

优然牧业通过聆讯，原料奶龙头即将上市

——食品行业周观点

✍️ : 邓晖 执业证书编号: S1230520040002
☎️ : 021-80106029
✉️ : denghui@stocke.com.cn

细分行业评级

食品加工

看好

投资要点

□ 周观点

1) 优然牧业通过聆讯，原料奶龙头即将上市。5月17日，港交所披露，优然牧业已通过上市聆讯，原料奶龙头即将上市。公司是国内原料奶龙头、反刍动物饲料及育种龙头，2015年之前是伊利股份全资子公司，2015年控股股东变更为私募基金PAG（PAG持股约42.9%，伊利股份持股约40.0%）。公司拥有运营牧场67座，奶牛30.8万头，在建牧场8座，预计2年内投入运营，2020年，原料奶产量86.04万吨（同比+28%），原料奶产量市占率第一（4.5%），反刍动物精饲料销量市占率第一（5.8%）。2020年，公司实现收入117.81亿元（其中原料奶占比59%、饲料及育种等占比41%），同比增长54%，归母净利润13.41亿元，同比增长67%。

2) 新乳业提出“三年倍增”战略目标。5月20日，新希望股东大会发布2021-2025战略规划，提出“三年倍增”、“五年力争进入全球乳业领先行列”的战略目标。公司战略的增长策略包括四个要点：第一是做大鲜半径、做新全品类，第二是以城市群扩张加速市场裂变，第三是数字化转型，第四是跨界思维、战略性布局新兴市场。

□ 本周重点关注：中国飞鹤+伊利股份+煌上煌+华宝股份+绝味食品

□ 行情

本周板块行情：本周上证综指下跌0.11%，深证成指上涨1.47%，食品加工板块指数下跌0.24%。食品综合、乳品、调味发酵品、肉制品板块变化分别为+2.46%、-0.55%、-1.32%、-4.68%。目前食品加工板块估值45倍，目前估值在近10年的55.44%分位水平。

□ 行业核心数据

1) 肉制品：截至4月23日，毛鸭/鸭苗价格当周环比持平/-22.20%，截至5月21日，白羽肉鸡/肉鸡苗价格本周环比+2.57%/+1.12%；截至5月14日，生猪/仔猪/猪肉价格当周环比-10.26%/-2.14%/-4.00%。

2) 乳制品：截至5月21日，乳清粉价格本周环比+1.04%，截至5月19日，芝加哥牛奶（脱脂奶粉）价格本周环比-0.38%；截至5月12日，生鲜乳价格当周环比+0.24%；截至5月14日，内资品牌奶粉价格当周环比+0.10%，外资品牌奶粉价格当周环比+0.15%。

□ 投资建议

我们认为，估值层面，食品行业整体回调，更多标的性价比重新凸显；业务层面，随着消费升级和品牌时代来临，中国食品行业新兴细分领域机会涌现，集中度提升空间大的领域更多。当前时点，建议重点关注更高性价比主线：乳制品（中国飞鹤、伊利股份、新乳业、蒙牛乳业等）、卤制品（煌上煌、绝味食品等）。

□ 风险提示

政策调整风险，下游需求波动风险，食品安全风险

相关报告

- 1《伊利公布183亿投资计划，引领行业发展》2021.05.16
- 2《周报：〈中国农业展望报告〉发布，预期乳品价格高位运行》2021.04.24
- 3《周报：央行呼吁全面放开生育，奶粉板块迎利好》2021.04.17
- 4《周报：现代牧业拟收购中元牧业，加速奶源整合》2021.04.11
- 5《周报：专注冷冻烘焙，立高食品上市在即》2021.04.05

报告撰写人：邓晖

联系人：邓晖，杨骥，赵璐

正文目录

1. 周观点	3
2. 行业新闻	3
3. 近期重点公司公告	5
4. 板块行情和个股涨跌幅排名	7
5. 核心数据	10
5.1. 肉制品	10
5.2. 乳制品	13
6. 下周大事提醒	16
7. 重点公司估值表	17
8. 风险提示	17

图表目录

图 1: 1 年内大盘及板块走势	7
图 2: 本周食品加工子板块涨跌幅情况	8
图 3: 食品加工板块估值 TTM (波动区间: 42~63 倍)	8
图 4: 肉制品板块估值 TTM (波动区间: 20~37 倍)	8
图 5: 调味发酵品板块估值 TTM (波动区间: 65~105 倍)	8
图 6: 乳品板块估值 TTM (波动区间: 37~52.5 倍)	8
图 7: 食品综合板块估值 TTM (波动区间: 38~74.5 倍)	8
图 8: 本周食品加工板块个股涨幅/跌幅前五	9
图 9: 本年食品加工板块个股涨幅/跌幅前五	9
图 10: 主产区毛鸭价格走势	10
图 11: 主产区鸭苗价格走势	10
图 12: 主产区白羽肉鸡价格走势	11
图 13: 主产区肉鸡苗价格走势	11
图 14: 22 省生猪平均价	12
图 15: 22 省仔猪平均价	12
图 16: 22 省猪肉平均价	13
图 17: 自繁自养生猪利润	13
图 18: 主产区生鲜乳价格走势	14
图 19: 芝加哥牛奶 (脱脂奶粉) 价格走势	14
图 20: 乳清粉价格走势	15
图 21: 内外资品牌奶粉平均零售价走势	15
表 1: 重点公司盈利预测与估值 (截至 2021 年 5 月 21 日)	17

