

# 战略看多生猪养殖，精选成长个股！

## ——2019年农业年度策略

■ **养殖：母猪产能拐点显现，战略看多生猪养殖。**

1、**猪：1) 周期轮回，确定性强！**猪价自16年进入下跌周期，18年一季度跌至约10元/公斤，截止19年1月1日，全国均价在约13元/公斤，目前猪价已至底部区域无疑，猪周期独立于经济周期等，猪价中期向上确定性强。2) **产能进入下行通道，把握板块布局窗口！**本轮猪周期产能快速扩张在16-17年，18年以来行业的亏损推动产能初步出清。根据我们跟踪母猪、仔猪价格，淘汰母猪量，母猪饲料销量，草根调研等多个渠道交叉验证，母猪产能拐点显现，19年行业产能有望进一步加速出清，进而推动后期猪价周期性上涨。产能出清通道即为布局窗口，因此我们继续建议投资者把握布局窗口。**重点推荐牧原股份、温氏股份、天邦股份、正邦科技、唐人神、新希望、金新农、大北农、海大集团等。**

2) **禽：根据行业调研来看，目前父母代种公鸡相对紧缺、淘汰鸡价格相对较高、前些年换羽因素造成鸡苗质量下降疫病概率上升，养殖户换羽积极性不高，叠加年初以来父母代鸡苗销量持续低位，供给端整体偏紧，预计19年行业盈利状况良好。**

■ **饲料：龙头市占率有望持续提升，重点推荐海大集团。**目前下游补栏主要以规模化客户为主，其对产品、服务要求更高，有利于饲料龙头抢占市场份额，提升市占率。同时环保压力、激烈竞争等因素导致小企业退出，龙头企业市占率有望持续提升，**重点推荐海大集团。**

■ **宠物：行业高速增长，龙头布局国内主粮。**我国目前宠物市场增速快、集中度相对较低，根据Euromonitor数据，最大的皇家的市场份额仅为11%；而宠物主粮作为必需品随宠物市场迅速增长，消费主要以国外品牌为主，国内龙头企业通过布局主粮市场、建立自有品牌，一方面可享受国内高速发展的宠物市场红利，另一方面通过主粮搭建的渠道可促进零食及宠物用品的销售，**重点关注佩蒂股份、中宠股份。**

■ **动保：市场苗持续渗透，挖掘个股拐点机会。**招采苗向市场化过渡是大势所趋，在动物疫苗市场化提速趋势下、下游养殖规模化提速下，一方面市场容量有望迅速扩大，龙头企业有望受益，另一方面过去过于依赖招采、定点生产等政策红利企业将面临压力，未来研发创新越发重要，龙头企业资金、研发等方面均有优势，占得发展先机。此外，行业整合有望进一步加速。建议关注**生物股份、中牧股份、普莱柯。**

# 行业深度分析

证券研究报告

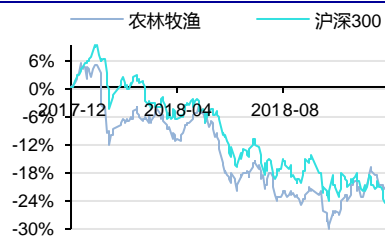
投资评级 **领先大市-A**

维持评级

首选股票

目标价 评级

### 行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-2.72	-11.51	6.55
绝对收益	-7.83	-23.96	-18.76

**李佳丰**

分析师

SAC 执业证书编号：S1450516040001

lijf3@essence.com.cn

021-35082017

**沙戈惠**

报告联系人

shayh@essence.com.cn

### 相关报告

第50周周报：继续坚定推荐养猪板块和个股海大集团！ 2018-12-23

第49周周报：非洲猪瘟“实施分区防控”，怎么看养猪股？ 2018-12-16

第48周周报：继续推荐养猪板块及个股海大集团！ 2018-12-09

母猪产能拐点显现，战略看多生猪养殖！

--生猪养殖重磅深度报告 2018-12-06

第47周周报：继续坚定推荐海大集团，母猪产能拐点显现！ 2018-12-02

■风险提示：

- 1) 养殖：猪价上涨不及预期、出栏量不达预期、鸡价上涨不达预期。
- 2) 动保：下游养殖户规模化不及预期，市场苗推广不达预期。
- 3) 饲料：下游补栏不及预期、原材料价格波动风险。
- 4) 宠物：国内市场开拓不达预期，汇率波动风险。

## 内容目录

<b>1. 养殖板块：母猪产能拐点显现，战略看多生猪养殖！</b>	<b>5</b>
1.1. 养猪板块：母猪产能拐点显现，战略看多生猪养殖！	5
1.1.1. 我国猪价呈现周期波动	5
1.1.2. 母猪产能拐点显现	8
1.1.2.1. 母猪价格持续走低，反映补栏积极性下降	8
1.1.2.2. 淘汰母猪屠宰量同比上升，反映行业淘汰积极性上升	9
1.1.2.3. 母猪饲料销量同比下降	10
1.1.2.4. 干扰项：非洲猪瘟	10
1.2. 禽板块：供给端偏紧，预计 19 年行业盈利良好！	13
<b>2. 饲料：龙头市占率有望持续提升，重点推荐海大集团！</b>	<b>17</b>
<b>3. 宠物行业：处于高速增长期，龙头积极布局国内主粮！</b>	<b>18</b>
<b>4. 动保行业：市场苗是趋势，挖掘个股成长机会</b>	<b>21</b>
<b>5. 2019 年精选成长个股</b>	<b>24</b>
5.1. 海大集团：饲料业务逆势增长，公司成长性突出！	24
5.2. 佩蒂股份：多重因素推动业绩持续增长！	24
5.3. 中宠股份：多方位布局国内渠道！	24
5.4. 普莱柯：市场稳定开拓，业绩有望高增长！	25
5.5. 生物股份：业绩有望稳步增长！	25

## 图表目录

图 1：猪价呈周期性波动（单位：元/公斤）	5
图 2：猪价主要由供需决定	6
图 3：2007 年生猪出栏量下降（单位：百万头）	6
图 4：2007 年猪肉供给出现下滑	6
图 5：人均猪肉消费量从 2014 年起略有下滑（千克/年）	7
图 6：水产品供给持续上升	7
图 7：劳动人口（15-64 岁）人口下降	7
图 8：进口猪肉	7
图 9：能繁母猪存栏领先仔猪价格约 4 个月	8
图 10：自繁自养利润与母猪价格正相关（自繁自养左轴，母猪价格右轴）	9
图 11：能繁母猪价格与一年后生猪价格反向相关	9
图 12：母猪淘汰量（单位：头）	10
图 13：仔猪料及母猪料同比销量数据	10
图 14：非洲猪瘟分布（截止 12 月 26 日）	11
图 15：非洲猪瘟造成价格分化	11
图 16：生猪跨省调运大幅下滑（截止 12 月 16 日）	11
图 17：生猪调运政策对比	12
图 18：白羽肉鸡生长周期	13
图 19：在产父母代存栏与 9 周后全产全销价格负相关	13
图 20：在产父母代存栏与 3 周后商品代鸡苗价格负相关	13
图 21：父母代鸡苗价格（元/套）	14
图 22：商品代鸡苗价格（元/羽）	14
图 23：全国祖代鸡引种规模（万套）	14

图 24: 父母代鸡苗销量 2013 年以来呈下降趋势.....	15
图 25: 换羽过程.....	15
图 26: 饲料总产量稳定.....	17
图 27: 饲料品种构成 (2017 年度) .....	17
图 28: 2014-2015 年国内饲料企业数量迅速下降.....	17
图 29: 我国宠物行业的发展历程.....	18
图 30: 2010-2020 年国内宠物行业市场规模与同比增速.....	18
图 31: 2015 年我国宠物行业细分市场分布 .....	19
图 32: 2015 年我国宠物食品以主粮为主.....	19
图 33: 宠物零食市场规模高速增长.....	19
图 34: 宠物市场竞争格局分散 (2017 年数据) .....	20
图 35: 狗粮市场以国外品牌为主 (2016 年数据) .....	20
图 36: 动物疫苗销售额保持较高增速.....	21
图 37: 生猪养殖规模不断提升.....	21
图 38: 养殖结构向规模养殖方向发展.....	21
图 39: 2016 年动物疫苗销售体系分布 (亿元) .....	22
图 40: 口蹄疫市场苗比重逐年提升.....	22
图 41: 动保企业为养殖户提供一体化解决方案.....	23
表 1: 祖代鸡主要引种国高致病性禽流感情况.....	14
表 2: 悬浮培养优势明显.....	22

## 1. 养殖板块：母猪产能拐点显现，战略看多生猪养殖！

### 1.1. 养猪板块：母猪产能拐点显现，战略看多生猪养殖！

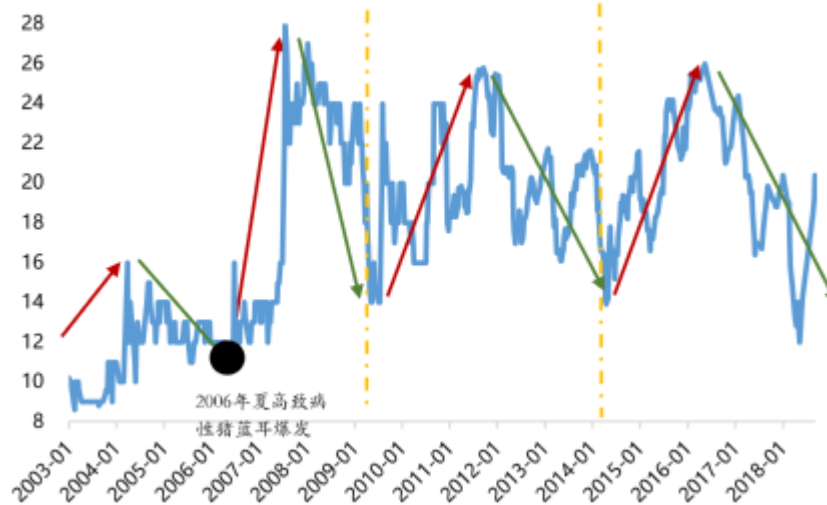
#### 1.1.1. 我国猪价呈现周期波动

我国猪价呈周期性波动。根据农业部数据来看，2003 年以来猪价大致经历了四轮大周期：

- **第一轮周期 (2003~2006.06)**：2003-2004.04 为上行周期，猪肉价格最高达 16 元/公斤，此后进入下行周期至 2006 年夏季高致病性猪蓝耳爆发为拐点，猪价最低约 11 元/公斤；
- **第二轮周期 (2006.06~2009.07)**：2006.06-2007.07 为上行周期，猪肉价格最高接近 28 元/公斤；2007.07-2009.07 为下行周期，猪肉价格最低接近 14 元/公斤；
- **第三轮周期 (2009.07~2014.05)**：2009.07-2011.09 为上行周期，猪肉价格最高接近 26 元/公斤；2011.09-2014.05 为下行周期，猪肉价格最低约 14 元/公斤；
- **第四轮周期 (2014.05-今)**：2014.05-2016.05 为上行周期，猪价最高接近 26 元/公斤；2016.05-今为下行周期，目前最低猪肉价格约 12 元/公斤。

