

关注生猪出栏与草地贪夜蛾影响态势

——3月行业动态报告

核心观点

● 最新观点

1) **猪肉价格大幅上涨影响 CPI 同比扩大。**2020年2月,我国CPI同比上涨5.2%,其中食品项同比+21.9%,食品中猪肉同比+135.2%。2020年1-2月,我国农产品累计进口金额为246.59亿美元,同比+5.09%,出口金额为785.73亿美元,同比-0.9%,贸易逆差151.71亿美元,同比+19.18%。

2) **猪价持续高位震荡,2020生猪板块迎业绩爆发。**20.03.24,我国部分省市生猪均价为35.5元/kg,环比-0.34%;当前受需求萎缩、供给短期边际好转(运输、屠宰)影响,猪价处于震荡行情。考虑到行业产能历史低位、补栏至出栏的耗时性、非洲猪瘟的反复爆发等因素,20-21年我国生猪价格将依旧处于高位,估算20年猪价均值约34元/kg。我们认为大型养殖企业依托资金、防控优势等实现规模的持续扩张,养殖企业业绩将呈爆发式增长。

3) **草地贪夜蛾态势严峻,关注玉米产量及转基因进展。**截至2020年1月,草地贪夜蛾已侵入包括台湾在内的26个省份,1524个县区,发生面积达1688万亩;其适生区与玉米主产区基本重叠,估算20年我国玉米产需缺口为-8311万吨至-7045万吨,同比-1596万吨至-330万吨。在蛾灾防控手段方面,转基因玉米为防控长期布局,种子市场将扩容84-167亿元,企业盈利能力将显著提升。

4) **后周期行情将来临,疫苗行业迎转机。**根据农业部发布会内容,2月份,能繁母猪存栏环比增长1.7%,生猪存栏环比增长2.8%。我们认为随着存栏数据的边际变化,下游疫苗消费将出现显著边际改善,且头部企业将率先受益。我们预计19Q4疫苗企业渠道库存有望陆续出清,20Q1销售同比可现边际好转。

5) **年初至今板块表现强于沪深300,粮食种植板块表现优异。**年初至3月24日,农林牧渔板块整体下跌1.15%,同期沪深300下跌9.44%、上证综指下跌1.99%。对比农林牧渔各子行业,粮食种植板块涨幅最大(+28.36%),其他种植业、粮油加工、动物保健次之,分别为+4.46%、+3.82%、+1.81%。

● 投资建议

当前建议关注生猪养殖产业链、玉米种植产业链、糖周期。本轮猪周期产能大量出清,行业重构,进入头部养殖企业快速成长的阶段,可关注新希望、天康生物。目前受草地贪夜蛾影响,玉米产业链将受益,可关注北大荒。食糖产业步入周期上行阶段,可提前布局,建议关注中粮糖业。另外,养殖后周期行情将逐步显现,可适当关注中牧股份、海大集团。

● 核心组合

	证券代码	证券简称	月涨幅(%)	市盈率 PE(TTM)	市值(亿元)
核心组合	002100	天康生物	-9.47%	17.91	113.07
	600195	中牧股份	+9.92%	33.12	115.75
	002311	海大集团	+6.70%	34.92	576.67
	600737	中粮糖业	-4.27%	56.87	167.69

● **风险提示:**猪价不达预期风险,疫病风险,原材料价格波动风险等。

农林牧渔行业

推荐 维持评级

分析师

谢芝优

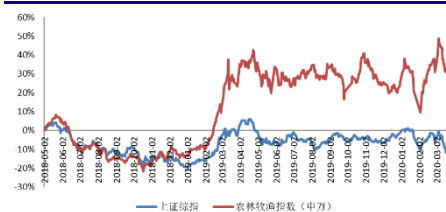
☎: 010-68597609

✉: xiezhiyou_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130519020001

行业数据

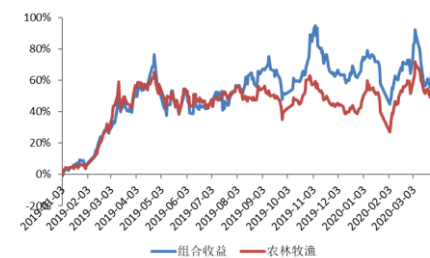
2020.03.24



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

核心组合表现

2020.03.24



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

相关研究

- 1、2019.3.28 “读懂猪周期”系列深度报告三:以周期+成长视角看生猪养殖投资逻辑
- 2、2019.5.28 “读懂糖周期”系列深度报告二之巴西篇:食糖出口全球第一,糖醇比或维持低位
- 3、2019.7.4 “读懂糖周期”系列深度报告三之印度篇:气候成产量最大变数,库存压力寻求释放
- 4、2020.3.6 草地贪夜蛾态势严峻,关注玉米产量及转基因进展
- 5、2020.3.19 “读懂猪周期”系列深度报告五之新希望(000876.SZ):猪价弹性+出栏高速增长,农牧龙头腾飞时

目 录

一、物价指标增长提速，农林牧渔业景气度显著提升	2
(一) 猪肉价格持续高位影响 CPI 同比扩大	2
(二) 猪周期带动畜禽养殖产业链景气度提升	3
二、农林牧渔业处于成长与成熟交互期，精细化管理提升成长空间	4
(一) 2020 生猪板块迎业绩爆发，长期增长逻辑为集中度提升	5
1. 猪价高位震荡，生产性生物资产积极恢复	5
2. 十年生猪规模化程度提高 33pct，规模化持续提升是趋势	6
3. “大行业、小企业”特征显著，集中度提升创巨大成长红利	6
(二) 草地贪夜蛾态势严峻，关注玉米产量及转基因进展	7
1. 草地贪夜蛾扩散至 26 个省份，2020 年态势严峻	7
2. 适生区与玉米主产区重叠，玉米产量或受影响	7
2. 传统防治手段偏被动，转基因玉米为长期布局	9
(三) 全球食糖减产进行时，糖价上行顺势而为	10
1. 国内食糖供需紧平衡，糖价或于 21 年现高点	10
2. 国际食糖减产中，糖价步入上行通道	10
(四) 后周期行情将来临，疫苗行业迎转机	11
1. 政府疫苗招采目录调整，对疫苗企业业绩影响较大	11
2. 疫苗市场化销售为行业发展核心，批文下发影响竞争格局	12
3. 部分地区生猪养殖补栏积极性提高，下游疫苗消费边际将改善	12
三、行业面临的问题及建议	13
(一) 现存问题	13
1. 生猪养殖行业中小散户占比高，养殖过程不规范	13
2. 农业生产成本高企，生产效率有较大提升空间	13
3. 农产品结构失衡问题，造成部分作物过剩或短缺	13
(二) 建议及对策	14
1. 养殖行业门槛逐步提升，大型养殖集团优势扩大	14
2. 实施农业关键核心技术攻关行动，推动转基因育种产业化	14
3. 调整优化农业结构，去库存与振兴计划相继实施	14
四、农林牧渔在资本市场中的发展情况	14
(一) 农林牧渔市值占比提升，畜禽养殖拉升行业估值	14
(二) 年初至今板块表现强于沪深 300，粮食种植板块表现优异	15
五、投资建议及股票池	16
六、风险提示	17