1. 周观点

1) 优然乳业通过聆讯, 原料奶龙头即将上市。5月17日, 港交所披露, 优然乳业已通过上市聆讯, 原料奶龙头即将上市。公司是国内原料奶龙头、反刍动物饲料及育种龙头, 2015年之前是伊利股份全资子公司, 2015年控股股东变更为私募基金PAG (PAG持股约42.9%, 伊利股份持股约40.0%)。公司拥有运营牧场67座, 奶牛30.8万头, 在建牧场8座, 预计2年内投入运营, 2020年, 原料奶产量86.04万吨 (同比+28%), 原料奶产量市占率第一 (4.5%), 反刍动物精饲料销量市占率第一 (5.8%)。2020年, 公司实现收入117.81亿元 (其中原料奶占比59%、饲料及育种等占比41%), 同比增长54%, 归母净利润13.41亿元, 同比增长67%。

2) 新乳业提出“三年倍增”战略目标。5月20日, 新希望股东大会发布2021-2025战略规划, 提出“三年倍增”、“五年力争进入全球乳业领先行列”的战略目标。公司战略的增长策略包括四个要点: 第一是做大鲜半径、做新全品类, 第二是以城市群扩张加速市场裂变, 第三是数字化转型, 第四是跨界思维、战略性布局新兴市场。

2. 行业新闻

【2021国际畜禽种业科技创新峰会召开】

5月17日, 由国家畜牧科技创新联盟和中国农业科学院北京畜牧兽医研究所主办的“2021首届国际畜禽种业科技创新峰会”在南昌召开。会议以“科技赋能 种业振兴”为主题, 深入交流了国内外畜禽种业发展状况、趋势和政策, 专题研讨了我国畜禽种业发展现状和畜禽育种前沿技术, 交流研讨了促进畜禽种业良性发展的措施和自主育种的突围之路。

会议强调, 要继续充分发挥国家畜牧科技创新联盟引领带动和协同创新的优势, 大力开展‘卡脖子’技术科研攻关, 坚决打好种业翻身仗。一是要加快推进畜禽种业科技创新。力争实现白羽肉鸡品种从0到1的突破, 破解肉牛种质主要依赖从国外进口的局面, 大力开展优质黄羽肉鸡、地方黑猪、地方黄牛等以风味物质为育种目标的特色新品种培育。二是要加快推进国家畜禽种质资源库项目建设。争取建成全球保存畜禽种质资源总量最多、品种最全、体系最完整、智能化水平最高的国家畜禽种质资源库, 打造畜禽种质资源战略保存的“全球库”, 成为世界领先的资源创新中心。三是要加快建设和布局畜禽种业创新基地。全面提升畜禽种业基地条件能力, 支撑我国畜禽种源自主创新。四是要加强科企融合开展联合育种。围绕产学研用深度融合, 创新育种组织方式, 加速育种技术应用, 加快推进核心种源新品种培育, 实现高效扩繁、市场推广、产业开发, 打造一批具有国际竞争力的畜禽种业品牌。

【猪价持续回落, 农业农村部继续推动扶持政策落地落细】

农业农村部20日透露, 目前全国生猪生产加快恢复, 市场供应进一步改善, 价格不断回落, 今后一个时期猪肉供应将呈现总体宽松的趋势。

今年以来，针对猪肉的恢复供应和价格平稳，农业农村部等部门连续出台了多项政策。包括，推动生猪产业优化布局和产业转型升级，提升生猪产业全链条生物安全水平、实施畜禽遗传改良计划等。农业农村部未来将引导区域科学规划生猪养殖布局，加强生猪产销规划衔接。鼓励探索销区补偿产区的长效机制，支持主产省份发展生猪生产，并推进生猪养殖标准化示范创建，科学配备畜牧兽医人员，提高养殖场生物安全水平。同时，积极探索建立养殖场分级管理制度，采取差异化管理措施。

农业农村部等部门强调，未来要坚持生猪生产恢复目标不变、力度不减、标准不降，全面落实生猪稳产保供各项任务。继续推动扶持政策落地落细，加大对中小户的帮扶带动，完善逆周期调控政策，促进生猪生产平稳有序发展。

3. 近期重点公司公告

【涪陵榨菜】关于使用部分暂时闲置募集资金购买理财产品的公告：公司拟使用部分暂时闲置募集资金不超过 32 亿元人民币(含本数)进行现金管理，在股东大会审议通过之日起一年内滚动使用。闲置募集资金现金管理到期后归还至募集资金专户。

【伊利股份】关于股东股份解除质押公告：呼和浩特投资有限责任公司持有内蒙古伊利实业集团股份有限公司股份 5.39 亿股，占公司总股本的 8.85%。本次解除质押后，呼和浩特投资有限责任公司所持公司股份累计质押数量 2.29 亿股，占其持股总数的 42.59%。