每轮大周期内，猪价又呈现出季节性消费的波动：春节、中秋等消费旺季来临前，经销商备货提振需求，带动猪价呈现季节性上涨。

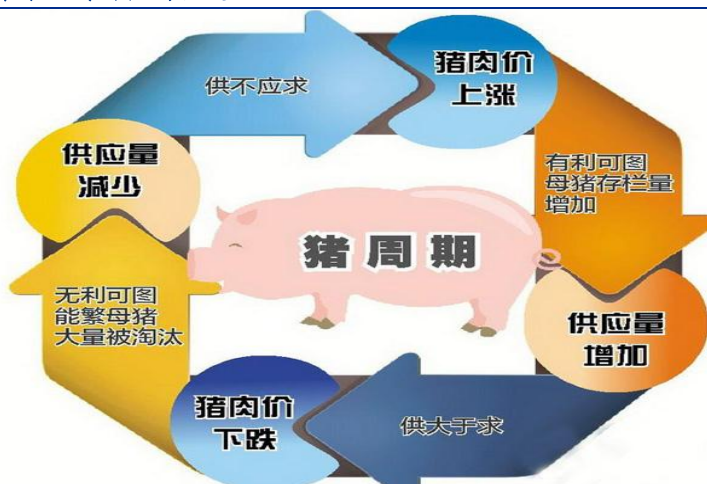
图 1：猪价呈周期性波动（单位：元/公斤）



资料来源：农业农村部，安信证券研究中心

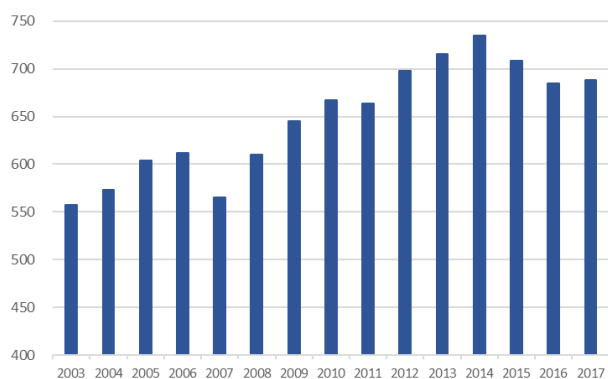
猪价主要由供需决定。以 2006 年为例，2006 年夏季爆发高致病性猪蓝耳病，造成猪群死亡、能繁母猪繁殖能力下降等问题，导致 2007 年生猪出栏量及猪肉供给下降，而需求端相对稳定，推动猪价持续上涨。

图 2：猪价主要由供需决定



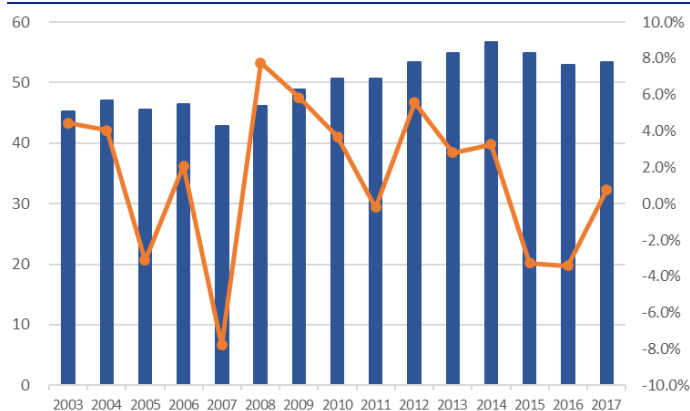
资料来源：安信证券研究中心

图 3：2007 年生猪出栏量下降（单位：百万头）



资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

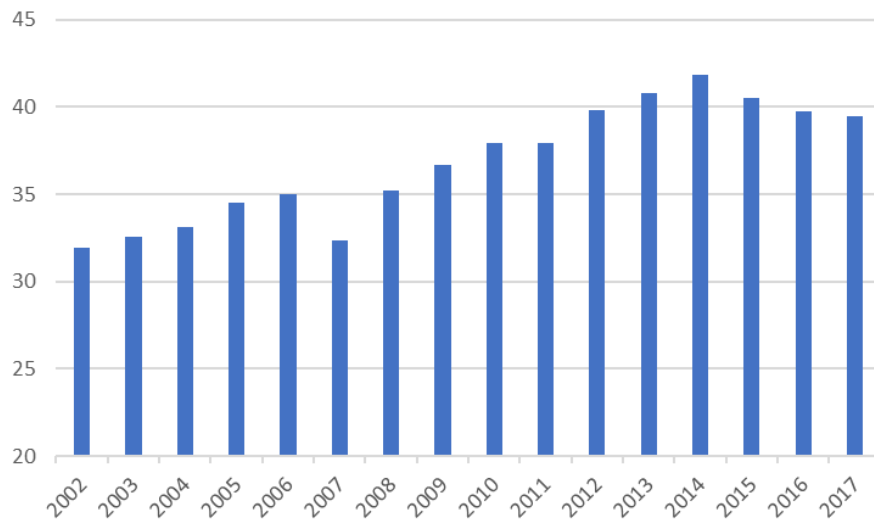
图 4：2007 年猪肉供给出现下滑



资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

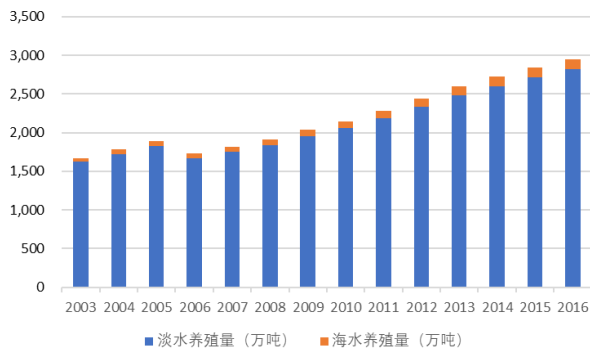
需求端来看人均猪肉消费量略有下滑。根据 USDA 数据，2002~2014 年我国人均猪肉消费量整体呈现上升趋势（除 2007 年由于供给端大幅下滑，造成人均猪肉消费量下降），截止 2014 年人均猪肉消费量达到 41.8 千克/年；2014~2017 年人均猪肉消费量持续下滑，2017 年为 39.4 千克/年，较 2014 年下滑约 6%。猪肉人均消费下滑，一方面是随收入上升对牛肉、鱼肉等高蛋白肉制品需求上升；另一方面人口年龄结构的变动，劳动力人口减少也降低了对猪肉的消费。预计未来一年猪肉需求整体稳定。

图 5：人均猪肉消费量从 2014 年起略有下滑（千克/年）



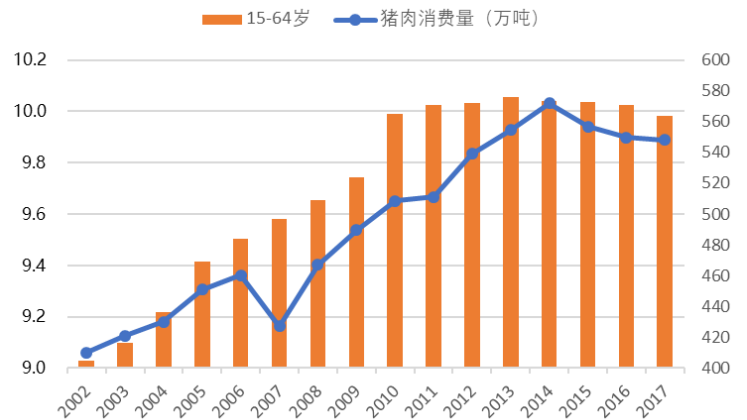
资料来源：USDA, 安信证券研究中心

图 6：水产品供给持续上升



资料来源：中国渔业统计年鉴，安信证券研究中心

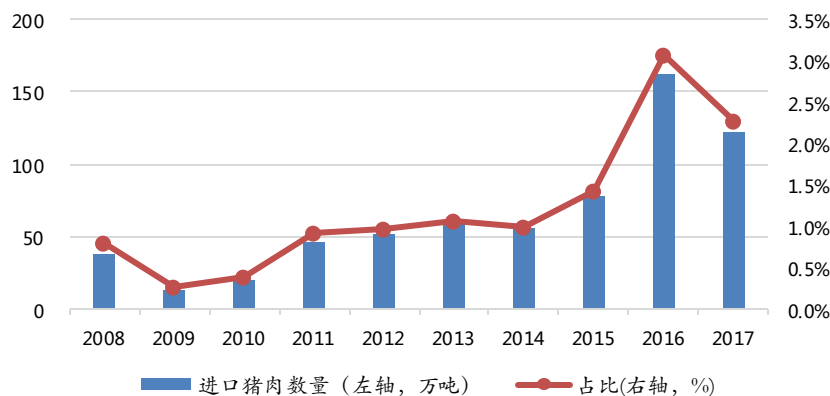
图 7：劳动人口（15-64 岁）人口下降



资料来源：Wind, 安信证券研究中心

猪肉供给以国产为主。根据海关总署数据，我国进口猪肉占比较低，常年在 1% 左右徘徊，整体对国内猪肉价格影响较小，国内猪肉主要由国内猪肉供给。

图 8：进口猪肉



资料来源：Wind, 安信证券研究中心

国内猪肉供给主要受到几方面因素干扰，猪头供给量=生猪出栏量\*出栏均重，生猪出栏量与能繁母猪存栏、PSY、肥猪存活率等指标相关：

- **能繁母猪存栏量：**1) 养殖户根据盈利情况进行主动的调整；2) 重大疫病造成供给端被动调整；
- **PSY：**通常规模化养殖具有较高的PSY，上市公司约20~24；
- **肥猪存活率：**主要与疫病相关
- **出栏均重：**1) 疫病扩散，导致提前出栏，出栏均重下降；2) 亏损严重，压栏惜售，导致出栏均重上升。

