

农林牧渔

报告日期：2023年06月06日

养殖持续亏损，把握底部机会

——行业周报

投资要点

□ 摘要

生猪养殖连续亏损5个月，产业端信心低迷，规模场仔猪报价开始下降，产业链利润收缩有望进一步强化产能去化预期。

□ 本周核心观点

【生猪养殖】仔猪掉价或加强去化预期

上周（2023/5/29—2023/6/2）全国生猪均价 14.50 元/kg，环比上涨 1.27%，同比下跌 8.43%；自繁自养亏损 313.57 元/头，环比亏损减轻 7.30%，同比加重 109.39%；外购养殖出栏亏损 171.28 元/头，环比亏损减轻 16.04%，同比加重 421.89%；本周仔猪均价 35.68 元/kg，环比上涨 1.28%，同比上涨 0.30%；二元母猪价格 32.19 元/kg，环比上涨 0.17%，同比下跌 9.76%。

5月产业数据跟踪：猪价磨底，去化延续

（1）5月猪价反弹乏力，行业延续亏损。

据博亚和讯，5月全国生猪均价 14.41 元/公斤，环比下降 0.26%，同比下降 6.75%；自繁自养利润为 -327.36 元/头，环比上升 2.71%，同比下降 63.27%。

（2）仔猪供应减少，仔猪补栏情绪降温。

5月断奶仔猪由22年12月配种母猪生产，当时猪价下行，加上冬季疫病扰动，母猪配种率有所下降，导致今年4月新生仔猪量减少，进而导致5月份断奶仔猪供应量减少，据博亚和讯，5月断奶仔猪供应量环比下降 0.98%。

5月产业端信心逐渐低迷，市场补栏情绪有所降温，仔猪价格整体震荡偏弱。据博亚和讯，5月仔猪均价 34.83 元/公斤，环比下降 1.64%，同比上升 5.64%。

（3）母猪产能持续去化，但降幅或有所收窄。

持续亏损背景下，5月份转入初产母猪数量有所减少，整体母猪淘汰量大于转入初产量，据博亚和讯，5月末能繁母猪存栏环比下降 0.17%，环比降幅较4月收窄；5月淘汰母猪均价 12.02 元/公斤，环比上升 0.15%，同比上升 3.44%。

Q3猪价或阶段性上涨，仔猪掉价或加强去化预期

2023年年初以来仔猪腹泻、蓝耳、非洲猪瘟等疫病导致养殖场仔猪出现不同程度受损，对应三季度或将出现供应断档，猪价或在二季度末开启阶段性上涨。

5月底以来规模场仔猪报价持续走弱，反映长时间亏损背景下产业端信心低迷，行业补栏仔猪情绪降低。外销仔猪降价导致上游种猪场盈利减少，全行业利润收缩，行业现金流进一步收紧，我们维持产能持续去化的判断。

投资建议：近期上市公司头均市值已经跌至重置成本区间，板块配置的性价比较高。周期底部我们首先推荐有国企背景、兼具安全边际和出栏弹性的【新五丰】

【天康生物】；其次推荐相对经营稳健的【牧原股份】【温氏股份】；同时重点关注有出栏弹性和成本优势的【巨星农牧】【华统股份】。

【白羽肉鸡】商品代鸡苗供应压力有望逐步缓解

5月产业数据跟踪：父母代鸡苗价格高位运行，商品代苗价持续走低

（1）在产祖代存栏小幅回升，父母代鸡苗高位运行

受22年引种减少影响，23年上半年在产祖代持续降低，对应父母代鸡苗供应不断减少，5月父母代鸡苗补栏情绪降温，但父母代鸡苗供应紧张，鸡苗价格高位运行。根据畜牧业协会数据，截至5月28日，后备祖代种鸡存栏 60.7 万套，月环比下降 1.41%，同比上涨 4.42%；全国在产祖代鸡存栏 111.99 万套，月环比上

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 《生猪产能持续去化，非瘟疫苗再进一步》 2023.05.29

2 《猪价继续磨底，把握低估值配置机会》 2023.05.15

3 《寒冬已至，继续磨底》 2023.05.07

涨 4.2%，同比下降 3.17%；父母代鸡苗价格 57.89 元/套，月环比下降 4.39%，同比上涨 269.52%。

（2）在产后备存栏下滑，商品代鸡苗价格走低

根据畜牧业协会数据，在产父母代存栏在 23 年 4 月第 2 周达到 2261.4 万套的高位，之后延续下降趋势，截至 5 月 28 日，后备父母代种鸡存栏 1607.87 万套，月环比上涨 1.92%，同比上涨 10.82%；在产父母代种鸡存栏 2128.8 万套，月环比下降 4.89%，同比上涨 4.14%。

鸡苗价格持续走低。23 年春节以后在产父母代存栏小幅回升，补栏明显增多，5 月份鸡苗供应充裕，但由于商品肉鸡出栏亏损，5 月中下旬鸡苗补栏相对谨慎，鸡苗价格持续走低。根据畜牧业协会数据，截至 5 月 28 日，商品代鸡苗价格降至 2.78 元/只，月环比下降 16.93%，同比上涨 4.77%。

