



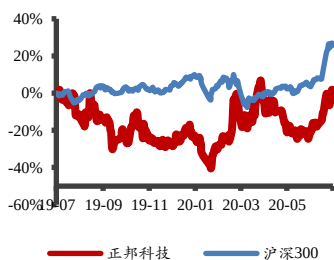
全力扩张生猪养殖业务，成本下行拐点已现

投资评级：买入（首次）

报告日期：2020 年 7 月 20 日

收盘价（元）	18.69
近 12 个月最高/最低（元）	22.18/11.16
总股本（百万股）	2503.29
流通股本（百万股）	2226.54
流通股比例（%）	88.94
总市值（亿元）	468
流通市值（亿元）	416

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：文献

执业证书号：S0010520060002

电话：13923413412

邮箱：wenxian@hazq.com

相关报告

主要观点：

生猪出栏量上市猪企排名第三，2019 年非瘟疫情下出栏实现正增长。公司主要从事饲料、生猪、兽药生产与销售，生猪出栏规模在上市猪企中排名第三。公司生猪养殖业务快速增长，出栏量从 2011 年 71 万头大幅攀升至 2019 年 578 万头，年复合增长率高达 30%。2016-2018 年是公司生猪养殖业务高速扩张的三年，生猪出栏增速分别高达 43.4%、51.1%、61.9%；2019 年受非瘟疫情影响，全行业生猪剧烈去产能，即使在恶劣的行业背景下，公司仍实现 4.4% 出栏同比正增长。

非瘟促集中度加速提升，高猪价时间或超预期。

在非瘟疫情长期存在的大背景下，普通养殖户在种猪资源、资金支持、生物安全防控等方面均处于劣势，规模养殖场尤其是大型集团公司集中度正加速提升。非瘟疫情造成种猪产业链重创，二元母猪断档三元补，而三元留种又造成生产效率大降，我们维持 2020-2021 年猪价高位运行的判断不变；此外，猪肉进口或受境外疫情的快速发展而放缓，连续暴雨致部分地区非瘟疫情抬头，猪价高位运行的逻辑再次被强化。

种猪资源充足，全力扩张生猪养殖业务。

①公司种猪资源充足，生产性生物资产爆发式增长。公司于 2020 年 3 月、7 月分别从法国引进 1020 头曾祖代和 1500 头曾祖代，现拥有 GGP、GP 存栏约 15 万头。2019 年底，公司母猪存栏 119.75 万头，其中，能繁母猪 50 万头，确保了 2020 年 900-1100 万头生猪出栏。2020 年 6 月末，公司母猪存栏约 135 万头，其中，能繁母猪 75 万头，为 2021 年高增长奠定了坚实基础。②全力以赴扩大生猪养殖规模。非瘟疫情并未减缓公司扩张步伐，2019 年以来，公司向大股东定增近 10 亿元，发行不超过 16 亿元可转债，获得控股股东临时性借款额度 48 亿元，向大股东转让非核心资产，专注生猪养殖业务。2020 年 6 月，公司公告拟非公开发行股票募集资金总额不超过 80 亿元，大股东认购比例超过 90%，募集资金 40% 将用于扩张生猪养殖。

生物安全防控全面升级，养殖成本下行拐点已现。

在非洲猪瘟疫情背景下，猪场的生物安全防控成为影响猪场存亡的重要因素，公司高度重视猪场生物安全问题，全面审视自建饲料厂、自建猪场、合作养户猪场在生物安全防控的软硬件投入、制度及作业流程落地，建立了一套标准化、流程化的生物安全防控体系，以阻断传染为核心，建立了多层管控体系，将猪场作为一个整体，全方位布局生物安全防控。自 2019 年 10 月以来，公司育肥猪均重、出栏价格不断改善，2020Q2 公司实现净利润 14.5-15.5 亿元，自繁仔猪育肥完全成本环比降幅约 3 元/公斤，外购仔猪育肥完全成本环比降幅约 2.5 元/公斤，成本下降主要源自淘汰母猪量减少和育肥猪存活率上升。随着 Q3、Q4 生猪出栏量的逐季提升，摊销费、代养费、期间费用等单位成本均会下降，公司生猪养殖成本拐点已现。

投资建议

公司种猪资源充足，2020 年 6 月末母猪存栏已达到 135 万头（能繁母猪 75 万头），为 2021 年高增长奠定了坚实基础。非瘟疫情并未减缓公司扩张步伐，公司通过定增、发行可转债、转让非核心资产、获得控股股东临时性借款额度等方式，全力做大做强生猪养殖业务。

在非洲猪瘟疫情背景下，猪场生物安全防控成为影响猪场存亡的重要因素，公司建立了一套标准化、流程化的生物安全防控体系，以阻断传染为核心，建立了多层管控体系，将猪场作为一个整体，全方位布局生物安全防控。自 2019 年 10 月以来，公司育肥猪均重、出栏价格不断改善，2020Q2 生猪养殖成本环比首降，成本拐点已现。

我们预计 2020-2022 年公司生猪出栏量 1000 万头、1600 万头、2400 万头，出栏生猪均价 32 元/公斤、26 元/公斤、22 元/公斤，对应收入

501.9 亿元、629.9 亿元、779.2 亿元，对应归母净利润 92.4 亿元、111.3 亿元、119.7 亿元，同比分别增长 461%、20.4%、7.6%，对应 EPS3.69 元、4.45 元、4.78 元。生猪板块在盈利高点 PE 超过 10 倍，我们给予公司 2020 年 10 倍 PE，合理估值 36.9 元，给予“买入（首次）”评级。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	24518	50186	62988	77922
收入同比(%)	10.9%	104.7%	25.5%	23.7%
归属母公司净利润	1647	9239	11128	11969
净利润同比(%)	751.5%	461.0%	20.4%	7.6%
毛利率(%)	15.7%	24.9%	23.3%	20.2%
ROE(%)	17.5%	34.7%	29.5%	24.1%
每股收益(元)	0.66	3.69	4.45	4.78
P/E	24.62	5.06	4.20	3.91
P/B	4.32	1.76	1.24	0.94
EV/EBITDA	17.33	5.16	3.77	3.03

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 生猪出栏量上市猪企排名第三，大股东增持彰显信心	5
1.1 国内农业龙头企业，生猪出栏量上市猪企排名第三	5
1.2 大股东增持彰显信心	6
2 非瘟促集中度加速提升，高猪价时间或超预期	7
2.1 2007-2017 年我国生猪养殖业集中度持续提升	7
2.2 规模场种猪恢复明显优于行业，补栏积极性受猪价扰动小	8
2.3 猪价高位时间或超预期	9
3 生物安全防控全面升级，全力以赴扩张生猪养殖业务	11
3.1 公司养殖模式：自繁自养、“公司+农户”相结合	11
3.2 种猪资源充足，生产性生物资产爆发式增长	12
3.3 全力以赴扩大生猪养殖规模	13
3.4 生物安全防控全面升级，养殖成本下行拐点已现	15
4 盈利预测与投资建议	17
风险提示：	17
财务报表与盈利预测	18