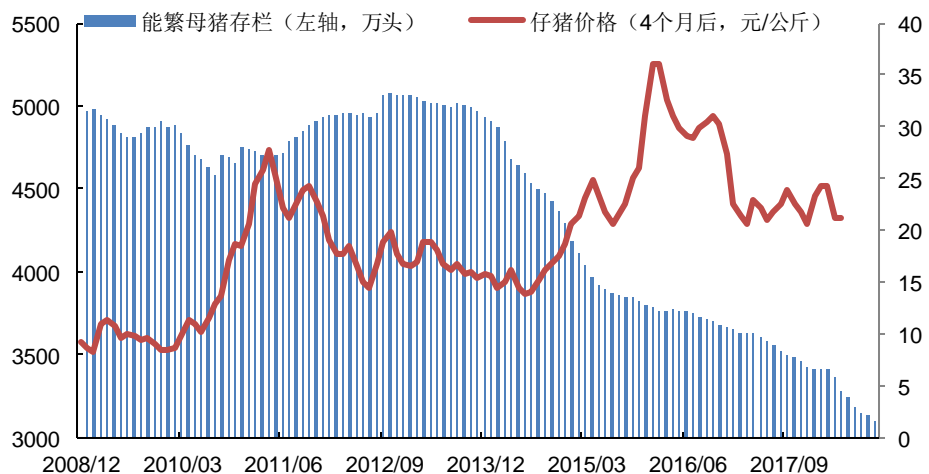
### 1.1.2. 母猪产能拐点显现

本轮周期能繁母猪存栏数据与价格走势出现较大偏差。由于政府引导、环保倒逼（猪场拆迁）、资本进入（上下游企业转型）的影响，国内生猪养殖产业向西、向北转移速度加快，且13年后规模化发展明显提速，东部中小养殖企业面临较大发展压力，使能繁母猪存栏逐年下降，进而影响生猪存栏量。

本轮猪周期中，能繁母猪存栏下跌态势持续时间久，较上轮周期下跌周期更长。能繁母猪存栏影响4个月后仔猪出栏，与四个月后仔猪价格反向相关；10个月后生猪出栏，因此能繁母猪存栏下降领先猪价上涨约1年；但17年以来能繁母猪存栏量数据与后期猪价走势出现较大偏差，可能由于规模养殖场扩张点不在样本采集点。我们认为以下三个指标可以作为替代指标：

- **能繁母猪价格：**反应行业补栏积极性；
- **淘汰母猪屠宰量：**反应行业淘汰情况；
- **饲料销量：**母猪饲料销量、仔猪饲料销量反应母猪存栏情况

图9：能繁母猪存栏领先仔猪价格约4个月



资料来源：Wind，安信证券研究中心

#### 1.1.2.1. 母猪价格持续走低，反映补栏积极性下降

能繁母猪价格可作为先行判断指标。从供需角度看，当自繁自养盈利上升，养殖户补栏积极性上升，对母猪需求增大，母猪价格上升；能繁母猪价格可作为补栏积极性的参考指标，与能繁母猪存栏呈正相关。2018年以来，特别是5月份以来，母猪价格持续回落，现在基本上已经回到历史偏底部区域—2014年左右水平，这反映了行业内受今年猪价下跌影响，以及对未来预期的影响，补栏的积极性有大幅下降。



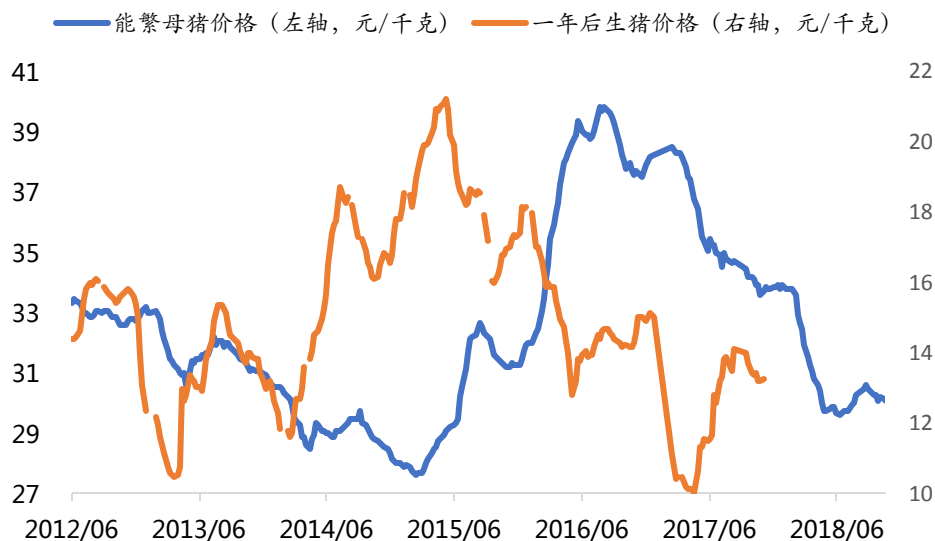
图 10: 自繁自养利润与母猪价格正相关 (自繁自养左轴, 母猪价格右轴)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

从历史数据来看, 能繁母猪价格走势领先生猪价格走势约 12 个月, 呈反向关系。

图 11: 能繁母猪价格与一年后生猪价格反向相关

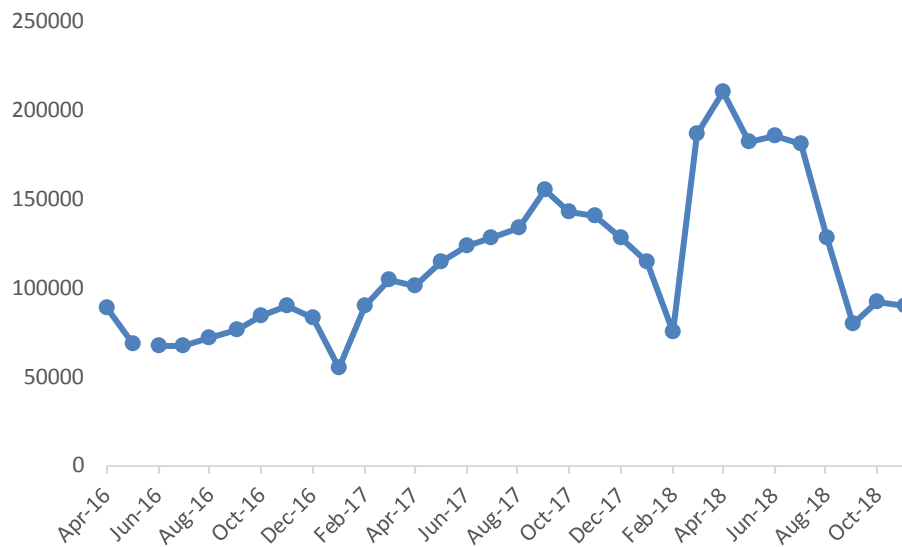


资料来源: Wind, 安信证券研究中心

### 1.1.2.2. 淘汰母猪屠宰量同比上升, 反映行业淘汰积极性上升

从 2018 年 3 月起淘汰母猪屠宰量出现同比大幅上升, 根据农村农业部数据, 3 月份同比上升约 78.6%、4 月同比上升 108.6%, 5-7 月淘汰量有 40-50% 增长。8-10 月份, 受到非洲猪瘟及猪价回暖影响, 淘汰量有略微下降。从定点淘汰母猪屠宰量数据来看, 行业淘汰积极性有所提升。

图 12: 母猪淘汰量 (单位: 头)



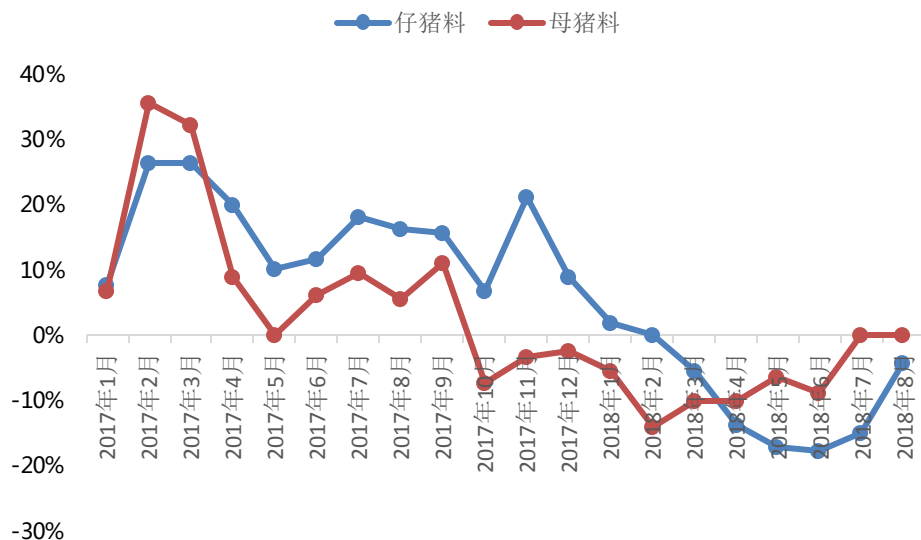
资料来源: 农业农村部, 安信证券研究中心

注明: 监测范围为山东临沂、河南商丘、江西上高、湖南湘潭等 4 个淘汰母猪集中屠宰地

### 1.1.2.3. 母猪饲料销量同比下降

据协会统计的 180 家饲料企业销量数据, 母猪料从 2017 年 10 月开始持续出现同比下滑, 2018 年 3 月起, 仔猪料出现持续、约 20% 左右同比下滑, 结合母猪淘汰量上升等数据, 反应行业母猪存栏大概率下滑, 反映出母猪的产能拐点显现。

图 13: 仔猪料及母猪料同比销量数据



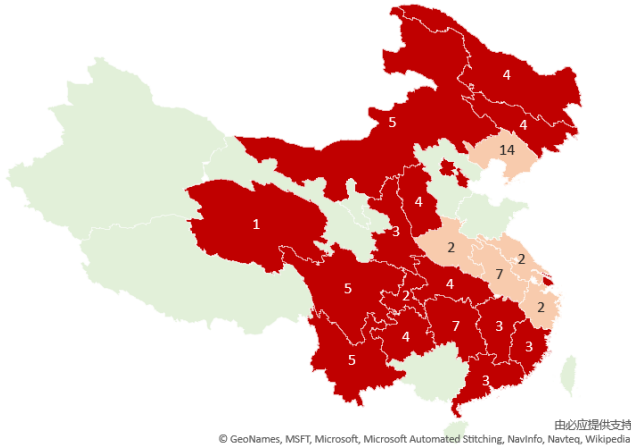
资料来源: 中国饲料协会, 安信证券研究中心

### 1.1.2.4. 干扰项: 非洲猪瘟

2018 年 8 月 3 日, 辽宁省沈阳市沈北区确诊第一例非洲猪瘟疫情后, 全国从北到南非洲猪瘟疫情频发, 一度全国生猪调运冻结; 随着 10 月 1 日起, 河南、安徽、江苏疫情解禁, 生猪跨省调运才开始有所恢复; 11 月 10 日随着安徽再次爆发猪瘟, 截止 12 月 5 日, 能够调运生猪省份仅有山东、新疆、海南及港澳台;

