

生猪养殖持续深度亏损，加速产能去化

——9月行业动态报告

核心观点

- **8月猪肉价格持续下行，CPI同比小幅上涨** 21年8月我国CPI同比+0.8%，其中食品项同比-4.1%，食品中猪肉同比-44.9%。8月CPI环比+0.1%。期间猪肉价格持续下行，影响CPI猪肉环比-1.4%。8月我国农产品进口金额为199.95亿美元，同比+46.64%，出口金额69.96亿美元，同比+12.28%，贸易逆差129.99亿美元，同比+75.54%。
- **猪价震荡下行，黄鸡价格震荡中，持续关注价格走势** 9月17日全国22省市生猪均价12.73元/kg，环比8月末-11.60%；目前处于深度亏损状态。从供给端来看，根据农业部数据21年7月，我国能繁母猪存栏4541万头，环比-0.5%，是20年9月份以来首次出现环比负增长。但产能方面真正的拐点仍需观察、等待以及验证，需要时间的加持。短期来看，考虑饲料销量、散养户态度等因素，四季度生猪出栏增幅较大是一个比较确定的情况。从需求端来看，四季度是年内需求高峰开启时间，包括腊肉制作需求、节假日消费需求等拉动，但实际恢复情况依旧需要事实验证。综合供需两个方面来看，供给端过剩的大概率情况叠加需求端恢复的不确定性，我们认为四季度生猪价格依旧低位震荡，也不排除出现反弹行情，但反弹幅度不宜做过高预期。
黄鸡价格9月震荡，9月23日黄鸡全国均价6.69元/斤，环比8月末-3.25%；黄鸡价格迎来季节性上行区间，建议持续关注鸡价走势。
- **把握食品赛道，掘金宠物行业成长红利** 宠物行业为农业板块中最具成长优势的领域，建议加强关注。基于人口老龄化、单身人士增加等社会结构变化以及养宠精细化等消费模式变化，叠加宠物食品规模占比55%、刚需属性，国内宠物食品行业处于成长初期，市场增量可期。
- **年初至今板块表现弱于沪深300，林业、农产品加工表现较好** 年初至9月24日，农林牧渔板块-8.56%，同期沪深300上涨2.33%。期间畜禽养殖跌幅最大(-21.91%)，饲料、种植业次之(-20.96%、-12.3%)；林业、农产品加工和农业综合分别上涨20.60%、4.67%、1.42%。
- **投资建议** 在8月猪价持续下行的过程，相关个股并未持续下行，而是震荡状态，一定程度上预示市场对股价阶段底部的选择；随着农业部层面收储以及相关政策的发布，板块行情出现反弹，生猪养殖龙头企业牧原股份(002714.SZ)可加强关注。在黄鸡价格反弹后震荡的背景下，积极关注华东区黄鸡养殖龙头、具备成本领先优势的立华股份。
- **核心组合**

	证券代码	证券简称	月涨幅(%)	市盈率 PE(TTM)	市值(亿元)
核心组合	002714	牧原股份	7.33	9.12	2390
	300761	立华股份	5.75	42.95	108
	688526	科前生物	0.65	23.36	129

- **风险提示** 猪价不达预期风险，疫病风险，原材料价格波动风险等。

农林牧渔行业

推荐 (维持评级)

分析师

谢芝优

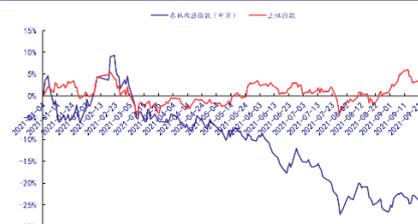
☎: 021-68597609

✉: xiezhiyou_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130519020001

行业数据

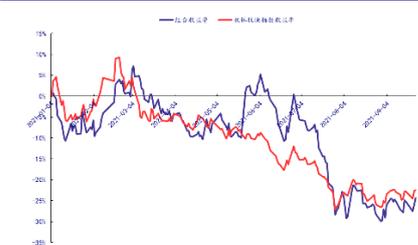
2021.9.24



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

核心组合表现

2021.9.24



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

相关研究

- 1、2019.3.28 “读懂猪周期”系列深度报告三：以周期+成长视角看生猪养殖投资逻辑
- 2、2020.3.6 草地贪夜蛾态势严峻，关注玉米产量及转基因进展
- 3、2020.3.19 “读懂猪周期”系列深度报告五之新希望(000876.SZ)：猪价弹性+出栏高增长，农牧龙头腾飞时

目 录

一、物价指标稳定，农林牧渔业景气度下行	2
(一) 8月猪肉价格持续下行，CPI 同比小幅上涨	2
(二) 猪周期下行过程中带动后周期产业链景气度上行	3
二、持续关注猪鸡价格，把握成长红利之宠物食品	5
(一) 9月猪价持续震荡下行，跟踪需求恢复情况	5
1. 猪价持续下行，重点关注能繁母猪存栏与需求	5
2. 养殖规模化、集中度提升创巨大成长红利	6
(二) 黄羽鸡价格震荡中，盈利能力略好转	8
1. 9月黄鸡价格反弹后震荡，盈利能力略好转	8
2. 区域特征明显，集中度逐步提升中	9
(三) 在下游产能增长红利中优选优质疫苗个股	10
1. 疫苗迎接市场化大时代，竞争将加剧	10
2. 疫苗“蛋糕”在变大，优选核心产品	12
(四) 把握食品赛道，掘金宠物行业成长红利	14
1. 我国宠物数量及单宠消费呈双升趋势	14
2. 宠食赛道优势显著，主粮为基，零食为辅	16
三、农林牧渔在资本市场中的发展情况	18
(一) 农林牧渔市值占比稳定，农产品加工、畜禽养殖占比居前	18
(二) 年初至今板块表现弱于沪深 300，林业、农业综合表现较好	18
四、投资建议及股票池	20
五、风险提示	20

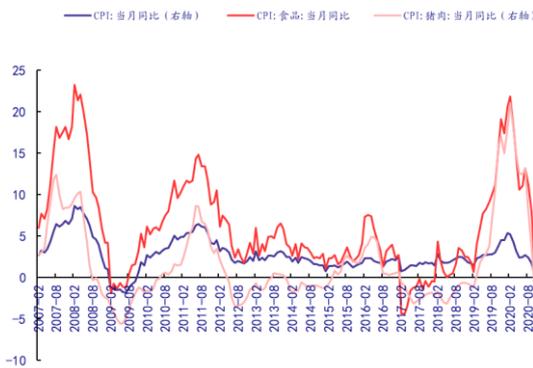
一、物价指标稳定，农林牧渔业景气度下行

(一) 8月猪肉价格持续下行，CPI同比小幅上涨

2021年8月，我国CPI同比增长0.8%，其中食品项同比-4.1%，食品中猪肉同比-44.9%。从环比来看，8月CPI环比为+0.1%。期间猪肉价格基本处于震荡下行态势，影响CPI猪肉环比下降1.4%。

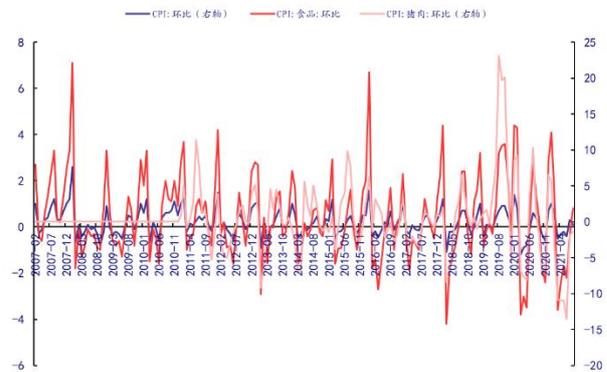
2021年1-8月，我国农产品累计进口金额为1473.61亿美元，同比+34.96%，出口金额为520.64亿美元，同比+8.9%，贸易逆差952.97亿美元，同比+55.28%。2021年8月，我国农产品进口金额为199.95亿美元，同比+46.64%，出口金额为69.96亿美元，同比+12.28%，贸易逆差129.99亿美元，同比+75.54%。

图1：2021年8月我国CPI同比+0.8%



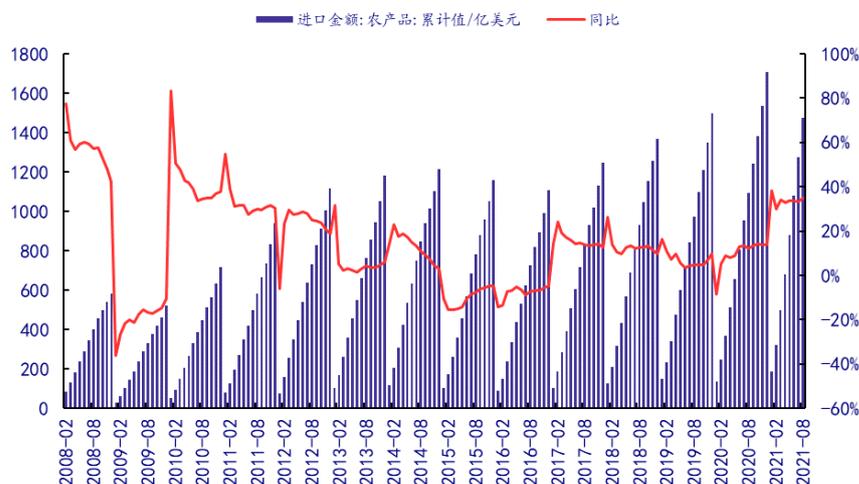
资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图2：2021年8月我国CPI环比+0.1%



