

去化加速逐步验证，珍惜板块估值底部

——行业周报

投资要点

□ 摘要

5月去化逻辑兑现，规模场仔猪价格持续下降，有望驱动生猪产能加速出清，珍惜生猪板块估值底部机会。

□ 本周核心观点

【生猪养殖】5月去化逻辑兑现，仔猪掉价或加速产能出清

本周全国生猪均价 14.31 元/kg，环比下跌 0.54%，同比下跌 11.32%；自繁自养亏损 325.66 元/头，环比亏损加重 1.19%，同比加重 172.62%；外购养殖出栏亏损 240.26 元/头，环比亏损加重 26.65%，同比加重 381.40%；仔猪均价 31.90 元/kg，环比下跌 8.60%，同比下跌 10.11%；二元母猪价格 32.08 元/kg，环比下跌 0.18%，同比下跌 9.64%。

需求疲软，现货反弹压力大。2023 年年初以来仔猪腹泻、蓝耳、非洲猪瘟等疾病导致养殖场仔猪出现不同程度受损，对应 6-7 月份理应出现阶段性的生猪出栏减量，为猪价上涨提供支撑。但伴随气温上升压制肉类消费，鲜品走货不畅，冻品库存保持在相对高位，屠宰企业维持较低开工率，对猪价支撑力度十分有限，生猪现货价格或将继续磨底，阶段性的供应断档能否带来猪价的上涨尚需观察。

5月去化逻辑兑现，仔猪掉价或加速产能出清。5月份全国能繁母猪存栏环比下降 0.6%，连续 5 个月回调，产能连续去化的逻辑逐步兑现。5月底以来规模场仔猪报价持续走弱，部分规模仔猪成交价逼近盈利平衡线，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。外销仔猪盈利减少，饲养母猪的性价比较低，有望进一步驱动生猪产能加速去化。

投资建议：目前上市公司头均市值均处于历史较低分位数，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】【唐人神】。

【白羽肉鸡】产能拐点临近，苗价或企稳回升

本周主产区毛鸡均价 8.83 元/公斤，环比下跌 4.33%，同比下跌 9.90%；鸡肉产品综合售价 10.76 元/公斤，环比下跌 1.74%；鸡苗价格 2.45 元/羽，环比上涨 1.66%。

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 5 月中旬以来产父母代种鸡存栏持续减少，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】下半年经营压力仍大，关注非瘟疫苗催化

下半年动保企业经营压力仍大，板块业绩或持续承压。当养殖行情低迷时，养殖端对上游动保产品价格敏感性提高，将首先减少高价药苗的使用，随着养殖亏损时间延长，进一步开启产能去化进程，导致动保产品需求量下滑，对应动保行业出现业绩与估值的底部。2023 年年初以来，生猪价格持续低迷，处于高位的生猪存栏量支撑了动保产品的基础需求量，但下游连续两个季度的亏损也抑制了养殖场对高端产品的采购，考虑到下半年养殖行情仍不乐观，且生猪产能持续去

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 《把握生猪估值底部，紧跟种业变革机遇》 2023.06.14

2 《养殖持续亏损，把握底部机会》 2023.06.06

3 《生猪产能持续去化，非瘟疫苗再进一步》 2023.05.29

化，动保产品需求量或将减少，我们预计下半年动保企业经营压力将持续增大，行业盈利空间或进一步挤压。

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】；其二推荐率先进行宠物药板块布局的【瑞普生物】。

【种业】先正达集团 IPO 获上交所审议通过

据上交所披露，6月16日，先正达集团股份有限公司首次公开发行获上交所上市委审议通过，本次上交所主板上市计划募集资金不超过650亿元，为2010年以来最高募资额度。先正达是农化行业巨头，根据公司招股书显示，2020年先正达在全球植保行业排名第一、种子行业排名第三；在中国植保行业排名第一，种子行业排名第二，作物营养行业排名第一，是中国现代化农业服务业的领导者。我们认为先正达上市后，市场有望对生物育种领域的科技含量进行价值重估，相关企业或迎来估值重塑。

