

农林牧渔

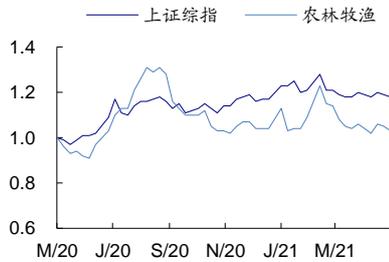
农林牧渔 2021 年中度投资策略

超配

(维持评级)

2021 年 05 月 09 日

一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《农林牧渔 2021 年 5 月投资策略: 生猪板块拐点向上, 重点布局海大、牧原与科前》——2021-05-04
《农产品研究跟踪系列报告 (10): 生猪链布局正当时, 核心推荐牧原与科前》——2021-04-25
《农林牧渔 2021Q1 基金持仓分析: 农业超配增强, 成长股重仓提升》——2021-04-24
《农产品研究跟踪系列报告 (9): 看好数字化领导者海大, 生猪链推荐牧原与科前》——2021-04-18

证券分析师: 鲁家瑞

电话: 021-61761016
E-MAIL: lujiarui@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520110002

联系人: 李瑞楠

电话: 021-60893308
E-MAIL: liruinan@guosen.com.cn

行业投资策略

优质标的成长主线清晰 重点布局把握增长红利

● **乡村振兴: 农业供给侧改革的窗口来临, 重仓成长股“海大集团”**
乡村振兴是中国崛起发展的必然, 未来农业将经历工业化和数字化的供给侧革命, 供给侧从分散到集中的过程会产生更伟大的公司。由此, 我们认为行业内提前进行数字化的企业将充分受益, 核心推荐自身管理层优秀、熵减进化持续突破增长的农业成长股海大集团。

● **生猪链: 看好 2021 行情, 核心推荐成长股“牧原股份”**

核心关注两点: 1) 2021 年疫情会更加奖励管理能力强的养殖群体, 业绩分化可能更为极端; 2) 猪价下行速度放缓, 规模养殖市占率快速提升。核心推荐养殖成长股牧原股份, 建议布局边际向好的养殖先锋。

● **禽链: 盈利中心在消费, 核心推荐“湘佳、圣农与立华”**

禽链的成长股机会不在于养殖, 而在于消费。黄羽鸡行业的未来是冰鲜, “大行业+渗透率低+龙头市占率低”是该行业的特点, 未来是有可能诞生优秀的消费企业。白羽鸡行业相对成熟, 从我们调研来看, 产业链整体正在向食品深加工下沉, 行业龙头有望迎来估值修复。禽链推荐: 湘佳股份、圣农发展和立华股份。

● **动保: 生猪规模化带动猪苗行业扩容, 看好“科前”贝塔行情**

科前生物是顺牧原逻辑向上游寻找的标的, 看好逻辑如下: 1) 随着头部猪企市占率提升, 非强免市场苗需求同比例提升, 行业扩容; 2) 非瘟下大企业对疫苗企业的研发和服务要求提升, 科前凭借研发与综合服务优势将发展为平台类企业, 将充分受益行业变革, 市占率有望快速提升。

● **种植链: 种业仍有跟踪价值, 静待转基因带来板块共振**

看好种植链景气上行, 给予重点推荐。此外, 种业卡脖子技术被重视, 期待转基因落地后带来的行业格局重塑; 考虑到玉米等粮价景气上行, 种业将迎来周期与成长共振, 建议板块性配置。

● **投资建议**

自下而上推荐成长股, 核心推荐: 海大集团、牧原股份、科前生物、湘佳股份、圣农发展、金龙鱼。自上而下看好顺周期的种植与动保。其中, 种植链: 1) 种业推荐: 隆平高科、荃银高科、登海种业、大北农; 2) 种植推荐: 苏垦农发、中粮糖业。动保推荐: 科前生物、生物股份。

● **风险提示: 恶劣天气带来的风险; 不可控的动物疫情引发的潜在风险。**

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2021E	2022E	2021E	2022E
002311	海大集团	买入	81.81	135,904	1.97	2.37	42	35
002714	牧原股份	买入	106.09	398,827	10.66	8.32	10	13
688526	科前生物	买入	38.89	18,084	1.44	1.97	27	20
002982	湘佳股份	买入	44.01	4,484	2.16	3.01	20	15
002299	圣农发展	未评级	25.87	32,193	1.33	2.01	19	13
300999	金龙鱼	买入	73.90	400,656	1.54	1.63	48	45
000998	隆平高科	买入	17.28	22,757	0.28	0.45	62	38

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

内容目录

乡村振兴：农业发展窗口来临 重仓成长股海大集团	4
历史机遇：看好农业供给集中化与规模化 优质公司或迎快速成长	4
投资建议：把握大农业领域成长股海大集团	6
生猪链：看好 2021 行情 核心推荐成长股牧原股份	7
猪价：预计 5 月底-8 月启动反弹，反弹高度乐观看 30 元/公斤	7
非瘟：疫情奖励养殖管理强的群体，规模企业市占率加速提升.....	8
投资建议：重点推荐养殖成长股牧原股份.....	9
禽链：白羽鸡与黄羽鸡的盈利核心在消费	10
禽价：产能保持高位 养殖周期弱势.....	10
黄羽鸡：黄鸡消费看冰鲜，冰鲜成长选湘佳与立华	12
白羽鸡：白鸡消费在深加工，把握龙头圣农发展.....	13
投资建议：推荐具备消费属性的湘佳股份、圣农发展、立华股份	15
动保：推荐科前生物，建议关注生物股份和普莱柯	16
批签发数据：Q1 整体表现向好 非瘟抬头利好动保龙头	16
投资建议：推荐科前生物，建议关注生物股份和普莱柯	16
种植：种业仍有跟踪价值，静待转基因带来板块共振	17
粮价：饲料粮价格依然坚挺 口粮存在温和涨价基础.....	17
种业：一号文重点关注 转基因或加速落地.....	18
投资建议：板块性推荐种子与种植	19
国信证券投资评级	21
分析师承诺	21
风险提示	21
证券投资咨询业务的说明	21

图表目录

图 1: 海大不断对自身做缩减, 为拓展新业务积累技术、组织能力、人才和思想储备, 保持组织活力	5
图 2: 近期猪价出现合理回调	7
图 3: 春节后是猪肉消费淡季, 5-8 月有望开启季节性反弹	7
图 4: 阶段性冻肉库存对猪价会有所压制	7
图 5: 冬季仔猪死淘数量较多, 支撑 5-8 月走强	7
图 6: 牧原 21Q1 头均盈利(元)与同类企业的差距进一步拉大	8
图 7: 白羽肉鸡祖代鸡存栏(在产+后备)	10
图 8: 白羽肉鸡父母代鸡存栏(在产+后备)	10
图 9: 白羽肉鸡父母代鸡苗价格与销售量	10
图 10: 白羽肉鸡商品代鸡苗销售价格与销售量下滑	10
图 11: 黄羽肉鸡祖代鸡存栏(在产+后备)	11
图 12: 黄羽肉鸡父母代鸡存栏(在产+后备)	11
图 13: 黄羽肉鸡父母代雏鸡销售价格持续下行	11
图 14: 黄羽肉鸡商品代雏鸡销售价格与销售量情况	11
图 15: 2018 年黄羽肉鸡养殖行业 CR5 达 33%	12
图 16: 白羽肉鸡行业父母代种鸡企业及屠宰企业 CR10 基本接近 50%	12
图 17: 我国冰鲜禽消费占比约 5%	13
图 18: 我国冰鲜黄鸡市场规模保持高速增长	13
图 19: 我国白羽肉鸡养殖全部依赖国外引种	14
图 20: 白鸡养殖企业在 2016-2017 年下行周期的盈利较差	14
图 21: 中央厨房市场规模增长迅速	14
图 22: 我国餐饮行业收入额及增速	14
图 23: 头部动保企业 2021Q1 批签发量及同比增速情况	16
图 24: 20Q1-21Q1 头部动保企业批签发数据环比增速情况	16
图 25: 国际大豆期货收盘价不断走高(美分/蒲式耳)	17
图 26: 国内大豆现货价持续上涨(元/吨)	17
图 27: 2020 年 7 月以来国际玉米期货价快速上涨	18
图 28: 国内玉米现货价(元/吨)仍处于高位	18
图 29: 国内玉米种植主要集中在东北与黄淮海地区	19
图 30: 转基因放开, 玉米种子利润空间扩容明显	19
表 1: 公司陆续开展股权激励计划、员工持股计划、员工跟投计划, 将公司与员工利益深度绑定	5
表 2: 头部生猪企业 21Q1 业绩分化明显, 牧原表现亮眼	8
表 3: 禽饲料转化率高, 养殖领先者难有超额收益	12
表 4: 中国冰鲜黄鸡市场规模测算, 远期规模有望达 731 亿元	13
表 5: 全球大豆供需平衡表	17
表 6: 全球玉米供需平衡表	18