【克明面业】2020 年年度权益分派实施公告：以公司现有总股本 3.37 亿股剔除已回购股份 4,924,219.00 股后的 3.32 亿股为基数，向全体股东每 10 股派 3.00 元人民币现金。本次权益分派股权登记日为：2021 年 5 月 25 日，除权除息日为：2021 年 5 月 26 日。

【绝味食品】2020 年度权益分派实施公告：A 股每股现金红利 0.50 元，共计派发现金红利 3.04 亿元。股权登记日为 2021/5/20，除权(息)日和现金红利发放日为 2021/5/21。

【汤臣倍健】向特定对象发行股票上市公告书：发行数量为 1.19 亿股，发行价格为 26.20 元/股，募集资金总额为人民币 31.25 亿元，募集资金净额为人民币 30.91 亿元。

【三全食品】关于购买参股公司股权暨关联交易的公告：三全食品股份有限公司控股子公司成都全益食品有限公司于 2021 年 5 月 19 日与魏坤先生签订了《锅圈供应链(上海)有限公司股权转让协议》，成都全益拟以人民币 0 元的价格，受让魏坤先生持有的锅圈供应链(上海)有限公司 0.9760%的股权(对应注册资本 195,711 元，实缴 0 元)。由于魏坤先生尚未实际出资，受让完成后，成都全益将使用自有资金完成后续 10,959.9 万元增资(出资)款的缴付义务。本次交易完成后，成都全益持有锅圈供应链的股权比例将由 5.9316%增加为 6.9076%。

【桃李面包】关于使用闲置自有资金进行委托理财产品到期赎回的公告：桃李面包股份有限公司分别于 2021 年 3 月 22 日、2021 年 4 月 13 日召开了第五届董事会第二十四次会议和 2020 年年度股东大会，审议通过了《关于使用闲置自有资金进行委托理财的议案》，同意公司使用不超过人民币 15 亿元的闲置自有资金购买安全性高、流动性好、购买机构不限于银行、证券等金融机构的理财产品进行委托理财。

【安井食品】2021 年非公开发行 A 股股票预案：本次非公开发行的股票数量最终以本次非公开发行募集资金总额除以发行价格确定，且不超过本次发行前公司总股本的 20%，即不超过 48,884,872 股(含本数)。本次非公开发行 A 股股票募集资金总额不超过 574,000.00 万元(含本数)。

【安琪酵母】关于设立安琪酵母(济宁)有限公司的公告：投资项目为设立安琪酵母(济宁)有限公司，收购圣琪生物酵母制品生产相关有效资产，实施技改升级。投资金额为 10000 万元，公司现金出资 6000 万元，鲁发控股现金出资 4000 万元。

【安琪酵母】关于调整 2021 年度为控股子公司提供担保额度预计的公告：本次担保金额及已实际为其提供的担保余额：本次预计 2021 年对外担保（全部系对控股或全资子公司的担保）额度为不超过人民币 39.6 亿元，截至 2021 年 5 月 21 日，公司对外担保（全部系对控股或全资子公司的担保）余额为人民币 2.98 亿元、美元 2,971.43 万元，占公司最近一期经审计净资产比例的 10.21%。对外担保无逾期担保。

【天味食品】2020 年年度权益分派实施公告：A 股每股现金红利 0.25 元，每股转增股份 0.2 股。股权登记日为 2021/5/21，除权（息）日和现金红利发放日为 2021/5/24。

【新乳业】关于变更注册资本并修订公司章程的公告：公司 2020 年限制性股票激励计划授予的股票已于 2021 年 5 月 12 日完成登记上市，公司总股本由 853,710,666 股变更为 867,270,666 股；公司注册资本由人民币 85,371.0666 万元变更为人民币 86,727.0666 万元。根据上述公司注册资本和总股本的变更情况，对公司章程相应条款进行相应修订，除上述修订外，公司章程其他条款内容保持不变。

4. 板块行情和个股涨跌幅排名

本周板块行情: 本周上证综指下跌 0.11%，深证成指上涨 1.47%，食品加工板块指数下跌 0.24%。食品综合、乳品、调味发酵品、肉制品板块变化分别为+2.46%、-0.55%、-1.32%、-4.68%。目前食品加工板块估值 45 倍，目前估值在近 10 年的 55.44%分位水平。