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图3：2021年1-8月我国农产品进口额累计为1473.61亿美元，同比+34.96%



资料来源：海关总署，中国银河证券研究院整理

(二) 猪周期下行过程中带动后周期产业链景气度上行

农业行业主要包括种植产业链与养殖产业链两大子产业，其中种植产业链涉及种业、农产品种植与加工、林业等子行业，养殖产业链包括畜禽养殖、水产养殖、饲料、疫苗等子行业。从竞争力、盈利能力、管理能力等方面来考虑，养殖产业链具备更大的优势。结合当前非洲猪瘟对产能去化的影响以及猪周期的运行规律，猪价持续创高位，并将带动整体养殖产业链业绩向好。

受非洲猪瘟影响，本轮猪周期中能繁母猪产能去化彻底，19年1月开始，生猪与能繁母猪存栏量同比降幅达到两位数；19年9月能繁母猪存栏量降到历史低位1913万头，此后开始环比好转。根据中国政府网与农业部数据，2021年6月末，能繁母猪、生猪存栏分别为4564万头、4.39亿头，同比+25.7%、+29.2%。根据农业部数据，21年7月我国生猪存栏同比+31.2%；能繁母猪存栏同比+24.5%，环比-0.5%。我国生猪产能呈现持续好转态势。

从杜邦分析以及相关财务指标来看，2016-2019年我国农林牧渔行业ROE呈现下行趋势，其中生猪养殖产业链上的企业从2016年高点逐渐下行至2018年低点，影响整体ROE水平，随后19年开始猪周期处上行趋势中，带动畜禽养殖板块ROE回升。如上文分析，我们认为上一轮猪周期在2018年5月结束，之后开启新一轮周期；2019年3月1日，据博亚和讯数据来看，猪价二次探底为12.06元/kg，随后开启猪价上行阶段，并持续处于高位，并于19年11月达到猪价最高点；此后分别于20年2月、8月以及21年1月达到阶段高点，之后处于下行过程；直至6月下旬至7月中经历短暂回升，目前处于震荡下行过程中。

图4：我国猪价自19年3月开启上行趋势后，4-6月处于震荡期，6-10月持续上行，11月后开启震荡行情，2月受新冠疫情影响，猪价先升后震荡，5月底止跌回升，9月开启下行态势，10月末止跌，21年1月中旬达到阶段高点，之后处于下行过程；直至6月下旬至7月中经历短暂回升，目前处于震荡下行过程中



资料来源：中国畜牧业信息网，中国银河证券研究院整理

图 5：2014Q1 至今农林牧渔板块 ROE 情况



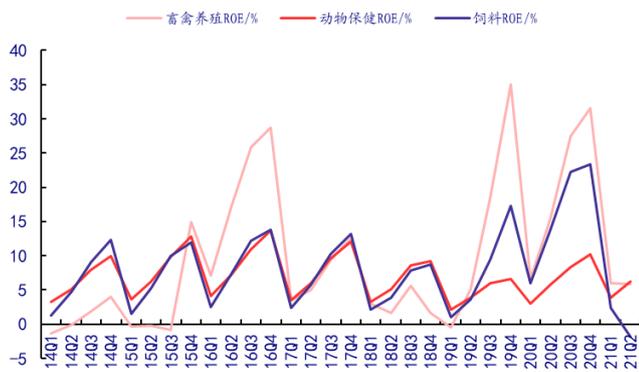
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 6：2014Q1 至今农林牧渔板块销售净利率情况



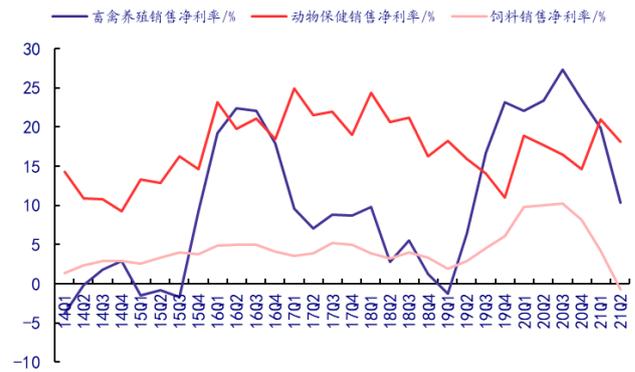
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 7：2014Q1 至今畜禽养殖、动物保健、饲料 ROE 情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 8：14Q1 至今畜禽养殖、动物保健、饲料销售净利率情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

表 1：2016-2021H1 农林牧渔行业及其子板块畜禽养殖行业 EPS 情况

行业	年份	一季报	中报	三季报	年报
农林牧渔	2016	0.06	0.14	0.20	0.28
	2017	0.07	0.12	0.19	0.17
	2018	0.06	-0.002	0.09	0.05
	2019	0.05	0.14	0.28	0.41
	2020	0.10	0.23	0.39	0.44
	2021	0.12	0.15		
畜禽养殖	2016	0.16	0.41	0.57	0.63
	2017	0.07	0.06	0.11	0.08
	2018	0.05	-0.47	-0.28	-0.13
	2019	0.17	0.51	1.27	2.07
	2020	0.27	0.52	0.88	0.97
	2021	0.26	0.29		

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

二、持续关注猪鸡价格，把握成长红利之宠物食品

农林牧渔行业可分为两大产业链，包括种植产业链和养殖产业链，其中种植产业链包括种业、种植业、农产品加工、林业等子行业，养殖产业链包括畜禽养殖、饲料、疫苗、渔业等子行业。

目前，种植产业链主要围绕技术升级（转基因）、土地改革、效率提升等几方面进行发展。我国农产品（如玉米、大豆等）成本居高不下，主要原因在于种业技术发展缓慢，核心技术由国际巨头垄断，同时人工成本高企，以及土地规模化程度不够而造成的效率低下，最终反映在成本与价格层面。对于种植产业链来说，未来急需技术与规模化的提升，进而实施精细化管理来提高生产效率，提升成长空间。

在养殖产业链层面，其发展水平高于种植产业链，行业增长较为迅速。从规模化程度、企业集中度、研发实力以及生产效率来说，我国养殖业均处于高速发展时期。在此过程中，行业规范性也在逐步形成，以白羽鸡行业为例，各企业自发形成白羽肉鸡联盟，以期实现供需平衡，产能调节，行业自我治理。在行业快速发展至成熟阶段期间，养殖产业链涌现出一批优质企业，从研发端发力，到管理标准化、精细化，看好未来养殖产业链相关优质企业的长远发展。

（一）9月猪价持续震荡下行，跟踪需求恢复情况

1. 猪价持续下行，重点关注能繁母猪存栏与需求

2019年12月我国生猪存栏开启触底恢复趋势，存栏数据开始缓慢增长。据国家统计局统计，2021年6月末全国生猪存栏量4.39亿头，恢复到2017年年末的99.4%；其中，能繁母猪存栏量4564万头、恢复到2017年年末的102.1%。我们认为大中型养殖场在资金、环保、防疫方面具备优势，补栏积极性更高，意味着未来规模化与集中度提升的趋势。在猪周期下行阶段，我们将更加关注生猪出栏增速以及成本管控情况。

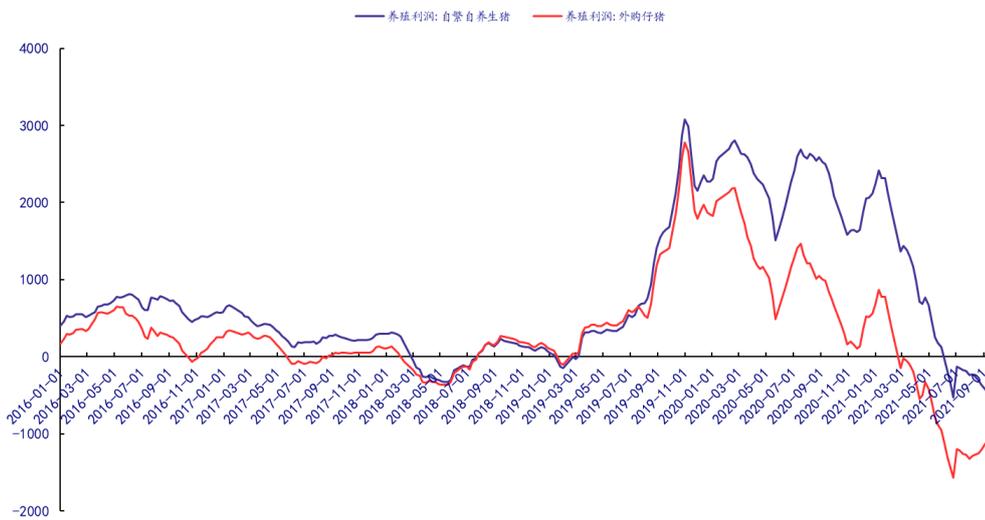
2020年2月生猪价格有缓慢上行趋势，之后又开启震荡行情，直至5月下旬止跌回升，并开启新一轮上行趋势；9月开始猪价呈现震荡下行态势。我们此前认为震荡上行行情将持续至21年1月。从当前时点看，猪价走势印证了我们的观点，猪价自去年10月底11月初时止跌，并保持震荡上升至2021年1月中旬。春节后猪价延续下行趋势。我们2月份判断：短期来说，考虑到当前传统需求端淡季、低体重猪抛售、冻肉出库等因素，我们判断当前至3月猪价震荡下行。事后看亦印证了我们此前的判断。

