长，二是亏损是区域性的。

2) 疫情导致的扑杀如何？截止 12 月 22 日，共披露疫情 90 余起，扑杀量将近百万头。根据国务院对辽宁省、湖南省和安徽省的非洲猪瘟问责的处罚文件看，我们预计可能存在大量瞒报非洲猪瘟病例。实际的疫情数量和扑杀量或远高于 98 起和百万头，再考虑扑杀之后还要有半年的空栏期，当前疫情扑杀对明年出栏量的影响或已超过千万头，且还将持续发酵。

3) 疫情和政策导致的散养户的加速退出。散养户的退出有三大因素：一是疫情恐慌带来的主动退出；二是政府的强制清退，尤其是泔水猪；三是当前限运政策对于散养户更为严格，倒逼散养户退出。

我们认为，本轮周期的产能去化中，亏损只是其中一个方面，疫情和政策带来的产能去化或更大。随着疫情的发酵，预计产能将持续深度去化，猪周期或提前到来。重点推荐，弹性：天邦股份、正邦科技、唐人神，大票：温氏股份，其次牧原股份。

2、禽：鸡苗基本进入停苗期，其他产品价格继续高位震荡，行业景气高涨，首推圣农发展。

本周毛鸡均价 10.36 元/公斤，环比下跌 0.10%；根据博亚和讯，12 月 21 日起，鸡苗基本进入规避春节屠宰放假的停苗期，鸡苗均价 5.30 元/羽，环比下降 27.60%；鸡肉产品综合售价 12.20 元/公斤，环比下降 1.45%。预计随着消费旺季的到来，产品价格仍将高位震荡。2018 年是禽板块盈利反转年，产业景气有望延续至 2019 年。重点推荐全产业链龙头企业圣农发展，其次益生股份、民和股份、仙坛股份。

3、农产品涨价趋势渐强，重点推荐新洋丰！

国内主要大宗农产品已经相继进入去库存阶段，叠加贸易战影响，农产品价格涨势已现端倪。随着大宗农产品价格进入涨价周期，种植收益将得到改善，种植产业链有望得迎来业绩和估值的双提升。重点推荐：新洋丰（复合肥）。

4、北方捕捞季以鲜参价格高位收尾，重点关注好当家。

根据食品商务网，威海海参价格约 100 元/斤，同比近乎翻倍，并超越了 2009 年和 2010 年的行情高点。今夏高温致辽参减产，根据央视经济信息联播，目前初步统计，损失产量 6.8 万吨。我们认为海参有望迎来 2-3 年牛市！建议重点关注好当家（山东海参龙头），其次獐子岛（辽宁深海底播养殖模式）。

风险提示：政策风险；疫病风险；农产品价格波动；极端天气

1. 本周思考

1.1. 生猪养殖：非洲猪瘟推动产能去化持续深化。

首先看本周生猪产业链价格：本周生猪均价略有回调，生猪全国均价 13.21 元/公斤，周环降 0.53%；猪肉均价 21.01 元/公斤，周环增 2.14%；三元仔猪价格 21.56 元/公斤，周环降 3.71%；二元母猪价格 29.63 元/公斤，周环持平；自繁自养盈利 103.75 元/头，周环降 16.16%。

从猪周期的情况来看，即使政策放松，不改产能去化趋势。当前，行业产能去化主要有三：

1) 亏损的程度和范围如何？当前来看，仅因为亏损导致的产能去化应不太充分，一是亏损时间不够长，二是亏损是区域性的。

2) 疫情导致的扑杀如何？截止 12 月 22 日，共披露疫情 90 余起，扑杀量将近百万头。根据国务院对辽宁省、湖南省和安徽省的非洲猪瘟问责的处罚文件看，我们预计可能存在大量瞒报非洲猪瘟病例。实际的疫情数量和扑杀量或远高于 98 起和百万头，再考虑扑杀之后还要有半年的空栏期，当前疫情扑杀对明年出栏量的影响或已超过千万头，且还将持续发酵。

3) 疫情和政策导致的散养户的加速退出。散养户的退出有三大因素：一是疫情恐慌带来的主动退出；二是政府的强制清退，尤其是泔水猪；三是当前限运政策对于散养户更为严格，倒逼散养户退出。

我们认为，本轮周期的产能去化中，亏损只是其中一个方面，疫情和政策带来的产能去化或更大。随着疫情的发酵，预计产能将持续深度去化，猪周期或提前到来。重点推荐，弹性：天邦股份、正邦科技、唐人神，大票：温氏股份，其次牧原股份。

1.2. 白羽鸡养殖：鸡苗基本进入停苗期，产品价格继续高位震荡，行业景气高涨，首推圣农发展。

本周毛鸡均价 10.36 元/公斤，环比下跌 0.10%；鸡苗均价 5.30 元/羽，环比下降 27.60%；鸡肉产品综合售价 12.20 元/公斤，环比下降 1.45%。预计随着消费旺季的到来，产品价格仍将高位震荡。2018 年是禽板块盈利反转年，产业景气有望延续至 2019 年。重点推荐全产业链龙头企业圣农发展，其次益生股份、民和股份、仙坛股份。我们认为：