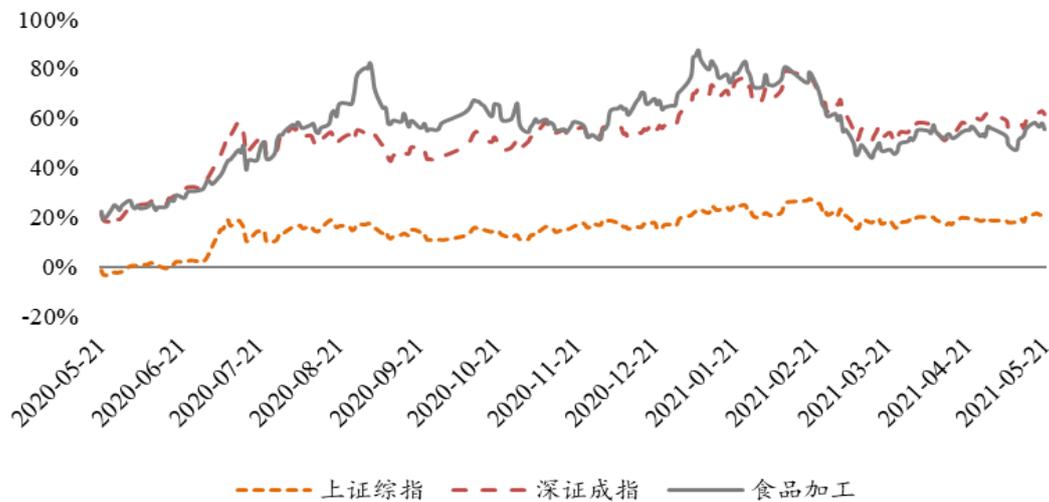
本周涨幅前五公司: 华宝股份(25.50%)、中粮肉食(10.86%)、现代牧业(9.52%)、安井食品(9.32%)、H&H 国际控股(9.03%)。

本周跌幅前五公司: 科迪乳业(-11.64%)、颐海国际(-10.96%)、黑芝麻(-8.27%)、华统股份(-7.71%)、ST 加加(-7.04%)。

本年涨幅前五公司: 爱普股份(103.74%)、汤臣倍健(51.41%)、中粮家佳康(47.96%)、妙可蓝多(38.32%)、安井食品(30.60%)。

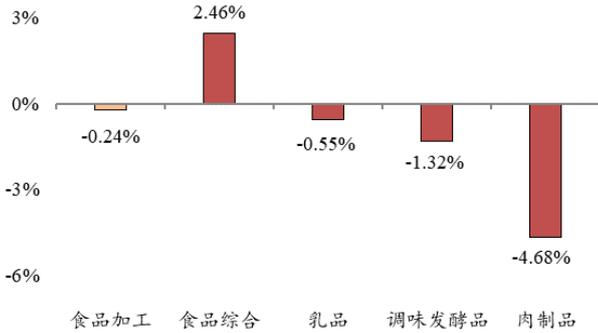
本年跌幅前五公司: 天味食品(-45.43%)、颐海国际(-45.26%)、中炬高新(-28.17%)、惠发食品(-25.27%)、海欣食品(-24.45%)。

图 1: 1 年内大盘及板块走势



资料来源: Wind, 浙商证券研究所整理

图 2: 本周食品加工子板块涨跌幅情况



资料来源: Wind, 浙商证券研究所整理

图 3: 食品加工板块估值 TTM (波动区间: 42~63 倍)



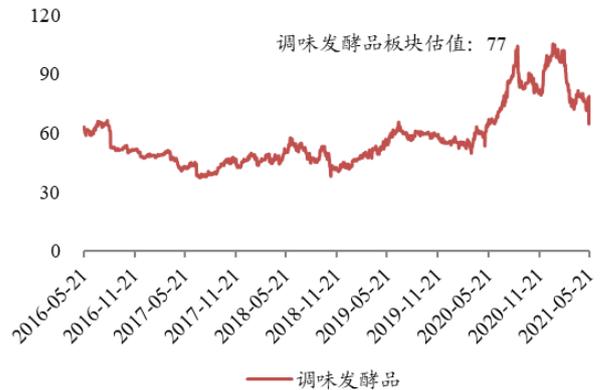
资料来源: Wind, 浙商证券研究所整理

图 4: 肉制品板块估值 TTM (波动区间: 20~37 倍)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所整理

图 5: 调味发酵品板块估值 TTM (波动区间: 65~105 倍)



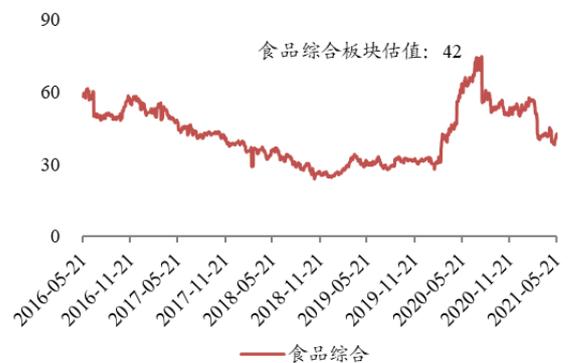
资料来源: Wind, 浙商证券研究所整理

图 6: 乳品板块估值 TTM (波动区间: 37~52.5 倍)