对于4-6月份猪价走势，显著低于我们预期，下跌幅度较大。7月价格经历震荡，至23日整体上升26.47%，7月底再次开启下跌行情。根据博亚和讯，2021.9.17，我国部分省市生猪均价为12.73元/kg，环比-7.28%；生猪养殖利润层面，依旧处于亏损行情中。据博亚和讯统计，2021年9月24日自繁自养、外购仔猪育肥利润分别为-609.91元/头、-1093.12元/头；其中外购仔猪自2月底亏损以来，已持续7个月亏损。目前自繁自养亦持续亏损4个月。

从供给端来看，根据农业部数据21年7月，我国能繁母猪存栏4541万头，环比-0.5%，是20年9月份以来首次出现环比负增长。但产能方面真正的拐点仍需观察、等待以及验证。短期来看，考虑饲料销量、散养户态度等因素，四季度生猪出栏增幅较大是一个比较确定的情

况。从需求端来看，四季度是年内需求高峰开启时间，包括腊肉制作需求、节假日消费需求等拉动，但实际恢复情况依旧需要事实验证。综合供需两个方面来看，供给端过剩的大概率情况叠加需求端恢复的不确定性，我们认为四季度生猪价格依旧会低位震荡，也不排除出现反弹行情，但反弹幅度不宜做过高预期。

图 9：2021.09.24 自繁自养、外购仔猪养殖利润分别为-609.91 元/头、-1093.12 元/头



资料来源：博亚和讯，中国银河证券研究院

表 2：部分养殖企业生产性生物资产变动情况

代码	企业名称	生产性生物资产 (单位: 亿元)				
		20Q2 末	21Q1 末	21Q2 末	21Q2 末环比	21Q2 末同比
002714.SZ	牧原股份	53.59	80.69	77.59	-3.84%	44.78%
002157.SZ	正邦科技	64.60	82.73	81.40	-1.61%	26.01%
300498.SZ	温氏股份	60.40	88.31	88.96	0.74%	47.28%
000876.SZ	新希望	79.51	110.10	97.23	-11.69%	22.29%
002124.SZ	天邦股份	20.76	17.89	21.29	19.01%	2.55%
002100.SZ	天康生物	2.78	3.11	3.62	16.40%	30.22%
603363.SH	傲农生物	6.35	13.70	15.51	13.21%	144.25%
002567.SZ	唐人神	2.86	4.37	4.93	12.81%	72.38%
002548.SZ	金新农	1.80	3.55	4.29	20.85%	138.33%

数据来源：公司公告，中国银河证券研究院

2. 养殖规模化、集中度提升创巨大成长红利

我国生猪养殖以散户为主，2007 年年出栏 500 头以下的养殖户比例为 78.2%，至 2017 年该指标下降为 45%，十年生猪规模化程度提高 33pct。受环保政策、城镇化以及理性补栏等因素，中小养殖户补栏进程较为缓慢，而大型养殖户具备完善的环保解决办法、融资方式多样化等优势，养殖规模持续扩大，抢占市场份额，因此在过去两年中，我国生猪规模化程度快速提高。

对标美国生猪养殖行业规模化发展过程来看，在其规模化程度快速提升的二十年中（1980-1999年），养殖户数量持续下降，1997年美国存栏1000头以上的养殖场占比达71%（有部分州高达98%）。相比之下，我国生猪规模化程度依旧有较大提升空间（至少20pct）。16-17年受环保政策影响，散养户大量退出或放缓补栏，直接利好规模化提升。18年8月非洲猪瘟在我国蔓延，成为散户加速退出的又一因素。我们认为，非洲猪瘟的发生将加速我国规模化程度的提升。

2019年我国生猪出栏量为5.44亿头，前20家生猪养殖企业合计出栏生猪6208万头，CR20约11.41%；前10家合计出栏5116万头，CR10约9.4%；前5家合计出栏4160万头，CR5约7.64%。我国生猪养殖业集中度极低，集中度提升是未来行业成长的关键点。

目前，我国生猪养殖行业呈现金字塔型，即头部小、底部大。随着散养户的加速退出，以及大规模养殖场的加速扩张，未来将呈现倒金字塔型。2017年，前22家生猪养殖企业出栏量增速达36%。非洲猪瘟为行业带来变革的机会，经历2019年的调整，20年开始头部养殖企业实现加速扩张。以牧原股份为例，2017-2020年出栏量分别为723.74万头、1101.2万头、1025.33万头、1811.5万头，同比分别为+132.42%、+52.15%、-6.89%、+76.67%；其中2019年受非瘟影响，上市公司出栏量受到部分影响。2021年，牧原股份预计出栏生猪3600-4500万头，同比+98.73%至148.41%。

生猪养殖行业具备“大行业、小企业”的行业特征，也就意味着行业空间广阔，企业未来发展空间巨大。在这个过程中，集中度逐步提升，龙头企业将享受自身规模扩张带来的成长红利。

表 3：部分养殖企业生猪出栏情况

代码	企业名称	生猪出栏量/万头		
		2019A	2020A	2021E
002100	天康生物	84	134.49	180
000876	新希望	355	829.25	增长率不低于100%
002714	牧原股份	1025	1811.5	3600-4500
300498	温氏股份	1852	954.55	1200
002157	正邦科技	578	955.95	2000
002124	天邦股份	244	307.78	-

数据来源：公司公告，中国银河证券研究院

表 4：生猪养殖行业五力模型分析

上游议价能力	下游议价能力	新进入者威胁	替代品威胁	现有竞争程度
生猪养殖上游为饲料、疫苗、种猪企业，我国大型养殖企业数量较少，而服务企业众多，使得上游议价能力较弱。	生猪养殖下游为屠宰企业，受猪价以及供应量影响，屠宰企业议价能力有变化，一般来说，议价能力较弱。	生猪养殖为重资产行业，新进入者需要投入大量资金以此来打造大规模养殖场，同时需要具备养殖技术、管理等方面的要求，新进入者威胁较小。	生猪养殖替代品可理解为养殖牛羊，但考虑到我国为猪肉消费大国，对牛羊的食用接受程度以及价格接受度有一定差距，因此替代品威胁较小。	生猪养殖行业呈现大行业、小企业特征，未来发展趋势为大型养殖集团的产能扩张，目前来说现有竞争存在于各企业成本控制方面，相互的竞争程度较低。

资料来源：中国银河证券研究院

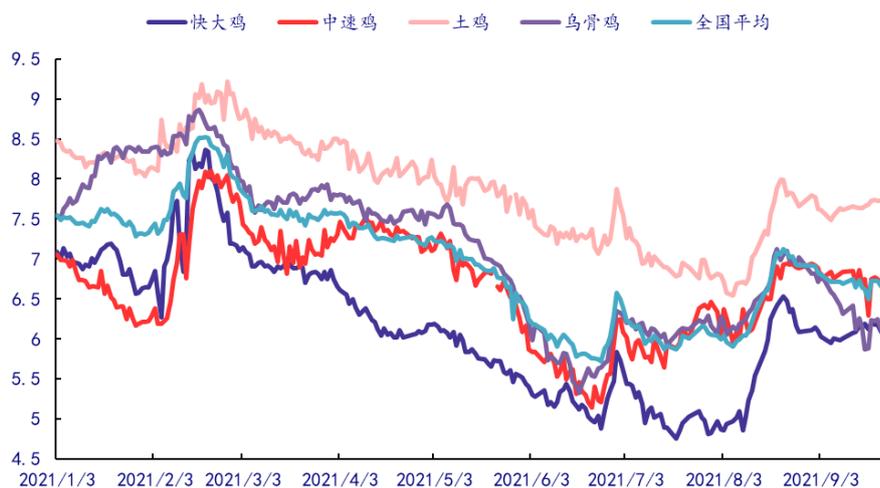
(二) 黄羽鸡价格震荡中，盈利能力略好转

1. 9月黄鸡价格反弹后震荡，盈利能力略好转

根据新牧网数据，2021Q1我国黄羽鸡品类均价为7.68元/kg，20年同期为5.16元，同比上涨48.84%，价格恢复态势显著。4月以来受生猪价格下行影响及黄羽鸡短期供需关系影响，整体价格呈现震荡下行趋势，4、5、6月均价为7.34元/kg、6.92元/kg、5.99元/kg，环分别为-3.42%、-5.72%、-13.44%；自7月中旬开始，黄羽鸡价格呈小幅回升态势，至8月22日（7.13元/kg）上升21.38%；随后开启震荡行情，小幅下降，9月23日黄鸡均价为6.69元/kg，环比8月末-3.25%。一般来说，Q3-4是黄羽鸡年内消费旺季，价格呈上行趋势。但目前来说，受猪价低位压制，黄鸡价格上行存一定阻力。

