

农林牧渔

证券研究报告
2019年03月10日

2019年第10周周报：猪价加速上涨，继续坚定推荐养殖板块！

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

吴立 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010002
wuli1@tfzq.com

刘哲铭 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070002
liuzheming@tfzq.com

魏振亚 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517080004
weizhenya@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《农林牧渔-行业深度研究:非洲猪瘟对生猪养殖产业有哪些影响?》 2019-03-09
- 2 《农林牧渔-行业研究周报:2019年第9周周报:本轮“养殖盛宴”中“剩者为王”!》 2019-03-03
- 3 《农林牧渔-行业研究周报:2019年第8周周报:非洲猪瘟带来的“养殖盛宴”!》 2019-02-24

1、生猪养殖板块：猪瘟常态化下，预估猪价上涨趋势已到，产业需要全面升级！

本周猪价开启快速上涨模式。根据猪易通数据，3月4日全国生猪均价12.24元/公斤，至9日已达14.75元/公斤。我们认为，猪价屡超预期，上涨周期已到！坚定推荐生猪养殖板块！本周，我们发布行业深度报告（2019年3月9日《非洲猪瘟对生猪养殖产业有哪些影响》），从产业角度来探讨非洲猪瘟常态化对行业的影响。**我们认为：**

1) **对养殖个体而言**，未来的生猪养殖产业不仅需要资本的大量投入，而且更是需求大幅提升防疫技术服务、养殖管理水平等。

2) **在养殖区域方面**，A) 我们认为“南猪北养”趋势下的产销分离模式或不利于疫情防控，预计销区从原先的一刀切式环保关停转向满足环保要求的前提下鼓励发展，并通过区域联防联控来保证区域间供求平衡。B) 北方尤其是东北地区养殖规模化起步相对较晚，产业疫病防控抵御经验有所欠缺，生物安全体系上的漏洞在这次非洲猪瘟疫情下充分暴露。

3) **养殖模式需要全面升级！**A) 养殖模式上，不论是“公司+农户”还是自繁自养，都需要通过封闭化养殖降低疫情感染风险。一方面，公司需要将合作农户纳入整体疫病防控体系，通过不断提高合作农户的规模来降低管理成本和出现管理疏漏概率。另一方面，自繁自养的大规模养殖场，需要进一步提升猪场管理水平，降低人流、物流、车流频率，降低感染风险。B) 管理上，非瘟防控是持久战，不仅需要强化一线员工激励，将防控体系长期坚持下去，还需要通过改进养殖场设计、加强信息化、智能化设备的应用等措施，实现查缺补漏，由此将带来产业技术、管理水平的全面升级。

4) **预计本轮猪周期猪价涨幅更高，持续时间更长！**2006年的蓝耳病疫情带来猪价最高涨幅（191%）以及长达22个月的持续上涨。本轮猪瘟疫情由于国内养殖密度更大，且到目前缺乏有效的相关疫苗及兽药，影响大概率将超过2006年那一轮周期。我们预计，本轮周期中，上涨周期将持续2-3年，猪价高点有望达到25元/公斤，部分地区甚至有可能超30元/公斤。

5) **产业结构上，有望加速集中度提升，剩者为王！**防疫技术、管理壁垒的提高将会加速行业集中度提升。关注哪些企业能够成为“剩者”：A) 养殖模式：“公司+农户”在疫情防控上相对优于自繁自养。B) 生产基地相对分散。C) 种猪存栏规模及布局。D) 资金实力及融资能力。

6) **股票估值仍有空间，坚定推荐。**基于当前行业产能的判断，我们认为，本轮周期中养殖头均利润大概率将创历史新高。对应2020年的出栏量，各家公司的生猪养殖头均市值，截止3月8日收盘，温氏股份为5717元、牧原股份7116元、正邦3472元、天邦股份3549元、唐人神3055元。而在上一轮周期以2015年的最高市值对应2016年的出栏量计算的温氏股份、牧原股份和正邦科技的头均市值分别为14121元、12444元和5973元。上市公司估值仍然处于低位！

7) **投资建议：**新一轮猪价上涨周期已经到来，叠加上市公司的量的扩张，生猪养殖板块迎来主升浪，**重点推荐高弹性标的：正邦科技、天邦股份、唐人神、中粮肉食（港股）；养殖龙头：温氏股份、牧原股份、新希望；关注：新五丰、天康生物、金新农、傲农生物、大北农！**

2、白羽肉鸡板块：肉价坚挺，苗价冲高，非洲猪瘟疫情推升白羽鸡景气度。

根据博亚和讯，本周毛鸡出栏量下降，毛鸡价格回升，推动鸡苗报价高点突破9元/羽，再创历史新高。本周毛鸡均价9.12元/公斤，较上周上涨12.04%；鸡肉产品综合售价11.63元/公斤，较上周上涨2.02%；鸡苗均价8.66元/羽，较上周上涨10.60%。

我们认为，在疫情和未来猪价大涨的驱动之下，白羽鸡行业景气度有望长期持续，上市公司利润有望大幅提升。当前位置，重点推荐全产业链龙头**圣农发展**；其次：**益生股份、民和股份、仙坛股份、禾丰牧业**等。