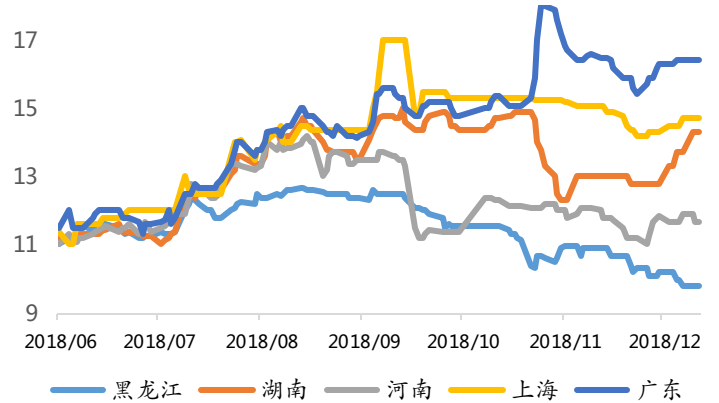
非洲猪瘟爆发省份及相邻省份禁止生猪外运，生猪外调省份如河南、湖南等地由于调运冻结，供大于求，省内猪价下行；广东等生猪调入省份由于无法调运生猪，省内供不应求，价格上升；非洲猪瘟使得跨省生猪调运量显著下滑，国内猪价出现区域性分化。

图 14：非洲猪瘟分布（截止 12 月 26 日）



资料来源：农业农村部，安信证券研究中心

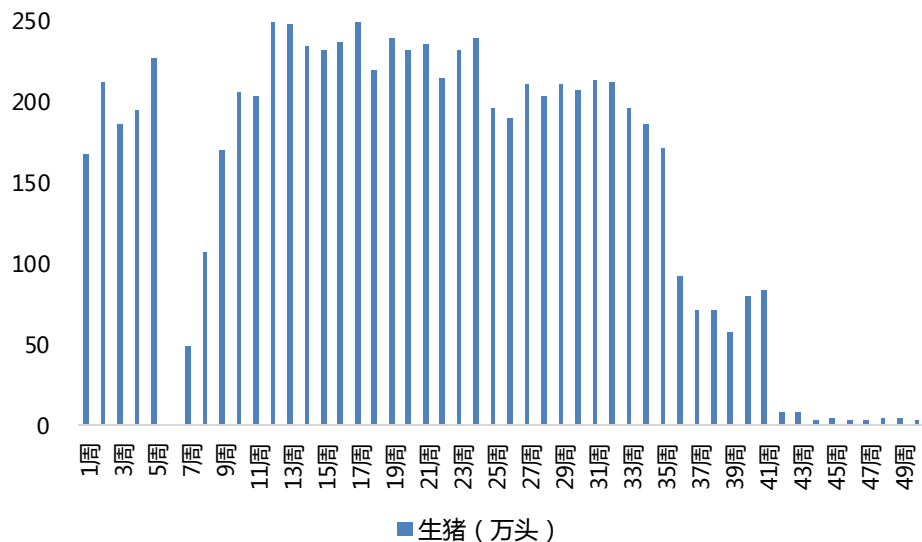
图 15：非洲猪瘟造成价格分化



资料来源：Wind，安信证券研究中心

我国生猪区域性调配量大幅下滑。生猪供需的区域性差异，主要通过生猪跨省调运实现：除春节期间调运量较小，基本每周跨省生猪调运量在 200 万头左右；2018 年 8 月起，随着非洲猪瘟爆发，跨省生猪调运量大幅下滑。

图 16：生猪跨省调运大幅下滑（截止 12 月 16 日）



资料来源：农业农村部，安信证券研究中心

据新华社报道，12 月 11 日，全国加强非洲猪瘟防控工作电视电话会议在北京召开，胡春华副总理发表讲话，提出“全面实施分区防控”，“加大屠宰产能布局调整”，“最大限度减少生猪长途调运”。12 月 27 日，农业农村部发布关于规范生猪及生猪产品调运活动的通知，对非洲猪瘟爆发以来的生猪及生猪产品政策进一步规范：

- 放开了疫区省猪肉跨省调运及疫区邻省生猪调运；
- 强调不得阻碍检疫合格的种猪、仔猪调运；
- 放开了疫区省省内生猪调运；

➤ 疫区所在县生猪可在省内按照要求“点对点”调运。

图 17：生猪调运政策对比

	生猪		猪肉制品		种猪及商品仔猪	
	政策调整后	政策调整前	政策调整后	政策调整前	政策调整后	政策调整前
疫区所在县（含县级市、区）	不可出县 <b>特例：符合要求的养殖企业可在本省范围内与屠宰企业实施出栏肥猪“点对点”调运</b>	不可出县	不可调运出县 <b>特例：点对点，符合要求的屠宰企业的猪肉产品检测建议合格后可在本省省内调运</b>	1. 1起疫情不可出市 2. ≥2起疫情，不可出县	检测检疫合格后可在本省调运	——
疫区所在市	——	1. 不可出市 2. ≥2个县发生疫情，所辖县生猪均不可出县	——	1. 1个县发生疫情：1起，市辖其他县不出省；≥2起，市辖其他县不出市 2. ≥2个县发生疫情：市辖所有县不出市	——	——
疫区所在省（含自治区、直辖市）	不可出省	1. 不可出省，并关闭省内所有生猪交易市场 2. ≥2个市发生疫情，所辖市生猪均不可出市 3. 经陆路跨省调运生猪不得途经发生疫情的省	可以出省	≥2个市发生疫情，不出省	除疫区所在省外其他地区经检测检疫合格后可出省； <b>强调各地不得阻碍经非洲猪瘟检测合格和检疫合格的种猪、商品仔猪调运</b>	疫区所在省的种猪，经实验室非洲猪瘟检测合格和检疫合格后，方可调出本省
相邻省份（农明字〔2018〕第33号）	——	暂停跨省调运，并暂时关闭省内所有生猪交易市场	——	——	——	——

备注1：调运政策前为2018年8月31日农明字〔2018〕第29号、2018年9月11日农明字〔2018〕第33号；政策调整后为2018年12月27日颁布农牧发〔2018〕23号  
备注2：商品仔猪指重量在30公斤及30公斤以下且用于育肥的生猪

资料来源：农业农村部，安信证券研究中心

我们认为之前农业部所实施的按照省为单位进行疫区划分以及“禁运”政策，最主要的影响就是造成猪价产销区差异以及种猪、淘汰母猪难以正常调运影响的产能变化，销区价格高但是因为“禁运”政策短期难以补栏，产区价格低推动养殖户资金流不断恶化。我们认为随着调运政策的调整，一方面产销区价差、疫区省内价差有望缩小，全国猪价走势将趋于一致；另一方面产能补充与去化将回归到市场化。

市场化的产能出清仍是本轮产能出清的主导性力量，本轮猪周期产能快速扩张在 16-17 年，18 年以来行业的亏损推动产能初步出清，母猪产能拐点显现，19 年行业产能有望进一步加速出清，进而推动后期猪价周期性上涨。与市场预期 19 年猪价提前反转推荐养猪股不同，我们强调 19 年仍是产能出清的年份，而从我们的理解，产能出清通道即为布局窗口，因此我们继续建议投资者把握布局窗口。

**投资建议：**预计 19 年猪价继续低位震荡，产能逐渐出清，建议把握猪周期布局窗口，重点推荐牧原股份、温氏股份、天邦股份、正邦科技、唐人神、新希望、金新农、大北农、海大集团等。

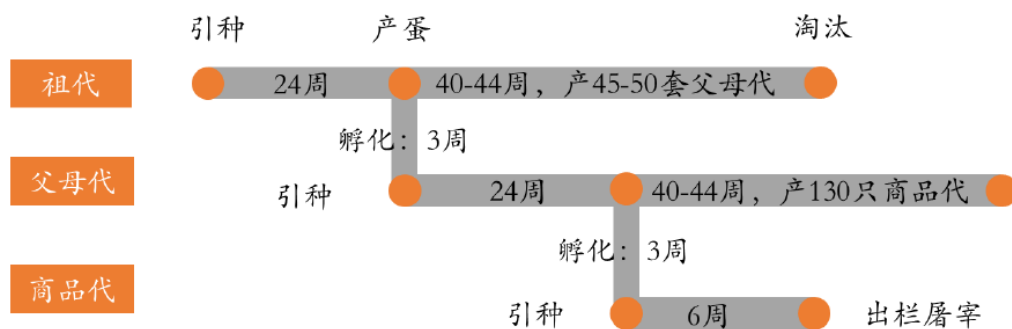
**风险提示：**猪价下跌超预期，由于疫病导致猪肉消费下降风险等。

## 1.2. 禽板块：供给端偏紧，预计 19 年行业盈利良好！

我们认为判断禽链价格波动主要从以下指标出发：

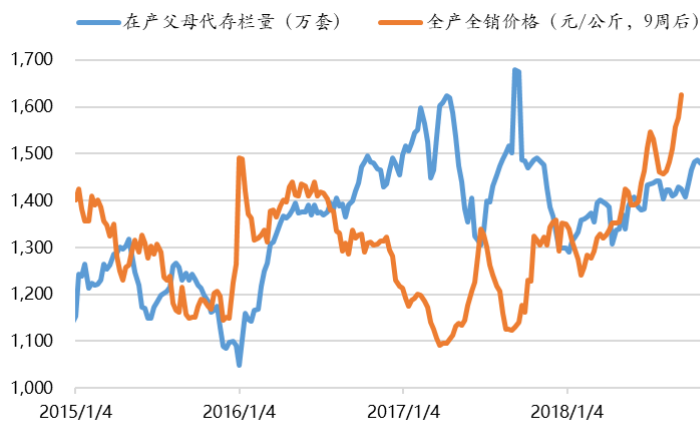
- **短期指标：**看 在产父母代存栏规模，至毛鸡约 2 个月。
- **中期指标：**父母代鸡苗销量，父母代鸡苗销量统计较为准确，且可以过滤掉祖代换羽因素，推演未来毛鸡价格上涨时点。至毛鸡约 24 周+3 周+42 天=8 个月。
- **长期指标：**看祖代引种量和预期。祖代引种传导到商品代毛鸡价格需 17-18 个月。
- **换羽：**延迟淘汰（约 2 个月）影响产能（增加约 20~30% 产能）。