在成本层面，受上游豆粕、玉米等原材料价格高位影响，行业内饲料成本有所上行。21年黄鸡养殖成本同比上行，目前保持基本稳定状态。整体来看，一定程度上挤压盈利空间。

图 10：2021 年 9 月 23 日黄鸡均价为 6.69 元/kg，环比 8 月末-3.25%（单位：元/kg）



资料来源：新牧网，中国银河证券研究院整理

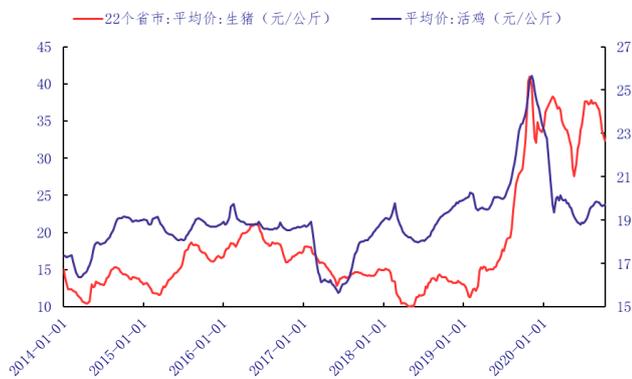
相比于猪周期，肉禽养殖周期短，周期变化更快，且更受疫情、政策变化的影响。以 2017 年为例，多地发生人感染 H7N9 事件，活禽市场被关闭、交易暂停，黄羽鸡价格跌入谷底；随着疫情好转，黄羽鸡价格开启上行恢复趋势。2020 年受新冠疫情影响，活禽市场亦被暂时关闭，价格有近 20% 的回调。

我们回溯了之前年份的黄羽鸡中的慢速鸡价格情况，17 年受禽流感影响，价格探到阶段最底部，全年均价在 6.8 元/斤。随后的 18 年鸡价是处于正常价格水平之间波动，也就是 6-8 元/斤的这个区间，全年均价大约 7.15 元/斤，同比上涨 5.5%。19 年受猪周期影响鸡价持续高位，保持 6% 的增速。但随着产能快速扩张，叠加 20 年新冠疫情影响，20 年鸡价下跌幅度历史之最（幅度达 20%），全年均价约 6 元/斤。

基于这些历史数据判断，我们觉得一是价格跌到成本线以下并持续一段时间后，部分产能会逐步出清，供给压力下降，推动价格逐步上行；二是新冠、禽流感等疫情带来的极端行情会

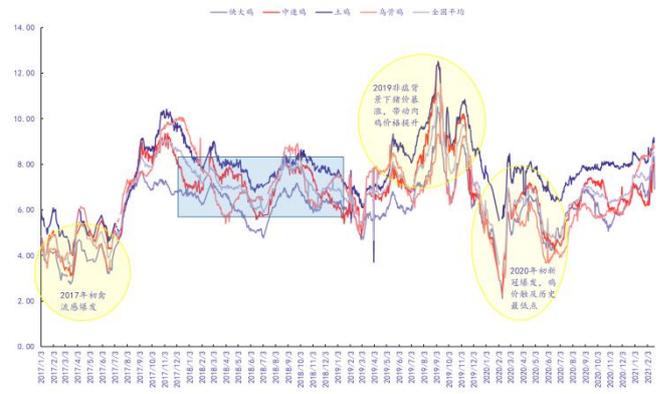
被修复，比如 17、18 年的情况。

图 11：活鸡价格与猪价趋势趋同



资料来源：农业部，中国畜牧业信息网，中国银河证券研究院

图 12：2017 年至今黄羽鸡价格走势情况



资料来源：新牧网，中国银河证券研究院

2. 区域特征明显，集中度逐步提升中

我国肉鸡主要包括白羽肉鸡、黄羽肉鸡、817 肉杂鸡、淘汰蛋鸡。黄羽肉鸡是以肉用为主要目的的土鸡、仿土鸡、地方鸡等各类型肉鸡的统称。由于黄羽肉鸡均为国内选育、培育，所以不存在国外引种问题。

黄羽鸡根据生长速度和用途不同，可以大致分为快速型、中速型、慢速型、蛋肉兼用型四种。2017 年，我国快速型、中速型、慢速型三种类型祖代黄羽肉鸡存栏量分别占我国祖代黄羽肉鸡存栏总量的 30%、29% 和 40%。

表 5：我国黄羽鸡主要品种情况

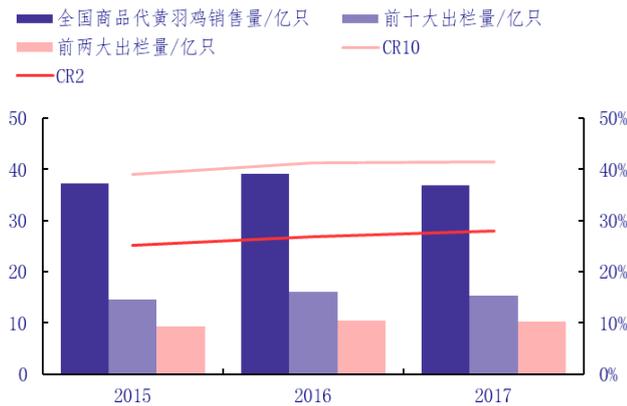
类型	特点
快速型	指出栏时间在 65 天以内的品种，生长速度快。 这类黄羽肉鸡具有出栏时间短、料肉比低、养殖效率高特点，并且口感好于白羽肉鸡，近几年发展速度较快。
慢速型	指出栏时间在 95 天以上的品种，此类品种多为散养，注重外观和肉质。 由于养殖时间长，慢速型黄羽鸡单只养殖成本较高，市场售价也明显高于其他品种，主要供应中高档餐厅、酒店及家庭消费，部分用于加工领域。
中速型	指出栏时间在 65-95 天的品种，兼具快速型、高效率 and 慢速型、高质量的特点。 一些中速鸡由于胸腿肌较好、脚胫粗细适中、皮肤光亮，屠宰后更为美观，是做冰鲜鸡的最佳原料。

资料来源：立华股份招股说明书，中国银河证券研究院

黄羽鸡生产与消费分布区域性特征明显。核心区域为广东、广西，两省分别为我国黄羽鸡生产排名第一、第二的主产地，亦是主要消费地区，以消费慢速黄羽鸡为主。其次，江苏、浙江、安徽组成重要生产消费区，以消费中速、快速鸡为主。第三，受制于消费习惯等因素，北方区域消费黄羽鸡较少。不过，随着黄羽鸡市场的加速发展，部分黄羽鸡养殖龙头企业开始在北方市场尝试拓展，积极引导消费习惯。

规模化程度低，集中度逐步提升中。我国黄羽鸡规模化养殖处于初级阶段，养殖规模在100万套以上的养殖场数量占比不足0.01%。在集中度方面，从2015-17年数据来看，我国黄羽鸡CR10由39.12%提升到41.54%，CR2由25.12%提升到27.94%，呈现逐步提升趋势。基于畜牧业协会数据，2019年，我国黄羽鸡年出栏量约49亿只，同比+25%，占全国家禽总量的36%。

图 13：我国商品代黄羽鸡养殖集中度情况



资料来源：立华股份招股说明书，畜牧业协会，中国银河证券研究院

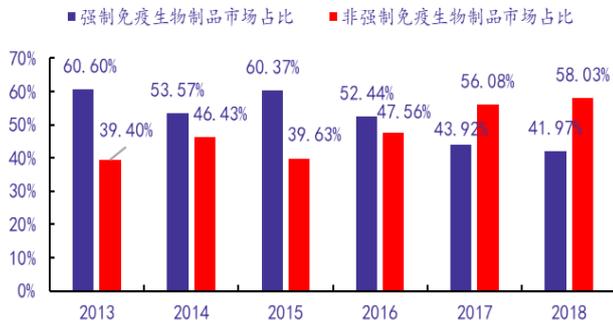
（三）在下游产能增长红利中优选优质疫苗个股

1. 疫苗迎接市场化大时代，竞争将加剧

猪瘟与蓝耳病疫苗退出政府招采目录、“先打后补”政策实施都表明疫苗市场化的趋势。另外，2021年农业部提到至2025年逐步全面取消政府招采苗，动物疫苗行业将迎来市场化大时代。从企业发展角度来看，市场苗定价是政府招采苗的5-10倍，毛利率高10-20pct。大力发展市场苗，将扩大疫苗整体市场规模。以生物股份为例，于2013年进入口蹄疫市场苗领域，收入从2013年的6.71亿元增长到2017年的19.01亿元，归母净利润从2.51亿元增长到8.7亿元，实现快速增长，并成为口蹄疫疫苗龙头企业。未来，市场苗的增长是企业业绩增长的核心。

