

农林牧渔

证券研究报告
2019年09月08日

2019年第36周周报：非洲猪瘟疫情下，继续推荐养猪产业链投资机会！

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 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519070002
chenx@tfzq.com

王聪 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519080001
wcong@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35周周报：中报季结束，如何看待养殖链投资机会？》 2019-09-01
- 2 《农林牧渔-行业研究周报:2019年34周周报：猪肉限价限量？如何看待养殖链投资机会？》 2019-08-25
- 3 《农林牧渔-行业研究周报:2019年33周周报：非瘟疫苗预期发酵之下，如何看待养殖链投资机会？》 2019-08-18

1、生猪养殖板块：猪价突破历史高位，大型养殖集团能繁母猪有望逆势增加，继续推荐生猪养殖板块。

1)猪价调控措施下，如何看待此轮周期？近期国家及地方政府出台相关政策稳定猪价(部分省市出台猪肉购买限量限价；自然资源部发布保证生猪养殖用地有关问题通知；部分地区计划通过养猪补贴、提高保费促进补栏)，市场出现担忧。对此，我们认为：第一、相关举措短期有望缓解猪价快速上涨，本周生猪价格继续上涨，但涨幅略有下降，根据智农通，截止9月8日，生猪均价27.5元/公斤，较月初27.15元/公斤，提升了0.25元/公斤，但若大范围大幅度限价在一定程度上会打击养殖户补栏积极性。第二、养殖户是否补栏取决于风险收益比的衡量。目前非洲猪瘟疫情仍然存在，且国内中小养殖户生物防疫水平及猪场管理水平并未明显提升，养殖户面临风险仍然较大，这也是当前猪价高企，养殖户补栏积极性并没有大幅提升的原因。相关政策(用地、保费)等有可能促进养殖户补栏，但在非瘟疫情防控没有根本措施，猪场生物安全防护并未改善，若补栏密度过大，不排除非瘟再来一波风险。第三、补栏的根本在于种猪的恢复。从种猪产能恢复的来源来看，旧场的母猪产能恢复到育肥猪出栏需至少1.5年时间；新建设场的母猪产能恢复到育肥猪出栏则至少需2年以上；行业内三元回交及提升种猪群的留种比例有望增加产能，但在整体生猪产能去化缺口较大的情况下，留种比例无法不断扩大，且牺牲了psy及养殖成本等生产效率。第四、我们认为猪价高位有望持续到2021年。生猪产能深度去化，猪价突破历史高位。我们预计未来全国生猪供给将持续趋紧，从而推动猪价继续加速上涨，且在产能深度去化之下，未来全国猪价有望持续超预期，2020年生猪出栏均价将超过25元/公斤，头均盈利有望达到甚至超过1000-1500元。

2)大型养殖集团能繁母猪有望逆势增加。二季度多家上市公司种猪产能已企稳回升，随着疫情逐步趋稳，预计疫情冲击有望减弱；此外，上市公司一方面具备较强的母猪繁育能力，另一方面各家公司均在加大三元肥母猪的留存比例，以用于未来能繁母猪的产能扩张。我们预计，8月之后各公司能繁母猪存栏有望持续走高，并为各家公司未来出栏高增长奠定基础。

3)投资建议：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。当前时点养猪板块仍具备强配置价值，重点推荐高成长标的正邦科技、天邦股份、唐人神、中粮肉食等，养殖龙头温氏股份、牧原股份、新希望、万洲国际等！

2、动物疫苗板块：大涨之后，疫苗板块怎么看？

8月6日，哈兽研获得非洲猪瘟疫苗相关专利的申请号，表明非洲猪瘟疫苗研发进展正持续向前推进，有望改变此前市场对于非瘟疫苗研发的悲观预期。从行业趋势来看，随着行业盈利的抬升，提前出栏减少以及非瘟疫情恐慌减弱，动物疫苗使用积极性有望大幅回升，因此，我们认为，猪疫苗板块业绩有望迎来触底回升。此外，根据我们的测算，若后续非瘟疫苗明年推出应用，则有望使得生猪疫苗市场容量实现大幅扩容，当前阶段可以提前布局，首选中牧股份、生物股份，其次普莱柯、金河生物、瑞普生物等。

3、肉鸡养殖板块：猪肉缺口孰来补？

本周白鸡价格回调，但仍处在高位。根据博亚和讯，本周主产区毛鸡均价9.50元/公斤，较上周下降5.28%；鸡肉产品综合售价12.55元/公斤，较上周下降1.18%；鸡苗均价8.40元/羽，较上周上涨4.35%。我们认为猪价加速上涨有望对鸡价上涨提供支撑，预计此轮肉禽景气周期将超历史周期！非瘟疫情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，禽肉消费有望快速增长，助推禽链景气持续。我们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！1)白羽肉鸡板块，重点推荐圣农发展，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、立华股份；3)肉鸭板块，重点推荐华英农业。

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：猪价突破历史高位，大型养殖集团能繁母猪有望逆势增加，继续推荐生猪养殖板块。