1) 当下白羽鸡景气超预期，除了引种不足以及换羽受限，下半年以来毛鸡供应始终偏紧的核心因素外，产业最大的边际变化来自于需求的边际改善。非洲猪瘟疫情的出现，禽肉需求边际改善明显，在当前淡季价格高位背景下，下游渠道走货顺畅，支撑了当前的产品高位。

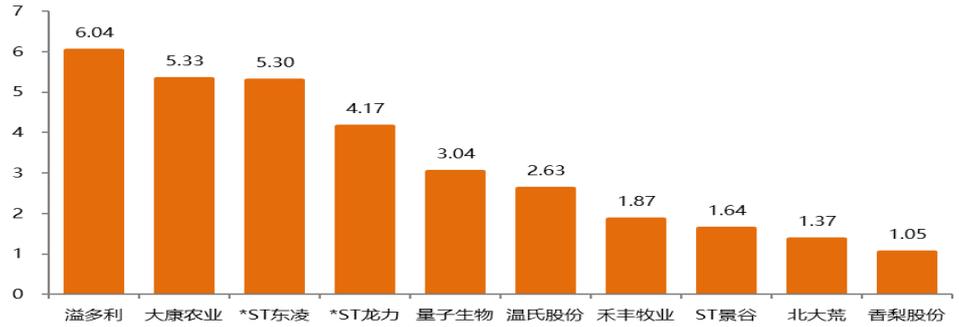
2) 从产业角度看，供给收缩将至少延续至 19 年上半年，非洲猪瘟疫情 19 年大概率也难以改善，在供需逻辑均可持续的基础之上，19 年产业景气将超今年。当前位置，关注点应从价格逐步转为盈利。而按当前的产业景气推算，白羽鸡板块全年业绩对应估值大概率在 12-14 倍左右，估值具备吸引力。

需求改善逻辑的出现，是鸡价景气的另一重要支撑。当前阶段，重点推荐圣农发展，其次益生股份、民和股份、仙坛股份。

2. 本周农业板块表现

本周（2018 年 12 月 17 日-2018 年 12 月 21 日），农林牧渔行业-1.04%，同期沪深 300、上证指数、深证成指变动分别为-4.31%、-2.99%、-3.83%。农林牧渔行业中，涨幅 Top3 的行业分别为畜牧养殖、农产品加工及流通、海洋捕捞；跌幅 Top3 的行业分别为饲料、林木及加工、动物疫苗。涨幅靠前的为：溢多利+6.04%、大康农业+5.33%、量子生物+3.04%、温氏股份+2.63%、禾丰牧业+1.87%、北大荒+1.37%、香梨股份+1.05%。

图 1：上周行业内公司涨幅排名（%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

表 1：农业及子行业与大盘相对走势情况（%）

2018/12/21	1 周	1 个月	3 个月	6 个月	1 年
上证综指	-2.99	-4.90	-7.80	-13.70	-23.46
深证成指	-3.83	-6.88	-10.89	-22.77	-33.31
沪深 300	-4.31	-5.87	-8.48	-16.67	-24.84
农林牧渔	-1.04	0.44	3.00	-6.22	-22.51
种子	-2.03	-1.49	-11.59	-20.84	-41.16
果蔬饮料	-2.30	-4.14	-7.36	-17.76	-27.34
农产品加工及流通	-1.22	-4.23	-11.71	-18.14	-33.77
饲料	-2.76	3.44	13.27	0.06	-18.15
畜牧养殖	0.91	3.11	9.76	2.87	-4.43
动物疫苗	-2.43	-1.14	4.83	-4.16	-26.98
林木及加工	-2.54	-5.65	-7.83	-19.98	-44.73
水产养殖	-1.90	-7.45	-5.30	-17.64	-43.51
海洋捕捞	-1.54	-4.50	-1.75	-9.75	-37.49

资料来源：Wind、天风证券研究所

3. 农业产业链动态

3.1. 生猪产业链

表 2：生猪产业链各环节价格情况

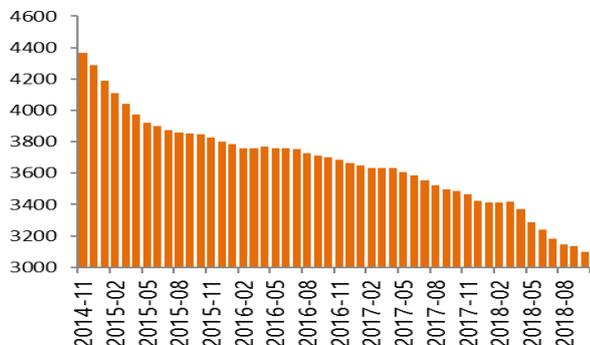
	12/14/2018	12/21/2018	年同比	周环比	年初至今涨跌幅
猪饲料					
其中：育肥猪配合料（元/kg）	3.07	3.07	19.92%	0.00%	14.55%
猪价					
其中：出栏肉猪（元/kg）	13.28	13.21	-11.46%	-0.53%	-11.64%
猪肉（元/kg）	20.57	21.01	-6.37%	2.14%	-3.31%
三元仔猪（元/公斤）	22.39	21.56	-31.03%	-3.71%	-27.68%
二元母猪（元/公斤）	29.63	29.63	-98.32%	0.00%	-98.25%
猪料比					
其中：猪料比价	5.00	4.96	-14.92%	-0.80%	-12.06%
猪粮比价	7.02	6.95	-16.67%	-1.00%	-18.14%

