

## 生猪养殖行业跟踪报告

——产能降幅持续扩大，行业高景气有望延续

推荐|维持

### 报告要点:

#### ● 行业产能降幅持续扩大，复产短期难以完成

行业产能规模持续下降。由于非洲猪瘟在我国首次发生且具有较高的感病率和致死率，导致我国生猪产能持续下降。2019年5月，能繁母猪存栏量和生猪存栏量同比分别下降23.9%和22.9%，产能降幅进一步扩大。复产短期难以完成。疫苗短期难以研发出、能繁母猪从补栏到商品猪出栏历时约18个月，复产短期难以弥补市场缺口。

#### ➤ 供需偏紧，行业维持高景气

消费稳中有升，进口增量有效。我国居民年均猪肉消费量在5000万吨左右且近几年呈现稳中有升态势。根据生猪产能下降数据，保守估计今年猪肉产量下降在千万吨级别，而我国猪肉进口量仅维持在100-200万吨的范围，相对于年均5000万吨的消费量来说，影响微乎其微。同时，2018年全球猪肉出口量也仅为844万吨。因此，从全球猪肉供需格局来看，进口猪肉难以弥补国内产能下降导致的缺口。猪价稳步上涨，行业景气持续提升。因行业供需持续偏紧，我国猪价在淡季上演了稳步上涨行情，连续4个月上涨，且当前维持在14元/公斤的相对高位，较去年同期上涨50%左右。同时，行业盈利水平也持续提升，猪粮比维持在8左右，行业处于高景气周期。

#### ● 非洲猪瘟常态化，行业竞争格局迎来变革，龙头受益显著

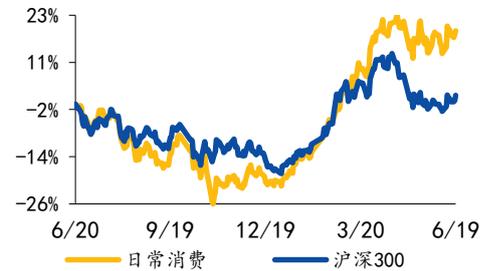
非洲猪瘟防控时间长。从历史防控经验及我国生猪生产格局来看，非洲猪瘟有望常态化。行业竞争有望从规模优势向全产业链优势转变。基于非洲猪瘟的长期存在，疫病防控将成为企业的生命线，在生物防控为主导的背景下，企业的产能规模及布局、繁育、饲养、疫病防控、屠宰以及加工的全产业链的优势将更加凸显。在非洲猪瘟常态化背景下，未来企业之间的竞争将全面体现在产能规模及布局、疫病防控、繁育、饲养、屠宰及加工等各个方面，只有在全产业链上具备相应优势的企业，才能有望在非洲猪瘟常存的背景下做大做强。

#### 投资建议：看好温氏股份，给予公司“买入”投资评级

公司为行业龙头，在非洲猪瘟常态化背景下，公司全产业链竞争优势凸显且公司具有高市值弹性和高业绩弹性。同时，“猪+鸡”的业务结构抗风险能力更强，看好公司发展前景，给予“买入”投资评级。

风险提示：疫病持续发酵带来生猪死亡率上升、汛期自然灾害风险。

### 过去一年市场行情



资料来源: Wind

### 相关研究报告

《国元证券\*行业研究\*种业研究报告：国有资本全面布局，行业迎来整合加速\*农业\*20190301\*周家杏》2019.03.02

《国元证券农业行业 2018 年中期策略报告-行业结构调整带来发展新机遇》2018.07.16

### 报告作者

分析师 周家杏

执业证书编号 S0020511030015

电话 021-51097188-1920

邮箱 zhoujiaxing@gyzq.com.cn

### 附表：重点公司盈利预测

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
300498	温氏股份	买入	38.07	2022.66	0.74	1.58	2.88	51.11	24.04	13.24

资料来源: Wind, 国元证券研究中心

## 目 录

1.产能去化远超预期 .....	4
1.1 环保趋严叠加非洲猪瘟，行业经营门槛逐步提高 .....	4
1.1.1 环保趋严，行业经营门槛显著提高 .....	4
1.1.2 非洲猪瘟有望改变行业竞争格局.....	5
1.2 复产短期难以完成，行业产能去化远超市场预期 .....	5
1.2.1 疫苗商业化短期难以完成，生物防治仍为主要手段.....	5
1.2.2 产能恢复周期在 18 个月左右 .....	5
1.2.3 行业产能降幅持续扩大 .....	6
2.供需存在缺口，行业景气稳步回升.....	7
2.1 供需偏紧 .....	7
2.1.1 产能下降导致供给下滑 .....	7
2.1.2 需求稳中有升，进口增量有限 .....	7
2.2 行业景气持续上升 .....	8
2.2.1 猪价触底回升.....	8
2.2.2 猪粮比持续上升 .....	8
2.2.3 上市公司生猪产品销售价格逐月攀升 .....	9
3.非洲猪瘟有望常态化，行业竞争格局迎来变革 .....	10
3.1 疫病防控是前提.....	10
3.2 产能适度分散利好疫病防控 .....	11
3.3 产能规模决定盈利空间.....	11
3.4 产业链完整性 .....	12
4.量价齐升，龙头企业有望实现稳步增长 .....	13
4.1 盈利能力有望止跌回升.....	13
4.2 营运能力有待提高 .....	14
4.3 看好畜禽产业链完整的温氏股份 .....	15
4.3.1 规模优势强.....	15
4.3.2 产能分散 .....	15
4.3.3 产业链完整.....	16
4.3.4 盈利能力强.....	16
4.3.5 市值弹性和业绩弹性 .....	17
5.风险提示 .....	18

## 图表目录

图 1：生猪繁育时间周期.....	6
图 2：生猪存栏量持续下降 .....	7
图 3：能繁母猪存栏量降幅扩大.....	7
图 4：我国生猪出栏量逐年下滑.....	7
图 5：我国猪肉产量逐年下滑（万吨） .....	7

图 6: 我国猪肉供需呈现偏紧态势 .....	8
图 7: 我国猪肉进口增量有限 .....	8
图 8: 我国生猪收购价格触底回升 .....	8
图 9: 猪粮比稳中有升 .....	9
图 10: 温氏股份生猪产品价格走势 .....	10
图 11: 近三年行业主要上市公司销量对比 (万头) .....	12
图 12: 18 年行业主要上市公司消耗性生物性资产 (亿元) .....	12
图 13: 生猪养殖主流企业加权扣非 ROE 对比 .....	13
图 14: 生猪养殖主流企业 ROA 对比 .....	13
图 15: 生猪养殖主流企业销售毛利率 (%) 对比 .....	14
图 16: 生猪主流企业销售净利率 (%) 对比 .....	14
图 17: 生猪养殖主流企业存货周转率 (次) .....	14
图 18: 生猪养殖主流企业应收账款周转率 (次) .....	14
图 19: 2018 年温氏股份主营产品全国市场占有率统计 .....	15
图 20: 行业龙头企业家禽业务毛利率稳步提升 .....	16
图 21: 主流生猪养殖企业头均市值对比 .....	17
图 22: 主流生猪养殖企业业绩弹性对比 .....	17
表 1: 我国生猪养殖行业政策一览 .....	4
表 2: 主流生猪养殖企业在疫病防控方面的经验对比 .....	10
表 3: 主要生猪养殖企业产能布局一览 .....	11
表 4: 主要生猪养殖企业产业链覆盖情况 .....	12
表 5: 2018 年龙头企业核心财务指标 (基于杜邦分析) .....	17