风险提示：政策风险；疫病风险；农产品价格波动；极端天气



1. 本周思考

1.1. 生猪养殖板块：猪瘟常态下，预估猪价上涨趋势已到，产业需要全面升级！

本周猪价开启快速上涨模式。根据猪易通数据，3月4日全国生猪均价 12.24 元/公斤，至 9 日已达 14.75 元/公斤。我们认为，猪价屡超预期，上涨周期已到！坚定推荐生猪养殖板块！本周，我们发布行业深度报告，从产业角度来探讨非洲猪瘟常态化对行业的影响。**我们认为：**

1) **对养殖个体而言**，未来的生猪养殖产业不仅需要资本的大量投入，而且更是需求大幅提升防疫技术服务、养殖管理水平等。

2) **在养殖区域方面**，A) 我们认为“南猪北养”趋势下的产销分离模式或不利于疫情防控，预计销区从原先的一刀切式环保关停转向满足环保要求的前提下鼓励发展，并通过区域联防联控来保证区域间供求平衡。B) 北方尤其是东北地区养殖规模化起步相对较晚，产业疫病防控抵御经验有所欠缺，生物安全体系上的漏洞在这次非洲猪瘟疫情下充分暴露。

3) **养殖模式需要全面升级！**A) 养殖模式上，不论是“公司+农户”还是自繁自养，都需要通过封闭化养殖降低疫情感染风险。一方面，公司需要将合作农户纳入整体疫病防控体系，通过不断提高合作农户的规模来降低管理成本和出现管理疏漏概率。另一方面，自繁自养的大规模养殖场，需要进一步提升猪场管理水平，降低人流、物流、车流频率，降低感染风险。B) 管理水平上，非瘟防控是持久战，不仅需要强化一线员工激励，将防控体系长期坚持下去，还需要通过改进养殖场设计、加强信息化、智能化设备的应用等措施，实现查缺补漏，由此将带来产业技术、管理水平的全面升级。

4) **预计本轮猪周期猪价涨幅更高，持续时间更长！**2006 年的蓝耳病疫情带来猪价最高涨幅（191%）以及长达 22 个月的持续上涨。本轮猪瘟疫情由于国内养殖密度更大，且到目前缺乏有效的相关疫苗及兽药，影响大概率将超过 2006 年那一轮周期。我们预计，本轮周期中，上涨周期将持续 2-3 年，猪价高点有望达到 25 元/公斤，部分地区甚至有可能超 30 元/公斤。

5) **产业结构上，有望加速集中度提升，剩者为王！**防疫技术、管理壁垒的提高将会加速行业集中度提升。关注哪些企业能够成为“剩者”：A) 养殖模式：“公司+农户”在疫情防控上相对优于自繁自养。B) 生产基地相对分散。C) 种猪存栏规模及布局。D) 资金实力及融资能力。

6) **股票估值仍有空间，坚定推荐。**基于当前行业产能力度的判断，我们认为，这轮周期中养殖头均利润大概率将创历史新高。对应 2020 年的出栏量，各家公司的生猪养殖头均市值，截止 3 月 8 日收盘，温氏股份为 5717 元、牧原股份 7116 元、正邦 3472 元、天邦股份 3549 元、唐人神 3055 元。而在上一轮周期以 2015 年的最高市值对应 2016 年的出栏量计算的温氏股份、牧原股份和正邦科技的头均市值分别为 14121 元、12444 元和 5973 元。上市公司估值仍然处于低位！

7) **投资建议：**新一轮猪价上涨周期已经到来，叠加上市公司的量的扩张，生猪养殖板块迎来主升浪，**重点推荐高弹性标的：正邦科技、天邦股份、唐人神、中粮肉食（港股）；养殖龙头：温氏股份、牧原股份、新希望；关注：新五丰、天康生物、金新农、傲农生物、大北农！**

1.2. 白羽肉鸡板块：肉价坚挺，苗价冲高，非洲猪瘟疫情推升白羽鸡景气度。

根据博亚和讯，本周毛鸡出栏量下降，毛鸡价格回升，推动鸡苗报价高点突破 9 元/羽，再创历史新高。本周毛鸡均价 9.12 元/公斤，较上周上涨 12.04%；鸡肉产品综合

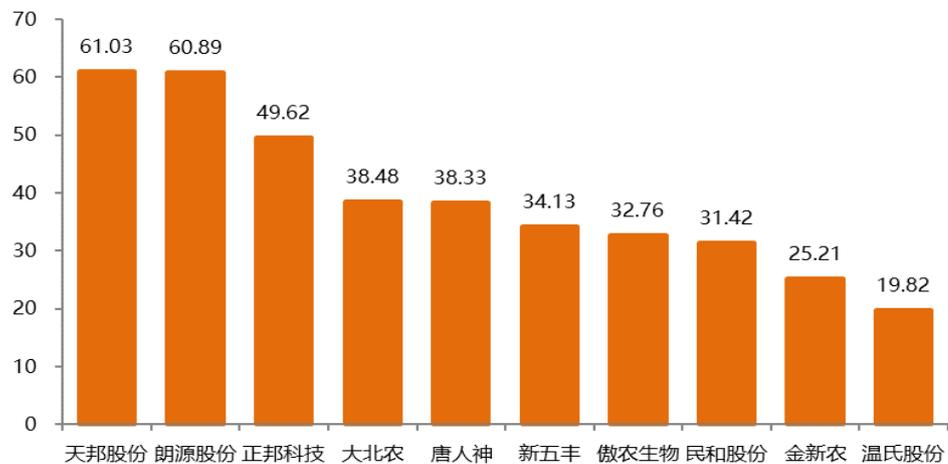
售价 11.63 元/公斤，较上周上涨 2.02%；鸡苗均价 8.66 元/羽，较上周上涨 10.60%。