生猪养殖利润

其中：中小规模化自繁自养头均盈利（元/头）	123.75	103.75	-75.78%	-16.16%	-65.46%
能繁母猪存栏量（万头）	3098	3058	-11.77%	-1.29%	-10.43%

资料来源：农业部，wind，天风证券研究所。

图 2：能繁母猪存栏量（万头）



资料来源：农业农村部、天风证券研究所

图 3：二元母猪价格（元/头）



资料来源：中国政府网、天风证券研究所

图 4：仔猪价格走势（元/公斤）



资料来源：中国畜牧业信息网、天风证券研究所

图 5：出栏肉猪价格（元/公斤）



资料来源：中国畜牧业信息网、天风证券研究所

图 6：普通猪肉价格（元/公斤）



资料来源：中国畜牧业信息网、天风证券研究所

图 7：全国自繁自养头均盈利变化趋势（元/头）



资料来源：wind、天风证券研究所

图 8：全国猪用配合料价格走势（元/kg）



资料来源：wind、天风证券研究所

3.2. 禽业产业链

表 3：肉禽产业链各环节价格情况

	12/14/2018	12/21/2018	年同比	周环比
禽饲料				
其中：肉鸡配合饲料（元/吨）	3160.00	3160.00	1.94%	0.00%
禽苗				
其中：山东潍坊肉鸡苗（元/羽）	7.35	7.35	110.00%	0.00%
泰安六和鸭苗（元/羽）	6.6	5.6	55.56%	-15.15%
河南南阳鸭苗（元/羽）	6.4	5.4	58.82%	-15.63%
禽肉				
其中：山东潍坊（元/斤）	5.13	5.36	34.67%	4.48%
河南新乡（元/斤）	5.08	5.3	33.50%	4.33%
白条鸡大宗价-农业部（元/公斤）	14.8	14.8	1.37%	0.00%
山东烟台肉鸡苗（元/羽）	7.4	7.4	97.33%	0.00%
山东青岛鸡苗（元/羽）	7.2	7.20	121.54%	0.00%
潍坊乐港鸭苗（元/羽）	6.5	5.4	50.00%	-16.92%

资料来源：农业部，鸡病专业网，博亚和讯、中国畜牧业协会、天风证券研究所。

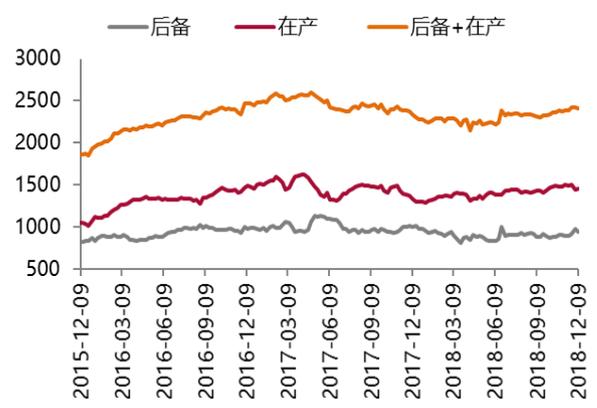
注：禽饲料来自农业部对全国 480 个集贸市场畜禽产品和饲料价格定点监测数据；目前鸡苗基本进入停苗期。

图 9：祖代鸡存栏量（万套）



资料来源：中国畜牧业协会、天风证券研究所

图 10：父母代鸡存栏量（万套）



资料来源：中国畜牧业协会、天风证券研究所

图 11: 父母代鸡苗价格 (元/套)



资料来源: 中国畜牧业协会、天风证券研究所

图 12: 商品代鸡苗价格 (元/羽)



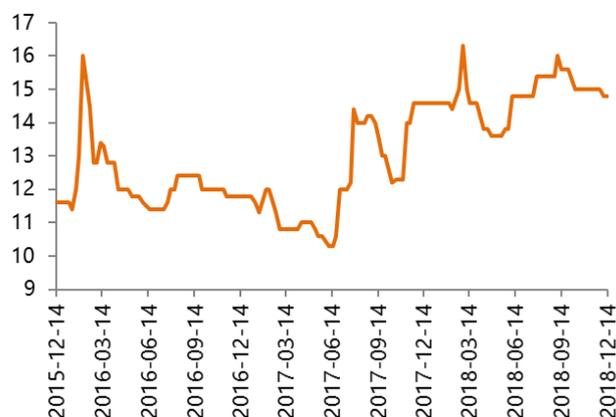
资料来源: 中国畜牧业协会、天风证券研究所

图 13: 全国肉毛鸡价格走势 (元/只)