1) **猪价调控措施下，如何看待此轮周期？** 近期国家及地方政府出台相关政策稳定猪价（部分省市出台猪肉购买限量限价；自然资源部发布保证生猪养殖用地有关问题通知；部分地区计划通过养猪补贴、提高保费促进补栏），市场出现担忧。对此，我们认为：第一、相关举措短期有望缓解猪价快速上涨，本周生猪价格继续上涨，但涨幅略有下降，根据智农通，截止9月8日，生猪均价27.42元/公斤，较月初27.15元/公斤，提升了0.27元/公斤，但若大范围大幅度限价在一定程度上会打击养殖户补栏积极性。第二、养殖户是否补栏取决于风险收益比的衡量。目前非洲猪瘟疫情仍然存在，且国内中小养殖户生物防疫水平及猪场管理水平并未明显提升，养殖户面临风险仍然较大，这也是当前猪价高企，养殖户补栏积极性并没有大幅提升的原因。相关政策（用地、保费）等有可能促进养殖户补栏，但在非瘟疫情防控没有根本措施，猪场生物安全防护并未改善，若补栏密度过大，不排除非瘟再来一波风险。第三、补栏的根本在于种猪的恢复。从种猪产能恢复的来源来看，旧场的母猪产能恢复到育肥猪出栏需至少1.5年时间；新建设场的母猪产能恢复到育肥猪出栏则至少需2年以上；行业内三元回交及提升种猪群的留种比例有望增加产能，但在整体生猪产能去化缺口较大的情况下，留种比例无法不断扩大，且牺牲了PSY及养殖成本等生产效率。第四、我们认为猪价高位有望持续到2021年。生猪产能深度去化，猪价突破历史高位。**我们预计未来全国生猪供给将持续趋紧，从而推动猪价继续加速上涨，且在产能深度去化之下，未来全国猪价有望持续超预期，2020年生猪出栏均价将超过25元/公斤，头均盈利有望达到甚至超过1000-1500元。**

2) **大型养殖集团能繁母猪有望逆势增加。** 二季度多家上市公司种猪产能已企稳回升，随着疫情逐步趋稳，预计疫情冲击有望减弱；此外，上市公司一方面具备较强的母猪繁育能力，另一方面各家公司均在加大三元肥母猪的留存比例，以用于未来能繁母猪的产能扩张。我们预计，8月之后各公司能繁母猪存栏有望持续走高，并为各家公司未来出栏高增长奠定基础。

3) **投资建议：** 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。当前时点养猪板块仍具备强配置价值，**重点推荐高成长标的正邦科技、天邦股份、唐人神、中粮肉食等，养殖龙头温氏股份、牧原股份、新希望、万洲国际等！**

1.1.2. 动物疫苗板块：大涨之后，疫苗板块怎么看？

8月6日，哈兽研获得非洲猪瘟疫苗相关专利的申请号，表明非洲猪瘟疫苗研发进展正持续向前推进，有望改变此前市场对于非瘟疫苗研发的悲观预期。从行业趋势来看，随着行业盈利的抬升，提前出栏减少以及非瘟疫情恐慌减弱，动物疫苗使用积极性有望大幅回升，因此，我们认为，猪疫苗板块业绩有望迎来触底回升。此外，根据我们的测算，若后续非瘟疫苗明年推出应用，则有望使得生猪疫苗市场容量实现大幅扩容，**当前阶段可以提前布局，首选中牧股份、生物股份，其次普莱柯、金河生物、瑞普生物等。**

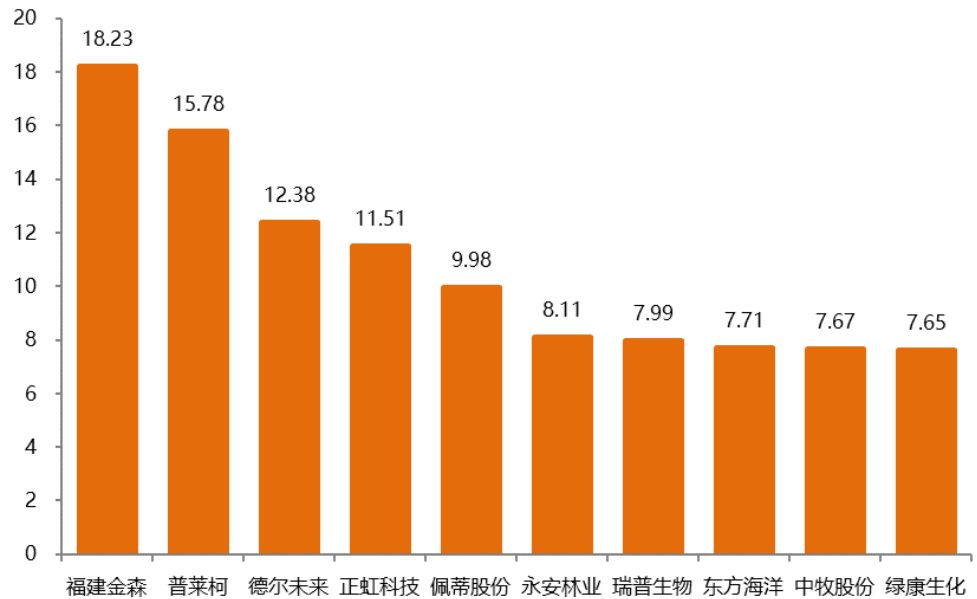
1.1.3. 肉鸡养殖板块：猪肉缺口孰来补？

本周白鸡价格回调，但仍处在高位。根据博亚和讯，本周主产区毛鸡均价9.50元/公斤，较上周下降5.28%；鸡肉产品综合售价12.55元/公斤，较上周下降1.18%；鸡苗均价8.40元/羽，较上周上涨4.35%。我们认为猪价加速上涨有望对鸡价上涨提供支撑，预计此轮肉禽景气周期将超历史周期！非瘟疫情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，禽肉消费有望快速增长，助推禽链景气持续。我们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！1) 白羽肉鸡板块，重点推荐圣农发展，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、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8月30日-2019年9月6日），农林牧渔行业-2.04%，同期沪深300、上证综指、深证成指变动分别为+4.18%、+3.76%、+4.52%。农林牧渔行业中，涨幅相对较大的三个行业为：动物疫苗、林木及加工和水产养殖板块；跌幅相对较大的三个行业为：畜牧养殖、饲料和种子板块。个股中，涨幅靠前的为福建金森+18.23%、普莱柯+15.78%、德尔未来+12.38%、正虹科技+11.51%、佩蒂股份+9.98%、永安林业+8.11%、瑞普生物+7.99%、东方海洋+7.71%、中牧股份+7.67%、绿康生化+7.65%。