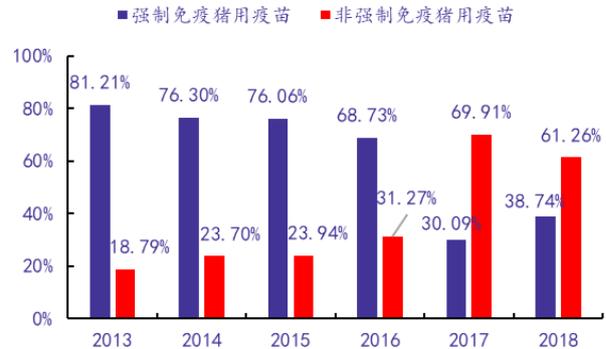
产品批文是企业加入市场竞争的门槛。口蹄疫O、A、Asia-I三价苗被停售以后，由口蹄疫OA二价苗替代。一开始市场上只有生物股份与中农威特可以生产销售，即2018.7.1-2019.3期间是以上两家公司寡头垄断的窗口期，市占率快速提高。2019年2月26日，天康生物获得猪口蹄疫OA二价苗批文，已实现生产与销售。随后，中牧股份、海利生物也已获得批文，竞争格局激烈化。对于公司来说，批文是未来业绩增长的基础；对于行业来说，批文是强化竞争程度的因素。

图 14: 13-18 年我国强制、非强制免疫生物制品市场占比



资料来源: 科前生物招股说明书, 中国银河证券研究院

图 15: 13-18 年我国强制、非强制猪苗市场份额对比



资料来源: 科前生物招股说明书, 中国银河证券研究院

从市场苗角度出发, 我们认为存在三大基础逻辑助力企业发展:

1、存栏量回升带动必选疫苗消费量提升。据国家统计局统计数据显示, 2021 年 6 月末全国生猪存栏量 4.39 亿头, 恢复到 2017 年年末的 99.4%; 其中, 能繁母猪存栏量 4564 万头、恢复到 2017 年年末的 102.1%。从上述公开数据来看, 生猪产能恢复良好, 未来供给呈逐步增长态势。能繁母猪存栏量持续增长支撑未来生猪存栏回升。一般情况下, 不论猪价高低, 养殖户都会给生猪使用必选疫苗(口蹄疫疫苗、猪伪狂犬病疫苗等), 因此必选疫苗消费量随着生猪存栏量的回升而逐步增加。

2、行业集中度与规模化加速推进, 市场苗渗透率提升。国内生猪养殖行业格局正处于大变革阶段, 曾经国内生猪养殖行业为完全竞争市场, 表现为行业集中度低、养殖门槛低、散户养殖占比高、竞争激烈等特点。非洲猪瘟一定程度上加速了生猪养殖行业的整合, 非瘟防控成本高、风险大、养殖资本及技术要求大幅上升等因素提升了行业门槛, 上市养殖企业及龙头养殖企业对于疫情的抵抗能力强于小散养殖户, 因此行业进入加速整合的阶段。

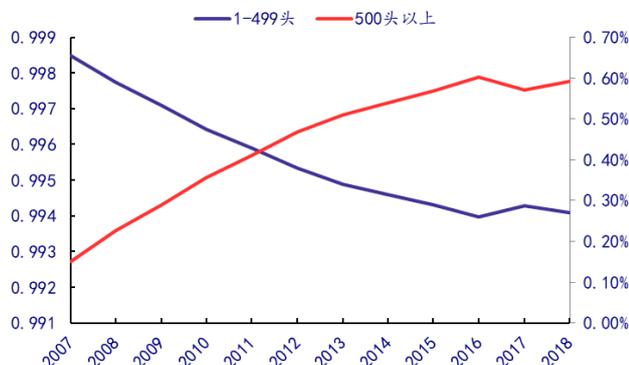
2019 年生猪养殖行业 CR3 为 6.35%, CR10 为 9.4%, 我国生猪养殖业行业集中度依旧偏低。19 年开始各大上市集团加速圈地扩张, 产能将于未来陆续释放, 市场占有率将随之上升。农业部公告中提到我国规模猪场自 20 年年初的 16.1 万家增加到目前的 18 万家, 规模猪场新生仔猪数同比+58.8%。纵向来看, 2007-18 年间, 年出栏 500 头以上养殖户占比呈趋势上行状态。但横向对比来看, 我国生猪养殖规模化程度远低于国际水平, 18 年俄罗斯小型猪场产能占比约 15%, 美国 500 头以下猪场产能占比仅 3%。除我国养殖规模总量大这个因素以外, 我们认为我国畜禽养殖工业化水平亦处于成长阶段, 规模化提升需要一个过程, 也是一个必然趋势。

规模养殖场极为重视疫苗使用, 有专业的免疫程序, 对仔猪、外购猪、种猪进行不同的免疫计划。不同于政府招采苗, 各规模养殖场生物环境不同对应不同品种疫苗需求, 为降低生猪应激反应和免疫数, 养殖场使用联苗获得组合免疫意愿逐渐强烈。

各大规模养殖场对于场内生物安全要求明显高于小散养殖户, 愿意支付更高价格采购优质疫苗。因此, 行业集中度的快速提升、规模化的逐步推进, 促使我国动物疫苗市场化改革进程

加速，未来市场苗渗透率将显著提升，市场规模进一步扩大。

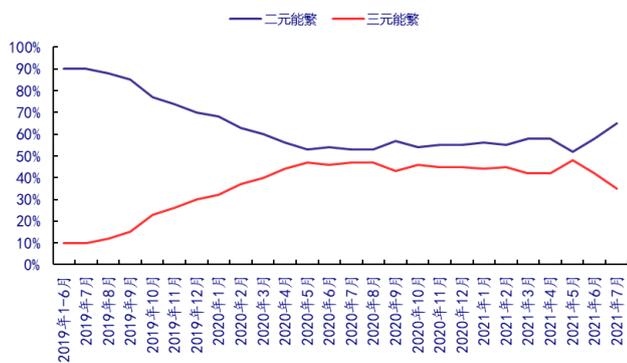
图 16：2007-18 年我国生猪饲养规模化情况



资料来源：中国畜牧业年鉴，中国银河证券研究院

3、疫情后效率提升中。本轮非瘟疫情对生猪产能影响巨大，期间部分养殖户使用三元母猪替代二元母猪，以实现出栏保持/增长。根据农业部统计，4月规模场淘汰母猪量环比+18%，同比+96%，逐步用高产母猪替代低产母猪，意味着效率提升带动产能增量加速，同时意味着存栏量提升对疫苗等销量的带动。根据涌益咨询统计，21年7月二元、三元母猪比例为 65：35。

图 17：21 年 7 月二元、三元母猪比例为 65：35



资料来源：涌益咨询，中国银河证券研究院

图 18：二元、三元母猪效率对比

指标	二元母猪	三元母猪
配种成功率	95%	70%
乳猪成活率 (断奶前)	85%	75%
育肥成活率	93%	90%
最高胎龄	8胎	3胎
当下平均胎龄	7.5	1.5
PSY	21	14
非瘟成活率	87%	87%

资料来源：涌益咨询，中国银河证券研究院

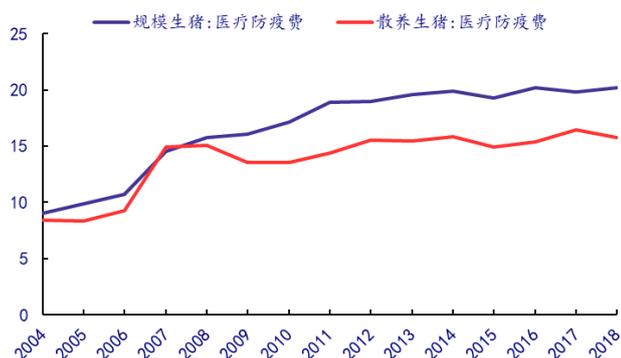
2. 疫苗“蛋糕”在变大，优选核心产品

从行业结构来说，动物疫苗属于畜禽养殖后周期行业，主要受益于下游畜禽养殖存栏回升、规模化提升带动渗透率提升这两个逻辑。历史数据表明规模化养殖在医疗防疫费上的花费高于散养模式，2018 年对应数据为 20.21 元/头、15.75 元/头，相差 4.46 元/头。在规模化提升的大背景下，疫苗销量亦将随之提升。大逻辑可以总结为，疫苗规模的“蛋糕”在现有基础上的变

大。

2019年动物疫苗行业经历低谷,收入负增长;20年开始恢复,21Q1增速创新高高达26.21%。21Q1动保行业ROE为3.87%,为同期近五年的最高点;行业销售净利率回升至20%以上,经历9个季度的低谷重回相对高位。我们认为21年疫苗企业将保持高增长、高盈利状态。