图表目录

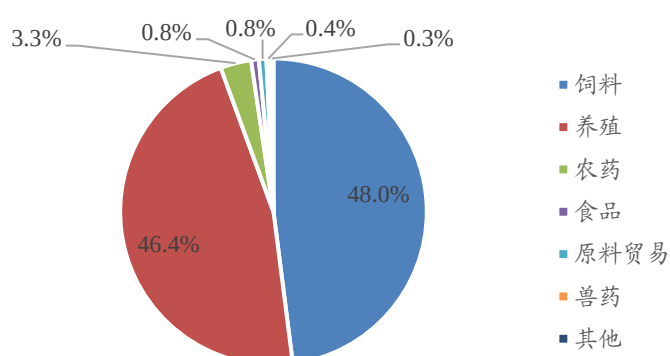
图表 1 2019 年公司营业收入构成情况.....	5
图表 2 养殖业务收入和毛利走势图 (百万元)	5
图表 3 公司生猪出栏量及增速.....	5
图表 4 归母净利润和净利率走势图	5
图表 5 公司股权结构 (截至 2020 年 Q1)	6
图表 6 2019 年 12 月 7 日发布的股份增持计划实施计划一览表 (增持计划已结束)	6
图表 7 2007-2017 年各饲养规模养殖场 (户数) 对照表.....	7
图表 8 2007-2017 年各饲养规模养殖场 (户数) 占比对照表.....	7
图表 9 2008-2017 年各饲养规模养殖场 (户数) 同比增速对照表	8
图表 10 主流猪企种猪存栏量对照表.....	8
图表 11 上市猪企生产性生物资产账面价值、同比变化对照表.....	9
图表 12 二元母猪平均价走势图 (元/公斤)	9
图表 13 仔猪平均价走势图 (元/公斤)	9
图表 14 中国猪肉进口量当月值及同比增速	10
图表 15 我国猪肉进口量累计值及同比增速	10
图表 16 出栏体重 90 公斤以内生猪占比.....	11
图表 17 主要省份出栏体重 90 公斤以内生猪占比对照图	11
图表 18 生猪养殖模式优缺点对照表.....	11
图表 19 公司生产性生物资产价值 (百万元)	12
图表 20 公司种猪存栏量走势图 (万头)	12
图表 21 上市猪企生产性生物资产对照表	12
图表 22 2020 年生猪出栏量预测表.....	13
图表 23 资产负债率对照图.....	13
图表 24 固定资产和在建工程走势图.....	13
图表 25 公司产能及出栏扩张表.....	14
图表 26 公司扩张示意图.....	15
图表 27 生物安全防控措施.....	15
图表 28 三级洗消管理.....	16
图表 29 五流管控.....	16

1 生猪出栏量上市猪企排名第三，大股东增持彰显信心

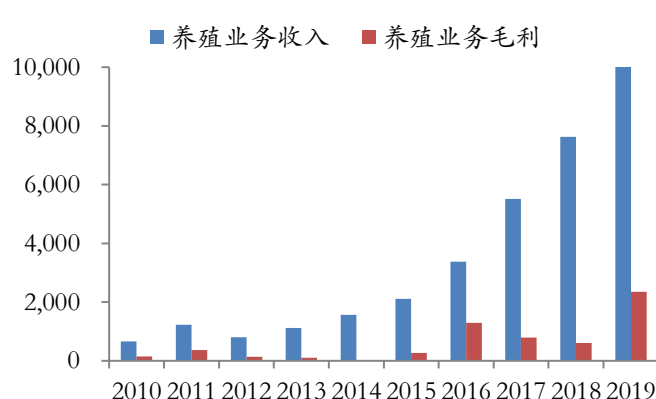
1.1 国内农业龙头企业，生猪出栏量上市猪企排名第三

公司主要从事饲料、生猪、兽药生产与销售，为养殖户提供产品、养殖技术等综合服务，“饲料—兽药—生猪养殖”组成完整农牧产业链，形成产业链上下游高度关联、相互支撑的战略发展格局。饲料、生猪养殖业务是公司收入和利润的主要来源，2019年，公司饲料业务收入、生猪养殖业务收入分别占公司营业收入48.0%和46.4%，合计超过94%，未来数年生猪养殖和饲料业务仍将是公司主要发展板块。

图表1 2019 年公司营业收入构成情况



图表2 养殖业务收入和毛利走势图（百万元）

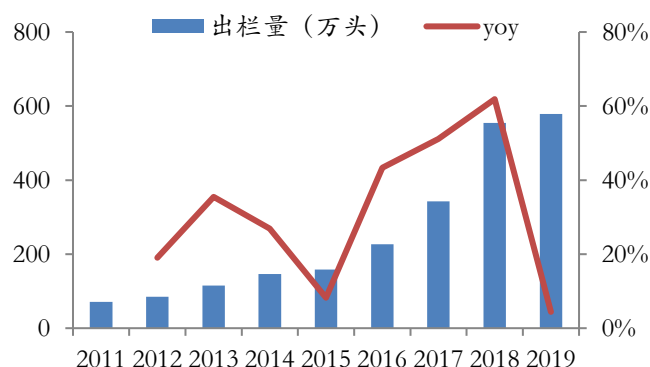


资料来源：wind，华安证券研究所

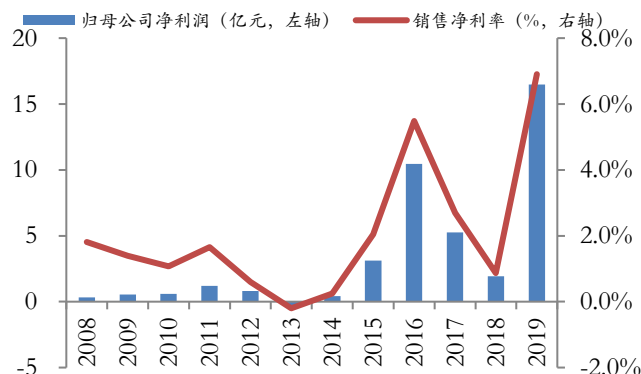
资料来源：wind，华安证券研究所

公司生猪出栏规模在上市猪企中排名第三，仅次于温氏股份、牧原股份。公司生猪养殖业务快速增长，出栏量从2011年71万头大幅攀升至2019年578万头，年复合增长率高达30%。2016-2018年是公司生猪养殖业务高速扩张的三年，生猪出栏增速分别高达43.4%、51.1%、61.9%；2019年受非瘟疫情影响，全行业生猪剧烈去产能，即使在恶劣的行业背景下，公司仍实现4.4%出栏同比正增长。

图表3 公司生猪出栏量及增速



图表4 归母净利润和净利率走势图



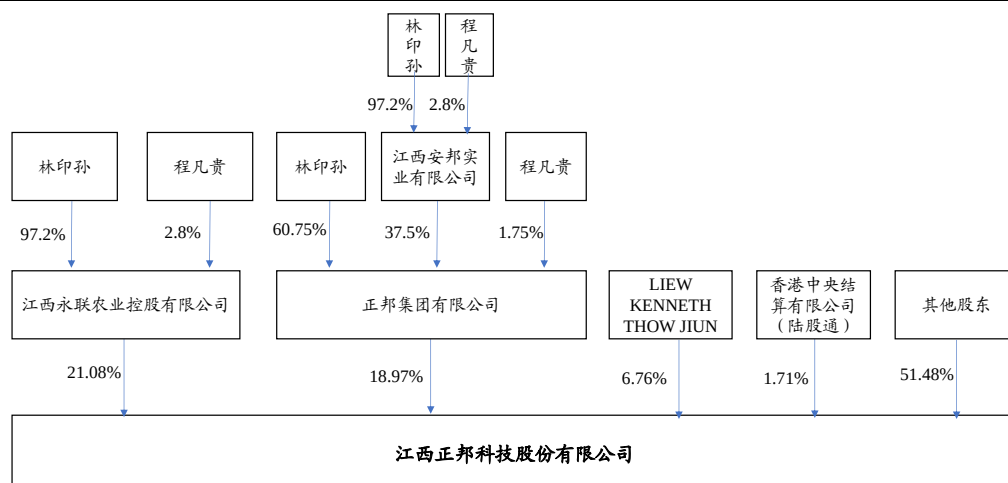
资料来源：wind，华安证券研究所

资料来源：wind，华安证券研究所

1.2 大股东增持彰显信心

江西永联农业控股、正邦集团是公司第一、第二大股东，分别持有公司 21.63%和 19.18%股权。正邦集团董事长、总裁林印孙先生分别持有江西永联农业控股 97.2%股权，同时持有正邦集团 60.75%的股权，是公司实际控制人。