图 18：白羽肉鸡生长周期



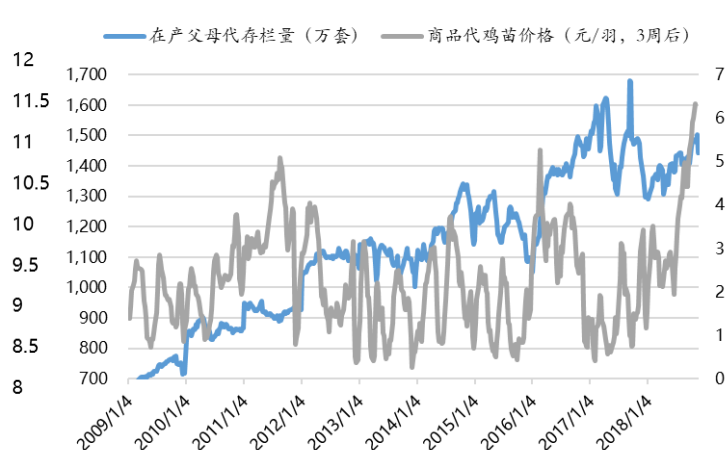
资料来源：草根调研，安信证券研究中心

图 19：在产父母代存栏与 9 周后全产全销价格负相关



资料来源：中国畜牧业协会，安信证券研究中心

图 20：在产父母代存栏与 3 周后商品代鸡苗价格负相关



资料来源：中国畜牧业协会，安信证券研究中心

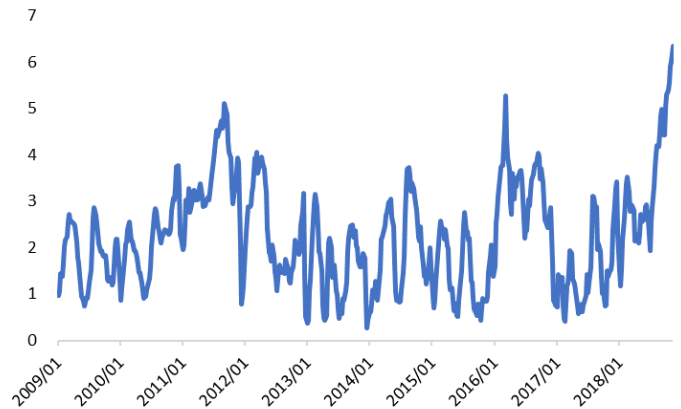
**18 年以来禽链价格回暖。**2018 年年初至今，由于换羽等原因导致父母代种鸡质量下降、生产效率下滑，行业供给整体偏紧，禽链价格整体处于波动上升阶段，预计 19 年上半年白羽肉鸡价格同比仍将大幅提升、环比稳定，行业预计 19 年盈利状况良好。

图 21: 父母代鸡苗价格 (元/套)



资料来源: 中国畜牧业协会, 安信证券研究中心

图 22: 商品代鸡苗价格 (元/羽)



资料来源: 中国畜牧业协会, 安信证券研究中心

根据调研情况来看, 我们认为禽链整体供给端偏紧:

1. 长期来看, 祖代鸡引种低位是行业长期供给的天花板。禽流感是导致引种量减少的根本原因, 2015 年至今, 美国、法国、英国等国相继封关, 新西兰、波兰成为我国祖代种鸡主要引种国家。

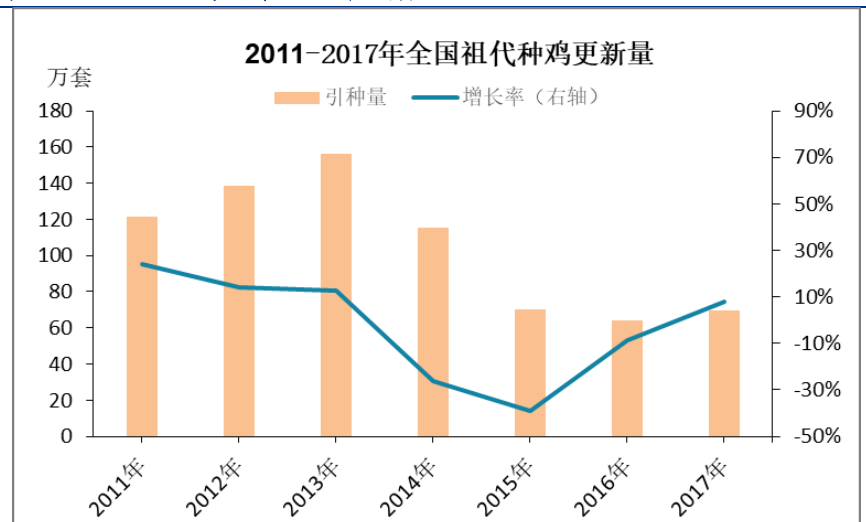
表 1: 祖代鸡主要引种国高致病性禽流感情况

国家	是否封关	高致病性禽流感类型	最后报告时间	报告性质
美国	是	H5N2	2017 年 8 月 11 日	Final report
英国	是	H5N6	2018 年 5 月 11 日	Final report
法国	是	H5N8, H5N1	2017 年 10 月 18 日	Final report
荷兰	是	H5N6 (家禽)	2018 年 4 月 25 日	Follow-up report
波兰	否	H5N8, H5N5	2017 年 4 月 20 日	Final report
西班牙	是	H5N8	2017 年 5 月 30 日	Final report

资料来源: 卓创资讯, 安信证券研究中心

从 2014 年开始祖代种鸡引种量持续减少, 2015-2017 年祖代鸡引种量在 60~70 万套之间, 低于行业预测的均衡供给 80 万套; 据测算, 祖代鸡引种起约 1.5 年产生第一批商品代鸡苗, 对供给影响的高峰期出现在约 2 年左右, 我们认为从 2015 年以来祖代鸡引种持续低于均衡供给量是行业未来供给的天花板, 奠定了行业长周期供给偏紧的基础。

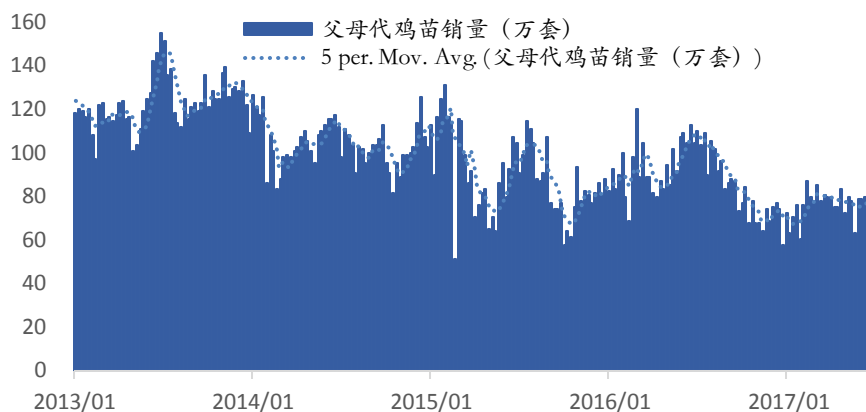
图 23: 全国祖代鸡引种规模 (万套)



资料来源: 卓创资讯, 安信证券研究中心

2.中期来看，父母代鸡苗销量下降影响中期供给。根据中国畜牧业协会数据，父母代鸡苗销量从2013年起呈下降趋势，2018年年初至今父母代鸡苗销量基本在70万套/周波动。父母代鸡苗销量决定约8个月后的毛鸡出栏量，父母代鸡苗销量持续低位，预计中期毛鸡出栏量将处于偏紧状态。

图 24：父母代鸡苗销量 2013 年以来呈下降趋势

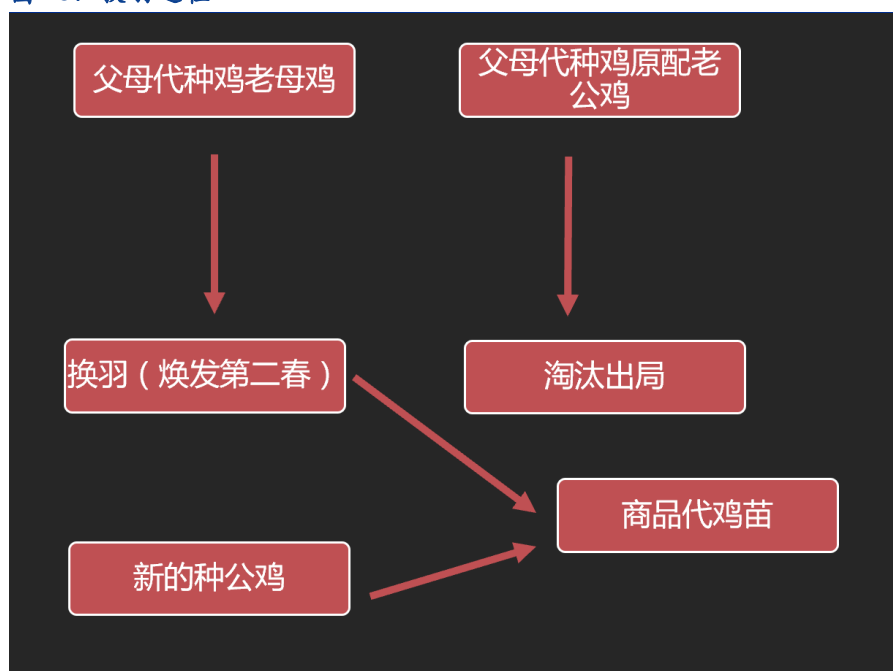


资料来源：中国畜牧业协会，安信证券研究中心

3. 过度换羽副反应显现，进一步收缩供给。根据调研来看，由于过去几年大规模换羽，造成行业供给过剩、价格失衡、养殖户亏损，近期换羽的副反应进一步显现：

1) 种公鸡数量不足。根据调研数据，一般行业提供父母代种鸡配种是 15:100，由于母鸡能够较强换羽，而公鸡比较难换羽甚至不能换羽，在母鸡过度换羽的情况下，公鸡的数量会有一个极限值，后备公鸡数量限制了换羽的和数量。根据我们近期调研来看，行业内父母代种鸡配种出现显著下滑，部分大型养殖户的配比在 12~13:100；极端情况下，部分养殖户的配比下降到 8~11:100 的临界值，种公鸡数量不足限制了换羽的数量，降低了供给端的弹性。