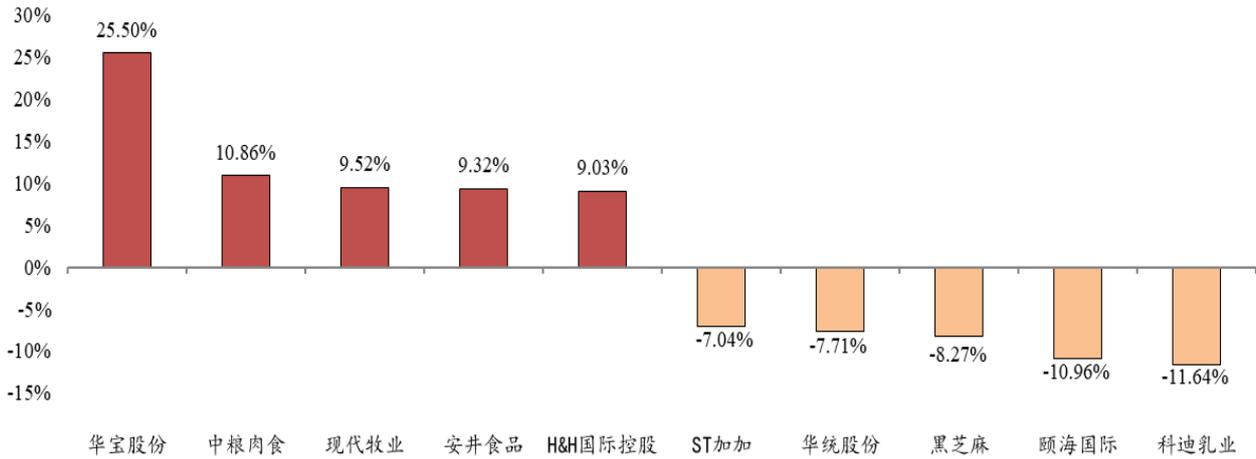
资料来源: Wind, 浙商证券研究所整理

图 7: 食品综合板块估值 TTM (波动区间: 38~74.5 倍)



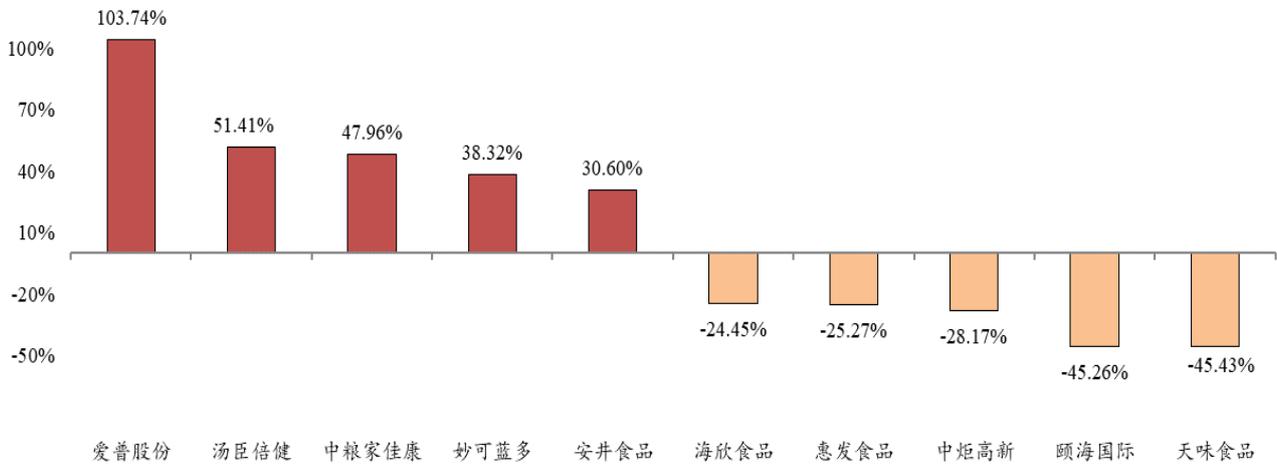
资料来源: Wind, 浙商证券研究所整理

图 8: 本周食品加工板块个股涨幅/跌幅前五



资料来源: Wind, 浙商证券研究所整理

图 9: 本年食品加工板块个股涨幅/跌幅前五



资料来源: Wind, 浙商证券研究所整理

5. 核心数据

1) 肉制品: 截至4月23日, 毛鸭/鸭苗价格当周环比持平/-22.20%, 截至5月21日, 白羽肉鸡/肉鸡苗价格本周环比+2.57%/+1.12%; 截至5月14日, 生猪/仔猪/猪肉价格当周环比-10.26%/-2.14%/-4.00%。

2) 乳制品: 截至5月21日, 乳清粉价格本周环比+1.04%, 截至5月19日, 芝加哥牛奶(脱脂奶粉)价格本周环比-0.38%; 截至5月12日, 生鲜乳价格当周环比+0.24%; 截至5月14日, 内资品牌奶粉价格当周环比+0.10%, 外资品牌奶粉价格当周环比+0.15%。