图表 5 公司股权结构（截至 2020 年 Q1）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

2019 年 12 月 7 日，正邦集团发布增持计划，拟增持公司股票 2000 万股-4000 万股。截至 2020 年 3 月 19 日，增持计划实施完毕，正邦集团及其一致行动人（杜兹正邦一号私募证券投资基金和陕国投弘盛 20 号证券投资集合资金信托计划）累计增持 1890.10 万股，合计占总股本比例为 0.755%，增持金额合计 3.067 亿元，增持均价为 16.23 元/股。正邦集团及其一致行动人是公司大股东，本次增持充分彰显大股东对公司发展前景的信心以及对公司价值的认可。

图表 6 2019 年 12 月 7 日发布的股份增持计划实施计划一览表（增持计划已结束）

增持日期	增持主体	增持股数（万股）	增持金额（万元）	增持均价（元/股）	增持股份占公司总股本的比例
2019.12.10	正邦集团有限公司	180.00	2,659.50	14.775	0.072%
2019.12.11	正邦集团有限公司	150.00	2,201.85	14.679	0.060%
2019.12.12	正邦集团有限公司	91.00	1,347.16	14.804	0.036%
2019.12.13	正邦集团有限公司	250.00	3,711.50	14.846	0.100%
2020.02.25	杜兹正邦一号私募证券投资基金	166.63	2,544.64	15.271	0.067%
2020.02.26	杜兹正邦一号私募证券投资基金	195.00	3,018.21	15.478	0.078%
2020.02.27	杜兹正邦一号私募证券投资基金	148.85	2,327.04	15.633	0.060%
2020.03.10	陕国投弘盛 19 号证券投资集合资金信托计划	240.58	4,601.81	19.128	0.096%
2020.03.12	陕国投弘盛 20 号证券投资集合资金信托计划	117.00	2,159.08	18.454	0.047%
2020.03.13	陕国投弘盛 21 号证券投资集合资金信托计划	44.00	757.02	17.205	0.018%
2020.03.16	陕国投弘盛 22 号证券投资集合资金信托计划	195.00	3,383.52	17.351	0.078%
2020.03.17	陕国投弘盛 23 号证券投资集合资金信托计划	17.29	283.27	16.384	0.007%
2020.03.18	陕国投弘盛 24 号证券投资集合资金信托计划	49.20	868.51	17.653	0.020%
2020.03.19	陕国投弘盛 25 号证券投资集合资金信托计划	45.54	809.39	17.773	0.018%
合计		1890.10	30,672.53	16.228	0.755%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

2 非瘟促集中度加速提升, 高猪价时间或超预期

2.1 2007-2017 年我国生猪养殖业集中度持续提升

受技术、人才、资金和政策等因素影响, 养殖门槛不断提高, 中小养殖户被迫逐步退出, 规模化企业逐步替代中小养殖户。据中国畜牧业协会披露数据, 2007-2017 年我国不同饲养规模养殖场户数变化差异显著:

- ① 年出栏量 1-49 头的养殖户数量由 2007 年 8010 万户持续下降至 2017 年 3572 万户, 年复合降幅 7.8%;
- ② 年出栏量 50-49,999 的不同规模养殖户数量分别从 2012-2015 年开始持续下降;
- ③ 年出栏量 5 万头以上的规模养殖户数量从 2007 年 50 户持续攀升至 2017 年 407 户, 年复合增长率 23.3%。

图表 7 2007-2017 年各饲养规模养殖场 (户数) 对照表

场(户)	年出栏 1-49 头	年出栏 50-99 头	年出栏 100-499 头	年出栏 500-999 头	年出栏 1000-2999 头	年出栏 3000-4999 头	年出栏 5000-9999 头	年出栏 10000-49999 头	年出栏 5 万头以上
2007	80,104,750	1,577,645	542,014	83,731	30,053	6,164	2,840	1,803	50
2008	69,960,452	1,623,484	633,791	108,676	40,010	8,744	4,172	2,432	69
2009	64,599,143	1,653,865	689,739	129,369	46,429	10,342	5,117	3,083	96
2010	59,086,923	1,685,279	742,772	145,175	53,876	11,721	5,915	3,558	121
2011	55,129,498	1,724,703	782,338	157,036	58,180	12,173	6,315	3,937	162
2012	51,898,933	1,726,108	817,834	167,762	63,509	12,880	6,855	4,364	187
2013	49,402,542	1,619,877	827,262	175,652	65,369	13,355	7,137	4,567	202
2014	46,889,657	1,571,123	810,448	175,213	66,466	13,672	7,304	4,526	226
2015	44,055,927	1,479,624	758,834	174,075	65,171	13,404	7,281	4,388	261
2016	40,205,599	1,428,631	718,590	167,224	64,436	13,301	7,079	4,261	311
2017	35,718,766	1,209,265	603,091	133,486	58,487	12,095	6,893	4,134	407

资料来源: 中国畜牧业协会, 华安证券研究所

图表 8 2007-2017 年各饲养规模养殖场 (户数) 占比对照表

占比	年出栏 1-49 头	年出栏 50-99 头	年出栏 100-499 头	年出栏 500-999 头	年出栏 1000-2999 头	年出栏 3000-4999 头	年出栏 5000-9999 头	年出栏 10000-49999 头	年出栏 5 万 头以上
2007	97.3%	1.9%	0.7%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2008	96.7%	2.2%	0.9%	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2009	96.2%	2.5%	1.0%	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2010	95.7%	2.7%	1.2%	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2011	95.3%	3.0%	1.4%	0.3%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2012	94.9%	3.2%	1.5%	0.3%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2013	94.8%	3.1%	1.6%	0.3%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2014	94.7%	3.2%	1.6%	0.4%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2015	94.6%	3.2%	1.6%	0.4%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2016	94.4%	3.4%	1.7%	0.4%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2017	94.6%	3.2%	1.6%	0.4%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源: 中国畜牧业协会, 华安证券研究所

图表 9 2008-2017 年各饲养规模养殖场 (户数) 同比增速对照表

	年出栏 1-49 头	年出栏 50-99 头	年出栏 100-499 头	年出栏 500-999 头	年出栏 1000-2999 头	年出栏 3000-4999 头	年出栏 5000-9999 头	年出栏 10000-49999 头	年出栏 5 万 头以上
2008	-12.7%	2.9%	16.9%	29.8%	33.1%	41.9%	46.9%	34.9%	38.0%
2009	-7.7%	1.9%	8.8%	19.0%	16.0%	18.3%	22.7%	26.8%	39.1%
2010	-8.5%	1.9%	7.7%	12.2%	16.0%	13.3%	15.6%	15.4%	26.0%
2011	-6.7%	2.3%	5.3%	8.2%	8.0%	3.9%	6.8%	10.7%	33.9%
2012	-5.9%	0.1%	4.5%	6.8%	9.2%	5.8%	8.6%	10.8%	15.4%
2013	-4.8%	-6.2%	1.2%	4.7%	2.9%	3.7%	4.1%	4.7%	8.0%
2014	-5.1%	-3.0%	-2.0%	-0.2%	1.7%	2.4%	2.3%	-0.9%	11.9%
2015	-6.0%	-5.8%	-6.4%	-0.6%	-1.9%	-2.0%	-0.3%	-3.0%	15.5%
2016	-8.7%	-3.4%	-5.3%	-3.9%	-1.1%	-0.8%	-2.8%	-2.9%	19.2%
2017	-11.2%	-15.4%	-16.1%	-20.2%	-9.2%	-9.1%	-2.6%	-3.0%	30.9%

资料来源: 中国畜牧业协会, 华安证券研究所

2.2 规模场种猪恢复明显优于行业, 补栏积极性受猪价扰动小

主流上市猪企种猪存栏和能繁母猪存栏恢复情况明显优于行业:

- ① 2019 年三季末至 2020 年一季末能繁母猪存栏量变化, 牧原股份由 90 万头上升至 170 万头, 增幅高达 89%; 新希望由 15 万头上升至 50 万头, 增幅高达 233%; 正邦科技由 35 万头上升至 60 万头, 增幅高达 71.4%; 中粮肉食由 10 万头上升至 13 万头, 增幅 30%; 仅温氏股份没有明显改善; 2020Q2 主要猪企种猪存栏继续改善;
- ② 从生产性生物资产出发, 2019 年末上市猪企同比基本实现正增长, 2020 年一季末上市猪企 (除新五丰) 同比均实现正增长。

