

农林牧渔

证券研究报告
2019年06月30日

2019年第26周周报：股价与猪价背离之际，如何看待养猪股后续的投资机会？

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

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

陈潇 联系人
chenx@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《农林牧渔-行业研究周报:2019年第25周周报：猪价持续上涨，股价回调正是布局良机!》 2019-06-23
- 2 《农林牧渔-行业研究周报:2019年第24周周报：母猪存栏环比跌幅加大，猪价创年内新高，继续坚定推荐生猪养殖板块!》 2019-06-16
- 3 《农林牧渔-行业研究周报:2019年第23周周报：厘清分歧，抓住核心，坚定养猪板块投资价值!》 2019-06-09

1、生猪养殖板块：股价与猪价背离之际，如何看待养猪股后续的投资机会？

1) 如何看当前股价和猪价的背离？6月份以来，猪价持续上涨，根据智农通数据，由5月31日的15.51元/公斤上涨至6月29日的17.34元/公斤，涨幅11.80%；而同期主要养猪股的股价均下跌，正邦科技、天邦股份、温氏股份、牧原股份、唐人神和新希望分别下跌18.53%、29.59%、7.79%、3.23%、20.07%和11.32%。6月份股价与猪价的背离，我们认为一方面来自于市场对于本轮周期级别认知的偏差，低估了本轮周期的高度和持续时间长度；另一方面，5月份出栏量牧原股份(-15.87%)、正邦科技(-28.48%)、天邦股份(-9.04%)、唐人神(-13.02%)等环比下滑，市场对短期出栏数据过度恐慌。再叠加非洲猪瘟疫苗的传言，导致市场对养猪板块的信心不稳。然而，我们认为，行业的基本面和主逻辑并未发生变化，从出栏节奏，我们预计三季度上市公司的出栏量将迎来环比改善。

2) 猪价上涨带来养殖盈利提升，上市公司有望迎来业绩加速释放阶段。当前猪价已经达到17.34元/公斤(截止6月29日)，若以13.5元/公斤的全成本以及115公斤的出栏体重的假设计算，头均盈利可以达到440元以上。我们预计随着供给的进一步趋紧，猪价有望持续上涨，预计三季度猪价达到20元/公斤以上，本轮周期高点有望达到甚至超过30元/公斤。叠加上市公司出栏量的提升，我们预计未来两年，上市公司有望迎来业绩的加速释放阶段。

3) 如何看待后市养猪板块投资机会？在疫情之下，我们认为，一方面此前爆发过疫情的老产能复产难度大，另一方面若复产导致养殖密度提升有可能导致疫情再度泛滥，因此我们判断本轮周期产能在低位持续时间有可能较长；我们预计本轮猪周期不仅高度有可能超市场预期，且猪价维持高位的时间也将更长。我们认为，上市公司的防疫优势已经在建立，且具备资金和种猪优势，未来产能有望继续逆势扩张，我们预计正邦科技、天邦股份、唐人神等公司出栏量有望继续保持高增长。我们认为，未来2-3年，将是养猪板块的盈利景气周期叠加头部上市企业出栏的快速扩张期，是一波长期的量利齐升行情。

4) 当前头均市值仍处较低水平。对应6月28日收盘市值和2020年出栏量，各家头均市值：温氏股份5405元，牧原股份6811元，正邦科技3791元，天邦股份2424元，唐人神3028元，新希望4779元，而在上一轮周期最高市值对应下一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。

5) 投资建议：新一轮猪价上涨周期已经到来，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、万洲国际(港股)、牧原股份、新希望；关注：金新农、傲农生物、新五丰、天康生物、大北农!

2、粮食安全：贸易战凸显粮食安全问题紧迫性，我国农业有望迎来发展良机。

一方面，农业基础设施以及农业技术有望加快推广和升级，实现农业生产效率提升；另一方面，若后续因贸易战粮食进口减少，叠加全球天气影响，国内粮食价格有望迎来上涨。核心标的有：隆平高科(种业航母，业绩拐点有望来临)、新洋丰(复合肥龙头，市占率持续提升，估值低)、大禹节水(全球节水灌溉龙头，农田运营面积有望高速增长)、富邦股份(全球化肥助剂龙头，收购农业“黑科技”布局数字农业)。

风险提示：政策风险；疫病风险；农产品价格波动；极端天气；进口变动

1. 本周思考

1.1. 关于行业

1.1.1 生猪养殖板块：股价与猪价背离之际，如何看待养猪股后续的投资机会？

1) **如何看当前股价和猪价的背离？** 6 月份以来，猪价持续上涨，根据智农通数据，由 5 月 31 日的 15.51 元/公斤上涨至 6 月 29 日的 17.34 元/公斤，涨幅 11.80%；而同期主要养猪股的股价均下跌，正邦科技、天邦股份、温氏股份、牧原股份、唐人神和新希望分别下跌 18.53%、29.59%、7.79%、3.23%、20.07%和 11.32%。6 月份股价与猪价的背离，我们认为一方面来自于市场对于本轮周期级别认知的偏差，低估了本轮周期的高度和持续时间长度；另一方面，5 月份出栏量牧原股份（-15.87%）、正邦科技（-28.48%）、天邦股份（-9.04%）、唐人神（-13.02%）等环比下滑，市场对短期出栏数据过度恐慌。再叠加非洲猪瘟疫苗的传言，导致市场对养猪板块的信心不稳。然而，我们认为，行业的基本面和主逻辑并未发生变化，从出栏节奏，我们预计三季度上市公司的出栏量将迎来环比改善。

