

农林牧渔行业研究

行业年度报告

证券研究报告

食品饮料组

分析师：刘宸倩（执业 S1130519110005）

liuchenqian@gjzq.com.cn

农林牧渔 22 年&23Q1 总结：养殖有望好转，种业景气依旧

基本结论

养殖板块业绩持续承压，种植业景气度维持。2022 年农林渔牧板块实现营业收入为 12373 亿元，同比增长 16.15%，板块营收端稳健增长；实现归母净利润 163.87 亿元，同比上涨 148.08%，板块实现扭亏为盈。2023 年 Q1 农林渔牧板块营业收入为 2892 亿元，同比增长 16.10%，环比减少 19.31%；实现归母净利润-43.24 亿元，同比增加 69.96%，环比减少 134.43%，收入与利润的波动主要受畜禽养殖板块产品价格波动影响。进入一季度以来禽畜产品的价格低迷致使养殖板块一季度业绩整体承压，生猪养殖企业去产能有望持续，从而带动新一轮周期上行。而黄羽鸡供给端已经处在较低水平，随着消费的修复以及库存的消耗，下半年行业利润有望修复；白羽鸡受海外引种困难的供给收缩或在下半年体现，白羽鸡行业景气上行可期。粮食价格依旧处在较高位置，种子企业在销售季表现亮眼，粮食安全与种源自可控旋律下，种业龙头企业有望快速发展。

生猪养殖：2022 年生猪养殖行业全年实现盈利，但是成本方差过大使得企业盈亏不一，高成本产能主体现金流持续恶化，经营上存在较大压力。2023 年一季度以来猪价持续低迷，上市生猪养殖业务均处于亏损状态，行业的亏损和疫病扰动也使得连续 3 个月去产能，1-3 月能繁母猪存栏量环比分别-0.50%/-0.60%/-0.87%。根据能繁母猪存栏量、养殖效率等指标判断 2023 年生猪全年销售均价或低于 2022 年，且上半年猪价压力较大，猪价低迷下行业产能去化趋势较强。生猪养殖板块回调后估值处在底部区间，资金充足且成本较优的企业依旧保持较好的成长性，有望在未来实现周期与成长共振，生猪养殖板块在产能去化期存在较好投资机会，建议重点关注。标的上建议从企业的成本水平、出栏量增长弹性、出栏量兑现度、估值情况等多维度选择。重点推荐：巨星农牧、新五丰、温氏股份、牧原股份等。

禽类养殖：海外禽流感导致我国白羽祖代鸡引种自 2022 年 5 月开始收缩，预计商品代鸡苗与肉鸡产能的影响会在今年下半年逐步体现，白羽肉鸡价格有望反转。由于种鸡品质、换羽、市场预期等原因的影响，近期鸡苗价格明显下跌，但是长期来看供给收缩趋势不变，建议把握板块低点配置机会。黄羽鸡产能则处在阶段性低点，一季度黄鸡价格的下跌致使企业业绩承压，我们判断随着消费的好转，黄鸡价格有望逐步回暖，养殖企业业绩呈现逐季好转态势。

种子板块：2022 年种子企业销售旺盛，看好行业景气度维持。2022 年销售季种子企业销售较好，收入端同比增长明显，其中增速较快的为农发种业、荃银高科以及神农科技，分别同比增长 39.42%、38.47%与 28.90%。2023 年一季度企业表现有所分化，主要系销售策略与品种结构影响，2023 年 Q1 除登海种业和神农科技外，其余公司均实现营收同比正增长，其中增速较快的为敦煌种业、荃银高科以及农发种业，分别同比增长 70.27%、40.22%与 25.53%，在粮价较好的背景下种业景气度有望维持。随着我国对种业知识产权保护的层层加码和转基因作物商业化，种业竞争格局有望改善，行业集中度提升可期，具有核心育种优势的龙头种企有望快速成长。重点推荐：隆平高科等。

风险提示

产能去化不及预期；转基因玉米推广进程延后；动物疫病爆发；农产品价格波动。

内容目录

一、行业概览：2022 年景气度回升，一季度行业同比好转.....	4
二、生猪养殖：2022 年部分企业实现盈利，一季度生猪养殖业绩承压.....	6
三、禽养殖：盈利端逐步好转，引种受阻助力周期反转.....	10
四、种子：行业景气度抬升，新销售季利润修复.....	13
五、风险提示.....	16

图表目录

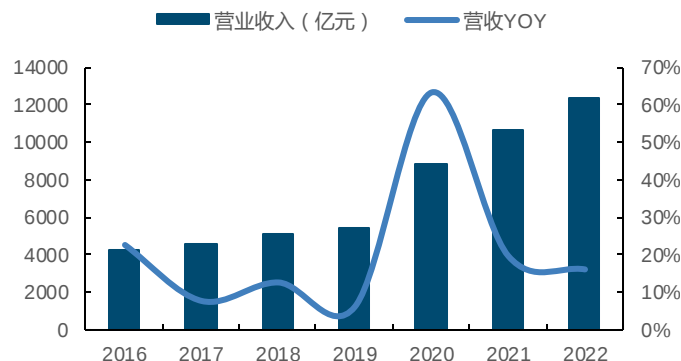
图表 1：农林牧渔板块营业收入稳定增长.....	4
图表 2：2022 年农林牧渔板块扭亏为盈.....	4
图表 3：农林牧渔板块单季度营业收入情况.....	4
图表 4：农林牧渔板块单季度利润情况.....	4
图表 5：农林牧渔子行业 2022 年表现一览.....	4
图表 6：农林牧渔子行业 2023 年 Q1 表现一览.....	5
图表 7：2022 年农林牧渔板块表现.....	5
图表 8：2022 年农林牧渔子版块表现.....	5
图表 9：2023 年初至今农林牧渔板块表现.....	5
图表 10：2023 年初至今农林牧渔子版块表现.....	5
图表 11：2022Q4 农林牧渔板块基金持仓情况.....	6
图表 12：2023Q1 农林牧渔板块基金持仓情况.....	6
图表 13：全国生猪均价走势（元/公斤）.....	6
图表 14：2023 年 Q1 行业再度陷入亏损.....	6
图表 15：2022 年生猪养殖板块实现盈利.....	7
图表 16：2023 年 Q1 生猪养殖板块亏损.....	7
图表 17：2022 年生猪养殖企业收入以及盈利情况.....	7
图表 18：2023 年 Q1 生猪养殖企业收入以及盈利情况.....	7
图表 19：上市企业出栏量与增速统计.....	8
图表 20：2022 年上市企业盈利能力分化明显.....	8
图表 21：2023 年 Q1 上市企业普遍亏损.....	8
图表 22：养殖企业生产性生物资产增减不一（亿元）.....	9
图表 23：2023Q1 多数养殖企业资产负债率增加.....	9
图表 24：生猪养殖企业资本开支呈现减少态势.....	10
图表 25：生猪养殖企业固定资产变化情况（亿元）.....	10
图表 26：2022 年禽养殖板块利润好转.....	11
图表 27：禽养殖板块 2023Q1 承压.....	11
图表 28：2022 年禽养殖板块毛利率回升.....	11
图表 29：2023Q1 禽养殖利润水平回落.....	11
图表 30：2022 年禽养殖板块收入利润情况.....	11
图表 31：2023Q1 禽养殖板块收入利润情况.....	11

图表 32: 白鸡企业因为产业链环节不同导致盈利分化.....	12
图表 33: 2023Q1 禽养殖企业收入利润情况.....	12
图表 34: 禽养殖企业 2022 年盈利指标.....	12
图表 35: 禽养殖企业 2023Q1 盈利指标.....	12
图表 36: 禽养殖企业 2022 年期间费用率.....	13
图表 37: 禽养殖企业 2023Q1 期间费用率.....	13
图表 38: 禽养殖企业单季度期间费用率对比.....	13
图表 39: 主要禽养殖企业销量数据.....	13
图表 40: 2022 年种植业收入稳定增长.....	14
图表 41: 2023 年单季度种植业收入利润情况.....	14
图表 42: 种业重点公司 2022 年收入利润情况.....	14
图表 43: 种业重点公司 2023Q1 收入利润情况.....	14
图表 44: 种业重点公司 2022 年盈利指标.....	15
图表 45: 种业重点公司 2023 年 Q1 盈利指标.....	15
图表 46: 种业重点公司 2022 年期间费用率.....	15
图表 47: 种业重点公司 2023 年 Q1 期间费用率.....	15
图表 48: 重点种业公司库存情况 (亿元)	15

一、行业概览：2022 年景气度回升，一季度行业同比好转

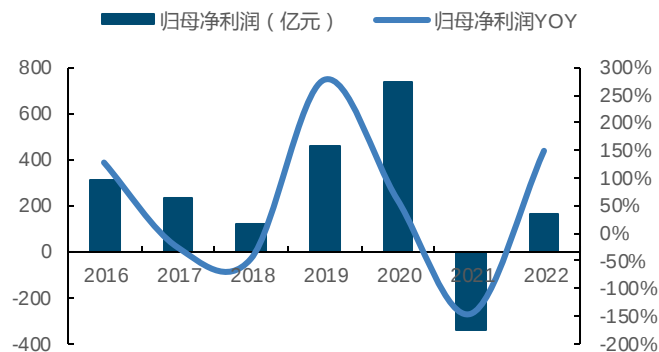
2022 年农林渔牧板块营收稳健增长，板块实现扭亏为盈。2022 年农林渔牧板块实现营业收入为 12373 亿元，同比增长 16.15%，板块营收端稳健增长；实现归母净利润 163.87 亿元，同比上涨 148.08%，板块实现扭亏为盈。2023 年 Q1 农林渔牧板块营业收入为 2892 亿元，同比增长 16.10%，环比减少 19.31%；实现归母净利润-43.24 亿元，同比增加 69.96%，环比减少 134.43%，收入与利润的波动主要受畜禽养殖板块产品价格波动影响。