图 25：换羽过程



资料来源：卓创资讯，安信证券研究中心

2) 父母代种鸡生产效率下滑，制约下游供给。根据草根调研，无论是换羽带来的副反应或

是国外引种质量不佳原因，父母代出现肝脏破裂等疫病未找到有效解决方式，目前行业面临父母代死淘率明显上升、产蛋率下降等问题，制约了下游商品代鸡苗的供给量。

**投资建议：**我们认为禽链供给收缩的主逻辑并未被破坏，19年预计行业盈利状况良好。

**风险提示：**鸡价上涨不达预期、祖代鸡引种量大幅上升。



## 2. 饲料：龙头市占率有望持续提升，重点推荐海大集团！

产量稳定，以猪、禽、水产料为主。2003年起我国饲料行业进入高速增长期，2012年突破总产量2亿吨仍保持约10%左右增速；进入2015年起，饲料行业总产量基本稳定。从饲料品种来看，2017年商用饲料总产量2.2亿吨，其中猪料产量9809.7万吨，占比44%；肉禽料产量6014.5万吨，占比27%；蛋禽料产量2931.2万吨，占比13%；水产料产量2079.8万吨，占比10%；猪料、禽料及水产料合计占比超过90%，是饲料的主要构成。

图 26：饲料总产量稳定

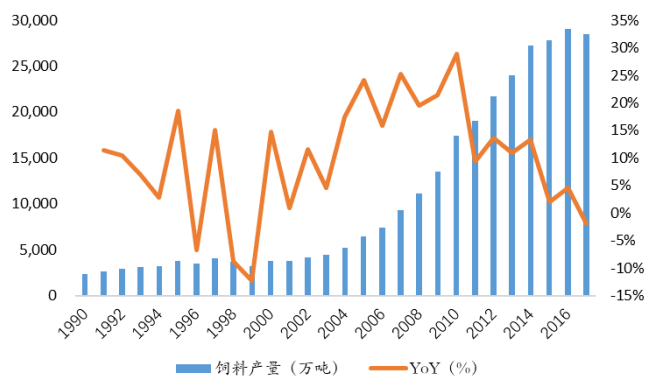
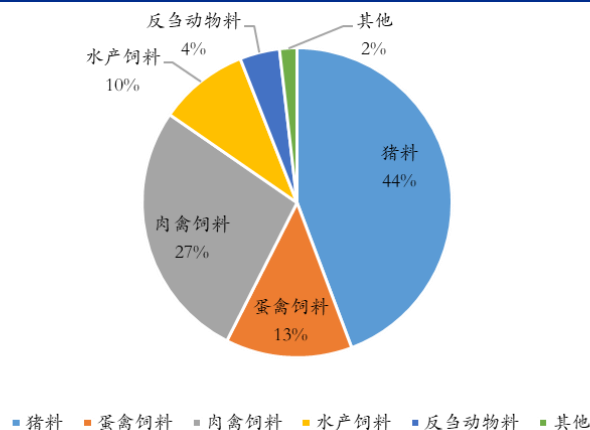


图 27：饲料品种构成（2017 年度）

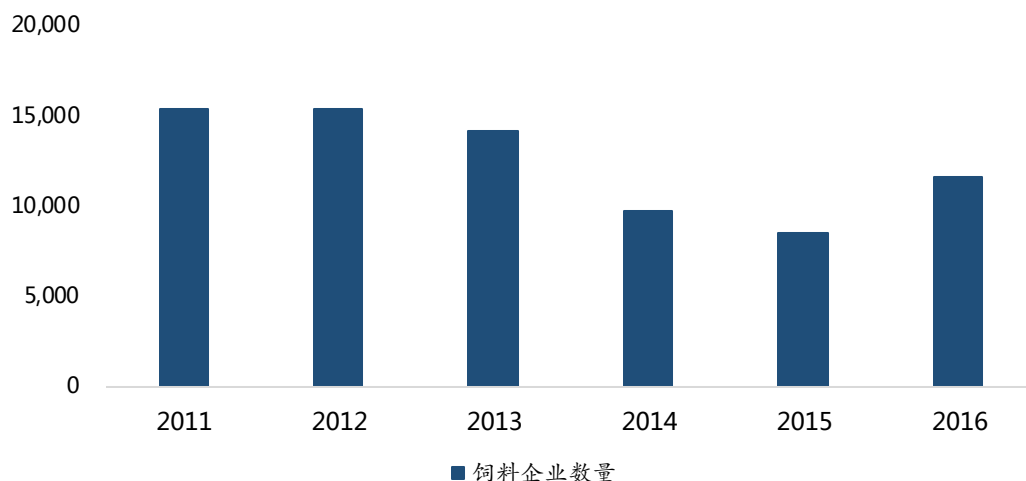


资料来源：Wind，安信证券研究中心

资料来源：中国饲料工业协会，安信证券研究中心

下游养殖户加速集中，驱动饲料龙头市占率提升。环保、竞争激烈等推动小企业退出，竞争格局优化，龙头企业充分受益，2014-2015年平均每年企业数量下降约2000家。规模化养殖户积极补栏，规模化客户对产品、服务要求更高，有利于饲料龙头抢占市场份额。

图 28：2014-2015 年国内饲料企业数量迅速下降



资料来源：中国饲料信息网，安信证券研究中心

投资建议：首推海大集团。

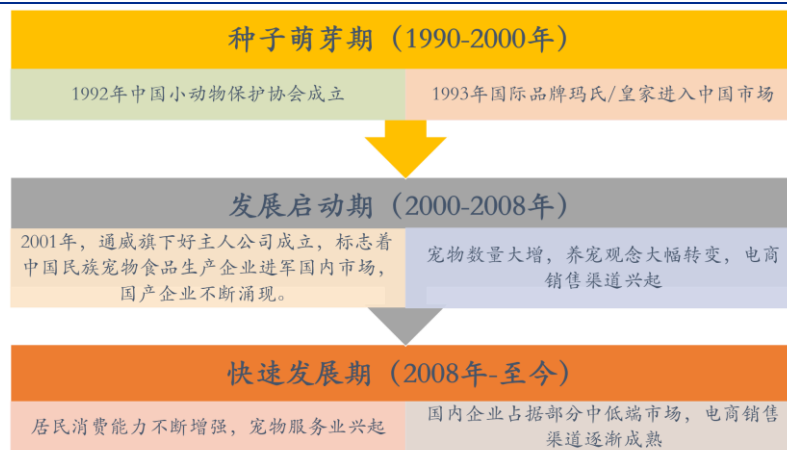
风险提示：下游补栏不及预期、原材料价格波动风险。

### 3. 宠物行业：处于高速增长期，龙头积极布局国内主粮！

我国宠物行业处于高速发展时期。根据宠物行业的规模变化，可以把宠物行业的发展大致分为三个阶段：

- **第一个阶段（1990-2000年）：**1992年我国的小动物保护协会、1993年玛氏进入国内市场，这段时间我国宠物行业规模仍处于萌芽时期。
- **第二个阶段（2000-2008年）：**随着2001年好主人宠物食品公司的成立，国内宠物食品企业不断涌现；同时国内宠物数量开始增长、电商渠道开始兴起，根据中国宠物行业白皮书，截止2008年，我国宠物市场规模达到65亿元，市场开始逐步启动。
- **第三个阶段（2008年-今）：**根据中国宠物行业白皮书，2008-17年国内宠物行业市场规模复合增速约40%，随着居民消费能力的不断提高、养宠观念的大幅转变及销售渠道的完善，我国宠物行业进入高速发展时期，根据张洪国宠物行业白皮书，2017年国内宠物猫狗数量接近0.9亿只，市场规模达到1340亿元，养宠家庭达到5912万户，占比17.1%，同比上升2pct。

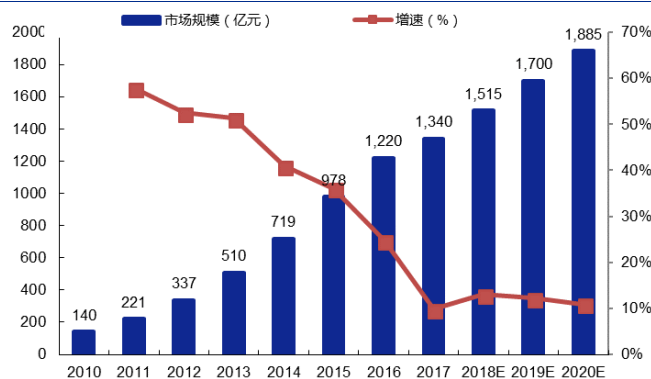
图 29：我国宠物行业的发展历程



资料来源：狗民网，安信证券研究中心

当前国内宠物行业市场规模达千亿，未来仍有巨大增长空间。根据《2017年中国宠物行业白皮书》，2010-2017年我国宠物市场规模由140亿元增长到1340亿元，预计未来仍有较大的市场空间，2020年宠物行业市场规模有望突破1880亿元。

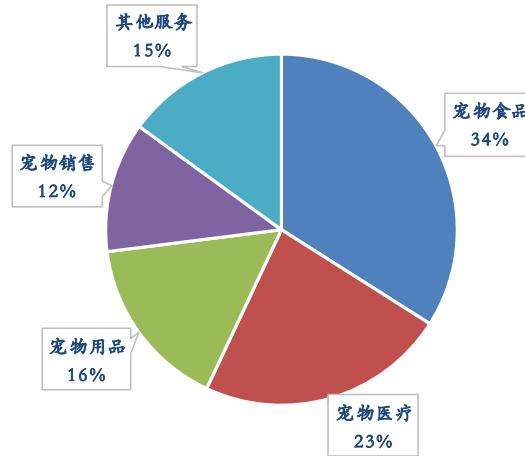
图 30：2010-2020年国内宠物行业市场规模与同比增速



资料来源：《2017年中国宠物行业白皮书》，安信证券研究中心

宠物食品消费是饲养宠物的主要支出。宠物食品是维持宠物生长发育必不可少的支出，根据狗民网资料显示，2015 年我国饲养宠物支出主要集中在上游必需品的支出：宠物食品支出占比约 34%、宠物用品占比 16%、宠物销售占比 12%；下游服务性质支出主要集中在宠物医疗领域，占比约 23%。

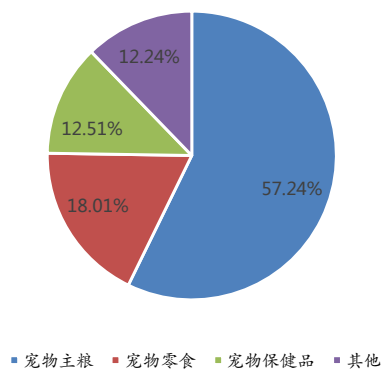
图 31：2015 年我国宠物行业细分市场分布



资料来源：狗民网，安信证券研究中心

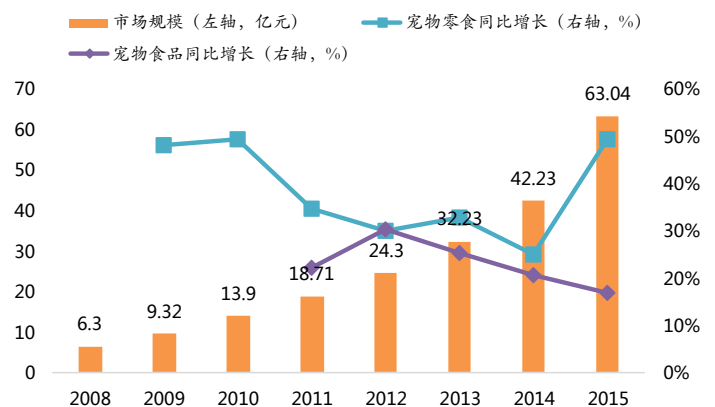
我国宠物食品消费以主粮为主，零食市场规模快速增长。根据国家统计局资料显示，目前，我国市场上的宠物食品以主粮为主，占比约 60%，其次为宠物零食占比 18%、保健品占比 12.5%。其中国内宠物零食行业规模高速增长：根据国家统计局以及前瞻产业研究院数据，2015 年我国宠物零食规模达到 63 亿元，同比增长约 50%，2008-2015 年间市场规模扩张了约 10 倍，领先于宠物食品整体行业增速。

图 32：2015 年我国宠物食品以主粮为主



资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

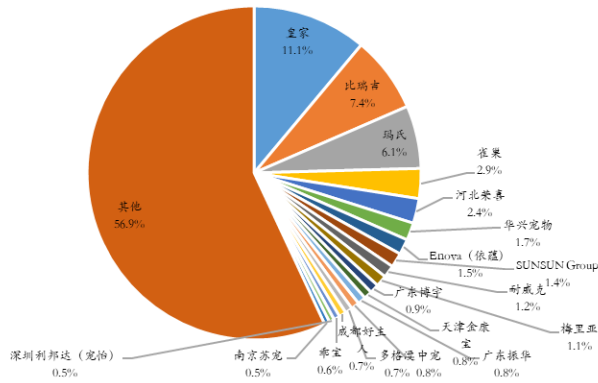
图 33：宠物零食市场规模高速增长



资料来源：国家统计局，前瞻产业研究院，安信证券研究中心

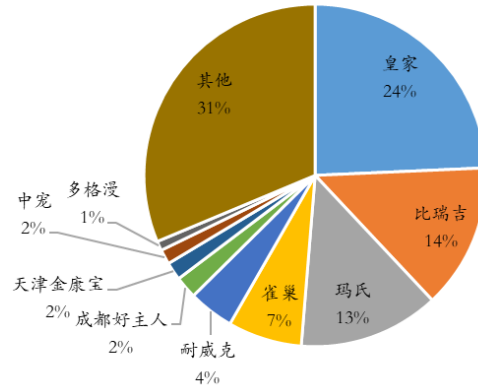
当前国内宠物食品以国外品牌为主。根据 Euromonitor 数据，我国目前宠物市场竞争格局分散，最大的皇家仅仅占市场份额的约 11%，而宠物食品则以国外品牌为主：以狗粮为例，根据 Euromonitor 数据，2016 年我国狗粮市场份额前五的厂商分别为皇家、比瑞吉、玛氏、雀巢及耐威克，占比分别为 24%、14%、13%、7%及 4%，剩余不到 40%的市场则被国内企业所瓜分。

图 34：宠物市场竞争格局分散（2017 年数据）



资料来源：Euromonitor，安信证券研究中心

图 35：狗粮市场以国外品牌为主（2016 年数据）



资料来源：Euromonitor，安信证券研究中心

**国内龙头关注主粮市场。**根据上市公司公告及我们调研情况来看，目前中宠股份及佩蒂股份对国内高增速的市场开始布局、铺开，目前主要以主粮市场为目标开展生产经营活动，我们认为宠物主粮是宠物经济发展中的必需品，市场空间加大，龙头公司通过对主粮的布局逐渐开拓国内宠物市场、建立自主品牌，有助于带动零食、宠物用品等辅助产品的销售。

**投资建议：**重点关注佩蒂股份及中宠股份。

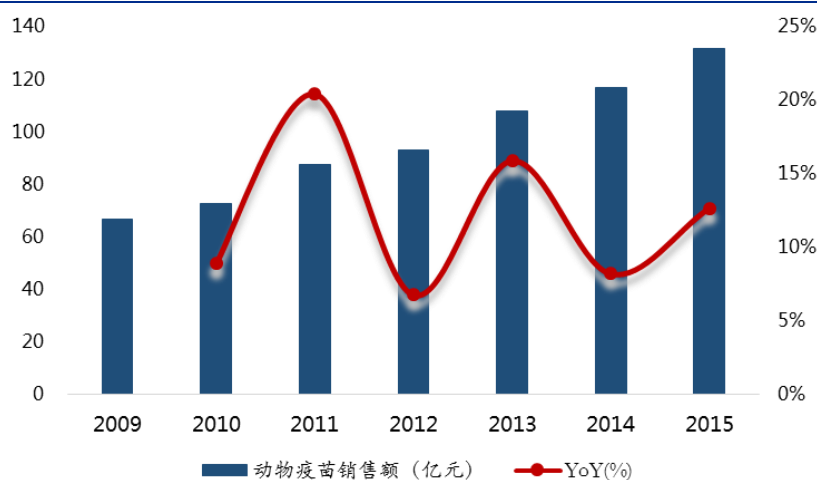
**风险提示：**国内市场开拓不达预期，汇率波动风险等。

#### 4. 动保行业：市场苗是趋势，挖掘个股成长机会

根据艾格农业数据，2009-2015年，我国动物疫苗销售额复合增速约12.4%，根据中国兽药协会数据，2016年动物疫苗的销售额约为131亿元，我们认为未来动物疫苗市场仍将保持较高增速：

- **驱动因素 1：**大规模养殖户防疫意识较强，随着下游规模养殖加速，产品渗透率有望持续提升；
- **驱动因素 2：**招采苗向市场苗过渡，价格提升扩充市场容量；
- **驱动因素 3：**养殖环境恶化，新疫病流行及老毒株变异。

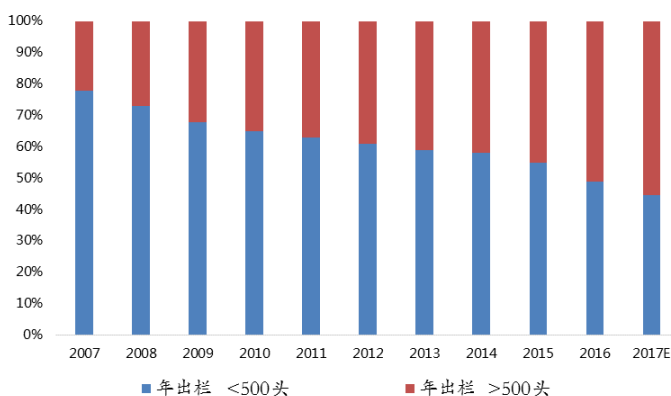
图 36：动物疫苗销售额保持较高增速



资料来源：艾格农业，安信证券研究中心

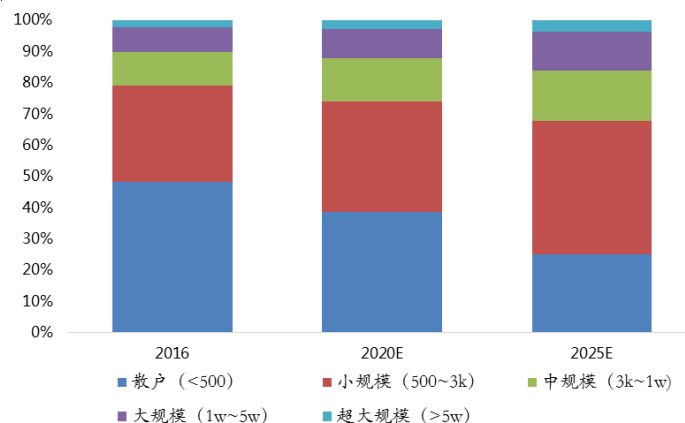
**规模化养殖程度不断提升，直接推动市场苗扩容。**根据博亚和讯数据，我国规模化养殖比例逐年提升：2007年生猪年出栏量500头以下的养殖户占比达到78%，此后占比逐年递减，截止2016年，生猪年出栏500头以下的养殖户占比约49%，2017年生猪年出栏500头以下的养殖户占比预计将进一步降低，500头以上的规模化养殖户占比不断提升。规模化养殖户是市场苗的主要使用者，随着规模养殖程度的不断提高，将直接推动市场苗扩容。

图 37：生猪养殖规模不断提升



资料来源：博亚和讯，安信证券研究中心

图 38：养殖结构向规模养殖方向发展

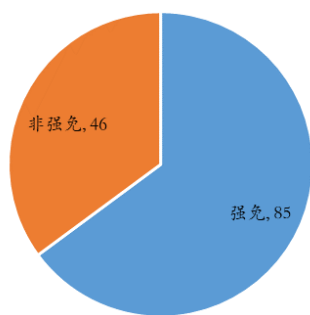


资料来源：艾格农业，安信证券研究中心

**招采苗仍占主体，但向市场苗过渡是大趋势。**我国现行的疫苗销售体系分为国家强制免疫计划所需疫病疫苗和非国家强制免疫计划用疫病疫苗。根据2015年兽药产业发展报告，我国

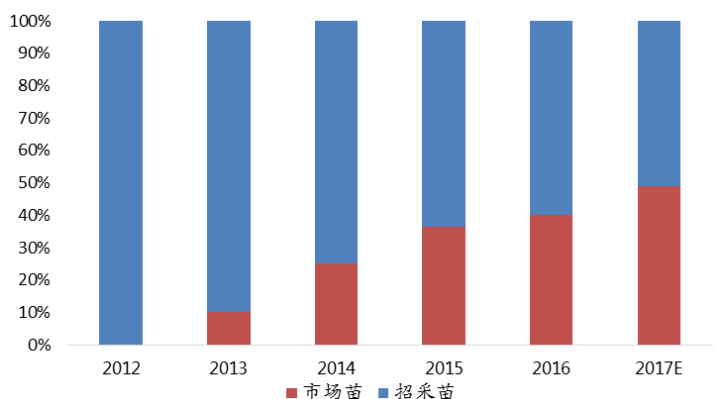
强制免疫疫苗仍占主体，但市场苗比例逐年提升，以口蹄疫疫苗为例，2012 年口蹄疫疫苗几乎全部为招采苗，到 2017 年，根据我们草根调研，口蹄疫市场苗规模约 18 亿元，招采苗规模较去年同比略有下降，规模预计 18 亿元左右，市场苗占比预计接近 50%。随着猪瘟和蓝耳退出招采、直补政策的逐渐落地，市场苗将是顺势所趋！