此外, 年出栏 5000 头以上规模猪场的能繁母猪存栏量恢复也快于且高于全国平均水平。据农业部披露, 2019 年 12 月全国年出栏 5000 头以上规模猪场生猪、能繁母猪存栏环比分别增长 2.7% 和 3.4%, 均连续 4 个月增长。

图表 10 主流猪企种猪存栏量对照表

		牧原股份	温氏股份	新希望	正邦科技	中粮肉食
2020Q2	能繁母猪存栏	191.1			75	17-18
	后备母猪存栏				60	6-7
	合计				135	> 23
2020Q1	能繁母猪存栏	170	100 多	50	60	13
	后备母猪存栏		30-40	20	48	8
	合计			70	108	21
2019Q4	能繁母猪存栏	128	120-130	25	50	8
	后备母猪存栏	72	40-50	25	70	8
	合计	200	170	50	120	17
2019Q3	能繁母猪存栏	90	118	15	35	10
	后备母猪存栏	60	39	5	30	5
	合计	150	157	20	65	15

资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 11 上市猪企生产性生物资产账面价值、同比变化对照表

亿元	2020 Q1	2019 Q4	2019 Q3	2019 Q2	2019 Q1	2018 Q4	2018 Q3	2020Q1 同比 变化	2019Q4 同比 变化
温氏股份	41.9	43.0	38.4	32.8	32.58	35.97	36.17	29%	20%
牧原股份	48.0	38.4	28.4	17.7	13.4	14.61	14.24	258%	163%
正邦科技	52.0	51.0	18.1	12.5	10.09	11.09	13.38	415%	360%
天邦股份	14.4	9.5	6.2	3.8	4.02	5.15	5.28	258%	84%
新希望	39.0	25.1	9.9	5.9	4.65	5.18	5.3	739%	385%
新五丰	0.4	0.6	0.5	0.7	0.59	0.56	0.55	-32%	7%
金新农	0.8	0.8	0.7	0.8	0.34	0.39	0.28	135%	105%
傲农生物	3.3	2.5	1.8	1.2	1.07	0.84	0.79	208%	198%
唐人神	1.8	1.3	1	1	1.19	1.18	1.36	51%	10%
天康生物	2.1	2.0	0.8	0.6	0.5	0.73	0.73	320%	174%

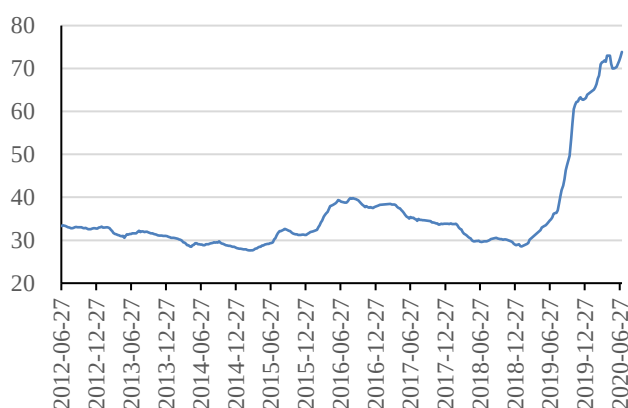
资料来源: Wind, 华安证券研究所

2020 年 2-5 月生猪价格持续暴跌, 导致散养户补栏积极性大幅回落, 仔猪价格较 3 月中旬高点最大降幅为 32.5%; 而规模猪场补栏积极性则相对稳定, 二元母猪价格较 4 月初高点 5794 元/头最大降幅为 9.8%, 补栏积极性受猪价波动干扰小。

我们认为, 在非瘟疫情长期存在的大背景下, 普通养殖户将逐步丧失竞争力, 规模养殖场尤其是大型集团公司集中度有望加速提升, 普通养殖户在种猪资源、资金支持、生物安全防护等方面均处于劣势:

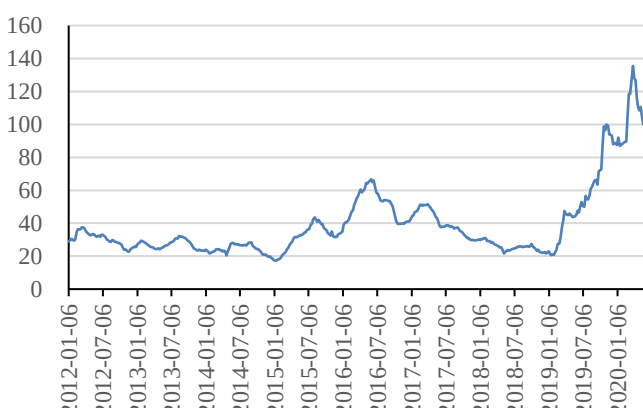
- ① 三元留种效率低, 种猪资源已成为稀缺资源;
- ② 仔猪价格高企增加普通养殖户补栏资金压力;
- ③ 生物安全防护差距不断拉大。

图表 12 二元母猪平均价走势图 (元/公斤)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 13 仔猪平均价走势图 (元/公斤)



资料来源: wind, 华安证券研究所

2.3 猪价维持高位时间或超预期

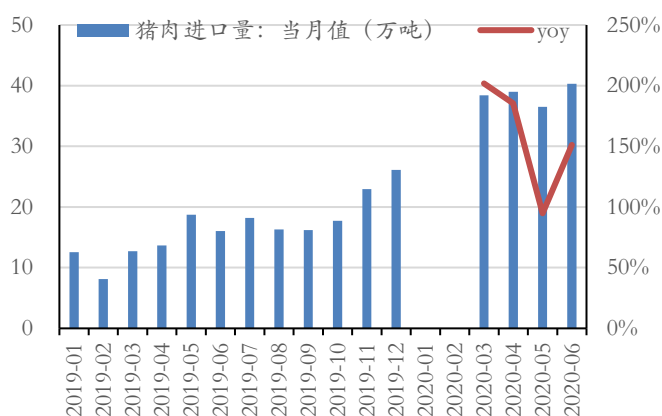
非瘟疫情造成种猪产业链重创, 二元母猪断档三元补, 而三元留种又造成生产效率大降, 我们维持 2020-2021 年猪价高位运行的判断不变; 此外, 猪肉进口或受境外疫情的快速发展而放缓, 连续暴雨致部分地区非瘟疫情抬头, 猪价高位运行的逻辑再次被强化。

①猪肉进口有望放缓

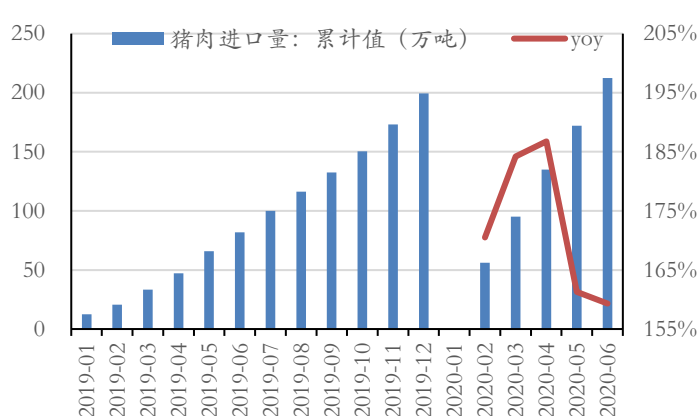
据海关总署发布数据,1H2020 中国猪肉进口量 212.3 万吨,同比增长 159.3%,其中,3-6 月进口量分别为 38.4 万吨、39 万吨、36.5 万吨、40.3 万吨,同比分别增长 202%、186%、95%、151%。

随着境外疫情的快速发展,特别是部分国家带疫复工,冷链环节受污染的风险加大,我国于近日开始加强对进口冷链食品的源头管理。7 月 10 日,我国海关总署针对近期部分国家肉类、水产品企业发生聚集性感染疫情,暂停了德国、美国、巴西、英国等 23 家境外肉类生产企业产品的进口,其中 10 家是根据中方的要求,由出口企业自主提出、自主暂停对华出口措施。我们在草根调研过程中也了解到,海外肉类供应商需主动申报非瘟疫情发生情况,若货物被检测出阳性,由海外供应商承担全部退货责任,相应工厂也将被惩罚性关停,且期限不定,因此,很多海外供应商已主动暂停对中国出口。我们预计,若海外疫情无法得以缓解,我国猪肉进口量或环比回落。

图表 14 中国猪肉进口量当月值及同比增速



图表 15 我国猪肉进口量累计值及同比增速



资料来源: wind, 华安证券研究所 注: 2020 年 1 月、2 月数据

资料来源: wind, 华安证券研究所

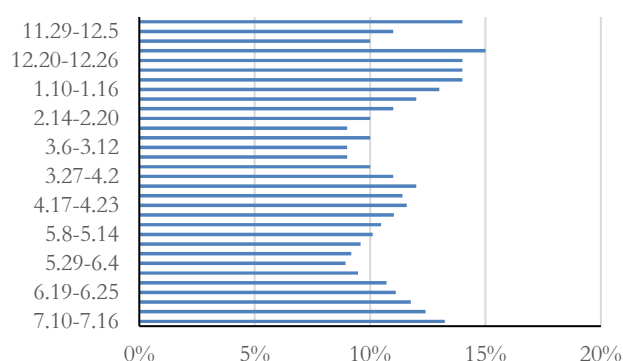
海关总署未公布

②南方暴雨影响, 非瘟疫情重抬头

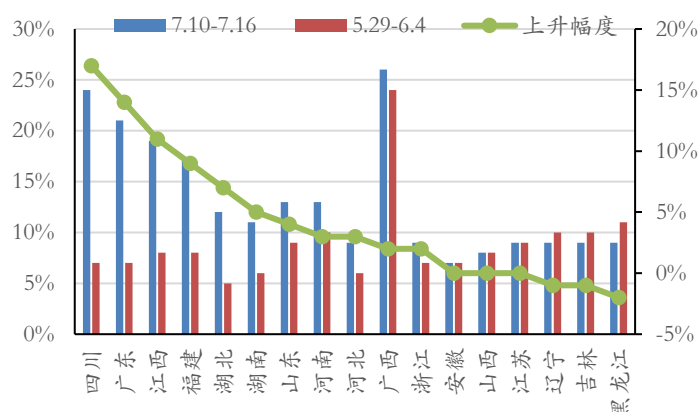
自今年春节以来, 全国非瘟疫情相对稳定。近日受南方持续暴雨影响, 南方部分省份非瘟疫情明显抬头。据涌益咨询公布数据, 7 月 10 日-16 日全国 90 公斤以内生猪出栏占比为 13.24%, 周环比回升 0.83 个百分点, 较 5 月 29 日-6 月 4 日最低点 8.94% 提升 4.3 个百分点。

分省份看, 90 公斤以内生猪出栏占比上升幅度最大的依次为四川、广东、江西、福建、湖北、湖南。7 月 10 日-16 日, 四川 90 公斤以内生猪出栏占比高达 24%, 较 5 月 29 日-6 月 4 日最低点大幅攀升 17 个百分点; 广东 21%, 较最低点大幅攀升 14 个百分点, 江西 19%, 较最低点攀升 11 个百分点, 福建 17%, 较最低点提升 9 个百分点, 湖北 12%, 较最低点提升 7 个百分点, 湖南 11%, 较最低点提升 5 个百分点。山东、河南、河北、广西、浙江、安徽、山西、江苏非瘟疫情相对稳定, 东北三省 90 公斤以内生猪出栏占比较 5 月 29 日-6 月 4 日甚至降低 1-2 个百分点。截至目前, 全国多省遭遇洪涝灾害, 非瘟疫情变化仍需紧密跟踪。

图表 16 出栏体重 90 公斤以内生猪占比



图表 17 主要省份出栏体重 90 公斤以内生猪占比对照图



资料来源：涌益咨询，华安证券研究所

资料来源：涌益咨询，华安证券研究所

3 生物安全防控全面升级，全力扩张生猪养殖

3.1 公司养殖模式：自繁自养、“公司+农户”相结合

公司生猪养殖业务的主要经营模式包括自繁自养模式和“公司+农户”合作养殖模式。

① 公司自繁自养模式是指以自营方式，管理和经营猪场，该模式包括自建繁殖场或全程自繁自养场两种：

繁殖场模式：即公司自建猪场，通过引种、配种最后达到母猪分娩仔猪，将出生仔猪饲养到保育仔猪阶段进而上市，主要上市种猪、保育仔猪、断奶仔猪；

自繁自养模式：即在繁殖场模式的基础上，将出生仔猪从哺乳、保育、生长、育肥饲养到肥猪出栏的全程阶段饲养管理模式，主要是上市育肥猪。

② “公司+农户”合作模式是根据公司自繁自养的成熟管理模式，将肥猪养殖业务链进行拆分，构建与农户（农场主）合作养殖、分工协作的新型业务模式。公司承担饲料、仔猪、兽药疫苗等原料的统一采购和供应、养殖技术的输出、肥猪的销售等工作；农户（农场主）承担猪场建设、肥猪饲养管理等工作。公司与农户（农场主）根据权责对等原则，结算成本和收益，各负其责，各享其利，在肥猪养殖业务上形成紧密的长期合作业务形态。

图表 18 生猪养殖模式优缺点对照表

	自繁自养模式	“公司+农户”模式
优势	公司制定统一的猪场建设标准及养殖设备，生猪养殖机械化程度能大大提高，实现自动化的生产工艺，养殖环境得到明显改善	轻资产运作，公司资金投入少，模式容易复制，可实现生猪规模快速扩张
	公司严格实施统一管理，易于控制质量及生产指标	农户严格按照公司要求自建猪舍，自主经营，容易激发农户的猪场管理责任心，降低委托代理风险
	公司制定统一的疾病防疫标准，可较大程度地杜绝疾病的传播	盘活农村地区闲置土地资源，增加就业，容易获得政府支持
风险	异地管理风险	养殖户的道德风险，在市场猪价高于约定回收价时，可能会有农户偷卖肥猪的情况
	对资金各方面要求很高，实现生猪规模快速扩张具有一定障碍	市场风险，在市场生猪价格低于约定回收价格时，公司价倒挂的市场风险

资料来源：Wind，华安证券研究所

3.2 种猪资源充足，生产性生物资产爆发式增长

①GGP、GP 存栏约 15 万头

公司继续致力于发展规模化养殖猪场，通过对核心猪场、扩繁场和商品场三级猪场的构建，形成了“育种—繁育—养殖”完整的生猪养殖产业链，有利于降低养殖成本。公司高度重视生猪育种工作，建立了完善的生猪育种体系。

a 公司拥有 300 余人的专业育种团队，所有现场测定人员均经过国家畜牧总站种猪生产性能测定培训，持证上岗；

b 公司采用意大利原装进口活体背膘测定仪 Mylab™ Touch Vet，可活体检查种猪背膘厚度、眼肌面积等指标；奥斯本测定站可测定每头猪每天的采食量和日增重等性状，从而提高选种选育效率。公司采用国内先进的育种管理系统，可根据实际要求进行定制，利用互联网、大数据进行数据分析与选留，大大加快了遗传进展；

c 公司下辖 7 个生猪核心育种场，5 个纯种扩繁场，拥有 GGP、GP 种猪合计约 15 万，分布于湖北、江西、安徽、四川等地。公司核心群大白猪每年每头母猪提供断奶仔猪数等性能指标明显优化，为生猪生产性能提高奠定基础；

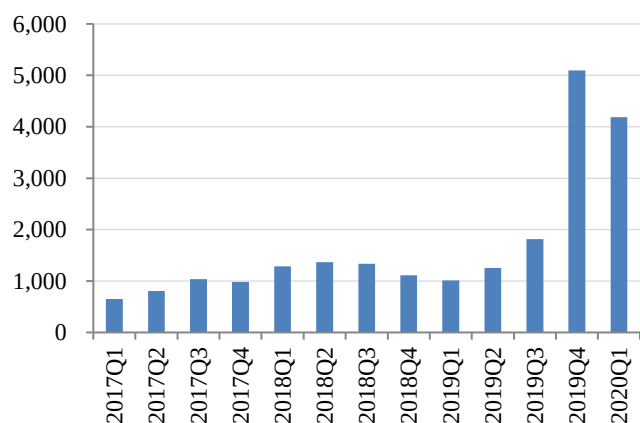
d 公司于 2020 年 3 月、7 月分别从法国引进 1020 头曾祖代和 1500 头曾祖代。

②生产性生物资产爆发式增长

2019 年 12 月 31 日，公司生产性生物资产账面价值 50.95 亿元，环比大增 181%，同比大增 35.5%，生产性生物资产大增是由于公司加大母猪繁育规模，母猪存栏增加所致，12 月末公司存栏母猪 119.75 万头，其中，能繁母猪约 50 万头，后备母猪约 70 万头，充足的种猪存栏能够保障 2020 年 900-1100 万头生猪出栏。

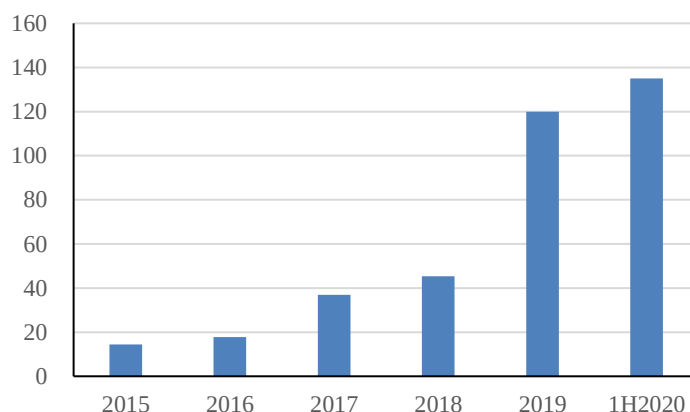
2020 年 3 月末公司存栏母猪 108 万头，其中，能繁母猪约 60 万头，后备母猪约 48 万头，6 月末母猪存栏大幅攀升至 135 万头，其中，能繁母猪 75 万头，后备母猪 60 万头，为 2021 年公司生猪出栏量高增长奠定基础。

图表 19 公司生产性生物资产价值（百万元）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 20 公司种猪存栏量走势图（万头）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 21 上市猪企生产性生物资产对照表

	2017 Q1	2017 Q2	2017 Q3	2017 Q4	2018 Q1	2018 Q2	2018Q 3	2018 Q4	2019 Q1	2019 Q2	2019 Q3	2019 Q4	2020 Q1
温氏股份	33.0	32.9	31.5	32.1	33.7	35.2	36.2	36.0	32.6	32.8	38.4	43.0	52.0

牧原股份	13.3	13.6	12.5	14.0	16.3	15.0	14.2	14.6	13.4	17.7	28.4	38.4	48.0
正邦科技	6.5	8.1	10.4	9.8	12.9	13.7	13.4	11.1	10.1	12.5	18.1	51.0	41.9
新希望	5.3	5.2	5.2	4.8	4.8	5.3	5.3	5.2	4.6	5.9	9.9	25.1	39.0
新五丰	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7	0.5	0.6	0.4
金新农	0.7	0.7	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.3	0.8	0.7	0.8	0.8
傲农生物	0.0	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7	0.8	0.8	1.1	1.2	1.8	2.5	3.3
唐人神	1.1	1.1	1.2	1.3	1.3	1.4	1.4	1.2	1.2	1.0	1.0	1.3	1.8
天康生物	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.5	0.6	0.8	2.0	2.1

资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 22 2020 年生猪出栏量预测表

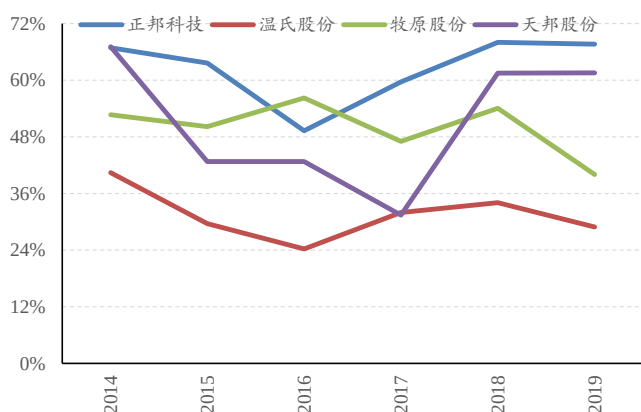
年份	报告期末种猪存栏 (万头)	次年生猪出栏量 (万头)	次年生猪出栏量/期末种猪存栏
2015	14.4	226	15.7
2016	17.8	342	19.3
2017	36.9	554	15.0
2018	45.4	570	12.6
2019E	120.0	1200	10.0

资料来源: Wind, 华安证券研究所

3.3 全力以赴扩大生猪养殖规模

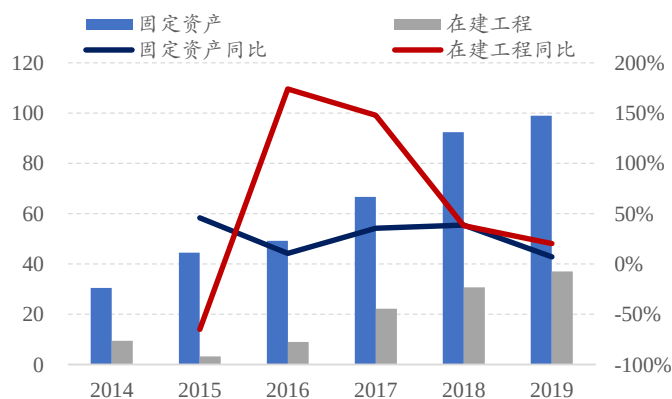
公司全力以赴扩大生猪养殖规模。在新增产能方面, 公司通过并购、新建、改扩建等多种方式, 有节奏地增加繁殖场、自繁自养场、育肥场的数量和规模, 增加合作农户、合作农场主的规模和数量, 与公司母猪存栏有效匹配, 确保公司养殖规模的有序合理增长, 抓住生猪养殖行业集中度快速提升的历史机遇, 做强做大生猪养殖业务。2014 年至 2019 年末, 公司固定资产余额由 30.52 亿元大幅攀升至 98.95 亿元, 在建工程由 9.41 亿元大幅攀升至 36.98 亿元; 2015-2019 年, 种猪存栏量由 14.4 万头上升至 120 万头, 今年年中进一步攀升至 135 万头。随着生猪养殖产能的快速提升, 公司生猪出栏量由 2014 年 146 万头攀升至 2019 年 578.4 万头, 今年全年有望达到 900-1100 万头。

图表 23 资产负债率对照图



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 24 固定资产和在建工程走势图



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 25 公司产能及出栏扩张表

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
固定资产 (亿元)	30.5	44.5	49.2	66.6	92.4	98.95
固定资产 yoy	40.10%	45.9%	10.5%	35.5%	38.6%	7%
在建工程 (亿元)	9.4	3.3	9.0	22.3	30.7	36.98
在建工程 yoy	36%	-65.1%	173.9%	147.6%	38.1%	20%
固定资产+在建工程 (亿元)	39.9	47.8	58.2	88.9	123.1	135.93
(固定资产+在建工程) yoy	39.10%	19.7%	21.7%	52.8%	38.5%	10%
种猪存栏 (万头)		14.4	17.8	36.9	45.4	120
生猪出栏量 (万头)	146.0	157.9	226.5	342.3	554.0	578.4
种猪	26.9%	5.6	3.7	7.1	8.8	
仔猪	11.5	39.0	119.7	37.0	74.0	
育肥猪	51.5	113.4	103.0	298.1	471.2	
种猪占比	83.0	3.5%	1.6%	2.1%	1.6%	
仔猪占比	7.9%	24.7%	52.9%	10.8%	13.4%	
育肥猪占比	35.3%	71.8%	45.5%	87.1%	85.1%	
固定资产 (亿元)	30.5	44.5	49.2	66.6	92.4	98.95

资料来源: Wind, 华安证券研究所

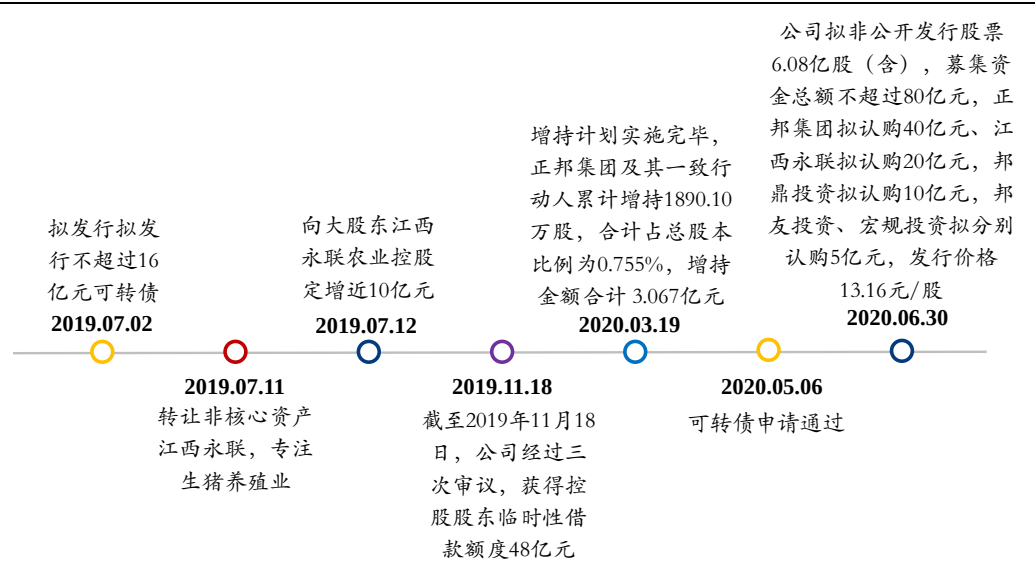
非瘟疫情并未减缓公司扩张步伐。2019 年以来,公司向大股东定增近 10 亿元,发行不超过 16 亿元可转债,获得控股股东临时性借款额度 48 亿元,并向大股东转让非核心资产,专注生猪养殖业务。2020 年 6 月 30 日,公司公告拟非公开发行募集资金总额不超过 80 亿元,其中,大股东认购比例超过 90%,募集资金 40%将用于扩张生猪养殖业务,为公司生猪养殖业务中长期发展奠定坚实基础。

- ① **向大股东定增近 10 亿元。**公司向江西永联农业控股 (第一大股东) 发行 59,876,049 股,发行价 16.58 元,实际募集资金净额 9.79 亿元,新增股份已于 2019 年 7 月 12 日上市,限售期 36 个月。募集资金用于: a、烈山区古饶谷山村正邦存栏 1.6 万头母猪繁殖场“种养结合”基地建设项目,拟投入募集资金 2.24 亿元; b、虞城正邦存栏 3.2 万头母猪繁殖场“种养结合”基地建设项目 (一期),拟投入募集资金 2.21 亿元; c、偿还银行贷款 5.47 亿元。
- ② **发行 16 亿元可转债。**募集资金用于扩张生猪养殖业务和偿还银行贷款,包括: 潘集正邦存栏 1.6 万头母猪的繁殖场“种养结合”基地建设项目、广西正邦隆安县振义生态养殖繁殖基地项目、广安前锋龙滩许家 7PS 种养结合产业园、上思正邦思阳镇母猪养殖场“种养结合”基地建设项目、南华正邦循环农业生态园项目、武定正邦循环农业生态园建设项目 (一期)、正邦高老庄 (河南) 现代农业有限公司年繁育 70 万头仔猪基地建设项目 (一期)、达州大竹文星龙门 7PS 繁殖场项目,以及偿还银行贷款 1.85 亿元。
- ③ **公司获得控股股东临时性借款额度 48 亿元。**2019 年 1 月 17 日、4 月 18 日、11 月 18 日,董事会三次审议通过《关于向控股股东借款暨关联交易的议案》,目前,公司向控股股东正邦集团临时性借款额度为不超过 48 亿元人民币,利率为同期银行贷款利率,用于短期内、临时性补充公司流动资金和归还银行贷款需求。
- ④ **转让非核心资产,专注生猪养殖业务。**2019 年 7 月 11 日,公司将江西正邦作物保护有限公司 100%股权转让给江西永联 (由公司实际控制人林印孙先

生控股), 股权转让总价 13.137 亿元, 股权转让目的是, 集中资源, 专注生猪养殖产业链打造, 提升行业竞争力。

- ⑤ **大股东超高比例认购定增, 全力扩张生猪养殖业务。** 2020 年 6 月 30 日, 公司公告拟非公开发行股票 6.08 亿股, 募集资金总额不超过 80 亿元, 其中, 正邦集团拟认购 40 亿元、江西永联拟认购 20 亿元, 邦鼎投资拟认购 10 亿元, 邦友投资、宏桂投资拟分别认购 5 亿元, 发行价格 13.16 元/股。正邦集团为公司控股股东, 江西永联、邦鼎投资、邦友投资均为公司实际控制人林印孙先生控制的公司, 宏桂投资为本次引入的战略投资者。此次定增募资大股东认购比例超过 90%, 募集资金 40% 用于扩张生猪养殖业务。

图表 26 公司扩张示意图



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

3.4 生物安全防控全面升级, 养殖成本下行拐点已现

① 生物安全防控全面升级

在非洲猪瘟疫情背景下, 猪场的生物安全防控成为影响猪场存亡的重要因素, 公司高度重视猪场生物安全问题, 全面审视自建饲料厂、自建猪场、合作养殖户在生物安全防控的软硬件投入、制度及作业流程落地, 建立了一套标准化、流程化的生物安全防控体系, 以阻断传染为核心, 建立了多层管控体系, 将猪场作为一个整体, 全方位布局生物安全防控。

公司所有种猪场将头胎母猪、多胎母猪分区饲养, 减少后备母猪与经产母猪的互相冲击, 提高生产效率, 有助于后端育肥的批次管理; 公司采用三级洗消管理, 四区划分、分区管理, 及五流管理, 杜绝外来传染源; 公司实行全时全覆盖监测, 发生异常时, 做到快速处理; 此外, 公司对生物安全防控管理形成了专项考核激励机制, 严格管控各个环节节点, 为公司生猪养殖业务实现逆市快速发展提供坚实保障。

图表 27 生物安全防控措施

	主要措施
二段饲养	所有种猪场将头胎母猪、多胎母猪分区饲养, 不得交叉, 减少后备猪与经产猪的互相冲击, 提高生产成绩, 有利于后端育肥的批次管理。
三级洗消管理	分别对外来车辆、中转专用车辆进行洗消处理, 对所有物资(含饲料、兽药疫苗、生活物资、水源及

	其他低值易耗品) 进行消毒处理, 对飞鸟、苍蝇、鼠虫等进行专项防控, 杜绝外来传染源。
四区划分, 分区管理	将猪场划分为生产区、生活区、环保区和隔离区, 进行分区管理, 相互隔离。生产区又分隔成若干小单元, 独立管理, 严禁串区串栋。育肥实行同批次投苗、同批次销售, 减少与外界接触。
五流管控	针对人流、猪流、物流、车流和污流分开展控, 建立各自标准化操作流程和关键节点。针对人员管控, 做到场外隔离 48 小时, 场内隔离 24 小时, 对进场人员的头发、手、衣物进行标准化检测, 严禁携带猪肉、牛奶等违禁物品, 携带物品拆包消毒等。猪流管控, 对场内出猪流程, 场外猪只中转等每个细节进行管控, 实现标准操作, 对正常进出猪只, 淘汰猪, 无害化处理猪分流操作不交叉, 对赶猪人、司机、工具、通道的每个操作细节进行管控, 严格消毒, 避开雨天卖猪, 各环节不得出现回头猪。物资管控, 做到饲料中转, 围墙外打料, 物资拆开消毒等, 车流管控做到场内场外及中转车分开管理, 污物设置专门通道等
全时全覆盖监测	依据病毒 7-14 天的潜伏期, 每周监测一次, 两次监测均无异常基本可排除潜伏期。每次监测覆盖猪群、水源、栋舍外环境、返场人员等 70 多个采样类型, 涉及猪鼻子拭子、肛门拭子、抗凝血、门把手、漏与缝隙、粪口、粪沟、限位栏中部和底部、蓄水池、水井、出猪台地面、赶猪人鞋底、出猪台墙角、料员头发、手心、手背、衣领等 700 多个采样点。发现异常时, 本着谨慎性原则, 快速处理

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 28 三级洗消管理



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 29 五流管控



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

② 生猪养殖成本下行拐点已现

自 2019 年 10 月以来, 公司育肥猪均重、出栏价格不断改善。2020Q1 公司生猪养殖业务净利润约 8.5 亿元, 外购仔猪育肥完全成本为 29.1 元/公斤, 自繁仔猪育肥完全成本为 21.3 元/公斤。其中, 异常成本 6 元/公斤:

- a) 因三元母猪性能较差，通常使用 2 胎即淘汰，造成 2020Q1 三元母猪淘汰比例较高，每月淘汰率达 8%，多淘汰部分造成损失 3.2 亿元；
- b) 固定资产与租赁场闲置产能增加摊销费 1 亿元；
- c) 2020Q1 出栏肥猪对应 2019Q3 批次仔猪，当时存活率受非瘟疫情影响较差。

2020Q2 公司实现净利润 14.5-15.5 亿元，根据我们估算，自繁仔猪育肥完全成本环比下降约 3 元/公斤，外购仔猪育肥完全成本环比下降约 2.5 元/公斤，成本下降主要来自于淘汰母猪量减少和育肥猪存活率的上升。随着 Q3、Q4 生猪出栏量的逐季提升，摊销费、代养费、期间费用等单位成本均会下降，公司生猪养殖成本拐点已现。

4 盈利预测与投资建议

公司种猪资源充足，2020 年 6 月末母猪存栏已达到 135 万头（能繁母猪 75 万头），为 2021 年高增长奠定了坚实基础。非瘟疫情并未减缓公司扩张步伐，公司通过定增、发行可转债、转让非核心资产、获得控股股东临时性借款额度等方式，全力做大做强生猪养殖业务。

在非洲猪瘟疫情背景下，猪场生物安全防控成为影响猪场存亡的重要因素，公司建立了一套标准化、流程化的生物安全防控体系，以阻断传染为核心，建立了多层管控体系，将猪场作为一个整体，全方位布局生物安全防控。自 2019 年 10 月以来，公司育肥猪均重、出栏价格不断改善，2020Q2 生猪养殖成本环比首降，成本拐点已现。

我们预计 2020-2022 年公司生猪出栏量 1000 万头、1600 万头、2400 万头，出栏生猪均价 32 元/公斤、26 元/公斤、22 元/公斤，对应收入 501.9 亿元、629.9 亿元、779.2 亿元，对应归母净利润 92.4 亿元、111.3 亿元、119.7 亿元，同比分别增长 461%、20.4%、7.6%，对应 EPS3.69 元、4.45 元、4.78 元。生猪板块在盈利高点 PE 超过 10 倍，我们给予公司 2020 年 10 倍 PE，合理估值 36.9 元，给予“买入（首次）”评级。

风险提示：

生猪出栏不及预期；猪价上涨不及预期

财务报表与盈利预测

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	10747	26090	35476	46255
现金	2955	13453	19747	26080
应收账款	211	431	0	0
其他应收款	1170	1324	1662	2056
预付账款	905	843	1081	1391
存货	5138	9369	12016	15457
其他流动资产	369	670	970	1271
非流动资产	20085	24223	28740	33852
长期投资	122	122	122	122
固定资产	9895	11425	12955	14485
无形资产	346	346	345	345
其他非流动资	9722	12330	15317	18901
资产总计	30832	50314	64215	80107
流动负债	16243	17715	21282	25244
短期借款	4498	4498	4498	4498
应付账款	1657	3021	3875	4985
其他流动负债	10088	10196	12909	15761
非流动负债	4615	5195	4174	3891
长期借款	2324	1304	284	0
其他非流动负	2291	3891	3891	3891
负债合计	20858	22910	25457	29135
少数股东权益	581	770	997	1241
股本	2450	3058	3058	3058
资本公积	3469	10862	10862	10862
留存收益	3474	12713	23841	35811
归属母公司股东	9393	26634	37762	49731
负债和股东权	30832	50314	64215	80107

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	3924	7069	12834	12700
净利润	1647	9239	11128	11969
折旧摊销	1112	471	471	471
财务费用	346	292	281	248
投资损失	-649	0	0	0
营运资金变动	1193	-3373	475	-484
其他经营现金	728	13053	11131	12949
投资活动现金	-5471	-4860	-5239	-5835
资本支出	-5697	-4780	-5239	-5835
长期投资	226	-80	0	0
其他投资现金	0	0	0	0
筹资活动现金	2913	8289	-1301	-532
短期借款	805	0	0	0
长期借款	-1020	-1020	-1020	-284
普通股增加	86	608	0	0
资本公积增加	1464	7393	0	0
其他筹资现金	1578	1308	-281	-248
现金净增加额	1366	10498	6294	6334

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	24518	50186	62988	77922
营业成本	20658	37673	48316	62153
营业税金及附加	40	82	103	127
销售费用	647	679	713	749
管理费用	1215	1276	1340	1407
财务费用	377	292	281	248
资产减值损失	-10	0	0	0
公允价值变动收	0	0	0	0
投资净收益	649	0	0	0
营业利润	1830	9742	11682	12547
营业外收入	90	54	54	54
营业外支出	216	305	305	305
利润总额	1704	9491	11431	12295
所得税	11	63	76	82
净利润	1693	9428	11355	12214
少数股东损益	46	189	227	244
归属母公司净利润	1647	9239	11128	11969
EBITDA	2676	10455	12371	13188
EPS (元)	0.66	3.69	4.45	4.78

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	10.9%	104.7%	25.5%	23.7%
营业利润	609.9%	432.3%	19.9%	7.4%
归属于母公司净利	751.5%	461.0%	20.4%	7.6%
获利能力				
毛利率(%)	15.7%	24.9%	23.3%	20.2%
净利率(%)	0.26%	6.7%	18.4%	17.7%
ROE(%)	17.5%	34.7%	29.5%	24.1%
ROIC(%)	7.9%	26.4%	24.7%	21.1%
偿债能力				
资产负债率(%)	67.6%	45.5%	39.6%	36.4%
净负债比率(%)	209.1%	83.6%	65.7%	57.2%
流动比率	0.66	1.47	1.67	1.83
速动比率	0.29	0.90	1.05	1.16
营运能力				
总资产周转率	0.80	1.00	0.98	0.97
应收账款周转率	116.32	116.32	—	—
应付账款周转率	12.47	12.47	12.47	12.47
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊	0.66	3.69	4.45	4.78
每股经营现金流	1.57	2.82	5.13	5.07
每股净资产(最新	3.75	10.64	15.08	19.87
估值比率				
P/E	24.62	5.06	4.20	3.91
P/B	4.32	1.76	1.24	0.94
EV/EBITDA	17.33	5.16	3.77	3.03

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深 300 指数。