乡村振兴：农业发展窗口来临 重仓成长股海大集团

历史机遇：看好农业供给集中化与规模化 优质公司或迎快速成长

农业或将迎来城市反哺的历史性窗口。我们认为乡村振兴战略不仅关乎三农问题，更关乎国内整体经济的走向，因为农村蕴含着广阔的消费市场。目前农村劳动力缺乏及产能低效的问题较为突出，一方面，农村人口结构加速老龄化，近年来城镇化率快速增长，大量农村的年轻人务农的积极性较低，纷纷涌入城镇务工；另一方面，农业生产非常分散，无法充分利用规模效益，构筑成本优势，并且农户专业化程度低，导致产能低效，整体生产集中度仍有较大提升空间。由于粮食供给必须掌握在自己的手中，合理提升农民收入是大势所趋，因此农业或将迎来城市反哺的历史性窗口。

未来农业将开启数字化和工业化的供给侧改革，供给端将从分散到集中。从农业行业的具体变革来看，乡村振兴的浪潮或将推动以下两方面的发展：

第一，推进农业生产的数字化。2021年一号文中明确提出：发展智慧农业，建立农业农村大数据体系，推动新一代信息技术与农业生产经营深度融合。加强乡村公共服务、社会治理等数字化智能化建设。

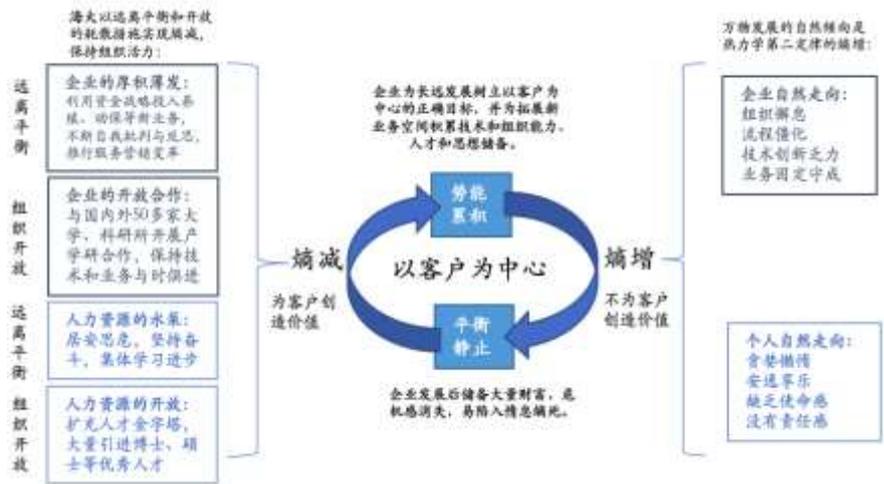
第二，农业现代化、工业化水平有望大幅提升。关于农业的现代化、工业化、产业化，一号文提到：推进现代农业经营体系建设。支持市场主体建设区域性农业全产业链综合服务中心。支持农业产业化龙头企业创新发展、做大做强。吸引城市各方面人才到农村创业创新，参与乡村振兴和现代农业建设。

目前行业内领先的优秀公司已开始积极推进农业生产数字化的改革，大举投入数字化供应链与服务体系性的建设。以海大集团为例，其旗下福建海大饲料有限公司于2020年6月成立数字化服务部，打造集养殖问题、技术团队、素材库、线上营销于一体的多元数字化平台，通过对养殖大数据进行搜集、整理、分析，在线上快速高效地为养殖户提供解决方案，持续增加客户价值。另外，公司通过推动SAP和EPS、业务共享系统等管理软件落地，内部运营实现数字化和线上化，大幅提升管理及运营效率，具体来看：一方面，公司能通过对各分子公司大数据作对比，找出高效节能的运营方法，并实现优秀模式的可复制性推广；另一方面，生产、研发、采购、人力等不同部门能更快速及时地响应市场，并灵活高效地匹配市场需求。我们认为，数字化的应用使得农业生产的效率大大提升，供给侧的工业化浪潮将推动行业的优秀公司快速发展。

在“工业化”浪潮的大行业趋势下，推荐管理层优秀的海大集团，逻辑如下：

1) 海大是一个主动做熵减，主动去进化的公司。业务方面，公司允许内部小成本犯错试探，一旦试探成功，在好的激励下，公司就会快速并且成功开拓新领域；公司历史上业务的拓展也证明了这一点，根据公司2021Q1业绩披露，公司生猪养殖的成本管控效果及盈利大幅超市场预期，另外公司在2020年底又成立反刍饲料事业部，由原公司华东大区总经理掌舵，助力公司从2000万吨向4000万吨的饲料销量战略目标前进；这表明公司主动进化，通过对自身做熵减，打破原有的经营平衡状态，进而保持组织活力，不断拥有活力之源。行业方面，公司业务对应的是农业从田园到餐桌的十几万亿的市场，市场空间广阔。公司在提升饲料行业市占率的同时，未来有望不断在农牧领域做上下延伸，打造农牧巨头。

图 1: 海大不断对自身做熵减, 为拓展新业务积累技术、组织能力、人才和思想储备, 保持组织活力



资料来源: 华为大学《熵减: 华为活力之源》, 海大集团公司公告, 国信证券经济研究所整理

2) 公司的核心竞争力来源于在优秀管理层的领导下, 团队具备围绕客户价值的集体学习能力, 同时通过切实有效的员工激励制度, 进而由上而下地调动整个公司的主观能动性。管理方面, 采购、销售、配方、生产快速联动的“四位一体”体系提高了公司的市场反应速度, 采购和配方的前瞻性布局使得公司在玉米、豆粕等饲料原材料价格大幅上涨的背景下, 饲料配方研发技术及数字化优势进一步放大, 精准匹配出最佳性价比配方, 相对行业获得单位超额收益的能力持续提升, 从而不断巩固自身市场领先地位。激励方面, 公司于 2021 年 4 月公告新一轮股票期权激励计划, 拟向激励对象授予的股票期权数量为 5500 万份, 约占目前公司股本总额的 3.31%, 首次授予涉及的激励对象共计 4083 人; 本次股权激励覆盖范围明显扩容, 主要针对公司的中高层核心骨干员工, 更有利于自上而下带动团队的积极性, 进一步彰显管理层的发展信心。