图 19: 2018 年规模/散养生猪头均医疗防疫费 20.2/15.8 元



资料来源: 全国农产品成本收益资料汇编, 中国银河证券研究院

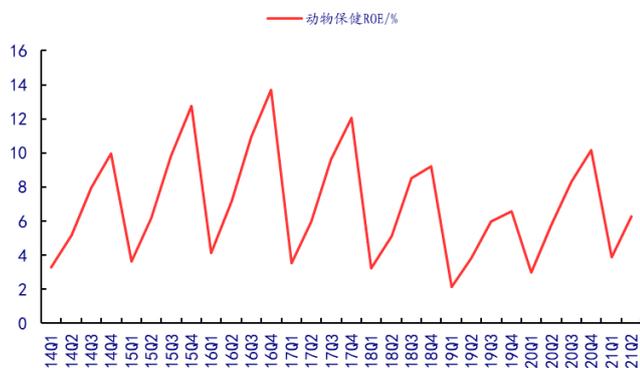
图 20: 2014-21Q1 动物保健行业收入增长变动情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

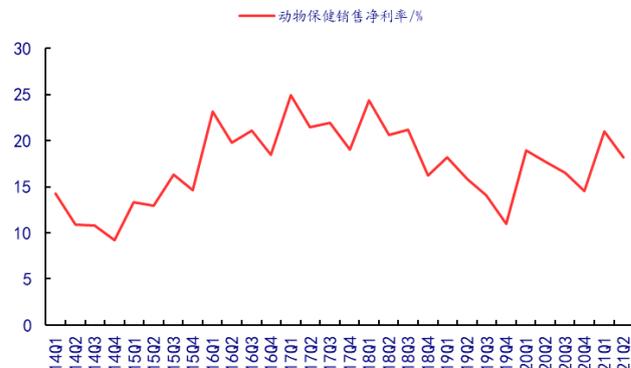
动物疫苗主要包括猪用、禽用疫苗;其中禽苗增速受下游肉禽养殖产能去化影响,整体增长承压,而猪苗将享受“蛋糕”变大的红利。在猪苗产品结构中,价格趋势、产品定位、毒株差异、竞争情况等均决定了企业间的产品销量及盈利能力。在非瘟常态化背景下,养殖企业注重猪瘟、伪狂犬、腹泻等相关疫病的防控。科前生物在猪伪狂犬疫苗、腹泻疫苗领域具备毒株优势、质量优势等,在行业集中度提升的背景下公司有能力实现市占率和规模的提升,且具备较强的议价能力。21H1 公司收入、利润增速均达 56%,毛利率达 81.69%,远超行业均值。

图 21: 2014-21Q2 动物保健行业 ROE 变动情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 22: 2014-21Q2 动物保健行业销售净利率变动情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表 7：疫苗行业五力模型分析

上游议价能力	下游议价能力	新进入者威胁	替代品威胁	现有竞争程度
疫苗行业上游为病原微生物生产企业，议价能力较弱。	疫苗行业下游为畜禽养殖行业以及政府，对应产品为市场苗以及招采苗。疫苗企业均努力争取大型养殖集团订单，且通过招投标拿到政府招采苗订单，因此下游议价能力强。	疫苗行业新进入者可理解为新产品批文下发，企业可以生产销售某疫苗产品，对现有竞争格局影响较大，即新进入者威胁大。	市场上一种疫病有对应多种疫苗产品，且随着多联苗、多价苗的上市，对单一产品的替代效应较大。	疫苗行业产品差异较大，以口蹄疫为例，目前有 8 家公司参与竞争，而猪瘟疫苗公司达 20 家以上，综合来说，竞争程度中等。

资料来源：中国银河证券研究院

（四）把握食品赛道，掘金宠物行业成长红利

1. 我国宠物数量及单宠消费呈双升趋势

据《2020 中国宠物行业白皮书》统计数据推算，2010-2020 我国宠物市场的年均复合增长率约为 30.88%。2020 年我国宠物市场规模达到 2065 亿元，同比+2.0%。其中犬消费市场规模占比 57.14%，达到 1180 亿元；猫消费市场规模占比 42.81%，达到 884 亿元。2019 年我国家庭宠物渗透率为 17%，显著低于美国的 68%、澳大利亚的 62%和英国的 45%。我国宠物行业处于规模较小、增速较快的初始成长阶段。

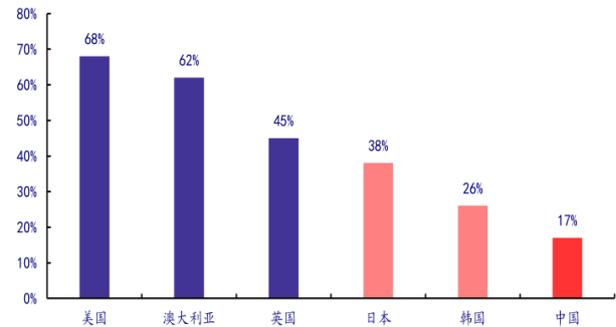
- 1) **社会需求变化引导宠物数量增长。**根据《2020 中国宠物行业白皮书》报告，2020 年全国城镇宠物犬猫数量已达到 10084 万只，比 2019 年增长 169 万只，增幅达到 1.7%。其中宠物犬只数为 5222 万只，同比-5.1%；宠物猫只数为 4862 万只，同比+10.2%。老年人渴望排遣孤独，年轻人需要消除寂寞，更多人需要宠物作为生活的伴侣和精神的寄托。随着人口老龄化、社会压力加剧和政策逐渐放宽，我们认为宠物数量仍会持续上升。
- 2) **养宠精细化带动单宠消费金额提升。**随着现阶段中国人思想观念的变化，宠物在中国家庭中的地位不断提高。其中最明显的表现是宠物的生活品质和饮食健康逐渐受到宠物主的重视。《中国宠物行业白皮书》统计显示，2019 年我国城镇人均单只宠物年消费达 5561 元，同比增长 545 元（+10.9%）；其中狗、猫的年均消费分别为 6082 元/只、5902 元/只，约为美国的 68%和 81%。随着消费升级，宠物主往往愿意付高的价格以追求宠物产品的品质和丰富性。随着宠物相关产品的更新迭代和人们经济水平与可支配收入的提高，我们认为宠物主们会更有能力和意愿为宠物消费，单宠消费金额将保持上行趋势。

图 23: 2010-2020 年中国宠物市场规模和增长率变化 (右轴)



资料来源: 中国宠物行业白皮书, 中国银河证券研究院

图 24: 2019 年我国宠物渗透率处于较低水平



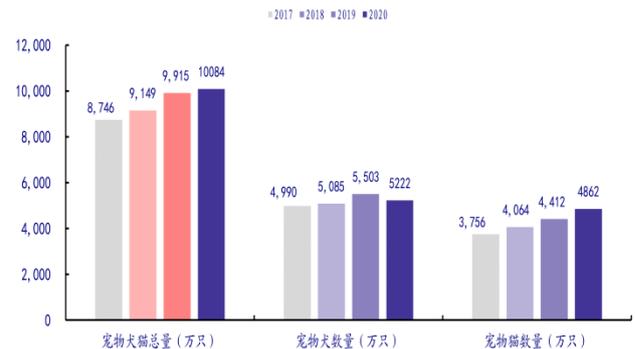
资料来源: 中商产业研究院, 中国银河证券研究院

图 25: 中国与全球、美国宠物行业规模对比



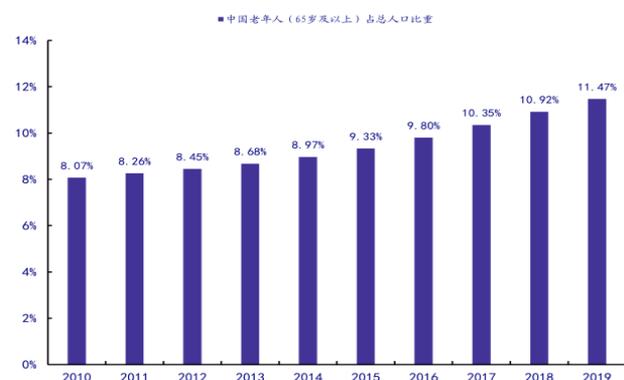
资料来源: 中商产业研究院, 中国银河证券研究院

图 26: 2017-2019 年城镇宠物犬猫总量呈上行趋势



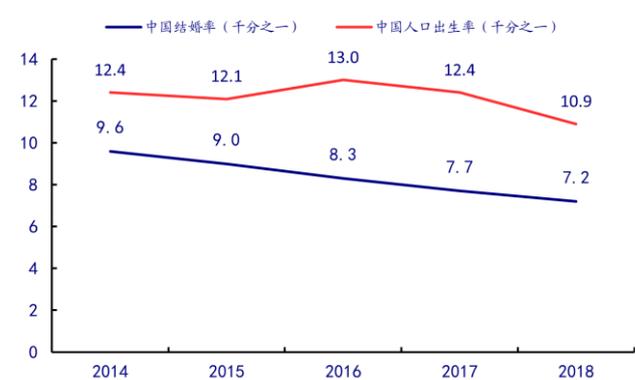
资料来源: 2019 中国宠物行业白皮书, 中国银河证券研究院

图 27: 2010-19 年中国老年人口占总人口比例逐年上升



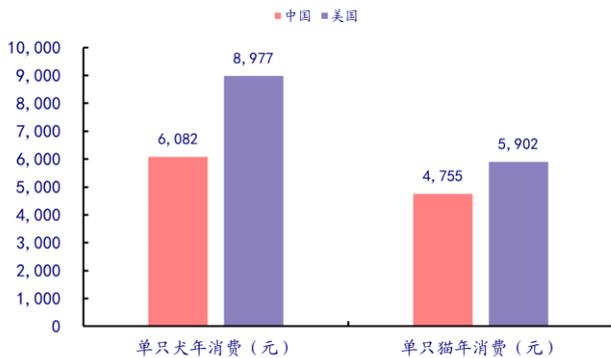
资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院