- **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

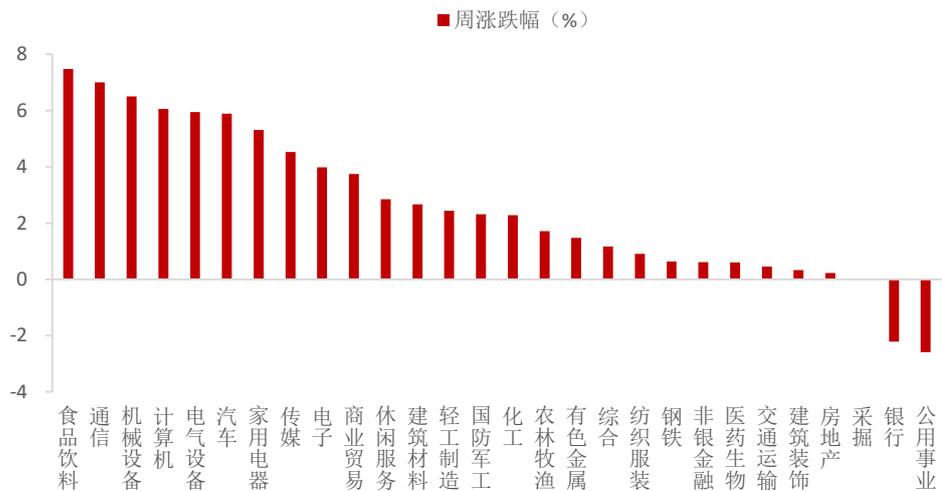
1 行情回顾

1.1 行业表现

农林牧渔板块跑输大盘。上周(2023/6/12—2023/6/16)28个申万一级行业中25个上涨,2个下跌,1个持平。上证综指收于3,273.33,周上涨1.30%;沪深300指数收于3,963.35,周上涨3.30%;申万农林牧渔指数收于2,989.33,周上涨1.72%,跑赢上证综指0.42个百分点,跑输沪深300指数1.58个百分点,在28个申万一级行业中排名第16位。

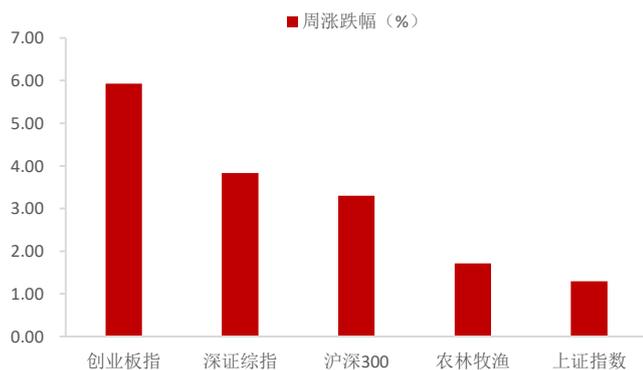
从农林牧渔子板块来看,上周种植业/动物保健/农产品加工/饲料/渔业/畜禽养殖板块涨跌幅分别为0.61%/-0.21%/1.23%/3.00%/5.78%/1.80%。