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（%）

2019/9/6	1周	1个月	3个月	6个月	1年
沪深300	4.18	7.42	9.77	3.47	19.72
深证成指	4.52	9.33	12.32	2.37	16.91
上证综指	3.76	6.31	4.83	-1.79	10.92
海洋捕捞	2.40	3.07	0.09	-14.92	-2.08
林木及加工	3.03	2.69	-9.38	-18.82	-11.79
果蔬饮料	1.51	1.08	1.79	-0.52	12.56
水产养殖	2.90	4.61	-6.74	-25.70	-24.67
动物疫苗	6.28	21.34	32.28	26.19	37.47
农产品加工及流通	1.26	-0.25	-6.56	-4.78	-3.30
饲料	-3.27	-5.19	-1.76	25.32	118.34
农林牧渔	-2.04	-2.27	2.45	9.27	57.09
畜牧养殖	-3.66	-4.07	7.10	6.47	86.87
种子	-1.17	-2.53	-14.17	5.54	0.91

资料来源：Wind、天风证券研究所

3. 农业产业链动态

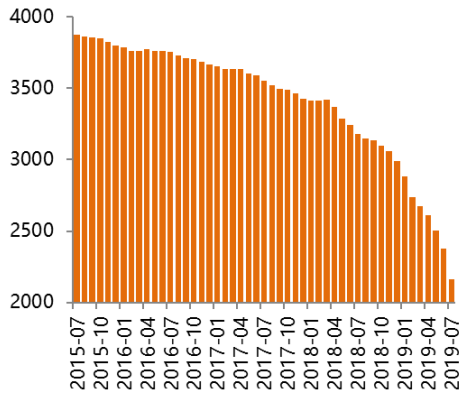
3.1. 生猪产业链

表 2：生猪产业链各环节价格情况

	8/30/2019	9/6/2019	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	3.04	1.00%	0.33%	-1.30%
猪价					
其中：出栏肉猪（元/kg）	26.48	27.18	92.77%	2.64%	103.54%
猪肉（元/kg）	36.05	36.61	70.12%	1.55%	72.65%
三元仔猪（元/公斤）	64.28	65.84	155.09%	2.43%	178.75%
二元母猪（元/公斤）	40.20	41.68	37.83%	3.68%	38.62%
猪料比					
其中：猪料比价	9.53	9.97	94.35%	4.62%	94.09%
猪粮比价	13.19	13.86	78.38%	5.08%	90.88%
能繁母猪存栏量（万头）	2376	2165	-31.92%	-8.88%	-22.30%

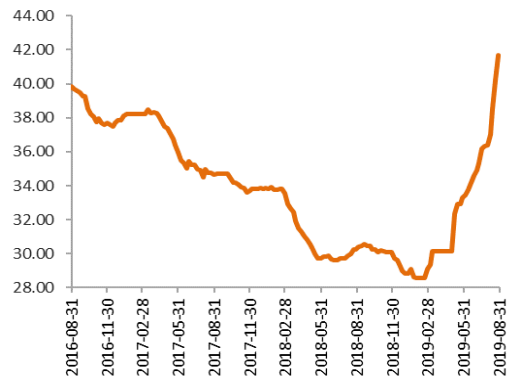
资料来源：农业农村部，wind，天风证券研究所。备注：育肥猪配合饲料和二元母猪为截至 8 月 28 日数据；能繁母猪存栏量为截至 7 月 31 日数据；