表 1: 公司陆续开展股权激励计划、员工持股计划、员工跟投计划, 将公司与员工利益深度绑定

时间	激励方式	激励方式的特点	激励对象
2011 年	股票期权	激励对象可通过行权获得未来股价上涨的收益, 同时也能放弃该权利, 无需承担股价下跌的损失; 同时公司无需立即支付现金, 节省了资金成本, 适合扩张期和成长期的企业。	121 名核心管理、技术、业务人员
2014 年	股票期权及限制性股票	公司对在第一次股权激励计划中授予了股票期权的员工继续授予限制性股票, 同时增加新的股票期权授予对象名额。	466 名董事、高级及中层管理人员、核心技术及业务人员
2016 年	限制性股票	公司通过设定解锁条件, 可以对激励对象的工作年限或业绩目标进行限定, 股票价格直接影响激励对象的收益。	1461 名董事、高级及中层管理人员、核心技术及业务人员
2017 年	员工持股计划	由“广发原驰·海大核心员工持股计划 1 号单一资产管理计划”通过二级市场完成公司股票购买, 建立公司与员工的利益共享与资源配置机制, 提升员工的凝聚力。	不超过 20 名董事、监事、高级管理人员和其他核心人员
2018 年	员工持股计划	由“广发原驰·海大核心员工持股计划 2 号单一资产管理计划”通过二级市场完成公司股票购买。	不超过 30 名董事、监事、高级管理人员和其他核心人员
2018 年	员工持股计划	出资员工以有限合伙的形式入股总部或区域跟投平台, 与海大集团共同投资设立新公司。	所有董事、监事、高级管理人员和其他核心人员
2019 年	员工持股计划	由“广发原驰·海大核心员工持股计划 3 号单一资产管理计划”通过二级市场完成公司股票购买	不超过 30 名董事、监事、高级管理人员和其他核心人员
2021 年	股票期权	激励对象可通过行权获得未来股价上涨的收益, 同时也能放弃该权利, 无需承担股价下跌的损失; 同时公司无需立即支付现金, 节省了资金成本, 适合扩张期和成长期的企业。	4,083 名董事、高级管理人员及核心或骨干(技术业务)人员

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理和估算

投资建议：把握大农业领域成长股海大集团

乡村振兴将推动大农业领域的优质公司快速成长，核心看好管理层优秀的数字化领导者海大集团。我们认为在乡村振兴背景下，农业工业化及数字化的供给侧革命的拐点来临，在供给侧从分散到集中的过程中，极有可能诞生伟大的公司。海大作为农业数字化的领导者或将最为受益农业的工业化和数字化浪潮，其得益于长期技术研发积累的动物营养需求数据库及能实现多种原材料替代的成本最优配方技术，为原材料替代做好充足技术准备，在原材料价格大幅提升时，相对行业取得较大的成本竞争优势，市场领先地位不断巩固。持续强化的数字化能力成为海大实现专业化生产的重要支撑，预计未来公司相对于行业的单位超额收益有望进一步拉大，有望成为农牧行业的数字化标杆企业。

生猪链：看好 2021 行情 核心推荐成长股牧原股份

猪价：预计 5 月底-8 月启动反弹，反弹高度乐观看 30 元/公斤

从两年维度看，猪周期处于下行阶段，但我们认为在缺乏有效非洲猪瘟疫苗的大背景下，非瘟防控或将成为行业常态，也因此给行业带来两个新变化：1) 猪价下行速度放缓；2) 散养户会加速退出行业，规模企业市占率加速提升。

短期，猪价 20 元/公斤有强支撑，预计 5 月猪价开启反弹。近日猪价回调有两方面原因：1) 季节性需求疲软；2) 近日二次育肥带来的大猪供应增多；3) 进口冻肉集中出库，造成供给阶段性增多。我们认为 20 元/公斤的猪价仍有较强支撑，核心依据在于：在非洲猪瘟干扰下，养殖成活率有所下降，再考虑饲料原材料上行，整体行业养殖成本均有所抬升，从我们调研结果来看，大部分生猪企业自繁自养的养殖成本高于 20 元/公斤。因此我们判断 20 元/公斤的价格具备较强支撑。

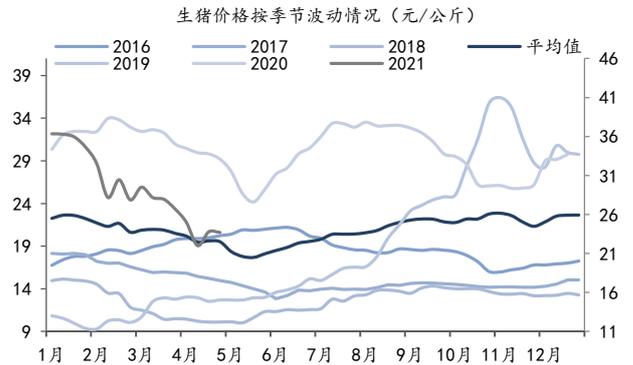
此外，行业冻肉库存目前较高，考虑到冻肉的消化，我们判断猪价启动时间大概率会在 5 月下旬。本次猪价反弹高点看 30 元/公斤，核心原因在于冬季受非瘟干扰，仔猪死淘数量较多，仔猪数量显著下降，对应到 5 个月以后的生猪出栏量应该也会有所减少，将加大今年 5-8 月份生猪供给短缺。另外从历年猪价变动来看，5 月通常是猪价的年内低点，5 月开始在需求端回暖的推动下，猪价反弹的可能性较大。综上所述，我们认为生猪板块拐点向上，布局时点来临。

图 2：近期猪价出现合理回调



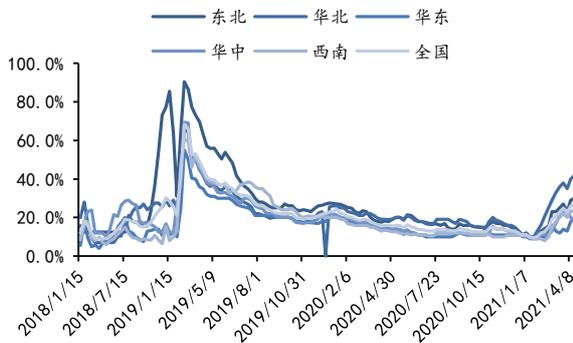
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 3：春节后是猪肉消费淡季，5-8 月有望开启季节性反弹



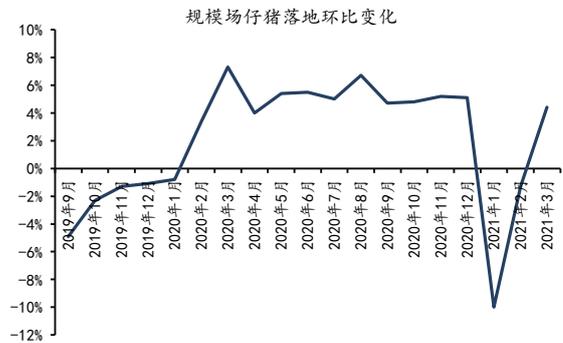
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 4：阶段性冻肉库存对猪价会有所压制



资料来源：涌益咨询，国信证券经济研究所整理

图 5：冬季仔猪死淘数量较多，支撑 5-8 月走强



资料来源：农业部，国信证券经济研究所整理

非瘟：疫情奖励养殖管理强的群体，规模企业市占率加速提升
管理能力强的猪企受益非瘟，业绩或加速分化

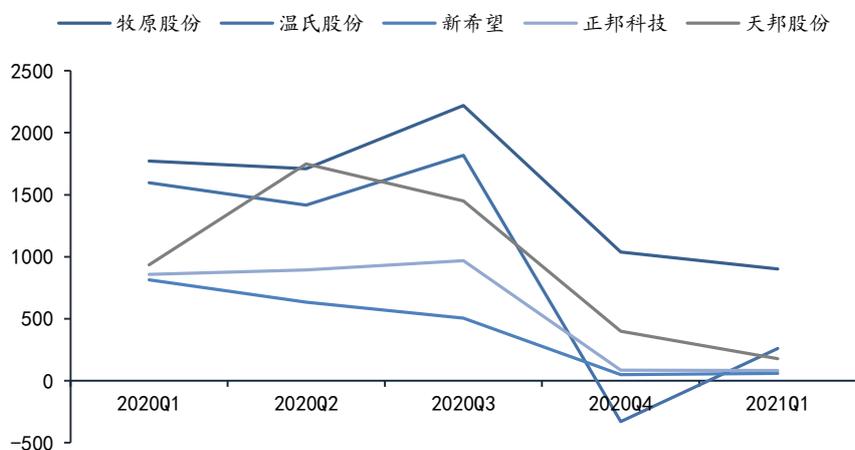
2021年非洲猪瘟疫情会更加奖励管理能力强的养殖群体，业绩分化可能更为极端。从头部生猪企业21Q1生猪出栏量及业绩预告来看，生猪行业整体受非瘟影响较大，业绩加速分化。其中，牧原股份业绩表现靓丽，公司Q1实现出栏量772万头，同比增长201%，环比增长24%，Q1头均盈利预计达907元，单位超额收益与同行的差距进一步拉大。另外，牧原股份4月份出栏生猪314.5万头，表现继续超预期，销售收入实现同比增长98.60%，环比增长12.27%，成长股特性进一步凸显，公司全年出栏数量及业绩有望继续保持高增长。