图1: 上周各申万一级行业涨跌幅排名



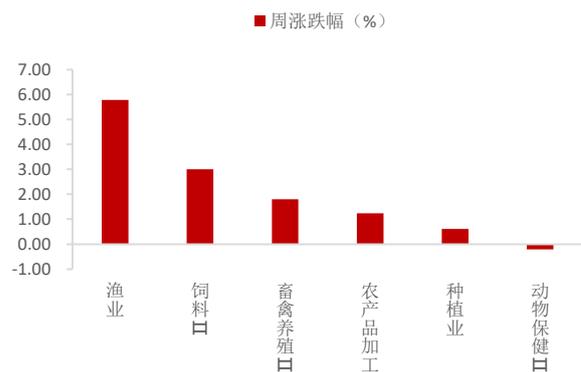
资料来源: Wind、浙商证券研究所

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

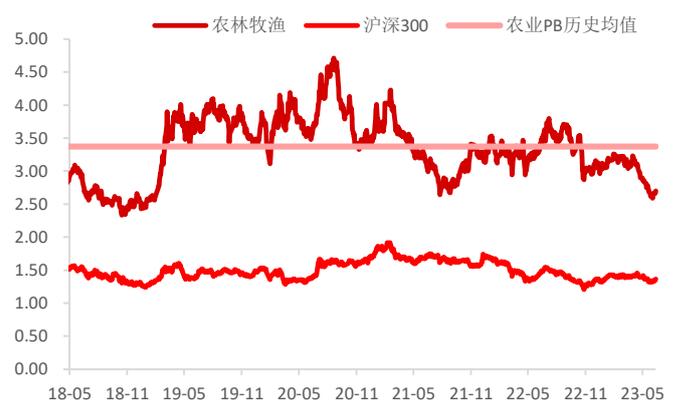
截至2023年6月16日,申万一级农林牧渔行业的市盈率PE(TTM)为28.66倍,市净率PB为2.70倍。

图4: 农林牧渔行业市盈率 PE (TTM) 变化情况



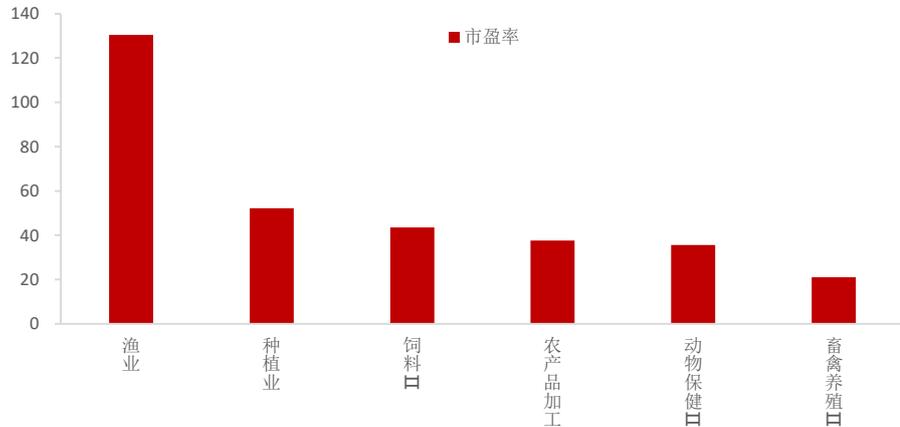
资料来源: Wind、浙商证券研究所

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名的个股分别是大湖股份(15.14%)、国投中鲁(9.11%)、金新农(8.81%)、国联水产(7.93%)、绿康生化(7.77%); 跌幅位居前五的分别是新五丰(-15.10%)、朗源股份(-7.18%)、生物股份(-3.80%)、华英农业(-3.58%)、福建金森(-3.30%)。

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(%)
600257.SH	大湖股份	15.14	002772.SZ	众兴菌业	-1.78
600962.SH	国投中鲁	9.11	600251.SH	冠农股份	-1.86
002548.SZ	金新农	8.81	002746.SZ	仙坛股份	-2.82
300094.SZ	国联水产	7.93	300268.SZ	佳沃股份	-2.92
002868.SZ	绿康生化	7.77	600737.SH	中粮糖业	-3.24
605198.SH	德利股份	6.60	002679.SZ	福建金森	-3.30
002311.SZ	海大集团	5.78	002321.SZ	华英农业	-3.58
000592.SZ	平潭发展	5.31	600201.SH	生物股份	-3.80
600506.SH	香梨股份	4.44	300175.SZ	朗源股份	-7.18
300138.SZ	晨光生物	4.38	600975.SH	新五丰	-15.10