我们认为，在疫情和未来猪价大涨的驱动之下，白羽鸡行业景气度有望长期持续，上市公司利润有望大幅提升。当前位置，重点推荐全产业链龙头**圣农发展**；其次：**益生股份、民和股份、仙坛股份、禾丰牧业**等。

2. 本周农业板块表现

本周（2019年3月3日-2019年3月8日），农林牧渔行业+12.26%，同期沪深300、上证指数、深证成指变动分别为-2.46%、-0.81%、+2.14%。农林牧渔行业中，涨幅Top3的行业分别为饲料、畜牧养殖、动物疫苗；涨幅最低的3个行业分别为海洋捕捞、种子、林业及加工。涨幅靠前的为：天邦股份+61.03%、朗源股份+60.89%、正邦科技+49.62%、大北农+38.48%、唐人神+38.33%、新五丰+34.13%、傲农生物+32.76%、民和股份+31.42%、金新农+25.21%、温氏股份+19.82%。

图 1：上周行业内公司涨幅排名（%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

表 1：农业及子行业与大盘相对走势情况（%）

2019/3/8	1周	1个月	3个月	6个月	1年
上证综指	-0.81	13.43	13.97	9.90	-9.22
深证成指	2.14	21.86	21.07	12.51	-14.13
沪深300	-2.46	12.63	14.96	11.59	-9.39
农林牧渔	12.26	38.29	39.27	47.28	22.33
种子	0.90	20.43	7.62	-3.93	-29.12
果蔬饮料	5.38	24.24	17.88	13.26	3.61
农产品加工及流通	1.91	19.89	11.81	0.22	-19.96
饲料	17.89	51.73	59.36	90.74	43.56
畜牧养殖	16.37	45.20	57.48	75.15	75.24
动物疫苗	7.36	17.70	0.19	10.67	-20.99
林木及加工	1.59	25.39	12.04	7.65	-24.42
水产养殖	2.51	22.15	9.11	2.51	-27.83
海洋捕捞	-0.35	15.36	12.88	10.05	-19.38

资料来源：Wind、天风证券研究所

3. 农业产业链动态

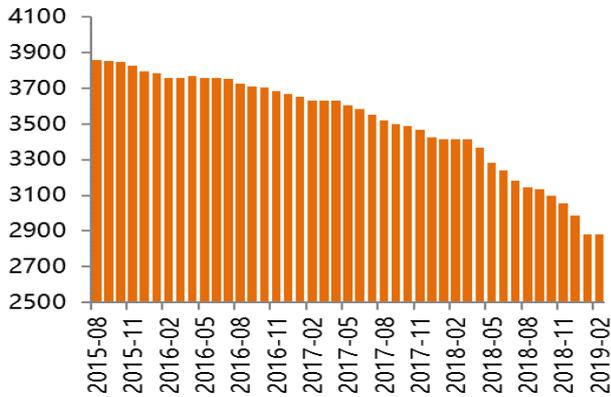
3.1. 生猪产业链

表 2：生猪产业链各环节价格情况

	3/1/2019	3/8/2019	年同比	周环比	年初至今涨跌幅
猪饲料					
其中：育肥猪配合料（元/kg）	3.03	3.02	16.15%	-0.33%	-1.63%
猪价					
其中：出栏肉猪（元/kg）	12.15	12.87	14.10%	5.93%	-1.08%
猪肉（元/kg）	19.29	20.32	-3.01%	5.34%	-2.68%
三元仔猪（元/公斤）	27.59	31.45	8.79%	13.99%	36.38%
二元母猪（元/公斤）	28.58	28.58	-98.23%	0.00%	-1.45%
猪料比					
其中：猪料比价	4.89	5.06	16.59%	3.48%	3.05%
猪粮比价	6.68	6.88	17.81%	2.99%	-0.43%
生猪养殖利润					
其中：中小规模化自繁自养头均盈利（元/头）	(27.99)	2.26	112.24%	108.07%	-95.22%
能繁母猪存栏量（万头）	2,882.00	2,882.00	-15.16%	0.00%	-5.76%

