

生猪供给收缩趋势难改，关注业绩兑现



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

——生猪养殖行业深度报告

核心观点

❖ 非洲猪瘟防控难度依旧，产能去化趋势短期难改

农业农村部最新数据显示，2019年2月全国400个检测县生猪及能繁母猪存栏量同比分别下降16.6%和19.1%，供给收缩情况明显。逐步进入春夏季，蚊虫鼠蚁增多将增加传播几率，非洲猪瘟防控情况依旧严峻，疫区复产成功的情况不容乐观，产能减少的大趋势短期内很难改变。由于本轮猪周期受非洲猪瘟的影响，在行业未完全找到合适的生物防控手段之前，行业产能扩张的可能性较小，价格上涨的时间变长，上涨幅度将超预期。

❖ 价格拐点已至，进入业绩兑现阶段

类比上一轮猪周期，2015年2月份仔猪价格跌破22元/公斤，亏损累积叠加春节后补栏积极性弱，在仔猪价格连续下跌2-3个月后，2015年5月，价格拐点出现。本轮仔猪价格在2018年11月开始亏损，因为非洲猪瘟的原因，补栏积极性低，仔猪全国均价跌至低点开始亏损，行业进入产能淘汰期，2019年春节后，仔猪价格开始企稳回升，盈利扭亏为盈，价格反转出现，价格企稳，关注上市公司业绩变化。

❖ 疫情倒逼行业集中度提升，板块将迎来盈利估值双升

从养殖结构的角度来看，散户的生物防疫能力差，环保压力大，比例将逐步下降；中小养殖场的养殖成本不具优势，资金流动性紧张，生物防疫能力差，占比也将逐步下降；大型养殖场在资金、成本、养殖效率、防控能力多方面具备优势，可以在非洲猪瘟中小养殖户退出后，快速占领市场，市占率有望提高。产业链角度来看，养殖端：集团养殖企业的市占率非常低；屠宰端：大型企业产能占比不超过10%，而欧美发达国家大型屠宰加工企业产能超90%。非洲猪瘟对养殖环节的生物防疫能力、屠宰环节食品安全的可追溯能力都有较高的要求，产业链的集中度有望加速提升。随着养殖门槛的提高，行业中的上市公司有望迎来盈利和估值双升。

❖ 当前股价具备一定上行空间，建议关注盈利能力强的相关标的，

生猪养殖行业供给端受非洲猪瘟影响收缩较为明显，生猪价格在春节后开始出现强势上行，建议关注盈利能力较强及业绩完成情况好的公司，相关标的：一类养殖企业温氏股份（300498）；二类养殖企业天邦股份（002124）、新希望（000876）及唐人神（002567）。

❖ 风险提示：疫病风险；需求风险；政策风险；出栏量不及预期

📄 证券研究报告

所属部门 | 股票研究部
报告类别 | 行业深度
所属行业 | 农林牧渔
行业评级 | 增持评级
报告时间 | 2019/3/28

👤 分析师

欧阳宇剑
证书编号：S1100517020002
021-68595127
ouyangyujian@cczq.com

👤 联系人

关雪
证书编号：S1100118070003
010-66495927
guanxue@cczq.com

📍 川财研究所

北京 西城区平安里西大街28号
中海国际中心15楼，
100034
上海 陆家嘴环路1000号恒生大厦11楼，200120
深圳 福田区福华一路6号免税商务大厦30层，518000
成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道177号中海国际中心B座17楼，610041

正文目录

一、行业历史回顾：主要经历 3 轮周期.....	5
1.2006 年-2010 年：猪蓝耳疫情.....	5
2.2010 年-2013 年：O 型口蹄疫疫情.....	7
3.2013 年-2016 年：自然亏损叠加环保因素.....	8
二、非洲猪瘟现状：产能减少持续深化，价格反弹在即.....	9
1.防控政策影响.....	9
1.1 趋势：调猪向调肉转变，分大区防控治理.....	9
1.2 落实：南方六省防控政策率先出炉.....	10
2.产能减少程度及影响.....	11
2.1 能繁母猪：存栏加速下滑，母猪价格历史低位.....	11
2.2 仔猪：价格开始回升，市场缺猪情况开启.....	11
三、国外非洲猪瘟比较分析.....	12
1.净化区域比较.....	13
1.1 巴西：70 年代起开始一体化，周期波动较小.....	13
1.2 西班牙：历时最长超过 30 年至无疫阶段，为准备欧盟开始严格治理.....	14
2.持续爆发疫情区域比较.....	14
3.类比海外爆发及治理的启发.....	15
四、投资标的.....	16
1.牧原股份：自繁自养产能扩张迅速.....	20
2.温氏股份：猪鸡共振，生猪出栏全国第一.....	21
3.天邦股份：降本增效，生猪出栏量高增速.....	21
4.正邦科技：生猪价格反转，公司迎业绩弹性释放.....	22
5.新希望：大型农牧企业，生猪养殖后起之秀.....	23
6.唐人神：生猪产业链一体化经营新星.....	23
风险提示.....	25

图表目录

图 1:	近 10 年猪周期及板块表现回顾.....	5
图 2:	生猪出栏头数及同比.....	6
图 3:	散养生猪及规模生猪养殖利润.....	6
图 4:	2006 年至 2010 年生猪价格及板块表现.....	6
图 5:	2011 年生猪出栏量减少 0.5%.....	7
图 6:	2009-2010 年养殖盈利持续下滑.....	7
图 7:	2010 年至 2013 年生猪价格及板块表现.....	7
图 8:	生猪出栏量连续减少 3.38%和 3.23%.....	8
图 9:	2015 年禁养区划定, 能繁母猪下降 14%.....	8
图 10:	2013 年至 2016 年生猪价格及板块表现.....	8
图 11:	2006 年至 2010 年生猪价格走势.....	9
图 12:	大区联合防控示意图.....	10
图 13:	南方六省生猪产能示意图.....	10
图 14:	能繁母猪存栏量及同比变动.....	11
图 15:	能繁母猪价格及同比变动.....	11
图 16:	仔猪价格 (元/供给).....	12
图 17:	外购仔猪利润 (元/头).....	12
图 18:	2014 年全球养殖密度与非洲猪瘟爆发.....	12
图 19:	当前全球非洲猪瘟爆发情况.....	12
图 20:	从非洲进口数量及金额均增加.....	13
图 21:	第一阶段巴西生猪损失量增加 (千头).....	13
图 22:	能繁母猪期初库存量缓慢增加 (千头).....	13
图 23:	防疫升级扑杀阶段生猪存栏低位, 宣布无疫以后数量开始恢复.....	14
图 24:	非洲猪瘟在俄罗斯的流行分布图.....	15
图 25:	2007 年爆发后生猪产量同比下降.....	15
图 26:	非洲猪瘟持续爆发, 损失量居高位.....	15
图 27:	2016 年我国前 6 大企业屠宰产能占比低.....	16
图 28:	养殖规模化水平较低, 大企业市占率低.....	16
图 29:	可比公司资产负债情况 (资产负债率).....	17
图 30:	可比公司盈利能力 (ROE).....	17
图 31:	可比公司现金比率情况.....	17
图 32:	可比公司在建工程情况 (单位: 亿元).....	18
图 33:	可比公司出栏量情况 (单位: 万头).....	18
图 34:	可比公司生猪养殖业务营业收入 (单位: 亿元).....	18
图 35:	可比公司生猪养殖业务营业成本 (单位: 亿元).....	19
图 36:	可比公司生猪养殖业务毛利率 (%).....	19
图 37:	可比公司生猪养殖业务头均价格 (单位: 元).....	19
图 38:	可比公司生猪养殖业务头均市值估算 (单位: 元).....	20
图 39:	牧原股份生猪养殖业务业绩测算.....	21
图 40:	温氏股份生猪养殖业务业绩测算.....	21
图 41:	天邦股份生猪养殖业务业绩测算.....	22
图 42:	正邦科技生猪养殖业务业绩测算.....	23

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 43:	新希望生猪养殖业务业绩测算.....	23
图 44:	唐人神生猪养殖业务业绩测算.....	24