图 2：能繁母猪存栏量（万头）



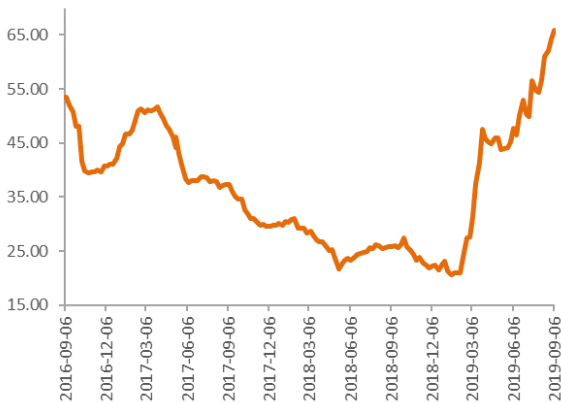
资料来源：农业农村部、天风证券研究所

图 3：二元母猪价格（元/头）



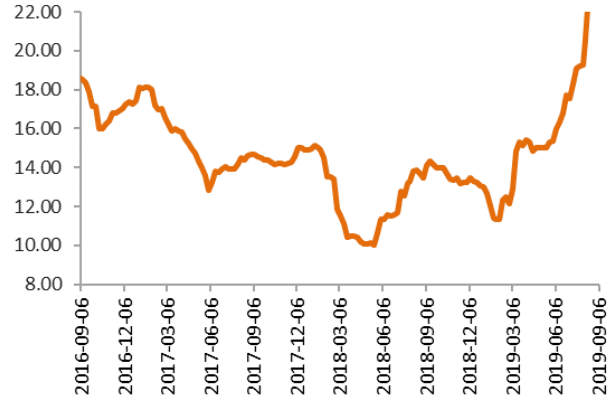
资料来源：中国政府网、天风证券研究所

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）



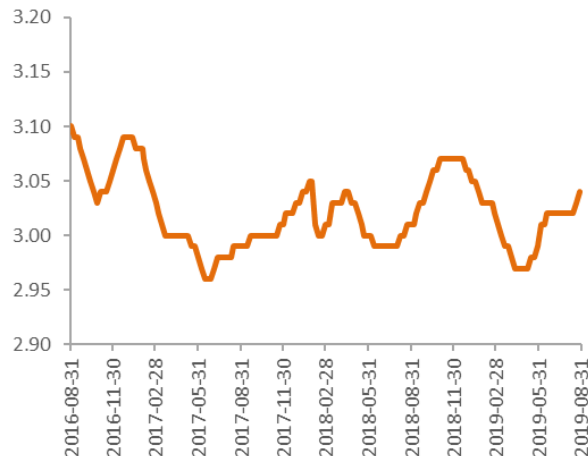
资料来源：中国畜牧业信息网、天风证券研究所

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

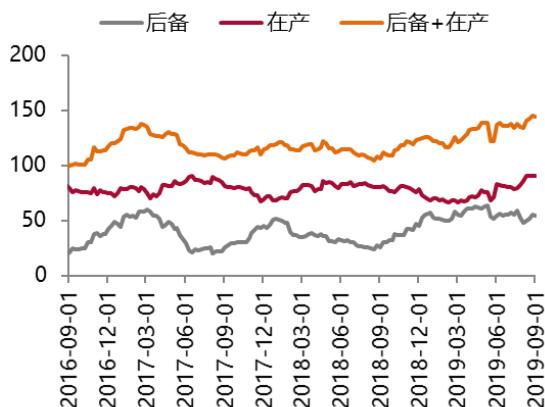
表 3：肉禽产业链各环节价格情况

	8/30/2019	9/6/2019	年同比	周环比
禽饲料				
其中：肉鸡配合饲料（元/吨）	3140.00	3150.00	1.29%	0.32%
禽苗				
其中：山东潍坊肉鸡苗（元/羽）	8.4	8.35	65.35%	-0.60%
泰安六和鸭苗（元/羽）	6.6	7	22.81%	6.06%
河南南阳鸭苗（元/羽）	6.5	7	25.00%	7.69%
禽肉				
其中：山东潍坊（元/斤）	5.05	4.75	-1.86%	-5.94%
河南新乡（元/斤）	5.03	4.73	-2.47%	-5.96%
白条鸡大宗价（元/公斤）	16	18.4	15.00%	15.00%
山东烟台肉鸡苗（元/羽）	8.6	8.6	65.38%	0.00%
山东青岛鸡苗（元/羽）	8.2	7.80	56.00%	-4.88%
潍坊乐港鸭苗（元/羽）	6.6	7	22.81%	6.06%

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 8 月 28 日数据。

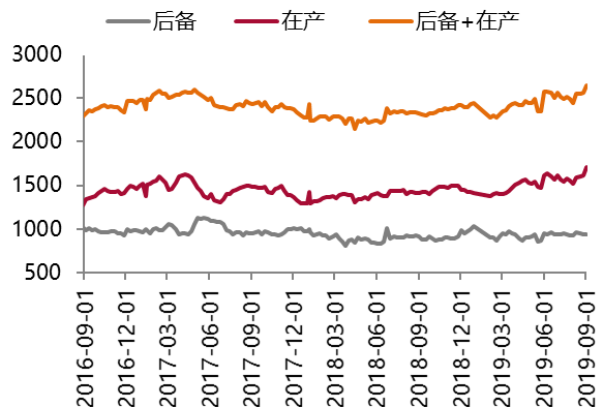
注：禽饲料来自农业农村部对全国 480 个集贸市场畜禽产品和饲料价格定点监测数据。

图 9：祖代鸡存栏量（万套）



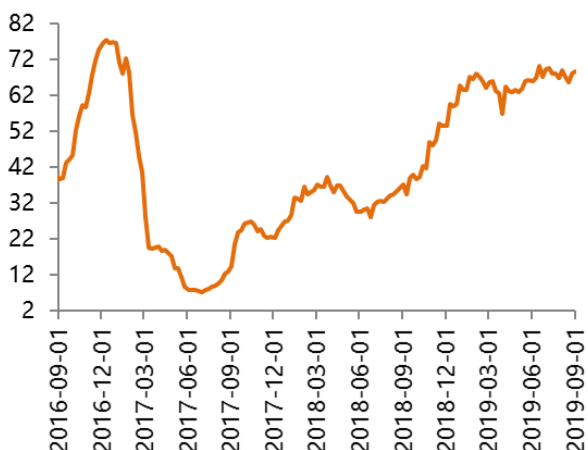
资料来源：中国畜牧业协会、天风证券研究所

图 10：父母代鸡存栏量（万套）



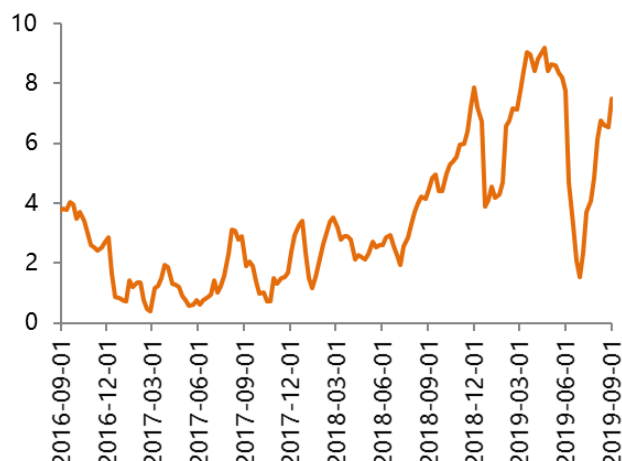
资料来源：中国畜牧业协会、天风证券研究所

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)



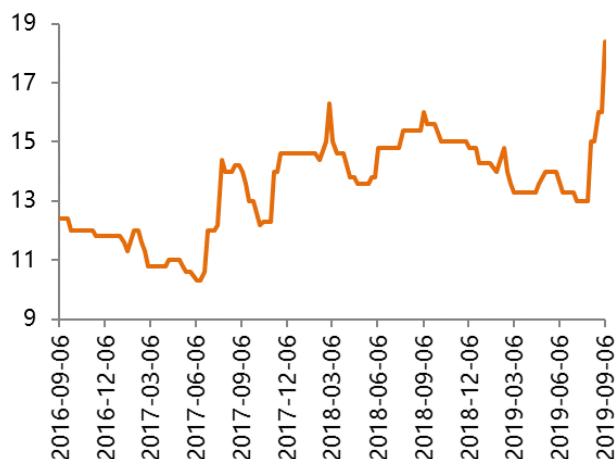
资料来源: 中国畜牧业协会、天风证券研究所

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)



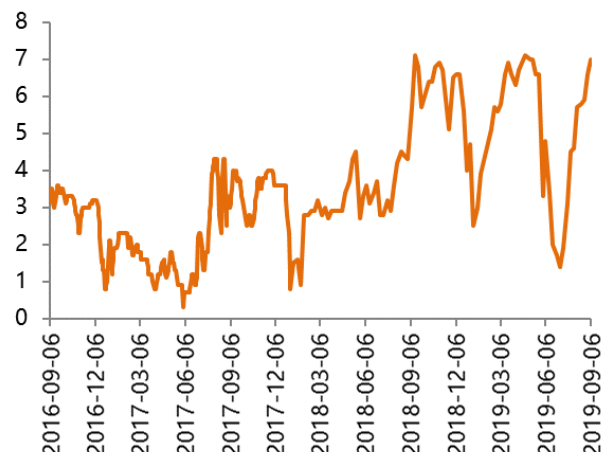
资料来源: Wind、天风证券研究所

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

	8/30/2019	9/6/2019	年同比	周环比
大豆价格 (元/吨)				
其中：大连港口现货价	3200	3200	-5.88%	0.00%
广东港口现货价	3200	3200	-5.88%	0.00%
压榨利润 (元)				
其中：广东	238.55	238.9	88.11%	0.15%
山东	238.55	238.9	251.32%	0.15%
豆类产品 (元/吨)				
其中：豆油全国均价	6067.89	6044.74	6.19%	-0.38%
豆粕全国均价	3080.57	3090.29	-5.35%	0.32%

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)



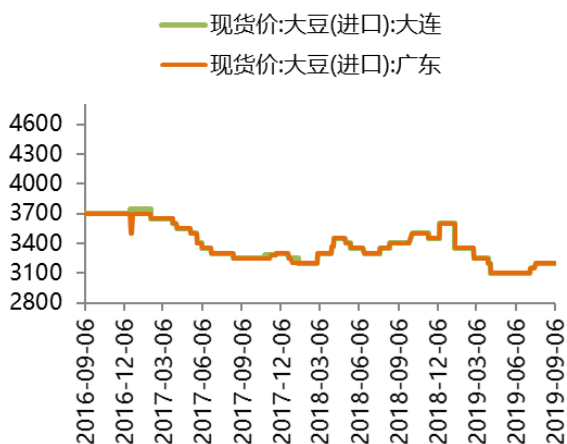
资料来源：Wind、天风证券研究所

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

	8/30/2019	9/6/2019	年同比	周环比
玉米价格 (元/吨)				
其中：大连港口	1,920.00	1,920.00	6.08%	0.00%
蛇口港口	1980	1960	2.62%	-1.01%
进口玉米到岸价：	2201.23	2151.85	4.13%	-2.24%
淀粉 (元/吨)				
其中：吉林长春	2400	2400	4.35%	0.00%
山东潍坊	2530	2530	-0.78%	0.00%
酒精 (元/吨)				
其中：吉林	4800	4800	-5.88%	0.00%
山东	5400	5400	-5.26%	0.00%
赖氨酸 (元/吨)	6700	6460	-19.95%	-3.58%

资料来源：玉米网，天风证券研究所

图 21：玉米现货均价 (元/吨)



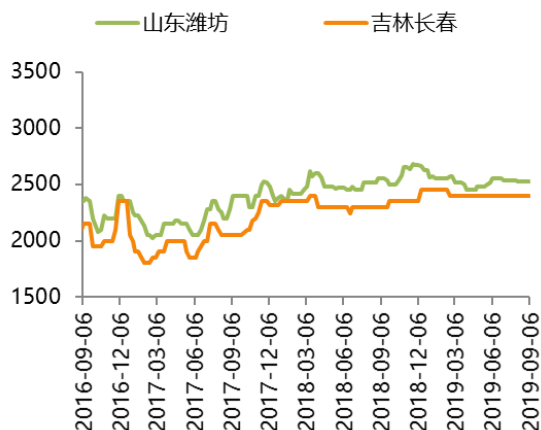
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 22：玉米酒精价格 (元/吨)