资料来源：农业农村部，wind，天风证券研究所。备注：母猪数据为截止 2 月 1 日数据。

图 2：能繁母猪存栏量（万头）



资料来源：农业农村部、天风证券研究所

图 3：二元母猪价格（元/头）



资料来源：中国政府网、天风证券研究所

图 4：仔猪价格走势（元/公斤）



图 5：出栏肉猪价格（元/公斤）



资料来源：中国畜牧业信息网、天风证券研究所

资料来源：中国畜牧业信息网、天风证券研究所

图 6：普通猪肉价格（元/公斤）



资料来源：中国畜牧业信息网、天风证券研究所

图 7：全国自繁自养头均盈利变化趋势（元/头）



资料来源：wind、天风证券研究所

图 8：全国猪用配合料价格走势（元/kg）



资料来源：wind、天风证券研究所

3.2. 禽业产业链

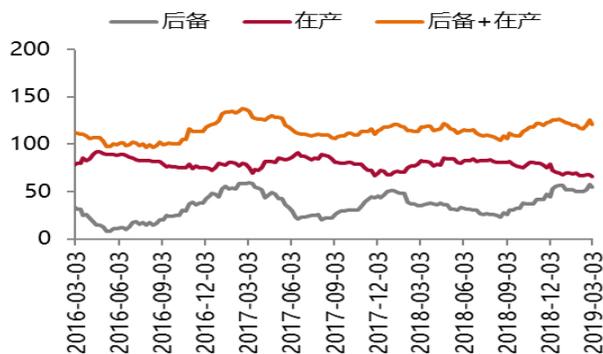
表 3：肉禽产业链各环节价格情况

	3/1/2019	3/8/2019	年同比	周环比
禽饲料				
其中：肉鸡配合饲料（元/吨）	3120.00	3110.00	0.32%	-0.32%
禽苗				
其中：山东潍坊肉鸡苗（元/羽）	8.15	8.9	217.86%	9.20%
泰安六和鸭苗（元/羽）	5.60	5.80	107.14%	3.57%
河南南阳鸭苗（元/羽）	5.50	5.70	119.23%	3.64%
禽肉				
其中：山东潍坊（元/斤）	4.25	4.85	48.77%	14.12%
河南新乡（元/斤）	4.23	4.83	41.23%	14.18%
白条鸡大宗价（元/公斤）	13.60	13.30	-11.33%	-2.21%
山东烟台肉鸡苗（元/羽）	8.30	9.10	203.33%	9.64%
山东青岛鸡苗（元/羽）	8.00	8.70	228.30%	8.75%
潍坊乐港鸭苗（元/羽）	5.60	5.80	110.91%	3.57%

资料来源：农业农村部，鸡病专业网，博亚和讯、中国畜牧业协会、天风证券研究所。

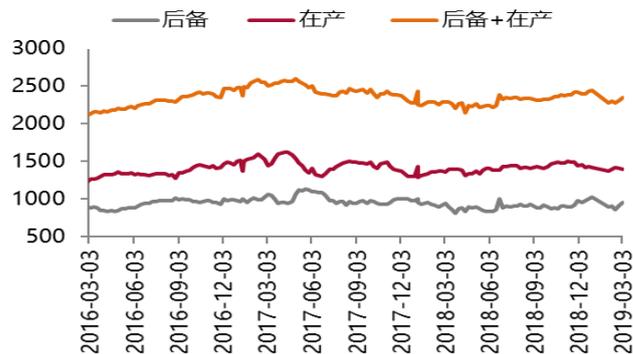
注：禽饲料来自农业农村部对全国480个集贸市场畜禽产品和饲料价格定点监测数据。

图 9：祖代鸡存栏量（万套）



资料来源：中国畜牧业协会、天风证券研究所

图 10：父母代鸡存栏量（万套）



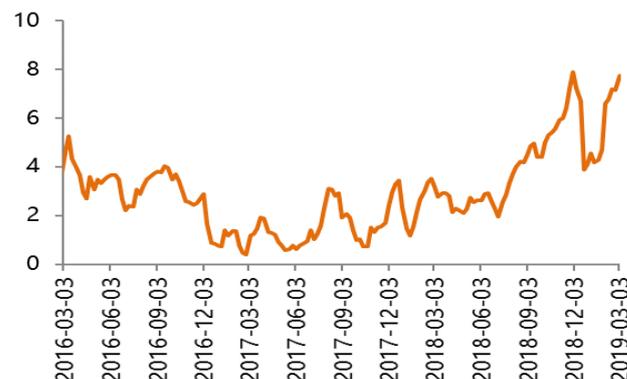
资料来源：中国畜牧业协会、天风证券研究所

图 11：父母代鸡苗价格（元/套）



资料来源：中国畜牧业协会、天风证券研究所

图 12：商品代鸡苗价格（元/羽）



资料来源：中国畜牧业协会、天风证券研究所

图 13：全国肉毛鸡价格走势（元/只）



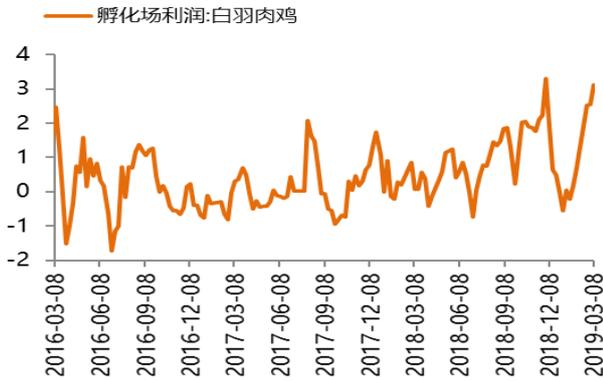
资料来源：博亚和讯、天风证券研究所

图 14：白条鸡价格走势（元/公斤）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 15: 肉鸡养殖利润 (元)



资料来源: 博亚和讯、天风证券研究所

图 16: 泰安六和鸭苗 (元/羽)



资料来源: 博亚和讯、天风证券研究所

3.3. 大豆产业链

表 4: 大豆产业链各环节价格情况

	3/1/2019	3/8/2019	年同比	周环比
大豆价格 (元/吨)				
其中: 大连港口现货价	3,250.00	3,250.00	-1.52%	0.00%
广东港口现货价	3,250.00	3,250.00	-1.52%	0.00%
压榨利润 (元)				
其中: 广东	-283.00	-320.00	-247.47%	-13.07%
山东	-288.00	-260.00	-217.12%	9.72%
豆类产品价格 (元/吨)				
其中: 豆油全国均价	5,716.84	5,789.47	1.73%	1.27%
豆粕全国均价	2,639.71	2,583.24	-20.71%	-2.14%

资料来源: 玉米网, 天风证券研究所 注: 压榨利润为农业农村部统计压榨厂当前实际利润。

图 17: 全国豆粕价格 (元/吨)



资料来源: Wind、天风证券研究所

图 18: 全国豆油价格 (元/吨)



资料来源: Wind、天风证券研究所

图 19: 进口大豆港口现货价 (元/吨)



资料来源: Wind、天风证券研究所

图 20: 进口大豆油厂压榨利润 (元/吨)



资料来源: Wind、天风证券研究所

3.4. 玉米产业链

表 5: 玉米产业链各环节价格情况

	3/1/2019	3/8/2019	年同比	周环比
玉米价格 (元/吨)				
其中: 大连港口	1,828.00	1,828.00	-6.50%	0.00%
蛇口港口	1,880.00	1,880.00	-8.74%	0.00%
进口玉米到岸价:	2,050.60	2,036.92	23.28%	-0.67%
淀粉 (元/吨)				
其中: 吉林长春	2,400.00	2,400.00	2.13%	0.00%
山东潍坊	2,520.00	2,520.00	-3.82%	0.00%
酒精 (元/吨)				
其中: 吉林	4,900.00	4,900.00	-2.97%	0.00%
山东	5,700.00	5,700.00	-5.00%	0.00%
赖氨酸 (元/吨)	7,460.00	7,435.00	-15.51%	-0.34%

资料来源: 玉米网, 天风证券研究所

图 21: 玉米现货均价 (元/吨)



资料来源: Wind、天风证券研究所

图 22: 玉米酒精价格 (元/吨)



资料来源: 玉米网、天风证券研究所

图 23：玉米淀粉价格走势（元/吨）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 24：赖氨酸现货均价（元/吨）



资料来源：Wind、天风证券研究所

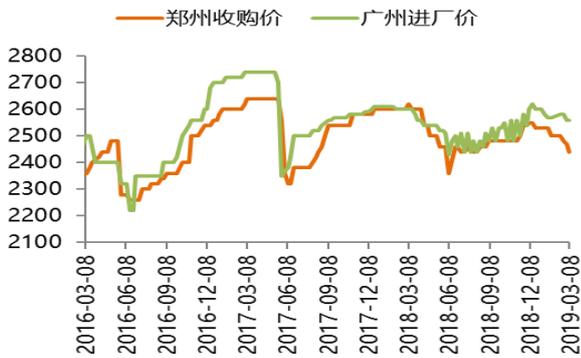
3.5. 小麦产业链

表 6：小麦产业链各环节价格情况

	3/1/2019	3/8/2019	年同比	周环比
小麦价格（元/吨）				
其中：郑州收购价	2,470.00	2,440.00	-6.87%	-1.21%
广州进厂价	2,560.00	2,560.00	-1.54%	0.00%
面粉批发均价（元/吨）	3.30	3.30	0.00%	0.00%

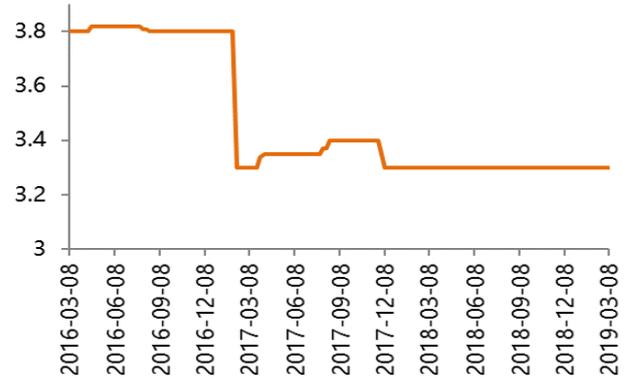
资料来源：Wind、中华粮网、天风证券研究所

图 25：小麦现货价格走势（元/吨）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 26：面粉批发价（元/公斤）



资料来源：Wind、天风证券研究所

3.6. 白糖产业链

表 7：糖产业链各环节价格情况

	3/1/2019	3/8/2019	年同比	周环比
甘蔗收购价初定收购价（元/吨）	500.00	500.00	0.00%	0.00%
白糖价格（元/吨）				
其中：广西柳州现货价	5,220.00	5,180.00	-12.05%	-0.77%
进口糖价：巴西	3,380.00	3,354.00	-4.00%	-3.40%
进口糖价：泰国	3,381.00	3,366.00	-2.54%	-3.29%

资料来源：Wind、天风证券研究所

表 8：原糖进口成本利润表（元）

日期	巴西配内	巴西配额外	泰国配内	泰国配额外	进口糖利润空间
2019/3/8	3,354.00	4,222.61	3,366.00	4238.26	1901

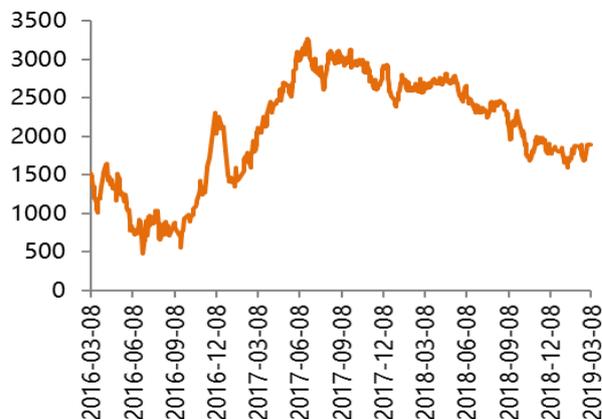
资料来源：根据 Wind、进口糖关税网络公开数据计算、天风证券研究所

图 28：柳州白糖现货价格（元/吨）



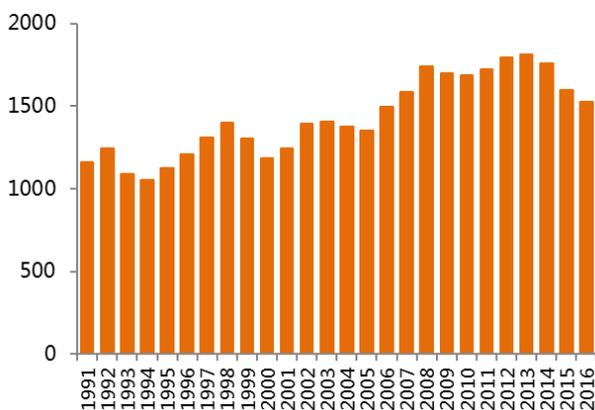
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 29：配额内原糖进口利润走势（元/吨）



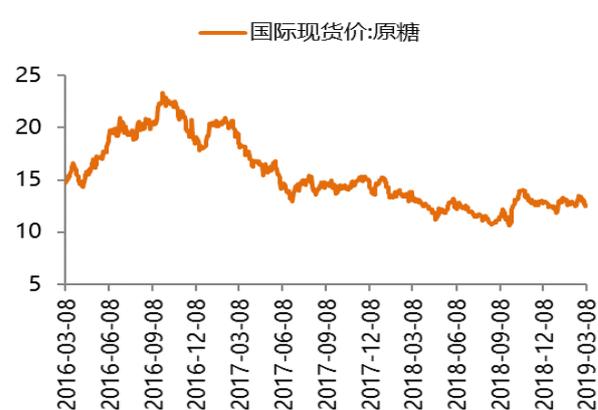
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 30：我国历年甘蔗种植面积（千公顷）



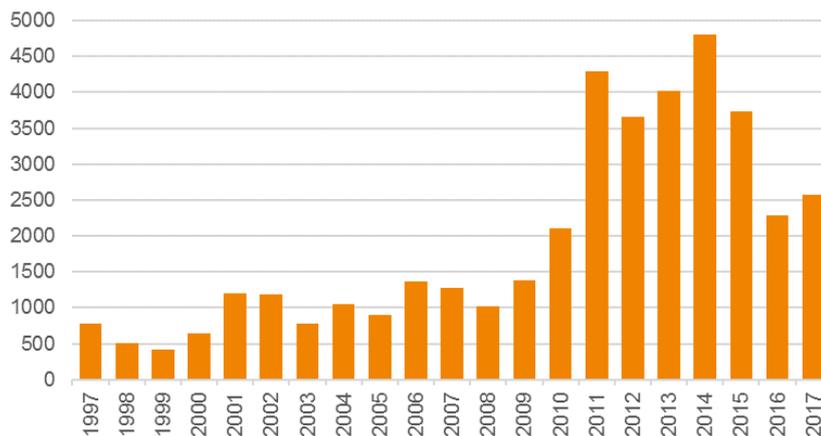
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 31：原糖国际现货价（美分/磅）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 32：我国食糖年度进口量（千吨）



资料来源: Wind、天风证券研究所

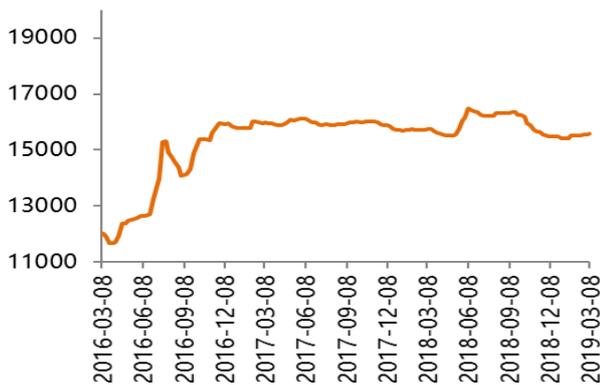
3.7. 棉花产业链

表 9: 棉花产业链各环节价格情况

	统计标准	3/1/2019	3/8/2019	年同比	周环比
棉花价格 (元/吨)	平均价	15,539.23	15,567.31	-1.05%	0.18%
棉籽价格 (元/吨)	平均价	2,046.00	2,036.00	-3.14%	-0.49%
棉油价格 (元/吨)	平均价	5,140.00	5,140.00	-13.47%	0.00%
棉粕价格 (元/吨)	平均价	2,412.67	2,406.00	-7.01%	-0.28%
棉短绒价格 (元/吨)	山东	4,000.00	3,900.00	-2.50%	-2.50%
	湖北	4,200.00	4,200.00	-6.67%	0.00%
棉壳价格 (元/吨)	山东	1,400.00	1,400.00	-6.67%	0.00%
	湖北	1,650.00	1,650.00	0.00%	0.00%

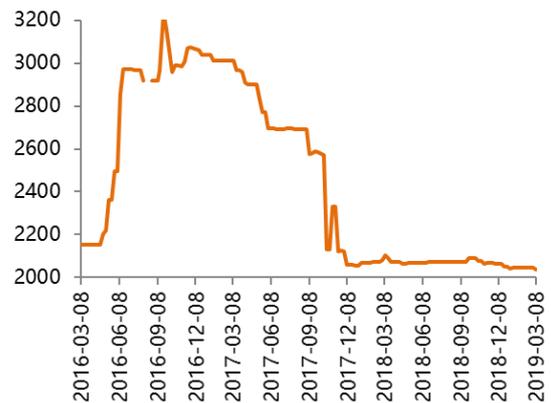
资料来源: 顺风棉花网、天风证券研究所

图 33: 我国棉花价格走势 (元/吨)



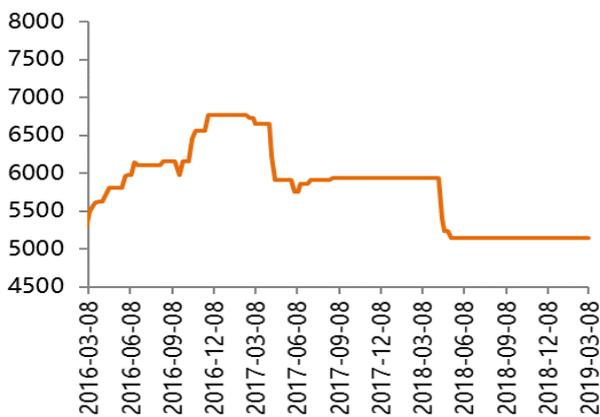
资料来源: Wind、天风证券研究所

图 34: 我国棉籽价格走势 (元/吨)



资料来源: Wind、天风证券研究所

图 35: 我国棉油价格走势 (元/吨)



资料来源: Wind、天风证券研究所

图 36: 我国棉粕价格走势 (元/吨)



资料来源: Wind、天风证券研究所

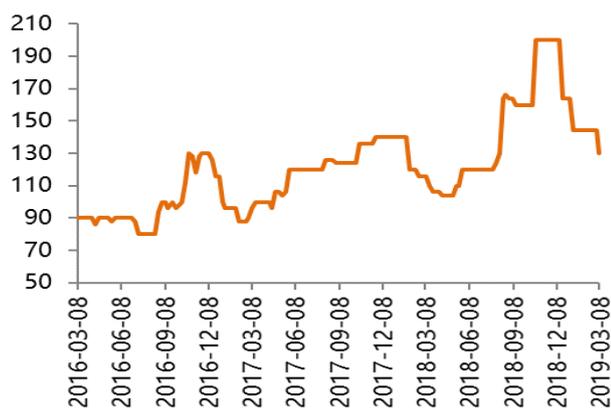
3.8. 水产产业链

表 10：水产产业链各环节价格情况

	统计标准	3/1/2019	3/8/2019	年同比	周环比
海参价格 (元/公斤)	平均价	144.00	130.00	12.07%	-9.72%
鲍鱼价格 (元/公斤)	平均价	130.00	130.00	-7.14%	0.00%
扇贝价格 (元/公斤)	平均价	8.00	8.00	0.00%	0.00%
对虾价格 (元/公斤)	平均价	200.00	160.00	-11.11%	-20.00%
淡水鱼价格 (元/公斤)					
其中：鲫鱼	大宗价	18.00	18.00	-25.00%	0.00%
草鱼	大宗价	14.00	14.00	-17.65%	0.00%
鱼粉价格 (美元/吨)					
其中：秘鲁	FOB 离岸价	1,255.00	1,255.00	-22.05%	0.00%
智利	FOB 离岸价	1,410.00	1,410.00	-24.19%	0.00%

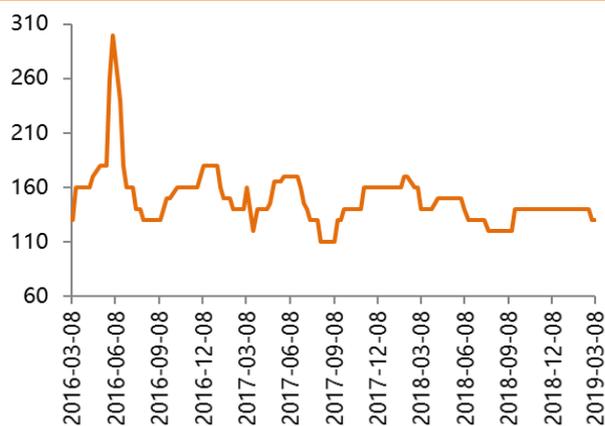
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 37：我国海参价格走势 (元/千克)



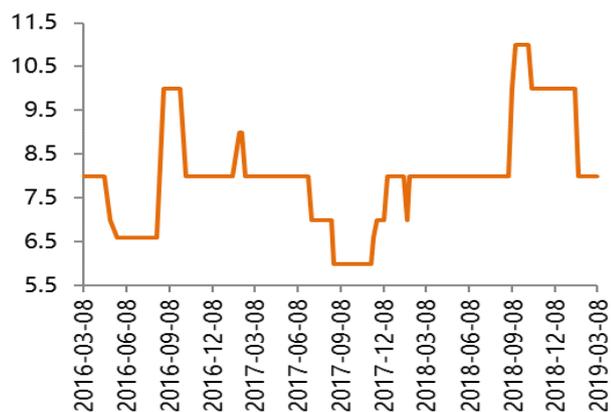
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 38：我国鲍鱼价格走势 (元/千克)



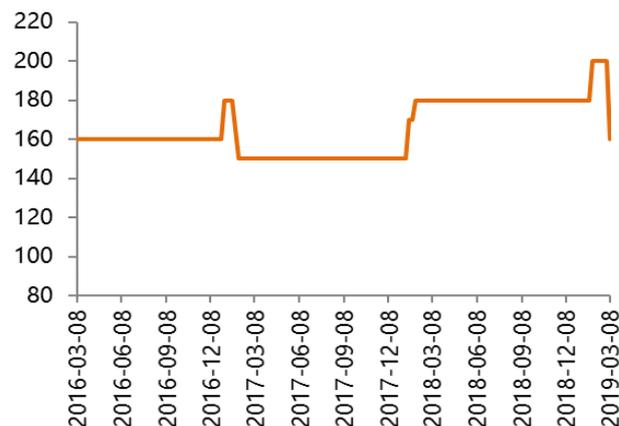
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 39：我国扇贝价格走势 (元/千克)



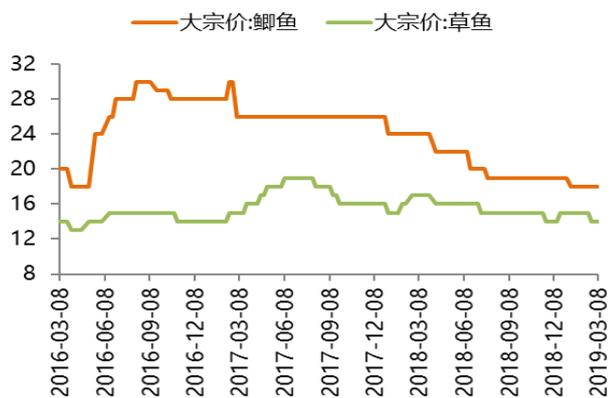
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 40：我国对虾价格走势 (元/千克)



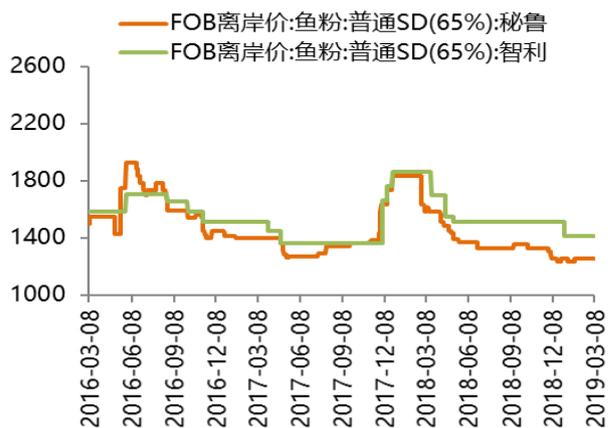
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 41：我国淡水鱼价格走势（元/千克）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 42：鱼粉价格（美元/吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com