图表1：农林牧渔板块营业收入稳定增长



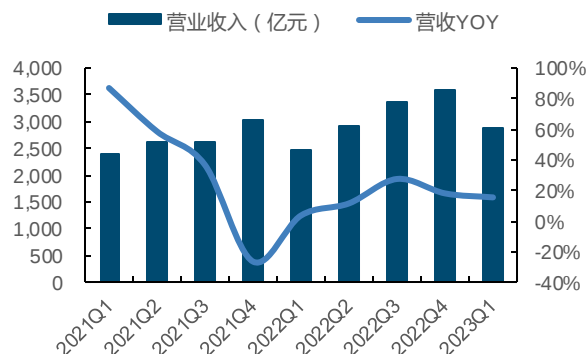
来源：Wind，国金证券研究所

图表2：2022 年农林牧渔板块扭亏为盈



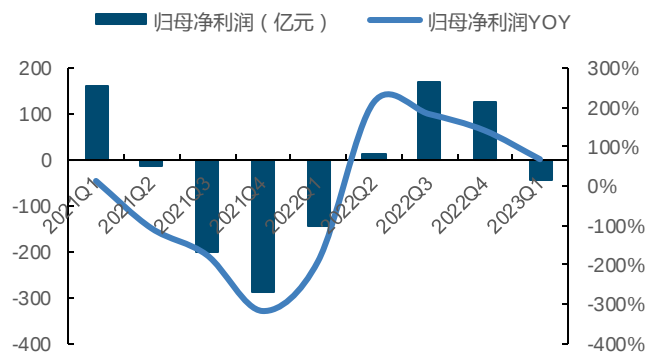
来源：Wind，国金证券研究所

图表3：农林牧渔板块单季度营业收入情况



来源：Wind，国金证券研究所

图表4：农林牧渔板块单季度利润情况



来源：Wind，国金证券研究所

根据申万指数行业分类，8 个子行业中，有 5 个子行业营收实现同比增长，分别是养殖业（+21.93%），饲料加工（+20.95%），种植业（+13.41%），农产品加工（+10.92%）与林业（14.77%），养殖业、饲料加工、渔业与林业实现扭亏为盈，其中饲料以及养殖板块扭亏为盈，主要系部分饲料企业向下游开展生猪养殖业务，使得企业盈利水平与猪价关联度较高。2023 年 Q1 则有 6 个子行业实现同比增长，仅有动物保健（-3.93%）与渔业（-8.62%）在营收端同比减少；同比增长的企业中养殖业（+53.22%）、饲料加工（+38.46%）与渔业（+56.24%）实现同比减亏；种植业（+65.45%）与林业（+267.31%）在利润端实现明显增长。

图表5：农林牧渔子行业 2022 年表现一览

子行业	收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)			毛利率	净利率
	2021	2022	同比	2021	2022	同比	2022	2022
养殖业	3913.68	4772.11	21.93%	-415.98	49.38	111.87%	-113.52%	10.72%
动物保健	151.19	145.08	-4.04%	19.40	14.09	-27.36%	-5.42%	33.79%
饲料	2181.90	2638.94	20.95%	-30.36	34.86	214.80%	25.13%	9.13%
种植业	554.61	628.96	13.41%	21.62	17.85	-17.46%	28.74%	14.91%
农产品加工	3452.54	3829.70	10.92%	72.39	40.35	-44.26%	-14.57%	7.12%
渔业	149.50	119.60	-20.00%	-10.37	1.00	109.69%	-21.25%	18.28%
林业	19.33	22.19	14.77%	-4.01	0.26	106.58%	244.88%	22.90%
农业综合	231.85	223.10	-3.77%	6.99	6.57	-6.06%	-20.14%	10.40%

来源：Wind，国金证券研究所

图表6: 农林牧渔子行业 2023 年 Q1 表现一览

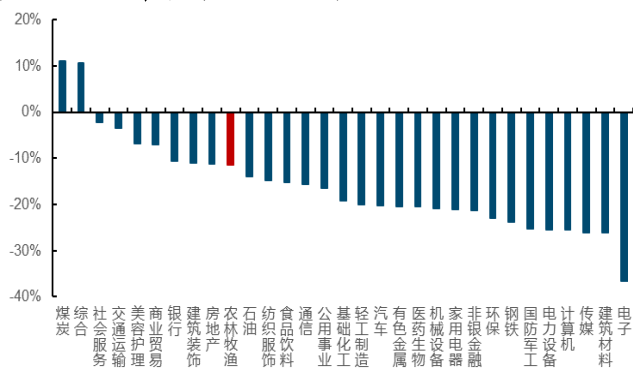
子行业	收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)			毛利率	净利率
	2022Q1	2023Q1	同比	2022Q1	2023Q1	同比	2023Q1	2023Q1
养殖业	910.03	1,100.53	20.93%	-177.66	-83.11	53.22%	-113.52%	-7.55%
动物保健	32.30	31.03	-3.93%	4.09	4.55	11.19%	-5.42%	14.66%
饲料	501.19	602.74	20.26%	-11.85	-7.30	38.46%	25.13%	-1.21%
种植业	130.67	172.77	32.21%	10.84	17.94	65.45%	28.74%	10.39%
农产品加工	836.14	905.33	8.27%	13.84	17.75	28.32%	-14.57%	1.96%
渔业	29.78	27.22	-8.62%	-0.26	-0.11	56.24%	-21.25%	-0.41%
林业	3.11	4.76	53.26%	-0.20	0.34	267.31%	244.88%	7.14%
农业综合	48.57	49.05	0.99%	2.37	1.82	-22.99%	-20.14%	3.71%

来源: Wind, 国金证券研究所

从板块业绩来看, 2022 年农林牧渔板块整体下跌 11.43%, 在申万 31 个行业中排名第 10, 处于中上游水平, 跑赢沪深 300 指数, 相对收益率 10.20%。同时间内农林渔牧子版块仅有渔业实现上涨 3.17%, 下跌板块中跌幅较大的为动物保健和农产品加工, 分别下跌 20.03%和 16.48%。2023 年 Q1 农林牧渔板块整体增长 1.86%, 在申万 31 个行业中排名第 23, 处于中下游水平, 跑输沪深 300 指数, 相对收益率-2.77%。农林渔牧子版块中动物保健、畜禽养殖与种植业上涨幅度居前, 分别上涨 15.84%、3.39%与 1.16%。

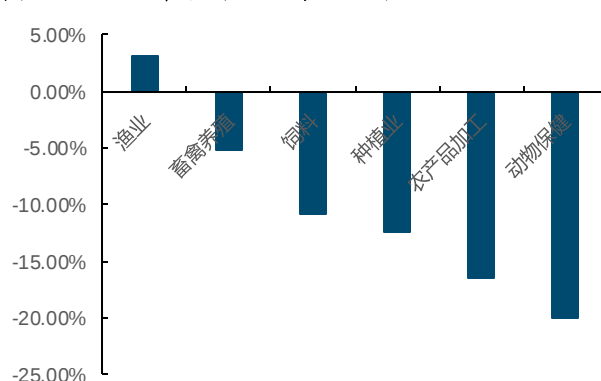
从板块持仓情况来看: 2022 年 Q4 公募基金前十大重仓股为温氏股份、海大集团、牧原股份、大北农、圣农发展、隆平高科、天马科技、巨星农牧、登海种业和普莱柯。其中养殖和饲料龙头公司温氏股份、海大集团和牧原股份合计持仓占比较高, 三者持股市值占基金股票市值 0.42%。2023 年 Q1 公募基金前十大重仓股为温氏股份、海大集团、牧原股份、圣农发展、巨星农牧、隆平高科、大北农、中牧股份、立华股份和唐人神, 其中前三大持仓企业不变, 三者持股市值占基金股票市值为 0.40%。其中包含新进入前十大重仓股的有: 中牧股份、立华股份和唐人神。

图表7: 2022 年农林牧渔板块表现



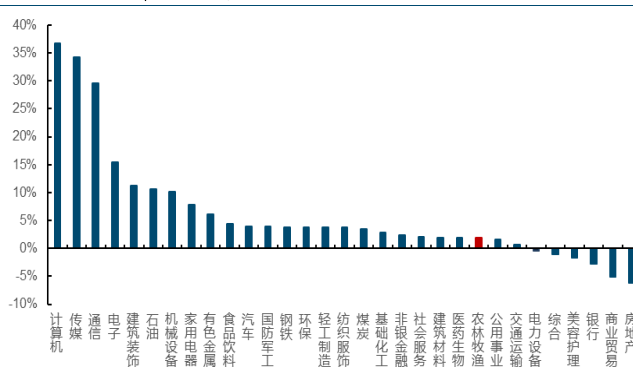
来源: Wind, 国金证券研究所

图表8: 2022 年农林牧渔子版块表现



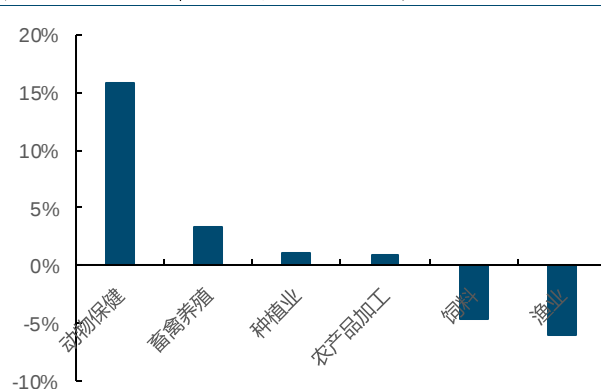
来源: Wind, 国金证券研究所

图表9: 2023 年初至今农林牧渔板块表现



来源: Wind, 国金证券研究所

图表10: 2023 年初至今农林牧渔子版块表现



来源: Wind, 国金证券研究所

图表11: 2022Q4 农林牧渔板块基金持仓情况

序号	股票代码	公司名称	持有基金数 (个)	持股总量(亿 股)	季报持仓变动 (亿股)	持股占流通股 比(%)	持股总市值 (亿元)	持股市值占基 金股票投资市 值比(%)
1	300498.SZ	温氏股份	190	3.58	-0.61	6.69	70.21	0.1133
2	002311.SZ	海大集团	171	1.99	0.07	12.02	123.05	0.1985
3	002714.SZ	牧原股份	118	1.39	-0.59	3.86	67.71	0.1092
4	002385.SZ	大北农	81	3.20	-0.22	9.72	28.51	0.0460
5	002299.SZ	圣农发展	51	0.97	0.34	7.91	23.03	0.0372
6	000998.SZ	隆平高科	48	1.03	0.27	7.95	16.55	0.0267
7	603668.SH	天马科技	36	0.79	0.10	19.38	14.07	0.0227
8	603477.SH	巨星农牧	33	0.34	-0.16	7.00	8.22	0.0133
9	002041.SZ	登海种业	26	0.84	0.06	9.54	16.64	0.0268
10	603566.SH	普莱柯	18	0.12	0.03	3.87	3.39	0.0055

来源: Wind, 国金证券研究所

图表12: 2023Q1 农林牧渔板块基金持仓情况

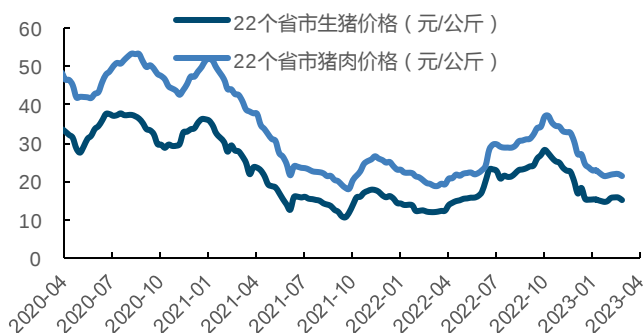
序号	代码	名称	持有基金数 (个)	持股总量(亿 股)	季报持仓变动 (亿股)	持股占流通股 比(%)	持股总市值 (亿元)	持股市值占基 金股票投资市 值比(%)
1	300498.SZ	温氏股份	195	4.43	0.85	8.27	90.60	0.1411
2	002311.SZ	海大集团	158	1.79	-0.21	10.76	104.31	0.1625
3	002714.SZ	牧原股份	127	1.26	-0.13	3.47	61.75	0.0962
4	002299.SZ	圣农发展	68	0.98	0.00	7.92	24.05	0.0375
5	603477.SH	巨星农牧	53	0.40	0.06	8.30	12.12	0.0189
6	000998.SZ	隆平高科	50	1.70	0.67	13.14	28.23	0.0440
7	002385.SZ	大北农	47	2.52	-0.68	7.65	19.70	0.0307
8	600195.SH	中牧股份	45	1.02	0.70	10.00	15.23	0.0237
9	300761.SZ	立华股份	36	0.20	0.05	6.20	7.90	0.0123
10	002567.SZ	唐人神	30	0.95	0.83	7.84	7.75	0.0121

来源: Wind, 国金证券研究所

二、生猪养殖: 2022 年部分企业实现盈利, 一季度生猪养殖业绩承压

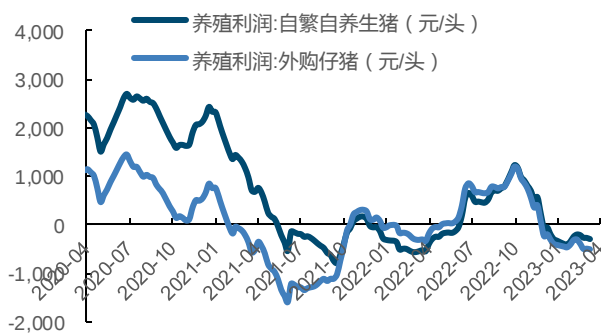
2022 年全年行业微盈利状态, 2023 年 Q1 行业持续亏损。2022 年 4 月份生猪价格开始上涨, 下半年生猪价格的明显反弹使得全年均价略高于行业平均成本线, 行业整体呈现盈利状态, 而上市企业的规模扩张也使得板块营收明显增长。2022 年生猪养殖板块实现营业收入 3903 亿元, 同比增长 55%; 实现归母净利润 47 亿元, 同比扭亏为盈, 行业处于微盈状态。进入 2023 年以来猪价表现低迷, 几乎所有上市企业均出现亏损, 但是 2023 年 Q1 猪价好于去年同期, 所以板块营收依旧维持增长, 亏损幅度较去年同期减少。生猪养殖板块 2023 年 Q1 实现营收 872 亿元, 同比增长 20%, 实现归母净利润-82 亿元, 同比亏损减少。

图表13: 全国生猪均价走势 (元/公斤)



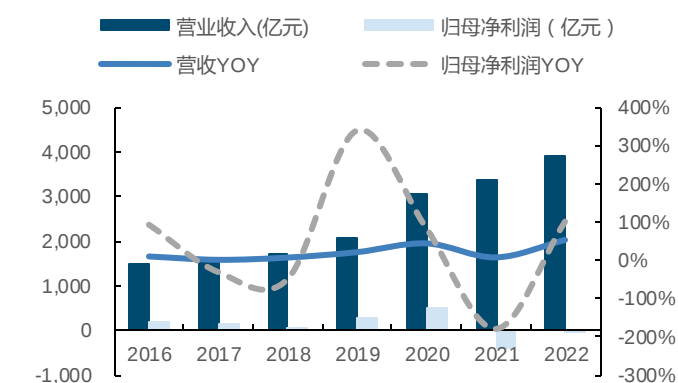
来源: Wind, 国金证券研究所

图表14: 2023 年 Q1 行业再度陷入亏损



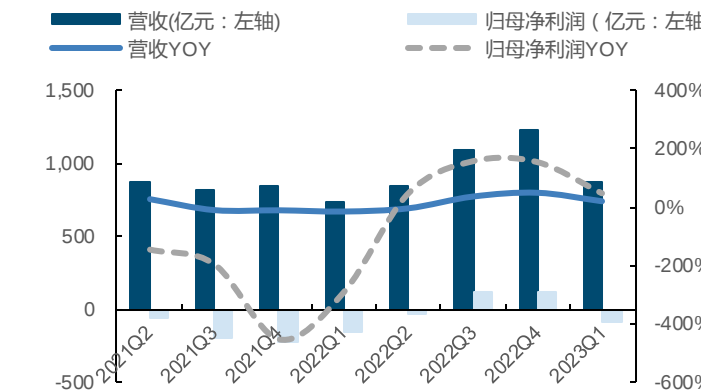
来源: Wind, 国金证券研究所

图表15: 2022 年生猪养殖板块实现盈利



来源: Wind, 国金证券研究所 (采用申万生猪养殖选股)

图表16: 2023 年 Q1 生猪养殖板块亏损

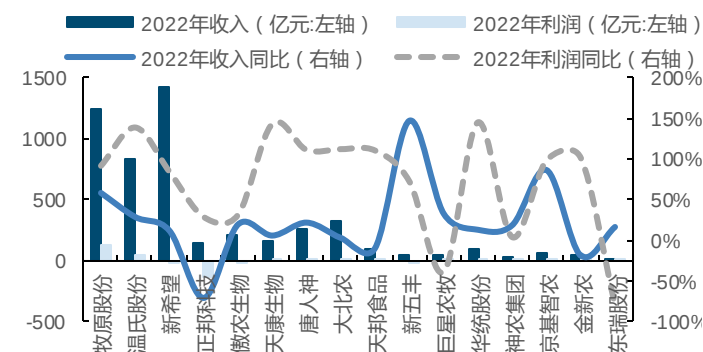


来源: Wind, 国金证券研究所 (采用申万生猪养殖选股)

从收入角度来看, 2022 年统计内 16 家企业仅有正邦科技、天邦食品与金新农收入增速为负, 分别为-69.8%、-8.9%与-18.4%; 收入增速较快的企业为新五丰、京基智农、牧原股份、巨星农牧与温氏股份, 分别为 146.3%、86.2%、58.2%、33.0%与 28.9%。2023 年 Q1 仅有正邦科技收入端明显下滑, 为-69.8%, 其余公司收入端均呈现明显增长态势; 其中收入增速较快的企业有京基智农、新五丰、神农集团、东瑞股份与温氏股份, 分别为 1348.5%、228.9%、62.0%、42.2%与 36.9%。收入端增速差异主要系生猪出栏量增速的差异以及公司其他业务收入端的影响。

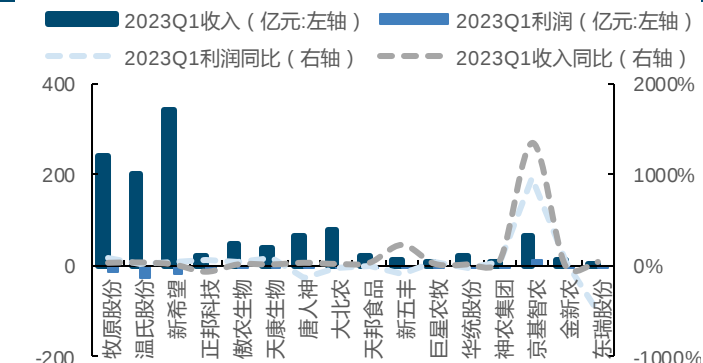
从利润角度看, 2022 年生猪养殖企业盈利端出现分化, 受益于下半年猪价上涨, 多数企业全年取得盈利, 其中亏损的企业有新希望、正邦科技、傲农生物与新五丰, 分别亏损 14.61 亿元、133.87 亿元、10.39 亿元与 0.76 亿元, 且在一季度持续亏损。受 2023 年 Q1 猪价低迷与行业养殖成本上升的影响, 除去京基智农受益于地产业务实现盈利外, 其余生猪养殖企业均出现亏损, 其中有 7 家在 2023 年 Q1 的亏损已经超过 2022 年的盈利水平, 且行业整体亏损幅度已经超过 2022 年的盈利水平, 行业现金流持续消耗。一季度季节性动物疫病使得行业平均成本上升, 随着原料价格高位回落, 上市公司成本端有望回落。

图表17: 2022 年生猪养殖企业收入以及盈利情况



来源: Wind, 国金证券研究所

图表18: 2023 年 Q1 生猪养殖企业收入以及盈利情况



来源: Wind, 国金证券研究所

从出栏量角度看, 2022 年 16 家上市猪企合计生猪出栏量 12888.7 万头, 同比增长 33.1%。2022 年上市企业除正邦科技外, 生猪出栏量均保持增长态势, 其中京基智农、华统股份、新五丰、巨星农牧与傲农生物同比增速最快, 分别为 856.51%、760.5%、357.66%、75.66%与 59.86%。2023 年 Q1 上市猪企依然保持高出栏量增速, 16 家上市猪企合计出栏 3428 万头, 同比增加 15.7% (剔除巨星农牧及京基智农数据), 其中新五丰、华统股份、唐人神、东瑞股份与神农集团一季度生猪出栏量同比增速较高, 分别为 341.5%、229.2%、104.5%、66.9%与 57.5%, 仅有正邦科技与金新农一季度出栏量同比减少, 分别为-28.9%与-17.4%。

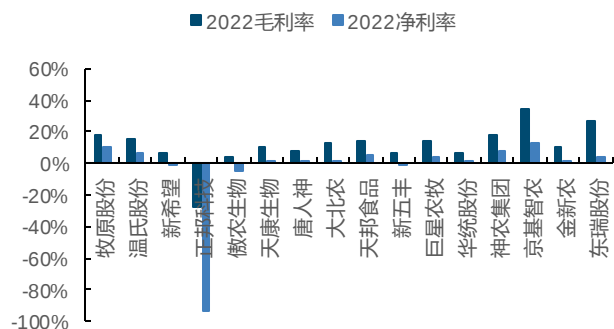
图表19：上市企业出栏量与增速统计

公司	出栏量(万头)			同比增速(%)		2022E	2022完成率
	2021	2022	2023Q1	2022	2023Q1		
牧原股份	4026.3	6120.0	1384.5	52.00%	0.20%	5600	109.29%
温氏股份	1321.7	1790.9	559.5	35.49%	39.07%	1800	99.49%
新希望	997.8	1461.4	471.5	46.46%	27.55%	1400	104.38%
正邦科技	1492.7	844.7	172.6	-43.41%	-28.85%	-	-
傲农生物	324.6	518.9	138.6	59.86%	32.40%	550	94.35%
天康生物	160.3	202.7	56.9	26.45%	51.07%	220	92.15%
唐人神	154.2	215.8	78.4	39.89%	104.51%	200	107.88%
大北农	430.8	443.1	143.8	2.86%	34.19%	450	98.47%
天邦食品	428.0	442.2	132.8	3.31%	32.22%	400	110.54%
新五丰	39.0	178.7	60.0	357.66%	341.50%	100	178.67%
巨星农牧	87.1	153.0	50.7	75.66%	-	150	102.00%
华统股份	14.0	120.5	53.4	760.52%	229.22%	120	100.39%
神农集团	65.0	92.9	35.3	42.92%	57.51%	90	103.22%
京基智农	13.2	126.5	41.3	856.51%	-	120	105.38%
金新农	107.0	125.6	27.7	17.41%	-17.42%	120	104.69%
东瑞股份	37.0	52.0	21.0	40.65%	66.85%	55	94.62%

来源：各公司公告，国金证券研究所

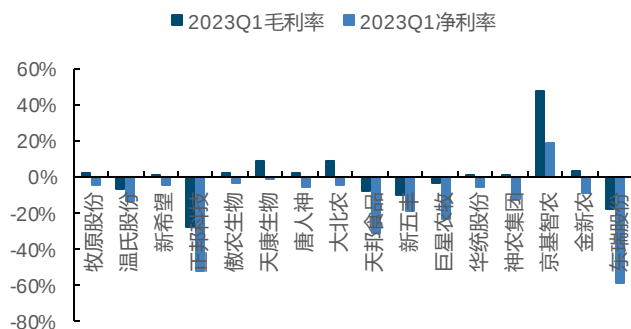
从盈利能力角度来看，2022 年统计内上市公司毛利率与净利率的均值分别为 11.01%与 0.97%，分别同比增加 9.55pct 与 10.86pct，横向对比来看，京基智农、东瑞股份、神农集团、牧原股份与温氏股份毛利率较高，分别为 33.7%、26.8%、18.5%、17.5%与 15.54%，京基智农、牧原股份、神农集团、温氏股份与天邦食品净利率较高，分别为 12.9%、10.6%、7.7%、6.3%与 5.1%。2023 年 Q1 各上市公司因受猪价低迷影响，毛利率、净利率均值相对较弱，分别为 2.47%与-6.60%，横向对比来看，京基智农、天康生物、大北农、金新农与唐人神毛利率较高，分别为 47.82%、8.76%、8.39%、3.67%与 2.13%，仅有京基智农净利率为正。养殖企业毛利率与净利率的差异主要受公司业务构成、销售区域、养殖水平与养殖模式差异的影响。

图表20：2022 年上市企业盈利能力分化明显



来源：Wind，国金证券研究所

图表21：2023 年 Q1 上市企业普遍亏损



来源：Wind，国金证券研究所

从生产性生物资产来看，截至 2022 年末，16 家上市猪企生产性生物资产合计为 279.71 亿元，同比-2.80%，其中牧原股份、傲农生物、新希望、天邦食品、京基智农与金新农生产性生物资产同比减少，其他均同比增加。截至 2023 年 Q1，16 家上市猪企生产性生物资产合计 269.64 亿元，同比-3.18%，其中正邦科技、新希望、傲农生物、华统股份、金新农、京基智农、天康生物同比减少，分别为-65.90%、-16.64%、-16.19%、-16.08%、-15.52%、-11.93%与-7.11%。环比来看，仅有牧原股份、天康生物、唐人神、巨星农牧与神农集团生产性生物资产环比增加。而从能繁母猪存栏量数据来看，牧原股份、温氏股份、巨星农牧等具有成本优势且资金充足的头部企业依旧保持扩张态势。

图表22：养殖企业生产性生物资产增减不一（亿元）

公司	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q1 同比	2023Q1 环比
牧原股份	70.79	64.34	69.1	73.35	73.94	4.45%	0.80%
温氏股份	50.56	55.88	60.9	58.91	58.28	15.27%	-1.07%
新希望	85.68	82.04	80.5	75.77	71.81	-16.19%	-5.23%
正邦科技	20.32	16.3	12.6	9.09	6.93	-65.90%	-23.76%
傲农生物	10.88	11.45	12.49	11.1	9.07	-16.64%	-18.29%
天康生物	4.08	4.4	3.85	3.59	3.79	-7.11%	5.57%
唐人神	3.6	4.12	4.68	5.95	6.32	75.56%	6.22%
大北农	3.74	4.07	4.81	5.14	5.07	35.56%	-1.36%
天邦食品	9.48	9.39	11.56	11.44	9.72	2.53%	-15.03%
新五丰	4.72	4.49	4.35	8.41	8.23	74.36%	-2.14%
巨星农牧	2.43	3.63	3.93	4.39	4.55	87.24%	3.64%
华统股份	3.42	3.31	3.37	3.25	2.87	-16.08%	-11.69%
神农集团	1.37	1.35	1.32	1.65	1.78	29.93%	7.88%
京基智农	4.61	4.29	4.12	4.16	4.06	-11.93%	-2.40%
金新农	1.74	1.79	1.64	1.6	1.47	-15.52%	-8.13%
东瑞股份	1.08	1.11	1.33	1.91	1.75	62.04%	-8.38%

来源：Wind，国金证券研究所

从资产负债率看，2022 年下半年除正邦科技、大北农、新五丰、神农集团、京基智农、东瑞股份资产负债率有所提高外，其他大部分上市猪企受益于下半年猪价上涨，年末资产负债率较年初有所下降。2023Q1 因猪价持续低迷，除神农集团、京基智农资产负债率水平有所改善外，其余企业资产负债率均有不同程度的提高。伴随养猪行业持续深度亏损，大部分猪企也减少了资本开支，从而应对亏损下现金流紧张的局面，生猪养殖企业固定资产投资速度较以往速度出现放缓，部分企业固定资产价值下滑。

图表23：2023Q1 多数养殖企业资产负债率增加

公司	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
牧原股份	48.07	53.09	57.77	61.30	65.18	66.48	61.47	54.36	56.37
温氏股份	46.65	56.47	61.67	64.10	66.48	65.70	60.72	56.25	59.22
新希望	60.56	62.93	64.83	64.98	68.43	71.49	69.86	68.02	70.40
正邦科技	64.09	68.57	75.23	92.60	97.03	102.88	113.82	148.41	156.99
傲农生物	71.96	76.36	79.96	87.18	89.92	84.30	79.16	81.61	83.12
天康生物	54.75	52.67	54.78	54.71	55.51	52.96	49.08	50.08	52.05
唐人神	42.11	48.20	54.38	57.88	61.15	62.95	63.38	59.69	60.83
大北农	47.59	46.98	46.94	52.76	55.65	58.53	60.06	58.28	59.01
天邦食品	52.79	66.21	74.54	79.93	83.67	78.68	76.45	79.61	83.15
新五丰	54.21	57.68	66.57	58.74	63.39	66.45	66.77	71.18	75.37
巨星农牧	39.90	39.26	41.98	44.68	49.15	53.15	52.00	48.85	54.13
华统股份	60.08	61.46	64.38	70.37	70.47	71.02	61.43	62.29	68.78
神农集团	17.15	10.90	11.54	13.03	11.12	12.20	11.41	14.46	13.48
京基智农	64.95	70.64	79.17	82.75	84.03	88.86	88.83	84.82	71.56
金新农	55.10	55.77	58.36	65.75	68.76	74.03	61.08	68.74	69.23
东瑞股份		12.99	14.33	15.62	21.40	28.40	31.35	34.14	40.75

来源：Wind，国金证券研究所

图表24：生猪养殖企业资本开支呈现减少态势

公司	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q1环比
牧原股份	144.92	78.30	59.03	76.28	59.14	20.57	36.42	41.26	40.59	-1.62%
温氏股份	46.38	39.63	33.23	13.16	21.64	23.36	23.59	24.94	21.21	-14.96%
新希望	66.86	36.92	36.64	34.03	33.60	9.02	6.91	19.00	16.47	-13.32%
正邦科技	15.33	30.82	10.40	8.36	1.79	2.80	0.06	8.59	0.01	-99.88%
傲农生物	11.60	8.04	3.07	4.37	4.05	3.32	4.35	3.27	2.22	-32.11%
天康生物	1.98	7.74	1.26	6.54	1.28	4.16	1.88	6.98	0.93	-86.68%
唐人神	6.60	4.79	6.73	16.76	8.44	5.26	0.92	6.36	3.69	-41.98%
大北农	7.68	5.74	5.37	4.79	5.00	4.43	2.64	3.44	2.51	-27.03%
天邦食品	7.31	6.77	4.02	5.05	3.30	0.64	4.70	2.33	1.68	-27.90%
新五丰	0.91	0.62	0.65	0.68	0.38	-0.07	0.92	1.34	0.79	-41.04%
巨星农牧	1.84	5.31	2.53	2.06	2.67	2.91	2.23	3.36	3.02	-10.12%
华统股份	7.84	6.29	4.55	3.61	3.91	2.66	1.88	2.87	3.15	9.76%
神农集团	2.80	2.83	2.23	3.98	1.31	1.28	1.96	3.46	2.28	-34.10%
京基智农	11.64	4.16	4.23	6.14	6.04	2.12	4.41	6.68	6.50	-2.69%
金新农	2.86	2.28	1.96	0.34	1.08	0.65	1.03	1.18	0.82	-30.51%
东瑞股份	1.50	2.23	2.39	5.11	3.21	3.12	3.41	3.19	3.92	22.88%

来源：Wind，国金证券研究所

图表25：生猪养殖企业固定资产变化情况（亿元）

公司	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
牧原股份	702.03	831.18	890.65	995.51	1009.38	1039.94	1038.2	1063.59	1074.78
温氏股份	294.12	320.27	331.6	354.04	348	347.45	344.39	350.77	344.85
新希望	302.96	325.37	319.47	337.36	340.81	345.11	337.79	356.83	358.86
正邦科技	148.96	150.53	158.41	164.57	161.51	157.71	148.06	107.62	104.7
傲农生物	35.46	48.94	51.89	57.41	57.27	57.94	60.84	63.39	62.96
天康生物	38.68	38.25	38.47	43.41	42.44	48.99	48.33	50.05	51.46
唐人神	34.03	37.27	41.45	56.01	55.1	57.15	73.11	86.1	84.49
大北农	72.98	80.15	85.69	89.26	87.9	88.02	91.74	104.72	104.29
天邦食品	54.32	61.94	60.48	59.78	65.79	60.99	73.9	77.57	77.58
新五丰	4.96	4.98	5.28	5.51	5.44	5.91	5.91	13.1	12.89
巨星农牧	14.77	15.76	15.76	17.54	18.3	18.01	17.81	19.26	19.07
华统股份	18.44	20.24	20.82	32.11	34.83	38.5	39.16	37.39	37.48
神农集团	10.15	11.84	13.77	15.86	16.81	16.83	18.36	20.41	21.54
京基智农	8.6	15.02	23.24	31.96	34.6	35.71	41.39	48.23	58.41
金新农	11.37	14.74	16.02	22.3	22.04	21.22	20.95	22.68	22.37
东瑞股份		6.66	7.14	9.11	9.39	12.06	19.14	29.29	29.39

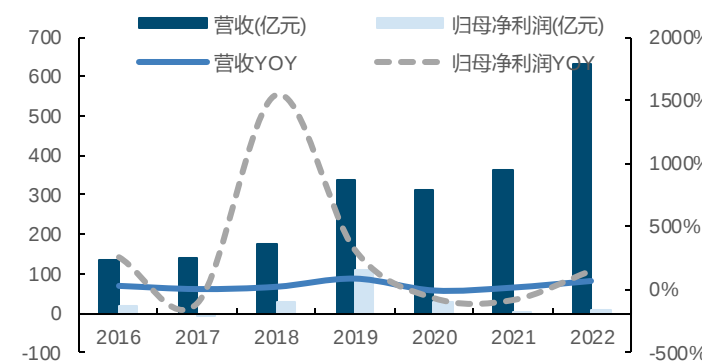
来源：Wind，国金证券研究所

年初以来生猪价格的低迷已经导致行业连续 3 个月去产能，短期生猪供给端压力依旧偏大，根据能繁母猪存栏量、养殖效率等指标判断 2023 年生猪全年销售均价或低于 2022 年，且上半年猪价压力较大，短期猪价的小幅反弹并不足以改变产能变动方向，持续亏损下养殖户预期会发生变化，从而带动行业产能去化速度加快。生猪养殖板块回调后估值处在底部区间，同时资金充足且成本较优的企业依旧保持较好的成长性，有望在未来实现周期与成长共振，生猪养殖板块在产能去化期存在较好投资机会，建议重点关注。中小养殖企业建议关注：巨星农牧、新五丰、唐人神、京基智农等。大型养殖企业建议关注：温氏股份、牧原股份、新希望。

三、禽养殖：盈利端逐步好转，引种受阻助力周期反转

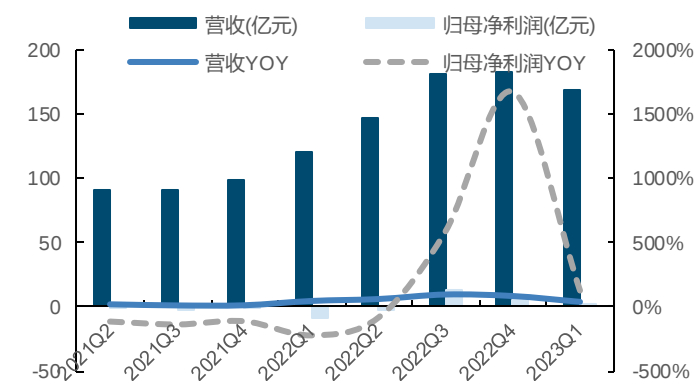
2022 年全年禽类养殖板块实现营业收入 634.10 亿元，同比增长 73.69%；实现归母净利润 7.76 亿元，同比增长 143.68%。2022 全年禽类养殖板块的毛利率为 7.80%，同比减少 1.77pct，净利率为 1.16%，同比增加 0.31pct。禽类养殖板块 2023 年 Q1 实现营收 169.44 亿元，同比增长 40.03%，环比下降 7.43%；实现归母净利润 2.39 亿元，同比增长 129.27%，环比下降 50.70%。2023 年 Q1 禽类养殖板块的毛利率和净利率分别为 7.55%和 1.41%，同比分别增加 5.46pct 和 8.16pct；环比下降 2.60pct 和 1.24pct，一季度白羽鸡价格虽然承压，但是依旧好于去年同期。

图表26: 2022 年禽养殖板块利润好转



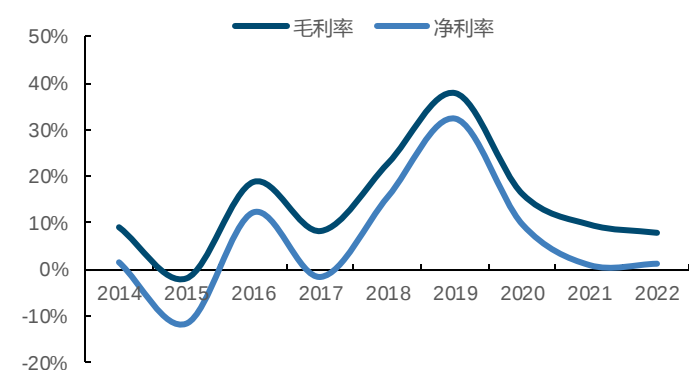
来源: Wind, 国金证券研究所

图表27: 禽养殖板块 2023Q1 承压



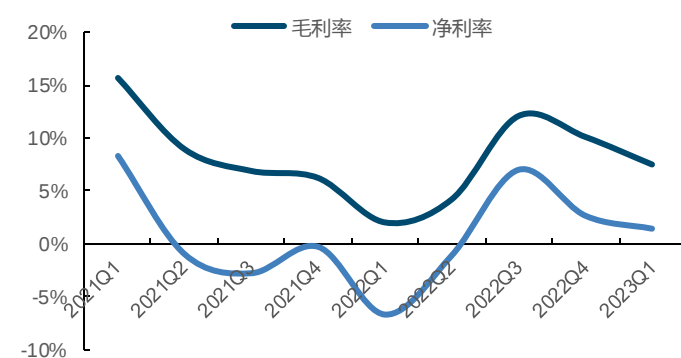
来源: Wind, 国金证券研究所

图表28: 2022 年禽养殖板块毛利率回升



来源: Wind, 国金证券研究所

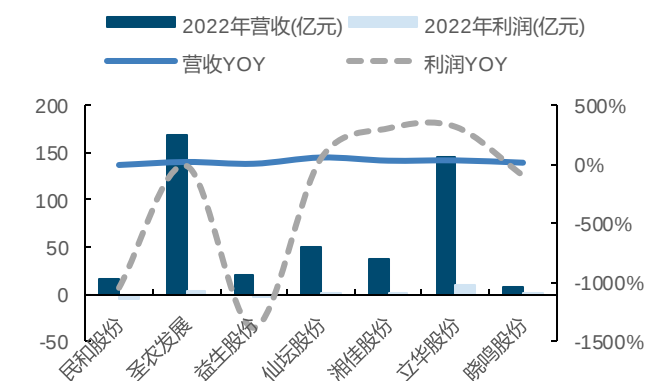
图表29: 2023Q1 禽养殖利润水平回落



来源: Wind, 国金证券研究所

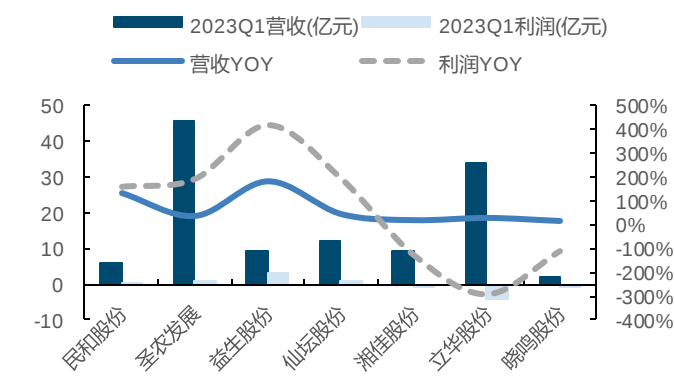
从公司业绩层面来看, 2022 年全年圣农发展、民和股份、益生股份、仙坛股份、立华股份、湘佳股份、晓鸣股份分别实现营业收入 168.17 亿元、16.09 亿元、21.12 亿元、51.02 亿元、38.23 亿元、144.47 亿元和 7.86 亿元, 同比分别+16.15%、-9.39%、+1.04%、+54.06%、+27.20%、+29.79%和+9.96%; 分别实现归母净利润 4.11 亿元、-4.52 亿元、3.67 亿元、1.28 亿元、1.06 亿元、8.91 亿元与 0.07 亿元, 同比分别-8.33%、-1049.51%、-1390.00%、+56.26%、312.30%、+325.18%和-91.05%。除了民和股份外, 各禽类养殖企业营业收入均有所提高, 禽类收入增速差异主要系养殖品种不同以及白羽鸡养殖企业所处产业链环节不同。盈利情况看, 立华股份 2022 年扭亏为盈, 而民和股份和益生股份由盈转亏, 圣农发展与晓鸣股份利润水平有所下滑, 仙坛股份与湘佳股份实现利润增长。分季度来看, 2023 年一季度禽类养殖企业收入端同比均呈现上涨态势, 利润端民和股份、圣农发展、仙坛股份和益生股份利润端同比增长, 其余企业利润端出现下滑, 主要系养殖品种的差异。

图表30: 2022 年禽养殖板块收入利润情况



来源: Wind, 国金证券研究所

图表31: 2023Q1 禽养殖板块收入利润情况



来源: Wind, 国金证券研究所

图表32：白鸡企业因为产业链环节不同导致盈利分化

公司名称	营业收入(亿元)			归母净利润(亿元)		
	2022	2021	同比	2022	2021	同比
民和股份	16.09	17.75	-9.39%	-4.52	0.48	-1049.51%
圣农发展	168.17	144.78	16.15%	4.11	4.48	-8.33%
益生股份	21.12	20.90	1.04%	-3.67	0.28	-1390.00%
仙坛股份	51.02	33.12	54.06%	1.28	0.82	56.26%
湘佳股份	38.23	30.06	27.20%	1.06	0.26	312.30%
立华股份	144.47	111.32	29.79%	8.91	-3.96	325.18%
晓鸣股份	7.86	7.14	9.96%	0.07	0.82	-91.05%

来源：Wind，国金证券研究所

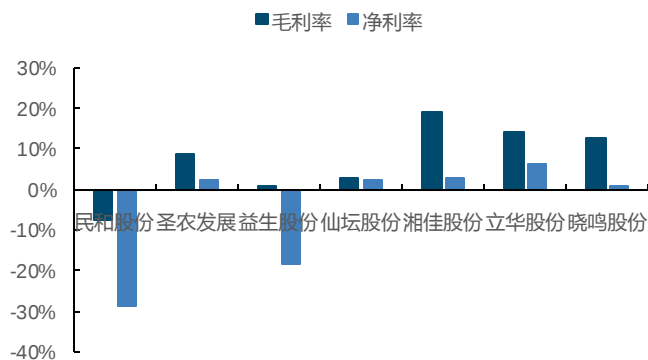
图表33：2023Q1 禽养殖企业收入利润情况

公司名称	营业收入(亿元)			归母净利润(亿元)		
	2023Q1	2022Q1	同比	2023Q1	2022Q1	同比
民和股份	5.78	2.47	133.84%	0.57	-1.83	131.09%
圣农发展	45.37	33.79	34.27%	0.89	-0.65	236.91%
益生股份	9.14	3.20	185.27%	3.14	-2.88	208.96%
仙坛股份	12.22	8.55	42.88%	0.92	-0.44	310.44%
湘佳股份	9.09	7.84	16.03%	-0.28	0.12	-341.63%
立华股份	34.11	27.11	25.83%	-3.91	-1.78	-120.15%
晓鸣股份	2.11	1.88	12.36%	-0.11	0.14	-181.36%

来源：Wind，国金证券研究所

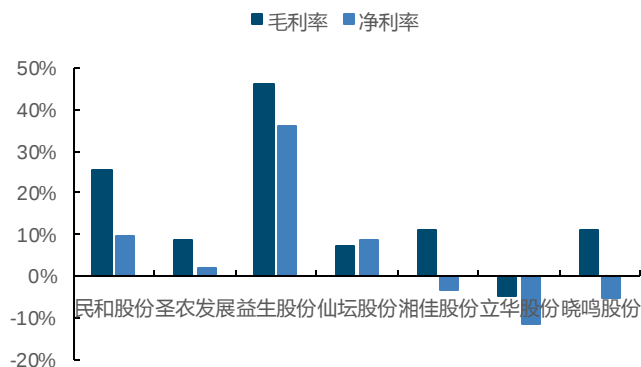
从毛利率角度看，2022 年白羽鸡终端价格较为低迷，上半年鸡苗价格较为低迷，民和股份与益生股份毛利率与净利率均处于较低水平，而圣农发展凭借一体化优势保持相对稳定的盈利水平；黄羽鸡与蛋鸡企业则是保持全年盈利。进入 2023 年 Q1，白羽鸡因为去年引种受阻等因素的影响，鸡苗价格大幅上涨，民和股份与益生股份盈利表现明显好转 2023 年 Q1 民和股份、益生股份与圣农发展的毛利率分别为 25.59%、46.20%与 8.61%。而黄羽鸡价格的回落使得立华股份与湘佳股份在一季度呈现亏损态势，2023Q1 立华股份毛利率为-4.08%，湘佳股份、立华股份和晓鸣股份净利率分别为-3.22%、-11.46%和-5.25%。

图表34：禽养殖企业 2022 年盈利指标



来源：Wind，国金证券研究所

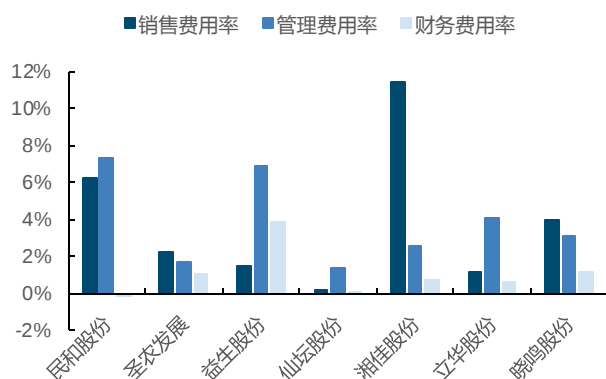
图表35：禽养殖企业 2023Q1 盈利指标



来源：Wind，国金证券研究所

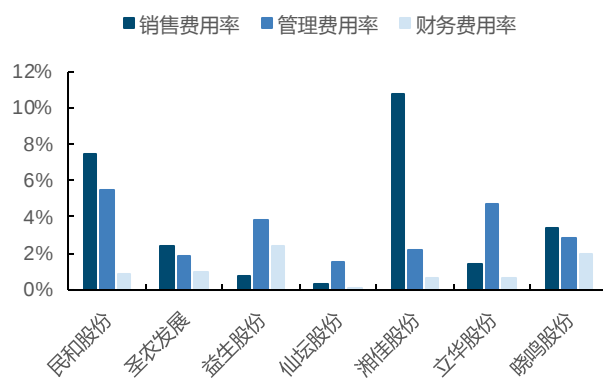
从费用率角度看，各家企业控费能力存在较大差异。湘佳股份的销售费用率处在行业较高水平，益生股份与民和股份的管理费用率较高。从三费综合水平来看，湘佳股份与民和股份的三费费用率处在行业较高水平，2023 年 Q1 分别为 13.75%、13.65%，主要系两家销售投入较大，其他企业的三费费率相对较低。仙坛股份三费费率则在行业最低水平，仅为 1.93%。

图表36：禽养殖企业 2022 年期间费用率



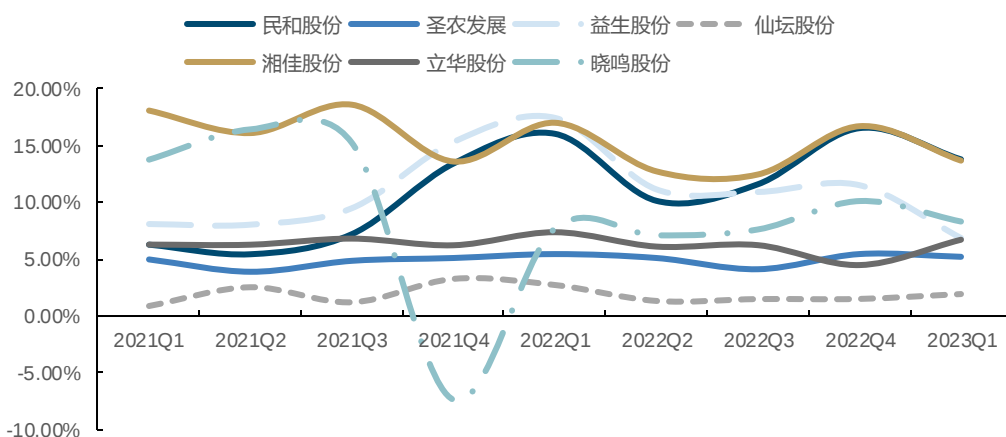
来源：Wind，国金证券研究所

图表37：禽养殖企业 2023Q1 期间费用率



来源：Wind，国金证券研究所

图表38：禽养殖企业单季度期间费用率对比



来源：Wind，国金证券研究所

2022 年销售数据来看，2022 年益生股份鸡苗销量同比增加 38.77%，而民和股份鸡苗销量同比下降。湘佳股份与立华股份则是保持肉鸡销量的稳步增长。2023 年 Q1 统计内企业销量均有所上涨。

图表39：主要禽养殖企业销量数据

公司名称	2022销量 (万羽)	2021销量 (万羽)	YOY	2023Q1销量 (万羽)	2022Q1销量 (万羽)	YOY
民和股份	25,898.79	30,928.05	-16.26%	6,870.07	6,254.36	9.84%
益生股份	65,129.77	46,934.89	38.77%	17,401.09	15,437.18	12.72%
湘佳股份	4,169.38	3,637.02	14.64%	1,109.69	874.92	26.83%
立华股份	40,725.55	37,170.84	9.56%	10,123.05	8,792.82	15.13%

来源：各公司公告，国金证券研究所

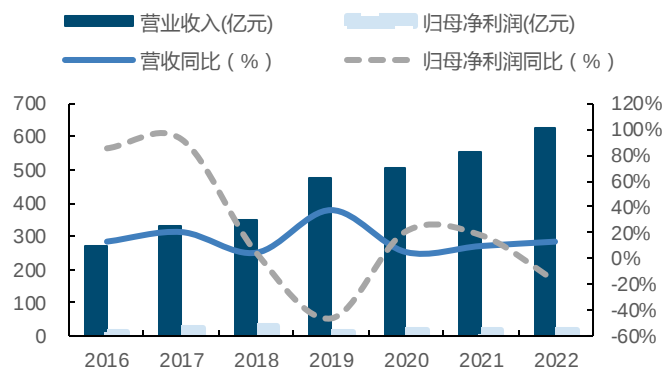
2022 年 5 月以来海外引种受阻使得白羽鸡祖代鸡更新量收缩，预计今年下半年商品代鸡苗与肉鸡供给量会有所收缩，同时消费端的持续恢复会使得白羽鸡板块周期好转。在当下时间点，由于去年年末换羽、延迟淘汰等行为的发生，短期内鸡苗供给相对充足，鸡苗价格可能阶段性表现较弱，随着父母代鸡存栏的下降，鸡苗价格会逐步好转。白羽鸡行业产品价格上行会从父母代种鸡、商品代鸡苗逐步向下游养殖端传导，行业周期反转可期。黄羽鸡经过长期的产能去化，供给端已经有一定的缺口，随着一季度亏损导致的产能持续去化，预计下半年黄鸡价格有所回升，从而带动板块企业盈利好转。建议关注：圣农发展、益生股份、民和股份、立华股份等。

四、种子：行业景气度抬升，新销售季利润修复

种植板块营收稳定增长，行业一季度盈利向好。2022 年种植板块实现营业收入 628.96 亿元，同比增长 13.41%，实现归母净利润 17.85 亿元，同比下降 17.46%，2022 年行业盈利下降主要系部分企业出现大额亏损所致，行业收入端依旧保持稳定上涨态势。板块 2023 年 Q1 实现营业收入 172.77 亿元，同比增长 32.21%，实现归母净利润 16.68 亿元，同比

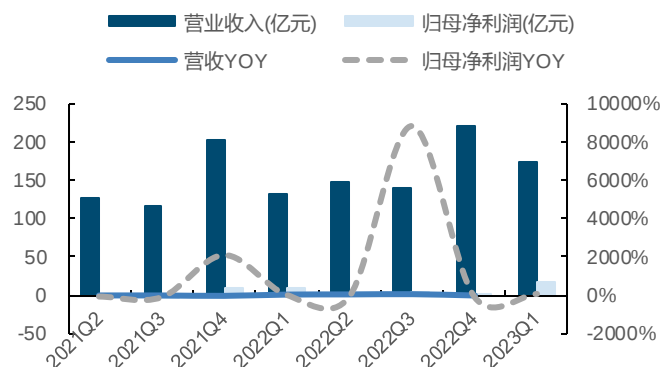
增加 70.07%，板块维持较高景气度。

图表40：2022 年种植业收入稳定增长



来源：Wind，国金证券研究所（申万种植业数据）

图表41：2023 年单季度种植业收入利润情况

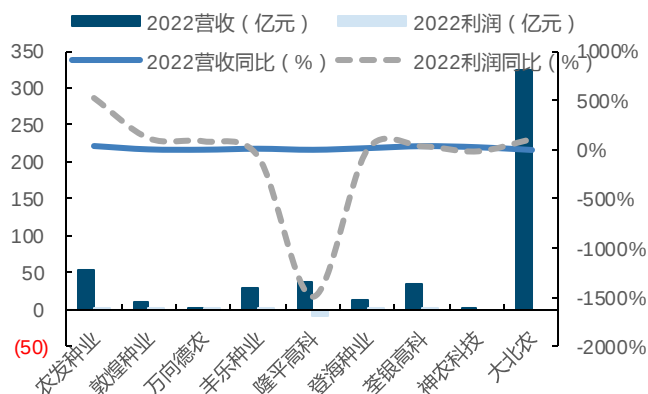


来源：Wind，国金证券研究所（申万种植业数据）

从重点种业公司营收端看，2022 年种业公司均实现营收同比正增长，其中增速较快的为农发种业、荃银高科以及神农科技，分别同比增长 39.42%、38.47%与 28.90%。2023 年 Q1 除登海种业和神农科技外，其余公司均实现营收同比正增长，其中增速较快的为敦煌种业、荃银高科以及农发种业，分别同比增长 70.27%、40.22%与 25.53%，种业公司景气度较好。

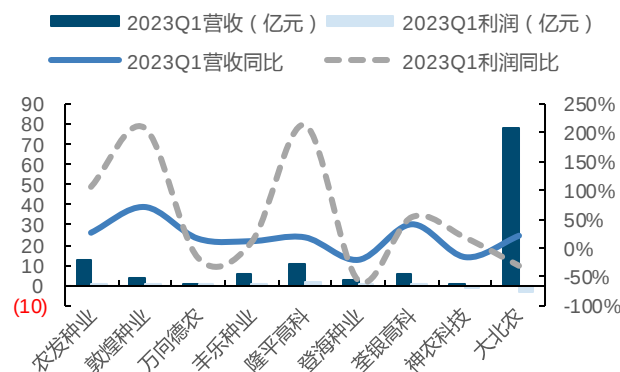
从利润端看，2022 年多数种业公司处在利润端同比增长的状态，其中农发种业增速突出，2022 年实现归母净利润 2.30 亿元，同比增长 533.61%。而隆平高科则为种业公司中利润下滑幅度最大的企业，2022 年从 2021 年的盈利 0.62 亿元转亏损 8.76 亿元，同比减少 1503.53%；隆平高科 2022 年盈利大幅下滑主要系美元贷款的汇兑损益、存货等资产减值、研发费用上升等因素影响。2023 年 Q1 除万向德农、登海种业、大北农，其余公司均实现盈利正增长，其中增速较快的企业有隆平高科、敦煌种业与农发种业，分别同比增长 213.22%、208.42%与 105.90%。

图表42：种业重点公司 2022 年收入利润情况



来源：Wind，国金证券研究所

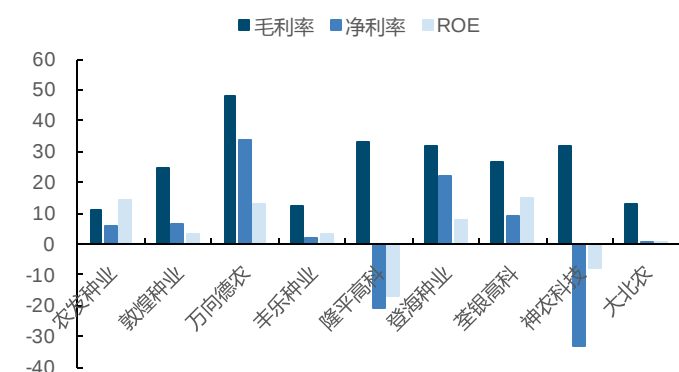
图表43：种业重点公司 2023Q1 收入利润情况



来源：Wind，国金证券研究所

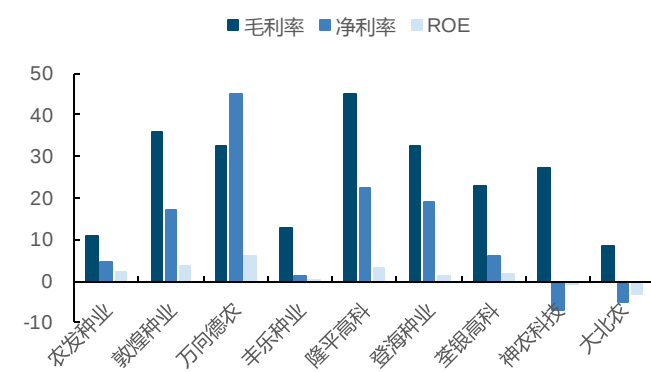
从公司盈利指标看，2022 年种业毛利率水平整体较高，其中万向德农综合表现突出，毛利率/净利率/ROE 分别为 47.76%/33.91%/13.04%；毛利率相对较低的有农发种业、丰乐种业、大北农，分别为 10.77%/12.65%/13.06%，行业总体毛利水平超 10%。其中隆平高科受到当期费用大幅上升以及非经常性损益金额较大的影响，净利率水平较低，神农科技系本期计提资产减值损失原因导致净利率下降。2023 年 Q1 万向德农依旧有较好的盈利表现，毛利率/净利率/ROE 分别为 32.69%/44.94%/5.85%，其中净利率高于毛利率主要系投资收益所致，隆平高科实现毛利率与净利率修复至行业领先水平，毛利率/净利率/ROE 分别为 45.13%/22.24%/3.30%，农发种业、丰乐种业、大北农毛利率仍然处于相对低位。

图表44: 种业重点公司 2022 年盈利指标



来源: Wind, 国金证券研究所

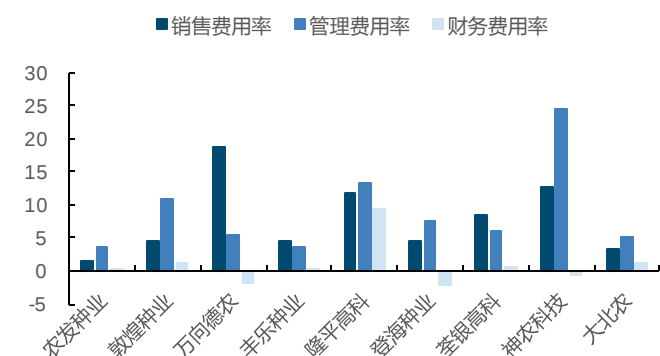
图表45: 种业重点公司 2023 年 Q1 盈利指标



来源: Wind, 国金证券研究所

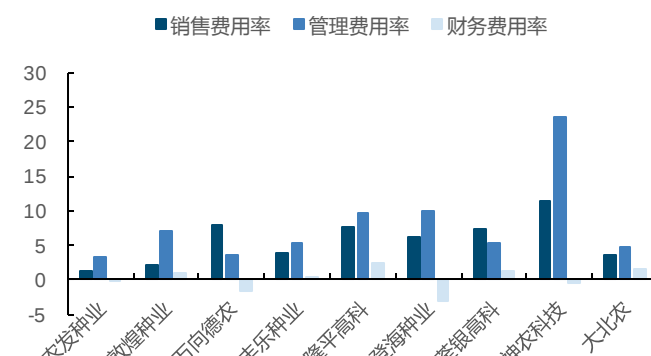
从费用情况看, 行业整体费用率略有上升。2022 年个股合计期间费用率前三名为神农科技、隆平高科、万向德农, 分别为 36.55%、34.60%与 22.37%。其中单项费用率最高的分别为: 万向德农 18.71%的销售费用率, 神农科技 24.50%的管理费用率与隆平高科 9.42%的财务费用率; 其中期间费用率较低的为农发种业、丰乐种业与登海种业, 分别为 5.30%、8.45%与 9.89%。2023 年 Q1 个股合计期间费用率前三名为神农科技、隆平高科与荃银高科, 分别为 34.59%、19.77%与 14.08%。其中神农科技的销售费用率、管理费用率均为最高, 分别为 11.31%与 23.70%, 隆平高科仍财务费用率最高, 达 2.31%。

图表46: 种业重点公司 2022 年期间费用率



来源: Wind, 国金证券研究所

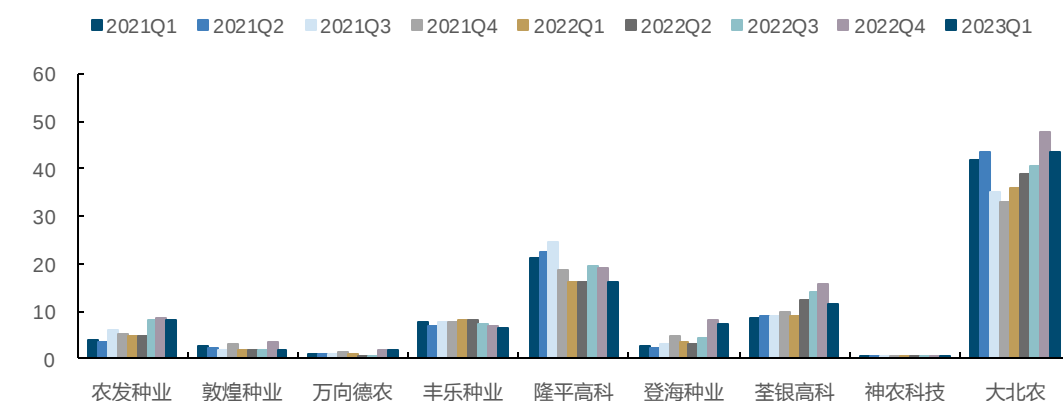
图表47: 种业重点公司 2023 年 Q1 期间费用率



来源: Wind, 国金证券研究所

从库存情况来看, 2023 年 Q1 统计的 9 家公司中有 6 家库存较去年同期增加: 农发种业存货 8.30 亿元, 同比增加 78.07%; 万向德农存货 1.97 亿元, 同比增加 84.12%; 登海种业存货 7.17 亿元, 同比增加 106.40%; 荃银高科存货 11.69 亿元, 同比增加 27.18%; 神农科技存货 0.67 亿元, 同比增加 21.51%; 大北农存货 43.39 亿元, 同比增加 20.16%。3 家种子子公司存货较去年同期有所降低: 隆平高科存货 16.20 亿元, 同比减少 0.51%; 丰乐种业存货 6.64 亿元, 同比减少 20.01%; 敦煌种业存货 1.97 亿元, 同比减少 4.23%。

图表48: 重点种业公司库存情况 (亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所

粮食安全是国家经济社会平稳发展的根基，始终是建设农业强国的头等大事，而种子作为粮食生产的重要媒介，振兴种业是我国要实现粮食安全的重要途径。2023 年一号文件强调全面实施生物育种，有序扩大试点范围，规范种植管理，而近期生物育种相关文件的发布再次强调了国家推行生物育种的决心。2022 年销售季玉米种子销售较好，优质品种呈现供不应求态势，预计今年玉米种业景气度有望维持。随着我国对种业知识产权保护的层层加码和转基因作物商业化，种业竞争格局有望改善，行业集中度提升可期，具有核心育种优势的龙头种企有望快速成长。建议关注：隆平高科、大北农、登海种业等。

五、风险提示

产能去化不及预期——去产能幅度不足可能使得养殖产品价格涨幅有限。

转基因玉米推广进程延后——转基因推进需要政策推动；

动物疫病爆发——动物疫病爆发将使养殖行业大额亏损；

农产品价格波动——农产品价格大幅波动使得盈利受到影响。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海 电话：021-60753903 传真：021-61038200 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn 邮编：201204 地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	北京 电话：010-85950438 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn 邮编：100005 地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	深圳 电话：0755-83831378 传真：0755-83830558 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn 邮编：518000 地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号 嘉里建设广场 T3-2402
--	--	--