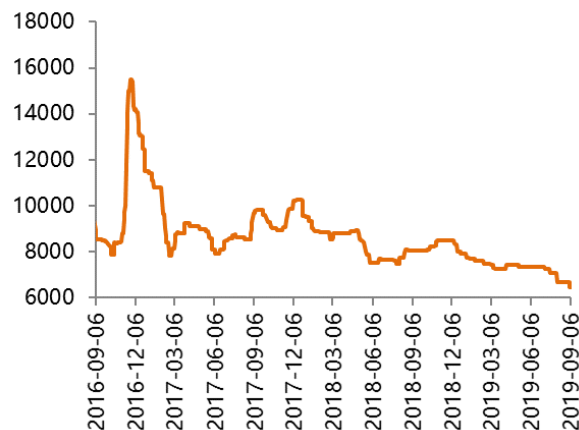
资料来源：玉米网、天风证券研究所

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

	8/30/2019	9/6/2019	年同比	周环比
小麦价格 (元/吨)				
其中：郑州收购价	2300	2310	-6.85%	0.43%
广州进厂价	2420	2440	-3.56%	0.83%
面粉批发均价 (元/吨)	3.3	3.3	0.00%	0.00%

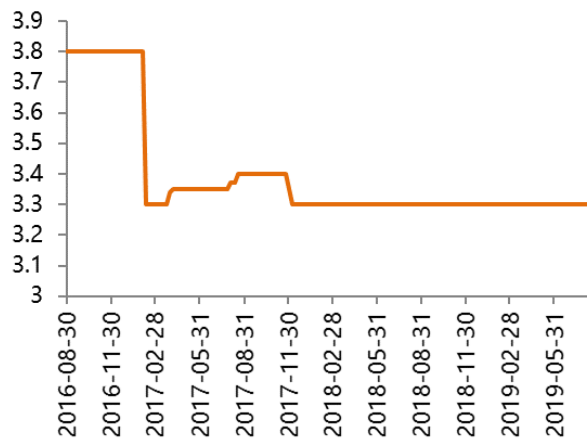
资料来源：Wind、中华粮网、天风证券研究所 备注：面粉批发均价为截至 8 月 30 日数据。

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

	8/30/2019	9/6/2019	年同比	周环比
甘蔗收购价初定收购价 (元/吨)	500	500	0.00%	0.00%
白糖价格 (元/吨)				
其中：广西柳州现货价	5635	5750	10.47%	2.04%
进口糖价：巴西	3276	3207	5.43%	-2.11%
进口糖价：泰国	3048	2970	1.86%	-2.56%

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 9 月 4 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
2019/9/4	3207.00	4030.87	2970.00	3721.74	2659

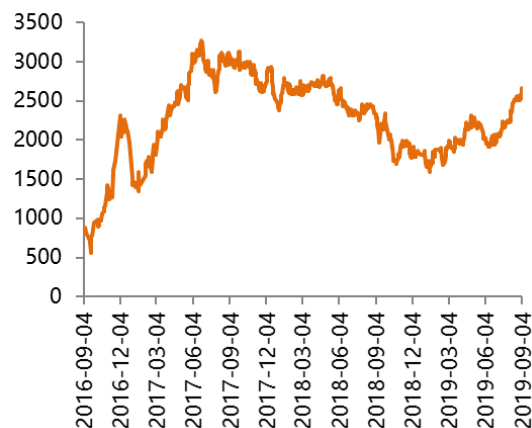
资料来源：根据 Wind、进口糖关税网络公开数据计算、天风证券研究所 备注：截至 9 月 4 日数据。

图 28：柳州白糖现货价格（元/吨）



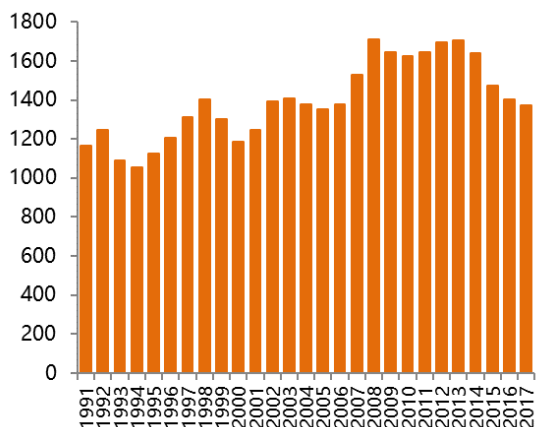
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 29：配额内原糖进口利润走势（元/吨）



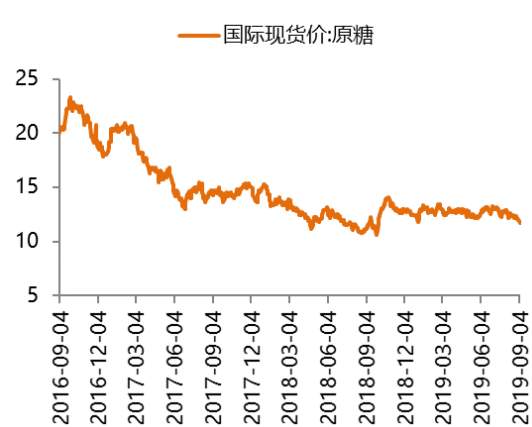
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 30：我国历年甘蔗种植面积（千公顷）