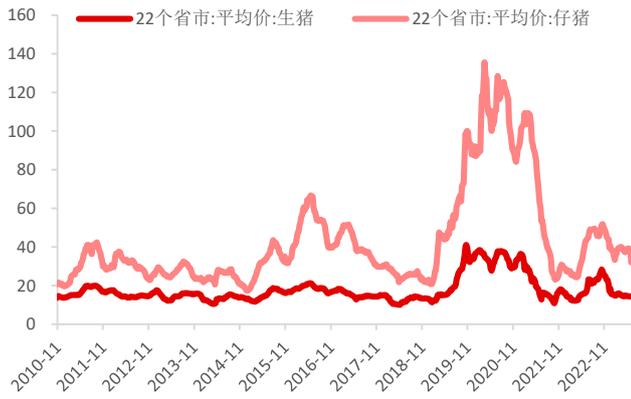
资料来源: Wind、浙商证券研究所

2. 行业动态跟踪

2.1 生猪养殖

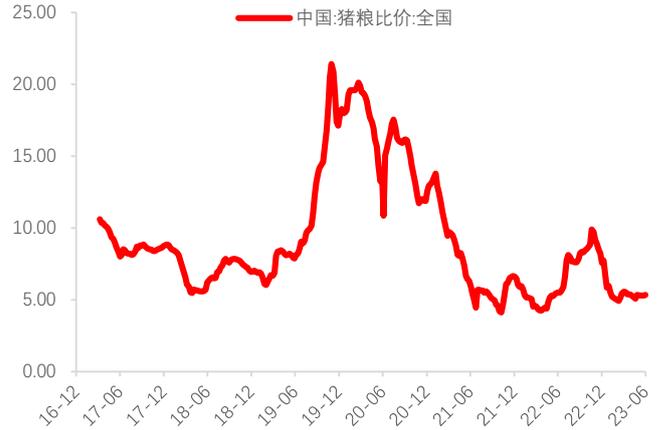
供需博弈，猪价震荡盘整。本周全国生猪均价 14.31 元/kg，环比下跌 0.54%，同比下跌 11.32%；猪粮比 5.25: 1，环比下跌 0.43%，猪料比价 3.80: 1，环比持平；自繁自养亏损 325.66 元/头，环比亏损加重 1.19%，同比加重 172.62%；外购养殖出栏亏损 240.26 元/头，环比亏损加重 26.65%，同比加重 381.40%；本周仔猪均价 31.90 元/kg，环比下跌 8.60%，同比下跌 10.11%；二元母猪价格 32.08 元/kg，环比下跌 0.18%，同比下跌 9.64%。

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



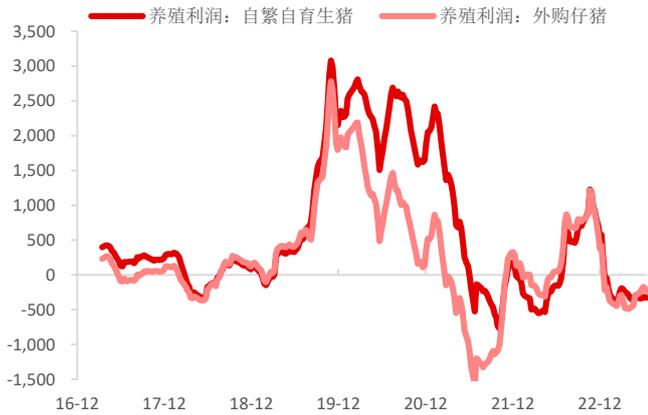
资料来源: Wind、浙商证券研究所

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)

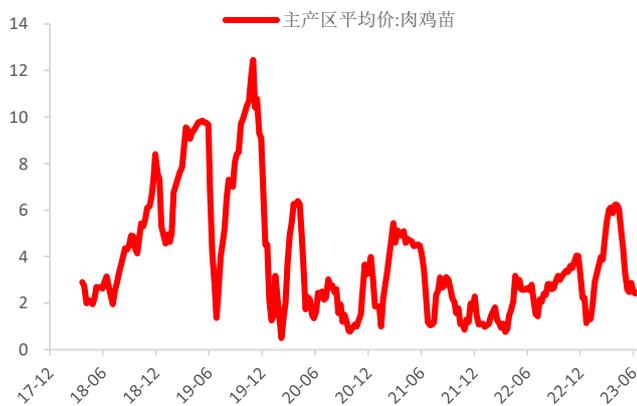


资料来源: Wind、浙商证券研究所

2.2 肉禽动态

1. 白羽肉鸡: 毛鸡价格再次探底 苗价止跌反弹。本周屠宰企业鸡肉冻品出货缓慢, 鸡肉冻品价格继续下跌, 肉毛鸡价格持续回落, 随着鸡价跌后震荡, 鸡苗补栏好转, 苗价先跌后涨。本周主产区毛鸡均价 8.83 元/公斤, 环比下跌 4.33%, 同比下跌 9.90%; 鸡肉产品综合售价 10.76 元/公斤, 环比下跌 1.74%; 鸡苗价格 2.45 元/羽, 环比上涨 1.66%。