图 39：2016 年动物疫苗销售体系分布（亿元）



资料来源：中国兽药协会，安信证券研究中心

图 40：口蹄疫市场苗比重逐年提升



资料来源：草根调研，安信证券研究中心

**品质提升倒逼企业提升工艺水平。**动物疫苗效果与生产工艺水平有很大关系。病毒性疫苗能否达到预期效果，其中一个关键因素就是抗原含量问题，即病毒浓度。传统转瓶培养方式，对于一些细胞而言难以达到其技术生产要求，而悬浮培养技术切合了当前疫苗生产对病毒量的高要求，与转瓶培养技术相比，悬浮培养具有操作简单、产率高、容易放大等优点，在抗原纯化工艺相同的基础上，悬浮培养法的抗原纯度要高于转瓶培养法。此外，农业部第 1708 号(关于停止受理生产线项目兽药 GMP 验收申请等)：“自 2012 年 2 月 1 日起，各省级兽医行政管理部门停止受理新建兽用粉剂、散剂、预混剂生产线项目和转瓶培养生产方式的兽用细胞苗生产线项目兽药 GMP 验收申请。”预计未来我国的疫苗技术将完全升级为悬浮培养技术。

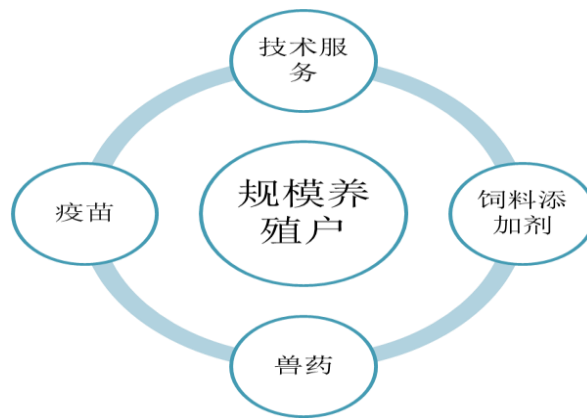
表 2：悬浮培养优势明显

项目	转瓶培养疫苗	反应器悬浮培养疫苗
培养方式	转瓶贴壁细胞培养	悬浮细胞培养
毒价 (TCID50/LD50)	7.0/7.5	7.25/7.25
细胞密度 (cells/ml) *	2.5-3.5 x 10 <sup>6</sup>	3 x 10 <sup>6</sup>
工作体积*	1.5L	500L
均一性	培养体积小，需混合，批间差大	培养体积大，无需混合，批间差小
产品效力	不可控	稳定可控
蛋白纯化	含血清，杂蛋白含量高，纯化复杂	无血清，杂蛋白含量低，纯化简单
配苗比例	需浓缩	稀释 5-10 倍
产品质量	产品质量较低	杂蛋白含量低，产品质量较高
车间条件要求	培养室面积大，需恒温	培养室面积小，无恒温要求
设备与自动化程度	作坊式半开放人工操作	全封闭管道化的自动化控制

资料来源：《悬浮培养工艺与转瓶培养工艺的比较分析》，安信证券研究中心

**销售服务升级提高客户粘性。**兽药行业的下游主要是养殖企业，在实际使用疫苗的过程中可能会面临不同的问题，目前大型疫苗企业开始提供“动物保健一体化解决方案”，根据客户的不同需求，为其制定个性化解决方案，不但可以解决客户问题，还能促进公司产品的销售、提高客户粘性。

图 41：动保企业为养殖户提供一体化解决方案



资料来源：草根调研，安信证券研究中心

**投资建议：**重点关注生物股份、中牧股份、普莱柯等

**风险提示：**下游养殖户规模化不及预期，市场苗推广不达预期。

## 5. 2019 年精选成长个股

### 5.1. 海大集团：饲料业务逆势增长，公司成长性突出！

**饲料市占率的持续提升。**目前公司整体市占率约 4%。饲料行业经过多年竞争淘汰，单吨盈利低，小企业逐渐退出，公司在行业内竞争优势明显，市占率持续提升确定性强。水产板块饲料市占率约为 15%，禽饲料约 5%，猪饲料约 2%。未来饲料板块整体有望维持约 20% 销量增速，且随市占率提升，盈利增速将高于销量增速

**养猪板块布局。**公司养猪板块逐步扩大，有望在未来 5 年内成为龙头之一。

2018 前三季度公司饲料销量增长约 25%，受战略布局投入、费用上升，业绩增速低于销量增速，增速约 10%，随着明年投入效果显现，**明年业绩有望见拐点。**

**风险提示：**水产品价格上涨不及预期风险；猪价上涨不及预期风险；饲料销量不及预期风险；自然灾害风险。

### 5.2. 佩蒂股份：多重因素推动业绩持续增长！

**多重因素推动公司业绩持续增长。**

**1) 新产能投放满足下游订单需求：**公司上市前受制于产能瓶颈，畜皮咬胶及植物咬胶生产线一直处于满产满销状况，随着上市后，新产能逐渐投放，可以满足下游新订单的需求，有望驱动公司收入高速增长。

**2) 产品结构持续改善：**公司产品从畜皮咬胶到植物咬胶到动植物咬胶，产品结构持续改善盈利能力

**3) 下游客户渠道疏通：**公司第一大客户品谱收购第二大客户 PetMatrix，品谱拥有强大的渠道能力，通过帮助 PetMatrix 梳理销售渠道，带动 PetMatrix 对公司植物咬胶的需求，促进公司的订单的进一步增长！

**预计新产能将陆续投放。**公司目前收入以外贸为主，依靠稳定的产品性能，公司与 Spectrum Brands、Pet Matrix LLC 等品牌商建立长期合作关系，国外宠物市场成熟，每年增速稳定，公司开拓新客户能力较强，随产能逐步投放，国外市场仍有较大成长空间。

**国内逐渐铺开，主粮业务有望稳步开展。**

**风险提示：**原材料价格波动风险，下游核心客户采购量下滑，产能扩张不达预期，汇率波动风险。

### 5.3. 中宠股份：多方位布局国内渠道！

**入股瑞鹏股份，推进线下布局。**瑞鹏股份在全国设有约 500 家宠物医院，覆盖北上广深的一线城市，宠物医院是线下购买主粮、零食等产品的主要场所；公司通过与在宠物医疗领域深入布局的瑞鹏股份合作，有利于推动公司产品的线下布局。

**与苏宁、阿里战略合作，线上渠道多面发展。**根据公司公告，公司 18 年以来投资云宠智能等多家线上团队、通过不同品牌策略对接不同线上平台，同时公司与苏宁易购、阿里巴巴签订战略合作协议，有望进一步推动公司线上销售。



**营收高增长，业绩有望见拐点。**公司 2018 年前三季度营业收入增速 39.07%，由于毛销售管理费用增加等因素拖累归母净利润同比下滑，分季度看从一季度以来单季度归母净利润增速为-42.98%、-34.02%、-4.76%，营收的高增速逐渐弥补国内渠道布局的高费用，利润逐步修复，19 年业绩有望见拐点。

**风险提示：**国内开拓不达预期，原材料价格波动风险，下游核心客户采购量下滑，产能扩张不达预期，汇率波动风险。

#### 5.4. 普莱柯：市场稳定开拓，业绩有望高增长！

**市场苗稳定增长。**根据公司公告，2018 年下游养猪行情低迷，公司通过强化市场开拓、优化团队建设等举措，推动猪用市场苗收入同比增长：前三季度猪用市场苗收入 1.27 亿元，同比增长 38.56%。

**多个潜力产品预计将陆续上市，有望驱动公司业绩高增长。**公司 17 年上市圆环基因工程苗，预计 18 年将逐渐开始推广放量。根据公司公告，猪圆环-支原体二联灭活疫苗、鸡传染性法氏囊病亚单位疫苗取得新兽药，兔病毒性出血症基因工程亚单位疫苗等通过新兽药注册复审；猪支原体肺炎灭活疫苗（单针型 HN0613 株）、鸡传染性鼻炎二价灭活疫苗（A 型+C 型）等产品通过新兽药注册初审；鸡新城疫（基因 VII 型）-支-流-法四联灭活疫苗、水貂病毒性肠炎基因工程亚单位疫苗（杆状病毒源）等产品申报新兽药注册；预计公司多个引领技术变革的潜力产品将陆续上市，带动公司业绩增长！

**强强联手，有望迈入发展新征程。**公司通过合资与中牧股份设立中普生物，间接进入口蹄疫市场，中牧股份拥有动物疫苗品类全面，公司具有研发技术优势，二者合作，强强联手，公司有望利用自身技术优势提高现有口蹄疫产品竞争力并推动现有全病毒口蹄疫疫苗向基因工程苗升级换代，公司有望迈入发展新征程！

**设立中科基因，战略布局动物诊断服务领域。**随着养殖业对动物保健管理的迫切需求以及国家对食品安全的关注，动物疫病诊断服务领域将会迎来新的发展机遇。报告期内，公司与余江汇泽、广州安基因等合资设立中科基因，致力于拓展动物疫病诊断第三方实验室业务，拟在全国设立 30 家第三方诊断实验室。

**风险提示：**新产品上市、推广不达预期，猪价下跌风险等。

#### 5.5. 生物股份：业绩有望稳步增长！

**猪口蹄疫 OA 苗上市，三季度收入显著提升。**根据中国兽药信息网数据，目前国内获得猪口蹄疫 OA 苗生产批文的企业只有中农威特，公司作为国内第二家取得生产批文的企业，有望加强公司口蹄疫疫苗龙头的市场地位，三季度公司收入显著上升：2018 年第三季度公司实现营业收入 6.7 亿元，同比上升 17.43%；实现归母净利润 3.22 亿元，同比上升 8.99%。上半年猪价下行令公司疫苗销售承压，随着三季度猪价回升及猪 OA 二价苗上市，公司口蹄疫产品销售有望稳步增长。

**回购股份彰显供公司信心。**根据公司公告，自回购方案通过股东对审议起 6 个月，公司将集中竞价方式回购金额不低于 1 亿元、不高于 3 亿元的股份，2018 年 6 月公司公告主要高管将在未来 6 个月内增持公司股份。我们认为公司在悬浮培养及纯化技艺领域处于领先地位，有望运用到公司及辽宁益康现有产品线上，通过提升现有产品质量，进一步提高公司的竞争力，促使公司由口蹄疫疫苗单品拉动逐渐向多品类齐头并进发展，此时公司回购股份、主要管理层计划增持、第一大股东及管理层承诺未来一年内不减持均彰显了公司对未来成长的信心！

研发投入持续提升，新产品储备丰富。

风险提示：生猪存栏大幅下降，产品推广不达预期等。

## ■ 行业评级体系

### 收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

### 风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

李佳丰声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
北京联系人	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-82558046	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82558361	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034