## 1. 产能去化远超预期

### 1.1 环保趋严叠加非洲猪瘟，行业经营门槛逐步提高

#### 1.1.1 环保趋严，行业经营门槛显著提高

自 2015 年新版环保法实施以来，我国环保政策不断趋严，国家对养猪行业的环保要求也持续提高，生猪养殖业面临较大的调整风险。其中，涉及到生猪养殖领域的相关国家及行业政策主要有《畜禽养殖污染防治管理办法》、《畜禽养殖业污染防治技术规范》、《畜禽养殖业污染排放标准》、《排污费征收使用管理条例》、《畜禽规模养殖污染防治条例》、《水污染的防治行动计划》、《“十三五”生态环境保护规划》和《国务院办公厅关于加快推进畜禽养殖废弃物资源化利用的意见》等。未来，随着政策的逐步落地，我国生猪养殖行业竞争格局也将面临较大变化。首先，拆迁、搬迁或禁养等政策的颁布造成行业产能持续下降，而且这一部分产能复产无望，行业去散户化趋势有望加快；其次，新的环保政策下，我国生猪产业迎来“南猪北移”的产能转移和“大鱼吃小鱼”的集中度提升，届时龙头企业产能规模和市场集中度有望稳步提升。未来，随着环保政策的持续高压，中小养殖户或养殖企业在土地审批、环评控制、养殖规模以及资本投入上均难以达到国家相关要求，逐步退出市场将是顺势所趋，届时我国生猪养殖行业门槛也将显著提高，行业经营将从以前的低门槛逐步向规模化、现代化的高门槛转型。

表 1：我国生猪养殖行业政策一览

发布时间	政策	主要内容
2001 年 3 月	《畜禽养殖污染防治管理办法》	禁止在生活饮用水水源保护区、风景名胜区、自然保护区的核心区及缓冲区、城市和城镇中居民区、文教科研区、医疗区等人口集中地区建立养殖场
2002 年 3 月	《畜禽养殖业污染防治技术规范》	规定了畜禽养殖场的选址要求、场区布局与清粪工艺、畜禽粪便贮存、污水处理、固体粪肥的处理利用、饲料和饲养管理、病死畜禽尸体处理与处置、污染物监测等污染防治的基本技术要求
2003 年 1 月	《畜禽养殖业污染排放标准》	规定了污染物控制项目、废水和恶臭排放标准和废渣无害化环境标准等
2003 年 1 月	《排污费征收使用管理条例》	对规模养殖场的排污费征收做了明确的界定，即：对存栏规模大于 50 头牛、500 头猪、5000 羽鸡、鸭等的禽畜养殖场收费。
2013 年 11 月	《畜禽规模养殖污染防治条例》	禁止在水源地及风景保护、自然保护区的核心区与缓冲区、城镇居民区或文化教育科研研究区以及法律法规规定的其他禁止建设养殖场的区域进行禽畜养殖。
2015 年 4 月	《水污染的防治行动计划》	要科学划定畜禽养殖禁养区，2017 年底前，依法关闭或搬迁禁养区内的畜禽养殖场(小区)和养殖专业户，京津冀、长三角、珠三角等区域提前一年完成。
2016 年 12 月	《“十三五”生态环境保护规划》	禁止建设畜禽规模养殖场(小区)区域，加强分区分类管理，以废弃物资源化利用为途径，整县推进畜禽养殖污染防治。养殖密集区推行粪污集中处理和资源化综合利用。
2017 年 5 月	《国务院办公厅关于加快推进畜禽养殖废弃物资源化利用的意见》	要统筹兼顾、有序推进、奖惩并举、疏堵结合。具体说来有这么几点：一是不该禁养的不能禁。要科学划定禁养区，防止盲目扩大禁养范围；二是该禁的要坚决禁，但要给予合理补偿；三是支持养殖场户转型升级，实现绿色发展。
2018 年 1 月	《环境保护税法》	存栏规模大于 50 头牛、500 头猪、5000 羽鸡鸭等禽畜养殖场征收环保税。
2018 年 5 月	《关于划定海口市畜禽养殖区域	海口市将行政辖区划分为禁养、限养和适养三大类。其中禁养区面积为 1041.44

范围的通告》

平方公里，限养区面积为 721.49 平方公里，适养区面积为 526.07 平方公里。

资料来源：wind、国元证券研究中心

### 1.1.2 非洲猪瘟有望改变行业竞争格局

环保政策趋严已给行业造成了巨大的冲击，而非洲猪瘟的爆发对行业无疑是雪上加霜。2018 年 8 月，非洲猪瘟疫情在我国首次发生，突如其来的非洲猪瘟给行业造成了重大的影响。据农业农村部数据显示，自 2018 年 8 月我国发生非洲猪瘟以来，截至今年 5 月 3 日，我国累计发生非洲猪瘟 129 起，全国除了港澳台的 31 个省市已经全部发现非洲猪瘟疫情，合计扑杀生猪高达 102 万头（在非洲猪瘟疫苗没有研制出来前，基于我国传统养殖结构短期难以改变以及我国生猪养殖疫病防疫水平整体较低，非洲猪瘟有望成为我国生猪养殖业未来很长一段时间必须面对的难题）。

根据国家非洲猪瘟疫情应急预案要求，发病所在地为疫点，疫点边缘向外延伸三公里的区域为疫区，疫点所有活猪都要进行了扑杀处理，疫区之内的活猪根据检测和调查结果确定扑杀范围来进行扑杀，而实际操作中，为了彻底消除潜在疫情风险，疫区内一般都采用扑杀方式处理，这将导致我国生猪产能进一步下降（特别是种猪发生疫情将影响当前和未来的产出规模）。目前，非洲猪瘟疫情虽得到了一定控制，但疫情仍然存在，未来随着气温升高，蚊虫叮咬有望进一步增加非洲猪瘟防控力度。另一方面，结合国外非洲猪瘟疫病防控经验来看，要想取得实质性防控成效，少则几年，多则几十年，而我国生猪养殖数量庞大且较为分散，因此，此次非洲猪瘟对我国生猪养殖业来说有望成为一种常态化，这将改变我国生猪养殖业未来的发展业态和竞争格局，未来没有疫情防控能力的养殖户或者企业终将被市场淘汰，产能有望向具有疫病防控能力的大企业集中，届时行业市场集中度将持续提升，行业有望迎来新一轮景气提升周期。

## 1.2 复产短期难以完成，行业产能去化远超市场预期

### 1.2.1 疫苗商业化短期难以完成，生物防治仍为主要手段

**无有效的商业化疫苗。**虽然非洲猪瘟已出现 100 多年，但至今全球仍没有研发出有效的商业化疫苗。早在 70 年代，西班牙曾研发出非洲猪瘟疫苗，但在市场推广过程中存在很多缺陷，达不到期望的免疫保护效果。由此可见，非洲猪瘟疫苗研发难度非常之大，因此我国要想短期内研发出有效性的商业化疫苗的可能性较小。

**生物防控周期长。**非洲猪瘟已发现 100 多年，全球 62 个国家报道过非洲猪瘟疫情，从非洲猪瘟防控手段来看，主要有生物防治和疫苗防治，而全球主流手段为生物防治，通过捕杀、消毒、无害化处理和提高养殖生物安全防护等措施来防控非洲猪瘟。因非洲猪瘟病毒具有较高的感病率和致死率（感病率和致死率均可达到 100%），从全球各个国家防控经验来看，非洲猪瘟一旦传到某一个国家以后，则很难在短期内根除或者消灭掉，防治周期少则几年，长则几十年，因此生物防治要达到真正控制则是一个漫长的过程。

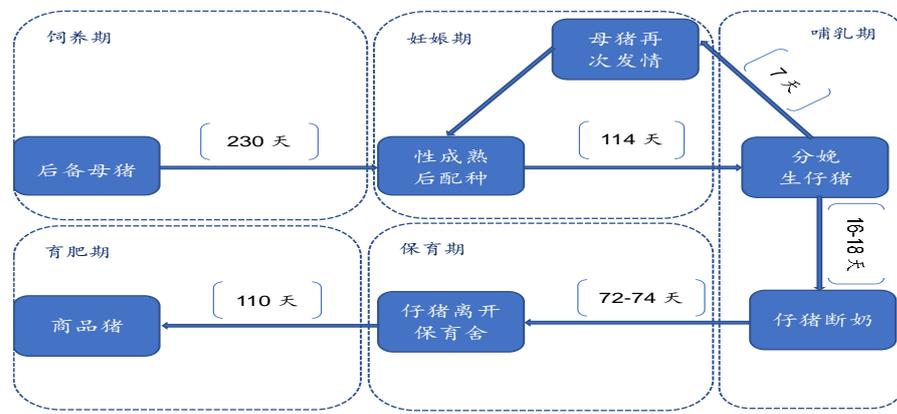
### 1.2.2 产能恢复周期在 18 个月左右

**产能恢复周期需要一年半。**生猪生长发育阶段分五个时期：饲养期、妊娠期、哺乳期、保育期、肥育期。排除其他外部因素，受生猪自身生长周期影响，短期产能恢

复到投产尚需时日。根据公开数据显示，从能繁母猪补栏到商品猪出栏历时约 18 个月。主要过程如下：

- 1) 饲养期：将后备母猪培养至配种大概需要 4 个月时间,初产母猪约在 230 日龄可配种，种公猪约在 240 日龄可采精；
- 2) 妊娠期：从配种到仔猪出生大概需要 4 个月时间（母猪经过约 114 天妊娠可分娩得到仔猪，经产母猪在仔猪断奶后 7 天左右可再次配种）；
- 3) 哺乳期：指仔猪出生至断乳阶段，一般为 16-18 天；
- 4) 保育期：仔猪断乳后还要在保育室里饲养约 70 日龄才可离开保育室，因此保育期大概持续 72-74 天；
- 5) 育肥期：指仔猪保育结束进入生长室饲养直至出栏这一阶段，一般商品猪保育期为 110 天。