（3）毛鸡供应增加，鸡价高位回落。

受 3-4 月份肉鸡苗补栏增加影响，5 月份肉鸡出栏环比增加明显，下游屠企亏损，对毛鸡价格支撑力度有限，毛鸡价格高位回落，据博亚和讯，5 月毛鸡均价 9.52 元/公斤，环比下降 8.9%，同比上涨 4%。

（4）消费低迷，冻品走货缓慢。

5 月鸡肉产品消费低迷，贸易商谨慎拿货，冻品库存升至 80%以上，鸡肉冻品价格持续下跌，屠宰企业陷入亏损。据博亚和讯，5 月份鸡肉产品综合售价 11530 元/吨，环比下跌 3.9%，同比上涨 9.3%；5 月份屠宰企业平均亏损 0.62 元/羽，亏损程度环比收窄 63.5%，同比收窄 55.7%。

Q3 鸡苗供应或迎来拐点，苗价有望重回增长

在产父母代种鸡基本决定当期的商品代鸡苗供应，我们判断伴随在产父母代种鸡存栏逐渐减少，Q3 商品代鸡苗供应压力或有所缓解，同时伴随饲料价格下降带来出栏成本降低，肉鸡养殖恢复盈利或刺激补栏积极性提高，鸡苗价格有望企稳回升。

投资建议：关注商品代鸡苗价格再次上涨的催化信号，建议关注以鸡苗销售为主高弹性组合【益生股份】【民和股份】；价值组合重点关注一体化产业链的【圣农发展】【禾丰股份】。

【动保】非瘟疫苗产业化再进一步

非瘟亚单位疫苗研发已有实质进展。4 月份兰研所和中科院上报非瘟亚单位疫苗应急评价，当前进展顺利。据 5 月 24 日兰州晚报发布《“国重室”重组“强心”——兰州科学城生物谷建设已在路上》文章，文中兰研所所长表示“非洲猪瘟亚单位疫苗攻关取得了良好进展，非洲猪瘟疫苗研究已完成药品生产质量管理规范静态验收，向实现产业化迈出了关键一步”。我们认为若安全、优质的非瘟疫苗实现商业化应用，参考口蹄疫疫苗，行业或迎来强扩容，协助研发的相关企业有望率先获得生产资质，抢占市场份额，进一步打开长期增量空间。

宠物疫苗进展或超预期。当前国产猫三联疫苗基本完成评审申报，部分企业已完成评审，若后续流程顺利推进，最快有望于 23 年下半年推出上市。国产猫三联疫苗仍为空白市场，首批取得生产文号推出产品的企业将率先完成进口替代突破，且随着国内宠物猫数量逐年增长，国产猫三联渗透率亦将进一步提升。

投资建议：其一推荐非瘟疫苗受益标的【生物股份】【普莱柯】【中牧股份】；其二建议关注率先进行宠物药板块布局的【瑞普生物】。

- **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、第三方数据偏差风险。

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
2.1 生猪养殖	8
2.2 肉禽动态	9
2.3 粮食价格动态	10
2.4 糖和棉花价格动态	11
2.5 饲料动态	12
2.6 水产养殖	13
3. 新闻动态	14
3.1 企业动态	14
4. 风险提示	14

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

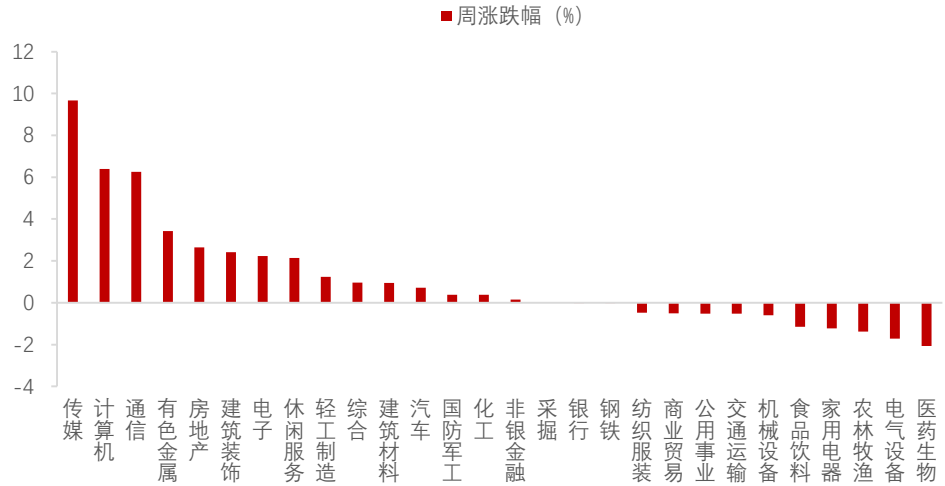
1 行情回顾

1.1 行业表现

农林牧渔板块跑输大盘。上周(2023/5/29—2023/6/2)28个申万一级行业中15个上涨,2个下跌,11个持平。上证综指收于3,230.07,周上涨0.55%;沪深300指数收于3,861.83,周上涨0.28%;申万农林牧渔指数收于2,928.22,周下跌1.38%,跑输上证综指1.93个百分点,跑输沪深300指数1.66个百分点,在28个申万一级行业中排名第26位。