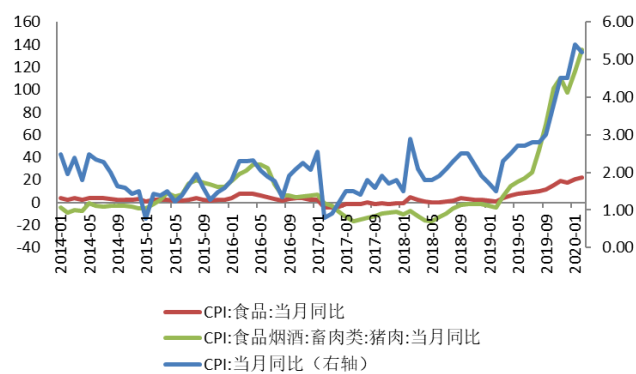
一、物价指标增长提速，农林牧渔业景气度显著提升

(一) 猪肉价格持续高位影响 CPI 同比扩大

2020年2月，我国CPI同比上涨5.2%，其中食品项同比+21.9%，食品中猪肉同比+135.2%。从环比来看，1月CPI环比为+0.8%。期间猪肉价格处上行趋势中，影响CPI猪肉环比上升9.3%。

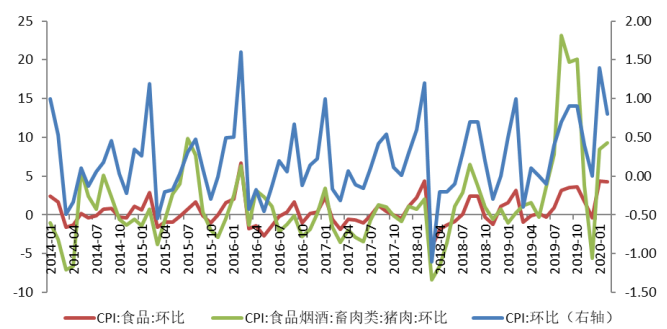
2020年1-2月，我国农产品累计进口金额为246.59亿美元，同比+5.09%，出口金额为785.73亿美元，同比-0.9%，贸易逆差151.71亿美元，同比+19.18%。

图 1：2020 年 1 月我国 CPI 同比+5.2%



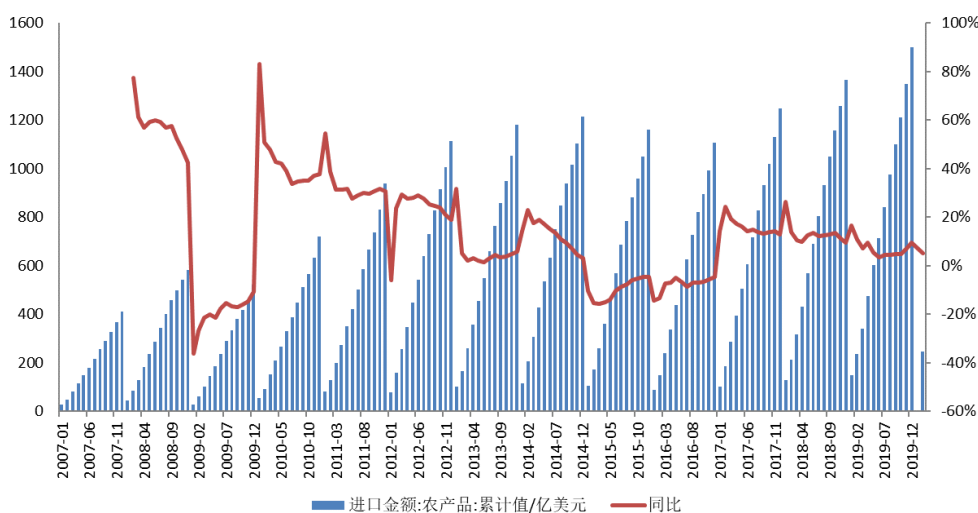
资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图 2：2020 年 1 月我国 CPI 环比+0.8%



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图 3：2020 年 1-2 月我国农产品进口额累计为 246.59 亿美元，同比+5.09%



资料来源：海关总署，中国银河证券研究院

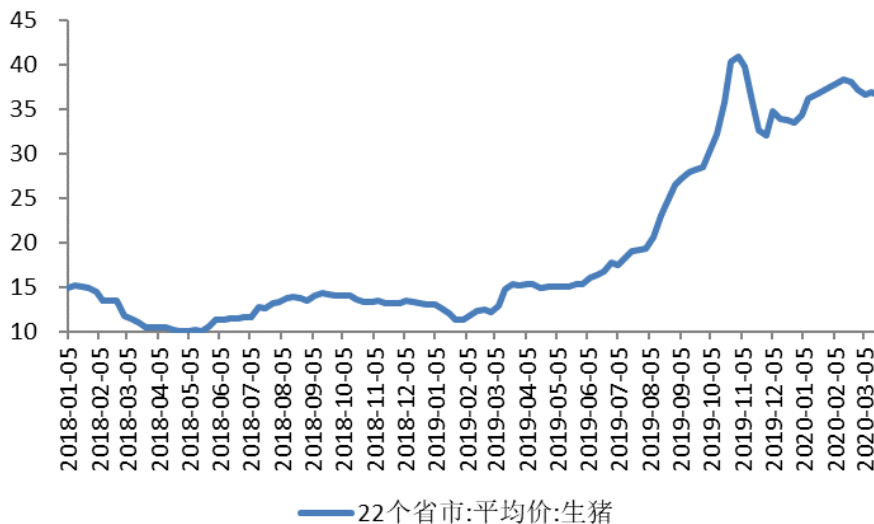
(二) 猪周期带动畜禽养殖产业链景气度提升

农业行业主要包括种植产业链与养殖产业链两大子产业，其中种植产业链涉及种业、农产品种植与加工、林业等子行业，养殖产业链包括畜禽养殖、水产养殖、饲料、疫苗等子行业。从竞争力、盈利能力、管理能力等方面来考虑，养殖产业链具备更大的优势。结合当前非洲猪瘟对产能去化的影响以及猪周期的运行规律，猪价持续创新高，并将带动整体养殖产业链业绩向好。

受非洲猪瘟影响，能繁母猪产能去化彻底，根据农业部统计，19年1月开始，生猪与能繁母猪存栏量同比降幅达到两位数；19年9月能繁母猪存栏量降到历史低位1913万头，此后开始环比好转。2020年2月，全国生猪存栏环比为+2.8%，能繁母猪存栏环比为+1.7%，存栏量呈现缓慢恢复状态。对于生猪养殖企业来说，2020年将享受猪价高位行情，业绩弹性巨大。

从杜邦分析以及相关财务指标来看，2016-2018年我国农林牧渔行业ROE呈现下行趋势，主要原因是生猪养殖产业链上的企业均从2016年高点逐渐下行至2018年低点，影响整体ROE水平。如上文分析，我们认为上一轮猪周期在2018年5月结束，之后开启新一轮周期；2019年3月1日，据博亚和讯数据来看，猪价二次探底为12.06元/kg，随后开启猪价上行阶段；截至2020年3月24日，猪价涨幅达181.75%。随着猪价的持续高位，行业整体回报率及利润情况将显著好转。