图 1：生猪繁育时间周期



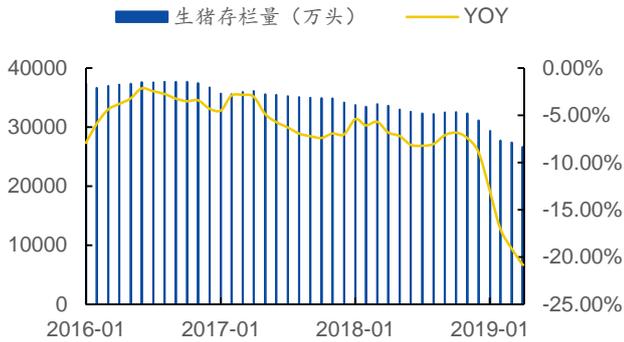
资料来源：Wind, 国元证券研究中心

因此，补栏的后备母猪经过饲养、妊娠、哺乳、保育、肥育期五个阶段，共需约 18 个月才能投产商品猪，而我国当前仍处于非洲猪瘟发病期，不排除生育母猪和新生仔猪感染非洲猪瘟的可能，这势必造成实际产能投放效果可能低于正常水平，加之我国生物防治水平总体不高，生猪产能恢复将面临较大的阻力。

### 1.2.3 行业产能降幅持续扩大

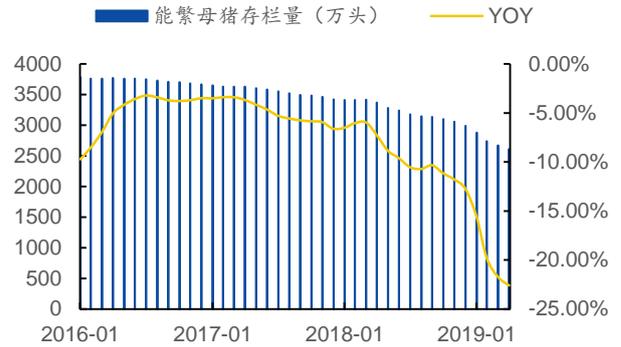
**非洲猪瘟加速行业去产能。**由于非洲猪瘟在我国首次发生，而且非洲猪瘟具有较高的感病率和致死率，因此非洲猪瘟疫情导致我国生猪出现大幅死亡，根据农业农村部数据显示，2019 年 5 月，我国能繁母猪存栏量为 2501 万头，环比下降 4.1%，同比下降 23.9%；2019 年 5 月全国生猪存栏量为 25508 万头，环比下降 4.2%，同比下降 22.9%。可见，我国生猪产能依然延续下降趋势，且降幅呈现扩大趋势，行业去产能或将超市场预期。

图 2：生猪存栏量持续下降



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

图 3：能繁母猪存栏量降幅扩大



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

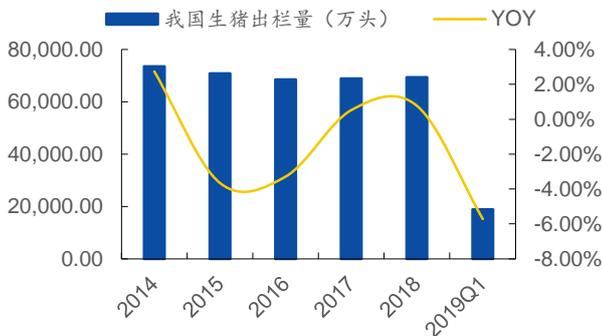
## 2. 供需存在缺口，行业景气稳步回升

### 2.1 供需偏紧

#### 2.1.1 产能下降导致供给下滑

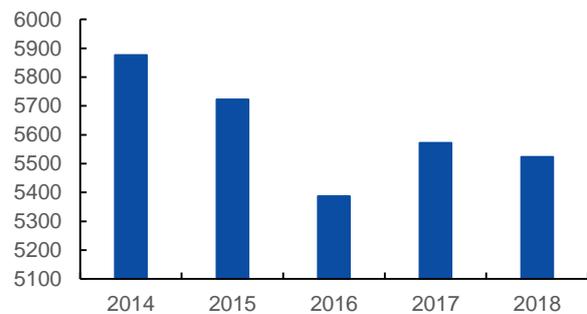
统计显示，自 2014 年以来，我国猪肉产量逐年下滑，其中环保政策趋严是导致我国生猪产能下降的主要原因。首先，我国肉猪出栏量持续下滑，从 14 年 7.35 亿头下降到 18 年的 6.94 亿头，下降幅度为 5.58%。其次，能繁母猪存栏量也自 2013 年以来持续下降，截至 2018 年底，我国能繁母猪存栏量仅为 2988 万头，较 13 年 5000 万头下降了 40% 以上。可见，行业产能下降是供给下滑的主要原因。

图 4：我国生猪出栏量逐年下滑



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

图 5：我国猪肉产量逐年下滑（万吨）



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

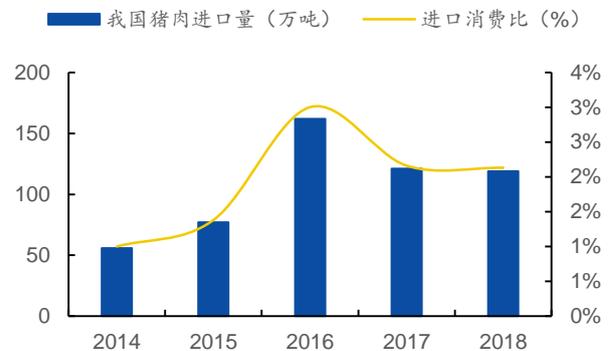
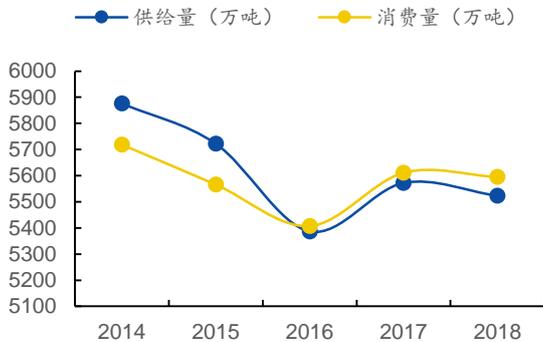
#### 2.1.2 需求稳中有升，进口增量有限

自 2015 年以来，随着我国居民收入水平的提高、城镇化稳步提升，我国居民肉类消费整体呈现稳中有升态势，其中猪肉消费也保持平稳。另一方面，近年来国家环保政策趋严，我国生猪产能逐年下滑，特别是非洲猪瘟的爆发，加速了我国生猪产能下滑速度，行业供需缺口开始显现。另一方面，如何弥补猪肉市场缺口？唯有进口，根据公开数据显示，近年来我国猪肉进口量维持在 100-200 万吨的范围，相对