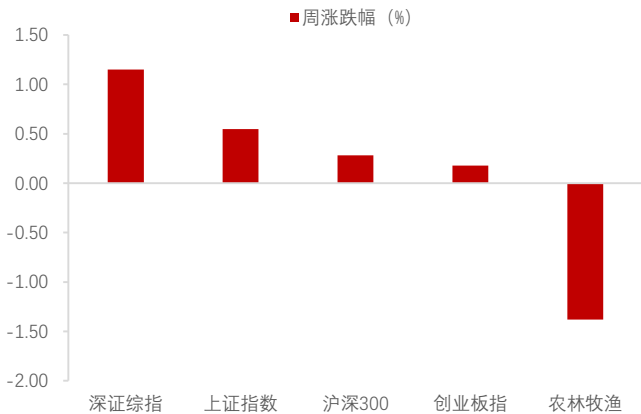
从农林牧渔子板块来看,上周种植业/动物保健/农产品加工/饲料/渔业/畜禽养殖板块涨跌幅分别为1.76%/-1.82%/-0.04%/-1.71%/0.84%/-2.57%。

图1: 上周各申万一级行业涨跌幅排名



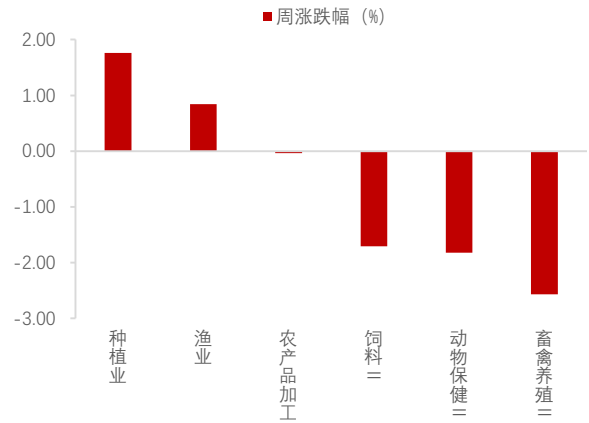
资料来源: Wind、浙商证券研究所

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

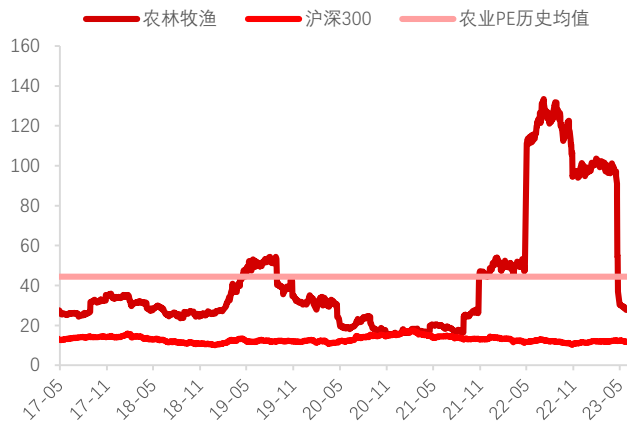


资料来源: Wind、浙商证券研究所

1.2 估值表现

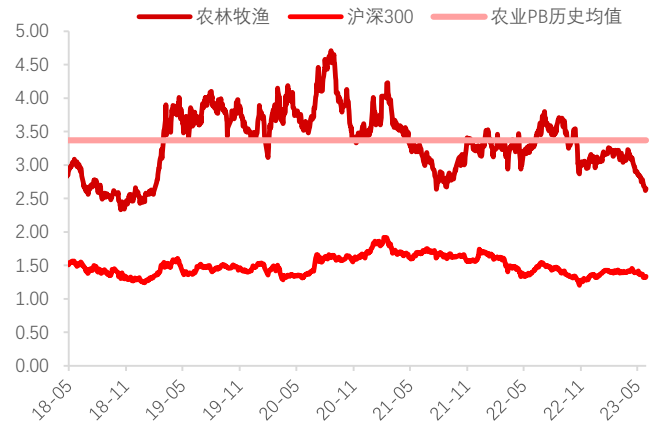
截至2023年6月2日,申万一级农林牧渔行业的市盈率PE(TTM)为28.01倍,市净率PB为2.65倍。