表 2：头部生猪企业 21Q1 业绩分化明显，牧原表现亮眼

企业名称	Q1 出栏量 (万头)	Q1 出栏量同比	Q1 出栏量环比	Q1 归母净利润 (亿元)	业绩同比 (%)	头均盈利 (元)	21 年出栏预期 (万头)
牧原股份	772	201%	24%	69.63	69%	902	4300
温氏股份	210	-7%	-15%	5.44	-71%	259	1500
新希望	228	177%	-42%	1.37	-92%	60	2500
正邦科技	258	146%	-29%	2.12	-77%	82	2000
天邦股份	110	114%	5%	1.95	-59%	177	700

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 6：牧原 21Q1 头均盈利（元）与同类企业的差距进一步拉大



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

疫情干扰产能正常迭代，看好 2021 生猪行情

非瘟将使猪价下行速度放缓，规模养殖市占率快速提升。虽然疫苗无效，但从国外防控经验来看，养殖群体可以通过生物安全隔离的方式有效防控非洲猪瘟，因为该病毒虽毒性高，但传播性较差。非瘟传播性差的特性就决定了国内未来疫情的发病情况跟病毒的传播难易程度相关，而传播难易程度直接与养殖密度成正向关系。因此，我们对疫情未来的演绎可以得出两个先验结论：1) 随着各地区养殖密度的提升，2021年疫情相对2020年抬头的概率很大，但养殖密度降低后，疫情将进入自发可控阶段；2) 生物安全隔离优势明显的养殖群体可以

更好地抵抗疫情对产能的干扰，也就是说规模大企业在接下来的疫情防控中，相对散养户优势明显，头部企业市占率快速提升。

投资建议：重点推荐养殖成长股牧原股份

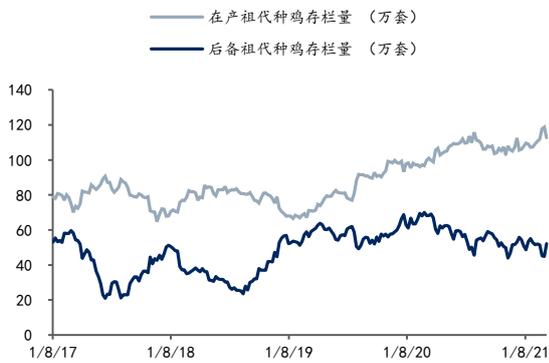
生猪价格近期出现阶段性调整，预计猪价 5-8 月有望反弹，生猪板块的布局拐点来临。我们看好 2021 行情，核心推荐成长股牧原股份。核心关注两点：1) 2021 年非洲猪瘟疫情会更加奖励管理能力强的养殖群体，业绩分化可能更为极端；2) 猪价下行速度放缓，规模养殖市占率快速提升。标的推荐方面，核心推荐养殖成长股牧原股份，其凭借自繁自养养殖模式，防控疫情优势明显，市占率有望快速提升；另外，考虑到牧原成本低&出栏速度快，是行业优质成长股，业绩有望维持稳健增长。其次，建议布局边际好转的养殖先锋。

禽链：白羽鸡与黄羽鸡的盈利核心在消费

禽价：产能保持高位 养殖周期弱势

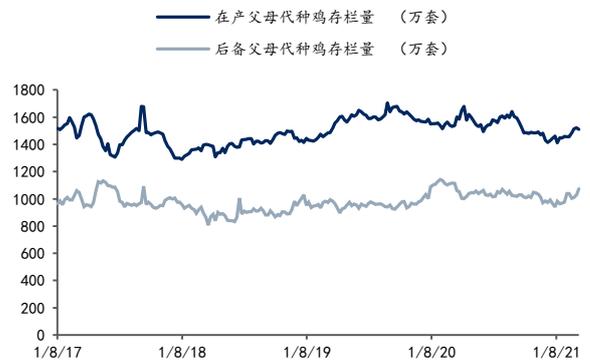
白羽鸡与黄羽鸡供给能力充足，面临产能过剩的风险。从禽业分会监测数据来看，行业自 2019 年以来，产能快速恢复。白羽肉鸡方面，截止 2021 年 3 月 14 日，祖代鸡存栏（在产+后备）165 万套，父母代存栏（在产+后备）2584 万套，祖代与父母代种鸡存栏均处于历史高位，预计短期内高存栏的趋势将继续保持。黄羽肉鸡方面，截止 2021 年 4 月 25 日，国内祖代鸡存栏（在产+后备）263 万套，父母代存栏（在产+后备）2418 万套，数据均处于历史较高水平。据中国饲料工业协会统计数据显示，全国 2021 年 3 月，蛋禽饲料产量 253 万吨，同比下降 16.8%；肉禽饲料产量 713 万吨，同比增长 1.4%。我们判断，白羽鸡与黄羽鸡供给能力充足，面临产能过剩的风险，未来整体禽业周期下行，周期机会无望。

图 7：白羽肉鸡祖代鸡存栏（在产+后备）



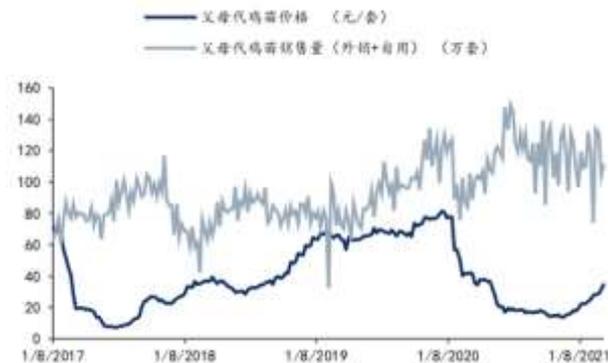
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，国信证券经济研究所整理

图 8：白羽肉鸡父母代鸡存栏（在产+后备）



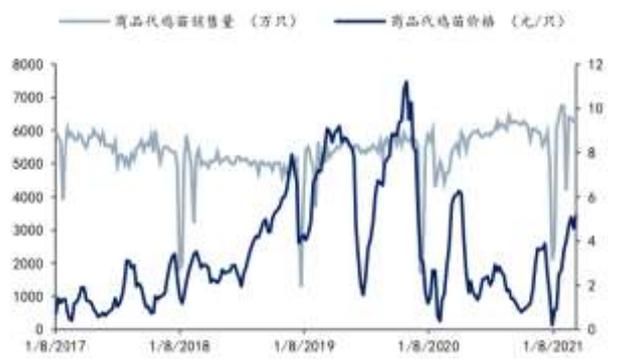
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，国信证券经济研究所整理

图 9：白羽肉鸡父母代鸡苗价格与销售量



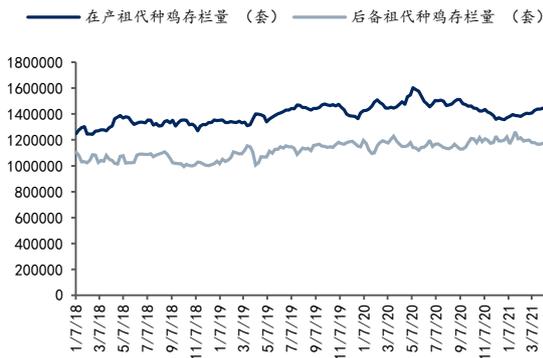
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，国信证券经济研究所整理

图 10：白羽肉鸡商品代鸡苗销售价格与销售量的下滑



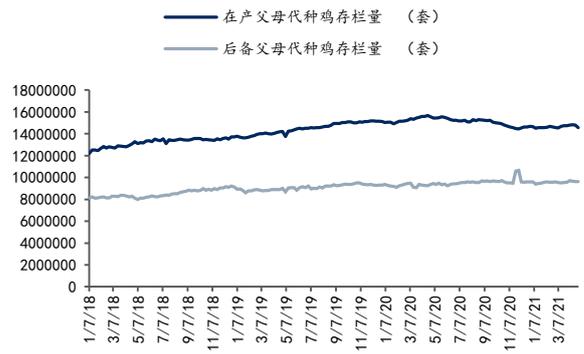
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，国信证券经济研究所整理

