

买入

2020年8月13日

## 国内生猪养殖龙头，自繁自养厚积薄发，目标价 150.0 元

- 国内生猪养殖龙头企业，专注主营业务 20 余年：**公司主营业务为生猪的养殖与销售，主要产品为商品猪、仔猪、种猪，是中国最大的自繁自繁、工业化、一体化生产的生猪养殖企业，集饲料加工、生猪育种、种猪扩繁、商品猪饲养、屠宰加工等环节于一体，长期专注于生猪产业链垂直一体化布局。
- 自繁自养模式下的规模化生猪养殖：**公司所选择的自繁自养模式本质上是以初期的重投入为代价消除了来自猪价周期以及自身高速扩张时来自农户端的诸多外部不稳定因素的制约。公司早期因资产重、体量小，因此滚雪球的速度相对较慢，但上市后尤其是 16 年至今生猪养殖行业经历的由环保政策叠加非洲猪瘟所带来的产能去化而发展出的超级猪周期，使得行业供给侧大幅出清，从而腾出了巨大的利润、政策以及对自繁自养模式来说最为重要的融资空间，最终导致公司进入了爆发式增长阶段。
- 独特的轮回二元育种体系将带来长期持续的领先优势：**公司在 19 年年报中首次披露其独特的轮回二元育种体系，为了改善种群扩张繁殖瓶颈，自 02 年起开始逐步进行二元育种，经过长期选育后，公司的二元商品代兼顾肉用及种用，可以直接留种作为种猪使用，由于没有杜洛克基因参与，繁殖效率无任何影响。该体系使得公司能够通过产能的扩张及收缩，并配合销售节奏的把握对猪价的变动快速做出响应，实现利润最大化。
- 目标价 150.0 元，首次覆盖给予买入评级：**我们认为公司主营业务有望长期向好，故预计公司 2020-2022 年的收入分别为 526.6 亿元、1073.0 亿元和 1394.9 亿元，归属于母公司的净利润分别为 315.6 亿元、636.4 亿元和 767.2 亿元。我们采用 PE 倍数估值法进行估值，给予公司未来 12 个月的目标价为 150.0 元，较现价有 61.8% 的上涨空间，给予买入评级。
- 风险因素：**猪价波动，猪瘟疫情防控，饲料原材料价格波动，食品安全风险

黄海慈

+852-2532-1539

[tom.huang@firstshanghai.com.hk](mailto:tom.huang@firstshanghai.com.hk)

杨伊诺

+852-2532-1539

[allen.yang@firstshanghai.com.hk](mailto:allen.yang@firstshanghai.com.hk)

### 主要资料

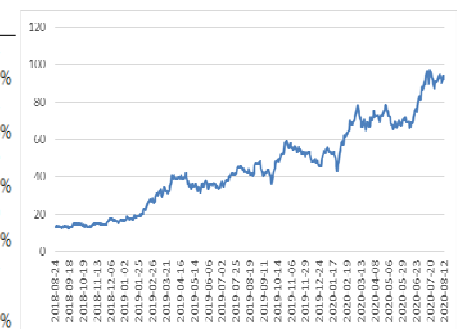
|         |                      |
|---------|----------------------|
| 行业      | 畜牧                   |
| 股价      | 92.70 元              |
| 目标价     | 150.0 元              |
| 股票代码    | 002714.SZ            |
| 已发行股本   | 23.65 亿              |
| 总市值     | 3474.24 亿元           |
| 52 周高/低 | 99.01 元/36.68 元（前复权） |
| 每股净资产   | 8.23 元               |
| 主要股东    | 秦英林（39.76%）          |

### 盈利摘要

| 截止12月31日      | 2018年实际 | 2019年实际 | 2020年预测 | 2021年预测  | 2022年预测  |
|---------------|---------|---------|---------|----------|----------|
| 收入（百万人民币）     | 13388.2 | 20221.3 | 52660.8 | 107301.9 | 139492.4 |
| 变动（%）         | 33.3%   | 51.0%   | 160.4%  | 103.8%   | 30.0%    |
| 毛利润（百万人民币）    | 1314.1  | 7270.2  | 35584.9 | 63625.0  | 76720.8  |
| 变动（%）         | -56.1%  | 453.2%  | 389.5%  | 78.8%    | 20.6%    |
| 归母净利润（百万人民币）  | 520.2   | 6114.4  | 31564.1 | 56217.7  | 67585.9  |
| 变动（%）         | -78.0%  | 1075.4% | 416.2%  | 78.1%    | 20.2%    |
| EPS（元/股）      | 0.2     | 2.8     | 8.4     | 15.0     | 18.0     |
| 变动（%）         | -87.8%  | 1011.7% | 203.7%  | 78.1%    | 20.2%    |
| 市盈率@92.70元（倍） | 371.58  | 33.42   | 11.01   | 6.18     | 5.14     |
| 每股股息（元）       | 0.71    | 0.40    | 2.11    | 3.75     | 4.51     |
| 股息现价比率（%）     | 283.4%  | 14.5%   | 25.0%   | 25.0%    | 25.0%    |

资料来源：公司资料，第一上海预测

### 股价表现（前复权）



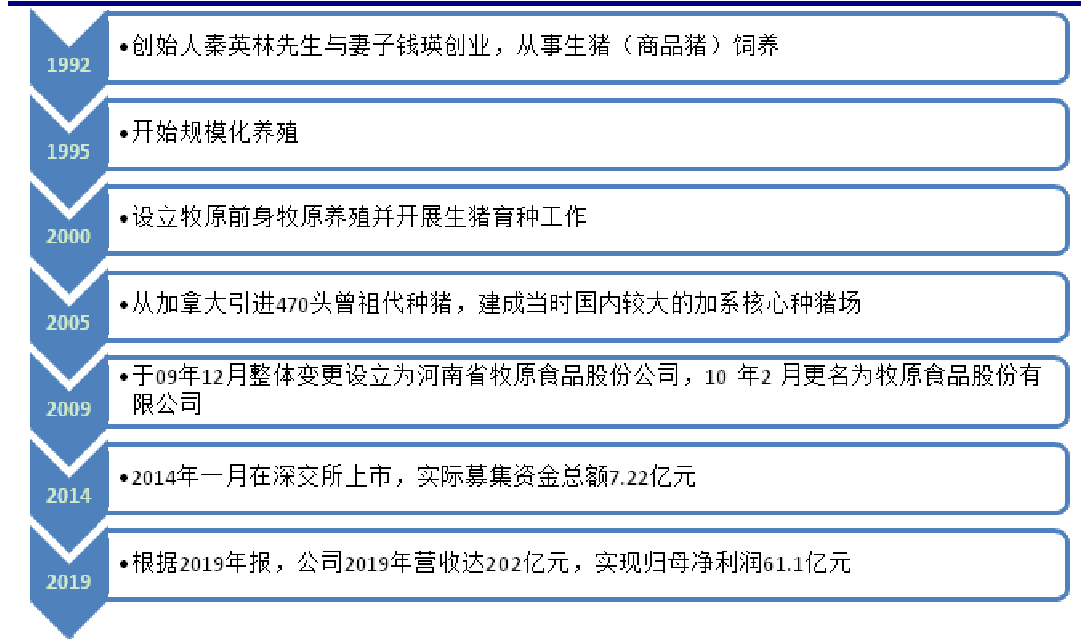
资料来源：彭博

## 国内生猪养殖龙头，自繁自养厚积薄发

国内生猪自繁自养龙头企业，专注生猪养殖 20 余年

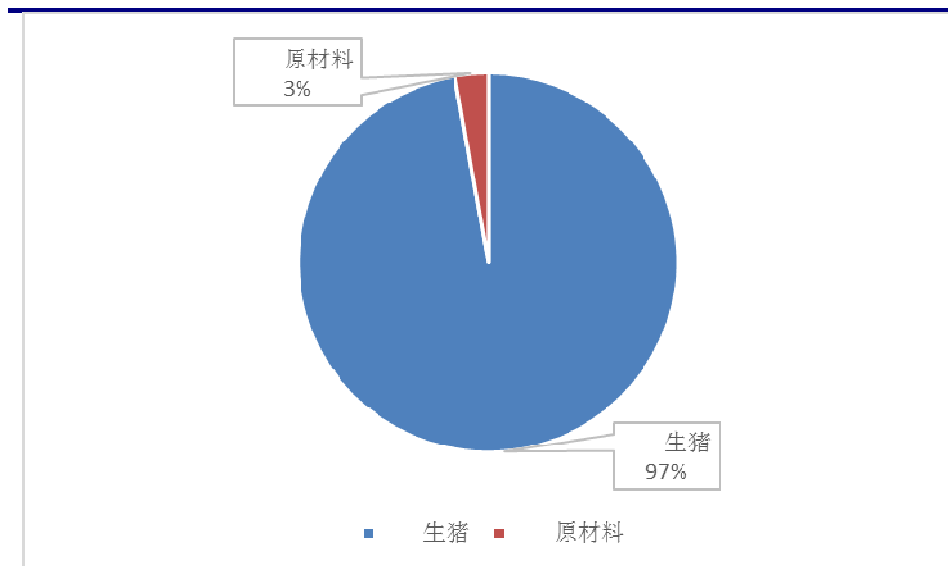
牧原股份前身内乡县牧园养殖有限公司是于 2000 年由秦英林先生和钱运鹏先生共同出资设立，并于 2014 年在深交所上市。公司主营业务为生猪的养殖与销售，主要产品为商品猪、仔猪、种猪，是中国最大的自育自繁、工业化、一体化生产的生猪养殖企业，集饲料加工、生猪育种、种猪扩繁、商品猪饲养、屠宰加工等环节于一体，长期专注于生猪产业链垂直一体化布局。