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)



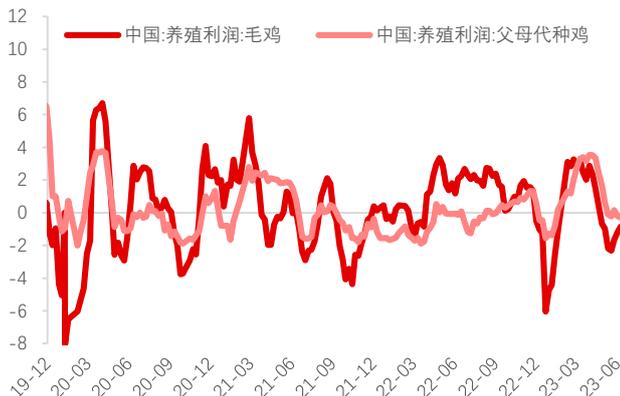
资料来源: Wind、浙商证券研究所

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

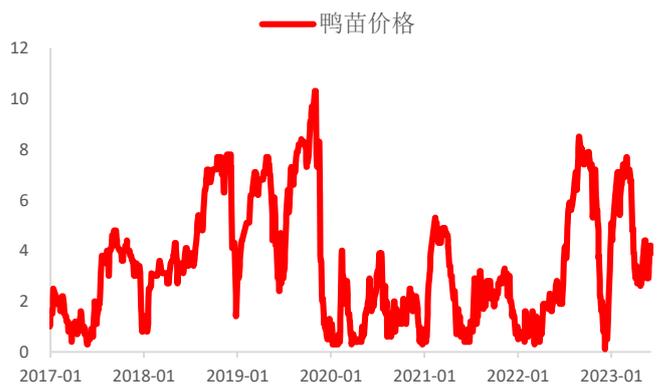
2. 肉鸭: 肉鸭价格窄幅偏强, 鸭苗大幅上涨。本周鸭肉产品止跌小幅反弹, 肉鸭出栏变化不大, 肉鸭价格震荡偏强, 南方活禽先涨后跌; 鸭苗补栏情绪增强, 苗价大幅上涨。本周肉鸭价格 4.20 元/斤, 环比上涨 5.00%; 鸭苗价格 3.90 元/羽, 环比上涨 11.43%。

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、豆粕现货价格上涨、大豆价格环比持平、小麦现货价格下跌。截至 6 月 16 日, 玉米现货均价为 2,775.29 元/吨, 环比上涨 0.26%; 小麦现货均价为 2,766.11 元/吨, 环比下跌 0.32%; 大豆现货均价为 4,774.21 元/吨, 环比持平; 豆粕现货均价为 4,000.86 元/吨, 环比上涨 3.52%。

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. 白糖价格震荡偏强。截至6月16日,一级白糖经销价为7,190.00元/吨,环比上涨0.76%;截至6月15日,原糖国际现货价为25.45美分/磅,环比上涨1.23%。

2. 国内棉花价格大幅上涨,国际棉花现货价格小幅回落。截至6月16日,国内棉花现货均价为17,503.08元/吨,环比上涨1.00%;截至6月12日,国际棉花现货均价为0.81美元/磅,环比下跌2.17%。

图25: 一级白糖经销价(元/吨)



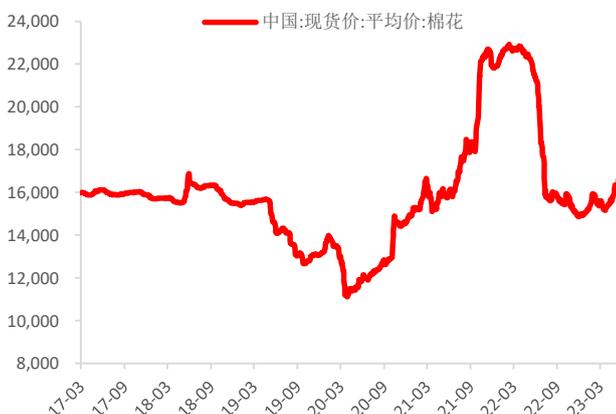
资料来源: Wind、浙商证券研究所

图26: 原糖国际现货价(美分/磅)