图 28: 中国结婚率、人口出生率近年来整体下降



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院

图 29：2019 中国单只宠物年消费低于美国



资料来源：Investopedia，宠物行业白皮书，中国银河证券研究院

图 30：2017-19 中国城镇人均单只宠物年消费金额总体上升



资料来源：宠物行业白皮书，中国银河证券研究院

2. 宠食赛道优势显著，主粮为基，零食为辅

2020 年宠物食品、用品和服务的规模占比分别为 54.7%、23.2%、22.1%。从宠物消费结构看，宠物食品的购买是目前宠物主们最高的养宠支出。根据《中国宠物行业白皮书》的历年统计数据推算，2020 年宠物食品市场的整体规模已达到约 1129.56 亿元，2014 年至 2020 年的复合增长率约为 22.45%；其细分品类中，宠物干粮、宠物零食和宠物保健品 2020 年的支出金额分别为 741.34 亿元、367.57 亿元和 20.56 亿元。

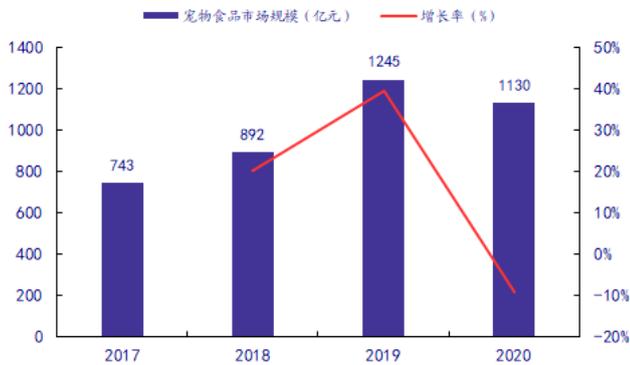
从宠物的生命周期和消费类目来看，宠物食品消费贯穿宠物整个生命周期，**高频刚需，赛道优势显著**。2019 年我国宠物零食渗透率为 79%，宠物干粮渗透率为 54.6%；相比于美国、日本宠物零食渗透率达 90%、73%，我们依旧具备显著的上行空间。

宠物干粮以优质国外品牌为主。宠物产业在发达国家已有一百多年历史，其中宠物食品市场已步入成熟阶段，整体格局较为稳定。玛氏、雀巢普纳瑞等企业在长期的市场竞争中，积累了品牌信任度和忠诚度。这些企业最先进入中国宠物食品市场，其宠物干粮产品尤其受消费者信赖，仅玛氏和雀巢普纳瑞在 2019 年就占领中国宠物干粮市场份额的 49%，基本包括全部的高端市场和大半中端市场。但同时亦表明巨头扎堆的宠物干粮是宠物食品中的核心赛道，在宠物干粮中具备一席之地是国产宠食企业树立品牌的基础与关键。

宠物零食行业集中度较低。根据测算，2020 年我国宠物零食市场规模约为 368 亿元，近三年复合增速为 37%，约占食品细分品类规模的 32.5%，且存在提升趋势。目前，我国仅有约 15% 的宠物零食市场份额被特定公司占据，其中只有玛氏一家国外公司。（本文中所提及的宠物零食亦包含宠物湿粮。）

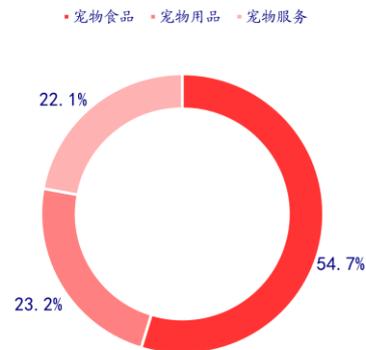
基于上述分析，我们认为国产品牌可以采取差异化竞争的策略，在进行主粮竞争的同时，实现零食突围。

图 31: 2017-20 年我国宠物食品规模及增速情况



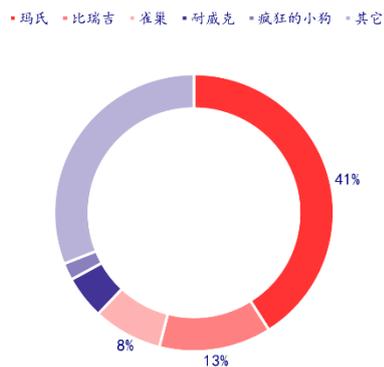
资料来源: 中国宠物行业白皮书, 中国银河证券研究院

图 32: 2020 年三大宠物行业类别中宠物食品占比最大



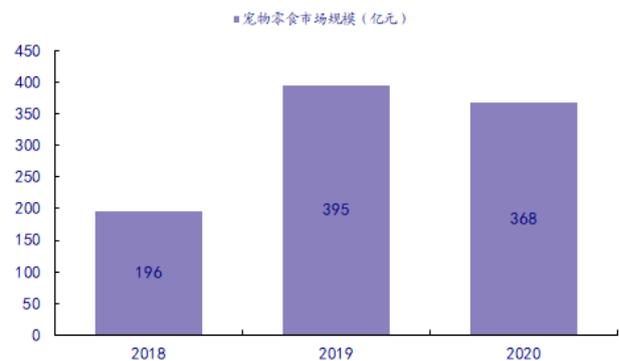
资料来源: 中国宠物行业白皮书, 中国银河证券研究院

图 33: 2019 年近半中国宠物干粮市场被国外品牌占领



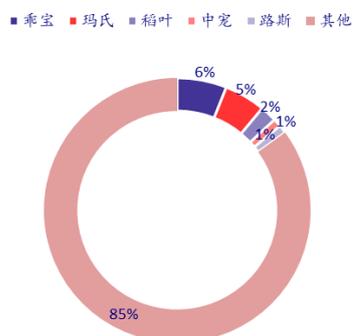
资料来源: 中国产业信息网, 中国银河证券研究院

图 34: 2018-2020 年我国宠物零食市场规模情况



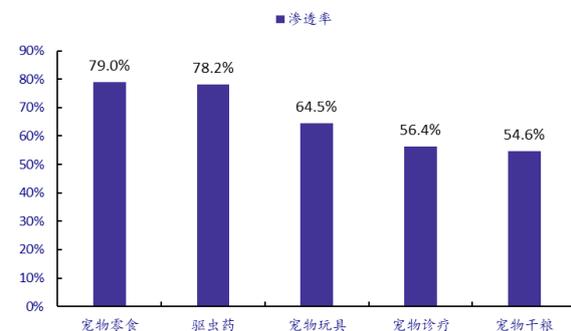
资料来源: 中国宠物行业白皮书, 中国银河证券研究院

图 35: 2019 年中国宠物零食市场集中度低



资料来源: 中国产业信息网, 中国银河证券研究院

图 36: 2019 年中国宠物零食市场渗透率高



资料来源: 中国宠物行业白皮书, 中国银河证券研究院

表 8：宠物干粮市场主要竞争公司的产品价格

公司名称	旗下品牌	产品	犬食平均单价 (元/kg)	猫食平均单价 (元/kg)	类别
玛氏	皇家	犬粮	60	-	高端
	宝路	猫粮	36	30	中端
	伟嘉	犬粮	-	30	中端
雀巢	冠能	犬粮、猫粮	68	88	高端
	康多乐	犬粮	32.5	-	中端
	普瑞纳	犬粮	25.5	-	中端
	妙多乐	猫粮	-	23	中端
	喜跃	猫粮	-	30.5	中端
比瑞吉	比瑞吉	犬粮、猫粮	34	50	高端
	开饭乐	犬粮、猫粮	27.5	47.5	中端
	诺瑞	犬粮	30	-	中端
乖宝	麦富迪	犬粮	13.5	-	低端
	湿鼻子	犬粮	24	-	中端
耐威克	耐威克	犬粮、猫粮	20	30	中端
	嘉士伯	犬粮	21.5	-	中端
珍宝	珍宝	犬粮、猫粮	31	22	中端
	珍爱多	犬粮、猫粮	37.5	46	中端
中宠	Wanpy	犬粮、猫粮	27	34	中端
路斯	路斯	犬粮、猫粮	30	40	中端
疯狂的小狗	疯狂的小狗	犬粮、猫粮	15	17.3	低端