2) **猪价上涨带来养殖盈利提升，上市公司有望迎来业绩加速释放阶段。** 当前猪价已经达到 17.34 元/公斤（截止 6 月 29 日），若以 13.5 元/公斤的全成本以及 115 公斤的出栏体重的假设计算，头均盈利可以达到 440 元以上。我们预计随着供给的进一步趋紧，猪价有望持续上涨，预计三季度猪价达到 20 元/公斤以上，本轮周期高点有望达到甚至超过 30 元/公斤。叠加上市公司出栏量的提升，我们预计未来两年，上市公司有望迎来业绩的加速释放阶段。

3) **如何看待后市养猪板块投资机会？** 在疫情影响之下，我们认为，一方面此前爆发过疫情的老产能复产难度大，另一方面若复产导致养殖密度提升有可能导致疫情再度泛滥，因此我们判断本轮周期产能在低位持续时间有可能较长；我们预计本轮猪周期不仅高度有可能超市场预期，且猪价维持高位的持续时间也将更长。我们认为，上市公司的防疫优势已经在建立，且具备资金和种猪优势，未来产能有望继续逆势扩张，我们预计正邦科技、天邦股份、唐人神等公司出栏量有望继续保持高增长。我们认为，未来 2-3 年，将是养猪板块的盈利景气周期叠加头部上市企业出栏的快速扩张期，是一波长期的量利齐升行情。

4) **当前头均市值仍处较低水平。** 对应 6 月 28 日收盘市值和 2020 年出栏量，各家头均市值：温氏股份 5405 元，牧原股份 6811 元，正邦科技 3791 元，天邦股份 2424 元，唐人神 3028 元，新希望 4779 元，而在上一轮周期最高市值对应下一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。

5) **投资建议：**新一轮猪价上涨周期已经到来，**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、万洲国际（港股）、牧原股份、新希望；关注：金新农、傲农生物、新五丰、天康生物、大北农！**

1.1.2 粮食安全：贸易战凸显粮食安全问题紧迫性，我国农业有望迎来发展良机。

一方面，农业基础设施以及农业技术有望加快推广和升级，实现农业生产效率提升；另一方面，若后续因贸易战粮食进口减少，叠加全球天气影响，国内粮食价格有望迎来上涨。核心标的有：隆平高科（种业航母，业绩拐点有望来临）、新洋丰（复合肥龙头，市占率持续提升，估值低）、大禹节水（全球节水灌溉龙头，农田运营面积有望高速增长）、富邦股份（全球化肥助剂龙头，收购农业“黑科技”布局数字农业）。

1.1.3 禽养殖板块：产品价格有望迎来反弹，非洲猪瘟疫情推升禽链景气度。

据博亚和讯，本周主产区毛鸡均价 8.16 元/公斤，较上周下跌 3.43%；鸡肉产品综合售价 10.88 元/公斤，较上周下跌 3.89%；鸡苗均价 1.36 元/羽，较上周下降 52.28%。

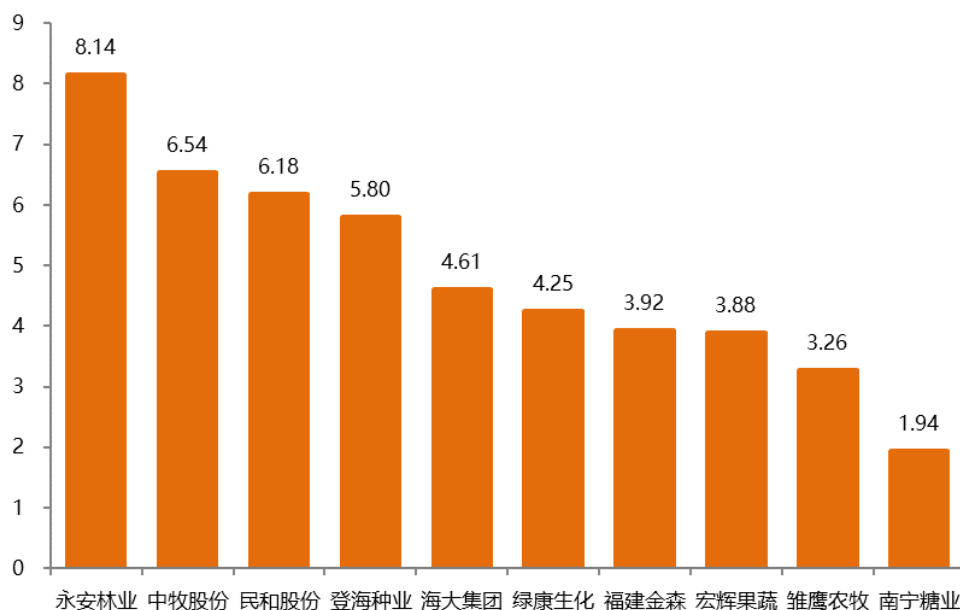
受制于 15 年以来引种规模的持续下降，短期内行业供给紧张的格局无法逆转，我们预计 2019 年 2 季度产品价格维持持续高位。今年产品价格的持续高位，是板块盈利高增长的保证。而非洲猪瘟带来的猪肉供需缺口将逐渐显现，作为猪肉消费的主要替代品，禽肉消费将快速增长，助推禽链景气持续。预计此轮禽链景气向上时间和程度都将超历史周期！预计上市公司盈利改善明显！

投资建议：1) 首推白羽肉鸡板块，除猪肉替代带来的消费增长外，产业链自身供给收缩，产业链景气有望进一步提升和延续，重点推荐自繁自养一体化的圣农发展，其次仙坛股份、益生股份、民和股份、新希望、禾丰牧业等；2) 黄羽肉鸡板块，重点推荐温氏股份、其次立华股份；3) 肉鸭板块，重点推荐华英农业。