图 4: 我国猪价自 19 年 3 月开启上行趋势后，4-6 月处于震荡期，6-10 月持续上行，11 月后开启震荡行情，2 月受新冠疫情影响，猪价先升后震荡



资料来源: 中国畜牧业信息网, 中国银河证券研究院

表 1: 2016-2018 年农林牧渔行业及其子板块畜禽养殖行业杜邦分析

指标	时间	农林牧渔			畜禽养殖		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018
ROE/%	一季报	2.90	2.47	2.05	7.07	3.52	2.47
	中报	7.44	4.49	2.14	17.19	5.06	-0.87
	三季报	11.61	7.53	5.39	25.84	9.37	3.13
	年报	13.74	8.23	4.16	28.64	12.54	1.69
销售净利率/%	一季报	8.99	6.52	6.18	19.19	9.58	7.85
	中报	9.49	5.51	3.23	22.38	7.04	-0.84
	三季报	9.19	6.69	4.75	22.05	8.76	3.26
	年报	7.70	5.33	2.71	17.87	8.70	1.30
资产周转率/次	一季报	0.19	0.21	0.19	0.22	0.20	0.17
	中报	0.44	0.45	0.39	0.45	0.39	0.33
	三季报	0.71	0.65	0.61	0.66	0.58	0.52
	年报	0.97	0.89	0.83	0.87	0.78	0.71
权益乘数	一季报	1.72	1.77	1.83	1.65	1.79	1.94
	中报	1.73	1.79	1.89	1.65	1.86	1.98
	三季报	1.74	1.76	1.90	1.74	1.88	1.97
	年报	1.76	1.82	1.95	1.77	1.91	2.00

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表 2: 2016-2019 年农林牧渔行业及其子板块畜禽养殖行业 EPS 情况

行业	年份	一季报	中报	三季报	年报
农林牧渔	2016	0.06	0.14	0.20	0.28
	2017	0.07	0.12	0.19	0.17
	2018	0.06	-0.002	0.09	0.05
	2019	0.05	0.14	0.28	
畜禽养殖	2016	0.16	0.41	0.57	0.63
	2017	0.07	0.06	0.11	0.08
	2018	0.05	-0.47	-0.28	-0.13
	2019	0.17	0.51	1.27	

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

二、农林牧渔业处于成长与成熟交互期，精细化管理提升成长空间

农林牧渔行业可分为两大产业链，包括种植产业链和养殖产业链，其中种植产业链包括种业、种植业、农产品加工、林业等子行业，养殖产业链包括畜禽养殖、饲料、疫苗、渔业等子行业。

目前，种植产业链主要围绕技术升级（转基因）、土地改革、效率提升等几方面进行发展。

我国农产品（如玉米、大豆等）成本居高不下，主要原因在于种业技术发展缓慢，核心技术由国际巨头垄断，同时人工成本高企，以及土地规模化程度不够而造成的效率低下，最终反映在成本与价格层面。对于种植产业链来说，未来急需技术与规模化的提升，进而实施精细化管理来提高生产效率，提升成长空间。当前，受贪夜蛾等外部因素影响，玉米行业或将收到部分影响。

在养殖产业链层面，其发展水平高于种植产业链，行业增长较为迅速。从规模化程度、企业集中度、研发实力以及生产效率来说，我国养殖业均处于高速发展时期。在此过程中，行业规范性也在逐步形成，以白羽鸡行业为例，各企业自发形成白羽肉鸡联盟，以期实现供需平衡，产能调节，行业自我治理。在行业快速发展至成熟阶段期间，养殖产业链涌现出一批优质企业，从研发端发力，到管理标准化、精细化，看好未来养殖产业链相关优质企业的长远发展。

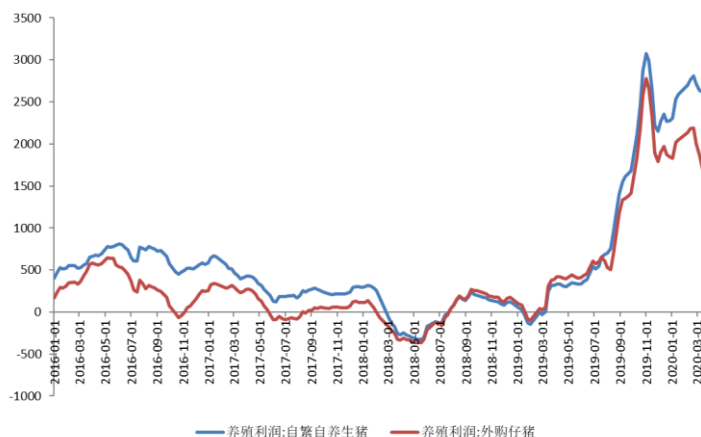
（一）2020 生猪板块迎业绩爆发，长期增长逻辑为集中度提升

1. 猪价高位震荡，生产性生物资产积极恢复

2020 年 1 月我国能繁母猪存栏量为 2105 万头，环比+1.7%，但同比降幅依旧巨大。19 年 12 月我国生猪存栏开启触底恢复趋势，存栏数据开始缓慢增长。根据农业部统计，1 月份全国出栏 500 头以上规模养猪场能繁母猪存栏环比增幅 2.2%，连续五个月呈现增长趋势，增幅高于平均水平。我们认为大中型养殖场在资金、环保、防疫方面具备优势，补栏积极性更高，意味着未来规模化与集中度提升的趋势。

根据博亚和讯，2020.3.24，我国部分省市生猪均价为 35.5 元/kg，环比-0.34%。2020 年 2 月生猪价格有缓慢上行趋势，之后又开启震荡行情。我们认为主要源于受新冠疫情影响，终端需求急剧萎缩，同时因为运输问题生猪供给不及时叠加屠宰场开工率低，年后猪价出现上行趋势；近日随着供给端边际好转（运输、屠宰等方面），猪价处于震荡行情中。

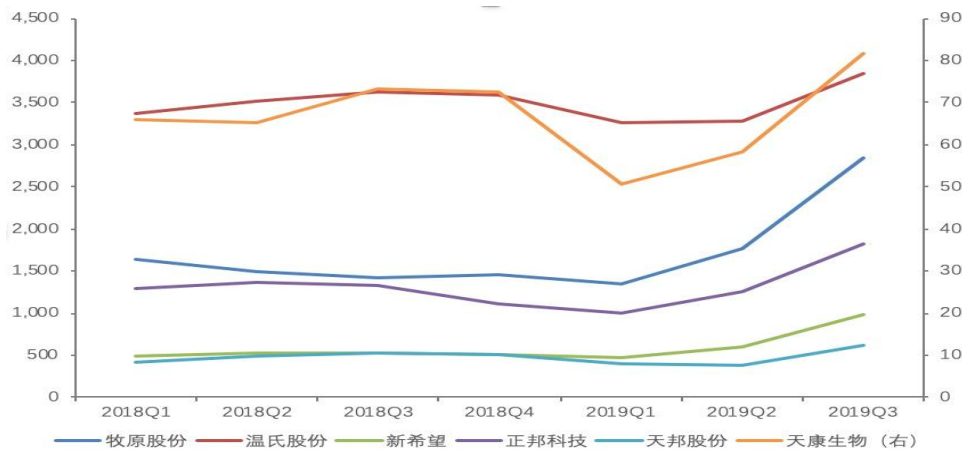
图 5：2020.03.20 自繁自养、外购仔猪养殖利润分别为 2592.01 元/头、1556.45 元/头



资料来源：博亚和讯，中国银河证券研究院

受当前猪价震荡影响，生猪养殖股走势亦处于震荡行情中。当前养殖股投资进入利润兑现和未来成长性预期阶段，意味着在猪价保持高位的状态下，上市企业母猪产能扩张、生猪出栏有保证，公司业绩将实现突破性增长。从三季报公布的生产性生物资产来看，头部企业母猪产能恢复迅速，主要得益于较强的防疫能力和资金优势；对比行业产能持续下行来看，行业结构处于持续调整阶段，具备产能优势的企业将脱颖而出。

图 6: 部分生猪养殖企业生产性生物资产季度数据 (单位: 百万元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

2. 十年生猪规模化程度提高 33pct，规模化持续提升是趋势

我国生猪养殖以散户为主，2007 年年出栏 500 头以下的养殖户比例为 78.2%，至 2017 年该指标下降为 45%。受环保政策、城镇化以及理性补栏等因素，中小养殖户补栏进程较为缓慢，而大型养殖户具备完善的环保解决办法、融资方式多样化等优势，养殖规模持续扩大，抢占市场份额，因此在过去两年中，我国生猪规模化程度快速提高。

对标美国生猪养殖行业规模化发展过程来看，在其规模化程度快速提升的二十年中（1980-1999 年），养殖户数量持续下降，1997 年美国存栏 1000 头以上的养殖场占比达 71%（有部分州高达 98%）。相比之下，我国生猪规模化程度依旧有较大提升空间（至少 20pct。）如前文所述，16-17 年受环保政策影响，散养户大量退出或放缓补栏，直接利好规模化提升。18 年 8 月非洲猪瘟在我国蔓延，成为散户加速退出的又一因素。我们认为，非洲猪瘟的发生将加速我国规模化程度的提升，待疫情相对稳定后，规模化速度将区域放缓，但趋势不变。

3. “大行业、小企业”特征显著，集中度提升创巨大成长红利

2017 年我国生猪出栏量为 6.89 亿头，前 22 家生猪养殖企业合计出栏生猪 5224 万头，CR22 约 7.59%；前 10 家合计出栏 4850 万头，CR10 约 7.04%；前 5 家合计出栏 3920 万头，CR5 约 5.69%。我国生猪养殖业集中度极低，集中度提升是未来行业成长的关键点。

目前，我国生猪养殖行业呈现金字塔型，即头部小、底部大。随着散养户的加速退出，以

及大规模养殖场的加速扩张，未来将呈现倒金字塔型。2017年，前22家生猪养殖企业出栏量增速达36%。以30%的复合增速计算，2020年我国前22家生猪养殖企业合计出栏量将达到1.2亿头，CR22达17%。以我国生猪出栏量第一第二的温氏股份、牧原股份为例，2017-2018出栏量分别为1904/724万头、2230/1101万头，增速分别为11.2%/132.4%、17.1%/52.2%，均保持快速增长状态；2019年受非瘟影响，上市公司出栏量收到部分影响，其中温氏、牧原出栏量分别为1852万头、1025万头，同比-17%、-6.9%。

生猪养殖行业具备“大行业、小企业”的行业特征，也就意味着行业空间广阔，企业未来发展空间巨大。在这个过程中，集中度逐步提升，龙头企业将享受自身规模扩张带来的成长红利。

表3：生猪养殖行业五力模型分析

上游议价能力	下游议价能力	新进入者威胁	替代品威胁	现有竞争程度
生猪养殖上游为饲料、疫苗、种猪企业，我国大型养殖企业数量较少，而服务企业众多，使得上游议价能力较弱。	生猪养殖下游为屠宰企业，受猪价以及供应量影响，屠宰企业议价能力有变化，一般来说，议价能力较弱。	生猪养殖为重资产行业，新进入者需要投入大量资金以此来打造大规模养殖场，同时需要具备养殖技术、管理等方面的要求，新进入者威胁较小。	生猪养殖替代品可理解为养殖牛羊，但考虑到我国为猪肉消费大国，对牛羊的食用接受程度以及价格接受度有一定差距，因此替代品威胁较小。	生猪养殖行业呈现大行业、小企业特征，未来发展趋势为大型养殖集团的产能扩张，目前来说现有竞争存在于各企业成本控制方面，相互的竞争程度较低。

资料来源：中国银河证券研究院

（二）草地贪夜蛾态势严峻，关注玉米产量及转基因进展

1. 草地贪夜蛾扩散至26个省份，2020年态势严峻

草地贪夜蛾原产于美洲热带及亚热带地区，其具有适生区域广、迁移性强、繁殖力高、抗药性强和暴食为害的特点，防治困难。16年1月非洲爆发，并于3年内入侵非洲、亚洲50多个国家和地区；19年1月草地贪夜蛾于云南入境我国，截至2020年1月，草地贪夜蛾已侵入包括台湾在内的26个省份，1524个县市区，发生面积达1688万亩。草地贪夜蛾已在我国热带、南亚热带地区完成定殖过程。

2020年境外虫源持续迁入、本地虫源生长，叠加北迁时间更早，防控任务更为艰巨。除对玉米生产造成严重威胁外，还可能影响西南华南地区甘蔗、高粱以及长江流域和黄淮小麦安全生产。全国农技中心预计草地贪夜蛾威胁区域占玉米种植区域的80%以上。

2. 适生区与玉米主产区重叠，玉米产量或受影响

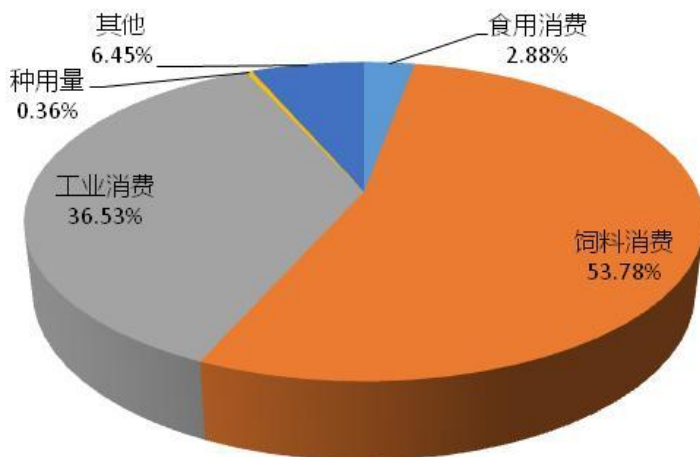
草地贪夜蛾有两个类型：玉米型和水稻型。目前，我国发现的主要为玉米型，它们已经对玉米、甘蔗等重要作物造成危害。根据其他国家的经验，在草地贪夜蛾肆虐的地区，作物受害后一般减产20%~30%，严重时会造成绝收。