资料来源: 博亚和讯、天风证券研究所

图 14: 白条鸡价格走势 (元/公斤)



资料来源: Wind、天风证券研究所

图 15: 肉鸡养殖利润 (元)



资料来源: 博亚和讯、天风证券研究所

图 16: 泰安六和鸭苗 (元/羽)



资料来源: 博亚和讯、天风证券研究所

3.3. 大豆产业链

表 4：大豆产业链各环节价格情况

	12/14/2018	12/21/2018	年同比	周环比
大豆价格 (元/吨)				
其中：大连港口现货价	3600	3600	9.09%	0.00%
广东港口现货价	3600	3600	9.09%	0.00%
压榨利润 (元)				
其中：广东	-380.00	-421	-801.67%	-10.79%
山东	-336.00	-410	-972.34%	-22.02%
豆类产品 (元/吨)				
其中：豆油全国均价	5098.95	5086.84	-8.43%	-0.24%
豆粕全国均价	3145.59	3096.76	0.82%	-1.55%

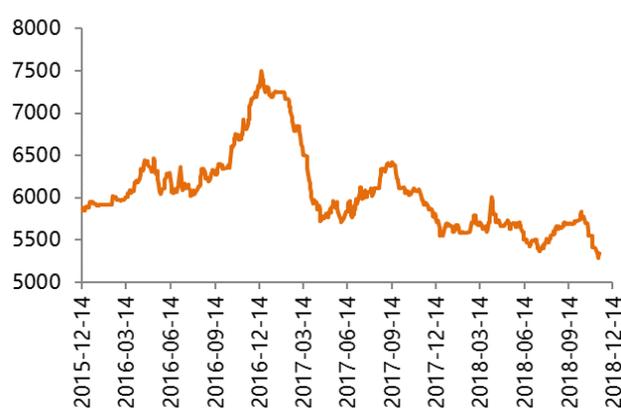
资料来源：玉米网，天风证券研究所 注：压榨利润为农业部统计压榨厂当前实际利润。

图 17：全国豆粕价格 (元/吨)



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 18：全国豆油价格 (元/吨)



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 19：进口大豆港口现货价 (元/吨)



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 20：进口大豆油厂压榨利润 (元/吨)



资料来源：Wind、天风证券研究所

3.4. 玉米产业链

表 5：玉米产业链各环节价格情况

	12/14/2018	12/21/2018	年同比	周环比
玉米价格 (元/吨)				
其中：大连港口	1,938.00	1,938.00	13.67%	0.00%
蛇口港口	2040	2040	5.15%	0.00%
进口玉米到岸价：	2200.84	2179.42	37.70%	-0.97%
淀粉 (元/吨)				
其中：吉林长春	2450	2450	5.60%	0.00%
山东潍坊	2630	2630	10.50%	0.00%
酒精 (元/吨)				
其中：吉林	5100	5100	-12.82%	0.00%
山东	5900	5900	-13.24%	0.00%
赖氨酸 (元/吨)	8315	7990	-22.05%	-3.91%

资料来源：玉米网，天风证券研究所

图 21：玉米现货均价 (元/吨)



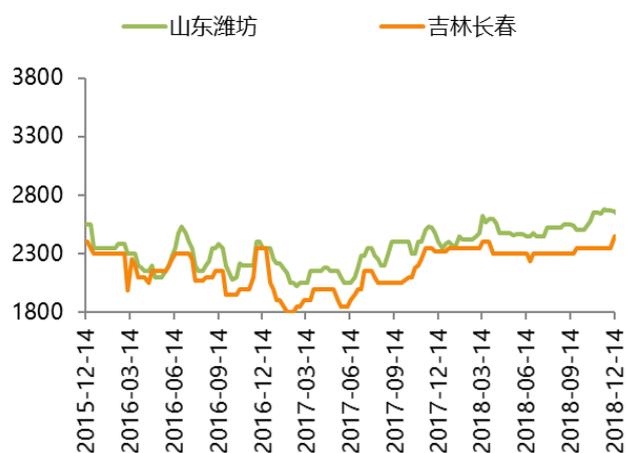
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 22：玉米酒精价格 (元/吨)



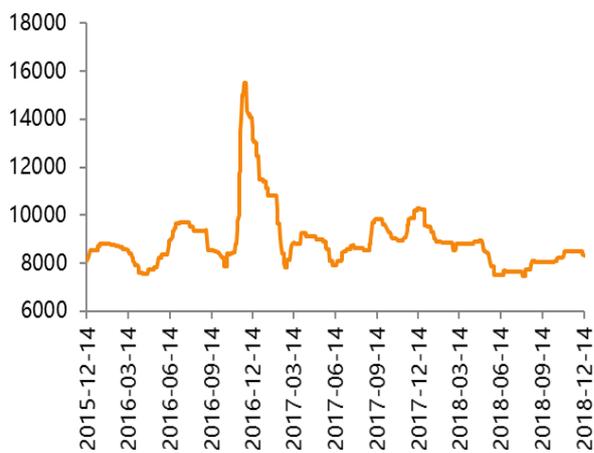
资料来源：玉米网、天风证券研究所

图 23：玉米淀粉价格走势 (元/吨)