2. 本周农业板块表现

本周（2019年6月24日-2019年6月28日），农林牧渔行业-2.51%，同期沪深300、上证综指、深证成指变动分别为-0.22%、-0.77%、-0.39%。农林牧渔行业中，除动物疫苗行业微涨，其余行业均为下跌，跌幅相对较低的2个行业为：林木及加工板块和海洋捕捞板块；跌幅最大的3个行业分别为种子、农产品加工及流通、畜牧养殖。个股中，涨幅靠前的为：永安林业+8.14%、中牧股份+6.54%、民和股份+6.18%、登海种业+5.80%、海大集团+4.61%、绿康生化+4.25%、福建金森+3.92%、宏辉果蔬+3.88%、雏鹰农牧+3.26%、南宁糖业+1.94%。

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（%）

2019/6/28	1 周	1 个月	3 个月	6 个月	1 年
沪深 300	-0.22	5.18	2.20	27.92	10.59
深证成指	-0.39	2.21	-4.49	27.21	0.11
上证综指	-0.77	2.99	-1.45	19.97	5.89
海洋捕捞	-1.97	-0.30	-15.85	7.48	-3.70
林木及加工	-1.25	-4.96	-10.07	12.09	-13.30
果蔬饮料	-2.28	1.73	-0.75	24.71	6.56
水产养殖	-2.19	-6.56	-23.25	-4.28	-23.45
动物疫苗	0.62	2.68	-10.53	3.29	-5.70
农产品加工及流通	-3.90	1.94	-1.07	22.90	-0.25
饲料	-1.98	-5.13	13.41	85.07	92.68
农林牧渔	-2.51	-1.81	0.51	44.48	39.03
畜牧养殖	-2.53	-2.33	-3.80	47.41	59.99
种子	-5.65	10.26	5.46	30.08	7.03

资料来源：Wind、天风证券研究所

3. 农业产业链动态

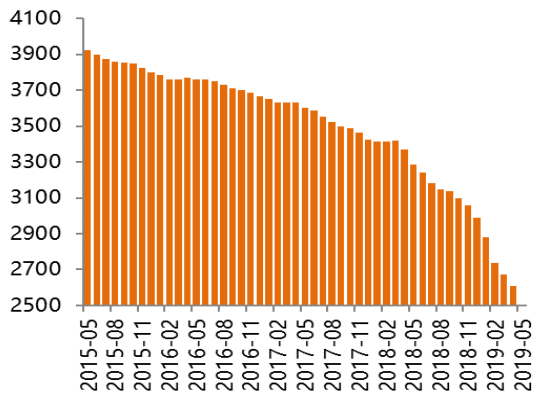
3.1. 生猪产业链

表 2：生猪产业链各环节价格情况

	6/21/2019	6/28/2019	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）	3.01	3.02	1.00%	0.33%	-1.63%
猪价					
其中：出栏肉猪（元/kg）	16.33	16.81	46.30%	2.94%	29.21%
猪肉（元/kg）	24.02	23.74	35.66%	-1.17%	13.70%
三元仔猪（元/公斤）	46.54	50.09	105.54%	7.63%	117.22%
二元母猪（元/公斤）	33.44	33.76	13.10%	0.96%	16.41%
猪料比					
其中：猪料比价	6.32	6.65	57.21%	5.22%	35.44%
猪粮比价	8.56	9.05	39.45%	5.72%	30.97%
能繁母猪存栏量（万头）	2608	2501	-23.87%	-4.10%	-18.21%

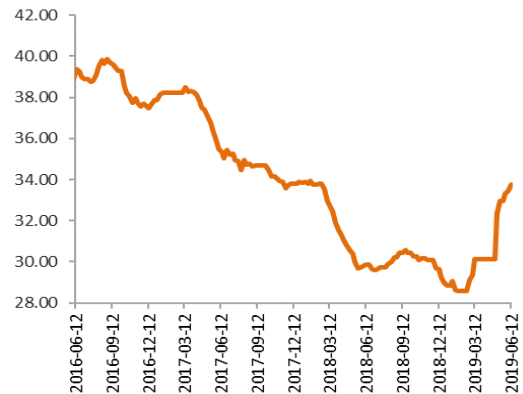
资料来源：农业农村部，wind，天风证券研究所。备注：育肥猪配合饲料为截至 6 月 19 日数据。出栏肉猪、猪肉、三元仔猪为截至 6 月 21 日数据。二元母猪为截至 6 月 12 日数据。能繁母猪存栏量为截至 5 月 31 日数据。