一、行业历史回顾：主要经历 3 轮周期

2006 年至今共经历 3 轮猪周期，每轮猪周期持续时间约为 3-4 年。第一轮（2006 年-2010 年）：2006 年下半年发现高致病性蓝耳病，2007 年蔓延至全国，引起生猪供应量减少，生猪存栏出现负增长，农户养殖积极性低。2007 年国家为了鼓励地方生猪发展积极性，加大补贴力度。2008 年猪价攀升至高位。2009 年春节后，猪价持续下跌，养殖利润进入亏损阶段，同期玉米价格持续上涨；2009 年 6 月为稳住猪价，猪肉收储冻肉启动（仅 12 万吨，但起到稳定作用）。第二轮（2010 年-2013 年）：2010 年初受 O 型口蹄疫疫情影响，能繁母猪存栏开始快速下降，到下半年猪价迎来强势反弹，并于 2011 年达到历史高位，突破 20 元/公斤。受养殖利润高位影响，大量养殖户扩充，各路资本继续加快在养殖业的投资步伐，加上 2011 年进口肉达到 46 万吨，而 2010 年该值仅为 20 万吨，进口肉对供给构成冲击等因素影响，猪价进入下跌通道。第三轮（2013 年-2016 年）：2011 年后出现长达 2 年的下行周期，2013 年 8 月能繁母猪存栏连续第 30 个月环比下跌，直到 2015 年环保政策出台，2016 年生猪价格走强，板块大幅上涨。

图 1：近 10 年猪周期及板块表现回顾



资料来源：Wind，川财证券研究所

1. 2006 年-2010 年：猪蓝耳疫情

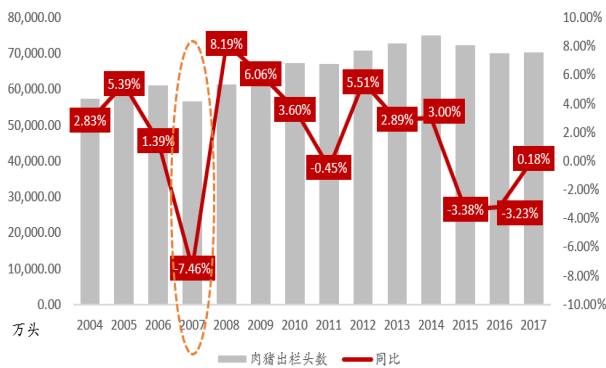
猪蓝耳病是猪繁殖与呼吸综合症（PRRS）的俗称，上世纪八十年代以来，猪蓝耳病已成为全球养猪业最受重视的传染病之一，并于上世纪 90 年代中期传入中国。高致病性猪蓝耳病是由蓝耳病病毒变异株引起的一种急性高致死性疫病，临床特征是体温升高，母猪流产，产死胎，新生仔猪呼吸困难，死亡率较高。仔猪的发病率高达 100%、死亡率高达 50% 以上，母猪流产率高达 30% 以上，是世界动物卫生组织（OIE）的法定报告动物疫病。目前疫苗

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

是防疫猪蓝耳疫情的主要手段。

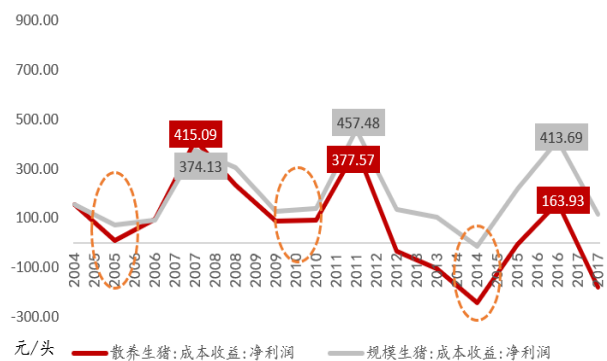
疫情爆发后生猪出栏量下降 7.46%。2006 年 4 月，安徽、江西、浙江、湖南和湖北等陆续爆发高致病性猪蓝耳疫情，直到 2007 年 5 月 11 日，农业农村部部署猪蓝耳疫苗生产工作，中牧股份、金宇集团等 6 家生物制品公司取回高致病性猪蓝耳病毒株，开启猪蓝耳疫苗规模化生产。2006 年猪蓝耳疫情爆发之前，生猪养殖经历了一次养殖利润亏损阶段，2006 年以后，出栏量下降带来了价格上涨，使得养殖利润大幅增加，2008 年数据显示，散养生猪和规模化养殖生猪养殖利润分别为 415 元/头和 374 元/头。

图 2： 生猪出栏头数及同比



资料来源：Wind，川财证券研究所

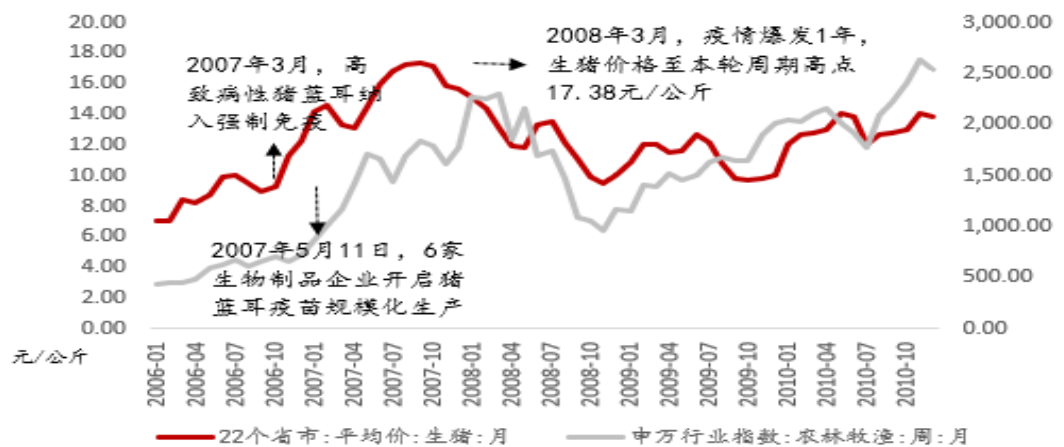
图 3： 散养生猪及规模生猪养殖利润



资料来源：Wind，川财证券研究所

疫病爆发后，生猪价格上涨约 2 年。2006 年春节后，生猪价格出现上涨，同时疫情出现，供给端持续减少，直到疫苗开始规模化生产后一年，生猪价格才停止上涨。2008 年 3 月，生猪价格达到本轮猪周期的高点 17.28 元/公斤，生猪价格上涨区间约为 2 年。

图 4： 2006 年至 2010 年生猪价格及板块表现



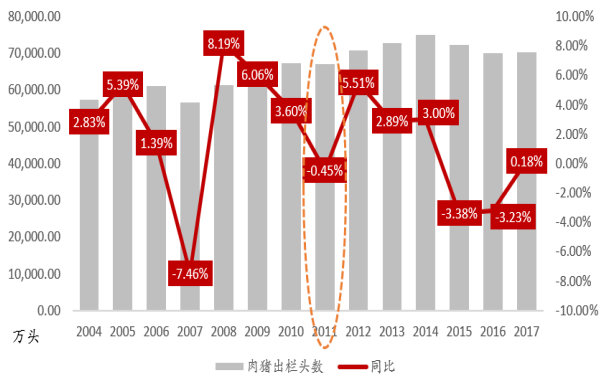
资料来源：Wind，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

2. 2010年-2013年：O型口蹄疫疫情

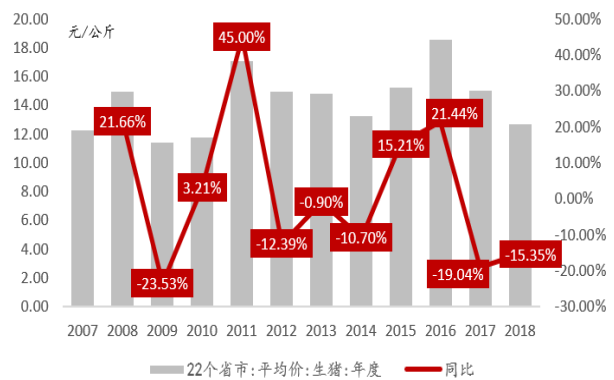
深度亏损一年后，2011年爆发O型口蹄疫疫情。本轮猪周期开始于2010年，本轮周期开启前2009年全年生猪价格下跌23.53%，生猪出栏量小幅下降0.5%。

图 5： 2011 年生猪出栏量减少 0.5%



资料来源：Wind，川财证券研究所

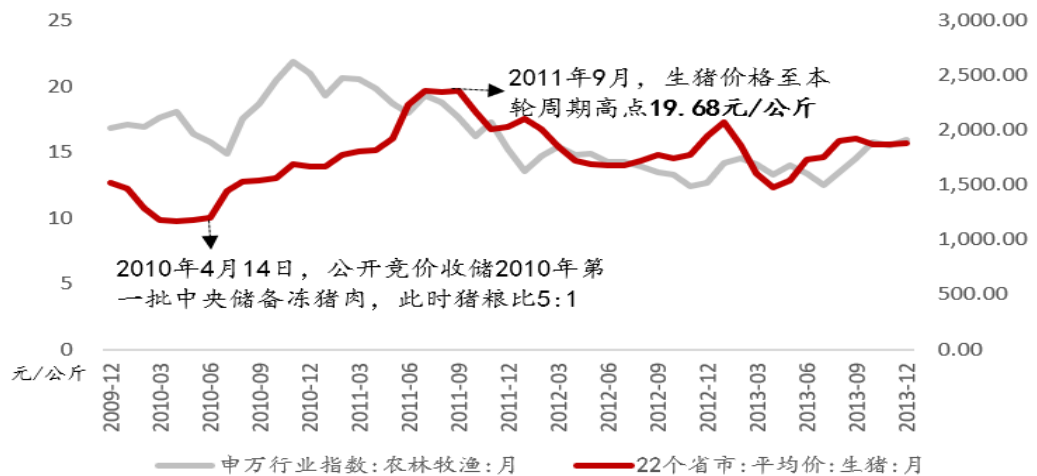
图 6： 2009-2010 年养殖盈利持续下滑



资料来源：Wind，川财证券研究所

上涨时间约为 1 年半，生猪价格高点为 19.68 元/公斤。本轮周期是自然亏损叠加疫病造成的。生猪价格拐点出现在 2010 年 4 月 14 日，政府公开竞价收储 2010 年第一批中央储备冻猪肉，此时生猪养殖行业已经处于深度亏损阶段，猪粮比低于盈亏平衡线 6:1 以下。板块走强的表现略微滞后于生猪价格拐点出现的时间。

图 7： 2010 年至 2013 年生猪价格及板块表现



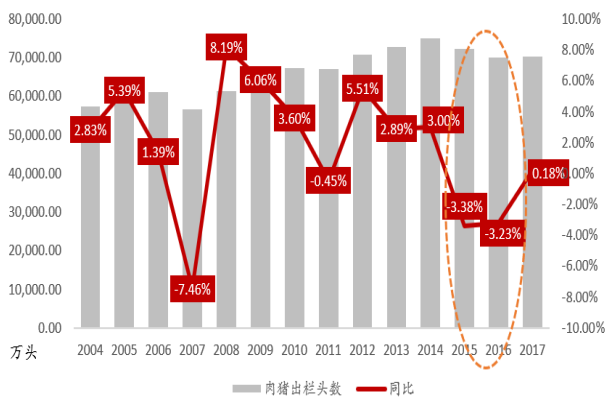
资料来源：Wind，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

3. 2013年-2016年：自然亏损叠加环保因素

生猪禁养区划定，生猪出栏量连续两年共减少 6.61%。环保概念兴起于 2013 年，2013 年 10 月《畜禽规模养殖污染防治条例》发布拉开了养殖行业环保整顿的开端。2015 年，能繁母猪存栏量下降 14%。2016 年，全国超过 20 个省份划定了生猪禁养区。

图 8： 生猪出栏量连续减少 3.38%和 3.23%



资料来源：Wind，川财证券研究所

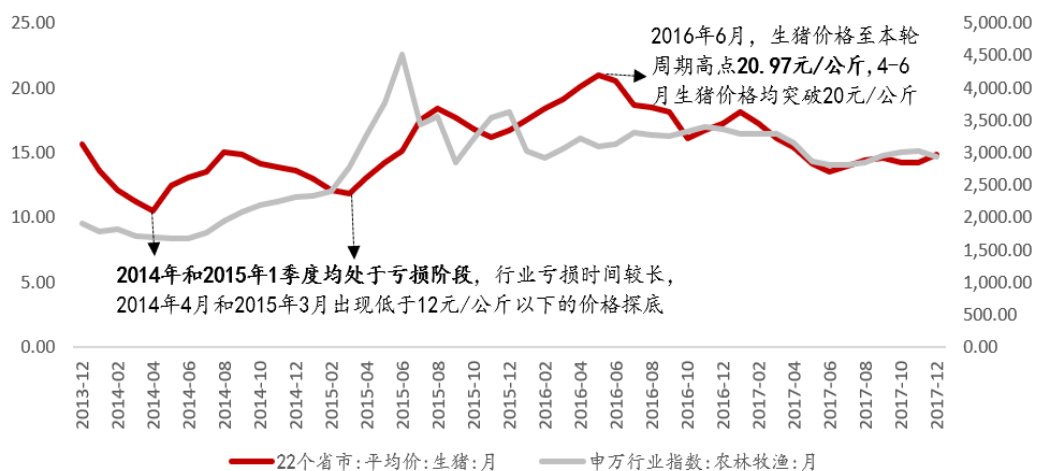
图 9： 2015 年禁养区划定，能繁母猪下降 14%



资料来源：Wind，川财证券研究所

生猪价格上涨持续约 1 年，高点突破 20 元/公斤。2014 年和 2015 年春节后生猪价格均出现探底情况，生猪价格均低于 12 元/公斤盈亏平衡线以下。行业亏损时间长的同时，环保压力也逐步加大，随着禁养区的划定，不符合环保要求的养殖场被拆除，供给方面受到双重压力，产能出清明显，生猪价格上涨突破历史高点。板块表现方面，板块的强势表现提前于生猪价格的强势表现，同时受大盘表现提振，板块走势突出。

图 10： 2013 年至 2016 年生猪价格及板块表现



资料来源：Wind，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

二、非洲猪瘟现状：产能减少持续深化，价格反弹在即

1. 防控政策影响

1.1 趋势：调猪向调肉转变，分大区防控治理

2018年8月爆发非洲猪瘟以来，农业农村部迅速采取措施，在疫情地区开展扑杀并逐步限制生猪移动。在非洲猪瘟未得到有效控制前，相邻省份的禁运将导致生猪主要产区生猪无法调出，主要消费区域生猪无法调入，进而使生猪价格出现大幅分化。为了缓解生猪价格的区域性差价，农业农村部首先适当对调运政策进行放松，随后又加快提出调运差异化管理、分大区防控的政策，保证主要消费区域生猪价格和主要生产区域养殖户价格回归合理区间。

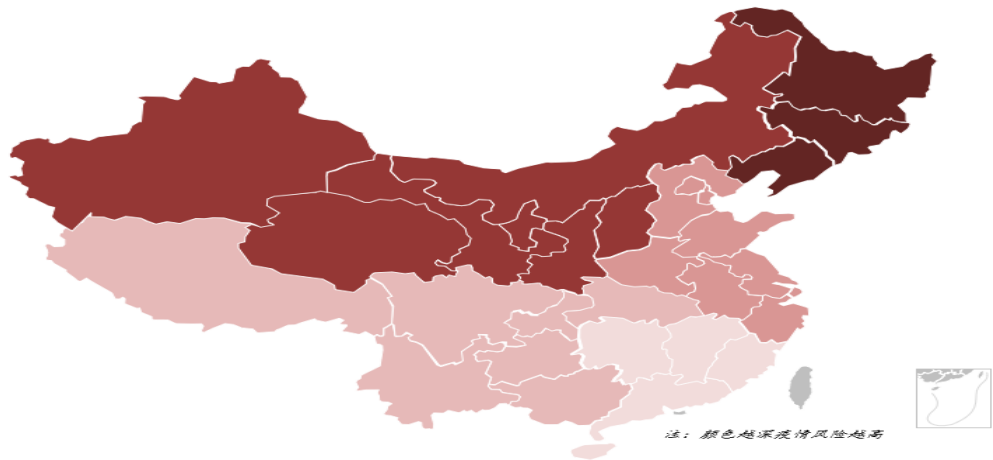
图 11： 2006 年至 2010 年生猪价格走势

	发布日期	来源	内容
调猪向调肉转变	2018年11月1日	国务院副总理胡春华	强化生猪产业扶持政策，加强产销对接，积极推动就地就近屠宰，尽可能减少生猪长距离调运，确保生猪生产和猪肉供应稳定。
	2018年11月27日	农业农村部副部长余震康	正确理解生猪调运政策预期，把握变“调猪”为“调肉”政策走向，分析市场蕴藏的机遇，积极应对，主动调整
省市点对点运输	2018年11月16日	农业农村部	吉林省开始提供“养殖+屠宰”、“1+1”、“点对点”专项服务策略，帮助大型生猪养殖企业和大型屠宰加工企业对接，通过“养殖—屠宰—冷藏”模式，缓解因疫情造成的供需紧张和生猪养殖产能过剩问题
	2018年11月19日	农业农村部	山西省农业农村厅召开晋城等5个生猪产品生产大市与太原等消费大市的生猪产品点对点调运对接会
	2018年10月24日	农业农村部畜牧兽医局负责人	探索建立“点对点”调运模式，会同有关部门指导各地强化产销对接，确保猪肉市场供应
调运差异化管理，引入哨兵猪	2019年1月29日	《非洲猪瘟疫情应急实施方案（2019版）》	严格限制生猪产品由高风险区向低风险区调运，对生猪及生猪产品调运实施差异化管理。对发生疫情的养殖场，在解除封锁过程中引入哨兵猪，通过采取哨兵猪监测措施，将解除封锁时间缩短为30天；对未采取哨兵猪监测措施的养殖场疫情，解除封锁时间仍为42天。

资料来源：Wind，川财证券研究所

2019年2月，农业农村部正式下发了全国非洲猪瘟等重大动物疫病区域化防控方案征求意见稿，将全国区域划分成五个大区，分为北部区、西北区、东部区、中南区和西南区，各大区牵头省份由区域内各省轮流承担。**北部区**：北京、天津、河北、山西、内蒙古东部区域、辽宁、吉林、黑龙江。**西北区**：内蒙古西部区域、陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆、新疆生产建设兵团。**东部区**：上海、江苏、浙江、安徽、山东、河南、湖北。**中南区**：福建、江西、湖南、广东、广西、海南。**西南区**：重庆、四川、贵州、云南、西藏。

图 12： 大区联合防控示意图



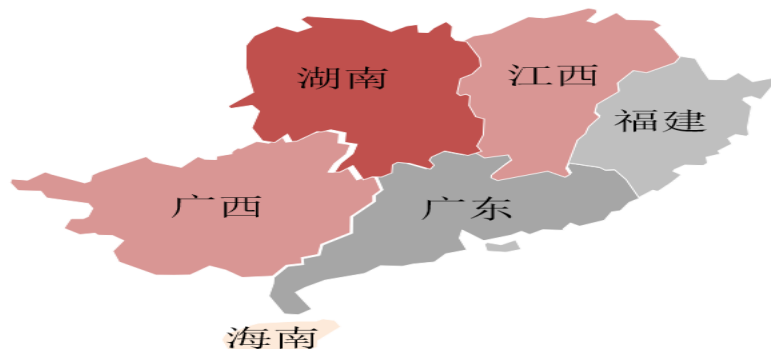
资料来源：Wind，川财证券研究所

大区防控政策实施，有望加速区域内全产业链整合。分区管理可以进一步平衡布局屠宰产能，帮助大型养殖企业在同一区域布局全产业链，行业有望迎来产业链整合的大潮。

1.2 落实：南方六省防控政策率先出炉

2019年3月南方六省率先出台了非洲猪瘟等重大动物疫病区域框架合作协议，协议的整体原则在于联防联控，降低风险。降低动物疫情跨区域风险，限制生猪及产品从高风险区向低风险区调运。同时实现产销互补，供需平衡。其中湖南、江西、海南、广西均属于产区，福建，广东属于销区，供需基本平衡，避免猪价出现较大价差。力争三年内实现区域内地级市与地级市之间由“调猪”转为“运肉”的目标，推进生猪全产业链转型升级。

图 13： 南方六省生猪产能示意图



资料来源：Wind，川财证券研究所

注：红色区域为调出区域，灰色区域为调入区域，橙色为不调入也不调出，深色表示数量多

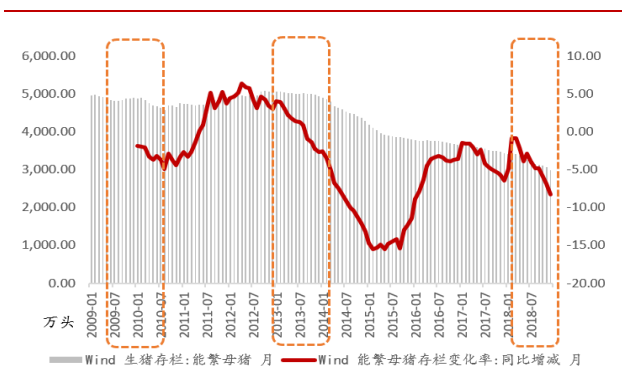
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

2. 产能减少程度及影响

2.1 能繁母猪：存栏加速下滑，母猪价格历史低位

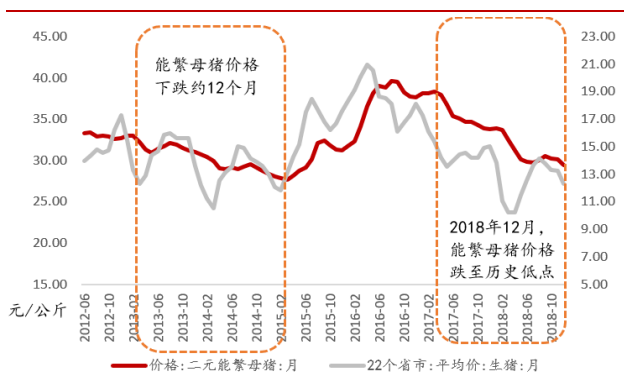
经历 2018 年 4—5 月的深度亏损后（最大头均亏损超过 300 元），6 月开始能繁母猪存栏量同比降幅开始扩大。9-11 月降幅分别达到 4.8%、5.9% 和 6.9%。母猪价格方面，二元能繁母猪价格能反映能繁母猪补栏的积极性，自 2016 年 10 月以来，母猪价格波动下降 25%（40-30 元/公斤）历史最低 28 元/公斤，接近历史最低水平。2019 年 2 月最新存栏数据显示，能繁母猪存栏量同比下降 16.6%。

图 14：能繁母猪存栏量及同比变动



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 15：能繁母猪价格及同比变动

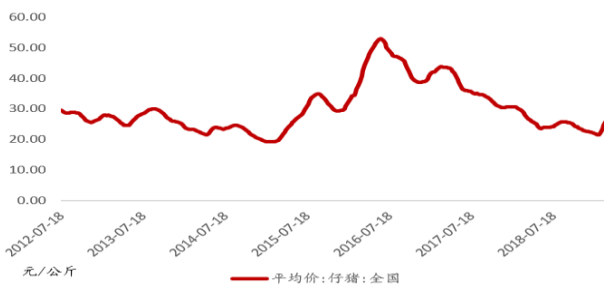


资料来源：Wind，川财证券研究所

2.2 仔猪：价格开始回升，市场缺猪情况开启

2018 年 11 月仔猪开始亏损，同时因为非洲猪瘟的原因，农户补栏积极性非常低，全国仔猪均价已经跌破 22 元/公斤，仔猪开始亏损，行业进入产能淘汰期。上一轮跌破 22 元/公斤在 2015 年 2 月份，前期亏损累积加春节后补栏积极性较弱，价格连续下跌 2-3 个月，2015 年 5 月，价格开始出现反转。2019 年春节后，仔猪价格开始企稳回升，盈利扭亏，价格反转出现。

图 16: 仔猪价格 (元/供给)



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 17: 外购仔猪利润 (元/头)



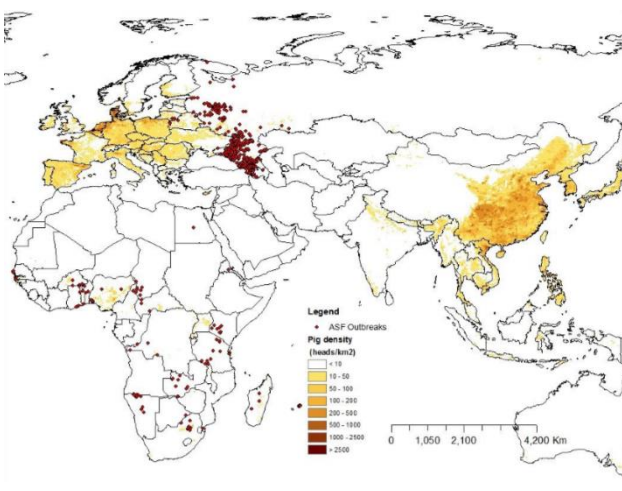
资料来源: Wind, 川财证券研究所

三、国外非洲猪瘟比较分析

非洲猪瘟是所有动物疾病中最复杂的一种，它是由一种具有复杂结构和高遗传变异性的双链 DNA 病毒引起的。非洲猪瘟病毒影响所有种类的猪，包括家猪和野生猪，以及所有品种和年龄组的猪。

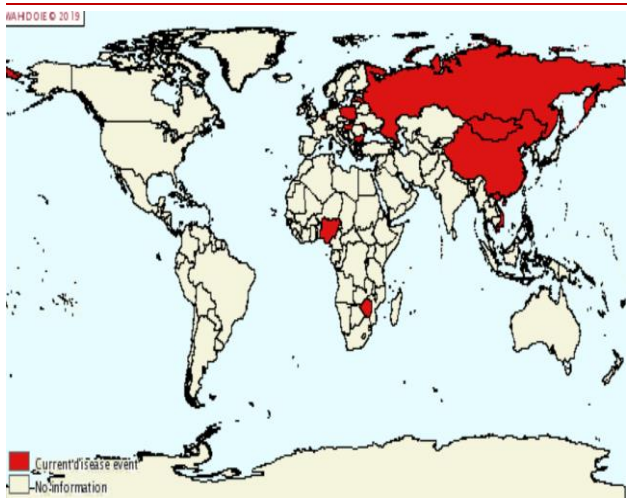
非洲猪瘟在全世界流行了 100 多年，病毒主要通过直接接触(受感染动物与健康动物之间)传播、通过热载体(如受污染的产品、人员或卡车)或生物载体间接接触传播。我国是生猪养殖密度最大的国家，对外贸易较为频繁，在 2007 年俄罗斯爆发非洲猪瘟后，2018 年 8 月在东北地区爆发非洲猪瘟疫情。

图 18: 2014 年全球养殖密度与非洲猪瘟爆发



资料来源: OIE, 川财证券研究所

图 19: 当前全球非洲猪瘟爆发情况



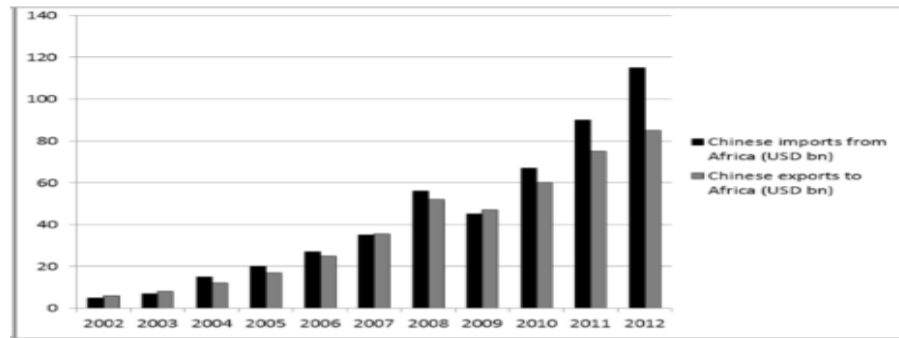
资料来源: OIE, 川财证券研究所

我国爆发非洲猪瘟有一定的必然性。一方面在于我国生猪养殖密度较大，另一方面，除了考虑邻近国家俄罗斯爆发非洲猪瘟以外，在贸易上，中国与多个国家（14 个不同国家超过 8.4 亿公斤）进行猪产品贸易，尤其是内脏贸易。此外，从许多在非洲工作的中国工人那里非法进口产品，以及中非之间

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

不断增长的旅游业都有引起非洲猪瘟的传播和爆发。由于频繁贸易和大量的联系，非洲猪瘟病毒传播的风险很大。

图 20： 从非洲进口数量及金额均增加



资料来源：OIE，川财证券研究所

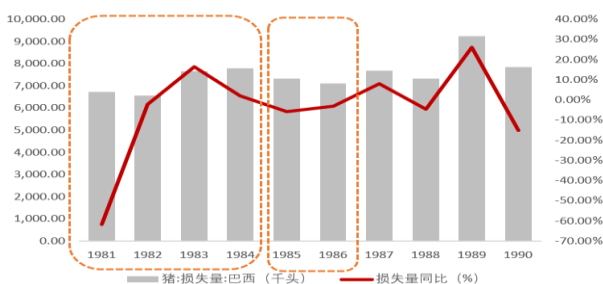
1. 净化区域比较

1.1 巴西：70 年代起开始一体化，周期波动较小

巴西生猪养殖行业背景：巴西国内 70% 的养殖模式采取以屠宰场为核心的—体化养殖，屠宰厂给养殖户提供母猪、饲料和技术指导；养殖户只管养猪，生猪出栏后按合同价卖给屠宰厂，养猪的市场风险由屠宰厂承担。30% 的养殖模式采取独立自繁自养的养殖场。机构向市场提供生猪养殖保险分散风险，政府也提供政策性补贴贷款服务生猪养殖行业。

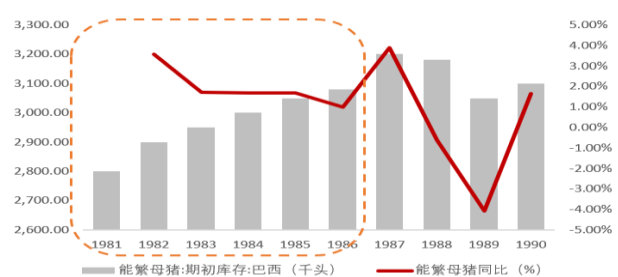
1980 年至 1986 年实现从疫病爆发到净化。整个过程分为三个阶段：第一阶段（1981-1984）：主动扑杀阶段，禁止进口，生猪移动，销毁所有猪肉产品，猪损失量上涨，同比涨幅较大；第二阶段（1984-1986）：巩固阶段，生猪损失量小幅下降，1984 年获得无疫证书；第三阶段（1986 至今）：无疫后的维护阶段。整个疫情爆发期间能繁母猪的存栏量变动同比变化不大，证明即使是现代化养殖较多的国家，疫情持续爆发对补栏还是会产生一定影响。

图 21： 第一阶段巴西生猪损失量增加（千头）



资料来源：USDA，川财证券研究所

图 22： 能繁母猪期初库存量缓慢增加（千头）



资料来源：USDA，川财证券研究所

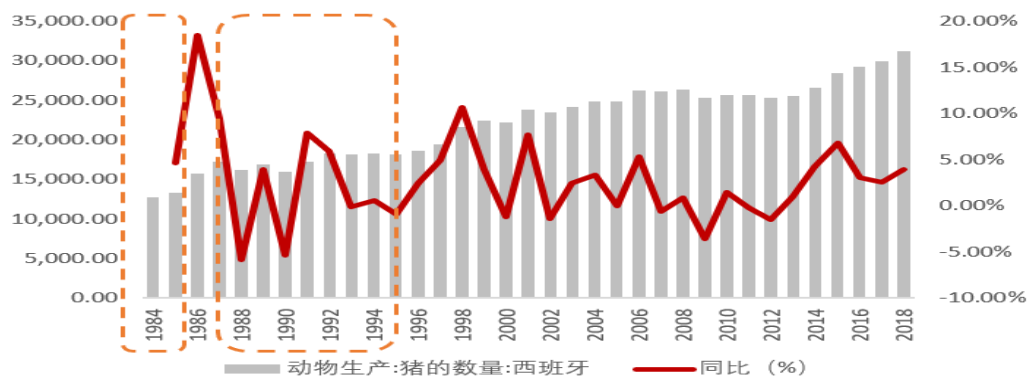
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

1.2 西班牙：历时最长超过 30 年至无疫阶段，为准备欧盟开始严格治理

西班牙生猪养殖行业背景：西班牙是继中国和美国之后，第三大生猪生产国。与中国有着相似的动物蛋白消费结构，猪肉是肉类消费占比中最大的，其中伊比利亚生火腿是西班牙生猪产业的代表产品。

西班牙爆发非洲猪瘟的时间较早，1960 年-1990 年开始爆发非洲猪瘟。治理阶段主要是：第一阶段（1960-1985）：初始阶段，只扑杀患病猪群，疫情没有得到有效控制。第二阶段（1985-1990）：防疫升级阶段，扑杀疫点内所有猪群，该阶段生猪存栏量处于历史最低位水平，由于严格的扑杀政策，西班牙全境在实施扑杀 5 年后宣布无疫。第三阶段（1991 至今）：无疫后的维护阶段。

图 23：防疫升级扑杀阶段生猪存栏低位，宣布无疫以后数量开始恢复



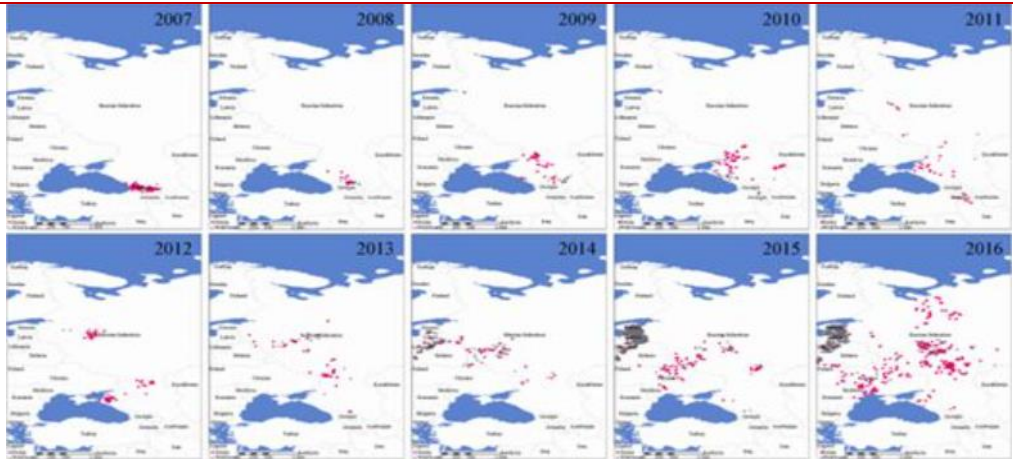
资料来源：OIE，川财证券研究所

2. 持续爆发疫情区域比较

俄罗斯：非洲猪瘟爆发后防控政策有误，至今仍未有效控制

2007 年非洲猪瘟传入格鲁吉亚以来,在高加索地区(包括俄罗斯)逐步蔓延,造成多地大量家猪和野猪病死,经济损失惨重。2017 年 3 月,非洲猪瘟突然在远东地区伊尔库茨克州出现,疫点距中国北方最大陆路口岸满洲里仅约 1000km。非洲猪瘟在俄罗斯呈现不断爆发趋势,且爆发区域逐步扩散,整体看来非洲猪瘟疫情没有得到有效控制。

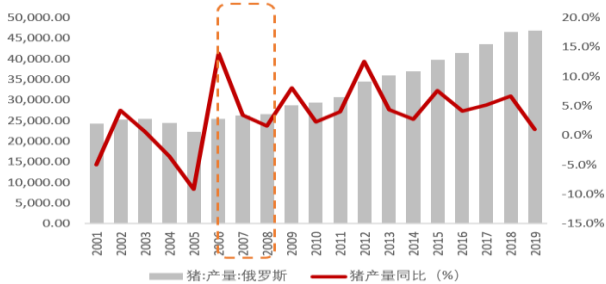
图 24： 非洲猪瘟在俄罗斯的流行分布图



资料来源：OIE，川财证券研究所

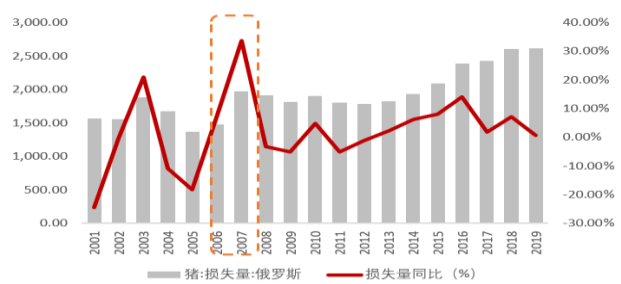
俄罗斯非洲猪瘟防疫上失误点主要体现在两方面，一方面，本国的兽医体制，其兽医体制将兽医服务机构划分为地区和联邦两个层次。这种模式虽然减轻了俄罗斯政府的负担，但导致管理难度增加，无法大范围有效控制疫情。另一方面，忽略了疑似疫情早期上报的重要性，这导致疫情在被兽医主管部门获悉之前有足够的时间扩散。疫情未能得到有效控制使得俄罗斯境内生猪损失量持续维持高位，同时在 2007 年疫情爆发后一年，生猪出栏量同比大幅下降，损失量大幅上涨。

图 25： 2007 年爆发后生猪产量同比下降



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 26： 非洲猪瘟持续爆发，损失量居高位



资料来源：Wind，川财证券研究所

3. 类比海外爆发及治理的启发

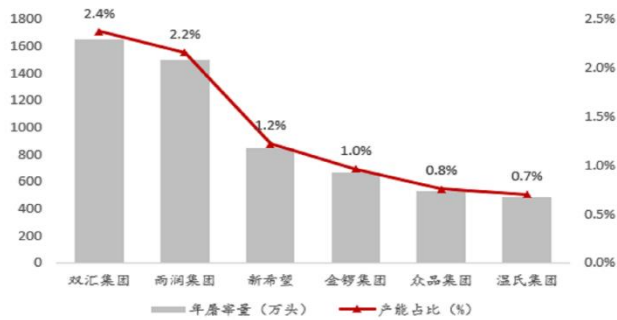
政策方面启发：首先是调运政策，当前调运政策以大区防疫，点对点调肉运输为主要目标，若未来疫情发展严重，禁运有可能更加严格，根除国家均采取全面禁运措施；其次是扑杀政策，当前国内爆发疫情被动扑杀为主，对疫点内所有生猪进行扑杀，受威胁区生猪禁止调入调出，未来不排除主动排查疫情，进行主动扑杀的可能性；最后是补贴政策，当前补贴金额是有所提高

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

的，未来在疫情深化的条件下，财政补贴有望加大范围，同时为鼓励养殖积极性，可能增加养殖补贴金额或者提供贷款等手段措施。

养殖规模化变革加速，行业集中度提高。从养殖结构的角度来看，散户的生物防疫能力差，环保压力大，比例将逐步下降；中小养殖场在养殖成本方面不具优势，经历亏损后，资金流动性紧张，叠加生物防疫能力较差，占比也将逐步下降；大型养殖场在资金、成本、养殖效率、防控能力多方面优势集合，容易在非洲猪瘟中小养殖户退出后，快速占领市场，市占率显著提高。从产业链角度来看，养殖端：温氏股份作为生猪出栏量最大的企业，出栏量的市占率不超过4%，集团养殖企业的市占率非常低；屠宰端：90%以上产能为其他产能，大型企业产能占比不超过10%，而欧美发达国家大型屠宰加工企业产能超90%。非洲猪瘟对养殖环节的生物防疫能力和屠宰环节食品安全，可追溯能力都有较高的要求，产业链的集中度有望加速提升。

图 27： 2016 年我国前 6 大企业屠宰产能占比低



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 28： 养殖规模化水平较低，大企业市占率低

股票代码	公司名称	2016	2017	2018E	2019E
300498	温氏股份	2.50%	2.77%	3.49%	3.63%
002714	牧原股份	0.45%	1.05%	1.74%	1.89%
002477	雏鹰农牧	0.36%	0.38%	0.58%	0.60%
002157	正邦科技	0.33%	0.50%	0.87%	0.94%
	合计	3.64%	4.70%	6.68%	7.06%

资料来源：Wind，川财证券研究所

四、投资标的

可比公司基本财务情况：

资产负债方面，2014-2017 年一类养殖企业温氏股份和牧原股份资产负债率分别为 31.58%和 51.53%，温氏股份以公司加农户的轻资产模式进行扩张，而牧原股份则采取自繁自养的重资产模式进行扩张，因此温氏股份的资产负债率均值小于牧原股份。二类养殖企业中，新希望资产负债率较低，维持在 30%左右。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 29： 可比公司资产负债情况（资产负债率）

公司代码	公司名称	2014	2015	2016	2017	平均值
300498.SZ	温氏股份	40.43	29.65	24.27	31.95	31.58
002714.SZ	牧原股份	52.71	50.17	56.22	47.03	51.53
002124.SZ	天邦股份	67.10	42.79	42.80	31.40	46.02
002157.SZ	正邦科技	66.89	63.62	49.27	59.67	59.86
000876.SZ	新希望	34.47	31.46	31.66	38.20	33.95
002567.SZ	唐人神	45.71	32.24	36.86	34.86	37.42

资料来源：公司公告，川财证券研究所

盈利能力方面，通过对可比公司 ROE 的比较发现，上一轮猪周期高点，牧原股份的 ROE 最高，为 50.57，其次是天邦股份，ROE 为 29.91，远低于牧原股份在猪周期高点的盈利能力。平均值看来，一类养殖企业温氏股份和牧原股份凭借自身规模优势，在盈利能力上明显高于同行业公司

图 30： 可比公司盈利能力（ROE）

公司代码	公司名称	2014	2015	2016	2017	平均值
300498.SZ	温氏股份	19.89	33.71	44.72	21.41	29.93
002714.SZ	牧原股份	5.00	21.79	50.57	25.72	25.77
002124.SZ	天邦股份	6.02	13.42	29.91	11.82	15.29
002157.SZ	正邦科技	2.76	12.11	23.40	8.67	11.74
000876.SZ	新希望	13.19	12.00	12.41	11.03	12.16
002567.SZ	唐人神	4.59	3.91	8.18	10.41	6.77

资料来源：公司公告，川财证券研究所

偿债能力方面，温氏股份的现金比率最低，资产可变现能力较差，其余公司现金比率都在 0.3 左右，偿债能力较强。

图 31： 可比公司现金比率情况

公司代码	公司名称	2014	2015	2016	2017	平均值
300498.SZ	温氏股份	0.05	0.16	0.10	0.10	0.10
002714.SZ	牧原股份	0.20	0.29	0.19	0.50	0.30
002124.SZ	天邦股份	0.20	0.42	0.18	0.34	0.29
002157.SZ	正邦科技	0.14	0.39	0.48	0.20	0.31
000876.SZ	新希望	0.33	0.37	0.36	0.23	0.33
002567.SZ	唐人神	0.21	0.72	0.31	0.29	0.38

资料来源：公司公告，川财证券研究所

扩张能力方面，通过对可比公司在建工程的对比发现，2014-2-17 年温氏股份的在建工程平均值为 18.57 亿元，正邦科技为 10.98 亿元，牧原股份和新希望分别为 9.34 亿元和 9.40 亿元，侧面反应以上各公司扩张能力较强。

图 32：可比公司在建工程情况（单位：亿元）

公司代码	公司名称	2014	2015	2016	2017	平均值
300498.SZ	温氏股份	7.71	11.05	19.46	36.08	18.57
002714.SZ	牧原股份	6.27	7.59	8.51	14.98	9.34
002124.SZ	天邦股份	0.41	0.28	1.77	1.73	1.05
002157.SZ	正邦科技	9.40	3.28	8.99	22.26	10.98
000876.SZ	新希望	8.74	8.59	8.46	11.82	9.40
002567.SZ	唐人神	1.59	1.19	1.11	2.18	1.52

资料来源：公司公告，川财证券研究所

可比公司生猪养殖业务情况：

各公司出栏量方面，温氏股份在总量上保持第一，牧原股份和新希望出栏量增速较快。温氏股份 2018 至 2020 年出栏量分别为 2230、2500、2900 万头，牧原股份 2018 年至 2020 年出栏量分别为 1101、1600、2100 万头。二类生猪养殖企业中，新希望有望在 2020 年达到 1000 万头生猪出栏量，出栏增速突出。

图 33：可比公司出栏量情况（单位：万头）

公司代码	公司名称	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
300498.SZ	温氏股份	1535	1713	1904	2230	2500	2900
002714.SZ	牧原股份	192	311	724	1101	1600	2100
002124.SZ	天邦股份	158	226	342	554	750	900
002157.SZ	正邦科技	41	58	101	217	300	600
000876.SZ	新希望	87	117	240	260	350	1000
002567.SZ	唐人神	13	26	54	83	160	200

资料来源：公司公告，川财证券研究所

各公司生猪养殖业务营业收入，温氏股份营业收入最大，2018 年上半年为 148.26 亿元，其次是牧原股份，为 54.8 亿元；唐人神生猪养殖业务营业收入最小为 2.56 亿元。

图 34：可比公司生猪养殖业务营业收入（单位：亿元）

公司代码	公司名称	2015	2016	2017	2018H1
300498.SZ	温氏股份	272.87	376.43	350.49	148.26
002714.SZ	牧原股份	30.03	56.04	99.6	54.8
002124.SZ	天邦股份	6.52	-	-	10.87
002157.SZ	正邦科技	20.51	33.29	-	32.69
000876.SZ	新希望	-	-	30.67	17.67
002567.SZ	唐人神	1.24	2.7	5.49	2.56

资料来源：公司公告，川财证券研究所

各公司生猪养殖业务营业成本，2018 年上半年温氏股份生猪养殖业务营业成本为 143.55 亿元，牧原股份为 51.33 亿元，天邦股份为 10.09 亿元，正邦科

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

技为 30.93 亿元，新希望为 16.93 亿元。

图 35： 可比公司生猪养殖业务营业成本（单位：亿元）

公司代码	公司名称	2015	2016	2017	2018H1
300498.SZ	温氏股份	212.21	233.19	263.57	143.55
002714.SZ	牧原股份	22.64	30.43	69.69	51.33
002124.SZ	天邦股份	-	-	-	10.09
002157.SZ	正邦科技	17.86	20.39	-	30.93
000876.SZ	新希望	-	-	23.6	16.93
002567.SZ	唐人神	0.63	1.7	4.2	-

资料来源：公司公告，川财证券研究所

各公司生猪养殖业务毛利率，牧原股份生猪养殖业务毛利率较高，2016 年猪周期高点时达 45.70%，其次为温氏股份和正邦科技分别为 38.05%和 38.75%。牧原股份的自繁自养模式在养殖成本上具备较大的优势。

图 36： 可比公司生猪养殖业务毛利率（%）

公司代码	公司名称	2015	2016	2017	2018H1
300498.SZ	温氏股份	22.23%	38.05%	24.80%	3.18%
002714.SZ	牧原股份	24.61%	45.70%	30.03%	6.33%
002124.SZ	天邦股份	-	-	-	7.18%
002157.SZ	正邦科技	12.92%	38.75%	-	5.38%
000876.SZ	新希望	-	-	23.05%	4.19%
002567.SZ	唐人神	49.19%	37.04%	23.50%	-

资料来源：公司公告，川财证券研究所

各公司生猪养殖业务头均价格，2018 年温氏股份、牧原股份、天邦股份、正邦科技、新希望的头均价格分别为 1432、1155、1211、1246、1223 元/头。温氏股份的头均价格最高。

图 37： 可比公司生猪养殖业务头均价格（单位：元）

公司代码	公司名称	2015	2016	2017	2018
300498.SZ	温氏股份	1778	2198	1841	1432
002714.SZ	牧原股份	1565	1800	1376	1155
002124.SZ	天邦股份	1572	1839	1597	1211
002157.SZ	正邦科技	1337	1491	1611	1246
000876.SZ	新希望	-	-	1278	1223
002567.SZ	唐人神	986	1021	1009	-

资料来源：公司公告，川财证券研究所

可比公司头均市值比较：以 2020 年的出栏量计算出 2019 年各公司的头均市值显示，一类养殖企业中，温氏股份的头均市值较低，二类养殖企业中，唐人神，新希望的头均市值较低。与 2016 年上一轮猪周期高点头均市值还有

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

一定的上涨空间，同时由于本轮猪周期受疫情没有对应疫苗影响持续时间较长，价格高点有望超越上一轮猪周期，当前各生猪养殖个股具备较强配置价值。

图 38：可比公司生猪养殖业务头均市值估算（单位：元）

股票代码	公司简称	2015	2016	2017	2018	2019
300498.SZ	温氏股份	11126.10	8495.86	5750.56	5077.27	7031.07
002714.SZ	牧原股份	11604.56	4331.44	5781.27	6546.14	7265.74
002157.SZ	正邦科技	4980.03	4327.84	2022.69	1375.85	3681.44
002124.SZ	天邦股份	4498.62	5842.87	2325.25	1837.68	2975.25
000876.SZ	新希望		3991.24	2066.29	1643.37	2333.26
002567.SZ	唐人神	5126.94	2252.42	2860.47	506.05	2316.41

资料来源：Wind，川财证券研究所，注：以年度区间最大市值进行估算

1. 牧原股份：自繁自养产能扩张迅速

公司优势：1) **自繁自养模式成本及食品安全优势明显**，公司自繁自养的模式有利于在饲养的各个环节对食品安全进行控制，公司全部生猪均自养。公司生猪饲养各个环节均制定了严格的技术标准和质量标准，健全了食品安全控制点记录，建立了从猪肉追溯至断奶仔猪的生猪批次质量追踪体系，有效保障了食品安全。2) **疫病防控优势**，公司拥有 20 多年的生猪养殖及疫病防控经验，疫病防治水平处于国内领先水平。建立了完善的消毒、防疫制度；采取了猪场多级隔离、舍内小环境控制等多方面的疫病防控措施，形成了养殖环节的闭环，有利于非洲猪瘟病毒隔绝。3) **饲料成本低**，公司对保育猪、育肥猪、怀孕母猪、哺乳母猪等所处不同状态的生猪及季节变化共设计出 6 类 32 种饲料配方，仅保育及育肥阶段就按其不同的体重阶段制定了多达 11 种配方。通过对生猪营养的精细化管理措施，一方面充分发挥猪群的生长潜力，增强猪群健康，另一方面降低了料肉比，提高饲料报酬率，降低了饲料成本。

生猪养殖业务业绩测算：根据牧原股份 2018 年至 2020 年规划的出栏量分别为 1101、1600、2100 万头，估算公司生猪养殖业务业绩，2018 年至 2020 年该业务的毛利率分别为 19.23%、44.74%、47.50%。

图 39： 牧原股份生猪养殖业务业绩测算

	2018E	2019E	2020E
猪肉价格（元/公斤）	13	19	20
营业收入（亿元）	143.14	304.00	420.00
营业成本（亿元）	115.62	168.00	220.50
毛利（亿元）	27.53	136.00	199.50
毛利率	19.23%	44.74%	47.50%

资料来源：Wind，川财证券研究所

2. 温氏股份：猪鸡共振，生猪出栏全国第一

公司优势：1）深耕公司+农户模式多年，管理能力突出。从农户领苗、代工饲养到产品上市，公司形成了完整的产、供、销一体化产业链，实现了公司与农户双方的优势互补与合作共赢。公司是全国规模最大的肉鸡养殖企业、黄羽肉鸡产业化供应基地和国家肉鸡 HACCP 生产示范基地，同时也是全国规模最大的种猪育种和肉猪养殖企业。**2）地区优势，**温氏股份大部分养殖产能在广东省，该区域是主要生猪和黄羽鸡的消费区域，终端需求较大，销售单价高于北方生猪主要供给区域的单价，为公司产品盈利能力提供良好的保证。**3）公司生猪和黄羽鸡产能均为全国第一，**对猪肉有明显替代作用的黄羽鸡，在非洲猪瘟对消费端有负面影响时，价格景气度较强，叠加生猪价格逐步走强，公司将率先受益于猪鸡两项业务的量价齐升。

生猪养殖业务业绩测算：根据温氏股份 2018 年至 2020 年规划的出栏量分别为 2230、2500、2900 万头，估算公司生猪养殖业务业绩，2018 年至 2020 年该业务的毛利率分别为 10.00%、38.42%、41.50%。

图 40： 温氏股份生猪养殖业务业绩测算

	2018E	2019E	2020E
猪肉价格（元/公斤）	13	19	20
营业收入（亿元）	289.86	475.00	580.00
营业成本（亿元）	260.87	292.50	339.30
毛利（亿元）	28.99	182.50	240.70
毛利率	10.00%	38.42%	41.50%

资料来源：Wind，川财证券研究所

3. 天邦股份：降本增效，生猪出栏量高增速

公司优势：1）公司主营业务为养殖及食品加工、饲料、生物制品以及工程环保四大业务领域，其中，养殖与饲料业务是公司主要收入来源。公司主要

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

产品为食品及其相关类别中的商品肉猪、肉制生鲜产品、肉制及水产深加工产品、动物疫苗以及饲料产品等。**2) 生猪养殖成本逐步下降，新一轮猪周期享受量价齐升。**公司采用美国普遍使用的“两点式”经营模式，即断奶仔猪生产与断奶仔猪育肥两阶段进行物理隔离，分别生产。一方面建设公猪站、自建或租赁母猪场生产断奶仔猪；另一方面采取“公司+家庭农场”合作方式进行断奶仔猪育肥生产商品肉猪，与农户合作、与政府合作、与村集体合作、与投资者合作，分别建设脱贫农场、致富农场、众筹农场和集体农场，不断扩大养殖规模，降低养殖成本。

生猪养殖业务业绩测算：根据天邦股份 2018 年至 2020 年规划的出栏量分别为 550、750、900 万头，估算公司生猪养殖业务业绩，2018 年至 2020 年该业务的毛利率分别为 6.15%、35.79%、39.00%。

图 41：天邦股份生猪养殖业务业绩测算

	2018E	2019E	2020E
猪肉价格（元/公斤）	13	19	20
营业收入（亿元）	72.02	142.50	180.00
营业成本（亿元）	67.59	91.50	109.80
毛利（亿元）	4.43	51.00	70.20
毛利率	6.15%	35.79%	39.00%

资料来源：Wind，川财证券研究所

4. 正邦科技：生猪价格反转，公司迎业绩弹性释放

公司优势：1) 公司饲料及养殖业务均位居全国前列，主要从事饲料、生猪、兽药及农药的生产与销售，并为养殖户和种植户提供产品、养殖技术服务、植保技术服务等综合服务。2017 年饲料销量 479.36 万吨，销售规模处于行业领先地位，2017 年生猪出栏量为 342.25 万头，出栏规模在 A 股生猪养殖类上市公司中排名第三。**2) 生猪养殖业务模式有自繁自养模式和“公司+农户”、“公司+农场主”合作养殖模式。**模式主要有自建繁殖场或全程自繁自养场两种，繁殖场主要对外出售仔猪，全程自繁自养场主要对外出售肥猪。公司猪场主要布局于内蒙古、河南、河北、山东、安徽、江苏、四川、贵州、广西、广东、江西、湖南、湖北等地区。

生猪养殖业务业绩测算：根据正邦科技 2018 年至 2020 年规划的出栏量分别为 217、300、600 万头，估算公司生猪养殖业务业绩，2018 年至 2020 年该业务的毛利率分别为 3.85%、26.04%、32.76%。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 42：正邦科技生猪养殖业务业绩测算

	2018E	2019E	2020E
猪肉价格（元/公斤）	13	19	22
营业收入（亿元）	72.02	126.75	167.31
营业成本（亿元）	69.25	93.75	112.50
毛利（亿元）	2.77	33.00	54.81
毛利率	3.85%	26.04%	32.76%

资料来源：Wind，川财证券研究所

5. 新希望：大型农牧企业，生猪养殖后起之秀

公司优势：1）公司是大规模农牧企业，拥有稳健拓展饲料+养殖+屠宰加工一体化业务模式。公司是中国饲料销量第一、资产规模居前的农牧企业，2017年饲料销量1572万吨，市占率约7%左右。公司养殖方面拥有肉鸡、肉鸭和生猪三大产业链，分别采取禽旺、新好模式即“公司+规模农场”进行养殖拓展，计划2020年出栏产能达1000万头。**2）**公司以优质资源布局生猪养殖，以聚落式生猪繁育体系树立行业标杆。公司现金流充沛，现金及现金等价物高于同行业可比公司，在生猪价格下行周期中，对价格波动具备一定承受能力。同时公司的资产负债率较低，公司对债务负担较小，可以以较低的融资成本进行养殖扩张现金流量稳定。种猪方面，公司具备PIC种猪资源，搭配聚落式养殖体系，扩展控制较好。

生猪养殖业务业绩测算：根据新希望2018年至2020年规划的出栏量分别为260、350、1000万头，估算公司生猪养殖业务业绩，2018年至2020年该业务的毛利率分别为3.85%、34.21%、37.50%。

图 43：新希望生猪养殖业务业绩测算

	2018E	2019E	2020E
猪肉价格（元/公斤）	13	19	20
营业收入（亿元）	45.50	95.00	160.00
营业成本（亿元）	43.75	62.50	100.00
毛利（亿元）	1.75	32.50	60.00
毛利率	3.85%	34.21%	37.50%

资料来源：Wind，川财证券研究所

6. 唐人神：生猪产业链一体化经营新星

公司优势：1）从饲料到肉制品的一体化养猪企业。公司通过收购如龙华农牧

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

等大型生猪公司，同时推进公司自繁自养养殖模式，完善了“饲料-养猪-肉制品”的全产业链，采取生猪全产业链闭环全控模式，直接控制养殖终端，确保肉品安全。2) “1+5”自繁自养模式是公司根据成本、效率、环保、团队等条件综合考虑，经过近2年时间的摸索和试点，确定下来的公司未来养猪发展的新型模式，即新建一个万头母猪场，培育25万头苗猪，同时在周边30公里范围内配套5个育肥基地，每个育肥基地出栏5万头肥猪，全过程为公司自繁自养，该种模式养猪效率高、生产指标好、养猪成本低、赢利能力强。

生猪养殖业务业绩测算：根据唐人神2018年至2020年规划的出栏量分别为83、160、200万头，估算公司生猪养殖业务业绩，2018年至2020年该业务的毛利率分别为7.41%、35.45%、47.53%。

图 44：唐人神生猪养殖业务业绩测算

	2018E	2019E	2020E
猪肉价格（元/公斤）	13	19	22
营业收入（亿元）	11.21	30.24	45.36
营业成本（亿元）	10.38	19.52	23.80
毛利（亿元）	0.83	10.72	21.56
毛利率	7.41%	35.45%	47.53%

资料来源：Wind，川财证券研究所

风险提示

疫病风险

非洲猪瘟疫情得到有效控制，行业供给迅速恢复，价格承压。

需求风险

消费端对猪肉消费需求大幅下降，需求小于供给，导致产品价格快速下跌。

政策风险

进出口政策，大量进口国外猪肉及相关副产品，使国内生猪行业供给明显增加；疫情控制政策，若非洲猪瘟疫情扩散严重，采用更严格的禁运和扑杀政策，南北区域差价出现。

出栏量不及预期

若公司高代际养殖场遭遇非洲猪瘟疫情，严格执行扑杀和检验政策，则对公司业绩会产生较大影响，且由于遭遇疫情后需要进行空栏和哨兵猪检验，影响时间将加长。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务协议关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。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。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议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客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时可就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的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。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：00000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明 C0004