图 11: 黄羽肉鸡祖代鸡存栏 (在产+后备)



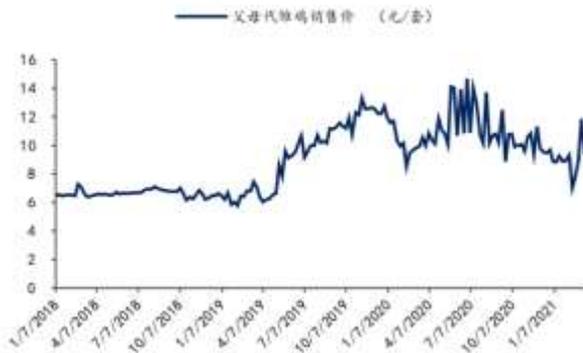
资料来源: 中国畜牧业协会禽业分会, 国信证券经济研究所整理

图 12: 黄羽肉鸡父母代鸡存栏 (在产+后备)



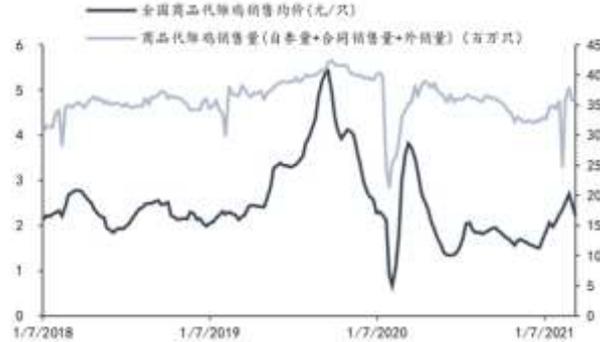
资料来源: 中国畜牧业协会禽业分会, 国信证券经济研究所整理

图 13: 黄羽肉鸡父母代雏鸡销售价格持续下行



资料来源: 中国畜牧业协会禽业分会, 国信证券经济研究所整理

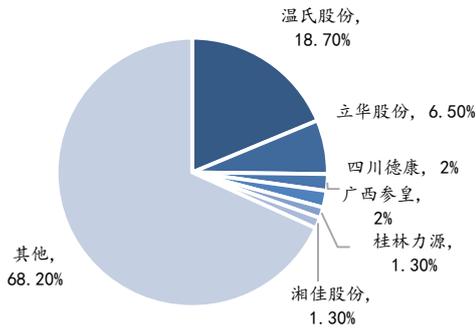
图 14: 黄羽肉鸡商品代雏鸡销售价格与销售量情况



资料来源: 中国畜牧业协会禽业分会, 国信证券经济研究所整理

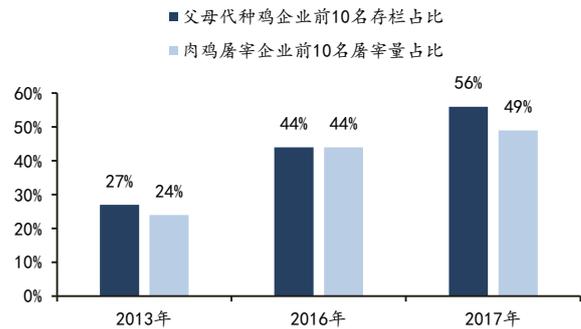
禽养殖的规模化程度较高, 外加禽饲料转化率高, 因此行业领先者超额收益不明显, 难出禽养殖成长股。一方面, 从禽养殖规模化程度来看, 和生猪行业相比, 我国禽养殖行业较为集中, 其中, 黄羽鸡行业呈现以温氏股份和立华股份两大头部公司为主的“两超多强”局面, 据《国鸡产业白皮书(2019)》统计, 2018年全国黄羽鸡养殖 CR5 合计约 33%, 出栏量前 2 名的温氏股份与立华股份市占率分别为 18.7%、6.5%; 另外, 白羽肉鸡养殖行业的规模化程度也较高, 据《中国畜牧杂志》显示, 2017 年我国白羽肉鸡行业父母代种鸡企业及屠宰企业的 CR10 分别达 56%和 49%。另一方面, 禽相较于生猪的饲料转化率太高, 考虑到禽养殖饲料成本约达 70%以上, 所以禽养殖领先者难以凭借成本优势获得明显的超额收益, 禽养殖板块也因此难出成长股。

图 15：2018 年黄羽肉鸡养殖行业 CR5 达 33%



资料来源：《国鸡产业白皮书（2019）》，国信证券经济研究所整理

图 16：白羽肉鸡行业父母代种鸡企业及屠宰企业 CR10 基本接近 50%



资料来源：《中国畜牧杂志》2018 年 2 期，博亚和讯，国信证券经济研究所整理

表 3：禽饲料转化率高，养殖领先者难有超额收益

	湘佳股份			行业范围
	2015 年	2016 年	2017 年	
快速型黄羽肉鸡	2.21	2.2	2.18	1.8-2.6
中速型黄羽肉鸡	2.67	2.7	2.64	2.6-3.2
慢速型黄羽肉鸡	2.95	2.98	2.97	3.2+

资料来源：湘佳股份公司公告，农业部《黄羽肉鸡饲养管理技术规程》，国信证券经济研究所整理

黄羽鸡：黄鸡消费看冰鲜，冰鲜成长选湘佳与立华

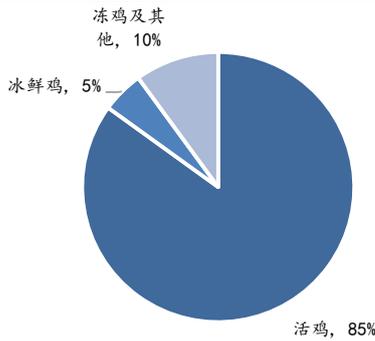
冰鲜黄羽鸡行业是典型的“大行业+渗透率低+龙头市占率低”行业，容易诞生大市值的企业。具体分析如下：

首先，跟香港市场对比，中国内地的冰鲜鸡渗透率很低。据中国禽业发展报告（2014）统计，我国内地的黄羽肉鸡以活禽交易为主，占比达 85%，而冰鲜品类的消费占比低，仅 5%左右。而目前香港地区的冰鲜消费占比已达到禽肉消费占比的 90%以上，因此中国内地的冰鲜鸡渗透率仍有很大提升空间，行业潜在规模巨大。

其次，我国冰鲜黄羽鸡市场空间远期有望达 731 亿元，潜在规模巨大。近几年，冰鲜黄羽鸡市场快速发展，据 Sullivan 测算，2019 年冰鲜黄羽鸡市场规模达 139 亿元，同比增速达 45%。预计未来在限制活禽交易的政策推动、冷链物流发展、生鲜渠道由农贸向商超迁移、消费升级等众多因素的影响下，我国冰鲜黄羽鸡市场规模的上涨动力将更为充足，行业迎来黄金发展期。我们合理预计从长远角度看，我国冰鲜消费有望达香港市场冰鲜消费占比的 60%，即冰鲜消费占比约 50%。在此基础上，我们中国冰鲜黄羽鸡的远期市场规模进行测算，考虑到 2019、2020 年全国商品代黄羽肉鸡出栏量分别为 49、44.32 亿羽，合理假设未来黄羽肉鸡出栏量为 50 亿羽，我们测算得出我国冰鲜黄羽鸡市场远期规模有望达 731 亿元，行业发展潜力巨大。

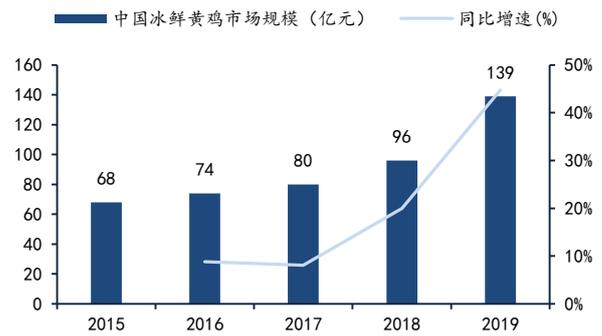
最后，冰鲜鸡行业集中度低，2C 端冰鲜鸡龙头市占率不到 12%。2020 年 2C 端冰鲜鸡行业龙头湘佳股份销售冰鲜产品约 6.39 万吨，市占率仅 11.2%，行业头部公司仍有较大的成长空间。另外，禽肉食品消费还处于品牌空白，依附低成本的原材料，食品消费未来大有可为，未来诞生大市值公司的可能性较大。

图 17：我国冰鲜禽消费占比约 5%



资料来源：中国禽业发展报告（2014），国信证券经济研究所整理

图 18：我国冰鲜黄鸡市场规模保持高速增长



资料来源：Sullivan，国信证券经济研究所整理

表 4：中国冰鲜黄鸡市场规模测算，远期规模有望达 731 亿元

	2018	2019	2020	远期水平 (冰鲜占 50%)
全国商品代黄羽肉鸡出栏量 (亿羽)	39.63	49	44.32	50
平均出栏体重 (公斤)	1.8	1.8	1.8	1.8
全净膛率	65%	65%	65%	65%
全净膛重的产品重量 (万吨)	464	573	519	585
冰鲜品类消费占比	9%	10%	11%	50%
冰鲜鸡的产品重量 (万吨)	41.7	57.3	57.0	292.5
销售单价 (元/公斤)	23	24	25	25
市场规模 (亿元)	96	138	143	731

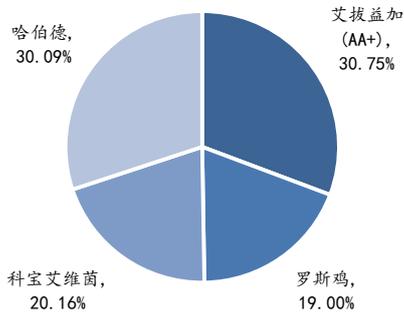
资料来源：公司公告、禽业分会、国信证券经济研究所整理及预测

湘佳股份在冰鲜禽肉消费方面做到了行业极致，是冰鲜黄鸡行业扩容的最佳受益者，逻辑如下：1) 公司在商超渠道通过优先占据下游客户资源、形成成熟营销体系、掌握消费者偏好形成明显的领先优势，未来仍将通过单店增长+门店扩张持续获得业绩高增；2) 公司已在 20 个省市构建了 24 小时冷链配送圈，未来还将通过渠道下沉和销售半径扩大持续扩大规模，有望成为全国性的冰鲜鸡龙头；3) 公司是业内少有的拥有完整的“从农场到餐桌”一体化经营的企业，并通过“商品二维码”实现冰鲜产品全程可追溯，能有效保证食品安全，大幅提振消费者信心。此外，立华股份养殖成本管控行业领先，建议重点关注。

白羽鸡：白鸡消费在深加工，把握龙头圣农发展

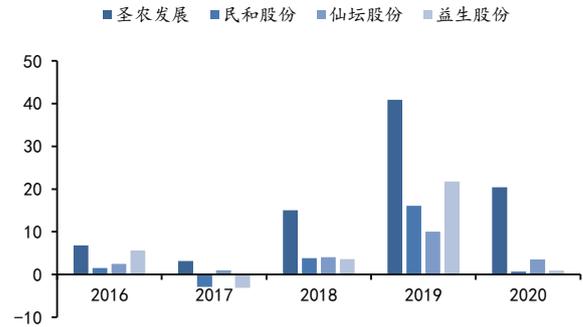
白鸡养殖供给端模式成熟，行业盈利中心向下游深加工下沉。从供给端来看，白羽鸡养殖行业已迈入成熟期，一方面，我国白羽肉鸡的祖代种鸡主要依赖海外引种，引进品种较为同质化，养殖技术差异不大。根据《中国禽业发展报告(2018 年度)》统计，白羽肉鸡全部为进口品种，我国引种的白羽肉鸡主要品种包括艾拔益加(AA+)、罗斯鸡、科宝艾维茵以及哈伯德等，2018 年占比分别达全部引进量的 30.75%、19.00%、20.16%、30.09%。另一方面，行业开始自发向下游食品深加工延伸。由于头部白羽鸡养殖企业在 2017-2018 年经历了行业周期下行亏损严重的惨痛，因此在 2019-2020 年周期上行后盈利高增，积累了充裕资金的基础上，行业内有前瞻性的企业，例如圣农发展、民和股份、仙坛股份等开始自发向下游食品深加工延伸，以平滑利润周期波动，提升盈利稳定性，从而带动白鸡行业盈利中心向下游下沉，优质企业的业绩增长出现拐点。

图 19：我国白羽肉鸡养殖全部依赖国外引种



资料来源：中国禽业发展报告（2018），国信证券经济研究所整理

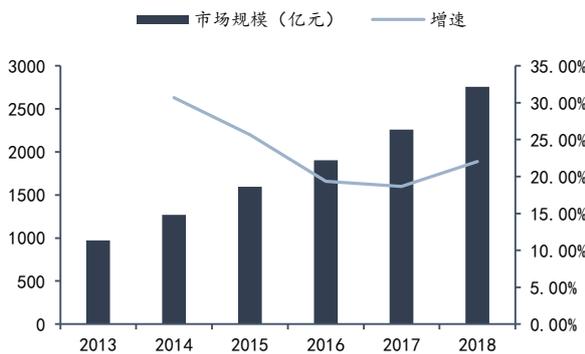
图 20：白鸡养殖企业在 2016-2017 年下行周期的盈利较差



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

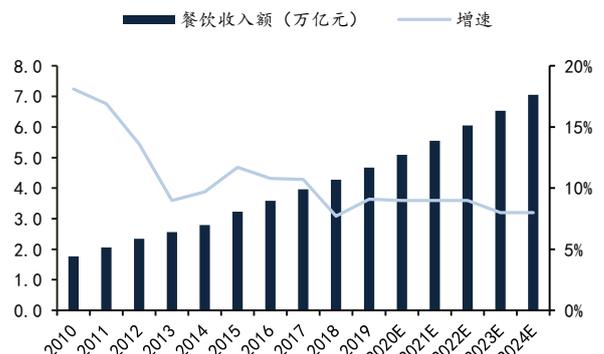
另外，从消费角度来看，中央厨房业务发展潜力巨大，有望打开白羽鸡养殖企业的成长新空间。具体分析如下：1) 头部白羽鸡企业拥有发展中央厨房业务的先天优势。因为白羽鸡相较于黄羽肉鸡具备生长速度快、料肉比较低、产肉量多的特点，适合工业规模化生产，以快餐或者快节奏消费为主，和中央厨房对于食材的需求较为匹配。另外，中央厨房采取集中采购的模式，进货量大，需要养殖体量大、货源稳定的专业原材料生产厂家，以保证原材料新鲜优质，因此我们认为头部白羽鸡企业有望率先转型为中央厨房类企业。2) 中央厨房需求增长迅速，将为公司连接更多优质客户。我国中央厨房市场处于快速发展期，2018 年我国中央厨房市场规模已达到 2758 亿元，5 年复合增速为 23.2%，主要是由于中央厨房通过集中采购、加工与配送，帮助下游餐饮、超市等企业有效降低原材料成本，叠加我国餐饮市场的蓬勃发展，因而中央厨房的市场需求增长迅速。考虑到中央厨房业务以 B 端客户为主，有利于发展稳定的供应合作关系，管理优秀的白鸡企业的成本优势有望进一步放大。

图 21：中央厨房市场规模增长迅速



资料来源：中研普华产业研究院，国信证券经济研究所整理

图 22：我国餐饮行业收入额及增速



资料来源：中国饭店协会，国信证券经济研究所整理

白羽鸡板块核心看好深加工龙头圣农发展，具体来看：1) 公司拥有全球最完整的白羽肉鸡产业链，产业链高度一体化使得公司在生产均衡稳定、食品质量安全以及规模化经营等方面都具备显著优势，公司业绩相比其他企业也更加稳定；2) 公司鸡肉业务单位成本不断下降，成本优势逐步凸显，同时公司产品相比同