5.1. 肉制品

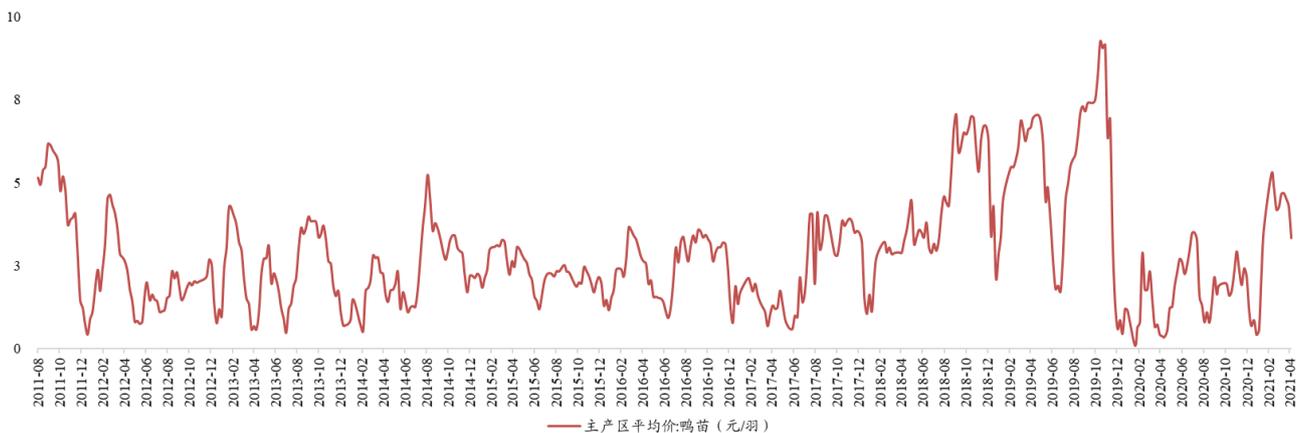
截至4月23日, 毛鸭价格当周环比持平, 鸭苗价格当周环比大跌。2021年4月23日, 毛鸭价格8.46元/公斤, 当周环比持平, 当月环比-4.30%, 本年同比+38.24%; 鸭苗价格3.33元/羽, 当周环比-22.20%, 当月环比-28.54%, 本年同比+776.32%。

图 10: 主产区毛鸭价格走势



资料来源: Wind, 浙商证券研究所整理

图 11: 主产区鸭苗价格走势



资料来源: Wind, 浙商证券研究所整理

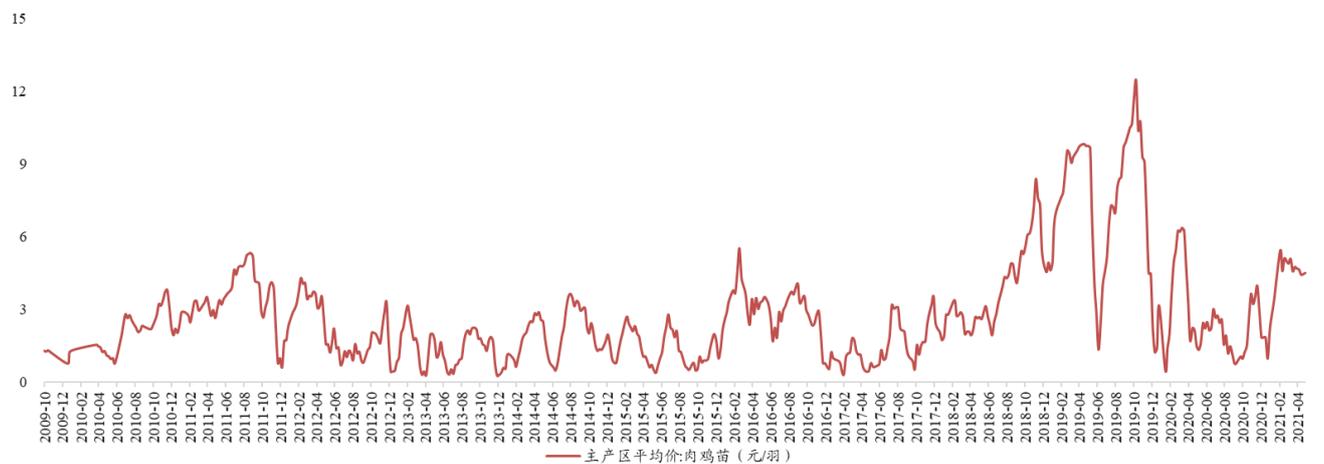
截至5月21日，白羽肉鸡价格本周环比上涨，肉鸡苗价格本周环比上涨。2021年5月21日，白羽肉鸡价格9.19元/公斤，本周环比+2.57%，本月环比+4.20%，本年同比+22.86%；肉鸡苗价格4.52元/羽，本周环比+1.12%，本月环比-3.83%，本年同比+201.33%。

图 12: 主产区白羽肉鸡价格走势



资料来源: Wind, 浙商证券研究所整理

图 13: 主产区肉鸡苗价格走势



资料来源: Wind, 浙商证券研究所整理

截至5月14日，猪肉价格当周环比下跌，本年同比回落较大。截至2021年5月14日，生猪价格19.34元/公斤，当周环比-10.26%，本月环比-18.67%，本年同比-32.57%；仔猪价格85.33元/公斤，当周环比-2.14%，本月环比-8.40%，本年同比-18.52%；猪肉价格32.44元/公斤，当周环比-4.00%，本月环比-14.41%，本年同比-22.85%。