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 24：赖氨酸现货均价 (元/吨)



资料来源：Wind、天风证券研究所

3.5. 小麦产业链

表 6：小麦产业链各环节价格情况

	12/14/2018	12/21/2018	年同比	周环比
小麦价格 (元/吨)				
其中：郑州收购价	2550	2530	-2.69%	-0.78%
广州进厂价	2620	2600	-0.38%	-0.76%
面粉批发平均价 (元/吨)	3.3	3.3	0.00%	0.00%
粮油加工面粉利润 (元/吨)	-23	-23	0.00%	0.00%

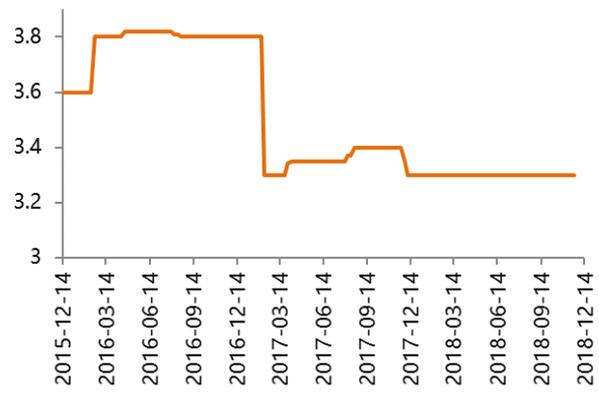
资料来源：Wind、中华粮网、天风证券研究所

图 25：小麦现货价格走势 (元/吨)



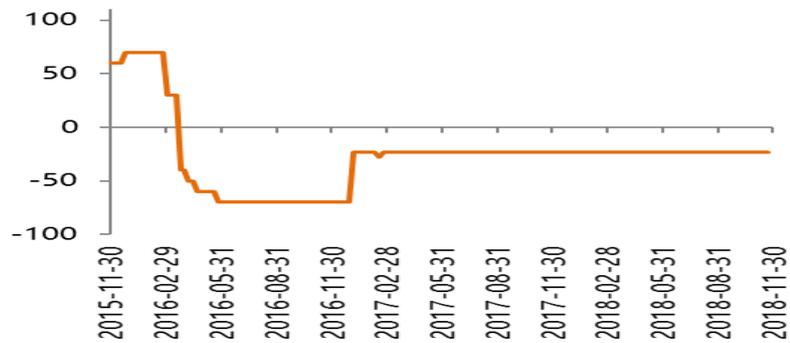
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 26：面粉批发价 (元/公斤)



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 27：面粉加工利润 (元/吨)



资料来源：中华粮网、天风证券研究所

3.6. 白糖产业链

表 7：糖产业链各环节价格情况

	12/14/2018	12/21/2018	年同比	周环比
甘蔗收购价初定收购价 (元/吨)	500	500	4.17%	0.00%
白糖价格 (元/吨)				
其中：广西柳州现货价	5240	5150	-19.03%	-1.72%
进口糖价：巴西	3521	3450	-5.12%	-2.02%
进口糖价：泰国	3483	3448	-5.74%	-1.00%

资料来源：Wind、天风证券研究所

表 8：原糖进口成本利润表（元）

日期	巴西配内	巴西配额外	泰国配内	泰国配额外	进口糖利润空间
2018/12/14	3,521.00	4,440.43	3,483.00	4390.87	1813

资料来源：根据 Wind、进口糖关税网络公开数据计算、天风证券研究所

图 28：柳州白糖现货价格（元/吨）



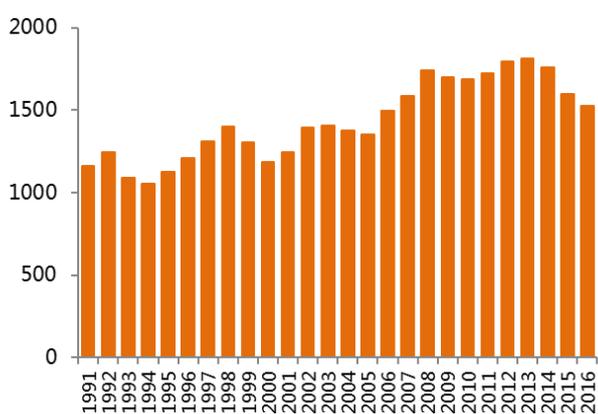
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 29：配额内原糖进口利润走势（元/吨）



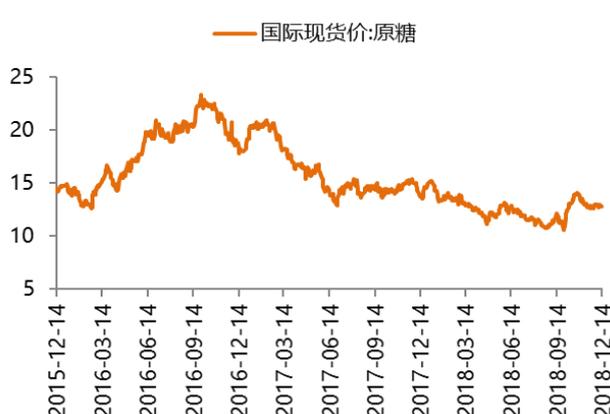
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 30：我国历年甘蔗种植面积（千公顷）



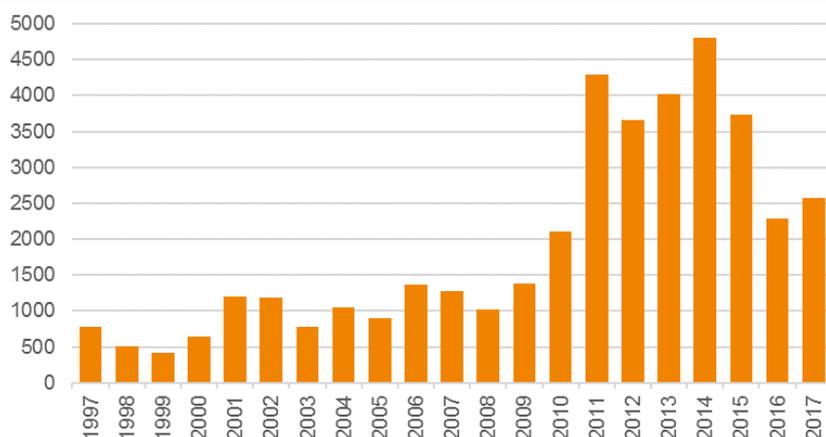
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 31：原糖国际现货价（美分/磅）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 32：我国食糖年度进口量（千吨）



资料来源：Wind、天风证券研究所

进口原糖完税成本价计算器（双击下表输入对应数据计算）

海外运费（\$/吨）：	13.45	外贸代理费率：	1%
汇率（RMB¥/\$）	6.9558	银行手续费率：	0.125%
加工费（¥/吨）：	350	利息及劳务费（¥/吨）：	25
泰国糖运费（¥/吨）：	20.5	增值税率（%）：	17%
泰国原糖升贴水（美分/吨）	0.18	完税成本价：	4519

注：进口原糖完税成本计算公式：离岸价=（原糖价格+升贴水）*22.04623(重量单位换算)*1.0275s(旋光度增值)；
 海运保险费=（离岸价+运费）*海运保险费率；到岸价(人民币)=（初价+海运保险费+海外运费）*汇率；

不含税价= 到岸价*（1+外贸代理费率）*（1+银行手续费率）+利息及劳务费；

含税价= 不含税价*（1+海关税率）*（1+增值税率）；

精炼后完税价格= 含税价*（1+损耗率）+加工费+国内运费

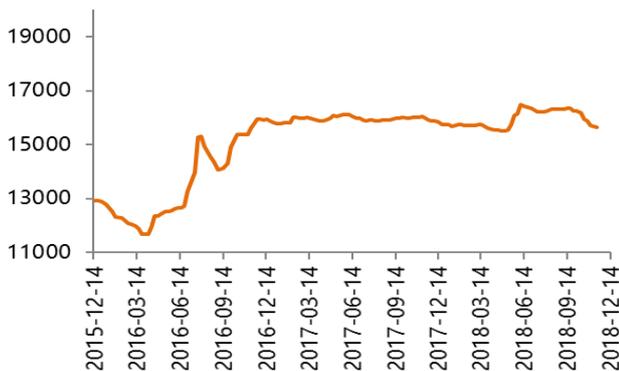
3.7. 棉花产业链

表 9：棉花产业链各环节价格情况

	统计标准	12/14/2018	12/21/2018	年同比	周环比
棉花价格（元/吨）	平均价	15,483.85	15,486.15	-1.69%	0.01%
棉籽价格（元/吨）	平均价	2,064.00	2,050.00	-0.49%	-0.68%
棉油价格（元/吨）	平均价	5,140.00	5,140.00	-13.47%	0.00%
棉粕价格（元/吨）	平均价	2,597.33	2,544.67	6.50%	-2.03%
棉短绒价格（元/吨）	山东	4,000.00	4,000.00	-4.76%	0.00%
	湖北	3,500.00	3,500.00	-37.50%	0.00%
棉壳价格（元/吨）	山东	1,400.00	1,400.00	-6.67%	0.00%
	湖北	1650	1650	3.13%	0.00%
加工利润（元/吨）	山东	-1.5	-1.5	97.48%	0.00%
	湖北	147.5	147.5	-64.54%	0.00%
加工费用（元/吨）	平均	260	260	0.00%	0.00%

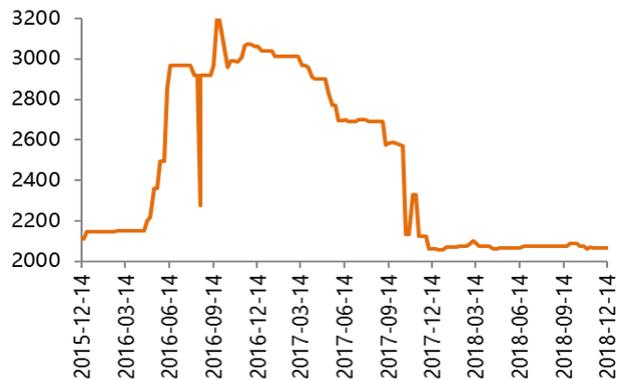
资料来源：顺风棉花网、天风证券研究所

图 33：我国棉花价格走势（元/吨）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 34：我国棉籽价格走势（元/吨）



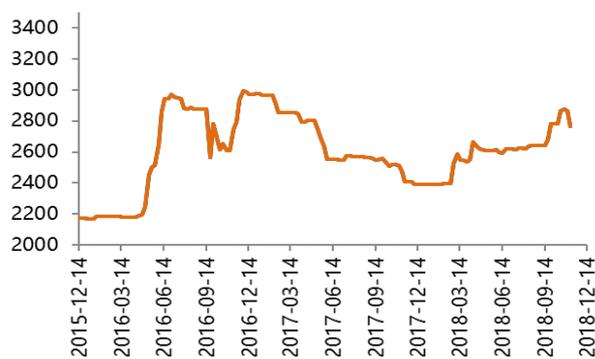
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 35：我国棉油价格走势（元/吨）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 36：我国棉粕价格走势（元/吨）



资料来源：Wind、天风证券研究所

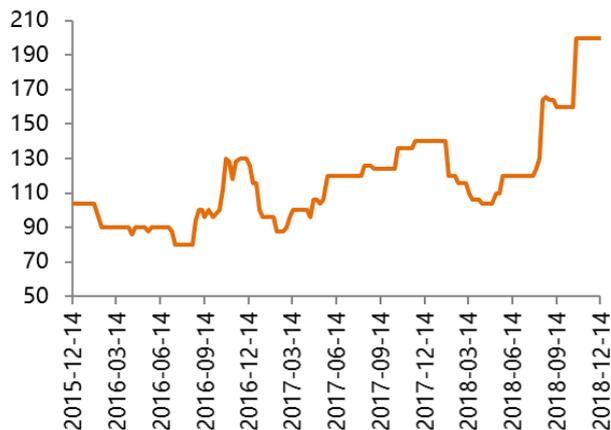
3.8. 水产产业链

表 10：水产产业链各环节价格情况

	统计标准	12/14/2018	12/21/2018	年同比	周环比
海参价格（元/公斤）	平均价	200	164	17.14%	-18.00%
鲍鱼价格（元/公斤）	平均价	140	140	-12.50%	0.00%
扇贝价格（元/公斤）	平均价	10	10	25.00%	0.00%
对虾价格（元/公斤）	平均价	180	180	20.00%	0.00%
淡水鱼价格（元/公斤）					
其中：鲫鱼	大宗价	19	19	-26.92%	0.00%
草鱼	大宗价	14	15	-6.25%	7.14%
鱼粉价格（美元/吨）					
其中：秘鲁	FOB 离岸价	1,255.00	1,235.00	-28.61%	-1.59%
智利	FOB 离岸价	1,510.00	1,510.00	-14.20%	0.00%

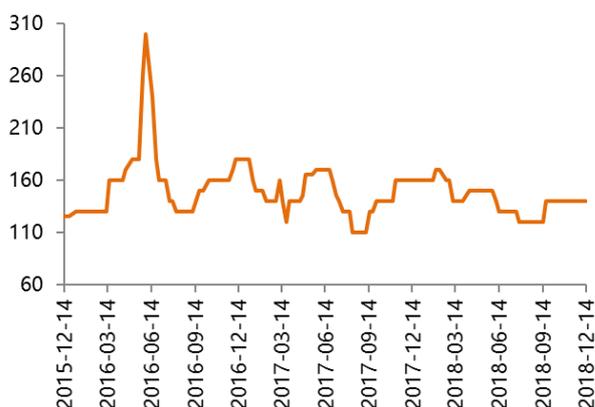
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 37：我国海参价格走势（元/千克）



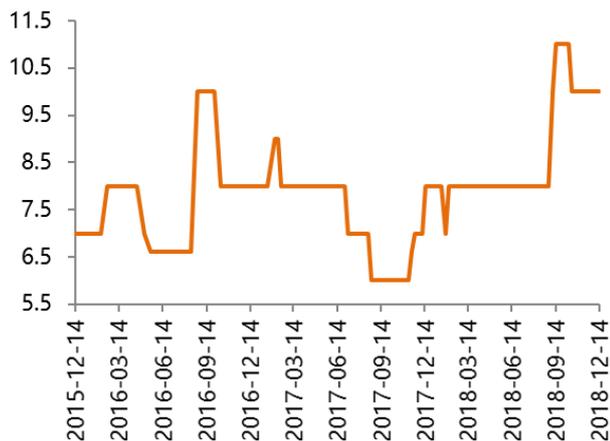
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 38：我国鲍鱼价格走势（元/千克）



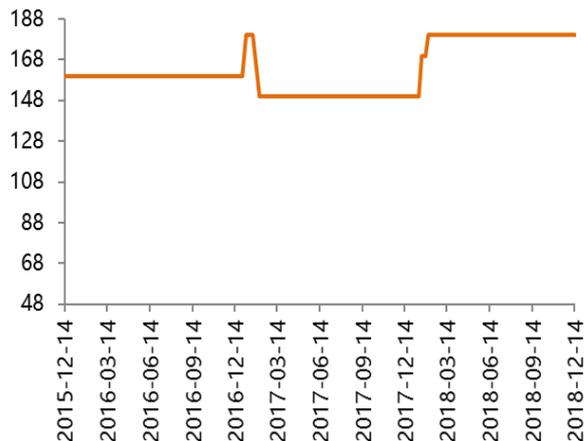
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 39: 我国扇贝价格走势 (元/千克)



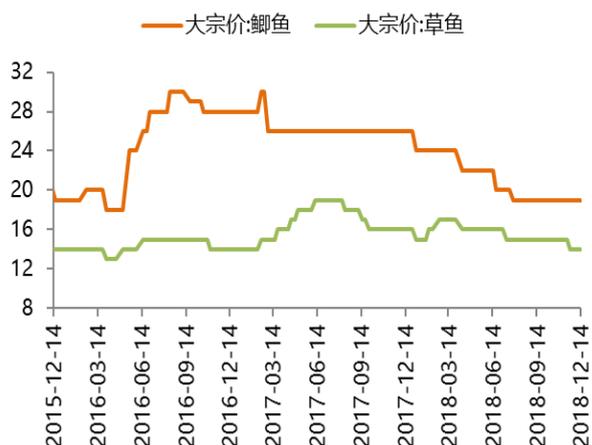
资料来源: Wind、天风证券研究所

图 40: 我国对虾价格走势 (元/千克)



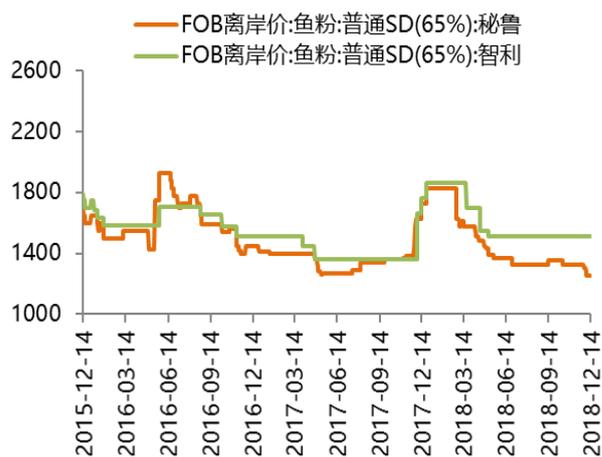
资料来源: Wind、天风证券研究所

图 41: 我国淡水鱼价格走势 (元/千克)



资料来源: Wind、天风证券研究所

图 42: 鱼粉价格 (美元/吨)



资料来源: Wind、天风证券研究所

表 11：农产品主题投资标的

品种	主题投资标的	原因
玉米种子	登海种业、敦煌种业、大北农、万向德农	主营玉米种子研发、销售
玉米加工	中粮生化、保龄宝、龙力生物、量子高科、西王食品	玉米深加工
小麦	敦煌种业	销售优麦种子
大豆	东凌国际	油脂加工
棉花	*ST 新赛、新农开发	国内棉花种植、加工
稻谷	隆平高科、金健米业、北大荒	经营水稻种子或米业加工
白糖	中粮糖业、南宁糖业	经营蔗糖或甜菜糖
猪肉	正邦科技、雏鹰农牧、唐人神、大康牧业、新五丰、温氏股份、牧原股份	生猪养殖
牛肉	天山生物、上海梅林、得利斯、西部牧业	肉牛养殖
鸡肉	民和股份、益生股份、圣农发展、仙坛股份	肉鸡、种鸡养殖
鸭肉	华英农业	肉鸭养殖产业链
牛奶	西部牧业	原奶供应
蔬菜	宏辉果蔬、雪榕生物、朗源股份	蘑菇生产、葡萄干出口、农副产品批发市场
水产	獐子岛、好当家、东方海洋、佳沃股份	海产品养殖
饲料	唐人神、禾丰牧业、大北农、金新农、海大集团、新希望	经营畜禽饲料
动保	中牧股份、普莱柯、瑞普生物、生物股份、海利生物、天邦股份、天康生物、金河生物	经营动物疫苗产品
屠宰	得利斯	屠宰加工
番茄酱	*ST 中基、中粮糖业	番茄酱行业双寡头
土地流转	北大荒、象屿股份	依托土地资源，进行粮食生产、粮食流通业务
农业节水	大禹节水、京蓝科技	经营农业节水业务

资料来源：根据各个上市公司公告整理而成、天风证券研究所

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