图 2：能繁母猪存栏量（万头）



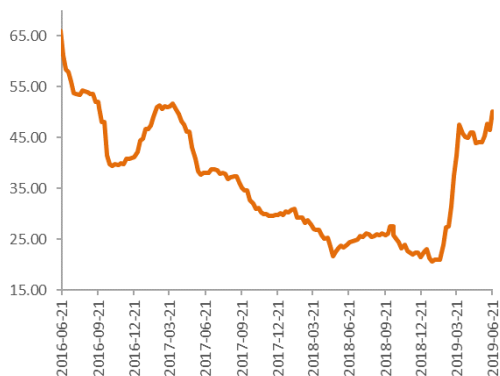
资料来源：农业农村部、天风证券研究所

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）



资料来源：中国畜牧业信息网、天风证券研究所

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

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

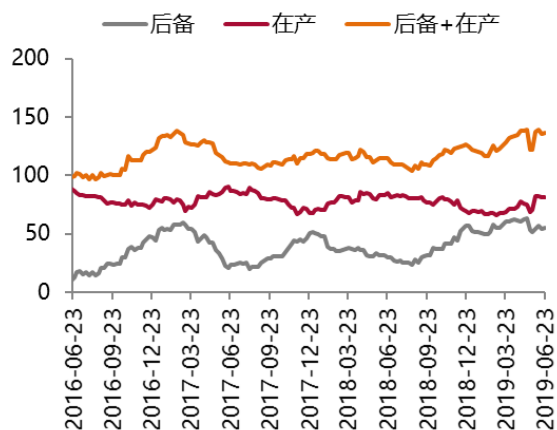
表 3：肉禽产业链各环节价格情况

	6/21/2019	6/28/2019	年同比	周环比
禽饲料				
其中：肉鸡配合饲料（元/吨）	3110.00	3120.00	0.97%	0.32%
禽苗				
其中：山东潍坊肉鸡苗（元/羽）	2.2	1.9	26.67%	-13.64%
泰安六和鸭苗（元/羽）	2	1.7	30.77%	-15.00%
河南南阳鸭苗（元/羽）	1.9	1.6	45.45%	-15.79%
禽肉				
其中：山东潍坊（元/斤）	4.15	4.15	23.51%	0.00%
河南新乡（元/斤）	4.18	4.13	24.40%	-1.20%
白条鸡大宗价（元/公斤）	13.3	13.3	10.83%	0.00%
山东烟台肉鸡苗（元/羽）	2.4	2.2	29.41%	-8.33%
山东青岛鸡苗（元/羽）	1.7	1.50	15.38%	-11.76%
潍坊乐港鸭苗（元/羽）	2	1.7	30.77%	-15.00%

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。备注：肉鸡配合饲料为截至 6 月 19 日数据。

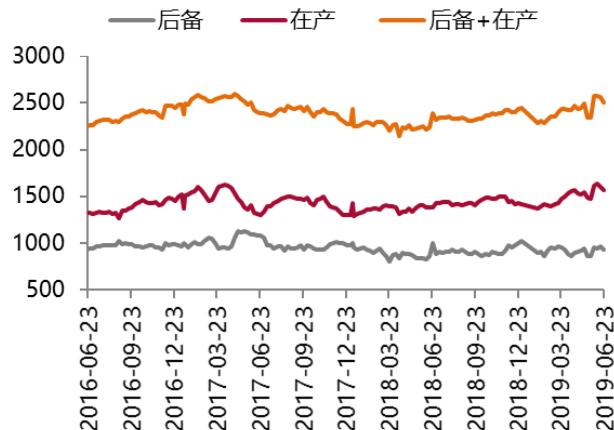
注：禽饲料来自农业农村部对全国 480 个集贸市场畜禽产品和饲料价格定点监测数据。

图 9：祖代鸡存栏量（万套）



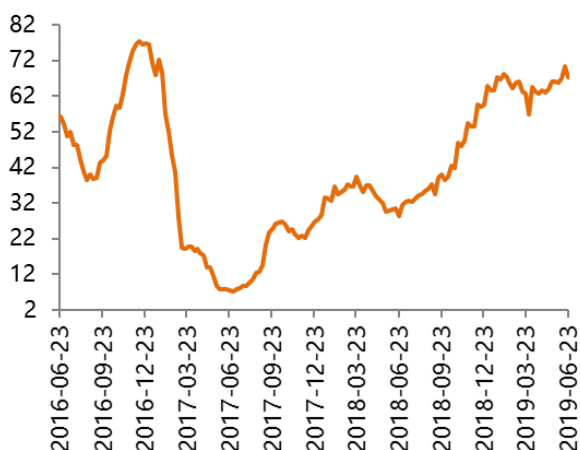
资料来源：中国畜牧业协会、天风证券研究所

图 10：父母代鸡存栏量（万套）



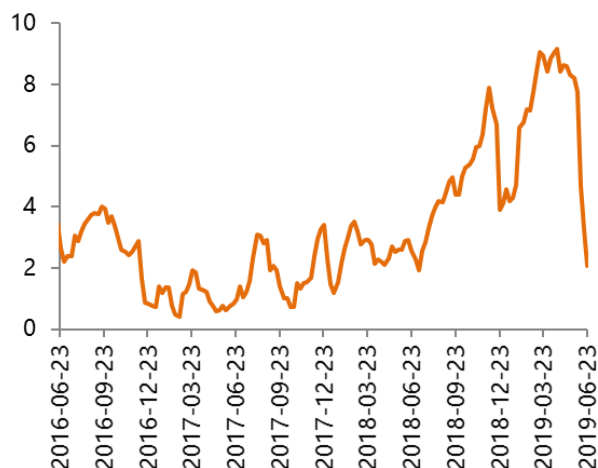
资料来源：中国畜牧业协会、天风证券研究所

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)



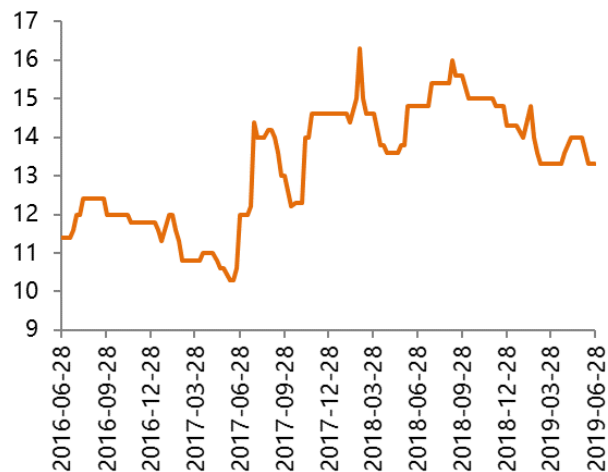
资料来源: 中国畜牧业协会、天风证券研究所

图 13: 全国肉毛鸡价格走势 (元/只)



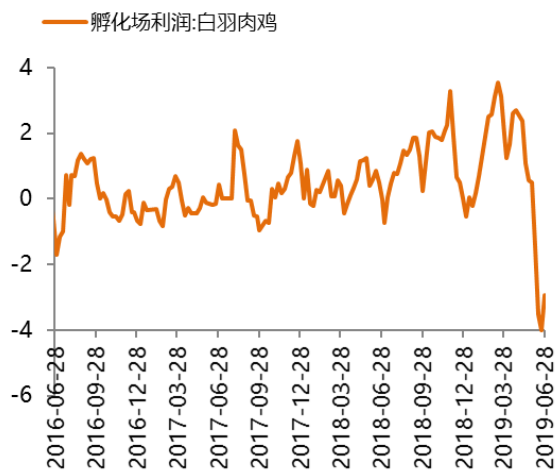
资料来源: 博亚和讯、天风证券研究所

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

	6/21/2019	6/28/2019	年同比	周环比
大豆价格 (元/吨)				
其中：大连港口现货价	3100	3100	-6.06%	0.00%
广东港口现货价	3100	3100	-6.06%	0.00%
压榨利润 (元)				
其中：广东	95.00	30	114.02%	-68.42%
山东	60.00	50	125.13%	-16.67%
豆类产品 (元/吨)				
其中：豆油全国均价	5222.63	5150	-12.20%	-1.39%
豆粕全国均价	2978.24	2961.18	8.79%	-0.57%

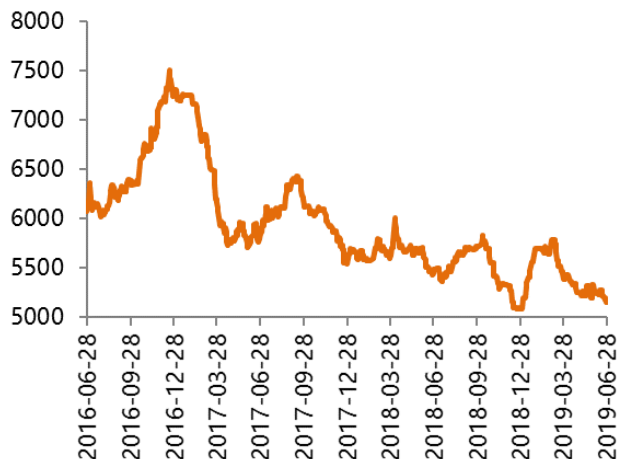
资料来源：玉米网，天风证券研究所 备注：压榨利润为农业农村部统计压榨厂当前实际利润。

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

	6/21/2019	6/28/2019	年同比	周环比
玉米价格 (元/吨)				
其中：大连港口	1,920.00	1,910.00	7.30%	-0.52%
蛇口港口	1970	1960	5.95%	-0.51%
进口玉米到岸价：	2389.32	2392.93	44.73%	0.15%
淀粉 (元/吨)				
其中：吉林长春	2400	2400	20.00%	0.00%
山东潍坊	2550	2540	11.40%	-0.39%
酒精 (元/吨)				
其中：吉林	4950	4950	1.02%	0.00%
山东	5400	5400	-3.57%	0.00%
赖氨酸 (元/吨)	7340	7340	-13.03%	0.00%

资料来源：玉米网，天风证券研究所 备注：酒精价格均为截至 6 月 27 日数据。

图 21：玉米现货均价 (元/吨)



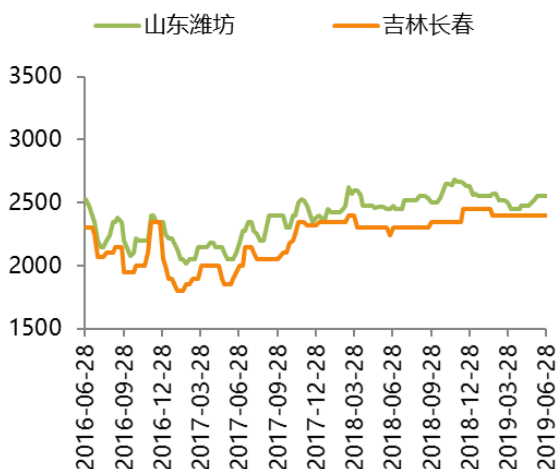
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 22：玉米酒精价格 (元/吨)



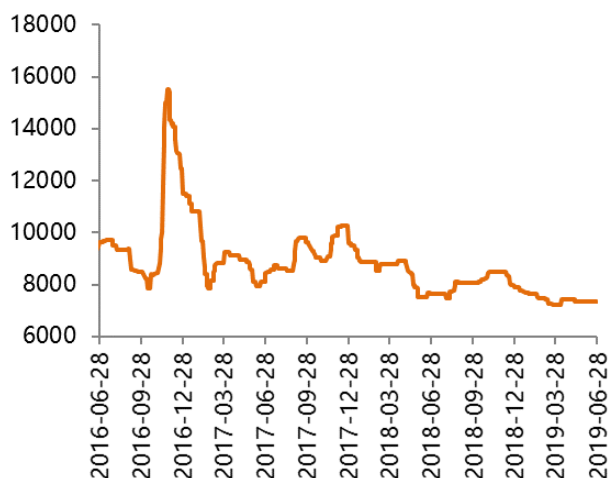
资料来源：玉米网、天风证券研究所

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

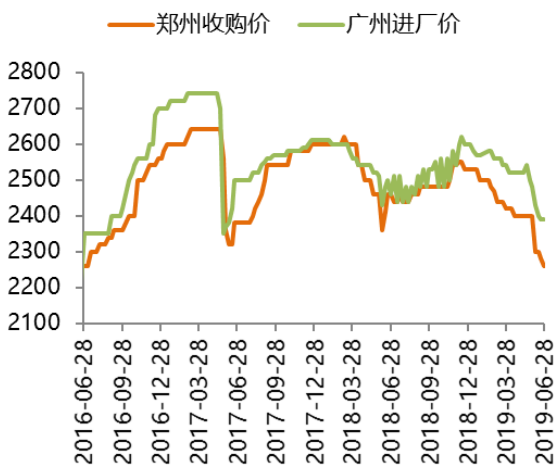
3.5. 小麦产业链

表 6：小麦产业链各环节价格情况

	6/21/2019	6/28/2019	年同比	周环比
小麦价格 (元/吨)				
其中：郑州收购价	2280	2260	-5.04%	-0.88%
广州进厂价	2390	2390	-4.40%	0.00%
面粉批发均价 (元/吨)	3.3	3.3	0.00%	0.00%

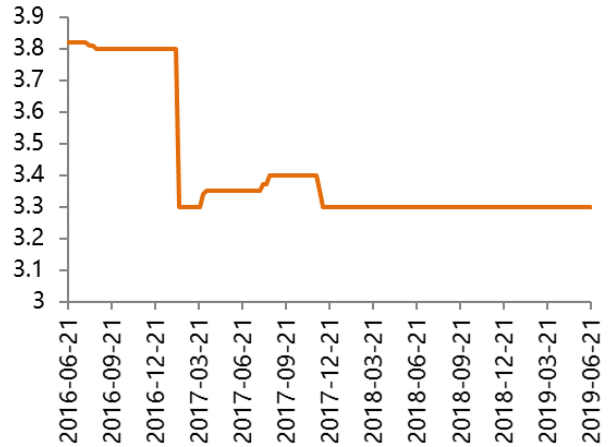
资料来源：Wind、中华粮网、天风证券研究所 备注：面粉批发均价为截至 6 月 21 日数据。

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

	6/21/2019	6/28/2019	年同比	周环比
甘蔗收购价初定收购价 (元/吨)	500	500	4.17%	0.00%
白糖价格 (元/吨)				
其中：广西柳州现货价	5300	5260	-20.30%	-0.75%
进口糖价：巴西	3362	3428	-3.46%	1.96%
进口糖价：泰国	3194	3265	-11.99%	2.22%

资料来源：Wind、天风证券研究所 备注：进口糖价：巴西、进口糖价：泰国为截至 6 月 27 日数据。

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
2019/6/27	3428.00	4319.13	3265.00	4106.52	1956

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 备注：截至 6 月 27 日数据。

图 28：柳州白糖现货价格（元/吨）



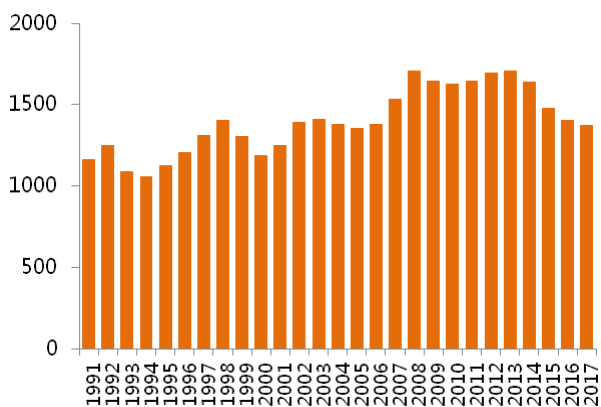
资料来源：Wind、天风证券研究所

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）



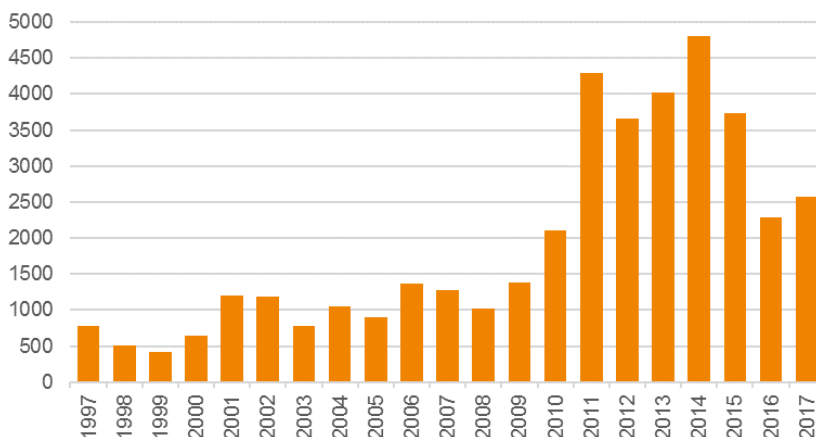
资料来源：Wind、天风证券研究所

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

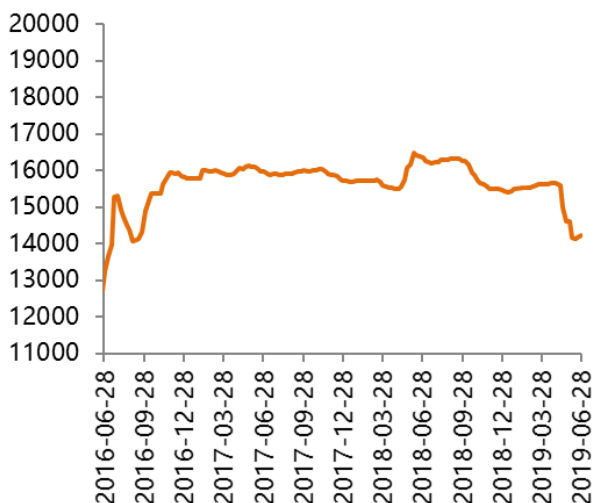
3.7. 棉花产业链

表 9：棉花产业链各环节价格情况

	统计标准	6/21/2019	6/28/2019	年同比	周环比
棉花价格 (元/吨)	平均价	14,184.62	14,215.38	-10.96%	0.22%
棉籽价格 (元/吨)	平均价	2,172.00	2,172.00	-19.32%	0.00%
棉油价格 (元/吨)	平均价	5,140.00	5,140.00	-12.29%	0.00%
棉粕价格 (元/吨)	平均价	2,655.33	2,660.67	4.39%	0.20%
棉短绒价格 (元/吨)	山东	3,900.00	4,000.00	-20.40%	2.56%
	湖北	未报	未报	--	--
棉壳价格 (元/吨)	山东	0.00	0.00	0.00%	0.00%
	湖北	0.00	0.00	0.00%	0.00%

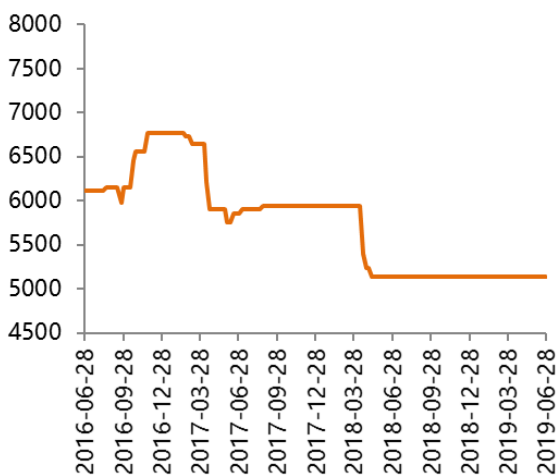
资料来源：顺风棉花网、天风证券研究所

图 33：我国棉花价格走势 (元/吨)



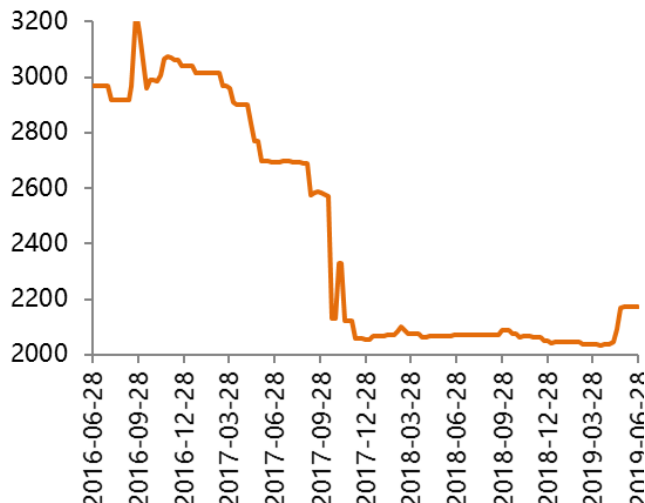
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 35：我国棉油价格走势 (元/吨)



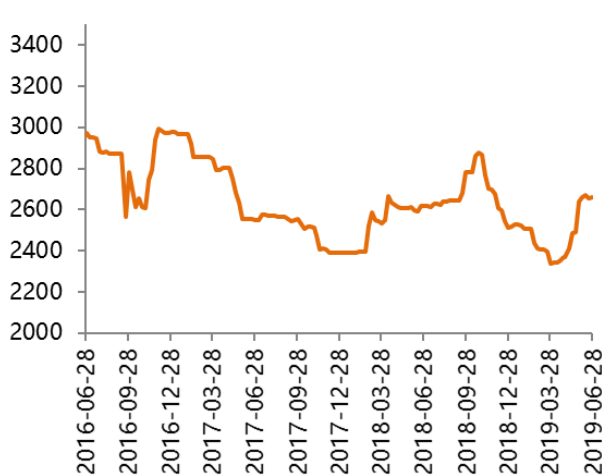
资料来源：Wind、天风证券研究所

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 36：我国棉粕价格走势 (元/吨)



资料来源：Wind、天风证券研究所

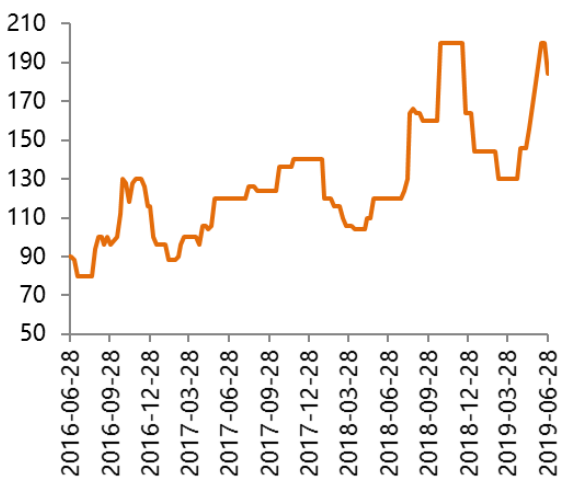
3.8. 水产产业链

表 10：水产产业链各环节价格情况

	统计标准	6/21/2019	6/28/2019	年同比	周环比
海参价格 (元/公斤)	平均价	200.00	184.00	53.33%	-8.00%
鲍鱼价格 (元/公斤)	平均价	148.00	148.00	-7.50%	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	160.00	160.00	6.67%	0.00%
淡水鱼价格 (元/公斤)					
其中：鲫鱼	大宗价	18.00	18.00	-30.77%	0.00%
草鱼	大宗价	15.00	15.00	-21.05%	0.00%
鱼粉价格 (美元/吨)					
其中：秘鲁	FOB 离岸价	1,320.00	1,300.00	2.36%	-1.52%
智利	FOB 离岸价	1,410.00	1,410.00	3.68%	0.00%

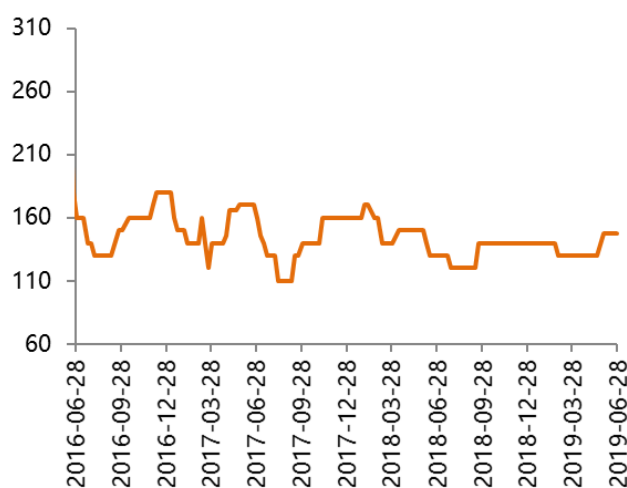
资料来源：Wind、天风证券研究所。

图 37：我国海参价格走势 (元/千克)



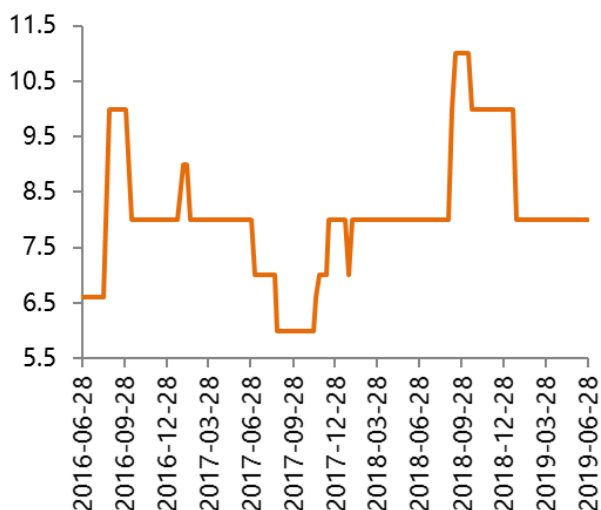
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 38：我国鲍鱼价格走势 (元/千克)



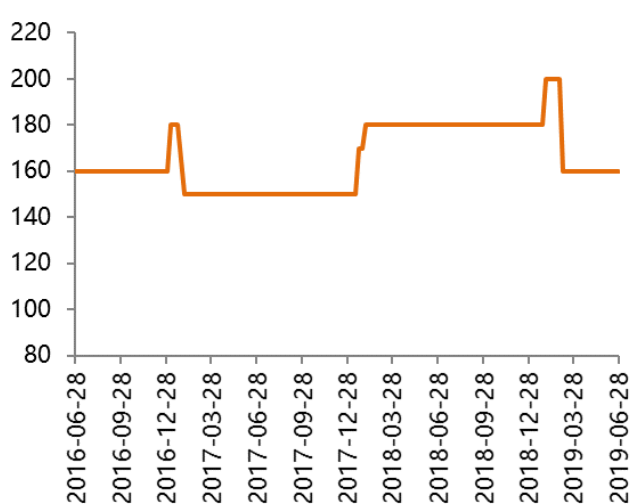
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 39：我国扇贝价格走势 (元/千克)



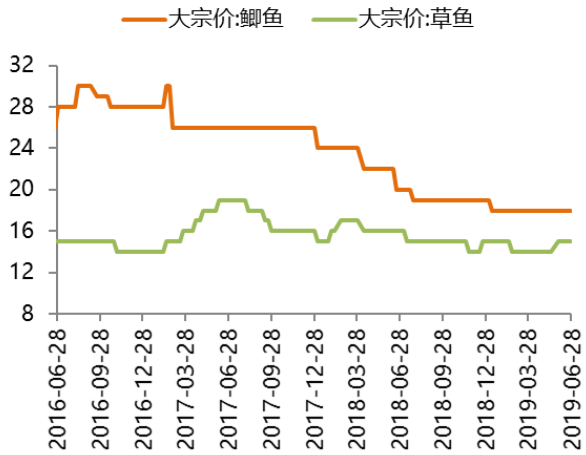
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 40：我国对虾价格走势 (元/千克)



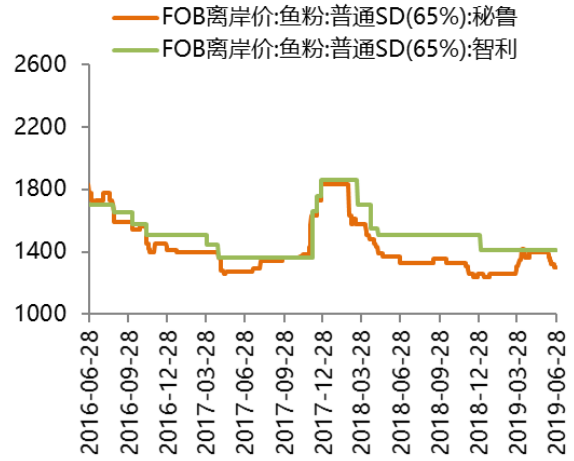
资料来源：Wind、天风证券研究所

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%
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	卖出	预期股价相对收益 -10%以下
		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	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com