

农林牧渔

报告日期：2023年04月24日

生猪产能趋势性去化，白羽鸡苗供应拐点将至

——行业周报

投资要点

□ 摘要

我们认为短期供应减量叠加二次育肥是猪价小幅反弹的主要原因，但供应过剩仍是主旋律，板块持续亏损背景下，产能趋势性去化。白羽鸡苗供应拐点将至，鸡苗价格有望景气归来。

□ 本周核心观点

【生猪养殖】产能趋势性去化，珍惜回调布局良机

据博亚和讯统计，本周全国生猪均价 14.10 元/kg，环比下跌 1.91%，同比上涨 2.83%；自繁自养亏损 376.40 元/头，环比亏损加重 8.45%，同比减亏 0.20%；外购养殖出栏亏损 442.95 元/头，环比亏损减轻 3.40%，同比加重 181.05%；本周仔猪均价 34.56 元/kg，环比下跌 3.69%，同比上涨 31.03%；二元母猪价格 32.18 元/kg，环比下跌 0.45%，同比下跌 2.62%。

短期供应减量叠加二次育肥助力猪价小幅反弹，但供应过剩仍是主旋律。本周周中猪价跌破 14 元/公斤之后有所反弹，我们判断主要系：（1）持续亏损下养殖户抗价惜售情绪增强；（2）低猪价下二次育肥和屠企分割入库增加；（3）北方迎来农忙时节，短期规模场存在出栏缩量的情况。考虑到五一假期临近，屠企备货需求提升，预计未来一周猪价将延续震荡偏强走势。但短期规模场出栏缩量 and 二次育肥只是将多余的供给后移，并未改变二季度供强需弱的局面，我们判断近期猪价的反弹不可持续，未来后移的供应释放，猪价或将再度回落。

板块持续亏损，产能趋势性去化。据国家统计局数据，截至 3 月末，全国能繁母猪存栏 4305 万头，相较于 2022 年末比下降 1.94%；据涌益咨询数据，截至 3 月末，样本企业能繁母猪存栏环比下降 1.95%。从 2022 年 12 月至今，行业已经连续亏损 4 个月，考虑到二季度猪价持续低迷且养殖成本改善仍需时间，养殖亏损幅度或难以明显收窄，行业现金流或进一步收紧，同时仔猪价格自 3 月底连续下滑，外销仔猪的利润下降，有望增加主动去产能的可能性。

投资建议：持续的产能出清有望打开未来的猪价中枢，近期板块回调之后估值再度回到历史底部，建议积极参与。弹性推荐出栏增速较快的【新五丰】【天康生物】；稳健推荐养殖成本领先的龙头【牧原股份】；出栏重回增长、成本边际改善的【温氏股份】。重点关注兼具出栏弹性和成本优势的【巨星农牧】。

【白羽肉鸡】供应拐点将至，鸡苗价格有望景气归来

据博亚和讯统计，本周主产区毛鸡均价 10.40 元/公斤，环比下降 2.07%，同比上涨 12.55%；鸡肉产品综合售价 11.95 元/公斤，环比下降 0.42%；鸡苗价格 5.10 元/羽，环比下降 15.70%。

短期鸡苗价格大幅回落归因几何？

（1）**短期商品代鸡苗的出苗量明显增加。**一方面前期强制换羽的父母代种鸡逐渐进入产蛋高峰期，且受高苗价刺激，行业延迟淘汰高龄种鸡增加了鸡苗产出量；另一方面在产父母代种鸡存栏一直处于上升趋势，据畜牧业协会禽业分会数据，截至 2023 年 4 月 16 日，在产父母代种鸡存栏自 23 年年初以来连续增加至 2264.09 万套，较 23 年 1 月份初上涨 13.56%。

（2）**毛鸡价格回落压制补栏积极性。**下游需求孱弱，鸡肉冻品价格高位回落，屠宰企业持续亏损，采购毛鸡的积极性减弱，毛鸡价格连续小幅回落，毛鸡养殖利润收窄，行业补栏鸡苗的积极性降低，养户对高价鸡苗的抵触情绪增加。

供应拐点将至，鸡苗价格有望景气归来

根据畜牧业协会禽业分会数据，在产祖代种鸡存栏高点在 22 年 10 月，之后延续去化，理论推断在产父母代存栏高点在 23 年 5 月，之后将开始减少，而在产父

行业评级：看好(维持)

分析师：孟维肖

执业证书号：S1230521120002

mengweixiao@stocke.com.cn

相关报告

- 1 《产能趋势性去化，把握布局良机》 2023.04.22
- 2 《亏损有望加速去化，非瘟疫苗稳步推进》 2023.04.17
- 3 《Q2 猪价延续低迷，产能去化有望加速》 2023.04.09

母代种鸡基本决定当期的商品代鸡苗供应，因此我们判断 23 年 5 月前后商品代鸡苗供应量将转入下降通道。

当前的主要矛盾在哪？矛盾如何打破？

我们认为当前产业链的矛盾在于下游屠宰端还未实现利润，充沛的屠宰产能抢夺短缺的毛鸡资源，产业链亏损向屠宰端集中，而高苗价抑制补栏则加剧该矛盾，从而压制苗价继续上涨。未来我们认为在产父母代存栏拐点向下将加剧鸡苗供应紧缺，下游冻品价格有望随工厂、学校、团膳等消费场景的强势复苏继续回升，饲料价格下降也能提振补栏信心，商品代鸡苗价格有望在二季度维持景气。

投资建议：我们认为当前板块仍处于左侧，商品代鸡苗价格的再次上涨就是板块的最强催化剂。重点关注上游主营鸡苗业务的【民和股份】【益生股份】，鸡苗价格持续攀升，公司有望充分释放业绩弹性；其二关注产业链一体化龙头【圣农发展】和下游优质标的【仙坛股份】，消费端的恢复最先传导至鸡肉及食品加工企业，公司业绩改善将率先兑现。

【动保】生物股份一季度业绩逆势增长，持续推荐

生物股份发布 2023 年一季报：2023 年一季度实现营业收入 3.64 亿元，同比增加 6.5%；实现归母净利润 1.07 亿元，同比增加 31.8%；实现毛利率 59.7%，同比增加 4.5pct。

非口苗发力，公司业绩逆势大幅增长。一季度下游养殖业持续亏损，养殖户免疫积极性受挫，动保板块整体面临较大经营压力。公司积极推动渠道优化，建立大客户营销方案，实行非口蹄疫疫苗战略。一季度猪用疫苗中非口蹄疫疫苗占比快速提升，其中猪瘟+伪狂犬一针三防免疫组合、蓝耳疫苗等产品受到客户信任，实现了快速推广；反刍疫苗中，布病疫苗、牛二联疫苗两款大单品突破性增长拉动整体板块；同时公司拥有诸多小型单品，可满足市场的广阔的长尾需求，挖掘小众市场红利。凭借非口苗的强势表现，公司一季度利润实现同比大幅增长。

投资建议：我们继续重点推荐生物股份，核心逻辑在于：1) 大单品口蹄疫疫苗价格战缓和，口蹄疫疫苗有望量利齐升；2) 非口蹄疫疫苗发力已现成效，业绩增速有望继续超预期；3) 年初公司大股东全额认购定增，并发布员工持股计划，彰显发展信心；详见 2023 年 1 月 4 日发布的深度报告《生物股份深度：困境已过，再次腾飞》。

- **风险提示：** 畜禽产品价格不及预期、疫病大规模爆发、原材料价格大幅波动、第三方数据可信性风险。

正文目录

1 行情回顾	6
1.1 行业表现	6
1.2 估值表现	6
1.3 个股表现	7
2. 行业动态跟踪	8
3. 新闻动态	14
3.1 企业动态	14
4. 风险提示	15

图表目录

图 1: 上周各申万一级行业涨跌幅排名	6
图 2: 上周指数涨跌幅	6
图 3: 上周农林牧渔子板块涨跌幅	6
图 4: 农林牧渔行业市盈率 PE (TTM) 变化情况	7
图 5: 农林牧渔行业市净率 PB 变化情况	7
图 6: 农林牧渔细分板块市盈率排行	7
图 7: 22 个省市生猪、仔猪价格 (元/公斤)	8
图 8: 全国猪粮比价	8
图 9: 全国猪料比价	8
图 10: 二元母猪均价 (元/公斤)	8
图 11: 自繁自养生猪、外购仔猪养殖利润 (元/头)	9
图 12: 猪肉进口量 (万吨)	9
图 13: 肉鸡苗平均价走势 (元/羽)	9
图 14: 白羽肉鸡平均价走势 (元/公斤)	9
图 15: 鸡产品平均价走势 (元/公斤)	9
图 16: 白条鸡平均价走势 (元/公斤)	9
图 17: 毛鸡、父母代种鸡养殖利润 (元/羽)	10
图 18: 白羽肉鸡孵化场利润、毛鸡屠宰利润 (元/羽)	10
图 19: 主产区毛鸭价格走势 (元/斤)	10
图 20: 主产区鸭苗价格走势 (元/羽)	10
图 21: 玉米现货平均价 (元/吨)	10
图 22: 小麦现货平均价 (元/吨)	10
图 23: 大豆现货平均价 (元/吨)	11
图 24: 豆粕现货平均价 (元/吨)	11
图 25: 一级白糖经销价 (元/吨)	11
图 26: 原糖国际现货价 (美分/磅)	11
图 27: 国内棉花现货均价 (元/吨)	11
图 28: 国际棉花现货均价 (美元/磅)	11
图 29: 肉鸡和蛋鸡饲料价格 (元/公斤)	12
图 30: 育肥猪配合饲料价格 (元/公斤)	12
图 31: 饲料产量月度变化 (万吨)	12
图 32: 猪饲料产量月度变化	12
图 33: 水产饲料产量月度变化	13
图 34: 禽饲料产量月度变化	13
图 35: 鲤鱼均价 (元/公斤)	13
图 36: 草鱼均价 (元/公斤)	13
图 37: 鲫鱼均价 (元/公斤)	13
图 38: 大带鱼均价 (元/公斤)	13
图 39: 扇贝、海参大宗价 (元/公斤)	14
图 40: 对虾、鲍鱼大宗价 (元/公斤)	14

表 1: 一周涨幅和跌幅前 10 的公司排名 7

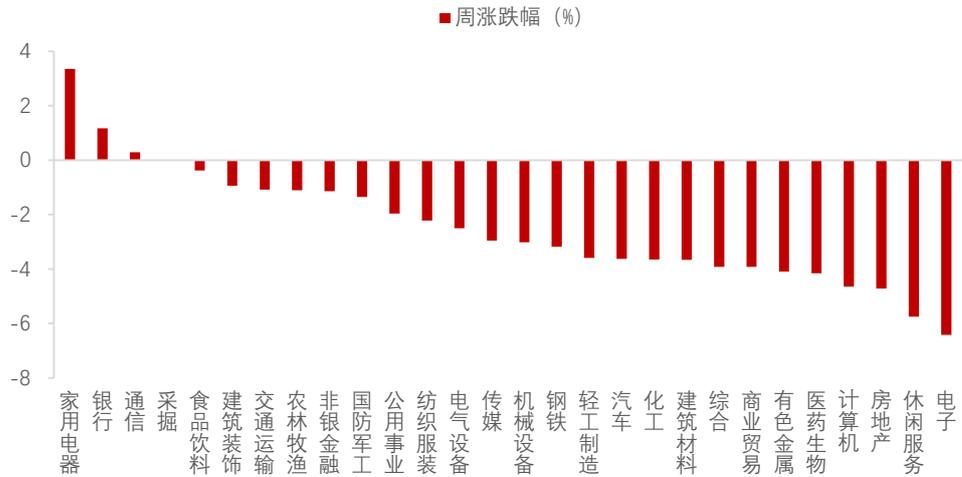
1 行情回顾

1.1 行业表现

农林牧渔板块跑赢大盘。上周(2023/4/17—2023/4/21)28个申万一级行业中3个上涨,24个下跌,1个持平。上证综指收于3,301.26,周下跌1.11%;沪深300指数收于4,032.57,周下跌1.45%;申万农林牧渔指数收于3,260.92,周下跌1.11%,周涨跌幅与上证综指持平,跑赢沪深300指数0.34个百分点,在28个申万一级行业中排名第8位。

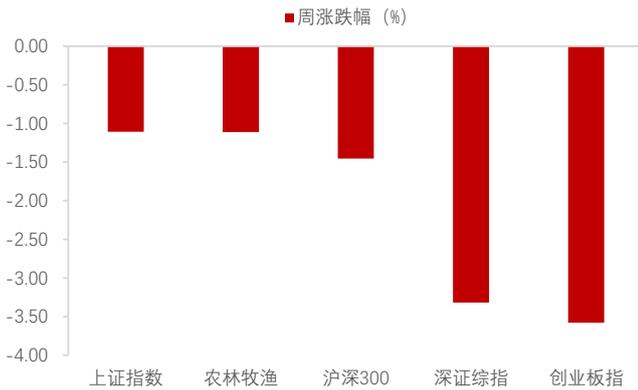
从农林牧渔子板块来看,上周种植业/动物保健/农产品加工/饲料/渔业/畜禽养殖板块涨跌幅分别为-0.26%/-2.92%/0.39%/-1.90%/-1.43%/-1.21%。

图1: 上周各申万一级行业涨跌幅排名



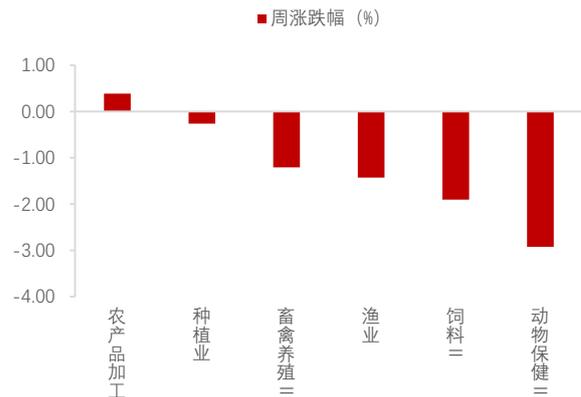
资料来源: Wind、浙商证券研究所

图2: 上周指数涨跌幅



资料来源: Wind、浙商证券研究所

图3: 上周农林牧渔子板块涨跌幅

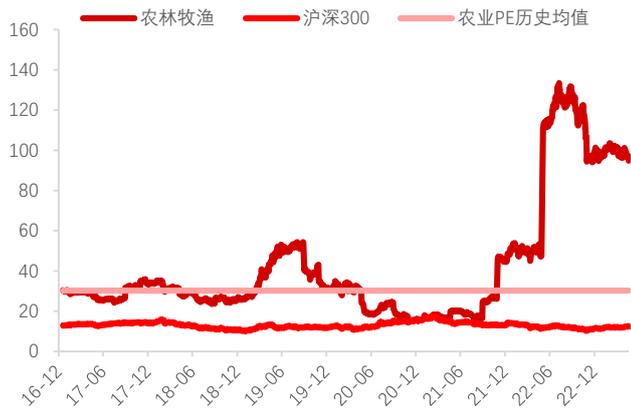


资料来源: Wind、浙商证券研究所

1.2 估值表现

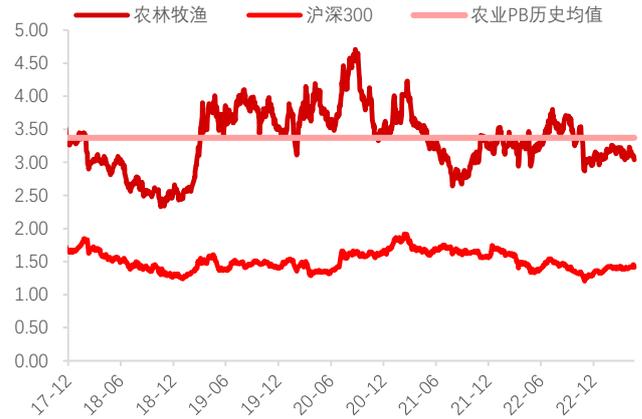
截至2023年4月21日,申万一级农林牧渔行业的市盈率PE(TTM)为94.81倍,市净率PB为3.04倍。各细分行业中,畜禽养殖业因为业绩刚刚扭亏市盈率高达478.91。

图4: 农林牧渔行业市盈率 PE (TTM) 变化情况



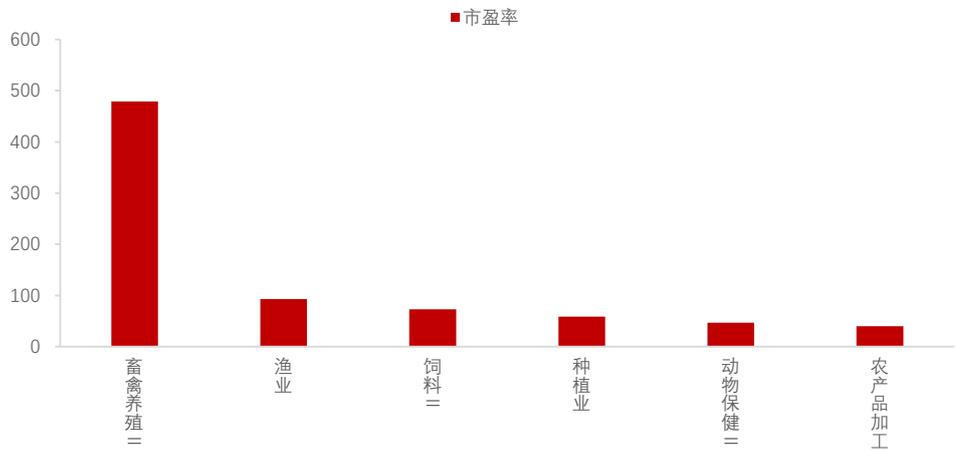
资料来源: Wind、浙商证券研究所

图5: 农林牧渔行业市净率 PB 变化情况



资料来源: Wind、浙商证券研究所

图6: 农林牧渔细分板块市盈率排行



资料来源: Wind、浙商证券研究所

1.3 个股表现

农林牧渔个股方面, 涨幅位居前 5 名的个股分别是道道全(24.01%)、雪榕生物(15.50%)、天马科技(8.03%)、中水渔业(7.96%)、大禹节水(6.93%); 跌幅位居前五的分别是益生股份(-15.07%)、正邦科技(-11.69%)、傲农生物(-9.85%)、天山生物(-9.67%)、圣农发展(-8.43%)。

表1: 一周涨幅和跌幅前 10 的公司排名

公司代码	公司名称	周涨跌幅(%)	公司代码	公司名称	周涨跌幅(%)
002852.SZ	道道全	24.01	002891.SZ	中宠股份	-6.30
300511.SZ	雪榕生物	15.50	603718.SH	海利生物	-6.59
603668.SH	天马科技	8.03	002086.SZ	*ST 东洋	-7.80
000798.SZ	中水渔业	7.96	000930.SZ	中粮科技	-8.19
300021.SZ	大禹节水	6.93	002868.SZ	绿康生化	-8.34
300138.SZ	晨光生物	6.42	002299.SZ	圣农发展	-8.43
300119.SZ	瑞普生物	5.49	300313.SZ	天山生物	-9.67
000911.SZ	南宁糖业	4.61	603363.SH	傲农生物	-9.85
600251.SH	冠农股份	3.95	002157.SZ	正邦科技	-11.69
600737.SH	中粮糖业	3.65	002458.SZ	益生股份	-15.07

资料来源: Wind、浙商证券研究所

2. 行业动态跟踪

2.1 生猪养殖

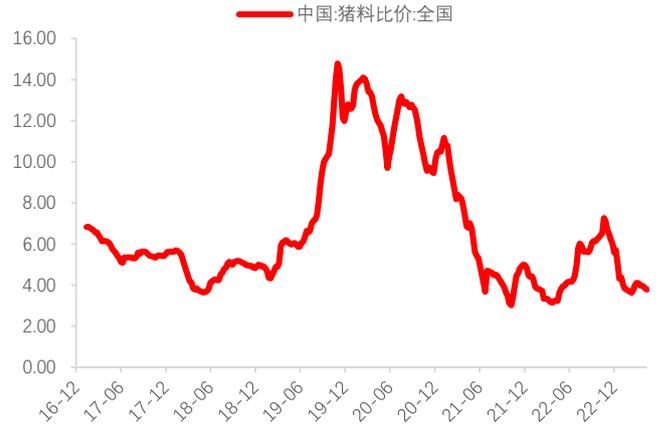
猪价跌破 14 元/kg 后反弹。本周全国生猪均价 14.10 元/kg，环比下跌 1.91%，同比上涨 2.83%；猪粮比 5.08: 1，环比下跌 2.08%，猪料比价 3.71: 1，环比下跌 1.91%；自繁自养亏损 376.40 元/头，环比亏损加重 8.45%，同比增加 0.20%；外购养殖出栏亏损 442.95 元/头，环比亏损减轻 3.40%，同比加重 181.05%；本周仔猪均价 34.56 元/kg，环比下跌 3.69%，同比上涨 31.03%；二元母猪价格 32.18 元/kg，环比下跌 0.45%，同比下跌 2.62%。

图7: 22个省市生猪、仔猪价格(元/公斤)



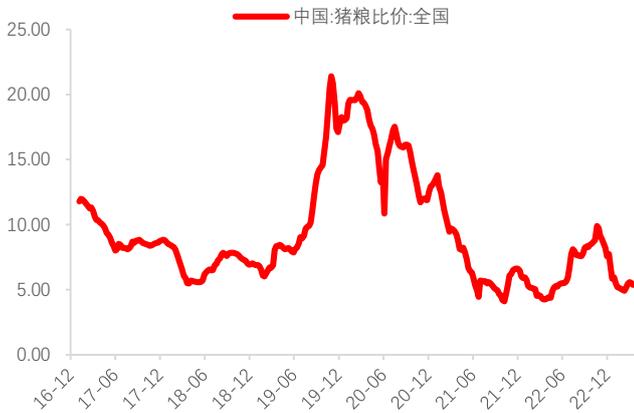
资料来源: Wind、浙商证券研究所

图8: 全国猪粮比价



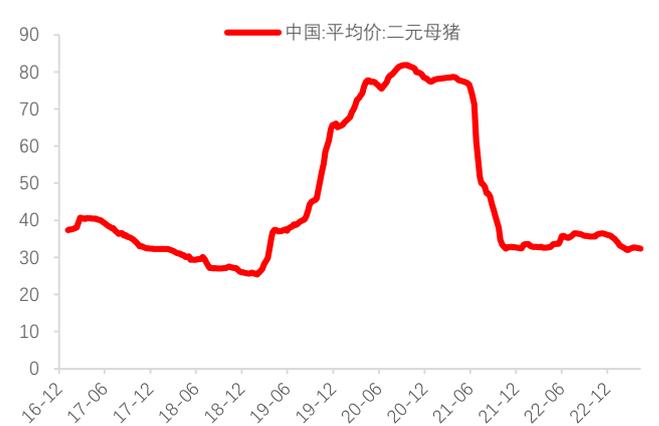
资料来源: Wind、浙商证券研究所

图9: 全国猪料比价



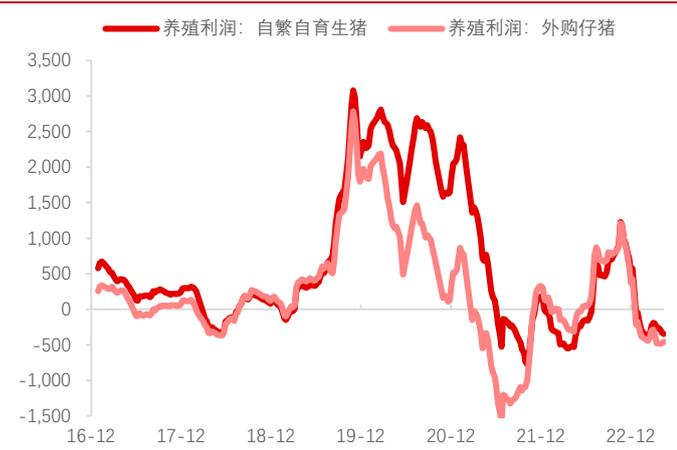
资料来源: Wind、浙商证券研究所

图10: 二元母猪均价(元/公斤)



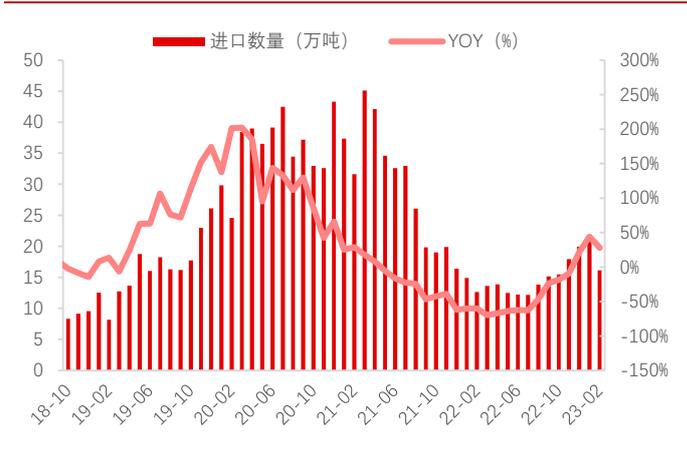
资料来源: Wind、浙商证券研究所

图11: 自繁自养生猪、外购仔猪养殖利润(元/头)



资料来源: Wind、浙商证券研究所

图12: 猪肉进口量(万吨)

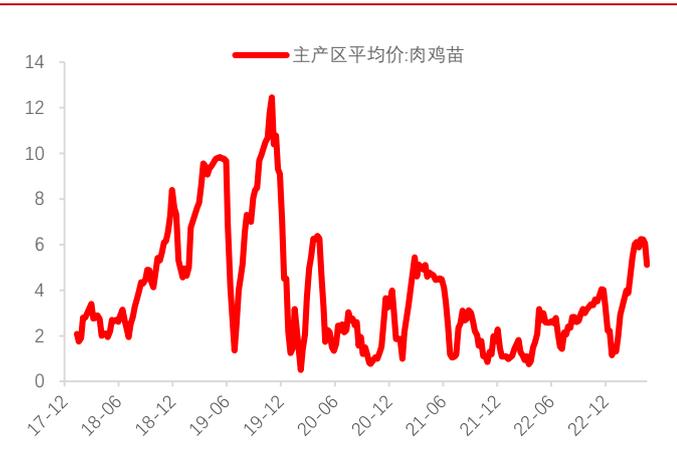


资料来源: Wind、浙商证券研究所

2.2 肉禽动态

1. 白羽肉鸡: 肉毛鸡震荡回落, 苗价大幅下跌。本周肉毛鸡出栏量继续增加, 鸡肉冻品价格高位回落, 屠宰企业采购积极性减弱, 毛鸡价格震荡回落, 而鸡苗供应恢复, 鸡苗价格大幅走低。本周主产区毛鸡均价 10.40 元/公斤, 环比下降 2.07%, 同比上涨 12.55%; 鸡肉产品综合售价 11.95 元/公斤, 环比下降 0.42%; 鸡苗价格 5.10 元/羽, 环比下降 15.70%。

图13: 肉鸡苗平均价走势(元/羽)



资料来源: Wind、浙商证券研究所

图14: 白羽肉鸡平均价走势(元/公斤)



资料来源: Wind、浙商证券研究所

图15: 鸡产品平均价走势(元/公斤)



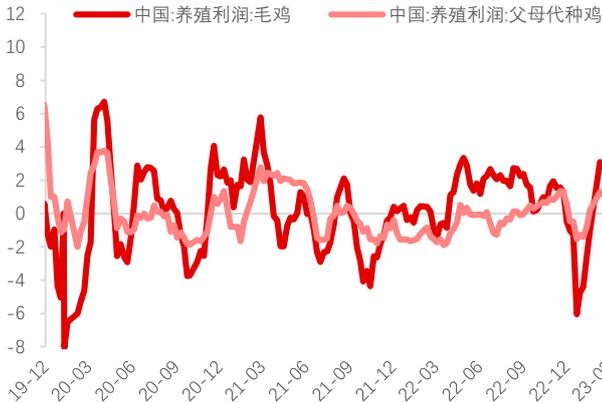
资料来源: Wind、浙商证券研究所

图16: 白条鸡平均价走势(元/公斤)



资料来源: Wind、浙商证券研究所

图17: 毛鸡、父母代种鸡养殖利润 (元/羽)



资料来源: Wind、浙商证券研究所

图18: 白羽肉鸡孵化场利润、毛鸡屠宰利润 (元/羽)



资料来源: Wind、浙商证券研究所

2. 肉鸭: 肉鸭北跌南涨, 鸭苗大跌后反弹。本周肉鸭出栏增加, 鸭肉产品价格下跌, 北方肉鸭价格下跌, 南方肉鸭跌后反弹, 鸭苗供应增加, 苗价止跌小幅反弹。本周肉鸭价格 10.40 元/公斤, 环比下跌 10.34%; 鸭苗价格 3.00 元/羽, 环比下跌 9.09%。

图19: 主产区毛鸭价格走势 (元/斤)



资料来源: Wind、浙商证券研究所

图20: 主产区鸭苗价格走势 (元/羽)



资料来源: Wind、浙商证券研究所

2.3 粮食价格动态

玉米、大豆、小麦、豆粕现货价格小幅下跌。截至4月21日, 玉米现货均价为 2,819.65 元/吨, 环比下降 0.23%; 小麦现货均价为 2,899.44 元/吨, 环比下降 0.38%; 大豆现货均价为 5,121.58 元/吨, 环比下降 0.17%; 豆粕现货均价为 4,324.57 元/吨, 环比下降 0.56%。

图21: 玉米现货均价 (元/吨)



资料来源: Wind、浙商证券研究所

图22: 小麦现货均价 (元/吨)



资料来源: Wind、浙商证券研究所

图23: 大豆现货平均价(元/吨)



资料来源: Wind、浙商证券研究所

图24: 豆粕现货平均价(元/吨)

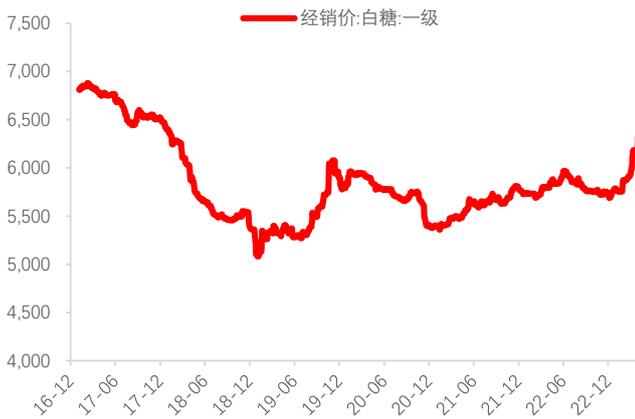


资料来源: Wind、浙商证券研究所

2.4 糖和棉花价格动态

1. 白糖价格持续上行。截至4月21日,一级白糖经销价为6,604元/吨,环比上涨1.76%;截至4月20日,原糖国际现货价为23.91美分/磅,环比上涨1.74%。
2. 棉花价格波动上涨。截至4月21日,国内棉花现货均价为15,658.46元/吨,环比上涨1.27%;截至4月17日,国际棉花现货均价为0.82美元/磅,环比上涨0.37%。

图25: 一级白糖经销价(元/吨)



资料来源: Wind、浙商证券研究所

图26: 原糖国际现货价(美分/磅)



资料来源: Wind、浙商证券研究所

图27: 国内棉花现货均价(元/吨)



资料来源: Wind、浙商证券研究所

图28: 国际棉花现货均价(美元/磅)



资料来源: Wind、浙商证券研究所

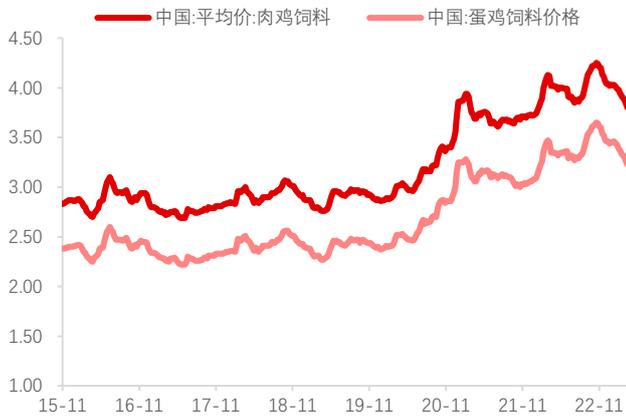
2.5 饲料动态

1. 饲料价格动态

肉鸡、蛋鸡饲料价格均环比上涨。截至4月12日，肉鸡饲料均价为3.82元/公斤，环比上涨0.53%；蛋鸡饲料均价为3.25元/公斤，环比上涨0.62%。

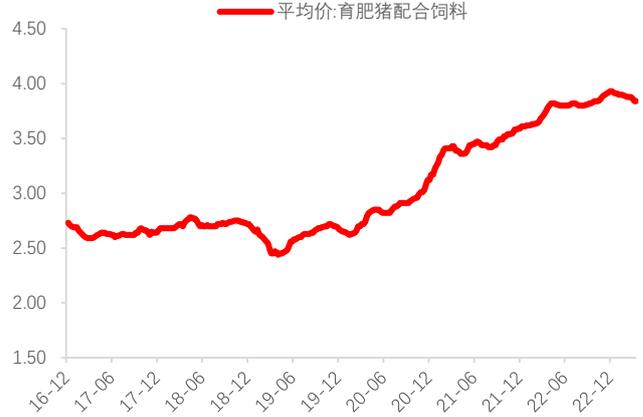
猪饲料价格持平。截至4月21日，育肥猪配合饲料均价为3.80元/公斤，环比持平。

图29: 肉鸡和蛋鸡饲料价格(元/公斤)



资料来源: Wind、浙商证券研究所

图30: 育肥猪配合饲料价格(元/公斤)

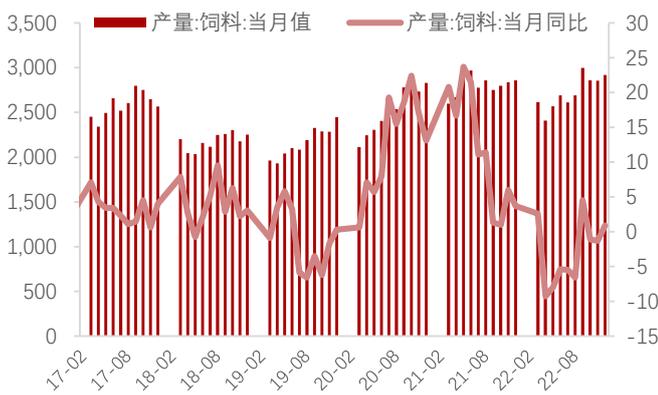


资料来源: Wind、浙商证券研究所

2. 饲料产量动态

根据饲料工业协会的数据,2022年全国工业饲料总产量30223.4万吨,比上年增长3.0%。分品种看,猪饲料产量13597.5万吨,增长4.0%;蛋禽饲料产量3210.9万吨,下降0.6%;肉禽饲料产量8925.4万吨,增长0.2%;反刍动物饲料产量1616.8万吨,增长9.2%;水产饲料产量2525.7万吨,增长10.2%。

图31: 饲料产量月度变化(万吨)



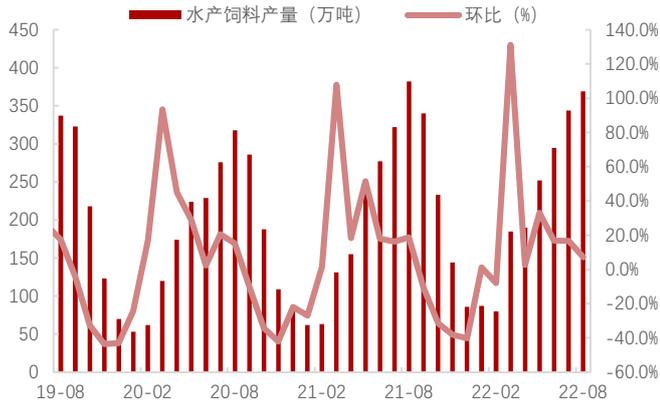
资料来源: Wind、浙商证券研究所

图32: 猪饲料产量月度变化



资料来源: Wind、浙商证券研究所

图33: 水产饲料产量月度变化



资料来源: Wind、浙商证券研究所

图34: 禽饲料产量月度变化



资料来源: Wind、浙商证券研究所

2.6 水产养殖

1. **鱼价:** 截至4月21日, 鲤鱼均价为13.00元/公斤, 周环比持平; 草鱼均价为12.00元/公斤, 周环比持平; 鲫鱼均价为18.00元/公斤, 周环比上涨5.88%; 大带鱼均价为52.00元/公斤, 周环比持平。

2. **海产品价格:** 截至4月21日, 海参均价为126.00元/公斤, 周环比持平; 扇贝均价为10.00元/公斤, 周环比持平; 对虾均价为280.00元/公斤, 周环比持平; 鲍鱼均价为120.00元/公斤, 周环比持平。

图35: 鲤鱼均价(元/公斤)



资料来源: Wind、浙商证券研究所

图37: 鲫鱼均价(元/公斤)



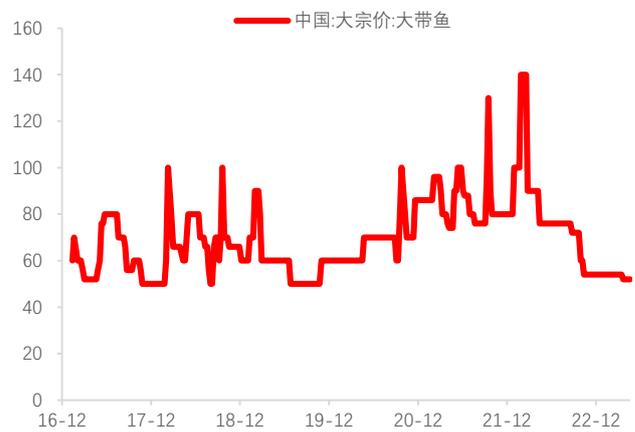
资料来源: Wind、浙商证券研究所

图36: 草鱼均价(元/公斤)



资料来源: Wind、浙商证券研究所

图38: 大带鱼均价(元/公斤)



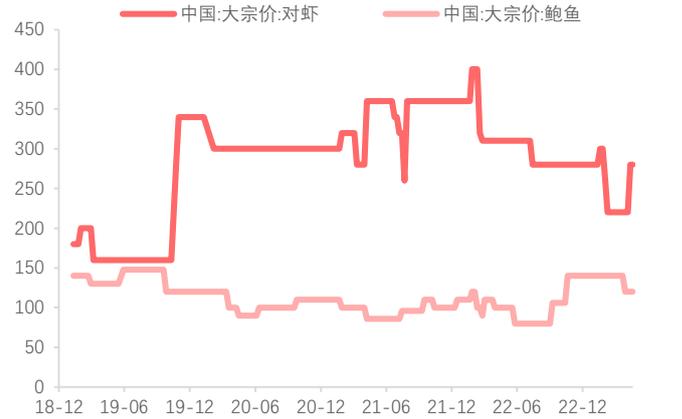
资料来源: Wind、浙商证券研究所

图39: 扇贝、海参大宗价(元/公斤)



资料来源: Wind、浙商证券研究所

图40: 对虾、鲍鱼大宗价(元/公斤)



资料来源: Wind、浙商证券研究所

3. 新闻动态

3.1 企业动态

1、益生股份: 2022 年营业收入 21.12 亿元, 同比增加 0.64%, 预计到十四五末期鸡苗年销量合计 10 亿羽

4月17日, 益生股份发布 2022 年年度报告, 报告期公司实现营业收入 21.12 亿元, 较上年同期增加 0.64%; 归属于上市公司股东的净利润亏损 3.67 亿元, 较上年同期减少 1348.13%。

4月19日, 益生股份于 2023 年 4 月 18 日召开电话会议, 就“公司鸡苗未来规划产能是多少?”, 公司表示, 预计到十四五末期, 公司商品代白羽肉鸡苗和益生 909 鸡苗年销量合计 10 亿羽。

2、海大集团: 2022 年盈利 29.53 亿元, 同比增 79.06%

海大集团 4 月 15 日发布 2022 年度业绩快报, 公司 2020 年度实现总营收 1047.15 亿元, 同比增长 21.63%; 实现归母净利润 29.53 亿元, 同比增长 79.06%。

面对复杂、不确定的市场环境, 公司持续强化核心竞争力, 围绕养殖产业链布局的业务稳健发展, 各业务均取得稳健的增长。其中: ①饲料销量约 2165 万吨(含养殖内销 141 万吨), 同比增长约 10%, 市场份额进一步提升; ②水产种苗、动保产品竞争力进一步增强, 产品效果明显优于行业, 为饲料主业赋能的同时, 提高养殖户的养殖效益; ③公司全年生猪养殖出栏约 320 万头, 养殖团队专业能力持续提升、成本下降, 全年生猪养殖业务扭亏为盈。综上, 公司 2022 年预计全年营业收入 1,047.15 亿元, 实现归属于上市公司股东的净利润 29.53 亿元, 同比(调整后, 下同)增长 79.06%。

3、罗牛山: 2022 年盈利 0.89 亿元, 同比增 121.11%

罗牛山 4 月 14 日披露 2022 年年报。报告期内, 公司实现营业收入 28.82 亿元, 同比增长 53.99%; 实现营业成本 24.09 亿元, 同比增长 34.44%; 实现净利润 1.14 亿元, 同比增长 126.28%; 实现归属于上市公司股东的净利润 0.89 亿元, 同比增长 121.11%; 实现经营活动产生的现金流量净额 5.74 亿元, 同比下降 51.62%。

4. 风险提示

(1) 畜禽产品价格不及预期。若猪、鸡等产品价格高度不及预期，甚至可能跌破企业养殖成本线，企业将面临亏损和资金链断裂的风险。

(2) 疫病大规模爆发。一旦大规模爆发非洲猪瘟、口蹄疫、高致病性禽流感类的高致死率疫病，可能导致国内畜牧产业严重受损，企业生产性生物资产将蒙受损失。

(3) 原材料价格大幅波动。原材料成本占养殖成本的主要组成部分，若玉米、豆粕等原材料价格大幅波动将直接影响到企业盈利能力。

(4) 第三方数据可信性风险。

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>