于我国年均 5000 万吨的消费量来说，影响微乎其微。同时，2018 年全球猪肉出口量仅为 844 万吨，而中国主要猪肉进口国欧盟 27 国、美国、加拿大和巴西等国不是以猪肉为主肉，自身产能不大，加上国内自己消费，能够出口的量也相当有限。因此，从全球猪肉供需格局来看，进口猪肉难以弥补产能下降导致的市场缺口。

图 6：我国猪肉供需呈现偏紧态势

图 7：我国猪肉进口增量有限



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

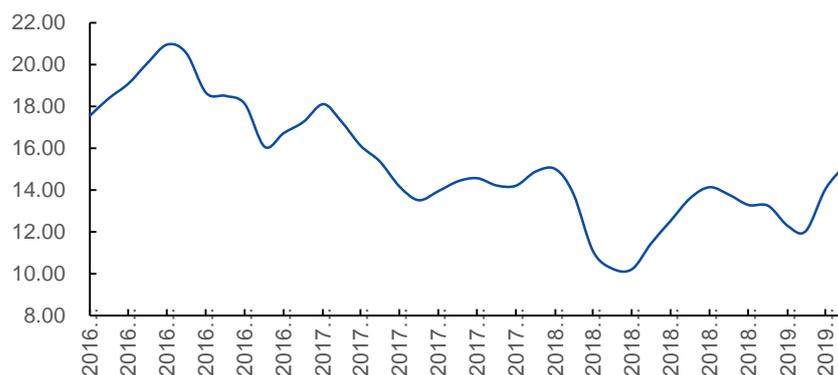
资料来源：Wind, 国元证券研究中心

## 2.2 行业景气持续上升

### 2.2.1 猪价触底回升

非洲猪瘟导致行业产能加速下降、下游养殖户补栏延迟，市场上生猪供给大幅下滑，因非洲猪瘟不是人畜共患病，下游消费从之前的恐慌慢慢转向正常水平，供需偏紧格局下，猪价呈现稳步增长态势。猪价方面，统计显示，自 2019 年 1 月份以来，我国生猪收购价格开始出现上涨，2019 年 5 月，我国生猪收购价格达到 15.19 元/公斤(同比上涨 48.63%)，连续 4 个月上涨，较 2019 年 1 月份 12.28 元/公斤上涨了 23.69%。

图 8：我国生猪收购价格触底回升



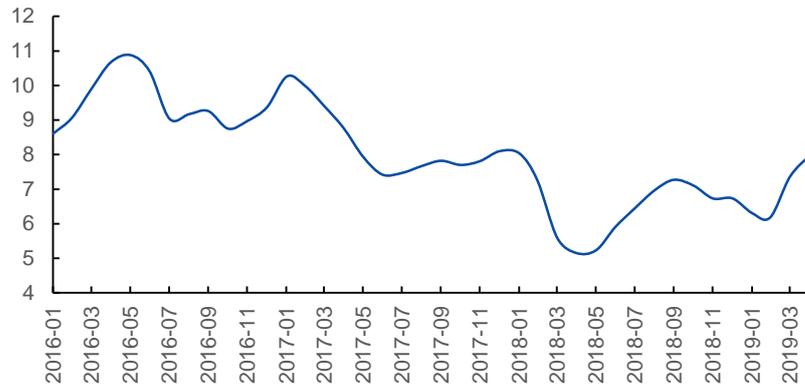
资料来源：Wind, 国元证券研究中心

### 2.2.2 猪粮比持续上升

伴随着生猪价格的上升、粮价的下跌（农业供给侧改革带来的政策红利），猪粮比呈现稳步上升态势，而且猪粮比触底回升的时点要早于猪价。统计显示，截至 2019

年5月，我国生猪养殖猪粮比达到7.72（因玉米价格上涨，猪粮比环比小幅下滑），较本轮反弹起点的5.15（2018年4月）上升了49.90%，行业处于盈利高点。未来，基于我国生猪产能持续下滑、消费旺季下半年将到来，猪肉价格有望保持稳步上涨态势，这将进一步提升生猪养殖的猪粮比，行业高景气有望延续。

图9：猪粮比稳中有升

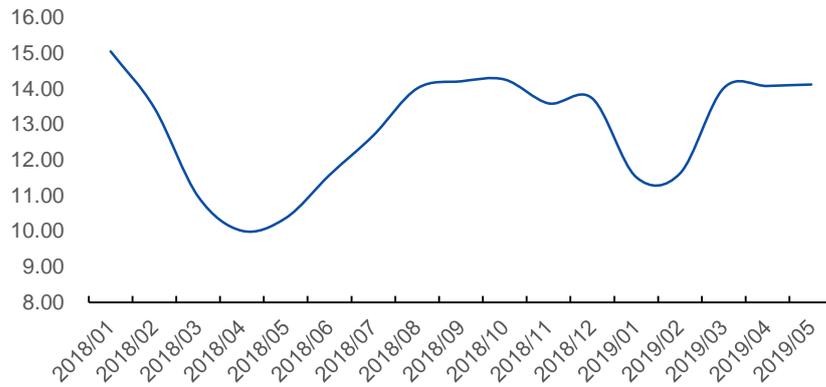


资料来源：Wind，国元证券研究中心

### 2.2.3 上市公司生猪产品销售价格逐月攀升

随着行业供需偏紧、下游消费趋于理性，（疫病爆发初期，消费者担心非洲猪瘟会传染人不敢消费猪肉，而后官方说明非洲猪瘟不是人畜共患病，消费猪肉不会传染非洲猪瘟病毒，猪肉消费逐步回升），行业景气度持续回升，上市公司生猪销售价格也随之上涨。统计显示，自2018年1月份以来，行业龙头温氏股份生猪销售价格一路下滑到2018年6月，之后随着非洲猪瘟于下半年在国内大面积爆发，市场预期未来生猪供给会下降，生猪产品价格随之上升，之后因养殖户担心非洲猪瘟进一步传染，短期加大生猪抛售，市场供给短期加大，生猪产品价格开始下跌。春节过后，随着生猪产能数据的公布，能繁母猪消减幅度远超市场预期，行业中长期供需关系发生了根本性变化，供需偏紧已成为共识，生猪价格开始稳步上涨，19年3月、4月和5月，温氏股份的生猪产品价格均突破14元/公斤的水平（19年1月和2月公司生猪价格仅为11元/公斤左右）。由此可见，伴随着非洲猪瘟导致产能大幅下滑，行业供需偏紧将支撑生猪产品价格稳步上涨，生猪养殖上市公司的盈利能力有望保持稳步上升态势。

图 10: 温氏股份生猪产品价格走势



资料来源: Wind, 国元证券研究中心

### 3.非洲猪瘟有望常态化, 行业竞争格局迎来变革

#### 3.1 疫病防控是前提

**疫病防控是企业的生命线。**从非洲猪瘟历史防控经验来看, 要做到真正防控住非洲猪瘟, 少则几年, 多则几十年, 因此未来几年, 对于国内生猪养殖业来说, 非洲猪瘟有望成为一种常态。在这种背景下, 企业之间的竞争是建立有效防控基础上的市场抢占, 而疫病防控是重中之重。未来, 在非洲猪瘟常态化背景下, 疫病防控将是生猪养殖企业生存的基础, 也是企业之间拉开层级的核心竞争要素, 未来不具有疫病防控能力的产能终将被具有防控能力的企业所取代, 强者恒强趋势将更加凸显。

总体来看, 从事生猪养殖业务的上市公司都具有一定的疫病防控能力, 差别仅在于企业之间从事生猪养殖业务的时间长短、规模大小, 这就决定了企业之间在疫病防控方面的经验或技术储备存在一定的差别 (很多企业没有经历过大规模疫病防控)。

表 2: 主流生猪养殖企业在疫病防控方面的经验对比

公司	疫病防控经验对比
温氏股份	<p>时间: 1997 年涉足养猪业务, 具有二十几年的养猪业务经验。此外, 公司以家禽业务起家, 而家禽业务和生猪业务同属于畜禽养殖, 业务具有一定的共性。</p> <p>动保业务: 公司旗下拥有从事动保业务的大华农子公司, 在动物疫病防控方面具有基础。</p>
牧原股份	<p>时间: 公司以养猪业务起家, 已从事养猪业务二十多年, 在生猪疫病防治方面具有充足的经验, 这是同行没法比拟的。</p> <p>动保业务: 公司与 2018 年年初投资设立河南信华生物技术有限公司, 主要从事动保产品研发。可见, 公司在动保业务方面已有布局, 但时间较短。</p>
新希望	<p>时间: 公司以饲料业务起家, 后逐步拓展到畜禽养殖、屠宰和肉制品加工。在生猪养殖领域时间也较长, 但规模一直不大, 对大规模动物疫病防治缺少操作经验。</p> <p>动保业务: 公司旗下新希望六合从事畜禽养殖业务较早, 具有动保业务, 但主要以家禽为主, 特别是公司近几年才加大生猪养殖规模, 因此在生猪动保业务领域有待进一步提高。</p> <p>时间: 公司以猪饲料业务起家, 核心业务为饲料业务。养殖业务起步也较早, 至今已有十几年, 但</p>

规模较小。近年来，随着环保政策趋严，公司逐步加大生猪养殖规模，目前已成为我国生猪养殖头部企业。

动保业务：公司子公司江西新世纪民星动物保健品有限公司主要从事动保业务，业务规模已达3亿元人民币左右。

时间：公司以饲料业务起家，核心业务为饲料业务。从事畜禽养殖时间在10年左右，但规模不大。

天邦股份 动保业务：公司子公司成都天邦生物制品有限公司主要从事动保业务，现收入规模在1.5亿元人民币左右。

时间：公司以饲料业务为主，从事畜禽养殖业已有十几年时间，但规模一直较小。

唐人神 动保业务：公司旗下上海湘大新兽药有限公司和湖南湘大兽药有限公司主要从事动保业务，但公司动保业务规模较小，现收入在一千万左右。

资料来源：公司定期报告、国元证券研究中心

### 3.2 产能适度分散利好疫病防控

**产能布局分散利好疫病防控和盈利稳定。**鉴于非洲猪瘟彻底防控的时间周期长且具有较高的感病率和致死率，企业要想实现防控的最佳化，除了要加强生物防治以外，产能布局的分散程度也将成为企业化解或者降低非洲猪瘟对其公司整体造成影响的有效措施。同时，鉴于非洲猪瘟爆发，活猪禁运将实行，这将导致产区和销区供需失衡，产区和销区盈利落差较大，因此产能布局的适度分散也有利于企业整体盈利能力的稳定。

表 3：主要生猪养殖企业产能布局一览

公司名称	产能布局
温氏股份	河北、陕西、山西、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、江苏、浙江、安徽、福建、江西、山东、河南、湖北、湖南、广东、广西、海南、重庆、四川、贵州、云南、山西
新希望	河北、陕西、广西、海南、四川、云南、西藏
正邦科技	内蒙古、吉林、黑龙江、江西、山东、湖北、湖南、广东
天邦股份	河北、山西、黑龙江、上海、江苏、安徽、福建、江西、山东、湖北
牧原股份	河北、陕西、山西、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、江苏、安徽、山东、河南、湖北、甘肃
唐人神	河北、辽宁、河南、湖北、湖南、广东、广西、贵州、美国

资料来源：公司定期报告、国元证券研究中心

### 3.3 产能规模决定盈利空间

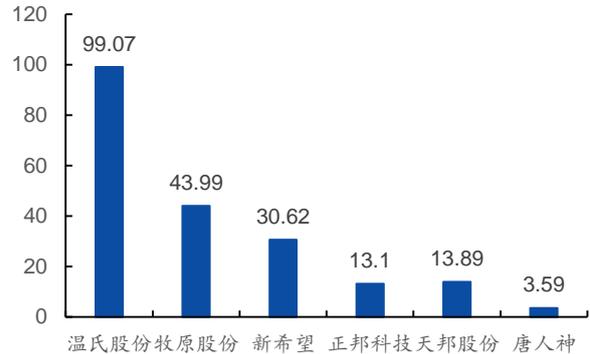
**行业高盈利，规模最核心。**受非洲猪瘟和进口增量有限共同影响，未来我国生猪行业有望呈现供需偏紧态势，行业盈利能力将保持稳步提升。落实到上市公司层面，产能规模将成为决定上市公司盈利空间主要驱动力。未来，供给端将成为决定盈利空间的主要因素，企业之间的竞争将更加激烈，谁在疫病防控技术上领先，谁将能够充分分享行业价格上涨红利，而且有望在非洲猪瘟常态化背景下实现市场占有率稳步提升和企业做大做强。

图 11：近三年行业主要上市公司销量对比（万头）



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

图 12：18 年行业主要上市公司消耗性生物性资产（亿元）



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

### 3.4 产业链完整性

**短期看点在于集中度提升，长期看点在于全产业链。**对于生猪养殖业来说，短期来看（3-5 年），企业业绩增长的核心驱动为集中度提升，而中长期来看，企业的业绩增长将来源于全产业链构建。首先，全产业链有利于提高企业的整体盈利能力。未来我国大农业领域很多细分行业都是存量市场的竞争，要想把蛋糕做大，突破现有主业瓶颈将成为很多企业的必然选择，全产业链也是最容易落地的方案。可以预见，未来很多生猪养殖企业的业务链条有望涵盖动物繁育、动保、饲料、屠宰加工、生鲜零售等业务。其次，非洲猪瘟爆发以来，基于非洲猪瘟传播途径的多样性，为了减少与外界接触的几率，生猪养殖企业的每个业务单元必须要具有饲料加工、动保、繁育、饲养以及屠宰加工的全产业链的业务构架，未来企业之间的竞争有望从当前的规模效应向“规模+全产业链”双重效应转变。由此可见，行业未来的发展趋势是全产业链，而非洲猪瘟的爆发有望加速企业全产业链的构建步伐，行业经营门槛也将因此而大幅提高，行业集中度有望稳步提升。

表 4：主要生猪养殖企业产业链覆盖情况

公司	业务链条
温氏股份	繁育、饲料、动保、养殖、农牧设备、生鲜，其中养殖和动保为公司优势业务，温氏生鲜业务起步较晚，目前在广东区域有一定规模。
牧原股份	繁育、饲料、动保和养殖。其中养殖为公司优势业务，饲料、繁育和动保不是优势业务。
新希望	繁育、饲料、动保、养殖、生鲜、农业金融。其中饲料和养殖为优势业务，生鲜业务不具有品牌和规模优势。
正邦科技	饲料、繁育、动保、养殖，其中饲料和养殖为优势业务，繁育和动保不是优势业务。
天邦股份	饲料、繁育、动保、养殖，其中饲料和养殖为公司优势业务，繁育和动保不是优势业务。
唐人神	饲料、繁育、动保、养殖，其中饲料业务为公司优势业务，繁育、动保和养殖不是优势业务。

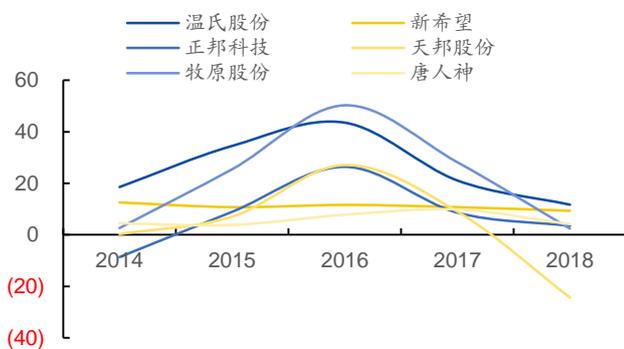
资料来源：公司定期报告、国元证券研究中心

## 4.量价齐升，龙头企业有望实现稳步增长

### 4.1 盈利能力有望止跌回升

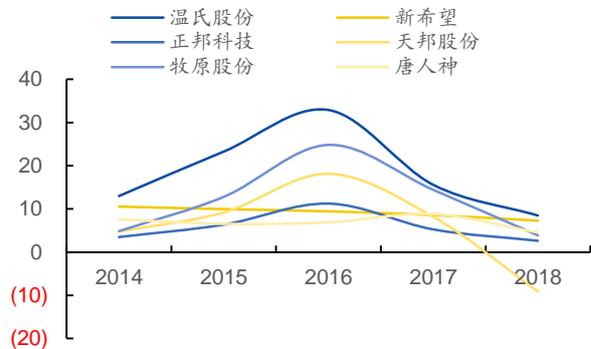
龙头企业产能加快投放，行业盈利持续下滑。自16年行业盈利高点以来，一方面环保政策趋严，中小散户逐步退出市场，另一方面龙头企业产能步入释放期。最终的结果是产能短期大幅释放造成行业整体盈利开始下滑。2018年，行业处于猪周期底部，猪价持续走低，同时叠加非洲猪瘟影响，企业营业收入未达预期，而成本却应防疫费用出现增加，因此18年行业主流企业ROE均在15%一下，盈利能力最好的温氏股份ROE也仅为11.78%，天邦股份的ROE更是在-21.14%的水平。ROA层面，主流企业ROA变化趋势基本与ROE走势趋同。

图 13：生猪养殖主流企业加权扣非 ROE 对比



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

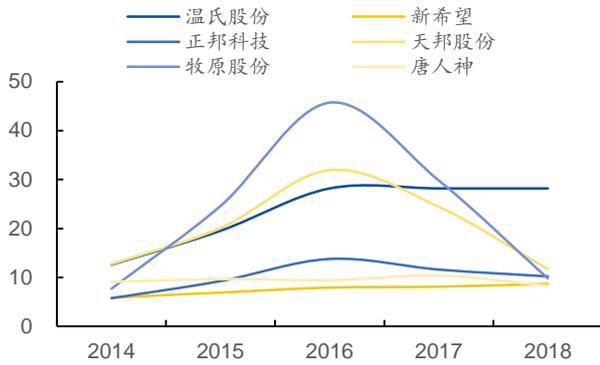
图 14：生猪养殖主流企业 ROA 对比



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

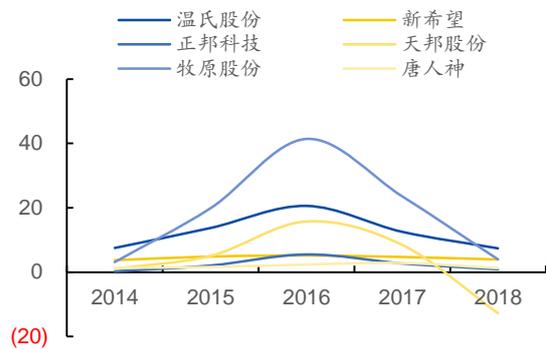
**盈利能力有望止跌回升。**14年我国进入新一轮猪周期，行业利润率水平与猪价同步变化，2014年至2016年处于猪价上行期，行业整体利润率呈现上升趋势，2016年至2018年猪价开始走低，行业整体利润率出现下降，尤其是2018年8月开始爆发的非洲猪瘟以来，行业利润率水平呈现加速下滑态势。2019年一季度，行业景气度仍处于行业底部，然而随着非洲猪瘟的持续发展，行业供需结构发生了根本性变化，生猪产品价格稳步上涨，特别是19年3月、4月和5月份，主流企业生猪产品价格已达到14元/公斤的水平，即使加上非洲猪瘟防疫成本（非洲猪瘟的常态化将决定防疫成本增加也将是常态化，其中某些投入为一次性的，影响企业当期现金流状况，随着行业景气度持续提升，后续企业现金流会有所改善），主流企业已完全可以实现盈利。未来，随着非洲猪瘟持续发酵、供给短期难以跟上（国内增加产能需要一定周期，进口增量有限）以及下半年猪肉消费旺季的来临，我国生猪产品价格有望延续上升态势，届时行业盈利能力也将持续提升。

图 15: 生猪养殖主流企业销售毛利率 (%) 对比



资料来源: Wind, 国元证券研究中心

图 16: 生猪主流企业销售净利率 (%) 对比

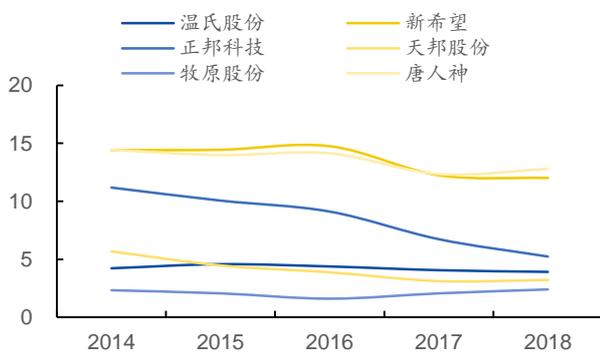


资料来源: Wind, 国元证券研究中心

## 4.2 营运能力有待提高

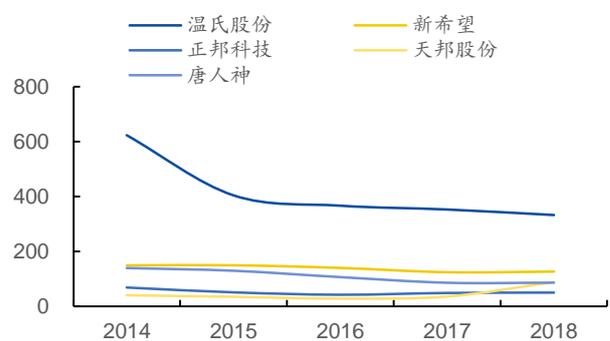
存货和应收账款周转速度总体下降。首先, 存货周转率方面, 主流企业存货周转率呈现稳中有降的趋势, 原因为生猪养殖主流企业这几年处于产能投放期, 存货规模相应增加, 周转率出现下降, 其中除正邦科技外, 其他企业存货周转率相对稳定, 新希望、唐人神的存货周转速度较快, 内部营运较好; 其次, 应收账款周转率方面, 由于生猪产品同质化严重, 随着主流企业经营规模的不断扩大, 为了消化新增产能, 抢占终端市场在所难免, 应收账款周转率下降成为必然, 其中温氏股份应收账款周转率虽在 2015 年经历了一次大幅下降, 但之后基本保持稳定, 与其他企业相比, 其应收账款收回速度也遥遥领先。最后, 营运周期方面, 天邦股份、牧原股份的营业周期均在 100 以上, 其他公司的周转能力较为良好, 特别是新希望和唐人神, 营业周期分别为 32.85 和 33.33, 总资产周转率也较高, 分别为 1.23 和 2.46。展望未来, 随着非洲猪瘟疫情的持续发展, 我国猪肉供给有望呈现供不应求, 在行业高景气持续提升刺激下, 企业的营业能力有望得以提升同时赊销比例也有望缩小, 赊销回款周期有望缩短。

图 17: 生猪养殖主流企业存货周转率 (次)



资料来源: Wind, 国元证券研究中心

图 18: 生猪养殖主流企业应收账款周转率 (次)



资料来源: Wind, 国元证券研究中心

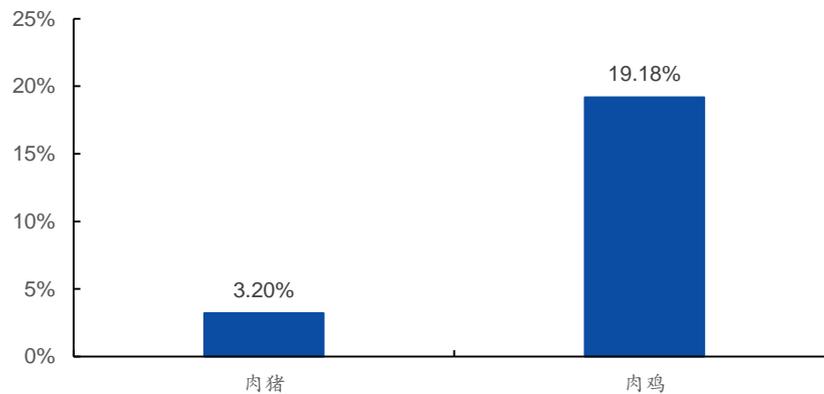
### 4.3 看好畜禽产业链完整的温氏股份

在非洲猪瘟常态化背景下，我们看好温氏股份，主要基于产能规模、产能分散性、产业链完整性、头均市值大小以及业绩弹性等方面。

#### 4.3.1 规模优势强

**集中度稳步提升，规模为王者时代来临。**我国畜禽养殖业行业集中度低，未来随着环保趋严和疫病频发，行业经营门槛有望越来越高，而中小规模经营主体已无法适应行业发展所具有的环保条件和疫病防控条件，逐步退出市场将是大势所趋，行业集中度也有望稳步提升。未来，在集中度提升的过程中，基于我国生猪养殖业处于产品同质化阶段，企业之间产品差异性不大，市场竞争的核心还是成本高低，因此企业之间的规模大小将成为核心竞争力，规模优势有望成为龙头企业市场占有率稳步提升的主要驱动力。温氏股份为我国畜禽养殖领域绝对龙头，在生猪、畜禽养殖规模层面均处于行业第一（2018年公司出栏生猪2229万头，出栏肉鸡7.48亿只），公司规模优势显著。同时，非洲猪瘟的爆发，生猪养殖业的经营格局有望发生改变，因非洲猪瘟爆发后，减少与外界接触是降低疫病感染的有效措施，这就要求企业的每个业务单元都必须具备完整的繁育、养殖、疫病防控、屠宰以及加工的全产业链配备能力，而这一切都必须建立在规模效应的基础上，没有规模效应，产业链延伸无法落地，因此在非洲猪瘟长期存在的背景下，企业的规模优势将不仅体现成本端，而且有利于“非洲猪瘟”的疫病防控，降低公司整体疫病风险。

图 19：2018 年温氏股份主营产品全国市场占有率统计



资料来源：Wind，国元证券研究中心，肉鸡为全国黄羽鸡的比例

#### 4.3.2 产能分散

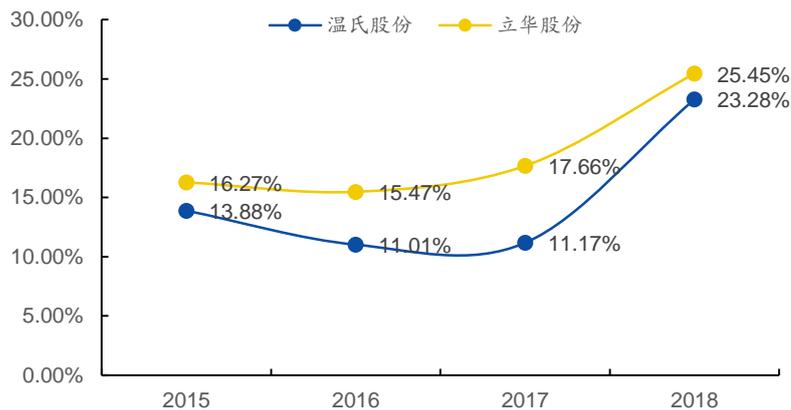
**产能分散可以规避系统风险，平衡整体盈利能力。**由于非洲猪瘟具有较高的感病率和致死率，一旦某一地区或者某个猪场发现非洲猪瘟，大量捕杀并焚烧地区内或者猪场内活猪将成为必然，因此对于上市公司来说，其生猪产能的布局一定要适度分散，一方面便于疫病防控，另一方面可以降低非洲猪瘟对公司整体影响。基于上文分析，在主流生猪养殖企业中，温氏股份生猪产能布局最广泛，分散度最高（公司在河北、陕西、山西、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、江苏、浙江、安徽、福建、江西、山东、河南、湖北、湖南、广东、广西、海南、重庆、四川、贵州、云南、山西等省份均有产能布局，在生猪养殖主流企业中公司产能布局最为分散），在非洲

猪瘟有望常态化背景下，疫病防控的手段还是生物防治，而生物防治也没法做到百分百防控，所以企业的产能布局分散度一定程度上可以规避疫病对公司整体经营的影响，也将会成为生猪养殖企业未来核心竞争要素之一。另一方面，在疫病爆发期间，生猪跨省运输将被禁止，这将造成产区和销区供需失衡，产区和销区产品价差扩大，而生猪养殖企业如果产能布局较为分散，则在一定程度上可以平稳公司整体盈利能力，有利于公司稳定发展。

#### 4.3.3 产业链完整

**“猪+禽”组合抗风险能力更强。**在畜禽养殖板块中，公司业务涵盖了动保、生猪养殖、家禽养殖、农牧设备以及生鲜业务等，业务链条较为完整。站在非洲猪瘟对我国生猪养殖业的长期影响的视角来看，供给端下降带来的供需偏紧有望显著提升行业整体盈利水平，但是行业盈利水平提升的同时，企业能否实现销量的增长存在一定的不确定性。这主要是由于非洲猪瘟在我国是首次发生，下游养殖户在疫病认知和疫病防控方面经验不足，因此企业能不能将产能成功转化成销量也同样面临较大的不确定性。此外，非洲猪瘟的爆发将带来疫病防控费用的增加以及单位成本的上升（死亡率上升使分摊到单个活猪上的折旧、人工等费用增加），企业的盈利水平也将面临稀释风险，因此如果上市公司的主营业务仅为生猪养殖，那么企业将面临非洲猪瘟带来的销量下滑和成本上升的风险，行业虽处于高景气，但企业盈利提升却受阻。就家禽业务来说，近年来随着国外引种量的持续下降，我国家禽供需偏紧，行业步入了新一轮盈利周期。另一方面，非洲猪瘟导致猪肉供给下降，我国肉类供需出现缺口，而禽肉有望成为弥补市场缺口的主要肉类（价格比猪肉便宜，生产周期相对短），家禽行业盈利能力得到进一步支撑。因此，在非洲猪瘟常态化背景下，家禽养殖业的盈利预期较为明朗，而温氏股份主营业务涵盖了生猪养殖和家禽养殖业务，因此，与同行相比，在非洲猪瘟常态化背景下，公司的“生猪+家禽”主营业务结构盈利更为稳定，整体抵抗非洲猪瘟的风险能力更强。

图 20：行业龙头企业家禽业务毛利率稳步提升



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

#### 4.3.4 盈利能力强

**温氏股份盈利能力位于行业前列。**通过分析生猪养殖主流企业（温氏股份、新希望、正邦科技、天邦股份、牧原股份、唐人神）ROE 水平，我们发现：温氏股份的盈利

能力在平稳性和成长性方面均处于行业领先地位。一方面，由于公司布局生猪养殖业务时间较早，规模优势已经开始显现，整体盈利能力高于行业平均水平；另一方面，公司家禽养殖业务规模较大，自去年下半年以来，由于行业供需偏紧（祖代进口持续下滑），我国家禽养殖业景气度呈现稳步提升态势，主要家禽产品价格稳步上涨，公司家禽业务盈利能力稳步提升，因此公司整体盈利能力表现要好于同行。

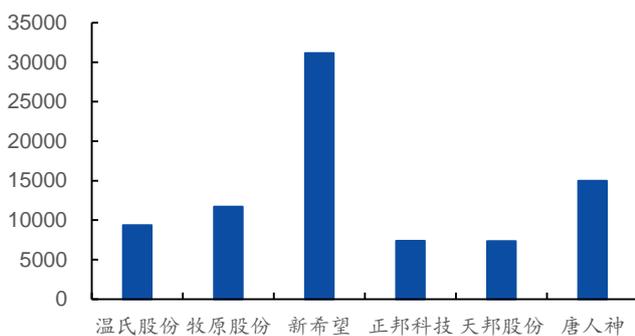
表 5：2018 年龙头企业核心财务指标（基于杜邦分析）

指标	温氏股份	新希望	正邦科技	天邦股份	牧原股份	唐人神
ROE(%)	11.78	8.04	3.02	-21.14	4.16	4.40
销售利润率(%)	6.91	2.47	0.87	-12.66	3.89	0.89
总资产周转率(%)	1.11	1.53	1.17	0.85	0.50	2.46
ROA(%)	7.67	3.78	1.02	-10.76	1.95	2.19
加权扣非 ROE(%)	11.76	9.37	3.49	-24.42	2.36	4.10
净利润现金流比率	1.53	1.23	6.91	-0.33	2.57	2.89
营业周期(天)	62.98	32.85	75.78	116.32	149.11	33.33

#### 4.3.5 市值弹性和业绩弹性

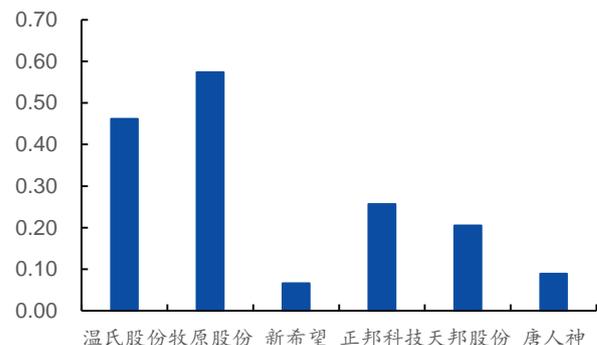
公司市值弹性和业绩弹性大于同行。选取生猪养殖行业主流企业温氏股份、新希望、正邦科技、天邦股份、牧原股份、唐人神做对比分析，我们以 2018 年每个公司的生猪出栏量为测算基础，分别测算每个公司市值弹性（总市值/出栏数）和业绩弹性（主营产品单价变动带来利润增量/总股本），综合市值弹性、业绩弹性以及公司在行业中的地位，温氏股份要优于其他公司，我们更加看好温氏股份未来的发展前景。

图 21：主流生猪养殖企业头均市值对比



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

图 22：主流生猪养殖企业业绩弹性对比



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

## 5.风险提示

- 非洲猪瘟进一步发酵造成产能持续下滑风险；
- 自然灾害（进入汛期）频发和由此引发的其他疫病风险；
- 猪肉替代品产能快速增加(包括国内生产和国外进口)带来猪肉价格下降风险；
- 贸易战爆发，行业核心技术引进受阻风险；
- 贸易战爆发、国内通胀预期带来原材料成本上升风险。

**温氏股份财务预测表**

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	19673.82	21801.80	36115.11	56600.21	76734.37
现金	1129.25	1797.81	17895.94	35074.39	53530.36
应收账款	172.57	172.63	171.11	234.43	252.29
其他应收款	553.63	1058.71	643.27	914.93	1008.03
预付账款	142.12	212.92	186.94	233.53	262.73
存货	11328.46	12888.77	11546.88	14471.96	16010.01
其他流动资产	6347.79	5670.96	5670.96	5670.96	5670.96
<b>非流动资产</b>	29365.77	32148.21	29378.77	30035.82	30623.31
长期投资	671.07	461.87	461.87	461.87	461.87
固定资产	14438.37	18250.11	18250.11	18250.11	18250.11
无形资产	1005.23	1202.46	1202.46	1202.46	1202.46
其他非流动资产	13251.10	12233.78	9464.34	10121.39	10708.87
<b>资产总计</b>	49039.59	53950.02	65493.88	86636.03	107357.68
<b>流动负债</b>	12104.38	13282.76	13627.07	15811.32	17406.90
短期借款	2500.00	1802.00	2151.00	1976.00	2063.00
应付账款	2430.51	2805.50	2598.51	3229.34	3562.59
其他流动负债	7173.87	8675.25	8877.56	10605.98	11781.31
<b>非流动负债</b>	3565.98	5093.75	2608.30	2608.30	2608.30
长期借款	895.00	2415.00	2415.00	2415.00	2415.00
其他非流动负债	2670.98	2678.75	193.30	193.30	193.30
<b>负债合计</b>	15670.36	18376.51	16235.37	18419.61	20015.20
少数股东权益	752.71	1005.06	1475.96	2378.95	3276.96
股本	5220.36	5313.11	5313.11	5313.11	5313.11
资本公积	4843.85	6267.21	6517.00	6842.00	7117.00
留存收益	22552.31	22988.13	31439.44	46720.36	61505.41
归属母公司股东权益	32616.51	34568.44	43269.55	58875.47	73935.52
<b>负债和股东权益</b>	49039.59	53950.02	60980.88	79674.03	97227.68

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	7994.02	6494.47	12703.40	17535.50	18743.45
净利润	6999.03	4256.12	8885.26	16183.91	15683.06
折旧摊销	2069.84	2409.14	2028.00	2089.00	3010.00
财务费用	-0.43	92.58	100.00	110.00	120.00
投资损失	-169.49	50.06	-110.00	-110.00	-110.00
营运资金变动	-1563.69	-1476.36	1780.14	-947.40	-169.61
其他经营现金流	658.76	1162.93	20.00	210.00	210.00
<b>投资活动现金流</b>	-8764.56	-4767.50	5799.44	2142.95	2212.51
资本支出	-7822.69	-7838.46	2649.44	-777.05	-707.49
长期投资	-1253.87	2776.17	2800.00	2800.00	2800.00
其他投资现金流	312.00	294.79	350.00	120.00	120.00
<b>筹资活动现金流</b>	1111.92	-145.94	-2404.72	-2500.00	-2500.00
短期借款	2500.00	-698.00	-1802.00	-2151.00	-1976.00
长期借款	895.00	1520.00	1596.00	1675.00	1759.00
普通股增加	870.06	92.75	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	-870.06	1423.35	249.79	325.00	275.00
其他筹资现金流	-2283.07	-2484.04	-2448.51	-2349.00	-2558.00
<b>现金净增加额</b>	341.38	1581.03	16098.13	17178.45	18455.97

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	55657.16	57244.07	64394.00	83500.00	90360.00
营业成本	44490.65	47589.94	50248.00	60128.00	66890.00
营业税金及附加	62.56	69.81	71.45	95.91	103.68
营业费用	670.65	802.02	816.46	1087.01	1181.05
管理费用	3120.76	3618.40	3858.10	5041.08	5484.17
研发费用	233.23	552.54	400.72	586.78	650.30
财务费用	-5.23	100.76	120.00	130.00	130.00
资产减值损失	121.61	158.14	140.00	100.00	100.00
公允价值变动收益	1.43	-12.74	240.00	10.00	10.00
投资净收益	169.49	-50.06	110.00	110.00	110.00
<b>营业利润</b>	7225.69	4377.64	9089.26	16451.21	15940.80
营业外收入	42.08	32.03	60.00	60.00	60.00
营业外支出	175.58	125.95	180.00	180.00	180.00
<b>利润总额</b>	7092.19	4283.73	8969.26	16331.21	15820.80
所得税	93.16	27.61	84.00	147.31	137.73
<b>净利润</b>	6999.03	4256.12	8885.26	16183.91	15683.06
少数股东损益	247.91	298.69	470.90	902.98	898.01
<b>归属母公司净利润</b>	6751.12	3957.44	8414.36	15280.92	14785.05
EBITDA	9149.15	7020.49	11027.26	18650.21	19060.80
EPS (元)	1.27	0.74	1.58	2.88	2.78

主要财务比率					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-6.23%	2.85%	12.49%	29.67%	8.22%
营业利润(%)	-42.17%	-39.42%	107.63%	81.00%	-3.10%
归属母公司净利润(%)	-42.74%	-41.38%	112.62%	81.61%	-3.25%
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	20.06%	16.86%	21.97%	27.99%	25.97%
净利率(%)	12.13%	6.91%	13.07%	18.30%	16.36%
ROE(%)	20.70%	11.45%	19.45%	25.95%	20.00%
ROIC(%)	21.45%	12.46%	32.18%	61.10%	65.07%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	31.95%	34.06%	24.79%	21.26%	18.64%
净负债比率(%)	12.13%	13.22%	8.19%	6.05%	5.05%
流动比率	1.63	1.64	2.65	3.58	4.41
速动比率	0.68	0.65	1.79	2.65	3.47
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.23	1.11	1.08	1.10	0.93
应收账款周转率	351.74	331.66	374.67	411.80	371.30
应付账款周转率	17.52	18.18	18.60	20.63	14.01
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.27	0.74	1.58	2.88	2.78
每股经营现金流(最新摊薄)	1.50	1.22	2.39	3.30	3.53
每股净资产(最新摊薄)	6.14	6.51	8.14	11.08	13.92
<b>估值比率</b>					
P/E	29.96	51.11	24.04	13.24	13.68
P/B	6.20	5.85	4.67	3.44	2.74
EV/EBITDA	14.16	20.57	17.17	9.22	8.06

## 投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

## 分析师声明

作者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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

## 一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

## 免责声明

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188