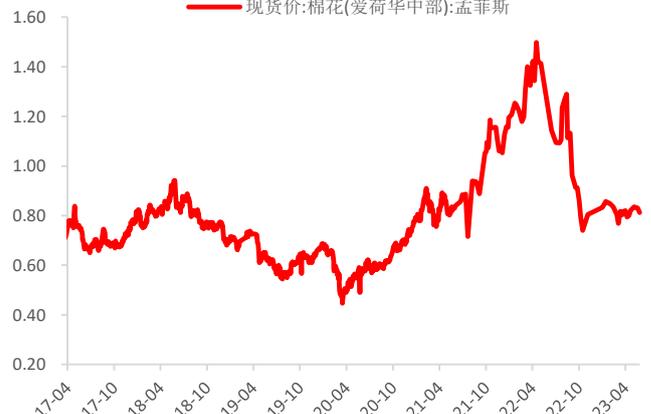
资料来源: Wind、浙商证券研究所

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

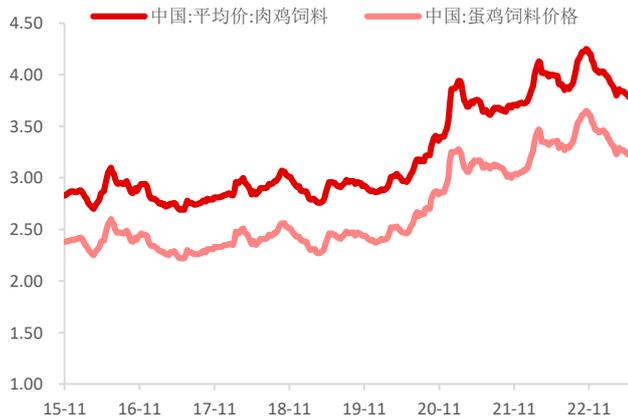
2.5 饲料动态

1. 饲料价格动态

肉鸡饲料、蛋鸡饲料价格环比下跌。截至6月7日，肉鸡饲料均价为3.78元/公斤，环比下跌0.53%；蛋鸡饲料均价为3.22元/公斤，环比下跌0.31%。

猪饲料价格环比持平。截至6月16日，育肥猪配合饲料均价为3.77元/公斤，环比下跌0.53%。

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)



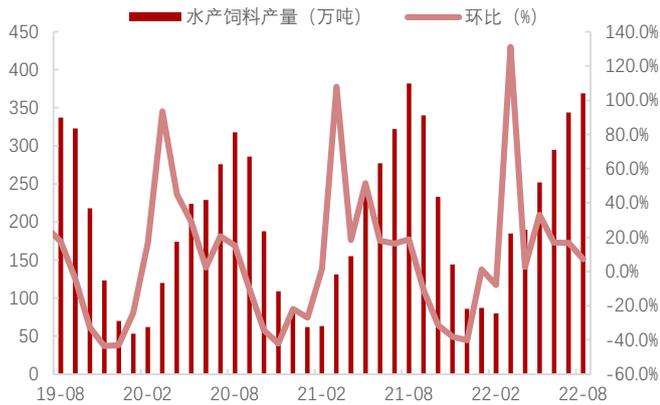
资料来源: Wind、浙商证券研究所

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16日, 鲤鱼均价为 17.00 元/公斤, 周环比上涨 13.33%; 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6月16日, 海参均价为 130.00 元/公斤, 周环比持平; 扇贝均价为 12.00 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)



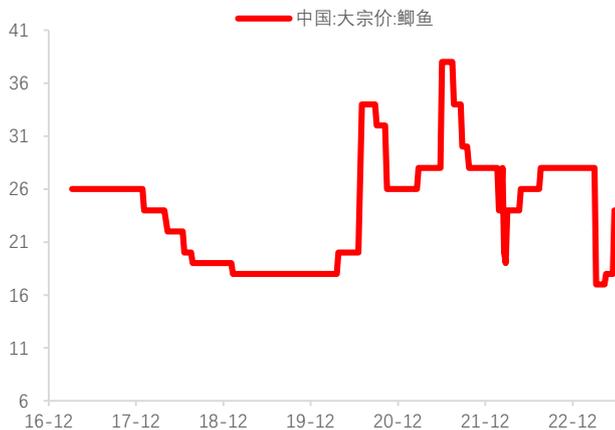
资料来源: Wind、浙商证券研究所

图36: 草鱼均价 (元/公斤)