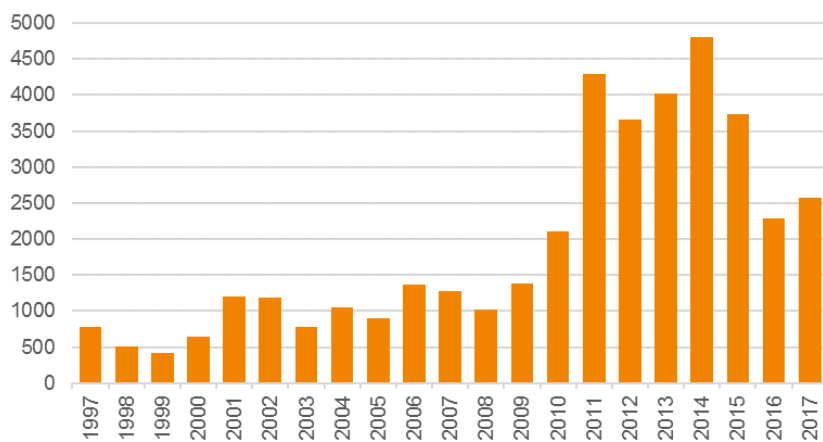
资料来源：Wind、天风证券研究所

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

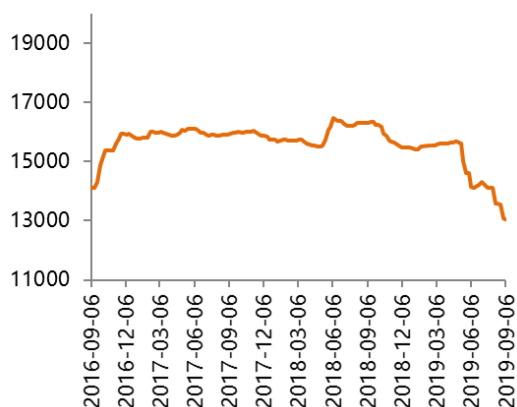
3.7. 棉花产业链

表 9：棉花产业链各环节价格情况

	统计标准	8/30/2019	9/6/2019	年同比	周环比
棉花价格 (元/吨)	平均价	13,066.15	13,060.77	-19.98%	-0.04%
棉籽价格 (元/吨)	平均价	2,430.00	2,432.00	17.32%	0.08%
棉油价格 (元/吨)	平均价	5,200.00	5,260.00	2.33%	1.15%
棉粕价格 (元/吨)	平均价	2,954.67	2,954.67	11.72%	0.00%
棉短绒价格 (元/吨)	山东	4,100.00	4,100.00	-2.38%	0.00%
	湖北	未报	未报	-	-
棉壳价格 (元/吨)	山东	1,600.00	1,600.00	50.94%	0.00%
	湖北	未报	未报	0.00%	0.00%

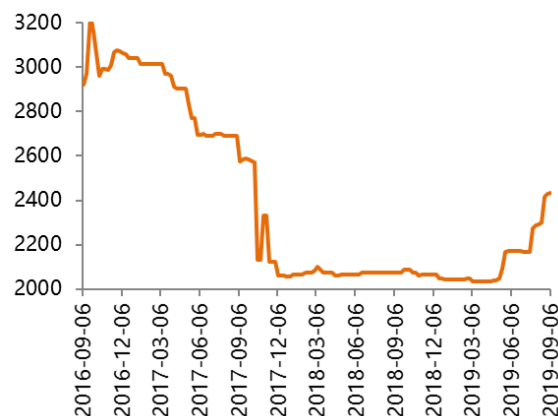
资料来源：顺风棉花网、天风证券研究所 备注：棉短绒价格山东为截至 9 月 5 日数据。

图 33：我国棉花价格走势 (元/吨)



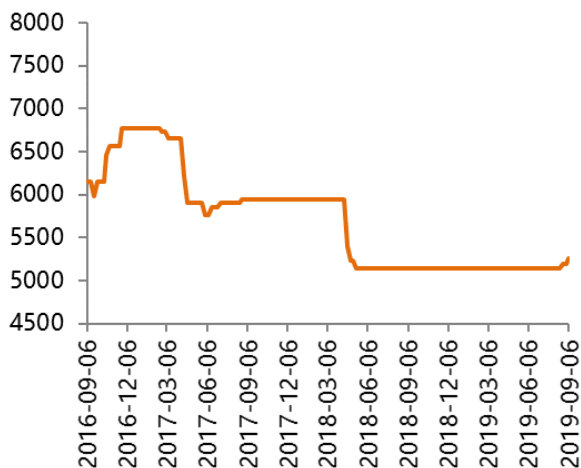
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 34：我国棉籽价格走势 (元/吨)



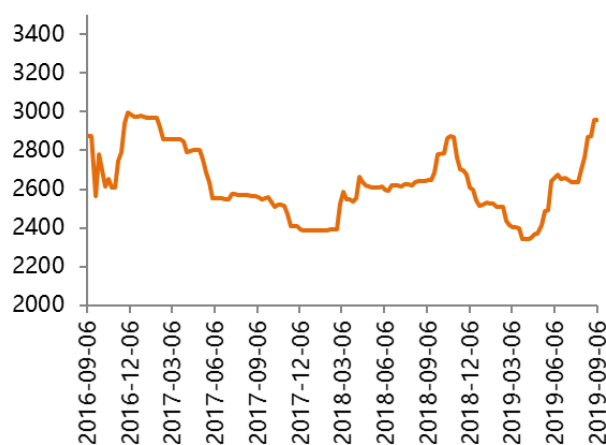
资料来源：Wind、天风证券研究所

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

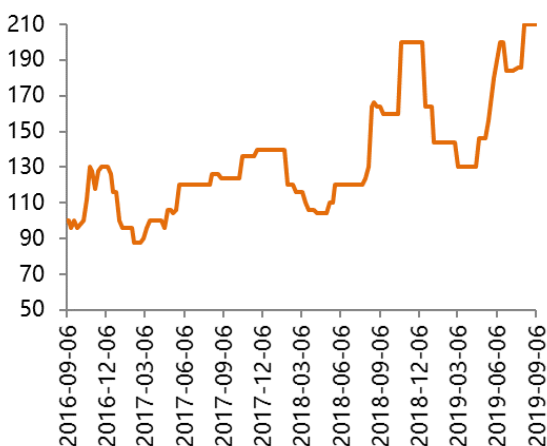
3.8. 水产产业链

表 10：水产产业链各环节价格情况

	统计标准	8/30/2019	9/6/2019	年同比	周环比
海参价格 (元/公斤)	平均价	210.00	210.00	28.05%	0.00%
鲍鱼价格 (元/公斤)	平均价	148.00	148.00	23.33%	0.00%
扇贝价格 (元/公斤)	平均价	10.00	10.00	0.00%	0.00%
对虾价格 (元/公斤)	平均价	160.00	160.00	-11.11%	0.00%
淡水鱼价格 (元/公斤)					
其中：鲫鱼	大宗价	18.00	18.00	-5.26%	0.00%
草鱼	大宗价	15.00	15.00	0.00%	0.00%
鱼粉价格 (美元/吨)					
其中：秘鲁	FOB 离岸价	1,095.00	1,095.00	-17.36%	0.00%
智利	FOB 离岸价	1,300.00	1,300.00	-13.91%	0.00%

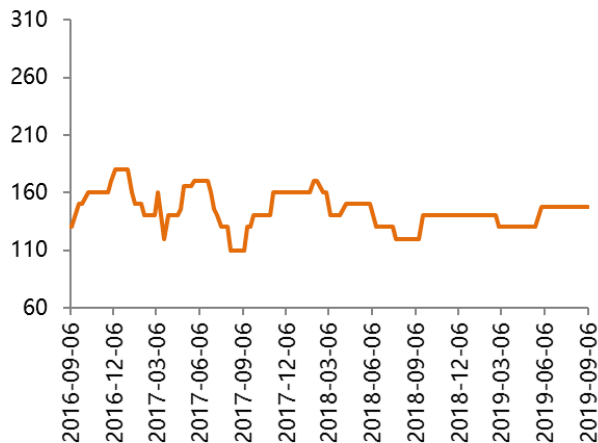
资料来源：Wind、天风证券研究所。

图 37：我国海参价格走势 (元/千克)



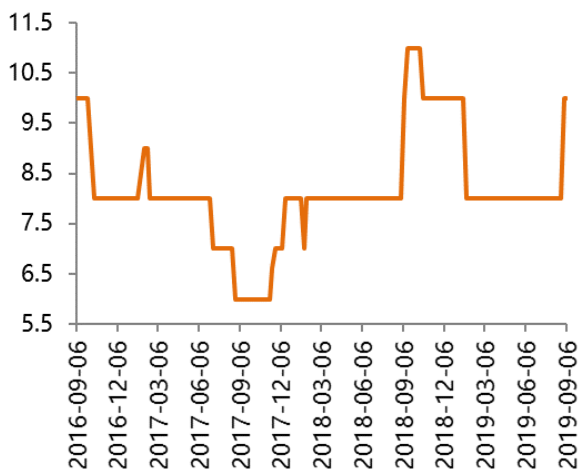
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 38：我国鲍鱼价格走势 (元/千克)



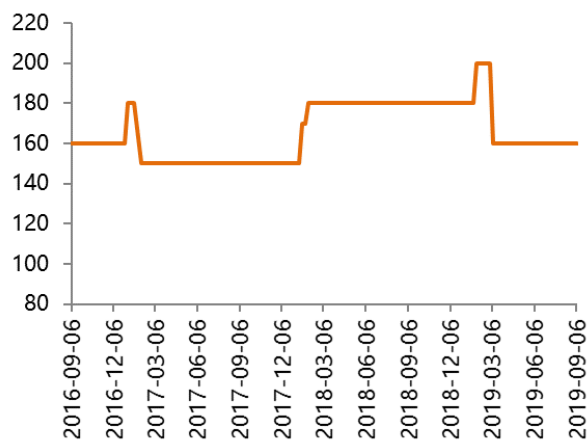
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 39：我国扇贝价格走势 (元/千克)



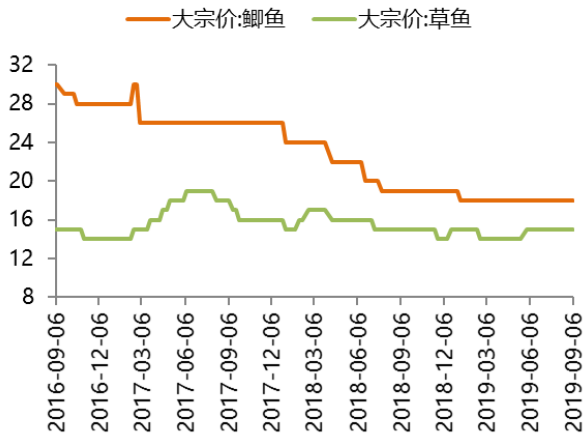
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 40：我国对虾价格走势 (元/千克)



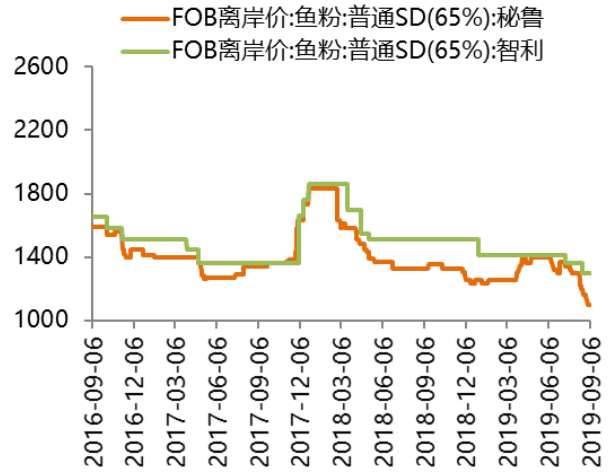
资料来源：Wind、天风证券研究所

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