行享有充分溢价；3) 公司食品业务品类丰富，产品研发能力强，产能差异化定位，渠道多层次覆盖，掌握优质大客户，公司致力打造餐饮企业中央厨房和家庭便捷美食专家，2B 和 2C 端发展前景广阔。

投资建议：推荐具备消费属性的湘佳股份、圣农发展、立华股份

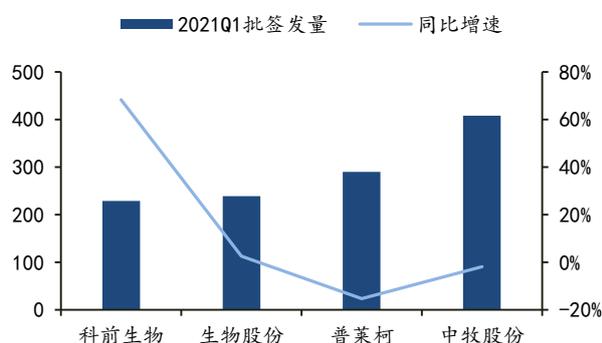
禽链盈利中心在消费，推荐具备消费属性的湘佳股份与圣农发展。禽链的成长股机会不在于养殖，而在于消费。黄羽鸡行业的未来是冰鲜，“大行业+渗透率低+龙头市占率低”是该行业的特点，未来是有可能诞生优秀的食品品牌企业的。白羽鸡行业相对成熟，从我们调研来看，产业链整体正在向食品深加工下沉，行业龙头有望迎来估值切换式修复。禽链核心推荐：湘佳股份、圣农发展和立华股份。

动保：推荐科前生物，建议关注生物股份和普莱柯

批签发数据：Q1 整体表现向好 非瘟抬头利好动保龙头

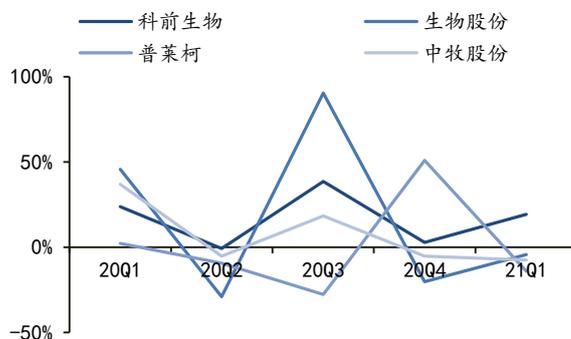
对于动保板块，我们认为非瘟抬头利好规模养殖，动保板块性受益。首先，行业虽有受非瘟疫情干扰，但从动物疫苗企业的一季度销售情况来看，整体业绩销售均有较好增长，行业贝塔机会凸显。其次，非瘟依然是生猪养殖行业的主要矛盾，在缺乏有效疫苗的情形下，非瘟会奖励管理能力强的养殖群体，头部养殖企业市占率快速提升；生猪养殖从完全分散到快速集中的过程中，主打高端疫苗产品及研发实力雄厚的动保公司将脱颖而出，从 2021Q1 批签发数据和业绩增长来看，科前生物的数据表现进一步证实了我们的判断，建议重点关注。

图 23：头部动保企业 2021Q1 批签发量及同比增速情况



资料来源：兽药协会，国信证券经济研究所整理

图 24：20Q1-21Q1 头部动保企业批签发数据环比增速情况



资料来源：兽药协会，国信证券经济研究所整理

生猪养殖规模化带动猪用疫苗行业扩容。受非瘟影响干扰，生猪养殖规模化加速，规模养殖企业的动物防疫意识相比散养户更高，带动猪用疫苗市场扩容；此外，规模企业对于动保产品采购的要求将从原有的单品采购逐步向具备系统研发能力强的平台型公司倾斜，利好研发实力强的企业。最后，从兽药疫苗批签发数据来看，数据整体表现较好，行业有望长期保持高景气。

投资建议：推荐科前生物，建议关注生物股份和普莱柯

科前生物是受益非瘟加速生猪规模养殖浪潮的最佳标的，主要体现在：1) 公司研发实力雄厚，一方面，核心创始人团队均属于以陈焕春为核心的华中农大动物传染病实验室的科研团队，在动物疫病防控领域深耕超过 20 年，另一方面，公司背靠华中农大平台，通过合作研发获得 27 项新兽药注册证书，占公司全部新兽药注册证书 79.4%，为公司持续推出新产品保驾护航，此外，牧原是公司前十大股东，侧面验证公司管理层能力优秀；2) 公司在产品与渠道上竞争优势显著，首先，公司现有产品竞争优势明显，其前瞻性布局多联多价苗，新品持续推动销售增长，其次，公司未来产品储备充足，宠物疫苗有望打开成长新空间，最后，公司服务能力行业领先，已与多家大型规模养殖企业达成合作。非瘟背景下，大企业对于疫苗企业的综合性研发和服务要求提升，科前凭借研发与综合服务优势将更为受益，综合市占率有望快速提升。

此外，考虑到养殖规模化加速，动保行业景气有望超预期，建议关注行业领先者：生物股份与普莱柯。

种植：种业仍有跟踪价值，静待转基因带来板块共振

粮价：饲料粮价格依然坚挺 口粮存在温和涨价基础

大豆：全球大豆供需偏紧 对后续价格保持乐观

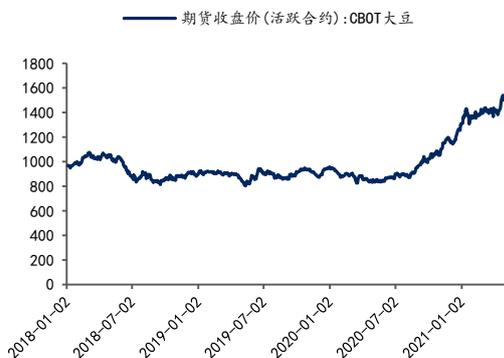
根据 USDA 4 月供需报告，2020/21 年度全球大豆期末库存 4 月预估相比 3 月预估增加 313 万吨，至 8687 万吨。库存消费比和 3 月预估相比上升 1%，相比 2018/19 年度则下降 9%，供需仍处于紧张水平。国内大豆现货价也与国际保持联动，从去年 5 月的 3928 元/吨左右上涨至 5 月 7 日的 5096.84 元/吨。大豆价格强劲上涨反映了大豆供需的紧张局面，USDA 下调全球大豆产量将会进一步强化市场的看涨预期，同时南美阿根廷大豆主产区受拉尼娜天气影响高温干燥天气持续，不利于大豆生长，大豆价格上涨的动力将会更加充足。

表 5：全球大豆供需平衡表

百万吨	2018/19	2019/20	2020/21 (3 月预估)	2020/21 (4 月预估)
期初库存	100.66	114.48	96.04	96.38
产量	361.04	339	361.82	363.19
进口	145.88	164.97	166.9	167.76
压榨量	298.53	311.45	323.58	322.47
总使用量	344.28	357.01	371.31	369.55
出口量	148.83	165.05	169.72	170.91
期末库存	114.48	96.38	83.74	86.87
库销比	33%	27%	23%	24%

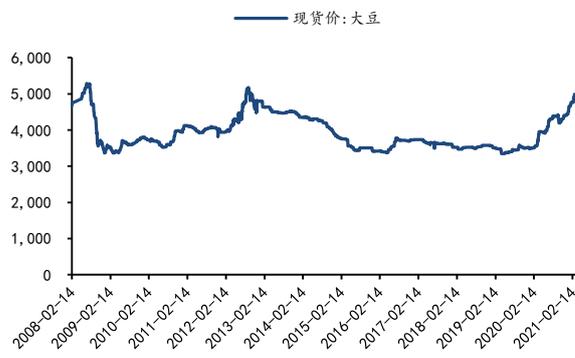
资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

图 25：国际大豆期货收盘价不断走高（美分/蒲式耳）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 26：国内大豆现货价持续上涨（元/吨）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

玉米：全球玉米供不应求 价格保持高位

USDA 4 月供需报告上调 2020/21 年度全球玉米产量 74 万吨至 11.37 亿吨，同时还上调了全球总需求量 442 万吨至 11.56 亿吨，期末库存量和库销比相比 2019/20 年仍处于低位，相比于 3 月相对略微调低，期末库存量下调 382 万吨至 2.84 亿吨，库销比略微下调至 24.55%。从各大主要玉米出口国和进口国来看，2020/21 年度美国、巴西和阿根廷等主要国家的玉米产量的 4 月预估数据与 3 月基本持平，产量水平较低，主产区持续的干旱天气造成玉米单产下降趋势不减。中国玉米产量 4 月预估也与 3 月预估持平，同时预计中国进口量和国内总需求也将保持不变。总的来看，全国玉米库存量仍处于低位，库存消费比

恢复较慢，全球玉米供应仍处于偏紧状态。

表 6: 全球玉米供需平衡表

百万吨	2018/19	2019/20	2020/21 (3月预估)	2020/21 (4月预估)
期初库存	340.97	321.07	303.13	302.99
产量	1124.92	1116.52	1136.31	1137.05
进口	164.42	165.36	179.94	179.98
饲用量	703.88	714.35	728.25	731.27
总使用量	1144.82	1134.6	1151.77	1156.19
出口量	181.71	171.72	186.55	187.26
期末库存	321.07	302.99	287.67	283.85
库销比	28.05%	26.70%	24.98%	24.55%

资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

玉米期货价和现货价仍处高位。2021年5月7日全国玉米粮库收购均价为2727.97元/吨，仍处于历史高位。2020年7月以来，受国际市场玉米供给缩减的预期影响，美国玉米期货价快速上升，2021年5月7日为731.00美分/蒲式耳，较2021年年初增长50.49%。由于拉尼娜天气叠加新冠疫情的持续影响，预计玉米价格上涨仍有一定空间。从中国国内来看，虽然玉米产量和进口量均有较大幅度提升，但是国内玉米需求的增势更为强劲，我国玉米约有63%用于生产禽畜饲料，玉米等饲料粮作为后周期板块将显著受益于禽畜养殖的存栏增长，供需缺口持续存在，因此预计玉米库存消费比仍将保持下行趋势。4月预估2020/21年度中国玉米库存消费比相比3月预估保持不变，但相比2019/20年度则下降4.20%。国内玉米的供需偏紧格局有望带动玉米价格继续震荡上行。

图 27: 2020 年 7 月以来国际玉米期货价快速上涨



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 28: 国内玉米现货价(元/吨)仍处于高位



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

种业: 一号文重点关注 转基因或加速落地

“打好种业翻身仗”超预期，种业或将迎来新一轮政策红利。2021年一号文中提到：农业现代化，种子是基础。加强农业种质资源保护开发利用，加快第三次农作物种质资源、畜禽种质资源调查收集，加强国家作物、畜禽和海洋渔业生物种质资源库建设。对育种基础性研究以及重点育种项目给予长期稳定支持。深入实施农作物和畜禽良种联合攻关。实施新一轮畜禽遗传改良计划和现代种业提升工程。加强育种领域知识产权保护。支持种业龙头企业建立健全商业化育种体系，加快建设南繁硅谷，加强制种基地和良种繁育体系建设，研究重大

品种研发与推广后补助政策，促进育繁推一体化发展。我们认为自 2020 年 12 月中央经济工作会议后，种业开始作为行业核心得到重点关注，行业未来有望迎来新一轮政策红利，头部企业均将受益，建议板块性配置。

转基因落地加速，打开种业成长新空间。关于种业，一号文提到：加快实施农业生物育种重大科技项目；尊重科学、严格监管，有序推进生物育种产业化应用。我们认为转基因玉米有望加快落地，行业或将迎来新一轮的格局重塑。从全球来看，转基因作物推广已较为成熟，市场接受程度也较高，2019 年全球转基因作物种植面积达到 1.9 亿公顷。美国是转基因作物种植面积最大的国家，引领全球转基因种业发展，主要驱动因素是：完备的专利权保护、持续的高额研发投入以及密集的并购活动。转基因应用提高了美国农作物产量和农场收入，助推美国农产品出口大国地位形成，同时也扩大了美国种子市场规模。从国内来看，我国 2019 年转基因推广品种仅有抗虫棉和抗病番木瓜，种植面积仅 320 万公顷；但 2020 年我国转基因商业化进程加速，先后有 4 个国产玉米品种和 3 个大豆品种获批农业转基因生物安全证书，国内转基因种子商业化落地势在必行，将推动种子行业扩容，格局重塑，提高市场集中度。

假设转基因放开后，国内玉米种业将由周期转为成长行业。前后逻辑变化如下：

- **旧逻辑-同质化存量竞争：**种植面积不变，玉米种业天花板已现；玉米种子太容易套牌、冒牌，同质化高，劣币驱逐良币，集中度无法提升。
- **转基因后新逻辑-增量且市占率集中：**转基因可以增产，省人工，省农药，种子价格将提升，天花板明显上移，预计市场容量增加 60 亿以上；打假成本大幅降低，一定程度上减少套牌、冒牌种子数量，“良币”生存环境改善。

图 29：国内玉米种植主要集中在东北与黄淮海地区



资料来源：农业农村部，国信证券经济研究所整理

图 30：转基因放开，玉米种子利润空间扩容明显

转基因/非转基因	亩均出厂价 (元)	亩均利润空间 (元)	种植面积 (亿亩)	市场规模 (亿元)	市场利润空间 (亿元)
2018 整体	30	7	5	150	35
2018 有效	30	7	2	60	14
转基因后	36	12	5	180	60

资料来源：国信证券经济研究所整理

投资建议：板块性推荐种子与种植

受益畜禽存栏回升带来的需求提升以及玉米库存周期反转，玉米和大豆等饲料粮价格后续走势保持乐观。口粮与白糖虽供给较为充足，但受饲料粮需求替代、恶劣天气等外在因素影响，2021 年仍有较好的涨价基础，因此我们看好种植链景气上行，给予重点推荐。

标的方面，优选种子与种植板块。其中，种子板块推荐隆平高科、荃银高科、登海种业，受益标的大北农；种植推荐苏垦农发和中粮糖业。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	2021年5月 7日 收盘价	EPS			PE		
				2020	2021 E	2022E	2020	2021 E	2022E
002311.SZ	海大集团	买入	81.81	1.52	1.97	2.37	54	42	35
002714.SZ	牧原股份	买入	106.09	7.30	10.66	8.32	15	10	13
300999.SZ	金龙鱼	买入	73.90	1.11	1.54	1.63	67	48	45
002982.SZ	湘佳股份	买入	44.01	1.71	2.16	3.01	26	20	15
002299.SZ	圣农发展	未评级	25.87	1.64	1.33	2.01	16	19	13
300761.SZ	立华股份	未评级	36.99	0.63	2.59	3.26	59	14	11
000998.SZ	隆平高科	买入	17.28	0.09	0.28	0.45	192	62	38
300087.SZ	荃银高科	买入	22.36	0.31	0.42	0.56	72	53	40
002041.SZ	登海种业	买入	16.09	0.12	0.22	0.27	134	73	60
002385.SZ	大北农	未评级	8.15	0.47	0.54	0.52	17	15	16
601952.SH	苏垦农发	买入	11.41	0.49	0.69	0.80	23	17	14
600737.SH	中粮糖业	买入	10.22	0.25	0.49	0.63	41	21	16
688526.SH	科前生物	买入	38.89	0.96	1.44	1.97	41	27	20
600201.SH	生物股份	买入	21.01	0.36	0.58	0.85	58	36	25
603566.SH	普莱柯	买入	22.25	0.71	0.95	1.23	31	23	18

数据来源：wind、国信证券经济研究所整理预测（未评级公司盈利预测采用万德一致预期）

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或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提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本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。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032