我国草地贪夜蛾适生区占全国面积约52.79%。对比草地贪夜蛾适生区与我国玉米主产区

域情况，有部分重叠区域。另外，从 19 年草地贪夜蛾发生时间来看，主要集中于 4-8 月，与玉米种植期重叠。以上两点意味着贪夜蛾对玉米种植存在潜在的影响。2020 年春季，长江中下游和东北地区降水偏多，对草地贪夜蛾、粘虫等迁飞性害虫繁衍危害有利。黄淮海及北方区域为玉米主产区，其中黄淮海离南方产区较近，存在较大威胁可能；且如果 2020 年无法有效控制贪夜蛾，随着温度回升也有入侵东北的可能。黄淮海及北方玉米主产区每年玉米产量占比达 70%，是夏季迁入危害区和重点防范区。

根据玉米消费结构来看（wind 数据），19 年我国玉米饲料消费、工业消费分别为 1.66 亿吨、1.13 亿吨，占总消费量的 53.78%、36.53%。结合农业部信息中心数据，不考虑草地贪夜蛾潜在影响来看，我们估算 2020 年玉米种植面积约为 4148 万公顷、单产为 6.1 吨/公顷，当贪夜蛾灾害面积在 5-10%之间时，对应玉米产量为 22787-24053 万吨；假设 2020 年玉米总消费为 31098 万吨，对应玉米产需缺口为-8311 万吨至-7045 万吨，同比-1596 万吨至-330 万吨。

图 7：我国玉米消费结构（2019 年数据）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

表 4：玉米供需平衡表（千吨）

年份	产量	进口量	总供给量	总消费量	出口量	产需差额	期末库存	年末库存/消费量
2010	190,060	979	224,143	200,388	110	-10,218	23,755	11.85%
2011	210,027	5,230	239,012	206,568	91	3,550	32,444	15.71%
2012	227,719	2,703	262,866	220,621	80	7,178	42,245	19.15%
2013	248,468	3,276	293,989	209,300	22	39,190	84,689	40.46%
2014	259,858	5,516	350,063	186,991	13	72,880	163,072	87.21%
2015	269,368	3,174	435,614	198,979	4	70,393	236,635	118.92%

2016	260,855	2,463	499,953	241,258	72	19,669	258,695	107.23%
2017	257,600	3,467	519,762	281,040	19	-23,421	238,722	84.94%
2018	245,952	4,483	489,157	303,540	18	-57,570	185,617	61.15%
2019E	241,064	5,500	432,181	308,286	70	-67,152	123,895	40.19%

资料来源：中国汇易，中国银河证券研究院

2. 传统防治手段偏被动，转基因玉米为长期布局

草地贪夜蛾对农作物的破坏是巨大的，若无法有效防治，当幼虫4龄进入暴食期将会导致农作物20%-70%的减产。目前我国草地贪夜蛾防控体系主要包括：药物防治技术、生物防治技术、成虫诱杀技术。此外，中国工程院吴孔明院士所带团队提出了商业化种植转基因玉米的防治思路。

美国、加拿大及南美部分国家商业化种植转基因抗虫玉米可以有效的防控草地贪夜蛾。2019年12月，农业部公布拟将批准颁发的玉米转基因生物安全证书，其中包括北京大北农申报的转基因玉米品种DBN9936、杭州瑞丰科技申报的“双抗12-5”，进一步推进了我国商业化种植转基因玉米的进程。综合来看，转基因玉米为长期抗虫的最优方式。

根据我国转基因农作物商业化流程，在品种取得生物安全证书以后，还需经历商业化许可、品种审定、种子生产经营许可等步骤。我们认为在一切顺利的背景下，我国转基因玉米在1-2年内可实现终端市场销售。

转基因玉米的市场化价值可从两个角度看：

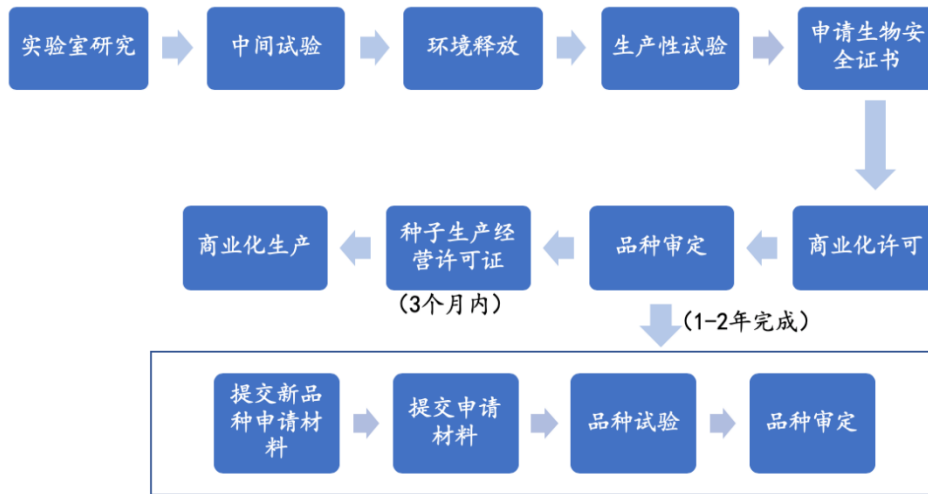
1) 种植户角度，转基因玉米具备抗虫抗药性，可以有效避免可能的草地贪夜蛾灾害，保证自身收益。

2) 种业公司角度，拥有转基因玉米专利的企业将受益于种子价格提升带来的弹性以及基因专利费带来的业绩增厚。

根据《中国玉米种子市场供需分析》中数据，2017年我国种子价格为30.43元/kg，平均用种量为1.98kg/667m²。我国玉米种子年度需求量在110万吨上下波动，估算玉米种子市场规模达335亿元。

比对美国玉米价格情况，其转基因玉米种子较常规种子溢价约25-50%，由此推算，基于17年数据，我国转基因玉米种子价格或约为38.04-45.65元/kg，市场规模增加84-167亿元，潜在空间巨大。

图 8: 转基因农作物上市流程



资料来源: 农业部, 中国银河证券研究院

(三) 全球食糖减产进行时, 糖价上行顺势而为

1. 国内食糖供需紧平衡, 糖价或于 21 年现高点

供需分析始终贯穿于周期品分析中, 以 5-6 年为一周期的白糖产业具备显著的周期特征, 供需缺口为正则价跌, 供需缺口为负则价涨。我国食糖年产量在 1000 万吨上下, 年度需求量约为 1500 万吨, 剩余食糖由进口和走私提供。我国糖价受国内供给以及全球糖价共同影响。

自 2003 年开始, 我国已经历三轮完整糖周期, 糖价高点分别出现于 2006 年 2 月、2011 年 8 月、2016 年 12 月, 对应现货价高点 5450 元/吨、7765 元/吨、7020 元/吨, 对应涨幅 165.2%、191.4%、76.8%。本轮周期我们定义为“周期四”, 起点设定为 2019 年 1 月, 对应价格 5040 元/吨。

从我国糖产量来看, 2018/19 榨季我国糖产量约为 1076 万吨, 为近三年高点。2019/20 榨季我国各主产区均出现不同程度减产, 预计国内糖产量约为 1062 万吨, 同比-1.3%; 在供需层面, 我们估算国内产量约 1062 万吨, 进口糖约 300 万吨, 走私糖约 100-150 万吨, 合计糖供给 1462-1512 万吨, 我国年均糖消费约为 1580 万吨, 供给层面相对紧张, 供需维持紧平衡状态。另外, 20 年 5 月保障性关税取消与否仍存在变数, 若取消则将扩大进口糖数量。从周期规律来看, 假设上行期 30 个月, 预计国内糖价高点出现于 2021 年年中。

2. 国际食糖减产中, 糖价步入上行通道

食糖产量受多维度因素影响, 包括气候、补贴政策、竞争作物收益、汇率、政治因素、税

率等。从全球角度来看：

1) 国际原糖现货价变动与全球产需差额变动呈反向关系（可见“读懂糖周期”系列深度报告一）。2019/20 全球产需差额变动值为-698.3 万吨，意味着 2020 年国际现货价变动值不高于 19 年变动值，国际现货价或呈现前高后低的趋势。

2) 国际原糖现货价与全球库存消费比呈反向关系，根据 USDA 数据，19/20 榨季全球库存消费比约为 28.25%，同比-3.34pct，意味着 2020 年糖价呈现上行趋势。

19/20 榨季全球食糖进入减产周期，国际原糖市场保持强势。2020 年 2 月 17 日，原糖国际现货价为 14.69 美分/磅，相比于 19 年最低点已上涨 27.52%。国际糖价处于上行通道中，成为国内糖价上行趋势的强力支撑。

从三大主产国的具体分析来看：1) 印度因季风雨大幅偏离正常值而导致甘蔗产量显著下行，预计 19/20 榨季糖产量同比下行 15-22%。2) 巴西 19/20 榨季已接近尾声，糖产量轻微下行，处于历史低位；未来或担心新榨季制糖比上升，但经敏感性测试增量仍无法弥补全球缺口。3) 泰国因干旱导致甘蔗大幅减产，或提早于 2 月收榨（此前为 4 月），最新预估糖产量同比-28%。

综合来看，我们认为内外糖产量或将同期步入减产周期，价格实现联动，开启糖价上行趋势。

表 5：白糖行业五力模型分析

上游议价能力	下游议价能力	新进入者威胁	替代品威胁	现有竞争程度
制糖企业上游为甘蔗种植户，甘蔗收购价主要由政府制定，因此对制糖企业来说，其自身议价能力不强。	制糖企业下游为各类消费品加工企业，且糖价受全球糖价影响较大，公司对下游的议价能力不强。	制糖企业盈利能力均不高，且政策要求新设企业需达到一定规模才可进入，因此新进入者较少，威胁不大。	食糖替代品如淀粉糖确实存在部分替代性，但替代比例有上限，综合来说威胁中等。	制糖企业分布在糖料作物周边，竞争程度中等。

资料来源：中国银河证券研究院

（四）后周期行情将来临，疫苗行业迎转机

1. 政府疫苗招采目录调整，对疫苗企业业绩影响较大

2017 年以前，我国动物疫苗政府招采主要包括四类：口蹄疫疫苗、禽流感疫苗、猪瘟疫苗、蓝耳病疫苗，以上四类招采苗成为部分企业的稳定销售产品，年均销售收入以 5% 左右的速度增长。以往招采苗具备低价、质量一般的特征，后期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。

2016 年 7 月，农业部发文调整完善动物疫病防控政策，对猪瘟和高致病性猪蓝耳并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。以上政策意味着政府取消猪瘟与蓝耳病疫苗的招标采购，不再免费发放疫苗给养殖户，需要养殖户自己采购疫苗予以防控。对于企业来说，招采收入作为稳定现金流被取消，业绩影响很大。政策中提到针对部分养殖户可自行采购口蹄疫与禽流感疫苗，政府予以相应补

贴。这部分影响相对较小，招采苗数量只是轻微减少，无法构成较大影响。

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。从疫情统计数据看，自2011年6月开始口蹄疫亚洲I型未发生疫情，A型疫情呈上升趋势。今年三季度以来，亚洲I型完全退出市场，猪口蹄疫O、A、Asia-I三价苗停止生产与销售。2018H1，口蹄疫疫苗企业将口蹄疫O、A、Asia-I三价苗集中降价销售，叠加猪价极低、深度亏损状态，疫苗企业业绩受到显著影响。

综合来说，疫苗政策的变化对疫苗企业有较大的影响，尤其是依赖政府招采为生的企业，政策风险较大。

2. 疫苗市场化销售为行业发展核心，批文下发影响竞争格局

猪瘟与蓝耳病疫苗退出政府招采目录、“先打后补”政策实施都表明疫苗市场化的趋势，如前文所述，政府招采苗存在质量、浪费等方面的问题，养殖户按需购买市场苗，政府予以一定的补贴，在一定程度上杜绝了浪费问题以及防疫效率问题。

从企业发展角度来看，市场苗定价是政府招采苗的5-10倍，毛利率高10-20pct。大力发展市场苗，将扩大疫苗整体市场规模。以生物股份为例，于2013年进入口蹄疫市场苗领域，收入从2013年的6.71亿元增长到2017年的19.01亿元，归母净利润从2.51亿元增长到8.7亿元，实现快速增长，并成为口蹄疫疫苗龙头企业。未来，市场苗的增长是企业业绩增长的核心。

产品批文是企业加入市场竞争的门槛。口蹄疫O、A、Asia-I三价苗被停售以后，由口蹄疫OA二价苗替代，目前市场上只有生物股份与中农威特可以生产销售，即2018.7.1-2019.3期间是以上两家公司寡头垄断的窗口期，市占率快速提高。2019年2月26日，天康生物获得猪口蹄疫OA二价苗批文，已实现生产与销售。随后，我们预计中牧股份、海利生物也将获得批文，竞争格局将激烈化。对于公司来说，批文是未来业绩增长的基础；对于行业来说，批文是强化竞争程度的因素。

目前，非洲猪瘟疫情非常严重，疫苗研发成为全行业关注重点。哈兽研已研制出非洲猪瘟候选疫苗，并已申请专利，并准备进行临床试验。但需要注意的是试验结果和时间均存在不确定性，面临保护力持续性问题、生产问题、散毒问题等。我们将持续关注疫苗研发进展。

3. 部分地区生猪养殖补栏积极性提高，下游疫苗消费边际将改善

根据中国农业部发布，2020年1月我国能繁母猪存栏量为2105万头，环比+1.7%；生猪出栏环比增长2.8%。受超高利润的刺激以及各部委的政策鼓励，东北、华北地区都开始积极的尝试补栏。我们认为随着存栏数据的边际变化，下游疫苗消费将出现显著边际改善，且头部企业将率先受益，建议积极关注疫苗企业。

表 6: 疫苗行业五力模型分析

上游议价能力	下游议价能力	新进入者威胁	替代品威胁	现有竞争程度
疫苗行业上游为病原微生物生产企业，议价能力较弱。	疫苗行业下游为畜禽养殖行业以及政府，对产品为市场苗以及招采苗。疫苗企业均努力争取大型养殖集团订单，且通过招投标拿到政府招采苗订单，因此下游议价能力强。	疫苗行业新进入者可理解为新产品批文下发，企业可以生产销售某疫苗产品，对现有竞争格局影响较大，即新进入者威胁大。	市场上一种疫病有对应多种疫苗产品，且随着多联苗、多价苗的上市，对单一产品的替代效应较大。	疫苗行业产品差异较大，以口蹄疫为例，目前有 8 家公司参与竞争，而猪瘟疫苗公司达 20 家以上，综合来说，竞争程度中等。