图 14: 22 省生猪平均价



资料来源: Wind, 浙商证券研究所整理

图 15: 22 省仔猪平均价



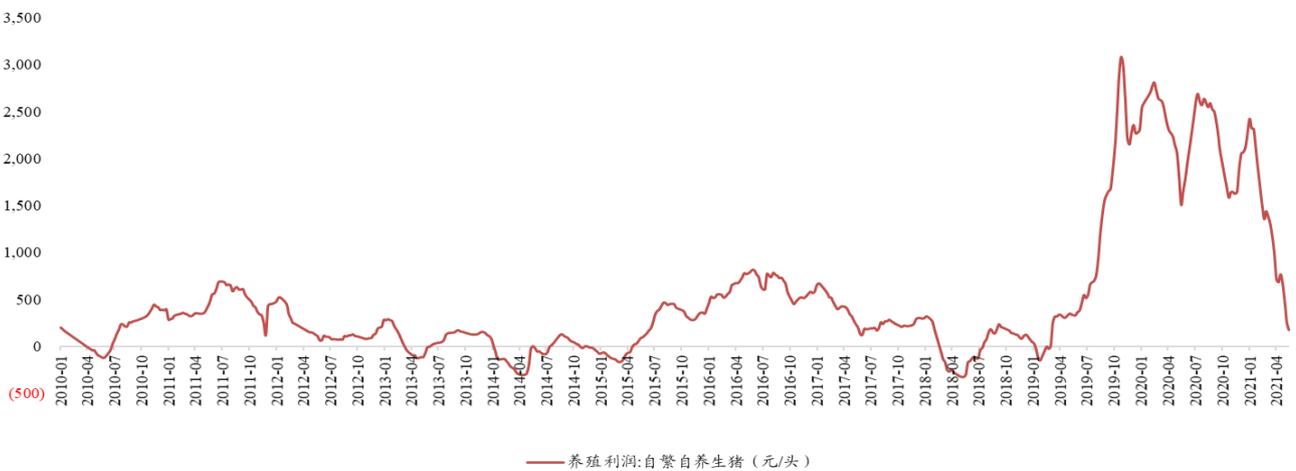
资料来源: Wind, 浙商证券研究所整理

图 16: 22 省猪肉平均价



资料来源: Wind, 浙商证券研究所整理

图 17: 自繁自养生猪利润



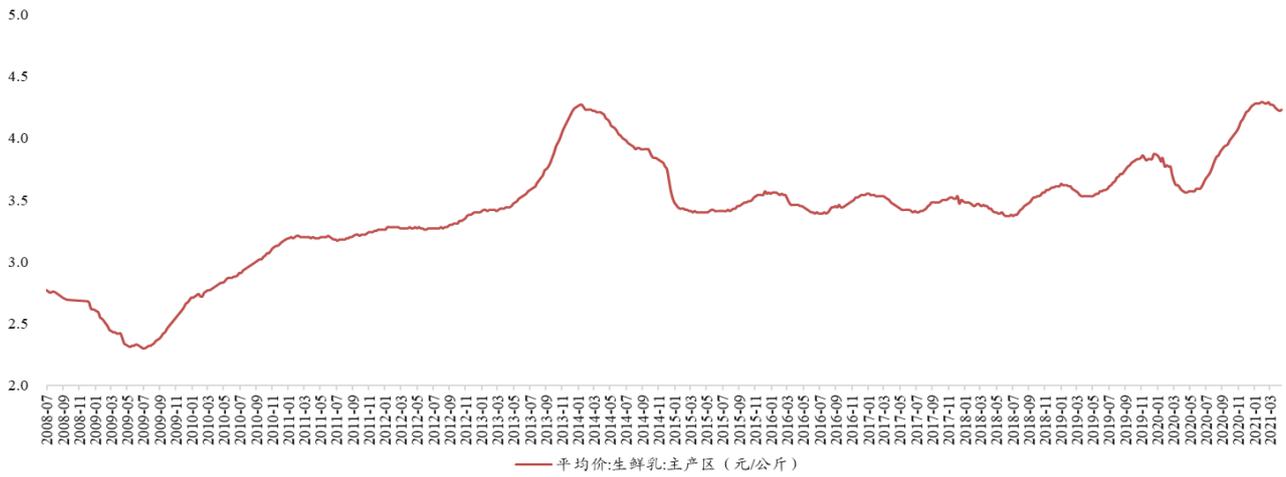
资料来源: Wind, 浙商证券研究所整理

5.2. 乳制品

截至 5 月 21 日, 乳清粉价格本周环比上涨, 芝加哥牛奶(脱脂奶粉)价格本周环比下跌。2021 年 5 月 12 日, 主产区生鲜乳价格 4.23 元/公斤, 当周环比+0.24%, 本月环比-0.70%, 本年同比+18.82%; 2021 年 5 月 21 日, 乳清粉现货价格 8.64 元/公斤, 本周环比+1.04%, 本月环比-5.81%, 本年同比+0.39%; 截至 2021 年 5 月 19 日, 芝加哥牛奶(脱脂奶粉)价格 130.25 美分/磅(折合人民币约 18.49 元/公斤), 本周环比-0.38%, 本月环比+5.47%, 本年同比+32.23%。

截至 5 月 14 日, 内、外资品牌奶粉价格当周环比均略涨。2021 年 5 月 14 日, 内资品牌奶粉零售均价为 212.95 元/公斤, 当周环比+0.10%, 本月环比+0.41%, 本年同比+3.50%; 外资品牌奶粉零售均价为 259.90 元/公斤, 当周环比+0.15%, 本月环比+0.76%, 本年同比+3.62%。

图 18: 主产区生鲜乳价格走势



资料来源: Wind, 浙商证券研究所整理

图 19: 芝加哥牛奶(脱脂奶粉)价格走势



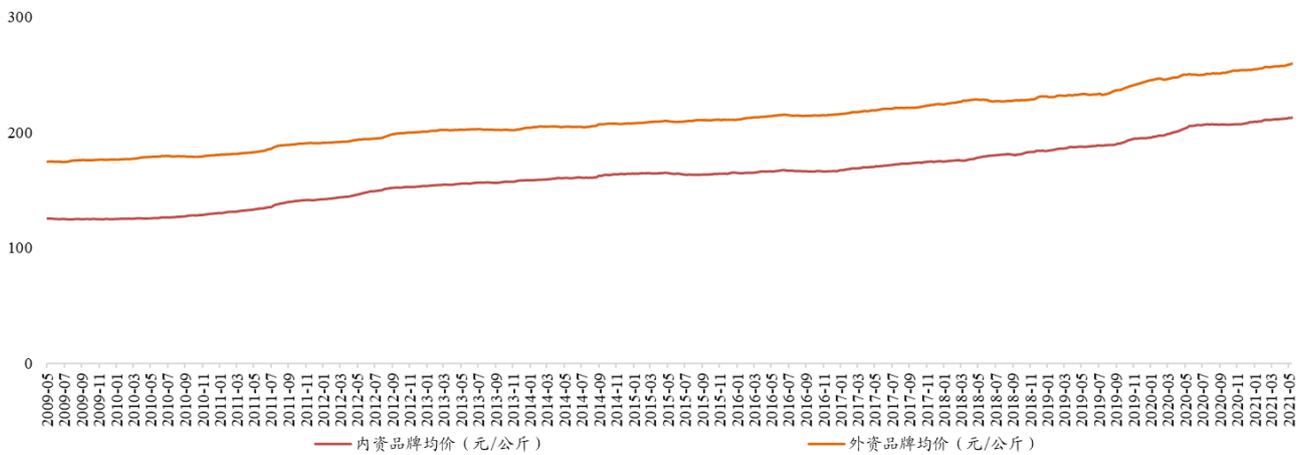
资料来源: Wind, 浙商证券研究所整理

图 20: 乳清粉价格走势



资料来源: Wind, 浙商证券研究所整理

图 21: 内外资品牌奶粉平均零售价走势



资料来源: Wind, 浙商证券研究所整理

6. 下周大事提醒

5月24日：天味食品分红；双塔食品分红股权登记

5月25日：克明面业分红股权登记；颐海国际分红；双塔食品分红；天味食品红股上市

5月26日：克明面业分红

5月27日：桃李面包股东大会召开，股东大会互联网投票起始

5月28日：阜丰集团股东大会召开

5月31日：澳优解禁；天味食品解禁

6月1日：万洲国际股东大会召开

6月2日：周黑鸭股东大会召开；蒙牛乳业股东大会召开

6月4日：澳优分红；万洲国际分红；蒙牛乳业分红

7. 重点公司估值表

表 1: 重点公司盈利预测与估值 (截至 2021 年 5 月 21 日)

板块	序号	公司名称	PE 估值			市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			增速 (%)		
			20A	21E	22E		20A	21E	22E	20A	21E	22E
乳制品	1	中国飞鹤	22	23	18	1,654	74.4	73.1	90.9	89%	-2%	24%
	2	伊利股份	34	27	23	2,372	70.8	86.3	102.3	2%	22%	19%
	3	新乳业*	59	42	33	159	2.7	3.7	4.8	11%	38%	29%
	4	现代牧业*	16	13	10	122	7.7	9.1	12.7	126%	18%	40%
	5	妙可蓝多	554	165	93	328	0.6	2.0	3.5	208%	236%	77%
	6	光明乳业	32	28	23	194	6.1	7.0	8.3	22%	15%	19%
	7	澳优*	17	13	11	169	10.0	12.6	15.4	14%	26%	22%
卤制品	8	绝味食品	76	54	44	531	7.0	9.8	12.1	-12%	39%	24%
	9	煌上煌	33	27	23	94	2.8	3.4	4.2	28%	22%	21%
	10	周黑鸭*	124	37	27	188	1.5	5.1	7.1	-63%	239%	38%
香精	11	华宝股份	28	27	25	326	11.8	12.3	12.8	-4%	4%	4%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所整理

注: *为 Wind 一致预期

8. 风险提示

政策调整风险, 下游需求波动风险, 食品安全风险

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
- 2、增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
- 4、减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼29层

北京地址：北京市广安门大街1号深圳大厦4楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道2008号凤凰大厦2栋21E02

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>