图表 1：牧原股份公司发展进程



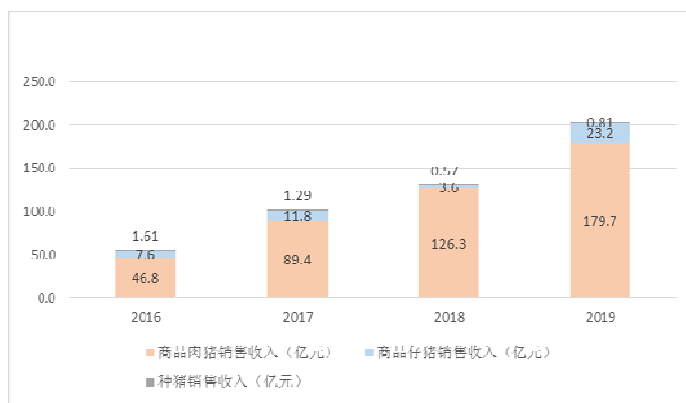
资料来源：公司公告，第一上海

图表 2：牧原股份 2019 年收入结构



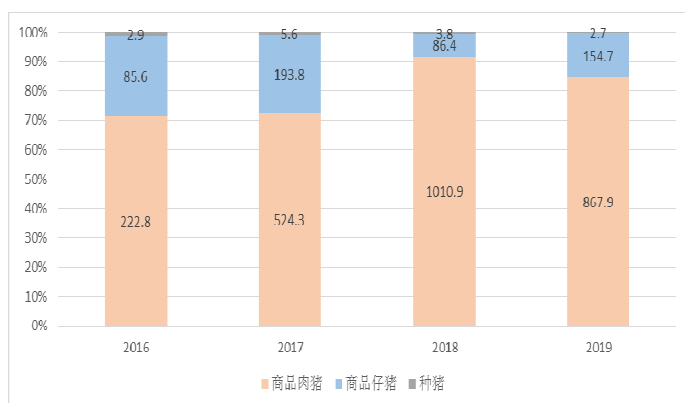
资料来源：公司公告，第一上海

图表 3: 牧原股份历年生猪销售收入结构 (亿元)



资料来源: 公司公告, 第一上海

图表 4: 牧原股份历年生猪出栏结构 (万头)

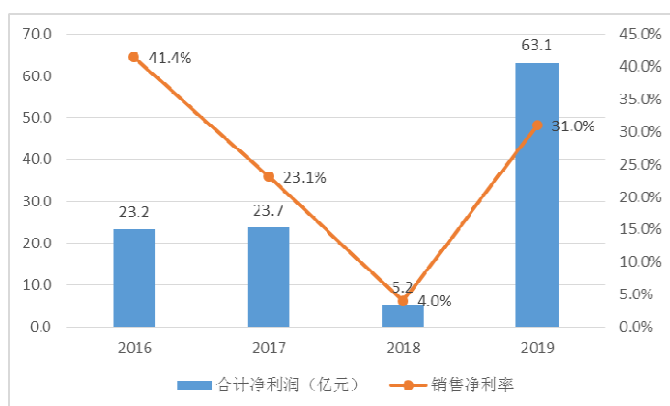


资料来源: 公司公告, 第一上海

公司长期聚焦主营业务, 会根据对应当行情灵活调整销售结构

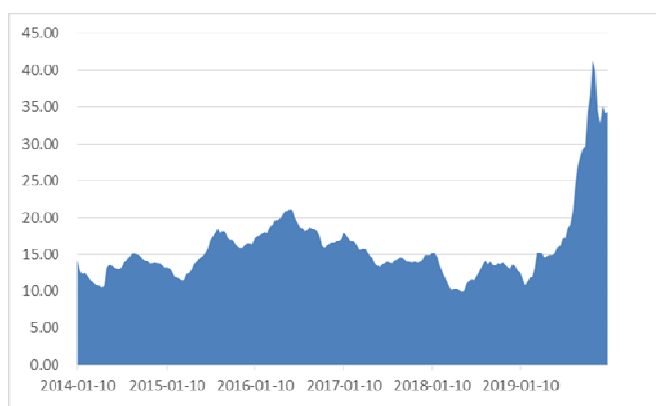
牧原股份二十多年来专注生猪养殖, 从主营业务构成来看, 2019 年公司生猪养殖业务实现营业收入 196 亿元, 占营业收入比例 97%。在所销售的生猪中, 商品猪占比 85%, 仔猪占比 15%, 种猪占比较低。从过往来看, 在猪价行情较好时公司仔猪销售占比会明显提升, 如在 2016 年曾高达 27%。

图表 5: 牧原股份历年净利润与销售净利率 (亿元)



资料来源: 公司公告, 第一上海

图表 6: 14-19 年外三元生猪价格 (元/千克)

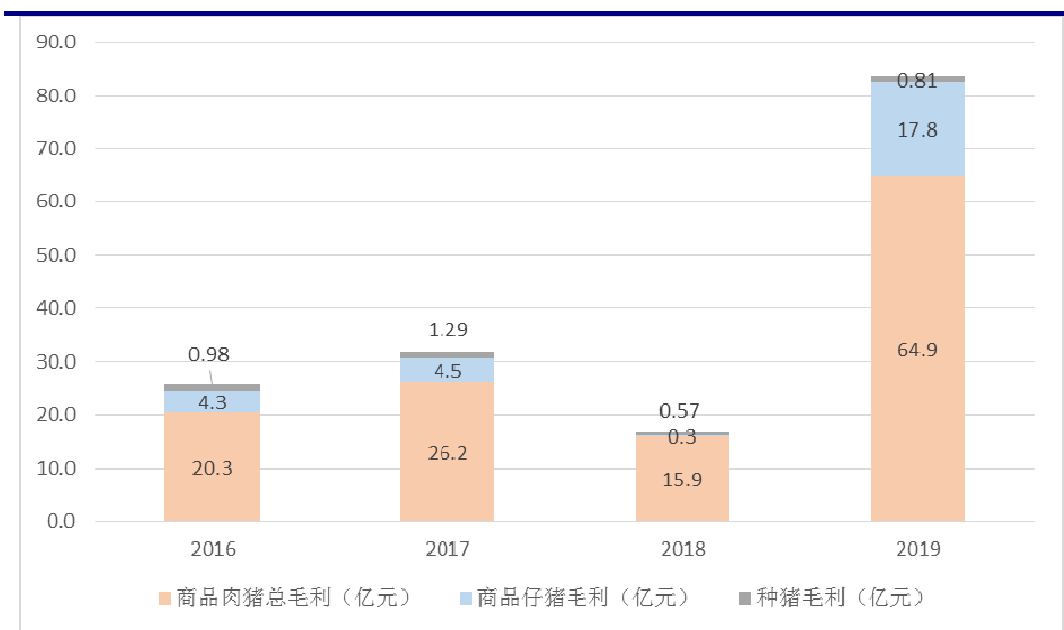


资料来源: 国家统计局, 第一上海

公司近年利润水平与国内生猪价格相关性较大

从利润角度来看, 公司近年来的净利润与销售净利率水平随国内猪价周期而波动。在 2018 年 8 月非洲猪瘟疫情爆发前, 从 2014 年国家针对生猪养殖的环保政策逐步实施, 行业持续去产能导致生猪价格高涨, 并于 2016 年中左右到达高点, 因而刺激农户积极养殖导致产能过剩, 行业于 2017 年进入亏损期, 直至 2018 年触底, 随后由于非瘟疫情的逐步爆发驱使 2019 的猪价高涨使得公司录得历史新高的净利润。而公司毛利润结构则与收入结构相仿, 公司会根据当下猪肉行情做出实时判断, 在猪价相对高位运行的年份会对应的加大仔猪的销售, 此种灵活性也在毛利结构中也有相应体现。

图表 7：牧原股份近年毛利润结构（亿元）



资料来源：公司公告，第一上海

公司股权集中，实控人为秦英林夫妇

股权架构方面，公司股权集中，实控人为秦英林夫妇，合计持股 56.23%。根据 2020 年公司中报，秦英林先生直接持股占比 39.76%，其妻子钱瑛女士直接持股占比 1.23%。秦英林夫妇还通过牧原实业集团有限公司（秦英林 85%，钱瑛 15%）间接持股占比 15.24%，因此两人直接和间接合计持股占公司 56.23%，为牧原股份实际控制人。

图表 8：牧原股份股权架构（截止 2020 年中报）



资料来源：公司公告，第一上海

## 公司业务

### 自繁自养模式下的规模化生猪养殖

模式没有最优的，只有最适合行业发展特定阶段的

在生猪养殖的整个过程中，尤其是其中的育肥环节，具有重资产、所需配套设施多、生产周期长的特点，我国现有的生猪养殖模式主要分为三种：农户散养、公司+农户、公司自繁自养。上市企业里，牧原股份为“自繁自养”模式的代表，而温氏股份、正邦科技、天邦股份等则是以“公司+农户”模式为主。从表面看，“公司+农户”模式与“自育肥”区别仅在于育肥环节是由公司自己（建育肥场）完成还是以订单合同外包，但二者模式选择背后的逻辑、时代背景、地理环境均有不同，因此我们认为模式是没有最优的，只有最适合行业发展特定阶段的。区别于行业内其他大型生猪养殖集团普遍采用的“公司+农户”模式，牧原股份“自育自繁自养一体化”的经营模式，更有利于育种、饲养等各个环节的管控。