图4: 农林牧渔行业市盈率 PE (TTM) 变化情况



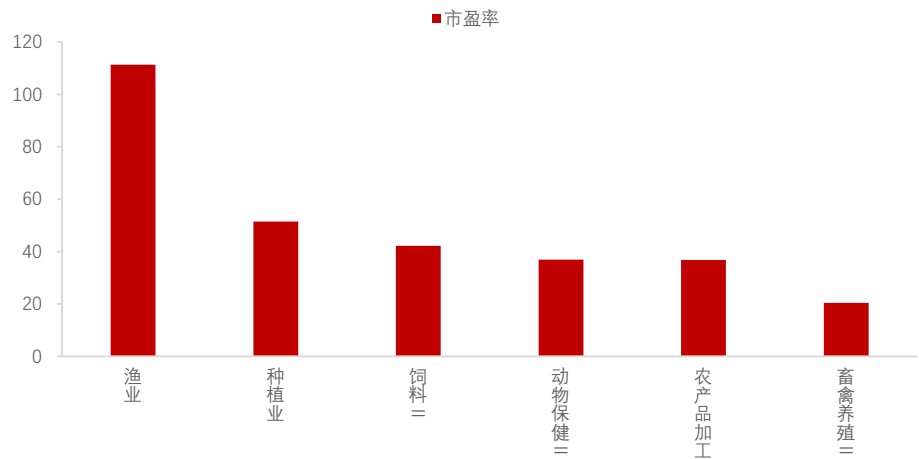
资料来源: Wind、浙商证券研究所

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名的个股分别是福建金森(7.60%)、新赛股份(7.48%)、*ST东洋(7.04%)、华英农业(5.95%)、农发种业(5.09%);跌幅位居前五的分别是益生股份(-7.33%)、绿康生化(-7.22%)、晨光生物(-6.56%)、大禹节水(-5.31%)、牧原股份(-4.81%)。

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(%)
002679.SZ	福建金森	7.60	300313.SZ	天山生物	-3.55
600540.SH	新赛股份	7.48	002311.SZ	海大集团	-3.58
002086.SZ	*ST东洋	7.04	002688.SZ	金河生物	-3.88
002321.SZ	华英农业	5.95	300175.SZ	朗源股份	-4.09
600313.SH	农发种业	5.09	000972.SZ	ST中基	-4.47
002852.SZ	道道全	4.71	002714.SZ	牧原股份	-4.81
300511.SZ	雪榕生物	4.36	300021.SZ	大禹节水	-5.31
002746.SZ	仙坛股份	4.30	300138.SZ	晨光生物	-6.56
200505.SZ	京粮B	3.20	002868.SZ	绿康生化	-7.22
002891.SZ	中宠股份	3.15	002458.SZ	益生股份	-7.33

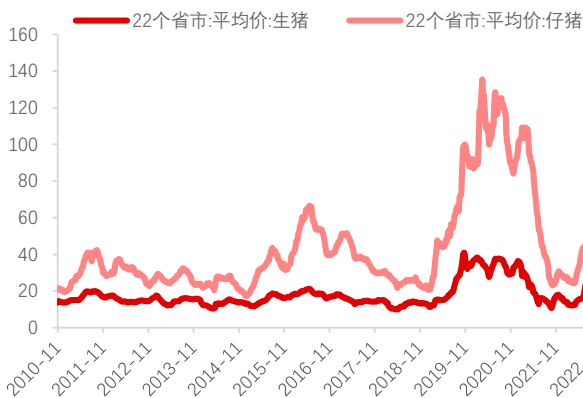
资料来源: Wind、浙商证券研究所

2. 行业动态跟踪

2.1 生猪养殖

猪价横盘弱调，周均价略涨。上周（2023/5/29—2023/6/2）全国生猪均价 14.50 元/kg，环比上涨 1.27%，同比下跌 8.43%；猪粮比 5.34: 1，环比上涨 0.97%，猪料比价 3.83: 1，环比上涨 1.53%；自繁自养亏损 313.57 元/头，环比亏损减轻 7.30%，同比加重 109.39%；外购养殖出栏亏损 171.28 元/头，环比亏损减轻 16.04%，同比加重 421.89%；本周仔猪均价 35.68 元/kg，环比上涨 1.28%，同比上涨 0.30%；二元母猪价格 32.19 元/kg，环比上涨 0.17%，同比下跌 9.76%。

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



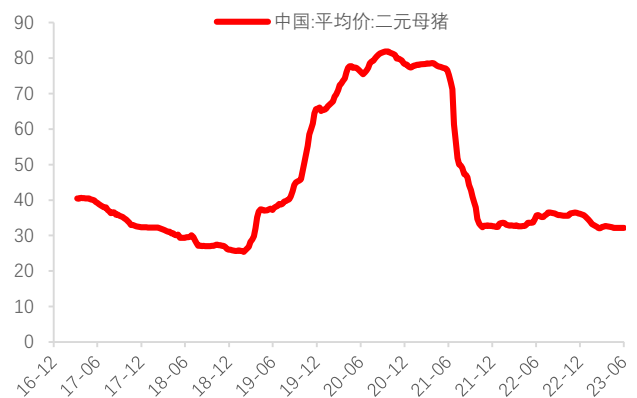
资料来源：Wind、浙商证券研究所

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）



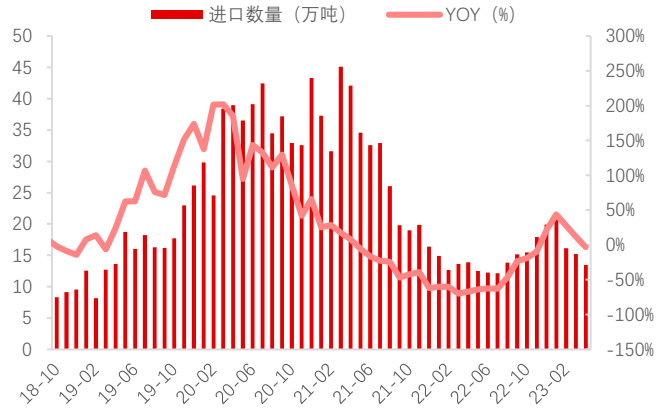
资料来源：Wind、浙商证券研究所

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)

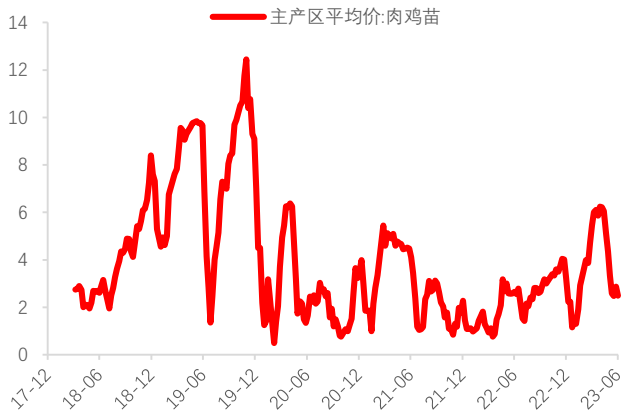


资料来源: Wind、浙商证券研究所

2.2 肉禽动态

1. 白羽肉鸡: 毛鸡价格继续回落, 苗价震荡下跌。上周(2023/5/29—2023/6/2)鸡肉产品出货依旧缓慢, 屠宰企业销售难度较大, 肉毛鸡供应量增加, 毛鸡价格继续回落, 而鸡苗补栏谨慎, 苗价持续下跌。主产区毛鸡均价 9.42 元/公斤, 环比下跌 1.67%, 同比下跌 0.63%; 鸡肉产品综合售价 11.25 元/公斤, 环比下跌 0.44%; 鸡苗价格 2.49 元/羽, 环比下跌 13.24%。

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)



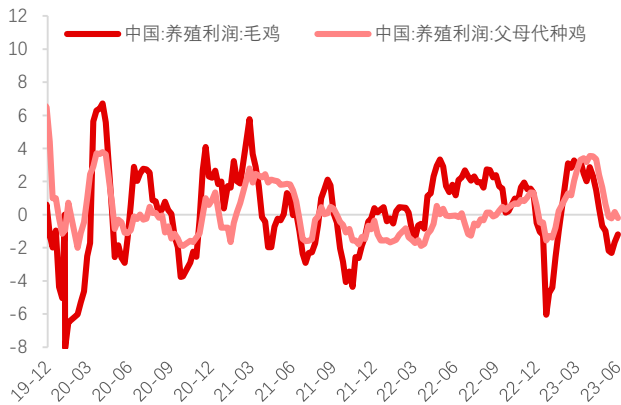
资料来源: Wind、浙商证券研究所

图16: 白条鸡平均价走势(元/公斤)



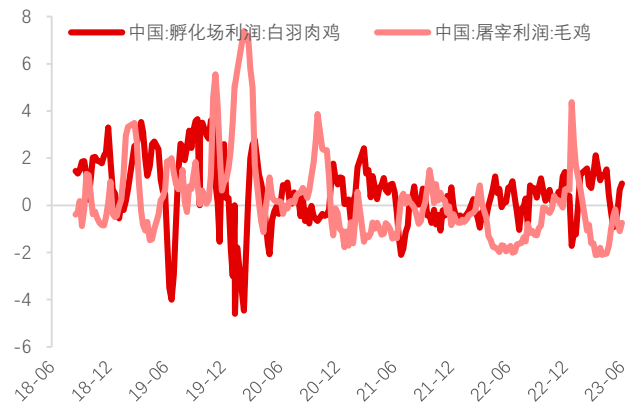
资料来源: Wind、浙商证券研究所

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

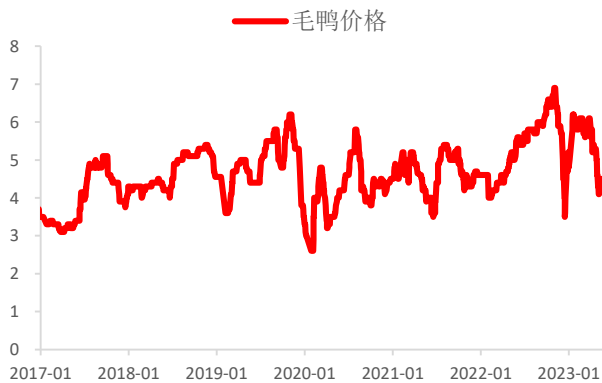
图18: 白羽肉鸡孵化场利润、毛鸡屠宰利润 (元/羽)



资料来源: Wind、浙商证券研究所

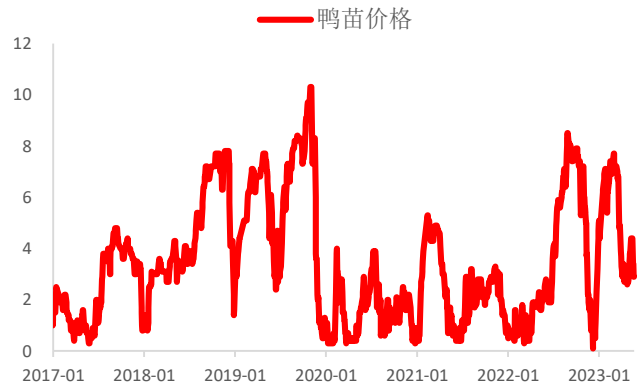
2. 肉鸭: 肉鸭价格回落, 鸭苗继续下跌。上周鸭肉产品走货一般, 活禽市场平淡, 肉鸭价格震荡回落; 鸭苗供应量增加, 鸭苗补栏谨慎, 苗价继续下跌。肉鸭价格 3.80 元/公斤, 环比下跌 9.52%; 鸭苗价格 2.90 元/羽, 环比下跌 14.71%。

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、小麦现货价格小幅上涨、大豆、豆粕现货价格下跌明显。截至6月2日, 玉米现货均价为 2,756.04 元/吨, 环比上涨 0.27%; 小麦现货均价为 2,806.11 元/吨, 环比上涨 3.10%; 大豆现货均价为 4,774.21 元/吨, 环比下跌 2.08%; 豆粕现货均价为 3,826.86 元/吨, 环比下跌 4.98%。

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: 大豆现货均价(元/吨)



资料来源: Wind、浙商证券研究所

图24: 豆粕现货均价(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. 白糖价格呈上涨趋势。截至6月2日,一级白糖经销价为7,130.00元/吨,环比上涨0.85%;截至6月1日,原糖国际现货价为24.75美分/磅,环比上涨0.77%。

2. 国内棉花价格小幅回落,国际棉花现货价格上涨。截至6月2日,国内棉花现货均价为16,446.92元/吨,环比下跌0.09%;截至5月22日,国际棉花现货均价为0.836美元/磅,环比上涨1.83%。

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

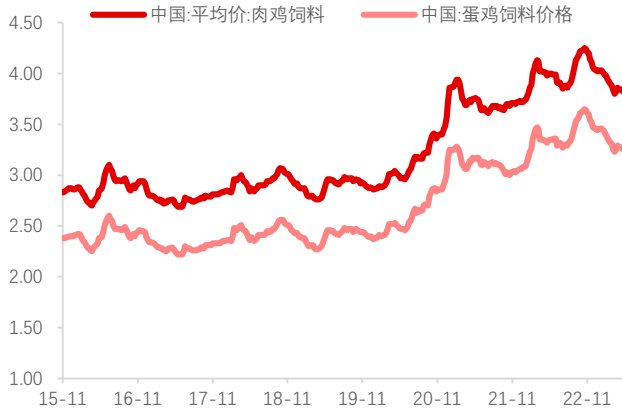
2.5 饲料动态

1. 饲料价格动态

肉鸡饲料、蛋鸡饲料价格环比下跌。截至5月24日，肉鸡饲料均价为3.81元/公斤，环比下跌0.78%；蛋鸡饲料均价为3.24元/公斤，环比下跌0.92%。

猪饲料价格环比下跌。截至6月2日，育肥猪配合饲料均价为3.79元/公斤，环比下跌0.26%。

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)

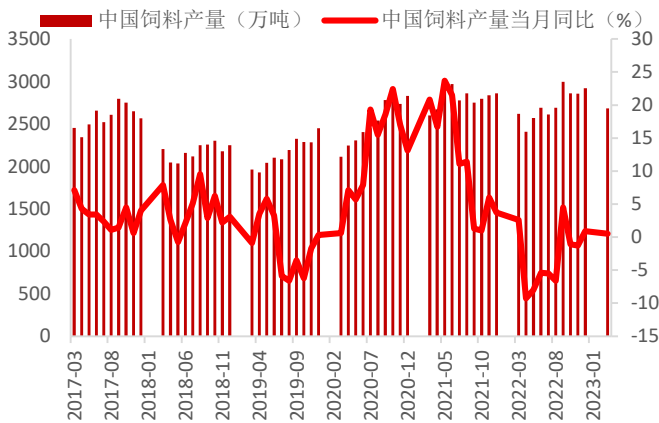


资料来源: Wind、浙商证券研究所

2. 饲料产量动态

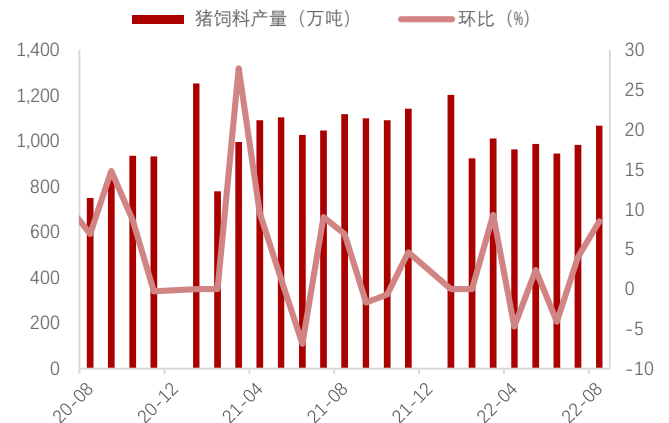
根据饲料工业协会的数据,2022年全国工业饲料总产量30223.4万吨,比上年增长3.0%。分品种看,猪饲料产量13597.5万吨,增长4.0%;蛋禽饲料产量3210.9万吨,下降0.6%;肉禽饲料产量8925.4万吨,增长0.2%;反刍动物饲料产量1616.8万吨,增长9.2%;水产饲料产量2525.7万吨,增长10.2%。

图31: 饲料产量月度变化(万吨)



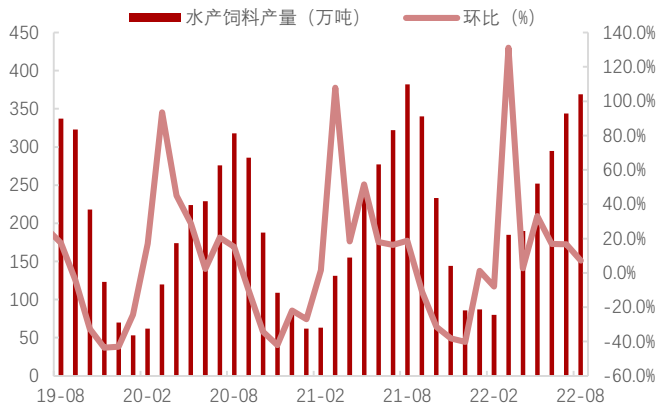
资料来源: Wind、浙商证券研究所

图32: 猪饲料产量月度变化



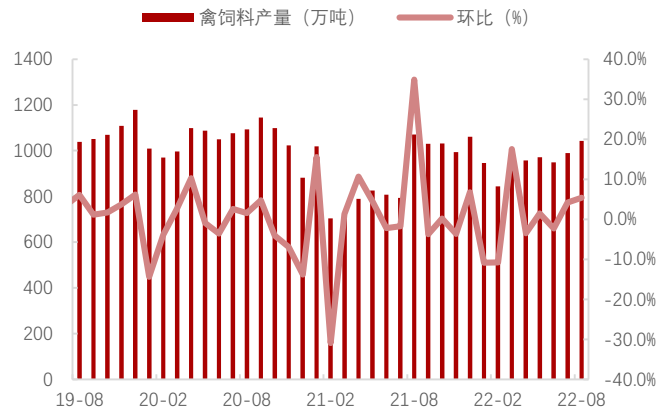
资料来源: Wind、浙商证券研究所

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



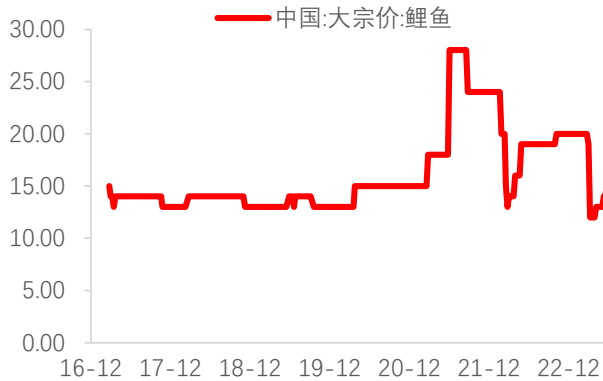
资料来源: Wind、浙商证券研究所

2.6 水产养殖

1. **鱼价:** 截至6月2日, 鲤鱼均价为15.00元/公斤, 周环比持平; 草鱼均价为17.00元/公斤, 周环比持平; 鲫鱼均价为24.00元/公斤, 周环比持平; 大带鱼均价为52.00元/公斤, 周环比持平。

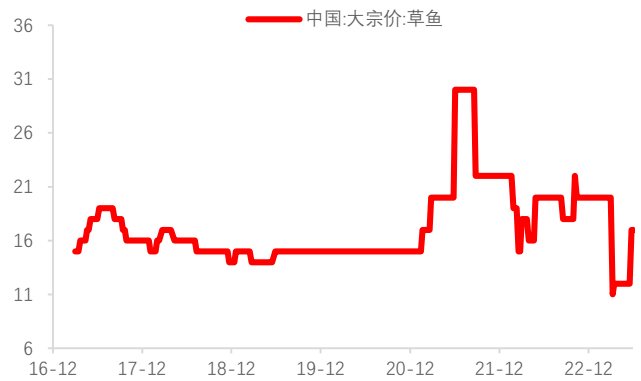
2. **海产品价格:** 截至5月26日, 海参均价为130.00元/公斤, 周环比持平; 扇贝均价为10.00元/公斤, 周环比下跌16.67%; 对虾均价为280.00元/公斤, 周环比持平; 鲍鱼均价为120.00元/公斤, 周环比持平。

图35: 鲤鱼均价(元/公斤)



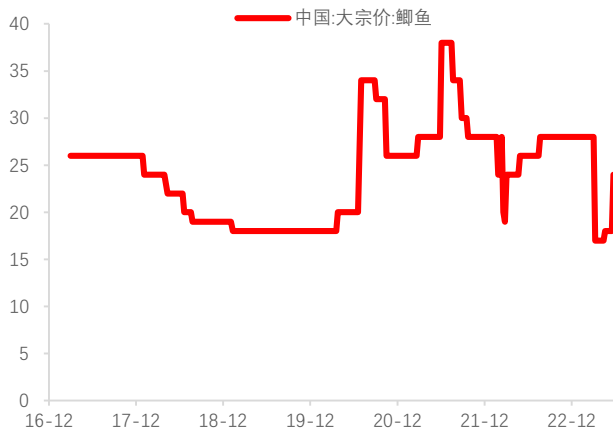
资料来源: Wind、浙商证券研究所

图36: 草鱼均价(元/公斤)



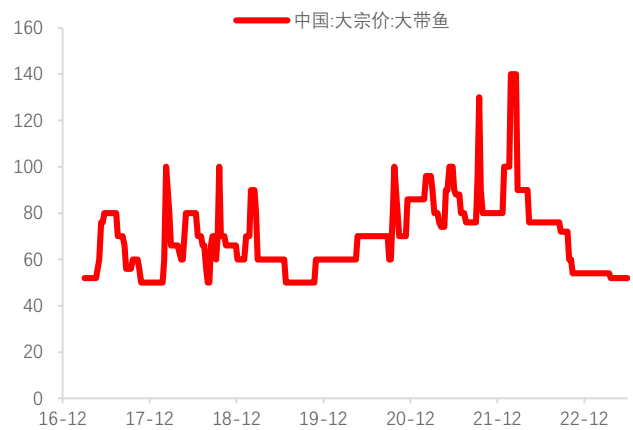
资料来源: Wind、浙商证券研究所

图37: 鲫鱼均价(元/公斤)



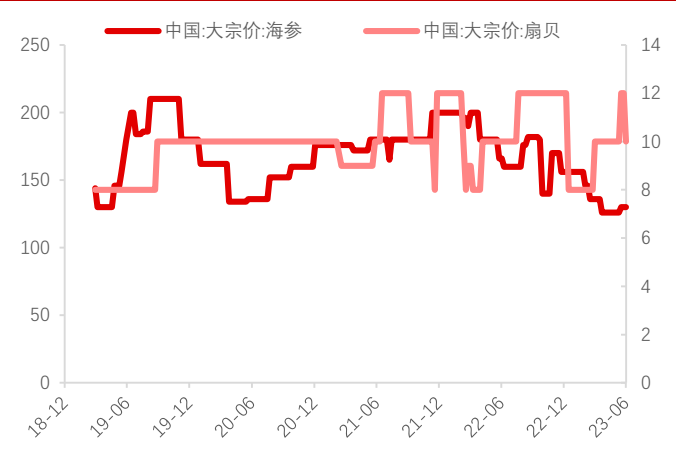
资料来源: Wind、浙商证券研究所

图38: 大带鱼均价(元/公斤)



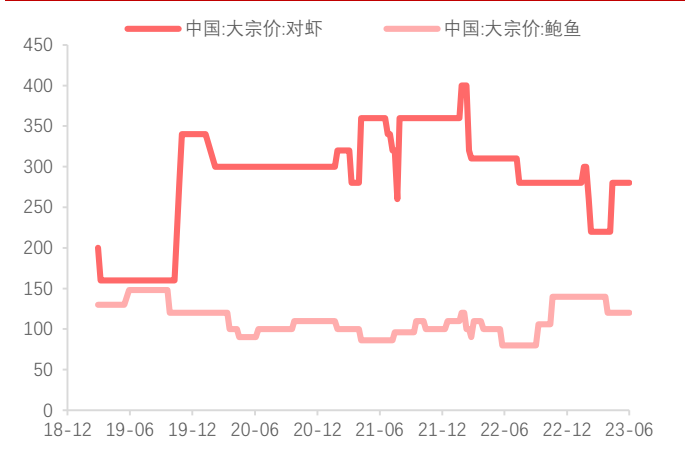
资料来源: Wind、浙商证券研究所

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、牧原股份: 5月末公司能繁母猪约298万头。

公司6月4日发布公告,5月末公司能繁母猪数量约298万头,5月份公司配种数量超过70万窝,公司养殖场建设速度较过去几年速度放缓。今年公司预计出栏生猪6500万头-7100万头。近两个月公司商品猪养殖完全成本在15.3元/kg左右,下半年公司养殖成本预计将保持下降趋势。

2、神农集团: 公司截止4月末存栏经产母猪6.5万头、后备母猪2.8万头。

公司5月26日发布公告,公司截止4月末存栏经产母猪6.5万头、后备母猪2.8万头。公司在云南(昆明、澄江、大理、陆良、挖色)和广西(南宁)地区已建成投产6个饲料生产工厂,主要生产养殖各阶段猪用配合饲料、浓缩饲料、预混饲料和部分禽类饲料、反刍饲料产品。现有生产基地年产能达120万吨,满足公司养殖业务对饲料产品的需求,同时可销售给外部的畜牧企业及养殖场;随着公司养殖规模的逐步扩大,以及幼龄动物饲料产品的提质升级需要,公司计划于2023年在广西大新、云南石林再开工新建两个饲料工厂分别用于生产小中大猪料、幼龄动物饲料产品。

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) 第三方数据偏差风险。

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>