资料来源：中国银河证券研究院

三、行业面临的问题及建议

(一) 现存问题

1. 生猪养殖行业中小散户占比高，养殖过程不规范

目前，我国生猪年出栏 500 头以下的养殖户约占 45%，占比依旧较高。散养户养殖规范程度不高，疫情防控管理不到位，更易受到疫情的感染，造成较大损失。自 18 年 8 月非洲猪瘟疫情出现后，散养户退出被加速。非洲猪瘟的传播途径主要通过接触非洲猪瘟病毒感染猪或非洲猪瘟病毒污染物（泔水、饲料、垫草、车辆等）传播，目前没有明确的防疫途径，预计短期内该疫情无法消除。

2. 农业生产成本高企，生产效率有较大提升空间

近些年，我国农业生产成本持续上升，劳动力成本显著增加，农产品价格高企。以玉米为例，2018 年年底，中美玉米价格分别为 1945.57 元/吨、949.28 元/吨，价格相差巨大。发达国家农业机械化、智能化程度远高于我国，在科技水平、生物技术方面的差距使得我国农产品生产效率较低。从玉米单产水平来看，根据美国农业部统计，中美玉米单产分别为 5.97 吨/公顷、10.96 吨/公顷，相差近一倍。我国在优良品种、化学肥料、生物技术等方面依旧需要较大提升。

3. 农产品结构失衡问题，造成部分作物过剩或短缺

在国内种植层面，我国粮食战略首先保证谷物、小麦两大主粮的完全自给，其次稳定玉米生产。自 2007 年我国实施玉米收储制度以来，玉米种植面积增长迅速，库存压力逐步加大。总结来说，我国玉米产量过剩，大豆国内产量急剧减少，粮食种植的品种结构愈发不平衡。

在国际进出口层面，部分农产品极度依赖进口。2018 年我国国内大豆产量为 1570 万吨，进口量为 10150 万吨，总消费量为 10813 万吨，产量/进口量比值约为 0.15；目前，我国大豆极度依赖进口。根据海关总署统计，2017、2018 年我国从美国进口大豆数量分别为 3285.54 万吨、1664.01 万吨，占我国总进口量的 38.1%、18.6%。若美国对外出口大豆紧缩，我国大豆供给或将短缺。

(二) 建议及对策

1. 养殖行业门槛逐步提升，大型养殖集团优势扩大

2016年12月，国务院印发《“十三五”生态环境保护规划》，强调“2017年底前，各地区依法关闭或搬迁禁养区内的畜禽养殖场（小区）和养殖专业户”。我们认为在政策的催化下，小型养殖场面临生存难问题，一部分将被关停，而一部分成为大型养殖场的体外养殖模式（即公司-家庭养殖）。可见，在环保要求提高的背景下，散养户退出将是常态。叠加此次非洲猪瘟疫情的严峻形势，散养户防疫管控薄弱，现金流不充裕，加剧其退出市场。综合来看，养殖行业的门槛在逐步提升，对于大型养殖集团来说是较大利好，依赖自身的高效管理、成本控制、融资多样化等优势，出栏规模扩张将保持快速增长，利好行业层面的集中度提升。

2. 实施农业关键核心技术攻关行动，推动转基因育种产业化

2019年一号文提到“强化创新驱动发展，实施农业关键核心技术攻关行动，培育一批农业战略科技创新力量，推动生物种业、重型农机、智慧农业、绿色投入品等领域自主创新”、“继续组织试试水稻、小麦、玉米、大豆和畜禽良种联合攻关”。2017年，我国转基因植物种植面积为280万公顷，主要种植棉花、木瓜杨树、番茄等，但小麦、玉米、水稻、大豆等主要粮食作物未种植转基因品种。我国转基因相关研究与工作自2007年一号文提出以来，发展相对缓慢；2016年《“十三五”国家科技创新规划》明确提出推进转基因大豆、玉米（饲用）产业化，2017年国际种业巨头被收购，此次文件提到生物种业。从以上一系列政策、措施、并购等行为中，我们看到国家对转基因商业化进程的重视，将促进种业的产业升级，并带来更多的投资机会。

3. 调整优化农业结构，去库存与振兴计划相继实施

2016年初，国家对玉米停止收购，调整为“市场化收购+补贴”，以此打开我国玉米供给侧改革序列。2019年一号文强调“实施大豆振兴计划，多途径扩大种植面积”，在政策层面，我国首次提出实施大豆振兴计划，通过完善补贴等方式扩大种植面积，从而减少国内大豆对进口的依赖。基于上述政策的逐步落地，我国农业结构将逐步得到调整与优化。

四、农林牧渔在资本市场中的发展情况

(一) 农林牧渔市值占比提升，畜禽养殖拉升行业估值

据申万行业分类，截至2020年3月24日，农林牧渔板块含上市公司88家，总市值为11860.07亿元人民币，占全部A股市值的1.97%；其中农产品加工、种植业、饲料、畜禽养殖、动物保健分别包含20家、18家、15家、12家和9家，对应市值1145.32亿元、1297.65亿元、3203.99亿元、5155.06亿元和720.42亿元。从市值占比角度来看，畜禽养殖和饲料板块居前，分别为43.47%、27.01%。

从板块PE来看，截至2020年3月24日，农林牧渔板块PE为26.48倍，而整体A股PE

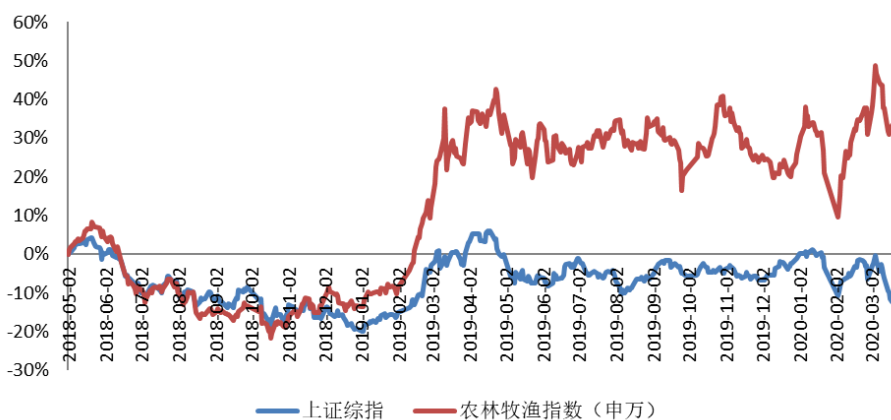
为 16.00 倍。相比于一年前,农林牧渔板块 PE 为 80.87 倍。从农林牧渔板块内子行业 PE 来看,除负值板块以外,畜禽养殖、海洋捕捞行业 PE 较低,分别为 16.76 倍、21.87 倍,而林业 PE 最高,达到 4859.25 倍。