图表 9：国内三大生猪养殖模式详解

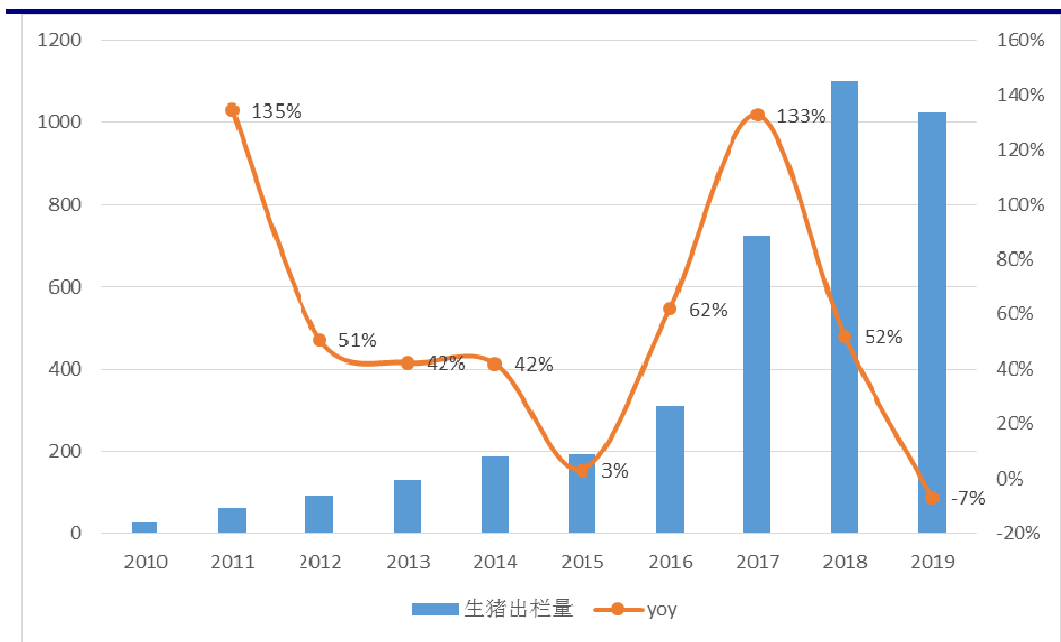
| 农户散养  | 公司+农户  | 公司自繁自养   |
|---|--|--|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>• 投资小，规模小</li> <li>• 饲养水平参差不齐，兽药残留难以控制</li> <li>• 产量不稳定</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 初始投资中等，且投资主体多样化</li> <li>• 产量较稳定</li> <li>• 通常采取协议收购价或委托代养两种方式与农户合作</li> <li>• 通常采取“统一供种、统一供料、统一防疫、统一收购/回收”等集约型管理模式，需要公司对合作农户有较强的管理、约束能力</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 初始投资大，且投资主体单一</li> <li>• 产量稳定</li> <li>• 公司对养殖场具有完全的掌控力，整体体系可测，可控，有效度高</li> <li>• 公司便于采用现代化养殖设备，生产效率高，但因资金需求大，规模扩大较慢</li> </ul> |

资料来源：公司公告，第一上海

“公司+农户”模式前期扩张快，但天花板较低

行业内多数公司选择的“公司+农户”模式前期扩张快，但天花板较低。早期行业极为分散，产业链条上各环节生产效率低下，大集团依靠轻资产撬动农村闲置土地、资金、劳动力等小农经济资源，实现快速扩张，原始资本积累较为迅速，但同时农户端的瓶颈也决定了该模式最终扩张的天花板：1) 由于育肥环节订单式外包，企业对猪价波动响应速度相对较慢；2) 优质农户数量的瓶颈：随着“公司+农户”模式的大集团规模持续扩张，优质农户成为稀缺资源，限制企业进一步扩张的速度，叠加代养费中枢抬升，最终不可避免的导致完全成本提升。

图表 10：牧原股份过往 10 年出栏量及增速（万头）

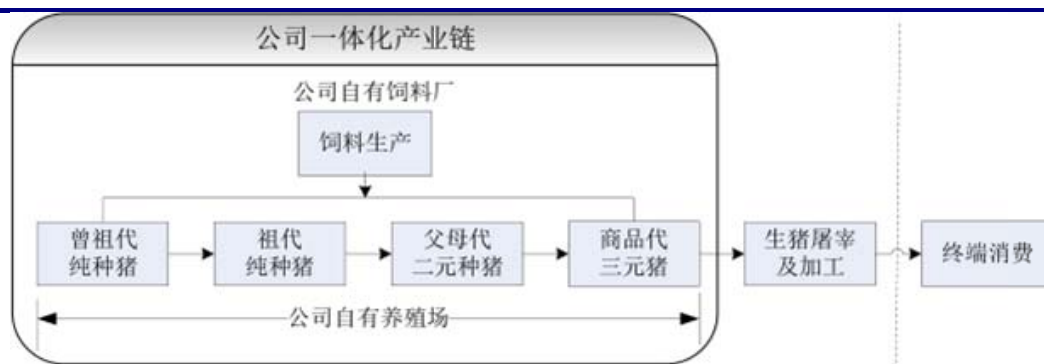


资料来源：公司公告，第一上海

自繁自养模式以初期的重投入为代价，消除了来自猪价周期以及自身高速扩张时来自农户端的诸多外部不稳定因素的制约

牧原所选择的自繁自养模式以早期的重资产投入消除了后期受农户端影响所可能造成的天花板，所谓厚积薄发，本质上是以初期的重投入为代价解放了来自猪价周期以及自身高速扩张时来自农户端诸多外部不稳定因素的制约。公司早期因重资产、体量小，因此滚雪球的速度相对较慢，但上市后尤其是 16 年至今生猪养殖行业经历的由环保政策叠加非洲猪瘟所带来的产能去化而发展出的超级猪周期，使得行业供给侧大幅出清，从而腾出了巨大的利润、政策以及对自繁自养模式来说最为重要的融资空间，最终导致公司进入了爆发式增长阶段。2010-2018 年，公司出栏量从 36 万头扩张至 1101 万头，在重资产模式下仅用 8 年时间就实现出栏量的 30 倍扩张，仅 2019 年受非洲猪瘟影响出栏量小幅下滑至 1025 万头。

图表 11：牧原股份自繁自养模式详解



资料来源：公司公告

从成长视角考量，“自繁自养”模式下公司的

从应对猪价周期的视角考量，牧原的“自繁自养”模式将生猪养殖里生产周期最长的育肥环节内化，从而大幅提高整体系统的决策效率，最终实现对波动频繁周期的

扩张不受合作农户数量  
和质量的约束

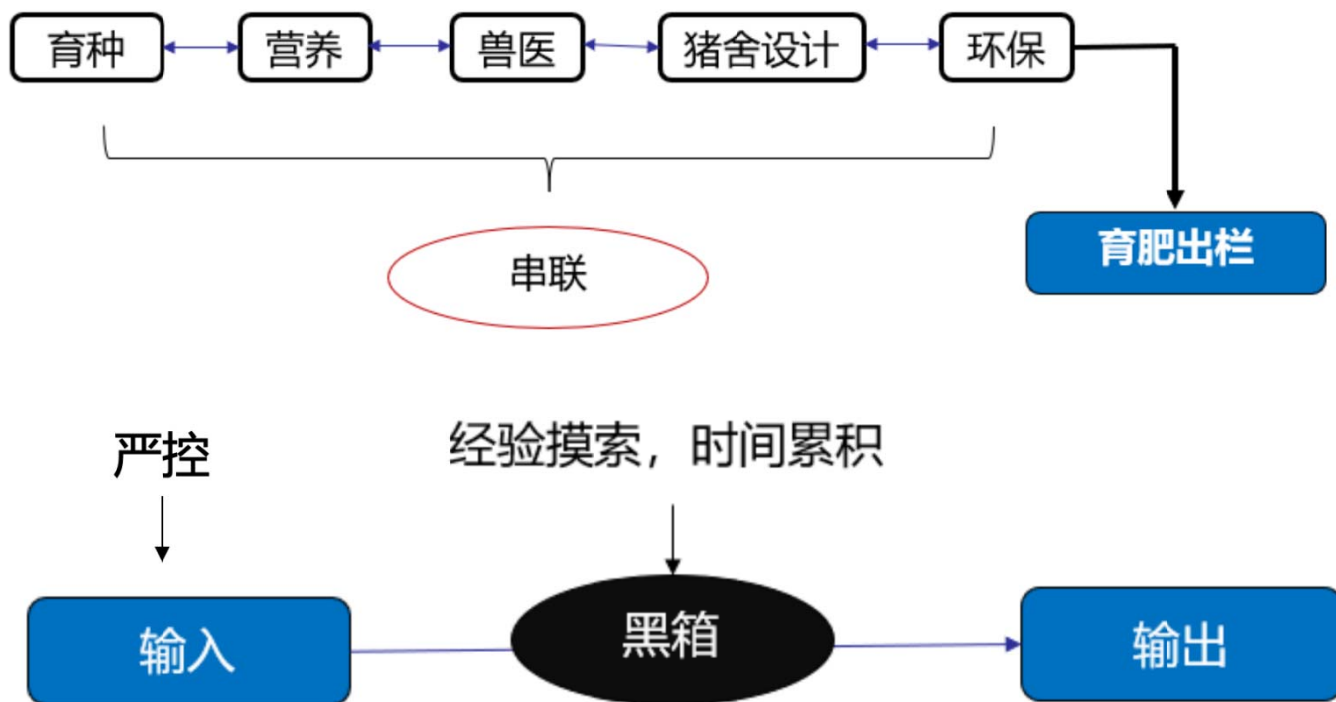
快速响应（如调整当期仔猪出栏量），从而实现利润最大化。从成长视角考量，“自繁自养”模式下公司的扩张不受合作农户数量和质量的约束，且同时随着公司长期在一线积累的育肥、育种等养殖关键环节的经验以及数据反馈，再叠加公司拥有对于自身猪舍等硬件设施持续的开发以及升级迭代的能力，未来公司新建产能将会相对容易的直接复制之前已经完成的单位生产效率优化环节，从而长期推动公司整体效率的持续进步。

### 隐形技术门槛极高的生猪养殖行业

规模化生猪养殖的一大特点就是它遵循木桶理论，无论是育种、营养、兽医、猪舍设计或者是环保哪一款出了问题，成为了短板，都会导致企业无法把既定目标完成

生猪养殖是一个门槛极高的行业，它的目标是用最小的资源消耗来提供最大的价值输出，所涉及到的专业学科非常多：如生物学，营养学，兽医学，建筑学（猪舍设计），以及环保方面的化学生物学等等，能够成功跨学科的企业将有深厚的护城河。其一大特点就是它遵循木桶理论，无论是育种、营养、兽医、猪舍设计或者是环保哪一环节出了问题，成为了短板，都会导致企业无法把既定目标完成。另一大特点是它也具有黑箱理论的特征，因为猪是一种生物，养猪无法像其他自然科学一样通过做实验来快速看到结果，需要在长时间不断输入和输出中摸索出中间一个微妙的平衡，对于能做到这一点的企业来说领先优势也会是独特的，因为竞争对手是很难学会的。

图表 12：生猪养殖行业核心特性一览



资料来源：第一上海

在生猪养殖行业里无法  
出现传统意义上的规模  
经济效应

在传统经济学中通常将规模经济效应定义为单位成本随着生产规模扩大而产生摊薄后降低的现象，这种现象在诸多制造行业中均较常出现，而在生猪养殖行业里却无法出现这种现象。以牧原为例，单头生猪育肥成本=原材料+折旧+职工薪酬+药品疫苗费用+其他费用，其中固定成本占总营业成本的比例仅为 10%，一头猪从仔猪育肥到出栏需要固定的生长空间和时间，单个猪场一个时间段内能容纳的猪有限，若要

提升出栏速度则需要提高单头猪的生长速度，这背后需要育种技术以及生长环境的配合，短期内提升难度较大，故即使随着养殖规模的扩大固定成本也不具有摊薄效应，这点从牧原历年的单位折旧金额变化中也可看出。

而占比达到 90%的变动成本随着规模扩大摊薄效应也极其有限：1) 单头原材料使用量与猪生长过程中的料肉比息息相关，而料肉比与猪的品种及健康程度有关，需要长期选育及良好生长环境配合；2) 药品疫苗费用则与猪的健康程度有关，这需要生长环境及营养相配合，在非瘟下猪的健康程度时时受到冲击，行业内为了提升猪群免疫力，大幅增加药品疫苗使用量的现象十分常见；3) 单位职工薪酬则与员工创造的价值相连，而这背后象征着公司的整体管理能力。除此之外，死亡率是时时笼罩在生猪养殖商头上的阴影，在非瘟下这阴影又被放大数倍，若死亡率控制不住，一切成本已经花出，单头成本将大幅提升，盈不抵亏也将是大概率事件。

图表 13：牧原股份近年育肥成本拆分

|         | 2014  |      | 2015  |      | 2016  |      | 2017  |      | 2018  |      | 2019  |      |
|---------|-------|------|-------|------|-------|------|-------|------|-------|------|-------|------|
|         | 元/公斤  | 占比   | 元/公斤  | 占比   | 元/公斤  | 占比   | 元/公斤  | 占比   | 元/公斤  | 占比   | 元/公斤  | 占比   |
| 原材料     | 8.2   | 64%  | 7.6   | 60%  | 6.18  | 54%  | 5.94  | 52%  | 6.44  | 55%  | 6.74  | 50%  |
| 折旧      | 0.81  | 6%   | 0.98  | 8%   | 0.95  | 8%   | 0.96  | 8%   | 0.91  | 8%   | 1.14  | 8%   |
| 职工薪酬    | 0.53  | 4%   | 0.64  | 5%   | 0.65  | 6%   | 0.69  | 6%   | 0.66  | 6%   | 1.04  | 8%   |
| 药品及疫苗费用 | 1.2   | 9%   | 1.03  | 8%   | 1.1   | 10%  | 1.11  | 10%  | 1.04  | 9%   | 0.81  | 6%   |
| 其他费用    | 1.12  | 9%   | 1.28  | 10%  | 1.42  | 13%  | 1.52  | 13%  | 1.55  | 13%  | 2.37  | 18%  |
| 营业成本    | 11.87 | 93%  | 11.53 | 91%  | 10.1  | 90%  | 10.22 | 90%  | 10.6  | 91%  | 12.1  | 90%  |
| 三项费用    | 0.9   | 7%   | 1.18  | 9%   | 1.07  | 10%  | 1.13  | 10%  | 1.08  | 9%   | 1.40  | 10%  |
| 完全成本    | 12.77 | 100% | 12.71 | 100% | 11.17 | 100% | 11.35 | 100% | 11.68 | 100% | 13.50 | 100% |
| 出栏量     | 186   |      | 192   |      | 311   |      | 724   |      | 1101  |      | 1025  |      |

资料来源：公司公告，第一上海

公司在各个环节上的成本压缩还在持续

综上所述，生猪养殖行业基本不具备一般意义上的规模效应，看似准入门槛较低，但做大规模的隐形技术壁垒极高，需要长时间正确方向的积累（育种），提供良好的生长环境（猪舍设计、营养体系、流程规范操作），倘若其中一环出了问题，都会导致死亡率大幅提升，从而大幅侵蚀企业利润。而每个环节都做到极致的公司，在各个环节上的成本压缩还在持续，牧原因为大量留种导致 19 年出栏量受限，使得头均摊销成本上升，但药品及疫苗费用在非瘟大环境下依然大幅降低，证明好的生长环境带来的生长速度提升、免疫力增强效用十分明显，生长速度提升带来的单头饲料消耗量下降也将是成本下降主力，未来随着出栏量的快速增长，将大幅增厚企业利润。

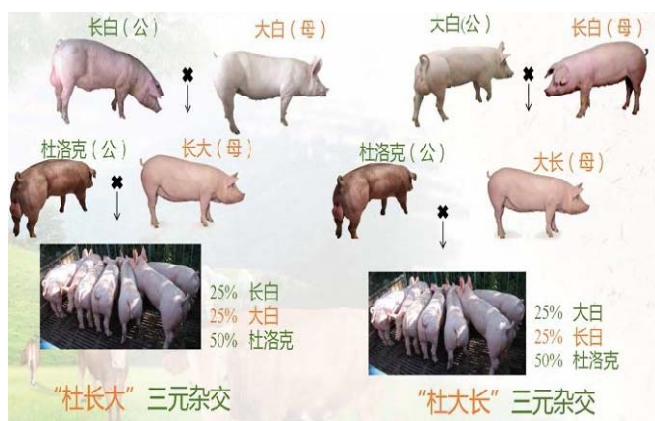
### 独特的轮回二元育种体系：长期且可持续的领先优势

经过长期选育后，公司的二元商品代兼顾肉用及种用，可以直接留种作为种猪使用，由于没有杜洛克基因参与，繁殖效率无任何影响

公司在 19 年年报中首次披露其独特的轮回二元育种体系，即将传统外三元体系中杜洛克替换为祖代的大白或长白，杜洛克有良好的生长速度和瘦肉率，但繁殖能力较差，故和大白/长白杂交后得到的三元商品代一般只做肉用，特殊时期作为种用的繁殖效率较差，在种群遇到特殊情况（疫病等）侵扰时，二元母猪减少，而三元是无法承担起扩繁的任务的。公司为了改善种群扩张繁殖瓶颈，自 02 年起开始逐步开始进行二元育种，经过长期选育后，公司的二元商品代兼顾肉用及种用，可以直接留种作为种猪使用，由于没有杜洛克基因参与，繁殖效率无任何影响。该体系使得公司能够通过产能的扩张及收缩，配合销售节奏的把握，对猪价的变动快速做出响应，实现利润最大化。更重要的是，每当行业出现供给侧大幅产能去化的机遇时，公司能够通过大比例留种扩大产能，最大幅度的享受集中度提升红利，在目前极度缺乏母猪的行业背景下，公司的优势得天独厚。

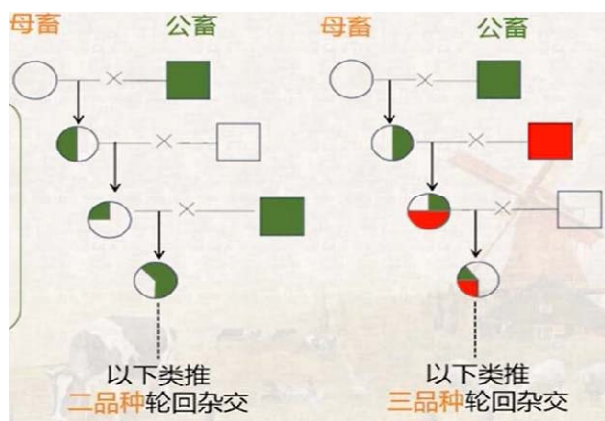


图表 14: 业内最常见的三元杂交生产体系



资料来源：百度图片，第一上海

图表 15: 牧原轮回二元育种体系与三元体系的差别

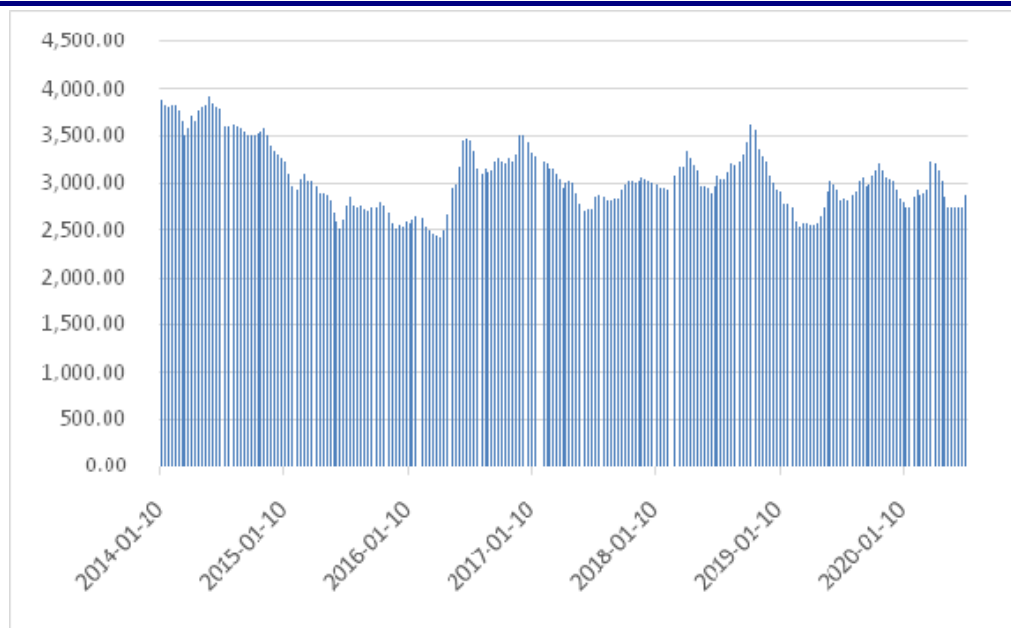


资料来源：百度文库，第一上海

公司的二元育种体系对豆粕的依赖程度更低，帮助公司建立了以“玉米+小麦”为主的饲料体系

除此之外，公司的二元育种体系在某种程度上对豆粕的依赖程度更低，帮助公司建立了以“玉米+小麦”为主的饲料体系，由于我国大豆进口依赖度较高，豆粕价格较贵，“玉米+小麦”为主的营养体系经济价值更高，且经过十多年的选育与饲料结构调整，公司的二元商品猪无论从生长速度上还是瘦肉率上都和传统三元“杜长大”相差不大。公司的育种体系真正做到了一举两得：打破种群扩繁瓶颈、建立长期低饲料成本体系。

图表 16: 中国豆粕价格常年维持高位震荡格局（元/吨）

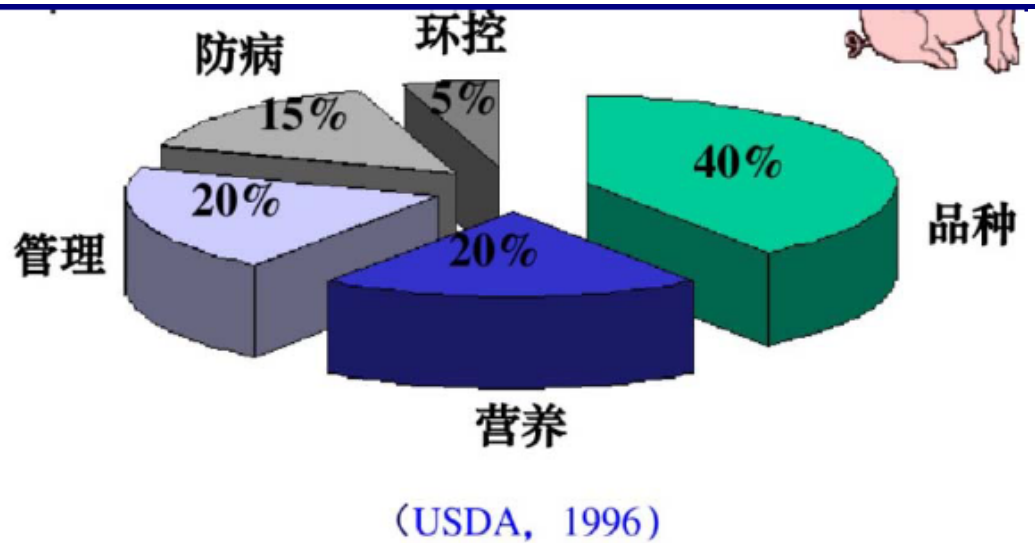


资料来源：国家统计局，第一上海

主要影响生猪养殖的四个因素中育种技术带来的经济贡献最高

在正常生产状况下，影响生猪养殖的四个因素中育种技术带来的经济贡献最高（40%），且育种是唯一可以随时间积累并传递的因素。营养，管理，防病都是针对单批次猪，同时只对一批猪起作用，而育种是唯一可以借助时间累积传递效果的因素，随着代代传递，性状对应基因的不断筛选，种群的性能将越来越高，性状表现越来越整齐。

图表 17: 育种对生猪生产贡献值最高



资料来源: 公开资料 (国外猪育种技术的发展与猪的遗传改良, 王立贤, 农科院畜牧研究所), 第一上海

好的育种技术具有巨大的经济累积效应

更重要的是, 好的育种技术具有巨大的经济累积效应, 同样的遗传进展, 如产仔数的提升、饲料利用率的提高、生长速度的提升或瘦肉率的提高, 可能对于一代后商品猪的头均利润改善不是非常明显, 但随着时间累积, 性状代代改良, 如 10 代后, 给单一商品场带来的经济效应是巨大的。

图表 18: 假设 10 万头商品场, 头均商品猪年改良潜在利润为 8 元

**种猪场进行选择, 商品场的潜在利润**

| 年               | 育种场年初和年末水平<br>(以经济为单位) | 平均水平 | 商品场水平 | 商品场利润           |
|-----------------|------------------------|------|-------|-----------------|
| 0               | 0                      | 0    | 0     | 0               |
| 1               | 0-8                    | 4.0  | 0     | 0               |
| 2               | 8-16                   | 12.0 | 2.0   | 200000          |
| 3               | 16-24                  | 20.0 | 7.0   | 700000          |
| 4               | 24-32                  | 28.0 | 13.5  | 1350000         |
| 5               | 32-40                  | 36.0 | 20.75 | 2075000         |
| 6               | 40-48                  | 44.0 | 28.38 | 2838000         |
| 7               | 48-56                  | 52.0 | 36.19 | 3619000         |
| 8               | 56-64                  | 60.0 | 44.10 | 4410000         |
| 9               | 64-72                  | 68.0 | 52.05 | 5205000         |
| 10              | 72-80                  | 76.0 | 60.02 | 6002000         |
| <b>0-10 年合计</b> |                        |      |       | <b>26399000</b> |

资料来源: 公开资料 (国外猪育种技术的发展与猪的遗传改良, 王立贤, 农科院畜牧研究所), 第一上海

育种水平越高, 企业的自身造血能力也就越强

育种技术可类比为制造业的工业技术水平, 是一家养殖企业核心实力以及竞争优势的重要衡量指标, 育种水平越高, 企业的自身造血能力也就越强。工业技术的进步往往具有颠覆性以及跳跃性, 因此制造企业的技术领先也往往只是一时的, 而由于育种具有连续性和时间刚性 (活人养活物、生物生长特性), 没有任何捷径可走,

所以养殖企业在育种水平上的领先会是更长期且可持续的。目前国际上（例如丹麦）通用的育种方式依然是常规选育，即场内测定、代性状挑选，主要的遗传进展也来自于此，同时育种的过程中也充满了不确定性，单位时间内只能选择有限的性状进行改良，一旦选择后就很难回头，要求企业拥有极强的前瞻性和执行力。

图表 19: 丹麦猪的解剖学变化

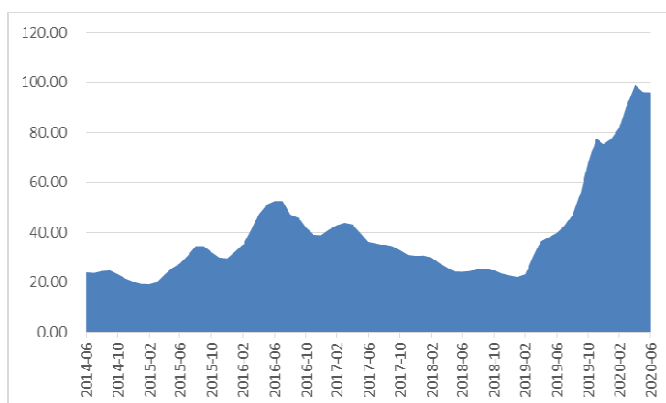
| 年份Year         | 1950 | 2005 | 差异  |
|----------------|------|------|-----|
| 肉重Meat, kg     | 38   | 51   | +13 |
| 脂肪Fat, kg      | 24   | 14   | -10 |
| 骨重Bone, kg     | 16   | 13   | -3  |
| 胴体重Carcase, kg | 78   | 78   |     |

资料来源：公开资料（国外猪育种技术的发展与猪的遗传改良，王立贤，农科院畜牧研究所），第一上海

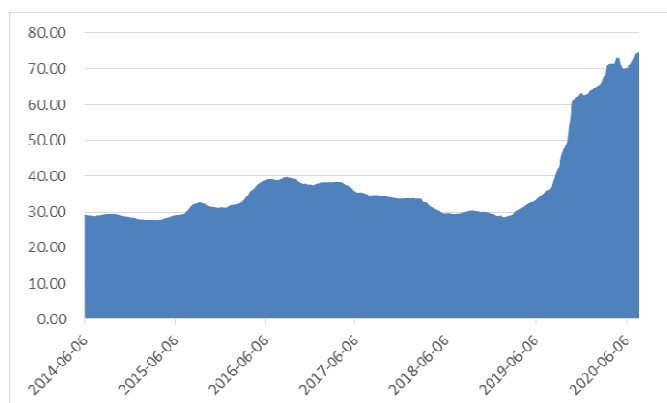
在当前国内非洲猪瘟蔓延的大环境下，核心种群受到严重侵蚀，产业极度缺母猪，公司极强的造血能力将创造巨大的经济价值

在育种水平极为落后的我国，产业的种群扩繁能力主要依靠国外引种，大型企业也是如此，相当于产业的咽喉被欧美发达国家所把控，而牧原在 18 年前（02/03 年开始试验轮回二元体系，直到 19 年年报才正式披露）就开始思考如何建立符合国内成本环境的育种体系，最终成功打破了种群扩繁瓶颈，造血能力得到了质的飞跃，展现了公司极强的远瞻性和大局观，竞争对手们想要追上的难度较高，尤其是在当前国内非洲猪瘟蔓延的大环境下，核心种群受到严重侵蚀，产业极度缺母猪，公司强悍的造血能力将创造巨大的经济价值。

图表 20: 非瘟后国内仔猪价格涨幅较大（元/千克） 图表 21: 国内二元母猪价格创新高（元/千克）



资料来源：农业部，第一上海



资料来源：农业部，第一上海

### 以利他为核心的企业价值观是公司长期繁荣的基石

公司具备极强的执行力与创新能力，而这种力量的形成离不开公司极强的管理能力、开放的体系以及正面的企业文化

无论是育肥过程中各个环节的精细化管理，还是在育种体系选择上的高瞻远瞩，或是育种-育肥过程中的相互呼应和共同进化，牧原都展现出了远远领先于行业的工业化规模养殖水平，这需要公司具备极强的执行力与创新能力，而这种力量的形成离不开公司较高的管理能力、开放的体系以及正面的企业文化。在牧原，由于对一线有激励和放权，生产过程中的小创新很容易被发现，再叠加上公司的执行力度，使得类似的小创新可以迅速在全公司推广开来，每个子公司都可以执行到位。在精细化管理的背景下，任何一个小小的创新，有望带来的是猪生长速度的提升，或是饲料使用量的下降，抑或者是直接减少猪的死亡率，而这些都会进而体现为头均成本的直接下降，伴随着出栏量的放大效应，最终给企业带来巨大的经济效应。

图表 22: 牧原企业文化与价值观详解



资料来源: 公司公告, 第一上海

牧原的企业文化以责任、利他、感恩为核心价值观

牧原的企业文化以责任、利他、感恩为核心价值观，管理上采取军事化的理念，强调执行力与创新能力，主要体现为以下几点：

1. 成功的养猪流程可以标准化，即规则的可复制性很强；
2. 军事化管理强调执行力，包括垂直化分工管理也是为了提升执行的效率；
3. 师徒制，培养徒弟有明确奖励；
4. 提升为干部和储备干部需要重新培训，确保中层认可公司的文化，而公司的文化和业务息息相关。

图表 23：牧原企业内部培养体系

| 专班培训   | 企业文化培训  | 师父传帮带   | 教练辅导  |
|--|---|---|---|
| 开展子公司经理班、生产管理班、兽医班、财务管理班等专班培训，培养专业尖兵、管理英才等知识型人才。 | 依托牧原培训体系，公司每年会组织为期两个月的大型企业文化培训，定期提供文化破冰培训，促进员工形成诚信、担当与创造价值的价值观。 | 为每一位入职的新员工都匹配一名品性纯正、技能精湛、经验丰富的老员工作为师父，为其悉心传授业务知识，助推其快速成才。 | 从新入职的应届高校毕业生中，通过考核评估进一步筛选出具有高潜力的A级人才，由公司高管直接一对一进行教练辅导式培养，并实施关键人才薪酬方案，促进优秀人才快速成长，担当重任，为员工树立标杆榜样。 |

资料来源：公司公告，第一上海

由于生猪养殖属于传统行业，但其工业化门槛之高还尚未完全被市场理解，对于牧原来说，育种-育肥各个环节中的经济效应改善还远未到天花板，公司在本次非瘟中已经展示出来的极强进化能力将有助于其以遥遥领先行业的低成本获取更大的市场份额。

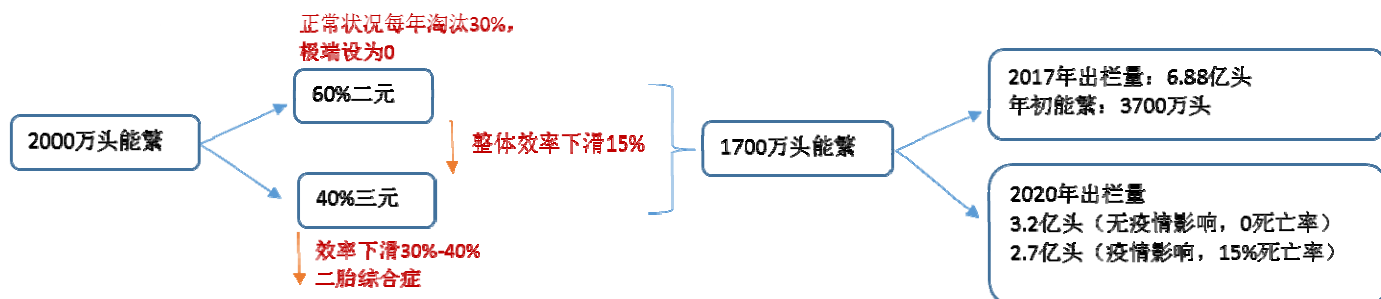
### 非洲猪瘟下的高速扩张

此次非瘟导致中国核心种群受损严重

育肥猪的恢复速度取决于核心种群的生产能力，而此次非瘟导致中国核心种群（曾祖代、祖代、父母代）受损严重，若依然采取进口国外种猪的方式弥补缺口，问题较多：一是国外种猪价格较贵，且引进后在猪瘟环境下由于防疫能力不足所导致的潜在损失可能更大；二是周期太长，从引种到出栏至少需要 3-4 年。所以行业内多数采取用三元商品代留种的方式作为短期弥补能繁缺口的手段，然而三元商品代作为母猪与传统二元母猪相比差异很大：首先是繁殖效率严重下滑，根据第三方机构的追踪数据，三元母猪的 MSY（每年每头母猪出栏肥猪头数）相较二元母猪下滑 30%-40%；其次是三元母猪的分娩率仅有二元的七成左右；最后是三元母猪的二胎综合征较为严重，实际使用中淘汰率较高。

图表 24：2020 年总出栏量预测

若疫情继续冲击到二元母猪，则三元占比将继续提升，效率继续下滑，种群恢复的时间会更漫长



资料来源：第三方调研机构数据（涌益咨询），第一上海

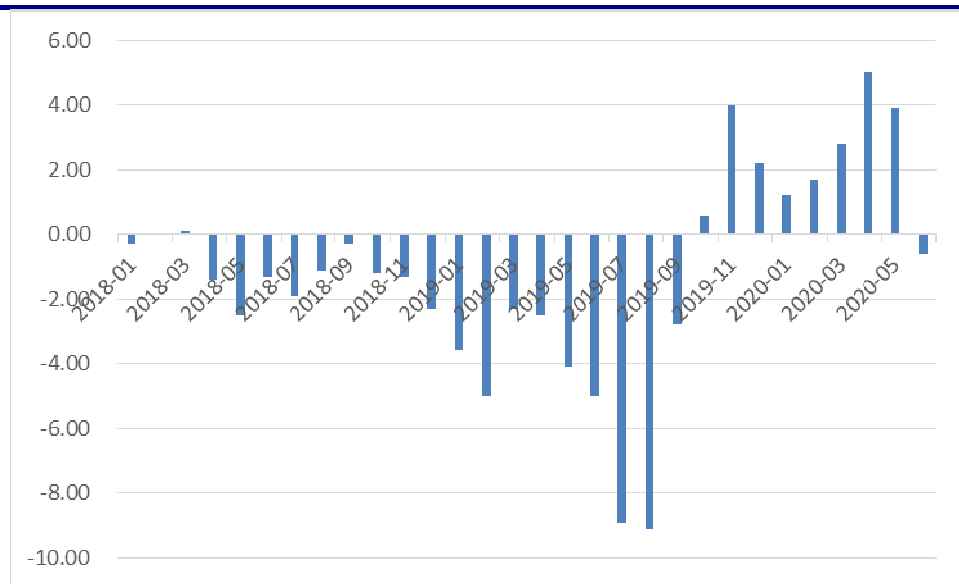
能繁数量的回升并不直接等于种群的恢复，能

根据农业部披露数据，截止 20 年 6 月底，除去 6 月当月因受汛情原因影响小幅回调，能繁母猪数量已经连续 8 个月小幅环比上升，基本是来自大型企业集团的贡

繁组成结构的改变导致的生产效率的大幅下滑将严重影响商品猪出栏量

献，但能繁数量的回升并不直接等于种群的恢复，能繁组成结构的改变导致的生产效率的大幅下滑将严重影响商品猪出栏量，且三元母猪二胎综合症严重导致的高淘高补的特点决定了行业将一直面临母猪更新的恶性循环，传统二元母猪恢复时间漫长、三元母猪性能不佳导致的种群问题将贯穿全年，若疫情继续冲击到二元母猪，则种群恢复的时间将会更漫长，明年的猪价走势也可以想见。

图表 25: 能繁母猪存栏环比有所恢复 (百分比)

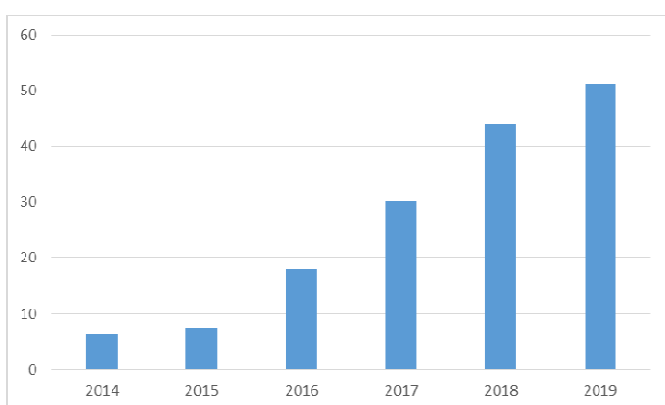


资料来源: 农业部, 第一上海

公司正处于高速扩张期

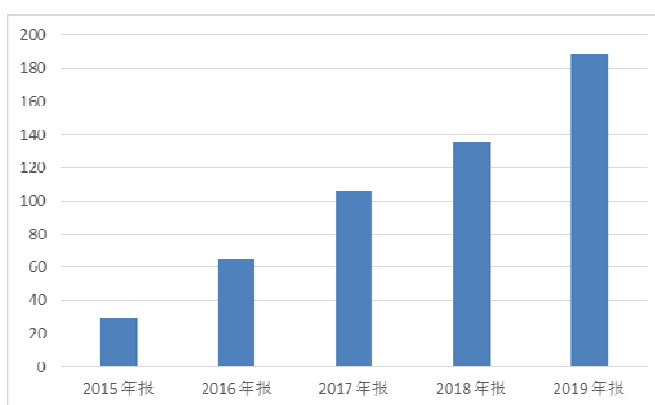
根据公司发布的 2019 年年报披露 2020 年出栏指引为 1750-2000 万头, 同比增长 71-95%; 19 年年末能繁母猪存栏达到 128.32 万头, 后备母猪 72 万头; 生产性生物资产同比大增 162%到 38.35 亿元, 环比三季度增长 35%, 若继续保持该留种速度, 20 年底预计能繁+后备有望超过 400 万头, 为快速扩张造血。19 年底公司产能达到 2700-2800 万头, 考虑到 20 年全年资本开支不低于 200 亿, 预计 20 年底产能将超过 4500 万头。

图表 26: 公司消耗性生物资产持续上涨 (亿元)



资料来源: 公司公告, 第一上海

图表 27: 公司固定资产账面价值持续上涨 (亿元)



资料来源: 公司公告, 第一上海

## 盈利预测

对公司的盈利预测做出三个关键假设

在公司的具体盈利预测方面，我们首先对影响公司盈利能力的三个主要因素做出如下假设：2020年方面，1816万头的总出栏量包括1100万头的商品肥猪，700万头的商品仔猪，以及3万头的种猪；销售均价方面，结合公司八月初公布的20年前七个月销售情况月报计算得出的平均商品猪销售价格为30.97元/千克的事实，以及我们预测20年下半年猪价将会大概率持续维持高位震荡态势，假设公司全年销售均价为30元/千克；成本方面受20年内玉米价格走势强劲的影响，也同样做中性假设为12元/千克。

图表 28: 公司盈利预测之关键假设

|               | 2020预测 | 2021预测 |
|---------------|--------|--------|
| 总出栏头数（万头）     | 1816   | 4116   |
| 商品猪销售均价（元/千克） | 30     | 25     |
| 商品猪生产成本（元/千克） | 12     | 11     |

图表 29: 公司公布 20 年前七月销售均价为 30.97 元/公斤

| 月份        | 生猪销量<br>(万头) |        | 销售收入<br>(亿元) |        | 商品猪价格<br>(元/公斤) |
|-----------|--------------|--------|--------------|--------|-----------------|
|           | 当月           | 累计     | 当月           | 累计     | 当月              |
|           | 2019年7月      | 68.0   | 649.5        | 11.30  | 79.87           |
| 2019年8月   | 71.1         | 720.6  | 13.67        | 93.54  | 20.27           |
| 2019年9月   | 72.5         | 793.1  | 19.22        | 112.76 | 26.17           |
| 2019年10月  | 74.4         | 867.5  | 27.28        | 140.04 | 33.50           |
| 2019年11月  | 75.1         | 942.6  | 28.41        | 168.45 | 30.30           |
| 2019年12月  | 82.7         | 1025.3 | 28.16        | 196.61 | 30.52           |
| 2020年1-2月 | 139.5        | 139.5  | 46.24        | 46.24  | 32.50           |
| 2020年3月   | 116.9        | 256.4  | 33.81        | 80.05  | 31.38           |
| 2020年4月   | 124.7        | 381.1  | 39.90        | 119.95 | 29.10           |
| 2020年5月   | 144.7        | 525.8  | 40.67        | 160.62 | 26.20           |
| 2020年6月   | 152.3        | 678.1  | 46.58        | 207.20 | 31.41           |
| 2020年7月   | 181.6        | 859.7  | 60.03        | 267.23 | 35.23           |

资料来源：第一上海预测

资料来源：公司公告

对于出栏量的预测采用前一年2月底到当年2月底能繁存栏的平均数\*MSY

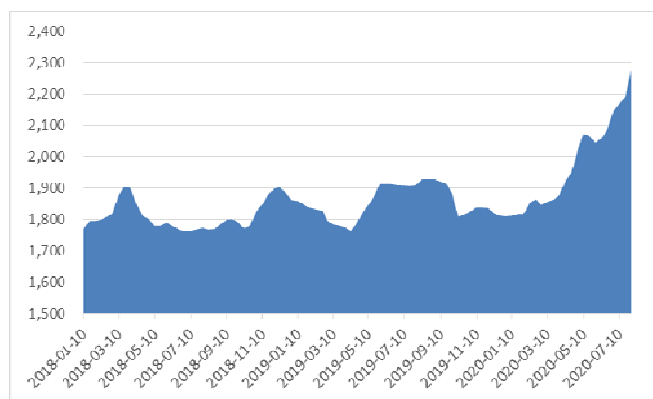
具体出栏量方面，牧原作为一家完全没有外购仔猪的企业，其当年出栏量大致就等于前一年2月底到当年2月底能繁存栏的平均数\*MSY（每年每头母猪出栏肥猪头数）。通过牧原的历史数据检验该公式的有效性：2018年2月底到2019年2月底牧原的能繁平均存栏是65万头左右，MSY按照20-22估算，则19年的理论出栏应处于1300-1430万头的区间，再看到公司18年报时披露的原计划19年出栏量是1300-1500万头，与本公式结果基本吻合，公司19年实际出栏量为1025万头，主要是由于非瘟疫的影响和公司加大了留种力度，导致最终实际出栏量不及年报预告。据此逻辑推算，2019年2月底到2020年2月底牧原的能繁平均存栏是91.5万，MSY同样按照20-22估算，则我们预计2020年的理论出栏是1830-2013万头，考虑到全年留种量和下半年仔猪出售的不确定性，公司19年报将出栏预告为1750-2000万头，与本结果基本吻合。2021年方面，2020年2月底公司能繁存栏是154万头，到20年7月中公司接待机构调研时公布其截止6月底的能繁数量为191万头，即4个月里能繁数量增长了37万头，我们根据此增长速率预测公司21年2月能繁数量应为265万头，则20年2月-21年2月公司平均能繁数量约为209.5万头，继续使用20-22的MSY计算，得出公司2021年出栏量预计为4190-4609万头，保守来看，其中21年公司肉猪出栏3000万头、仔猪出栏1100万头以及种猪销售16万头，即我们预测2021年的总出栏量达到4116万头。

图表 30: 公司 20 年及 21 年主营业务盈利预测

| 牧原股份业绩拆分及盈利预测      |               |               |
|--------------------|---------------|---------------|
|                    | 2020E         | 2021E         |
| <b>商品肉猪</b>        |               |               |
| 销量 (万头)            | 1100.0        | 3000.0        |
| 商品肉猪销售收入 (亿元)      | 412.5         | 937.5         |
| 商品肉猪总毛利 (亿元)       | 247.5         | 525.0         |
| <b>商品仔猪</b>        |               |               |
| 销量 (万头)            | 700.0         | 1100.0        |
| 头均销售收入 (元)         | 1600.0        | 1250.0        |
| 头均营业成本 (元)         | 100.0         | 250.0         |
| 头均毛利 (元)           | 1500.0        | 1000.0        |
| <b>种猪</b>          |               |               |
| 销量 (万头)            | 16.0          | 16.0          |
| 头均销售收入 (元/头)       | 2500.0        | 2500.0        |
| 头均营业成本 (元/头)       | 2000.0        | 2000.0        |
| 头均毛利 (元)           | 3750.0        | 3750.0        |
| 其他业务营业收入 (亿元)      | 0.05          | 0.05          |
| 其他业务毛利 (亿元)        | 0.01          | 0.01          |
| <b>合计营业收入 (亿元)</b> | <b>530.6</b>  | <b>1081.1</b> |
| <b>%</b>           | <b>160.4%</b> | <b>103.8%</b> |
| <b>合计毛利(亿元)</b>    | <b>358.5</b>  | <b>641.0</b>  |
| -                  | 172.0         | 440.0         |
| <b>%</b>           | <b>32.4%</b>  | <b>40.7%</b>  |
| <b>销售毛利率</b>       | <b>67.6%</b>  | <b>59.3%</b>  |
| <b>三项费用率</b>       | <b>8.0%</b>   | <b>7.5%</b>   |
| <b>销售净利率</b>       | <b>59.6%</b>  | <b>51.8%</b>  |
| <b>合计净利润 (亿元)</b>  | <b>316.1</b>  | <b>559.9</b>  |
| yoy                | 401%          | 77%           |

资料来源：第一上海预测

图表 31: 2020 年内玉米价格涨幅较大 (元/吨)



资料来源：国家统计局，第一上海

根据上述假设可得，公司 20-21 年营业收入预测为 526.6/1073.0 亿元，同比增加 160.4%/103.8%；同期归母净利润为 316.1/559.9 亿元，同比增加 416.2%/78.1%，净利润率分别为 59.9%/52.4%。

## 目标价 150.0 元，首次评级为买入

给予公司 2021 年 10 倍 PE

公司作为采用“自繁自养一体化”经营模式的生猪养殖行业龙头，在成本管理和育种技术上拥有极强的核心竞争力。目前来看公司成功完成其 20 年出栏目标的确定性极高，且在 21 年公司仍将具备极高的成长性以及强劲的出栏量增长势头，考虑到在我们目前的盈利预测下公司 20 年的 PE 在 11 倍左右，因此我们保守预测给予公司 2021 年 10 倍 PE，目标价为 150.0 元，较 2020 年 8 月 12 日收盘价尚有 61.8% 上涨空间，首次评级为买入。



## 风险因素

- 猪价波动风险** 因公司主要产品为商品肉猪，受行业周期性供需变化的影响将面临生猪价格波动的风险。若未来市场供需情况发生重大波动导致供大于求的供需失衡，则公司产品的销售价格将面临较大的下行风险，其经营业绩可能下滑甚至出现亏损。
- 疫情风险** 诸如此次非洲猪瘟般的重大畜禽疫病是各养殖行业发展过程中面临的主要风险之一，大型疫病的发生将导致生产成本的上升，进而影响市场供应，最终将对市场供给和价格造成不确定影响，如果重大畜禽疫病爆发程度及蔓延速度高于预期，公司将可能面临市场需求、盈利大幅下降，导致公司可能出现亏损的风险。
- 食品安全风险** 若公司对产品质量控制不到位所引发食品安全问题，将直接影响到其品牌、生产经营和盈利能力。此外，若行业中其他企业的产品发生类似问题，也将损害行业整体形象和口碑，从而对公司产生不可控的负面影响。
- 原材料价格波动风险** 若小麦、玉米、次粉等粮食原来及豆粕类原料价格出现较大波动，而公司不能及时通过调整其饲料配方或及时向下游转移成本等方式应对，则公司营业成本、净利润将不可避免的受到负面影响。

## 主要财务报表

| 损益表                       |             |             |             |             |             | 财务分析                      |             |             |             |             |             |
|---------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|---------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <人民币><百万>, 财务年度截至<12月31日> |             |             |             |             |             | <人民币><百万>, 财务年度截至<12月31日> |             |             |             |             |             |
|                           | 2018年<br>实际 | 2019年<br>实际 | 2020年<br>预测 | 2021年<br>预测 | 2022年<br>预测 |                           | 2018年<br>实际 | 2019年<br>实际 | 2020年<br>预测 | 2021年<br>预测 | 2022年<br>预测 |
| <b>收入</b>                 | 13,388.2    | 20,221.3    | 52,660.8    | 107,301.9   | 139,492.4   | <b>盈利能力</b>               |             |             |             |             |             |
| 销售成本                      | (12,074.0)  | (12,951.1)  | (17,076.0)  | (43,676.9)  | (62,771.6)  | 毛利率 (%)                   | 9.8%        | 36.0%       | 67.6%       | 59.3%       | 55.0%       |
| <b>毛利</b>                 | 1,314.1     | 7,270.2     | 35,584.9    | 63,625.0    | 76,720.8    | EBITDA 利率 (%)             | 15.1%       | 40.1%       | 67.0%       | 57.8%       | 53.7%       |
| 行政及分销开支                   | (554.5)     | (802.1)     | (2,343.4)   | (4,774.9)   | (6,207.4)   | 净利率 (%)                   | 3.9%        | 30.2%       | 59.9%       | 52.4%       | 48.5%       |
| 其他营运收入/(成本)               | 2.1         | 4.5         | 10.0        | 10.0        | 10.0        | <b>营运表现</b>               |             |             |             |             |             |
| <b>EBITDA</b>             | 2,019.6     | 8,118.8     | 35,276.2    | 61,993.1    | 74,908.8    | SG&A/收入 (%)               | 4.1%        | 4.0%        | 4.5%        | 4.5%        | 4.5%        |
| 折旧                        | (1,271.6)   | (1,667.0)   | (2,102.9)   | (3,293.2)   | (4,593.8)   | 实际税率 (%)                  | 0.0%        | 0.0%        | 0.0%        | 0.0%        | 0.0%        |
| 摊销                        | (10.2)      | (11.1)      | (10.8)      | (10.8)      | (10.8)      | 固定资产周转率                   | 0.4         | 0.4         | 0.4         | 0.4         | 0.4         |
| 财务收入                      | 542.2       | 560.0       | 505.3       | 525.9       | 443.2       | 库存周转率                     | 2.4         | 2.3         | 2.3         | 2.3         | 2.3         |
| 财务开支                      | (17.0)      | (42.0)      | (47.1)      | (92.6)      | (177.0)     | 应付账款周转率                   | 3.9         | 2.4         | 2.4         | 2.4         | 2.4         |
| <b>税前盈利</b>               | 526.1       | 6,319.4     | 32,713.9    | 58,265.5    | 70,047.7    | 应收账款周转率                   | 1347.1      | 854.1       | 1825.0      | 1825.0      | 1825.0      |
| 所得税                       | 2.0         | 17.1        | 0.0         | 0.0         | 0.0         | <b>财务状况</b>               |             |             |             |             |             |
| 少数股东应占利润                  | (7.9)       | (222.1)     | (1,149.7)   | (2,047.7)   | (2,461.8)   | 权益负债率                     | 54.1%       | 40.0%       | 30.9%       | 27.2%       | 24.7%       |
| <b>归母净利润</b>              | 520.2       | 6,114.4     | 31,564.1    | 56,217.7    | 67,585.9    | 收入/总资产                    | 0.4         | 0.4         | 0.6         | 0.8         | 0.7         |
| <b>增长</b>                 |             |             |             |             |             | ROA                       | 1.7%        | 11.6%       | 38.8%       | 40.9%       | 33.4%       |
| 总收入 (%)                   | 33.3%       | 51.0%       | 160.4%      | 103.8%      | 30.0%       | ROE                       | 4.2%        | 26.5%       | 67.5%       | 63.2%       | 48.4%       |
| EBITDA (%)                | -40.1%      | 302.0%      | 334.5%      | 75.7%       | 20.8%       |                           |             |             |             |             |             |
| 净利润 (%)                   | -78.0%      | 1075.4%     | 416.2%      | 78.1%       | 20.2%       |                           |             |             |             |             |             |
| <b>资产负债表</b>              |             |             |             |             |             | <b>现金流量表</b>              |             |             |             |             |             |
| <人民币><百万>, 财务年度截至<12月31日> |             |             |             |             |             | <人民币><百万>, 财务年度截至<12月31日> |             |             |             |             |             |
|                           | 2018年<br>实际 | 2019年<br>实际 | 2020年<br>预测 | 2021年<br>预测 | 2022年<br>预测 |                           | 2018年<br>实际 | 2019年<br>实际 | 2020年<br>预测 | 2021年<br>预测 | 2022年<br>预测 |
| 现金                        | 2,778.3     | 10,933.2    | 20,469.8    | 41,292.6    | 76,686.0    | <b>税前盈利</b>               | 526.1       | 6,319.4     | 32,713.9    | 58,265.5    | 70,047.7    |
| 应收账款                      | 9.9         | 23.7        | 28.9        | 58.8        | 76.4        | 折旧及摊销                     | 1,281.8     | 1,678.1     | 2,113.7     | 3,304.0     | 4,604.6     |
| 存货                        | 5,812.7     | 7,166.2     | 7,719.3     | 19,744.3    | 28,376.2    | 营运资金变化                    | 411.9       | 1,133.6     | (1,622.3)   | 4,179.5     | 3,144.3     |
| 其他流动资产                    | 1,179.7     | 1,469.3     | 1,053.2     | 2,146.0     | 2,789.8     | 其他                        | 2.6         | 17.1        | (287.1)     | (511.6)     | (615.2)     |
| <b>总流动资产</b>              | 9,780.7     | 19,592.3    | 29,271.1    | 63,241.8    | 107,928.5   | <b>营运现金流</b>              | 2,222.4     | 9,148.2     | 32,918.2    | 65,237.4    | 77,181.4    |
| 固定资产                      | 13,544.6    | 18,864.2    | 32,688.1    | 49,176.1    | 63,817.4    | 资本开支                      | (5,047.3)   | (13,120.6)  | (20,993.0)  | (25,191.6)  | (25,191.6)  |
| 无形资产                      | 350.5       | 431.8       | 421.0       | 410.2       | 399.4       | 其他投资活动                    | (19.1)      | (19.8)      | 0.0         | 0.0         | 0.0         |
| 其他                        | 2,352.2     | 5,246.0     | 5,246.0     | 5,246.0     | 5,246.0     | <b>投资活动现金流</b>            | (5,066.4)   | (13,140.4)  | (20,993.0)  | (25,191.6)  | (25,191.6)  |
| <b>总资产</b>                | 29,841.9    | 52,886.6    | 81,444.2    | 137,301.8   | 202,575.2   | 负债变化                      | 1,491.1     | (1,399.9)   | 5,002.3     | (5,568.6)   | 0.0         |
| 短期负债                      | 6,656.3     | 5,566.3     | 10,568.6    | 5,000.0     | 5,000.0     | 股本变化                      | 1,410.5     | 14,031.4    | 0.0         | 0.0         | 0.0         |
| 应付账款、应付票据                 | 3,461.6     | 8,457.4     | 5,146.2     | 13,162.9    | 18,917.5    | 股息                        | (1,474.2)   | (883.8)     | (7,891.0)   | (14,054.4)  | (16,896.5)  |
| 其他                        | 3,469.7     | 4,145.4     | 5,976.6     | 15,286.9    | 21,970.1    | 其他融资活动                    | (2.2)       | 399.5       | 500.0       | 400.0       | 300.0       |
| <b>总短期负债</b>              | 13,587.7    | 18,169.1    | 21,691.4    | 33,449.8    | 45,887.5    | <b>融资活动现金流</b>            | 1,425.2     | 12,147.2    | (2,388.7)   | (19,223.0)  | (16,596.5)  |
| 长期银行贷款                    | 1,069.5     | 1,116.7     | 1,116.7     | 1,116.7     | 1,116.7     | <b>现金变化</b>               | (1,418.8)   | 8,154.9     | 9,536.6     | 20,822.9    | 35,393.4    |
| 其他负债                      | 86.7        | 99.3        | 99.3        | 99.3        | 99.3        | 期初持有现金                    | 4,197.1     | 2,778.3     | 10,933.2    | 20,469.8    | 41,292.6    |
| <b>总负债</b>                | 16,134.2    | 21,175.0    | 25,197.3    | 37,355.7    | 50,093.4    | 期末持有现金                    | 2778.3      | 10933.2     | 20469.8     | 41292.6     | 76686.0     |
| <b>股东权益</b>               | 29,841.9    | 52,886.6    | 81,444.2    | 137,301.8   | 202,575.2   |                           |             |             |             |             |             |

资料来源: 公司资料, 第一上海预测

## 第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准,不得复印、节录,也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、资料、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得,但第一上海不能保证其准确、正确或完整,而第一上海或其关连人仕不会对因使用/参考本报告的任何内容或资料而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改,第一上海不作另行通知。第一上海或其关连人仕可能会持有本报告内所提及到的证券或投资项目,或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外,第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」,「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下,任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务,包括(但不限于)在此档内陈述的内容,皆没有意图提供给美国人。此文件及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。