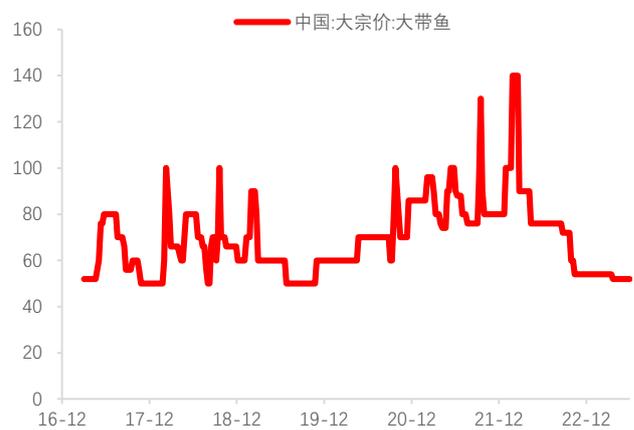
资料来源: Wind、浙商证券研究所

图37: 鲫鱼均价 (元/公斤)



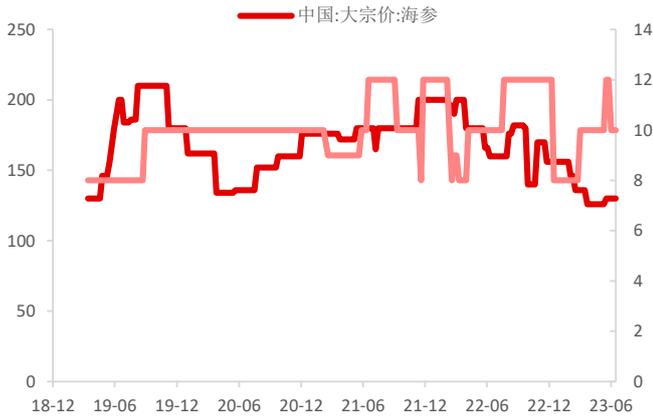
资料来源: Wind、浙商证券研究所

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、天邦食品: 拟募资 27.2 亿元用于猪场升级、补充流动资金

6月12日,天邦食品公布向特定对象发行股票募集说明书(注册稿),拟向特定对象发行不超过5亿股,不超过发行前公司总股本的30%,募集资金不超过27.2亿元,计划用于数智化猪场升级项目、补充流动资金。

天邦食品表示,本次定增发行对象范围为符合中国证监会规定的证券投资基金管理公司、证券公司、保险机构投资者、信托投资公司、财务公司、合格境外机构投资者以及符合中国证监会规定的其他法人、自然人或者其他合格的投资者,发行对象不超过35名。发行完成后,张邦辉仍为控股股东及实际控制人。

其中,扣除发行费用后,本次定增募集资金净额中,20亿元将用于数智化猪场升级项目,7.2亿元将用于补充流动资金。

2、温氏股份: 5月末公司能繁母猪超145万头,后备母猪约60万头

温氏股份6月14日公布2023年06月13日投资者关系活动记录表,投资者关系活动主要内容介绍:

(1)3、4月份单月投苗量均超过240万头,5月份投苗量达250万头,为公司实现未来出栏规划打下坚实的基础。

(2)5月末,公司能繁母猪超145万头,后备母猪约60万头。

(3)5月份,公司配种分娩率约80%。公司猪苗生产成本降至380元/头左右。PSY有所提高,5月份提升至22。肉猪上市率约92%。料肉比降至2.67,环比有明显改善。

(4)4月份公司肉猪养殖综合成本约8.4元/斤,5月份进一步下降。分项中,猪苗成本略有提升,主要系大致对应去年12月份生产的猪苗成本环比略有提升所致。饲料成本和其他盈亏项目环比均有下降。

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>