(二) 年初至今板块表现强于沪深 300, 粮食种植板块表现优异

年初至 3 月 24 日,农林牧渔板块整体下跌 1.15%,同期沪深 300 下跌 9.44%、上证综指下跌 1.99%。对比农林牧渔各子行业,粮食种植板块涨幅最大(+28.36%),其他种植业、粮油加工、动物保健次之,分别为+4.46%、+3.82%、+1.81%。

年初至今农林牧渔涨幅强于沪深 300 和上证综指,其中粮食种植、动物保健板块表现突出。主要源于每年年初为一号文发布时间,种植业板块受政策影响较大,叠加贪夜蛾灾害的潜在影响、转基因种子的审批等催化,粮食种植板块表现突出。另外,在动保板块方面,随着生猪补栏积极性的提升,存栏环比开始转正,疫苗销量将受益于下游养殖存栏的提升;我们预计 19Q4 疫苗企业渠道库存有望陆续出清,20Q1 销售同比可现边际好转。疫苗行业具备非洲猪瘟疫苗研发成功与市场化销售的预期。

图 9: 农林牧渔总回报具备相对优势



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表 7: 重点公司相关财务指标 (收盘价为 2020 年 03 月 24 日)

公司名称	代码	收盘价/ 元	EPS		PE		ROE
			2019E	2020E	2019E	2020E	
海大集团	002311.SZ	36.49	1.17	1.53	31.19	23.85	17.01
温氏股份	300498.SZ	31.70	2.48	4.22	12.78	7.51	16.96
牧原股份	002714.SZ	114.77	1.24	3.91	92.56	29.35	8.99
天康生物	002100.SZ	10.61	0.54	0.69	19.65	15.38	8.59
新希望	000876.SZ	27.73	0.82	2.90	33.82	9.56	13.46

天邦股份	002124.SZ	10.45	0.4	1.2	26.13	8.71	0.50
正邦科技	002157.SZ	17.17	0.73	2.09	23.52	8.22	0.72
中粮糖业	600737.SH	7.84	0.36	0.57	21.78	13.75	7.70
粤桂股份	000833.SZ	4.60	0.18	0.45	25.56	10.22	1.88
中牧股份	600195.SH	13.74	0.52	0.58	26.42	23.69	6.68
生物股份	600201.SH	20.62	0.52	0.64	39.65	32.22	5.06
普莱柯	603566.SH	17.64	0.56	0.65	31.50	27.14	5.82
圣农发展	002299.SZ	20.01	1.85	2.37	10.82	8.44	31.97
益生股份	002458.SZ	15.04	1.41	1.67	10.67	9.01	65.66

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

五、投资建议及股票池

2020年初受新冠疫情影响,生猪价格冲高至37.94元/kg,目前处于小幅震荡行情中。基于母猪存栏及价格趋势预测,预计2020H2我国猪价将现本轮周期高点,并开启缓慢下行趋势。整体来看,20-21年我国生猪价格将依旧处于高位,我们估算20年全年猪价均值约为34元/kg。

本轮猪周期叠加非洲猪瘟疫情,导致中小养殖户大量退出,对标俄罗斯历史发展趋势,非洲猪瘟成为规模化快速提升的关键触发因素,我们认为我国生猪养殖行业在本次非瘟爆发后亦将进入规模化、集中度快速提升阶段,大型养殖企业依托资金、防控优势等实现规模的持续扩张,我们可以在周期行业中期待成长性带来的机会。

根据农业部发布,2月份,能繁母猪存栏环比增长1.7%,生猪存栏环比增长2.8%,整体产能呈现触底恢复趋势。我们认为随着存栏数据的边际变化,下游疫苗消费将出现显著边际改善,疫苗行业至暗时刻或将过去,我们预计19Q4疫苗企业渠道库存有望陆续出清,20Q1销售同比可现边际好转。同时,随着生猪养殖行业规模化与集中度快速提升,以大型养殖场为主要客户的疫苗企业将率先受益。叠加非瘟疫苗预期,我们认为可以关注具备生产能力、公司背景优势、行业优势的疫苗企业。

在个股推荐方面,我们建议关注1)天康生物,其一是公司生猪出栏稳健增长,预计2020年生猪出栏150-200万头,利润兑现可期,其二是公司具备疫苗生产能力,且具有国资背景,或可承担未来的非瘟疫苗生产任务。2)中牧股份,公司业绩环比改善,口蹄疫市场苗、禽流感疫苗表现高增长,叠加非瘟疫苗生产与销售预期,公司未来业绩可期。3)海大集团,公司为水产料龙头,销量增速高于行业均值,且19年受益于下游肉禽景气度提升,禽料销量高增长,全年饲料业绩增长可期;另外,公司具备生猪产能,亦受益于猪周期行情。

蛾灾或将造成我国玉米产需缺口扩大,玉米价格存上行趋势,建议关注以玉米、水稻种植为主的北大荒。在蛾灾防控手段方面,转基因玉米为防控长期布局,种子市场将扩容,企业盈利能力将显著提升,建议关注a/转基因玉米种子研发核心企业,b/研发参股企业&种业龙头隆平高科,c/玉米种子龙头登海种业。

在糖周期领域,根据主产国产量判断,2019/20榨季巴西糖产量小幅下降、印度及泰国糖

产量均大幅下行,全球糖产量将进入减产周期,全球产需缺口扩大。从行业历史规律判断,2019年糖价触底,之后将开启上行趋势,或于2021年出现周期高点,我们建议关注中粮糖业。

表 8: 核心组合推荐 (收盘价为 2020 年 03 月 24 日)

公司名称	代码	收盘价	盈利预测 (EPS)			PE			评级
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
天康生物	002100	10.61	0.33	0.54	0.69	32.15	19.65	15.38	推荐
中牧股份	600195	13.74	0.49	0.52	0.58	28.04	26.42	23.69	推荐
海大集团	002311	36.49	0.91	1.17	1.53	40.10	31.19	23.85	推荐
中粮糖业	600737	7.84	0.24	0.36	0.57	32.67	21.78	13.75	推荐

数据来源: Wind, 中国银河证券研究院

六、风险提示

猪价不达预期风险: 若猪价低于预期,养殖企业利润将受到较大影响。

疫病风险: 若企业遭受非洲猪瘟病毒,造成产能受损,将影响出栏量,进而业绩下降;另外,若发生类似于 H7N9“禽流感”的人感染疫病,造成消费恐慌,将对猪价、禽类价格产生较大负面影响,严重损害养殖企业盈利。

原材料价格波动风险: 玉米、小麦、豆粕等原材料价格波动将会对养殖、饲料等企业的盈利能力带来影响。

政策风险: 良种补贴政策、知识产权保护政策、品种政策的变化将对种子企业造成较大影响;疫苗招标政策、品种审核政策的变化等将对疫苗企业造成影响。

自然灾害风险: 极端灾害天气会对农业生产(特别是种植业)造成巨大负面影响,从而导致农产品价格大幅波动。

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，农林牧渔行业证券分析师。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。本报告清晰准确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受到任何形式的补偿。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）向其机构或个人客户（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。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。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

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
北京地区：耿尤繇 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn