

猪价短期承压，上行主趋势坚定

——“读懂猪周期”系列报告四

核心观点：

- **疫情蔓延不息，产能去化程度空前。**截至 2019.4.22，我国 31 个省份先后发生 129 起非洲猪瘟疫情，累计扑杀 102 万头，产能持续去化。19 年 4 月能繁母猪存栏量环比-2.5%，同比-22.3%。在非洲猪瘟的影响下，河南、山西、吉林、江苏、辽宁等省份母猪产能下跌幅度预计超过 30%。当前，非洲猪瘟疫情在南方有加剧蔓延趋势，在疫苗短期内无法上市的背景下，养殖户生猪复养存在难度，产能依旧处于下行趋势，未来我国猪肉市场将面临较大缺口，猪价高企势在必行。
- **基因结构复杂，非瘟疫苗短期难问世。**2019.3.22 哈兽研国家非洲猪瘟专业实验室成功分离出我国第一个非洲猪瘟病毒毒株 (Pig/HLJ/18)，初步阐明我国 ASFV 流行毒株的基因组特点和进化关系。但非洲猪瘟病毒具有复杂的基因结构，可编码 150-200 种蛋白，目前尚不清楚单个蛋白的功能以及哪些蛋白与免疫保护相关；此外，疫苗研发还面临基因型的多样性、免疫逃逸机制的复杂性等问题。根据《兽药注册办法》，除疫苗研发与实验外，其他流程审批程序需耗时 250 个工作日，假设国家开设绿色通道，加急批复，至少也需要 100 个工作日。而目前我国依旧处于实验室研究阶段，未来的中试研究、临床试验耗时无法确定，我们初步判断 2020 年之前难有相关疫苗可使用。目前来说，疫情防控主要依靠扑杀与物理隔绝，对产能的影响依旧存在。
- **猪肉进口量或现历史高点，猪价短期波动难撼主趋势。**我国猪肉主要以自给为主，进口量的变动以国内外价差为主要驱动因素。上轮周期以 2016 年为猪价高位时期，当年猪肉进口量达到 162.02 万吨(海关总署)。2019 年 2 月，根据海关总署统计，我国猪肉进口量为 8.15 万吨，同比+13.64%，为 24 个月增幅最大。我们认为猪价上行势必带来进口量的提升，考虑上轮周期进口量高点以及全球出口量变化，我们预计 19 年进口量在 200 万吨左右，相比于全年消费量以及产能下降幅度，进口量增速对供给影响不大。关于进口量对猪价的影响，我们认为其具备短期影响，增加猪价波动性，但无法改变猪价上行趋势。
- **季节与政策因素短期压制猪价，Q3 或现年内高点。**19 年 4 月农业部接连出台政策对屠宰场开启全面库存检查，导致屠宰场集中抛售冻肉，减少生猪屠宰量；两广疫情严重出现抛售现象，对市场造成一定压力。我们认为 Q2 为年内淡季，猪价处震荡行情较为常见，而当前政府对屠宰加工企业的检查只是加剧或延迟震荡行情的短期因素。考虑到 18 年 11 月开始产能的加速下行对 5-6 月之后的生猪出栏影响，我们认为年内猪价或于 19 年中期开启加速上行趋势，并于 Q3 出现年内高点。
- **投资建议：**在产能持续去化，猪价上行确定性高的背景下，生猪出栏量成为衡量业绩弹性大小的核心指标，具备技术、资本、管理优势的养殖企业将显著受益。根据头均市值测算，养殖板块潜在空间达 50% 以上，建议关注天康生物 (002100)、天邦股份 (002124)、牧原股份 (002714)、温氏股份 (300498)。

农林牧渔行业

推荐 维持评级

分析师

谢芝优

☎: 010-68597609

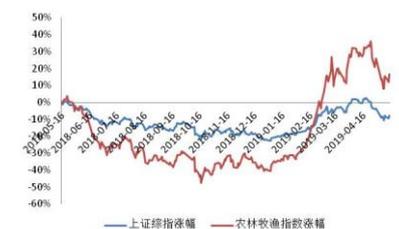
✉: xiezhiyou_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130519020001

相关研究

- 1、2019.2.26 “读懂猪周期”系列深度报告一：在时间维度下看“硬”指标对生猪未来走势的预判
- 2、2019.3.1 “读懂猪周期”系列深度报告二：天康生物 (002100.SZ)：享周期弹性与成长潜力的养殖全产业链企业
- 3、2019.3.25 行业动态报告：农林牧渔景气度提升，养殖业务尤为亮眼
- 4、2019.3.28 “读懂猪周期”系列深度报告三：以周期+成长视角看生猪养殖投资逻辑
- 5、2019.4.9 行业点评报告：非瘟疫情持续蔓延，猪价或于 Q2 中期加速上涨

相对上证综指表现图



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

投资概要：

研究框架及主要结论：

本报告主要探讨非洲猪瘟疫情情况导致的产能去化程度、疫苗研发进展、猪肉进口量、短期猪价走势以及未来发展趋势，我们认为猪价将于 19Q3 现年内高点，且规模养殖场优势提升，促进养殖集中度提升，个股弹性依旧较大。

我们与市场不同的观点：

我们认为猪价在 19H2 会加速上行，且猪价高位运行将维持一年以上。在个股推荐方面，我们年初提出关注天康生物，一家涵盖饲料、疫苗、养殖多个板块的农牧一体化企业，具备低估值高增长优势，享受猪周期上行带来的弹性以及饲料与疫苗后周期板块的潜在增长。当前时点依旧看好天康生物未来增长潜力。

投资策略：

自 2018 年 8 月非洲猪瘟发现以来，疫情持续蔓延，产能加速去化，部分省份能繁母猪产能去化达 30% 以上；由于非洲猪瘟基因结构复杂，短期内我们预计有效疫苗难以问世，为疫情发展带来诸多不确定性。短期内受季节性因素以及国家政策影响，以及疫情导致的集中抛售，均导致猪价处于震荡期。但我们认为前期产能的大幅下降、仔猪价格的高位运行，都表明猪价上行势在必行，我们看好 19H2 猪价表现，并预测于 Q3 现年内高点。在个股层面，我们认为规模养殖场在疫情蔓延背景下具备管理、防疫、扩产、资金等多方面的优势，在猪价上行确定的背景下，生猪出栏量成为决定业绩弹性的关键，我们核心推荐天康生物（002100）、天邦股份（002124）、牧原股份（002714）、温氏股份（300498）。

行业表现的催化剂

非洲猪瘟疫情持续，行业产能逐步出清；猪价开启上行通道，利好后周期行业未来增长。

主要风险因素：

猪价不达预期风险，疫病风险，原材料价格波动风险，政策风险，自然灾害风险等。

目录

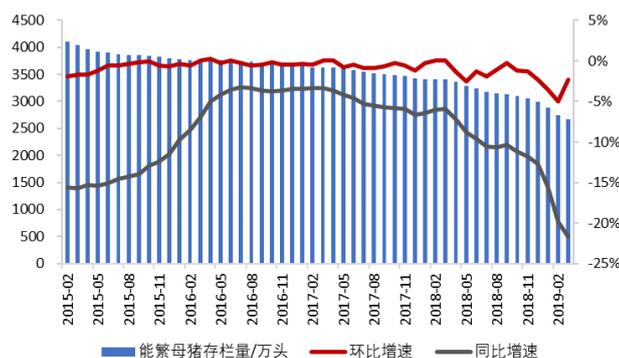
一、疫情蔓延不息，产能去化程度空前.....	2
二、基因结构复杂，非瘟疫苗短期难问世.....	3
三、猪肉进口量或现历史高点，猪价短期波动难撼主趋势.....	4
四、季节与政策因素短期压制猪价，Q3 或现年内高点	6
五、规模养殖场加速集中度提升，股价弹性依旧较大.....	7
六、投资建议	8
七、风险提示	8

一、疫情蔓延不息，产能去化程度空前

截至 2019 年 4 月 22 日，我国 31 个省份先后发生 129 起非洲猪瘟疫情，疫情累计扑杀生猪达到 102 万头，疫情情况严峻，产能持续去化。2019 年 4 月，我国能繁母猪存栏量为 2608 万头，环比增速为-2.50%，同比增速为-22.30%；生猪存栏量为 26626 万头，环比增速为-2.90%，同比增速为-20.80%。受非洲猪瘟疫情影响，本轮周期能繁母猪存栏量下降幅度大于以往。

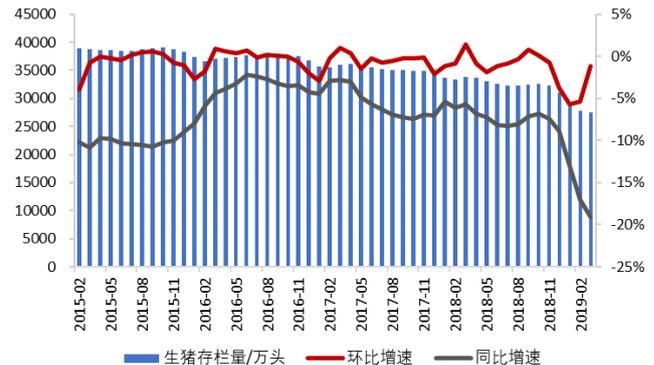
在非洲猪瘟的影响下，我国许多省份能繁母猪产能均出现大幅下跌，其中河南、山西、吉林、江苏、辽宁等省份母猪产能下跌幅度预计超过 30%。当前，非洲猪瘟疫情在南方有加剧蔓延趋势，在疫苗短期内无法上市的背景下，养殖户生猪复养存在难度，产能依旧处于下行趋势，未来我国猪肉市场将面临较大缺口，猪价高企势在必行。

图 1：我国能繁母猪存栏量持续下滑，同比降幅历史最高



资料来源：中国政府网，中国银河证券研究院

图 2：我国生猪存栏量持续下滑，环比有好转



资料来源：中国政府网，中国银河证券研究院

表 1：非洲猪瘟下生猪市场-母猪产能变化情况

产能降幅	省份
-10% 以下	重庆、湖北、云南、海南、四川
-10% 至 -20%	福建、北京、山西、甘肃、浙江、内蒙、贵州
-20% 至 -30%	黑龙江、安徽、山东、湖南、广西、河北、江西、广东
-30% 以上	河南、山西、吉林、江苏、辽宁

资料来源：《中国猪肉市场展望》，中国银河证券研究院

表 2：非洲猪瘟防控政策

时间	政策
2019.4.25	《关于开展落实生猪屠宰环节非洲猪瘟自检和官方兽医派驻制度百日行动的通知》

2019.4.3	《关于在加工流通环节开展非洲猪瘟病毒检测公告》
2019.3.18	关于加强屠宰环节非洲猪瘟检测工作的通知
2019.3.5	南方六省（区）非洲猪瘟等重大动物疫病区域联席会议框架合作协议
2019.2.18	《全国非洲猪瘟等重大动物疫病区域化防控方案》、《全国非洲猪瘟防控工作方案（2019年）》
2018.12.28	《关于规范生猪及生猪产品调运活动的通知》
2018.12.20	《关于进一步做好非洲猪瘟实验室检测工作》
2018.12.18	《开展打击私屠滥宰防控非洲猪瘟保证生猪产品质量安全专项治理活动》
2018.12.10	《关于强化家猪野猪非洲猪瘟联防联控工作的通知》
2018.11.21	《非洲猪瘟疫情防控八条禁令》
2018.11.8	关于组织做好生猪运输车辆备案等有关工作的通知
2018.11.1	《打击生猪屠宰领域违法行为 做好非洲猪瘟防控专项行动方案》
2018.10.31	农业农村部公告第79号：加强非洲猪瘟疫情期间生猪运输车辆监管
2018.10.24	《运输生猪等活畜禽的车辆不再享受运输“绿色通道”政策》
2018.10.22	《关于加强规模化猪场和种猪场非洲猪瘟防控工作的通知》
2018.10.17	印发《生猪产地检疫规程》和《生猪屠宰检疫规程》的通知
2018.9.11	《关于进一步加强生猪及其产品跨省调运监管的通知》
2018.8.31	《关于切实加强生猪及其产品调运监管工作的通知》
2018.8.10	《关于防治非洲猪瘟加强生猪移动监管的通知》
2017.9.96	《非洲猪瘟疫情应急预案》

资料来源：农业农村部，中国银河证券研究院

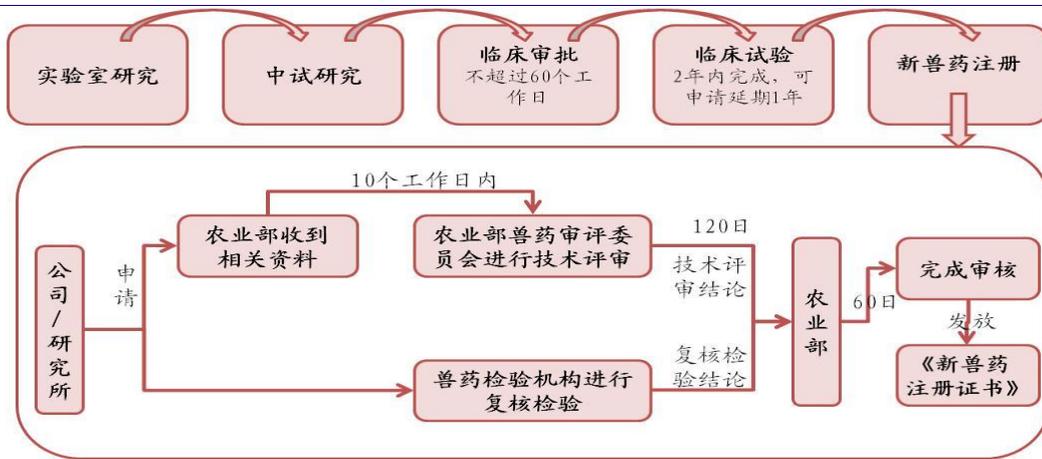
二、基因结构复杂，非瘟疫苗短期难问世

2019年2月27日，农业农村部制定5个实验室开展非洲猪瘟病毒实验工作，分别位于青岛、黑龙江、兰州、武汉、广州。其中哈兽研国家非洲猪瘟专业实验室于3月22日发布最新成果，已成功分离出我国第一个非洲猪瘟病毒毒株（Pig/HLJ/18），该项研究成果初步阐明了我国ASFV流行毒株的基因组特点和进化关系，为检测技术和疫苗研发奠定基础。但非洲猪瘟病毒具有复杂的基因结构，可编码150-200种蛋白，目前尚不清楚单个蛋白的功能以及哪些蛋白与免疫保护相关；此外，疫苗研发还面临基因型的多样性、免疫逃逸机制的复杂性等问题，都为非洲猪瘟疫苗研发增加了诸多的不确定性，实验室研究面临巨大的难度。

根据《兽药注册办法》，我们了解到，除疫苗研发与实验外，其他流程审批程序需耗时250个工作日，假设国家开设绿色通道，加急批复，至少也需要100个工作日。而目前我国仍处于实验室研究阶段，未来的中试研究、临床试验耗时无法确定，我们初步判断2020年之前

难有相关疫苗可使用。目前来说，疫情防控主要依靠扑杀与物理隔绝，对产能的影响依旧存在。

图3：新兽药研发与注册流程



资料来源：《兽药注册办法》，中国银河证券研究院

三、猪肉进口量或现历史高点，猪价短期波动难撼主趋势

根据美国农业部统计，2018 年我国猪肉消费量为 5539.8 万吨；根据国家统计局数据，2018 年我国猪肉产量为 5404 万吨，猪肉进口量为 119.28 万吨（海关总署），约占消费量的 2.15%，占比较小。我国猪肉进口国主要包括德国、西班牙、加拿大、美国，进口量占比分别为 19%、18%、14%、7%。

在全球猪肉进口层面，根据美国农业部数据，2018 年我国猪肉进口量为 156.1 万吨，同比-3.64%；全球猪肉进口总量为 790.6 万吨，我国占比 19.74%，为猪肉进口第一大国。在猪肉出口层面，2018 年全球猪肉出口总量为 844.6 万吨，其中欧盟 27 国、美国、加拿大为三大出口国，占比分别为 34.74%、31.53%、15.75%。美国农业部预计 2019 年以上三个主体提供猪肉出口 744.1 万吨，同比上涨 51.4 万吨。

我国猪肉主要以自给为主，进口量的变动以国内外价差为主要驱动因素。上轮周期以 2016 年为猪价高位时期，当年猪肉进口量达到 162.02 万吨（海关总署）。2019 年 2 月，根据海关总署统计，我国猪肉进口量为 8.15 万吨，同比+13.64%，为 24 个月增幅最大。我们认为猪价上行势必带来进口量的提升，考虑上轮周期进口量高点以及全球出口量变化，我们预计 19 年进口量在 200 万吨左右，相比于全年消费量以及产能下降幅度，进口量增速对供给影响不大。

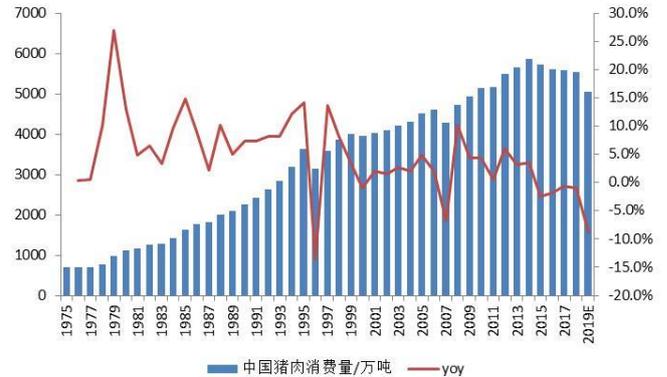
关于进口量对猪价的影响，我们认为其具备短期影响，增加猪价波动性，但无法改变猪价上行趋势。

图 4：2019.2 我国猪肉进口量为 8.15 万吨，同比+13.64%



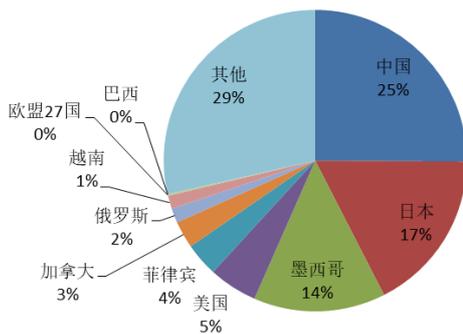
资料来源：海关总署，中国银河证券研究院

图 5：2019E 我国猪肉消费量预计 5054 万吨，同比-8.77%



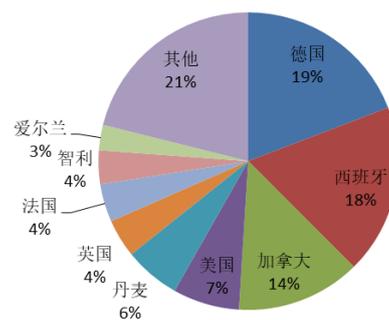
资料来源：美国农业部，中国银河证券研究院

图 6：2019E 我国猪肉进口量占全球比达 25%



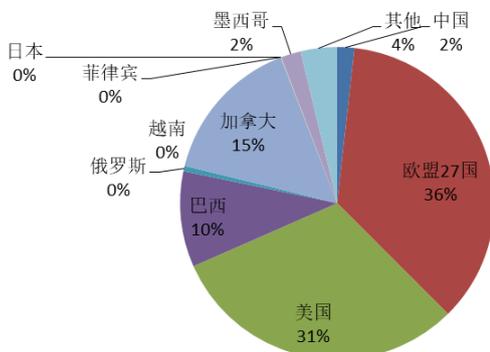
资料来源：美国农业部，中国银河证券研究院

图 7：2018 年我国猪肉进口国主要是德国、西班牙、加拿大



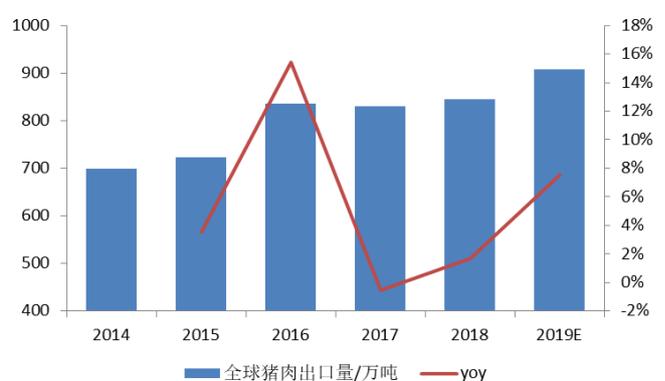
资料来源：海关总署，中国银河证券研究院

图 8：19E 全球猪肉出口主要来自欧盟 27 国、美国、加拿大



资料来源：美国农业部，中国银河证券研究院

图 9：2019E 全球猪肉出口量约为 908.3 万吨



资料来源：美国农业部，中国银河证券研究院

四、季节与政策因素短期压制猪价，Q3 或现年内高点

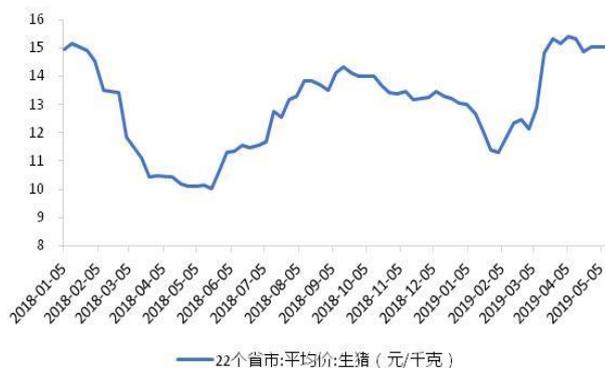
19 年 4 月 3 日，市场监管总局、农业农村部、工业和信息化部联合发布《关于在加工流通环节开展非洲猪瘟病毒检测公告》，强调生猪产品在屠宰、加工、流通环节的安全性，防治带病猪肉流入市场。19 年 4 月 25 日，农业农村部发布《关于开展落实生猪屠宰环节非洲猪瘟自检和官方兽医派驻制度百日行动的通知》，决定自 4 月 15 日起至 7 月底组织开展落实屠宰环节非洲猪瘟自检制度和官方兽医派驻制度的百日行动。

19 年 4 月农业部接连出台政策对屠宰场开启全面库存检查，导致屠宰场集中抛售冻肉；抛售冻肉对市场的影响不在于冻肉对鲜肉的直接影响，而在于原本屠宰场收购生猪，部分用于冻肉库存，现在冻肉这部分不再需要，导致生猪收购量减少。基于供需两端来看，供给增加，但屠宰场需求在减少、开工率显著下滑，导致猪价震荡下行。此外，三月份养殖户压栏惜售，导致生猪均重大幅提高，幅度或有 10kg 左右；至四月份集中抛售，导致市场供应瞬间增加；另外，两广疫情严重出现抛售现象，对市场造成一定压力。

我们认为二季度一般为年内淡季，猪价处震荡行情较为常见，而当前政府对屠宰加工企业的检查只是加剧或延迟震荡行情的短期因素。情况一，国家监察力度严格，问题猪肉全部出清，意味着后期猪肉产量下行力度加大，增加价格弹性，影响的只是价格加速上行的时点；情况二，国家监察力度先严后松，屠宰企业开工率逐步恢复，那么五月下旬大概率可以看到猪价加速上行趋势。因此，基于以上两种情况的分析，我们认为价格加速上行必然会出现，只是时点的问题。

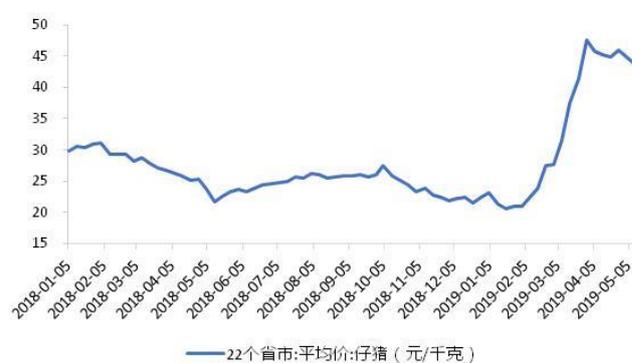
18 年 8 月非洲猪瘟首次出现，随后疫情逐步加剧，至 11-12 月产能去化加速，对应 5-6 个月以后的生猪出栏数会出现下降，即 19 年 5/6 月左右的生猪出栏会开始显著下行，意味着猪价出现加速上行的概率增加。综上，我们认为，年内猪价或于 19 年中期开启加速上行趋势，并于三季度出现年内高点。

图 10：2018.1 至今生猪价格走势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 11：2018.1 至今仔猪价格走势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

五、规模养殖场加速集中度提升，股价弹性依旧较大

在产能持续去化，猪价上行确定性高的背景下，生猪出栏量成为衡量业绩弹性大小的核心指标。大型养殖场在这轮疫情中虽不可避免，从上市公司公布的生产性生物资产一栏，我们可以看到大部分企业 19Q1 相比于 18 年有不同程度的下降；但其依托资本优势、技术优势、管理优势，可在最大程度上控制疫情在其养殖场内的持续蔓延，并且在相对稳定的养殖环境中实现产能的扩张，这些对于中小养殖户来说较难实现。我们认为本次非洲猪瘟疫情将加速生猪养殖行业集中度提升，利好大型养殖集团。

根据头均市值测算个股未来空间，以上一轮周期高点对应当年生猪出栏量测算，牧原股份、温氏股份、正邦科技头均市值分别为 18445 元、10460 元、5557 元。根据 2019 年 5 月 15 日市值、19 年出栏量来看，天康生物、天邦股份、牧原股份、温氏股份、正邦科技头均市值分别为 4721 元、6533 元、9036 元、5575 元、5271 元，我们测算潜在空间为 50%-100%。另外，本轮周期受非洲猪瘟影响，猪价上涨幅度与时间跨度将显著超越上轮周期，我们认为对应股价弹性亦将创新高，头均市值高点或高于上轮周期高点。

表 3：生猪养殖企业生产性生物资产变动情况

上市公司	生产性生物资产/亿元		变动幅度
	2018 年	2019 年 Q1	
温氏股份	35.97	32.58	-9.43%
牧原股份	14.61	13.40	-8.30%
正邦科技	11.09	10.09	-9.02%
新希望	5.18	4.65	-10.36%
天邦股份	5.15	4.02	-21.86%
唐人神	1.18	1.19	0.45%
傲农生物	0.84	1.07	27.73%
*ST 雏鹰	2.66	0.77	-70.94%
新五丰	0.56	0.59	4.34%
大北农	0.95	0.51	-46.60%
天康生物	0.73	0.50	-30.44%
海大集团	0.57	0.48	-16.29%
罗牛山	0.35	0.38	8.26%
金新农	0.39	0.34	-12.23%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

表 4：主要生猪养殖企业头均市值

	天康生物	天邦股份	牧原股份	温氏股份	正邦科技
19.5.15 市值/亿元	97.21	216	1265	1938	459
19 年出栏量/万头	100	300	1400	2400	700
19 年头均市值/元	4721	6533	9036	5575	5271
15 年市值高点/亿元	——	——	354.14	2205.6	157.77
15 年出栏量/万头	——	——	192	1535.06	157.94
15 年头均市值/元	——	——	18445	10460	5557

资料来源：Wind，中国银河证券研究院（注：头均市值计算均需扣除公司其他业务市值）

六、投资建议

自 2018 年 8 月非洲猪瘟发现以来，疫情持续蔓延，产能加速去化，部分省份能繁母猪产能去化达 30% 以上；由于非洲猪瘟基因结构复杂，短期内我们预计有效疫苗难以问世，为疫情发展带来诸多不确定性。短期内受季节性因素以及国家政策影响，以及疫情导致的集中抛售，均导致猪价处于震荡期。但我们认为前期产能的大幅下降、仔猪价格的高位运行，都表明猪价上行势在必行，我们看好 19H2 猪价表现，并预测于 Q3 现年内高点。在个股层面，我们认为规模养殖场在疫情蔓延背景下具备管理、防疫、扩产、资金等多方面的优势，在猪价上行确定的背景下，生猪出栏量成为决定业绩弹性的关键，我们核心推荐天康生物、天邦股份、牧原股份、温氏股份。

表 5：重点上市公司盈利预测与估值（收盘价为 2019 年 5 月 15 日）

公司名称	代码	收盘价	盈利预测 (EPS)			PE			评级
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
天康生物	002100	10.09	0.33	0.56	1.47	30.58	18.02	6.86	推荐
天邦股份	002124	18.62	-0.49	0.92	2.88	-38.00	20.24	6.47	推荐
牧原股份	002714	60.65	0.25	1.24	3.91	242.60	48.91	15.51	推荐
温氏股份	300498	36.47	0.74	2.48	4.22	49.28	14.71	8.64	推荐

数据来源：Wind，中国银河证券研究院

七、风险提示

猪价不达预期风险：若猪价低于预期，养殖企业利润将受到较大影响。

疫病风险：若企业遭受非洲猪瘟病毒，造成产能受损，将影响出栏量，进而业绩下降；另外，若发生类似于 H7N9 “禽流感” 的人感染疫病，造成消费恐慌，将对猪价、禽类价格产

生较大负面影响，严重损害养殖企业盈利。

原材料价格波动风险：玉米、小麦、豆粕等原材料价格波动将会对养殖、饲料等企业的盈利能力带来影响。

政策风险：良种补贴政策、知识产权保护政策、品种政策的变化将对种子企业造成较大影响；疫苗招标政策、品种审核政策的变化等将对疫苗企业造成影响。

自然灾害风险：极端灾害天气会对农业生产（特别是种植业）造成巨大负面影响，从而导致农产品价格大幅波动。

插图目录

图 1: 我国能繁母猪存栏量持续下滑, 同比降幅历史最高	2
图 2: 我国生猪存栏量持续下滑, 环比有好转	2
图 3: 新兽药研发与注册流程	4
图 4: 2019.2 我国猪肉进口量为 8.15 万吨, 同比+13.64%	5
图 5: 2019E 我国猪肉消费量预计 5054 万吨, 同比-8.77%	5
图 6: 2019E 我国猪肉进口量占全球比达 25%	5
图 7: 2018 年我国猪肉进口国主要是德国、西班牙、加拿大	5
图 8: 19E 全球猪肉出口主要来自欧盟 27 国、美国、加拿大	5
图 9: 2019E 全球猪肉出口量约为 908.3 万吨	5
图 10: 2018.1 至今生猪价格走势	6
图 11: 2018.1 至今仔猪价格走势	6

表格目录

表 1: 非洲猪瘟下生猪市场-母猪产能变化情况.....	2
表 2: 非洲猪瘟防控政策.....	2
表 3: 生猪养殖企业生产性生物资产变动情况.....	7
表 4: 主要生猪养殖企业头均市值.....	8
表 5: 重点上市公司盈利预测与估值（收盘价为 2019 年 5 月 15 日）.....	8

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

谢芝优，农林牧渔行业分析师。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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 楼

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 caixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@chinastock.com.cn