数据来源：各公司官方网站，淘宝网，中国银河证券研究院整理

三、农林牧渔在资本市场中的发展情况

（一）农林牧渔市值占比稳定，农产品加工、畜禽养殖占比居前

据申万行业分类，截至 2021 年 9 月 24 日，农林牧渔板块含上市公司 97 家，总市值为 15877.15 亿元人民币，占全部 A 股市值的 1.72%，保持稳定；其中农产品加工、种植业、畜禽养殖、饲料、动物保健分别包含 21 家、20 家、16 家、15 家、11 家，对应市值 5520.59 亿元、1774.39 亿元、4337.25 亿元、2960.94 亿元和 880.80 亿元。从市值占比角度来看，农产品加工和畜禽养殖板块居前，分别为 34.77%、27.32%。

从板块 PE 来看，截至 2021 年 9 月 24 日，农林牧渔板块 PE 为 29.37 倍，而整体 A 股 PE 为 19.39 倍。相比于一年前，农林牧渔板块 PE 为 20.27 倍，目前估值有所上升。从农林牧渔板块内子行业 PE 来看，除负值板块以外，畜禽养殖、饲料行业 PE 较低，分别为 14.62 倍、29.62 倍，而种植业 PE 最高，达到 101.62 倍。

（二）年初至今板块表现弱于沪深 300，林业、农业综合表现较好

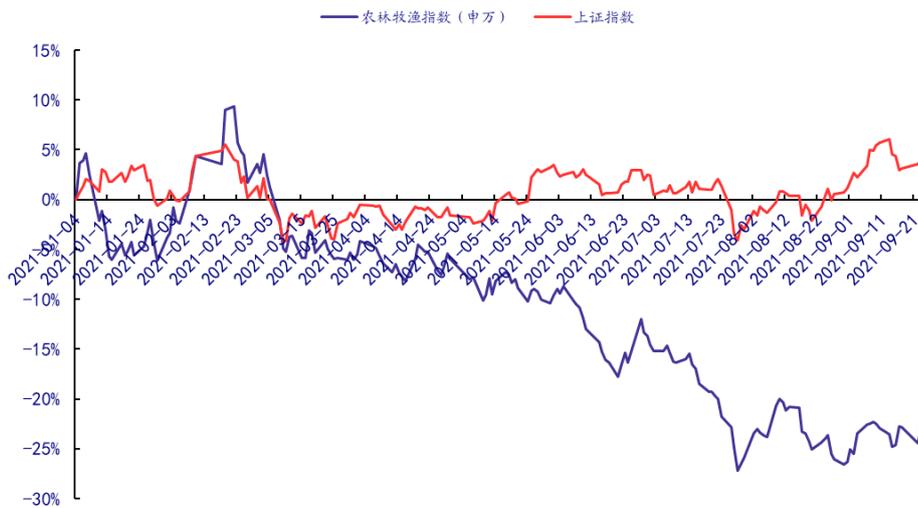
年初至 9 月 24 日，农林牧渔板块整体下跌 8.56%，同期沪深 300 上涨 2.33%。对比农林牧渔各子行业，畜禽养殖跌幅最大（-21.91%），饲料、种植业次之，分别为 -20.96%、-12.30%；而林业、农产品加工和农业综合为上涨的三个子行业，涨幅分别为 20.60%、4.67%、1.42%。

年初至 9 月 24 日，农林牧渔涨幅弱于沪深 300，由于猪周期行情处于下行趋势中，整体

农业板块受关注度较低。我们认为市场对低估值板块关注度提升，养殖个股震荡后有短期上行机会，叠加考虑公司层面的出栏量情况以及成本控制情况，部分企业具备显著相对优势，值得关注。

另外，我们认为从确定性来看，疫苗后周期行业具备长期逻辑，下游生猪规模化程度提升是大趋势，疫苗企业将极大受益于存栏量提升、规模化率提升带来的销量增长，我们看好疫苗行业的未来增长以及相关疫苗企业的业绩表现。

图 37：农林牧渔总回报相对劣势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

表 9：重点公司相关财务指标（收盘价为 2021 年 9 月 24 日，ROE 为 2021H1 数据）

公司名称	代码	收盘价/ 元	EPS		PE		ROE
			2021E	2022E	2021E	2022E	
海大集团	002311.SZ	60.01	1.99	2.32	30	26	10.82
立华股份	300761.SZ	26.83	3.2	4.35	8	6	-4.30
湘佳股份	002982.SZ	37.39	2.16	3.86	17	10	-0.32
中牧股份	600195.SH	11.40	0.53	0.73	22	16	6.82
普莱柯	603566.SH	19.13	0.98	1.31	20	15	9.55
科前生物	688526.SH	27.67	1.37	1.8	20	15	10.28
生物股份	600201.SH	15.21	0.56	0.65	27	23	5.11
佩蒂股份	300673.SZ	18.04	1.06	1.53	17	12	3.99
中宠股份	002891.SZ	30.27	1.02	1.34	30	23	3.47
圣农发展	002299.SZ	19.45	1.46	2.09	13	9	2.84
隆平高科	000998.SZ	21.15	0.27	0.46	78	46	-1.03
牧原股份	002714.SZ	9.50	1.5	1.88	6	5	3.71
天康生物	002100.SZ	45.41	10.12	8.3	4	5	17.93
新希望	000876.SZ	9.17	2.04	1.9	4	5	3.93

温氏股份	300498.SZ	14.12	2.4	2.35	6	6	-8.87
正邦科技	002157.SZ	13.79	1.18	1.06	12	13	-5.63
中粮糖业	600737.SH	9.03	2.41	2.16	4	4	-6.68
北大荒	600598.SH	9.76	0.49	0.63	20	15	4.79

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

四、投资建议及股票池

在猪价层面,我们认为四季度生猪价格依旧会低位震荡,也不排除出现反弹行情,但反弹幅度不宜做过高预期。在生猪养殖个股方面,在8月猪价持续下行的阶段,相关个股并未持续下行,而是震荡状态,一定程度上预示市场对股价阶段底部的选择;随着农业部层面收储以及相关政策的发布,板块行情出现反弹,生猪养殖龙头企业牧原股份(002714.SZ)可加强关注。

黄羽鸡行业经历2020年价格低位,目前处于回归均值状态,21Q1部分企业业绩予以验证。8月黄鸡均价回升17%以上,或开启年内反弹行情,建议关注华东区规模龙头、成本控制行业领先的立华股份(300761.SZ)。在养殖后周期领域,我们看好疫苗销量受益于生猪存栏逐步回升的确定性,建议关注中牧股份(600195.SH)、科前生物(688536.SH)等疫苗优质个股。

宠物行业为农业板块中最具成长优势的子领域,建议加强关注。基于人口老龄化、单身人士增加等社会结构变化以及养宠精细化等消费模式变化,叠加宠物行业中宠物食品占据半壁江山,我们认为国内宠物食品行业中企业发展处于成长期,国内市场增量可期。建议关注国内市场发力中的中宠股份(002891.SZ)。

表 10: 核心组合推荐 (收盘价为 2021 年 9 月 24 日)

公司名称	代码	收盘价	盈利预测 (EPS)		PE		评级
			2021E	2022E	2021E	2022E	
牧原股份	002714.SZ	45.41	10.12	8.3	4	5	推荐
立华股份	300761.SZ	26.83	3.20	4.35	8	6	推荐
科前生物	688526.SH	27.67	1.37	1.80	20	15	推荐

数据来源: Wind, 中国银河证券研究院

五、风险提示

猪价不达预期风险: 若猪价低于预期,养殖企业利润将受到较大影响。

疫病风险: 若企业遭受非洲猪瘟病毒,造成产能受损,将影响出栏量,进而业绩下降;另外,若发生类似于 H7N9“禽流感”的人感染疫病,造成消费恐慌,将对猪价、禽类价格产生较大负面影响,严重损害养殖企业盈利。

原材料价格波动风险：玉米、小麦、豆粕等原材料价格波动将会对养殖、饲料等企业的盈利能力带来影响。

政策风险：良种补贴政策、知识产权保护政策、品种政策的变化将对种子企业造成较大影响；疫苗招标政策、品种审核政策的变化等将对疫苗企业造成影响。

自然灾害风险：极端灾害天气会对农业生产（特别是种植业）造成巨大负面影响，从而导致农产品价格大幅波动。

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

分析师：**谢芝优**，南京大学管理学硕士，2018年加入银河证券研究院，曾就职于西南证券、国泰君安证券。六年证券行业研究经验，深入研究猪周期、糖周期等，擅长行业分析，具备扎实的选股能力。曾为新财富农林牧渔行业第四名、新财富最具潜力第一名、金牛奖农业第一名、IAMAC 农业第三名、Wind 金牌分析师农业第一名团队成员。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报 10% 及以上。

公司评级体系

推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。

中性：指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦 15 层

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn