

盈利能力显著恢复，养殖龙头静待周期拐点

投资要点

- 投资逻辑：**1) 十月以来因需求推动生猪价格出现小幅反弹，12月初达到17.9元/公斤，预计未来价格有所回落后于底部盘整，22年底或23年上半年将迎来价格拐点；2) 公司生猪养殖盈利能力修复，完全成本于21年一季度到达高峰30元/公斤，后逐步调整，预计21年底达到17.5元/公斤，业绩弹性较大；3) 黄羽鸡在产父母代存栏当前约为1340万套，处于较低水平，毛鸡价格自21年8月开始上涨，未来有望迎景气度提升。
- 生猪养殖行业逐渐恢复，周期拐点或将于22年年底或23年上半年出现。**2018年爆发的非洲猪瘟对我国生猪养殖造成巨大影响，2019年生猪出栏54419万头，同比下降21.6%，生猪价格在2019年11月前后达到41元/公斤创下历史新高。后价格于2021年起不断下跌，十月左右到达11元/公斤，近期猪价出现小幅反弹，12月初上涨至17.9元/公斤左右，主要原因在于需求拉动，冬季为传统的猪肉需求旺季，南方腌腊需求对于价格产生支撑作用；从中长期来看，猪肉供应有保障，三月份以来全国规模猪场每月新生仔猪数量都在3000万头以上，并持续增长，预计今年四季度到明年一季度，上市的肥猪数量同比还会明显增长，价格会有所回落。从能繁母猪的角度考虑，产能去化趋势初现，出清仍需时间，截至2021年10月能繁母猪存栏4348万头，仍处于黄色区间，且淘汰过程中落后产能将优先被淘汰从而形成结构性的调整，综合考虑当前能繁母猪PSY等生产效率指标较以往有所提升的发展情况，能繁母猪虽出现去产能趋势，但未来仍需猪价在较低水平维持一段时间方可迎来产能进一步出清。
- 公司盈利能力迅速修复，业绩有望迎来增长。**公司生猪养殖业务受到非瘟影响主要体现在结构、出栏量以及养殖成本三方面：受非洲猪瘟病毒的影响，公司淘汰部分受病毒威胁的母猪，采用外购仔猪进行育肥销售的模式应对，2020年资产负债表生产性生物资产表明，外购金额达到51.9亿元，同比增长117倍，外购占新增的比重约为36%，而19年占比为0.9%。而虽公司防疫能力提升，高效能繁母猪比例增加，结构得到优化，已于2021年5月停止外购仔猪。公司出栏量稳步回升，2019、2020年生猪出栏量分别为1852万头、955万头，21年截至11月共出栏生猪1199万头，已超过2020年全年水平，公司出栏从非瘟影响中逐步恢复。养殖成本端，此前因外购仔猪、防疫费用等原因，公司完全成本走高，21年一季度时达到30元/斤，后经努力控制逐步降低，公司目标是在2021年底将成本控制在17.5元/公斤，叠加出栏量增长，盈利水平弹性大。
- 黄羽鸡产能进一步去化，或将迎来景气度提升。**截至2021年11月，在产父母代黄羽鸡产能约为1340万套，同比减少8.1%，21年8月以来毛鸡价格迎来上涨，11月毛鸡市场价格约为16元/公斤，同比上涨15.3%。另一方面国家表示将严厉打击野生动物非法交易，禁止食用野生动物，限制活禽交易和宰杀、鼓励有条件的地方推广活禽集中宰杀，逐步取消活禽交易市场，而黄羽鸡有接近八成的销售会走活禽市场渠道，散户情绪受此影响而退出市场，规模养殖企业对此进行瓜分。公司推进禽业转型升级，2021年上半年毛鸡上市率达94.5%，肉鸡料肉比低于2.9，以“量价平衡”为总原则，根据行情变化，采用合约销售和毛鲜联动，维护和稳定肉鸡销售价格，实现经营效益最大化。
- 盈利预测与投资建议。**预计2021-2023年EPS分别为-1.63元、0.10元、1.75元，对应动态PE分别为-11/173/10倍，同行业可比公司2023年PE为11倍，考虑到公司为生猪以及黄羽鸡养殖龙头企业，盈利水平逐步回升，适当溢价予以公司2023年15倍PE，首次覆盖予以“买入”评级，给予目标价26.25元。
- 风险提示：**生猪养殖端突发疫情、下游需求不及预期、饲料成本上涨等。

西南证券研究发展中心

分析师：徐卿
执业证号：S1250518120001
电话：021-68415832
邮箱：xuq@swsc.com.cn

联系人：刘佳宜
电话：021-68415832
邮箱：liujy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	63.52
流通A股(亿股)	48.29
52周内股价区间(元)	12.3-19.83
总市值(亿元)	1,127.45
总资产(亿元)	994.40
每股净资产(元)	5.53

相关研究

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	74938.91	65848.29	89200.38	138741.10
增长率	2.45%	-12.13%	35.46%	55.54%
归属母公司净利润(百万元)	7425.87	-10321.72	651.68	11114.24
增长率	-46.83%	-239.00%	106.31%	1605.48%
每股收益EPS(元)	1.17	-1.63	0.10	1.75
净资产收益率ROE	15.73%	-28.73%	1.78%	23.21%
PE	15	-11	173	10
PB	2.37	3.04	2.99	2.29

数据来源：Wind, 西南证券

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 公司概况：农业产业化畜牧养殖龙头	1
2 猪周期或将迎拐点，盈利水平修复业绩弹性高	2
2.1 中短期供应充足价格回调，产能调整待反转	2
2.2 盈利能力逐步修复，业绩或迎高增长	5
3 养殖规模化提升，养殖龙头寻效率优势	7
4 黄羽鸡或迎景气提升，成为公司业绩又一增长点	11
5 盈利预测与估值	13
5.1 盈利预测	13
5.2 相对估值	13
6 风险提示	14

图 目 录

图 1: 公司 2021 年 H1 营收结构情况	1
图 2: 公司 2021 年 H1 毛利润结构情况	1
图 3: 2016-2021Q3 公司营业收入及增速	1
图 4: 2016-2021Q3 公司归母净利润及增速	1
图 5: 2012-2020 国内猪肉消费量 (单位: 千吨)	2
图 6: 2012-2021Q3 生猪出栏量 (单位: 万头)	2
图 7: 生猪生产周期示意图	2
图 8: 2006 年至今生猪价格走势 (单位: 元/公斤)	3
图 9: 截止 2019 年全球非瘟分布情况	4
图 10: 能繁母猪存栏月环比变动情况 (单位: %)	4
图 11: 生猪存栏量月环比变动情况 (单位: %)	4
图 12: 能繁母猪存栏量 (单位: 万头)	5
图 13: 2021 年 1 月至今生猪价格变动情况 (单位: 元/公斤)	5
图 14: 公司生猪出栏量 (单位: 万头)	6
图 15: 2021 年每月生猪出栏量 (单位: 万头)	6
图 16: 十家上市猪企生猪出栏量 (单位: 万头)	7
图 17: 上市猪企 2021Q1-Q3 单季经营性现金流 (单位: 亿元)	8
图 18: 上市猪企 2021Q3 流动性资产及占比 (单位: 亿元)	8
图 19: 温氏股份股权结构图	9
图 20: “公司+农户”生产模式流程图	10
图 21: “公司+农户”生产模式流程图	11
图 22: 2014-2020 我国黄羽鸡出栏量 (单位: 亿羽)	11
图 23: 2020 年我国禽类出栏结构	11
图 24: 在产父母代黄羽鸡存栏 (单位: 套)	12
图 25: 商品代毛鸡市场价格 (单位: 元/千克)	12

表 目 录

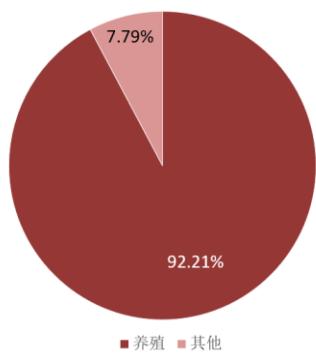
表 1: 生产性生物资产变化情况 (单位: 元)	6
表 2: 畜禽养殖环保政策要求	8
表 3: 分业务收入及毛利率	13
表 4: 可比公司估值	13
附表: 财务预测与估值	15

1 公司概况：农业产业化畜牧养殖龙头

温氏股份于 1983 年在广东省云浮市创立，现已发展成为一家以畜禽养殖为主、配套相关业务为辅的跨地区现代农牧企业集团。公司组建有国家生猪种业工程技术研究中心、国家企业技术中心、博士后科研工作站、农业部重点实验室等重要科研平台，掌握畜禽育种、饲料营养、疫病防治等方面的关键核心技术，成立“广东省畜禽废弃物处理与资源化工程中心”、获批枯草芽孢杆菌饲料添加剂生产许可证，构建了完善的饲料品控体系，保障了饲料的质量安全和畜禽产品的安全，建立了完善的疫病防控管理体系。

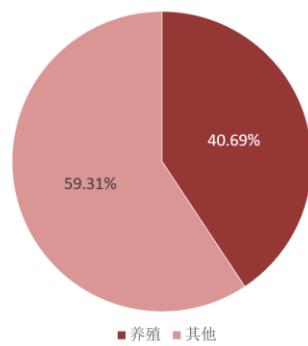
公司主营业务结构：公司营业收入主要来自于养殖业，2021 年上半年实现营业收入 306.3 亿元，其中养殖业务营收为 282.5 亿元，占比达 92.2%，其他业务包含原奶及乳制品、兽药、肉制品加工产品以及设备等，共实现营收 23.9 亿元。2021 年上半年公司实现毛利 7 亿元，其中养殖贡献 2.8 亿元，占比为 41%，主要系受到生猪周期影响猪价下跌，毛利率降低，2020 年全年实现毛利 147 亿元，其中养殖毛利 140.5 亿元，占比达 95.5%。

图 1：公司 2021 年 H1 营收结构情况



数据来源：Wind, 西南证券整理

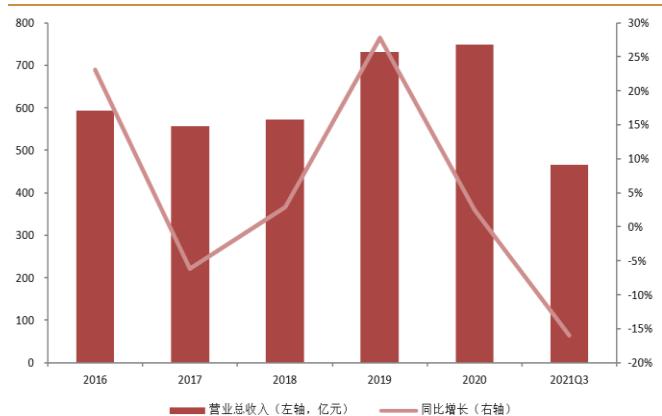
图 2：公司 2021 年 H1 毛利润结构情况



数据来源：Wind, 西南证券整理

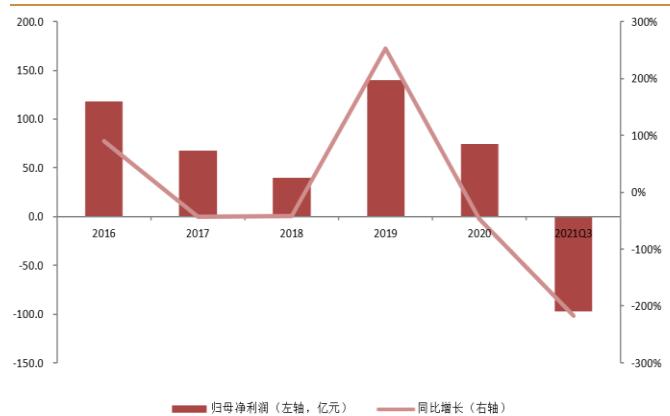
公司业绩状况：截至 2021 年三季度末，公司营业收入为 465.8 亿元，同比减少 16%，归母净利润为 -97 亿元，同比减少 217.7%。2016-2020 年公司营业收入整体稳中有升，CAGR 为 9.2%，归母净利润复合增长率为 3.7%。2021 年第三季度亏损 76.4 亿元，同比变动 -328.9%，主要系受生猪价格下跌的影响，未来生猪价格有望回升，公司发展前景向好。

图 3：2016-2021Q3 公司营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：2016-2021Q3 公司归母净利润及增速



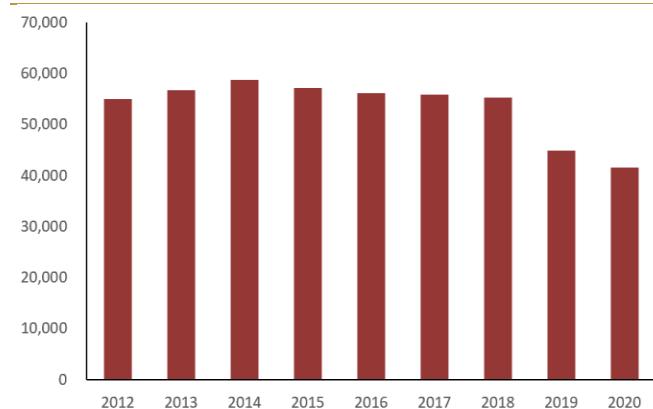
数据来源：公司公告，西南证券整理

2 猪周期或将迎拐点，盈利水平修复业绩弹性高

2.1 中短期供应充足价格回调，产能调整待反转

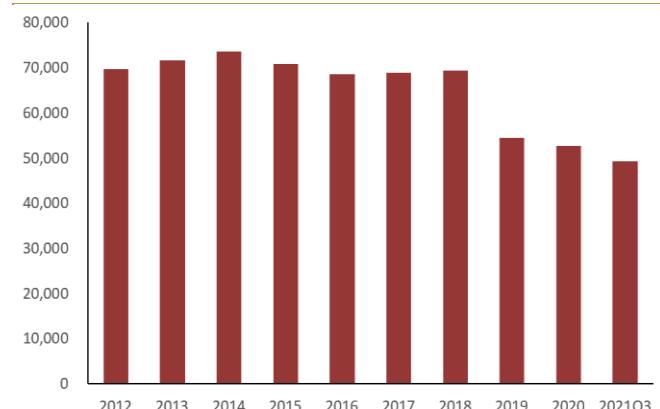
我国为猪肉消费大国，市场规模巨大。根据美国农业部数据，2020 年全球猪肉产量 9575.5 万吨，其中中国猪肉产量 3634 万吨，占全球比例为 38%，位列第二的是欧盟 27 国，产量为 2321.9 万吨，占比 24%。2019 年中国生猪出栏量为 5.4 亿头，2020 年出栏 5.3 亿头，猪肉消费量为 4152.1 万吨，同比变动 -7.5%，同比变动主要系受到非洲猪瘟的影响，2015-2018 年间平均年出栏量在 7 亿头左右，猪肉在我国居民的饮食结构中扮演十分重要的角色。按照猪肉年产量 5500 万吨、以往猪周期猪肉价格 20-25 元/公斤的水平进行粗略估计，生猪市场规模大约为 1.1-1.4 万亿。

图 5：2012-2020 国内猪肉消费量（单位：千吨）



数据来源：USDA，西南证券整理

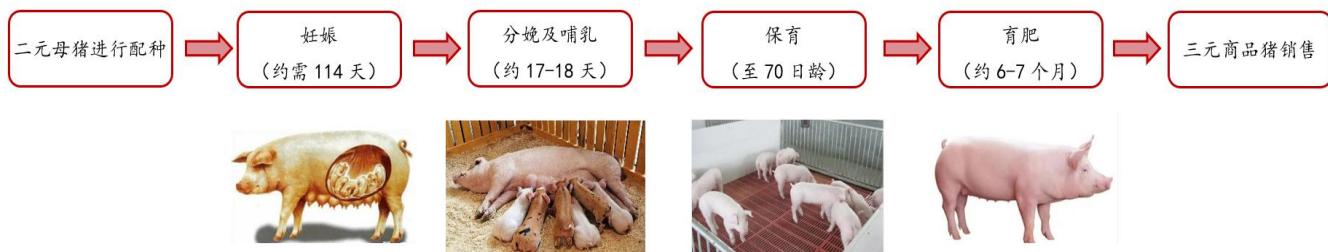
图 6：2012-2021Q3 生猪出栏量（单位：万头）



数据来源：国家统计局，西南证券整理

生猪周期主要是由生猪供需矛盾带来的波动。我国当前生猪养殖集中度并不高，散户因缺乏对于市场进行理性判断及预测的能力，可能会出现随生猪价格的涨跌而盲目扩产或是退出市场的情况。在猪肉价格景气时，养殖户为了追逐利润，增加能繁母猪和生猪供给，造成猪价下跌，养殖户减少供给，猪价重新上涨，如此循环。生猪的生产周期决定了一轮完整的猪周期大约需要 3-4 年，而一年内因消费淡季与旺季而存在“小周期”价格波动。后备母猪由仔猪成长为能繁母猪需约 7 个月，后经配种妊娠期约为 4 个月，诞下仔猪后需经 1-2 月的保育期以及后续 5-6 月的育肥期，达到理想标准后即可出栏进行屠宰售卖，从能繁母猪受孕至生猪出栏需至少 10 个月的时间，一定程度上可为 10-12 个月后生猪产量提供参考。

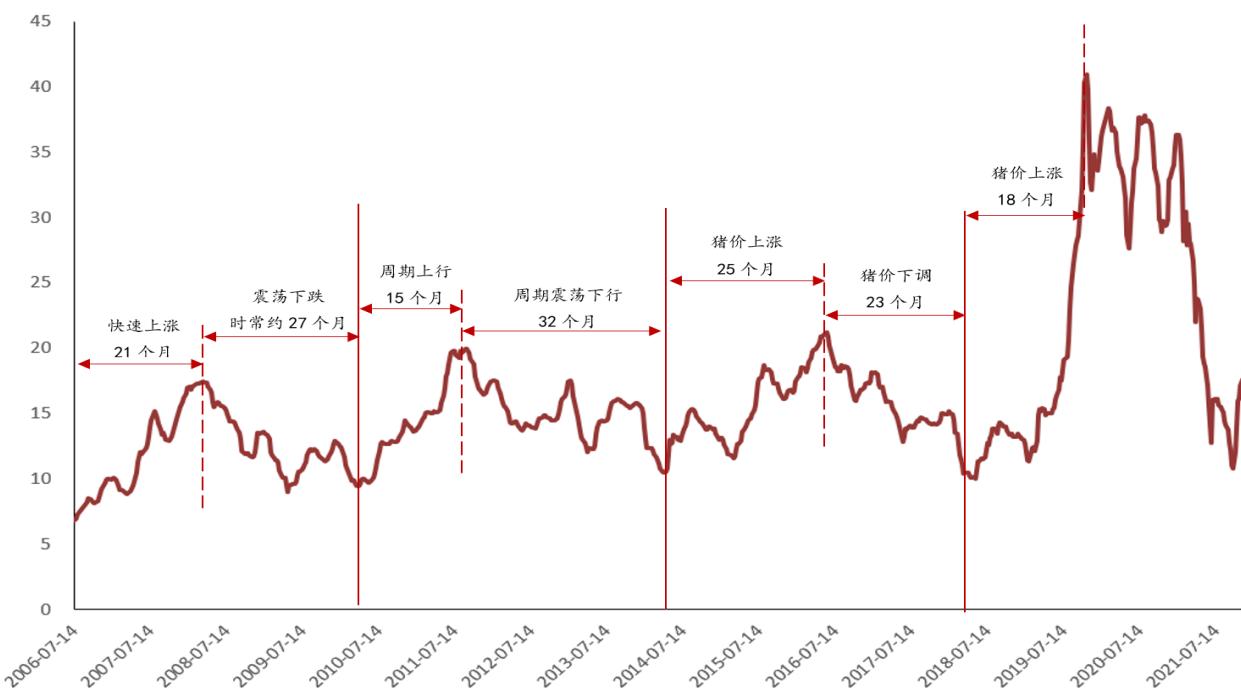
图 7：生猪生产周期示意图



数据来源：百度百科，西南证券整理

自 2006 年以来，我国经历大约四轮猪周期。第一轮为 2006 年 7 月至 2010 年 5 月，本轮周期中猪价于 2008 年 4 月达到峰值，上行周期持续 21 个月，下行时常约 27 个月。05、06 年期间，生猪价格处于历史低位，大量能繁母猪淘汰，产能出清，最终价格因供需关系而在 7 月迎来反弹。在此过程中受到高致病性蓝耳病的影响，生猪补栏速度延缓，供给难以跟上，叠加 08 年初春节消费旺盛的影响，价格最高达到 17.4 元/公斤，较 2006 年年中低位上涨近 157%，后供给逐渐增加，且出现瘦肉精事件，市场消费意愿受到影响，二者共同作用导致猪价下跌。第二轮周期为 2010 年 6 月-2014 年 4 月，生猪价格于 11 年 9 月到达高点 19.92 元/公斤，上行周期 15 个月，下行持续 32 个月，在此轮周期中并未出现新型传染病的爆发，主要是受到供需关系的影响，2010 年中国能繁母猪数量的减少开始在生猪供应端有所体现，价格迎来反弹，后也因产能的恢复而一路下行，2013 年 5 月国家开启冻猪肉收储工作以稳定市场，短期价格小幅反弹。第三轮周期为 2014 年 5 月-2018 年 5 月，价格于 2016 年 6 月达到 21.2 元/公斤的峰值，上行 25 个月，下行 23 个月。2014 年起因受到环保政策的影响，大量散户退出市场，叠加 2015 年上半年爆发的猪丹毒疫情，生猪存栏受到影响，价格走高，后因供需关系进入下行通道，并伴随季节性调整。

图 8：2006 年至今生猪价格走势（单位：元/公斤）



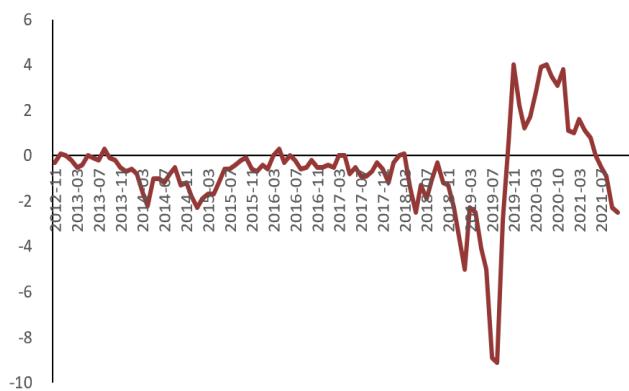
数据来源: wind, 西南证券整理

本轮猪周期受到非洲猪瘟的影响具有特殊性。1921 年非洲猪瘟首次出现在肯尼亚，是一种高致死性传染病。2017 年该病毒传入俄罗斯，2018 年 8 月首次出现在中国并在一个月时间内蔓延到全国各地。非洲猪瘟传染性强、病畜死亡率高，几乎达到 100%，目前还没有可用于预防和治疗的疫苗，因此对防控工作要求很高。21 年以来截至 7 月，我国共报告发生非洲猪瘟疫情 11 起，涉及 8 个省份，扑杀生猪 2216 头。按照中国大陆相关法律法规，当确认非洲猪瘟的案例时，一般进行三项措施：扑杀、无害化处理、疫区建立与管理。2018 年 9 月农业农村部与财政部联合印发《关于做好非洲猪瘟强制扑杀补助工作的通知》中提到，为农户及地方不瞒报可能存在的疫情，对扑杀动物进行 1200 元/头的补偿。

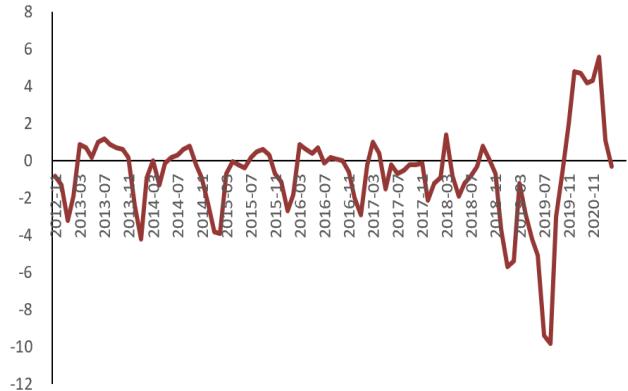
图 9：截止 2019 年全球非瘟分布情况


数据来源：维基百科，西南证券整理

受到非洲猪瘟的影响，我国能繁母猪以及生猪存栏量大幅减少，生猪价格创下历史新高。根据国家统计局数据，2019年8月，生猪存栏以及能繁母猪存栏环比变动分别达到-9.8%、-9.1%，后环比减少幅度逐渐缩小，至2019年11月，能繁母猪存栏量首次实现环比增加0.6%，在12月生猪存栏量也首次实现环比增长2%。《2019年国民经济和社会发展统计公报》显示2019年末，我国生猪存栏31041万头，同比下降27.5%；生猪出栏54419万头，同比下降21.6%；全年猪肉产量4255万吨，同比下降21.3%。从价格角度看，2019年11月前后，生猪价格达41元/公斤，为历史最高水平，后2020年于高位波动调整，2021年初，价格进入下行通道。

图 10：能繁母猪存栏月环比变动情况（单位：%）


数据来源：wind，西南证券整理

图 11：生猪存栏量月环比变动情况（单位：%）


数据来源：wind，西南证券整理

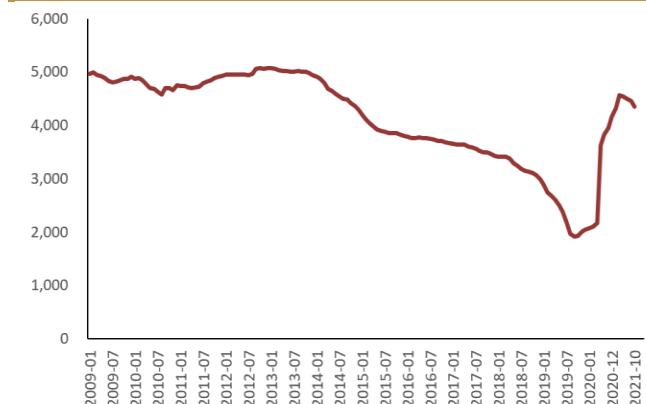
当前生猪价格迎来小幅反弹。今年十月以来，生猪价格迎来小幅反弹，从10月初11元/公斤左右上涨至12月初17.9元/公斤左右，主要原因在于需求拉动。冬季为传统的猪肉需求旺季，南方腌腊需求对于价格产生支撑作用，冬季气温在10°C以下适宜开展腌腊活动，以往主要集中在十一月底到冬至之前，今年略有提前，市场对于大猪需求量提升，而供应端整体偏紧缩，从而推动市场价格的提升。

从中长期的角度来看，供应有保障，价格仍将处于盘整阶段，我们认为拐点将出现在2022年年底或23年上半年。农业农村部有关司局负责人陈光华在2021年11月5日的新闻发布会上表示，三月份以来全国规模猪场每月新生仔猪数量都在3000万头以上，并持续增长。仔猪育肥6个月后可以出栏上市，预计今年四季度到明年一季度，上市的肥猪数量同

比还会明显增长，生猪供应相对过剩局面还会持续一段时间。21年6、7月出生的仔猪数量分别同比增长39%、33%，对应的出栏时间正值元旦、春节附近，因此能较好的覆盖需求增量，猪肉价格可能略有波动，但整体将维持在相对低位。且8月全国规模养殖场新生仔猪同比增长31.1%，对应出栏时间为春节结束后的消费淡季，届时猪价可能面临小幅调整。

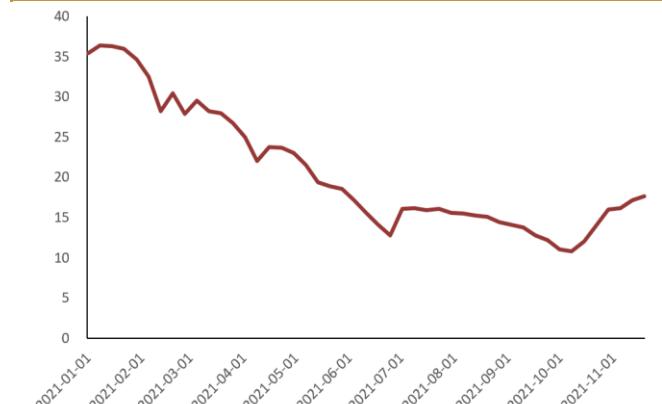
从能繁母猪的角度考虑，产能去化趋势初现，出清仍需时间。21年7、8月能繁母猪存栏出现环比下降0.5%、0.9%，10月时环比减少幅度达到2.5%，出现去产能趋势。本次周期中能繁母猪在数量、结构、生产效率等三方面区别于以往周期。数量上看，截至2021年上半年能繁母猪存栏量4565万头，根据农业农村部9月印发的《生猪产能调控实施方案(暂行)》，能繁母猪正常保有量稳定在4100万头左右，95%-105%的波动区间为绿色区域，90%-95%和105%-110%区间为黄色区域，低于正常存栏量的90%或高于正常存栏量的110%为红色区域。截至2021年10月，能繁母猪存栏量约为4348万头，处于黄色区间内，因基数较高，未来仍需进一步调整。因非洲猪瘟疫情影响，19、20年为保证供给，存在有将三元母猪作能繁母猪使用的策略，其生产效率及质量不及传统二元母猪，因而在淘汰过程中将先经历落后产能的去化，从而达到结构性调整的效果。从生产效率的角度分析，随规模养殖率提高以及科学化养殖的普及，能繁母猪PSY(每头母猪每年所能提供的断奶仔猪的头数)指标等均有所提升，因此若要生猪数量下降，在其他条件不变的情况下，能繁母猪数量需减少的幅度有所提升。由此三方面来看，能繁母猪去产能出现趋势，未来生猪价格仍维持较低位置，则产能进一步出清，预计生猪价格将在22年年底或23年上半年左右迎来拐点。

图12：能繁母猪存栏量（单位：万头）



数据来源：中国政府网，西南证券整理

图13：2021年1月至今生猪价格变动情况（单位：元/公斤）



数据来源：wind，西南证券整理

2.2 盈利能力逐步修复，业绩或迎高增长

公司生猪养殖受到非洲猪瘟的影响主要体现在养殖体系、出栏量、养殖成本三个方面。从养殖体系看，公司主动淘汰部分受非瘟病毒威胁的母猪，整体生产性能受到影响，采用外购仔猪进行育肥销售的模式应对。从2020年资产负债表生产性生物资产看，外购金额达到51.9亿元，同比增长117倍，自行培育金额90.9亿元，同比增长94%，外购占新增的比重约为36%，而19年占比为0.9%。后随非洲猪瘟疫情的得到有效控制，公司防疫水平提升，业务经营重回正轨，2021年5月正式停止仔猪外购，公司仍以自繁苗育肥为主。2020年公司及时将工作重心由追求能繁母猪数量调整至优化母猪结构，着力打造高效种猪场，增加高效能繁母猪供应量，截至2021年上半年高繁母猪比例提升至95%，存栏数量超过100万头，

部分父母代种猪场建成了后备母猪扩繁线，形成了种猪场父母代种猪自循环生产系统，降低了种猪场因频繁引种所产生的生物安全风险。通过三系杂交配套种猪生产模式加快补充母猪，母猪自供能力大幅提升，预计至 2021 年底公司能繁母猪数量将达到 180 万头，后备母猪 80 万头。

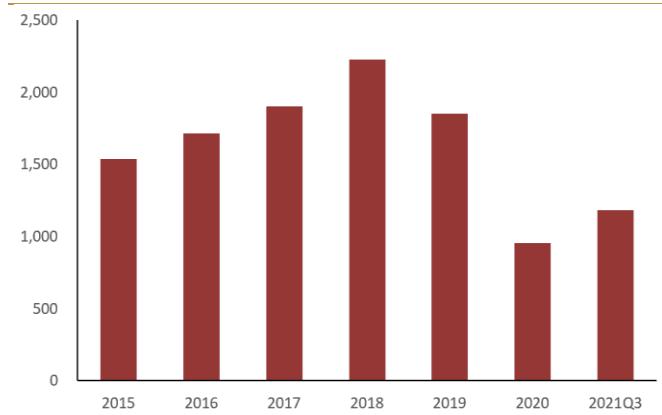
表 1：生产性生物资产变化情况（单位：元）

	2020	同比变动	2019	2018
一、账面原值				
1.期初余额	3,533,554,859.14	17.57%	3,005,465,768.17	2,748,235,687.29
2.本期增加金额	14,526,875,041.10	207.15%	4,729,619,344.67	2,183,274,919.29
(1) 外购	5,191,600,820.69	11650.10%	44,183,450.00	157,630,910.56
外购占新增比例	35.74%	-	0.93%	7.22%
(2) 自行培育	9,087,388,461.27	93.95%	4,685,435,894.67	2,025,644,008.73
(3) 合并增加	247,885,759.14		-	-
3.本期减少金额	9,187,778,359.28	118.68%	4,201,530,253.71	1,926,044,838.41
(1) 处置	9,187,778,359.28	118.68%	4,201,530,253.71	1,926,044,838.41
4.期末余额	8,872,651,540.96	151.10%	3,533,554,859.14	3,005,465,768.17

数据来源：公司年报，西南证券整理

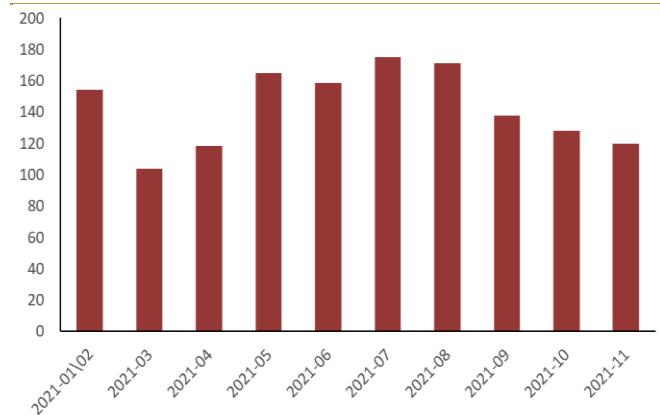
公司出栏量稳步回升。2018 年公司生猪出栏量 2229.7 万只，自 2014 年以来，由 1218 万头稳步提升，年复合增长率为 16.3%。2019、2020 年公司生猪出栏量分别为 1852 万头、955 万头，同比减少 17%、48.4%。2021 年出栏量出现拐点，截至 11 月共出栏生猪 1199 万头，已超过 2020 年全年水平，公司出栏从非瘟影响中逐步恢复。公司基于现阶段行业竞争格局，考虑到未来发展战略等因素，制定 2021 年肉猪出栏目标 1100-1200 万头，2022 年对应 1800-2000 万头，2023 年将在此基础之上增加约 800-1000 万头，现 2021 年目标已达成。

图 14：公司生猪出栏量（单位：万头）



数据来源：公司年报，西南证券整理

图 15：2021 年每月生猪出栏量（单位：万头）



数据来源：公司年报，西南证券整理

养殖成本逐渐回归，未来有望进一步降低。2020 年受到外购仔猪成本偏高、三元母猪生产效率较低、防疫费用、代养费用等多方面因素的影响，公司生猪养殖成本大幅提升，按照年报中披露，肉猪业务营业成本为 321.7 亿元，毛利率为 30.6%，按照出栏量 955 万头进行粗略估计，头均营业成本为 3368 元/头，此前 2017-2019 年相应头均营业成本为

1384/1328/1607 元/头，未来随各方面得到改善，养殖成本将得到控制，根据上市公司投资者互动问答，公司表明 2020 年肉猪完全成本约为 22-23 元/公斤，21 年一季度完全成本在 30 元/公斤左右。公司完全成本口径主要包括猪苗成本、饲料成本、药物成本、养户饲养费、费用等几项，不包含母猪的死淘部分。造成阶段性异常波动的原因主要是：1) 前期部分外购仔猪育肥后在一季度上市，外购猪苗成本较自产猪苗高；2) 一季度肉猪出栏同比减少，单位分摊费用增加；3) 受冬季疫情影响，北方淘汰部分落后产能。后随外购仔猪数量大幅减少，5 月起正式停止外购仔猪，公司完全成本得到有效控制，截至上半年下降至 25 元/公斤，三季度综合(含自繁苗和外购苗)养殖完全成本约为 22 元/公斤，而公司的目标是在 2021 年年底将成本控制在 17.5 元/公斤左右。与 20 年相比，每公斤成本降低 5 元左右，未来叠加出栏量增长，盈利能力将进一步增强。

综上所述，公司受非洲猪瘟影响显著，后续各指标呈恢复态势，市场空间弹性大。高效能繁母猪占比提升，产能逐步修复，公司不再进行外购仔猪，完全成本得到有效控制，盈利能力逐步修复，未来拥有上涨空间。

3 养殖规模化提升，养殖龙头寻效率优势

生猪养殖行业集中度不断提升，龙头养殖企业或将从中受益。自 2015 年至 2019 年的五年内，中大型规模化养殖场的占比由 45% 上升至 62%，一方面散户减少使得猪类养殖场总数由 5000 万减少至 2600 万户，另一方面年出栏达 5 万头的大规模养殖场上升趋势明显，由 200 户左右上升至 450 户左右。而未来，行业集中度有望进一步提升，2019 年至 2020 年，生猪出栏量较大的十家上市养殖公司（牧原股份、温氏股份、正邦科技、新希望、天邦股份、大北农、天康生物、唐人神、傲农生物、金新农）占总生猪出栏量的比例有所提升，2020 年国内生猪出栏总量为 5.3 亿头，十家上市生猪养殖企业出栏量合计达 6396 万头，占比达 12%。

图 16：十家上市猪企生猪出栏量（单位：万头）



数据来源：各公司公告，西南证券整理；注：因各家披露情况不同，各年 1 月为当年 1 月、2 月销售合计数据

政府强调环保要求，散户难以满足要求。一直以来，我国的生猪养殖行业以小型养殖为主。按照中国每年出栏 7 亿只猪估算，一年所产生的排泄物约有 14 亿吨，在政府没有严格的处理要求时，对环境造成了严重的负担。但自 2014 年以来，政府出台了一系列有关养殖

的环保政策，其中包括要求养殖场、养殖小区周围应建设畜禽粪便处理设施，禁养区划分细则，明确在饮用水水源保护区、自然保护区、风景名胜区、城镇居民区和文化教育科学研究院等区域禁止建立畜禽养殖场。许多散户因无法满足绿色养殖条件而不得不离开市场。**养殖模式方面**，公司采取两种养殖模式并行的方式：“公司+基地”育种扩繁模式，公司将进口种牛进行扩繁养殖，走养殖品种优良化、养殖技术科学化的道路；“公司+合作社+农户”育肥合作模式，公司提供良种牛犊和技术支持，政府给予补贴和金融支持，合作社形成千头规模，与万头肉牛扩繁场建立紧密的利益衔接机制，降低养殖风险，农民方则是鼓励有经验、基础好的家庭养殖 20-30 头，承担牛犊育肥责任。将育肥的任务交给农户形成有效合作机制，有利于降低重资产的负担，周转难度得到缓解，公司经营行稳致远。

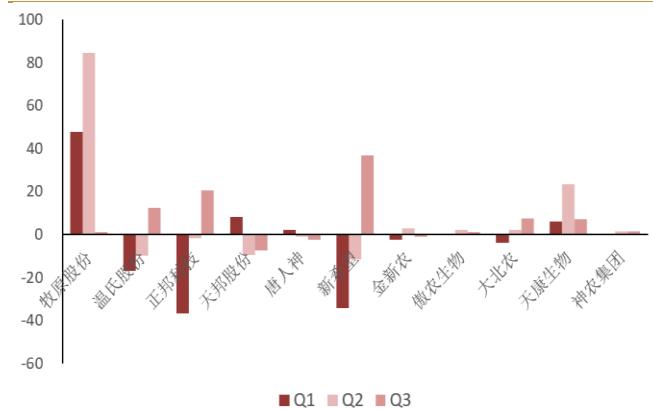
表 2：畜禽养殖环保政策要求

时间	政策	重点内容
2015.01	《环保法》	进一步明确禽畜养殖场、养殖小区、定点屠宰企业等的选址、建设和管理应当符合有关法律法规规定。
2015.04	《水污染防治行动计划》	科学划定禽畜养殖禁养区，依法关闭或搬迁禁养区内的禽畜养殖场和养殖专业户，京津冀、长三角、珠三角等区域应率先完成。
2015.11	《关于促进南方水网地区生猪养殖布局调整优化的指导意见》	要求主产县制定生猪养殖规划，合理划定适宜养殖区和禁止建设畜禽养殖场和养殖小区的区域，按照规定由政府依法关闭或搬迁生猪养殖场，引导向非超载区转移。
2016.11	《畜禽养殖禁养区划定技术指南》	要求禁养区划定完成后，地方环保、农牧部门按照地方政府统一部署，配合进行禁养区内养殖场关闭或搬迁工作。
2016.12	《“十三五”生态环境保护规划》	要求 2017 年年底前，各地区依法关闭或搬迁禁养区内的畜禽养殖场和养殖专业户。

数据来源：农业农村部公告，西南证券整理

长期来看资金优势将与养殖效率共同作用成为养殖企业和核心竞争力。公司当前拥有充足流动资金，2021 年前三季度经营性现金流分别为 -17.1 亿/-10.1 亿/12.44 亿元，经营性现金流、筹资活动现金流以及投资活动现金流三项总和于前三季度分别为 7.2 亿/65.83 亿元/-19.87 亿元，截至 2021 年三季度公司资产负债表显示货币资金为 76.42 亿元，共持有流动资产 336.2 亿元，非流动资产 658.3 亿元，资产总计 994.4 亿元，流动资产占比为 33.8%，属于行业中上水平，未来依据公司对于市场的判断而产生补栏需求时，公司拥有相对充足的现金流储备以作出反应。

图 17：上市猪企 2021Q1-Q3 单季经营性现金流（单位：亿元）



数据来源：公司年报，西南证券整理

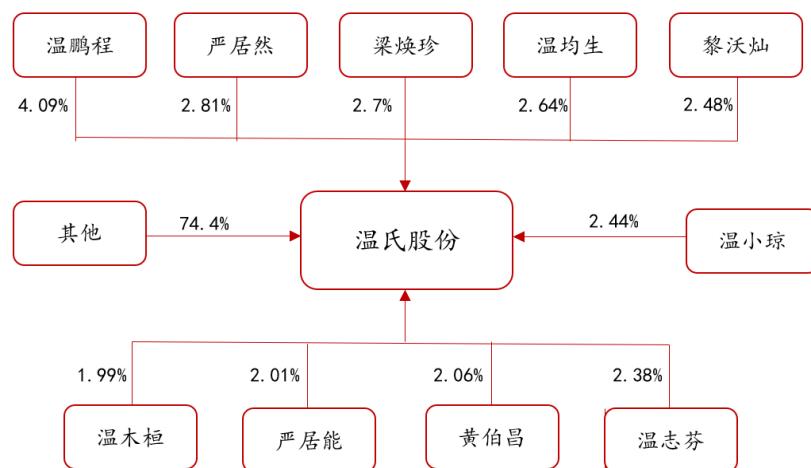
图 18：上市猪企 2021Q3 流动性资产及占比（单位：亿元）



数据来源：公司年报，西南证券整理

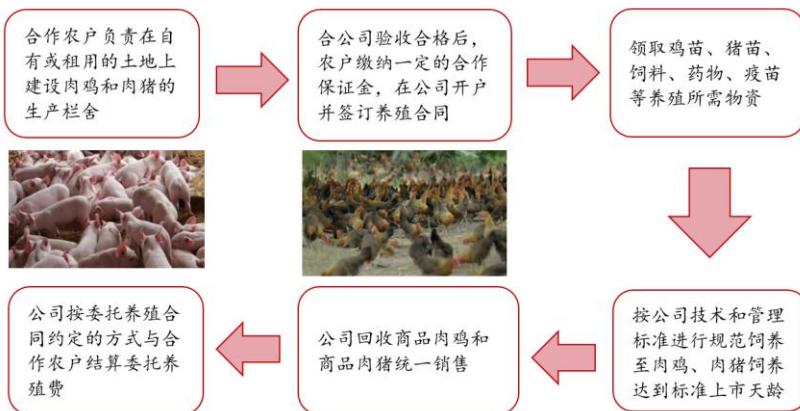
为提高养殖以及经营效率公司完成组织变革，对“公司+农户”养殖模式进行升级，严抓生物安全防控。公司股权结构相对较为分散，相对偏“家族企业”，第一大股东温鹏程持股比例为4.1%，前十大股东持股比例为26%。2020年公司进行管理与组织变革，推动组织拆分，细化管理单元，将原养猪事业部一分为三，成立种猪事业部、猪业一部和猪业二部，合理控制管理规模和管理跨度，促进公司养猪业的管理精细化和内部良性竞争。公司坚持“多创多享、不创不享”的文化理念，以目标和结果为导向，强化各级干部员工考核机制，通过推行竞聘上岗、业绩排名公示、末位淘汰、“红黄绿灯”预警机制等措施，持续优化组织和人员。同时，通过实施季度财务核查和审计、监察人员巡查、销售及资产安全举报奖罚等制度，加大干部及关键岗位的监察力度，确保措施落实。

图 19：温氏股份股权结构图



数据来源: wind, 西南证券整理

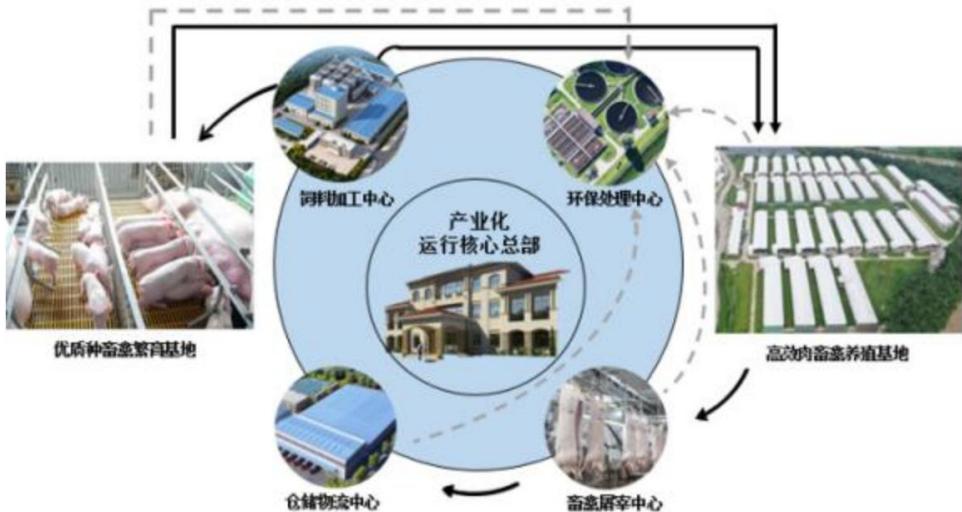
“公司+农户”的生产模式在市场上又被称作温氏模式，公司顺应市场需求，不断进行升级改造，以追求更高的生产效率。这种经营模式的优势主要体现在四个方面：1) 专业化程度高，公司所负责的育种、饲料和兽药的研发以及生产属于资金密集、技术密集以及人才密集型环节，可发挥组织优势以及专业能力加大投入，具体的养殖环节则属于劳动密集型和土地密集型环节，业务流程相对简单，双方达成稳定合作关系可形成共赢局面；2) 公司发挥市场对接优势，对农户交付的可上市畜禽进行统一销售避免散户销售“散、乱、弱”的局面，且对于农户来说，因其与公司的委托养殖合同中约定有保价结算，其收入相对稳定，无需直面市场价格波动带来的风险；3) 有利于公司进行统筹管理，公司拥有“五统一”的管理标准——“统一品种、统一防疫、统一进苗、统一用料和统一销售”，严格把控种苗、药物、疫苗、饲料等原料物资的质量和成本，减少中间交易的时间与内耗，并通过量化考核农户以及下属子公司的生产经营成绩，确保业绩与委托养殖费用合理平衡；4) 规模适度，通过适度控制单个合作农户的养殖规模，合理分散资源环境承载压力，优化区域布局，实现养殖与生态和谐发展，同时增加了农村就业人口，促进乡村振兴。

图 20：“公司+农户”生产模式流程图


数据来源：公司年报，西南证券整理

“公司+农户”的经营模式拥有三十多年的历史，期间随科技、经济和行业的进步而不断发展，最初为“公司+农户”模式，然后发展“公司+家庭农场”模式，现正逐步升级“公司+现代养殖小区+农户”模式，未来将向“公司+现代产业园区+职业农民”模式迭代，努力提高合作农户的养殖规模、机械化、自动化和智能化水平，提升农户的养殖生产效率和效益，进一步降低公司总的养殖成本。当前推广的“公司+现代养殖小区+农户”运营模式是公司负责整个养殖小区的租地，并统一做好“三通一平”(通水、通电、通路和平整土地)、建设规划和经营证照的办理等工作通过三种形式与农户开展合作：1) 公司投资建设标准化养殖场，吸引农户到养殖小区内与公司合作养殖；2) 合作农户根据公司标准，在养殖小区内投资建设标准化养殖场，然后与公司合作养殖；3) 地方政府专项产业基金投资，由公司建设标准化养殖场，然后吸引合作农户到养殖小区内与公司合作养殖。

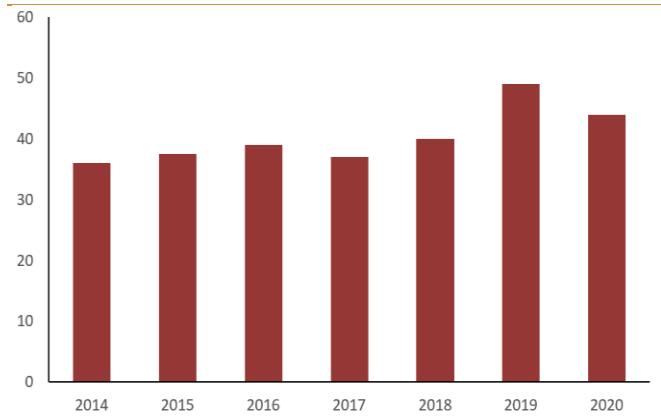
加速布局屠宰、生鲜领域。未来公司逐步推行的“公司+现代产业园区+职业农民”模式，将有助于公司形成养殖-屠宰-食品加工-分销一体化产业链。目前初步规划按照年产优质生猪 50-100 万头（或肉鸡 6000-10000 万只、水禽 3000-5000 万只）的规模进行设计，建设高标准养殖设施、行政和技术服务设施、产业链相关配套设施（包括饲料加工厂、畜禽屠宰加工厂、仓储物流基地等）、环保处理和资源化利用设施。公司作为现代农业产业园区的实施主体，既是主要投资方，也是运营管理方。在养殖产业链的各环节与合作农户开展紧密深度合作，建立利益联结与分享机制，形成产业化联合体。销售方面公司逐步向“集中屠宰、品牌经营、冷链流通、冷鲜上市”的销售模式转变，加速布局屠宰加工业务，加强品牌营销策划，探索建设社区销售、产销直供（大型食品加工、团膳配餐企业）、大批发、线上直销等营销渠道，通过线上线下联动、掌控渠道、直配终端的销售方式提高销售效益，努力实现从农牧企业向食品企业转型。

图 21：“公司+农户”生产模式流程图


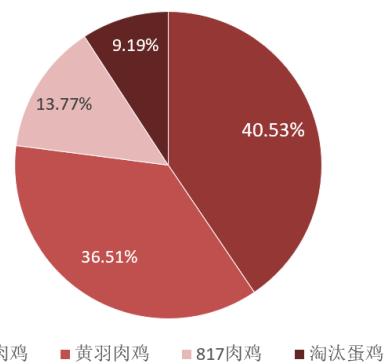
数据来源：公司年报，西南证券整理

4 黄羽鸡或迎景气提升，成为公司业绩又一增长点

黄鸡在我国市场广阔，需求相对稳定。黄羽鸡作为中国自主培育的肉鸡种类，品种繁多、生长周期长，同时价格相对较高，但其肉质口感鲜美，更适合中国传统的烹调习惯，因此在中国市场占有率高。2020 年白羽肉鸡出栏量位于我国肉鸡出栏量第一，占比达 49%，黄羽肉鸡位列第二，占比为 33%。2014 年至 2018 年，我国黄羽鸡出栏量在 40 亿羽左右波动，2020 年出栏量为 44.3 亿羽。

图 22：2014-2020 我国黄羽鸡出栏量（单位：亿羽）


数据来源：公司年报，西南证券整理

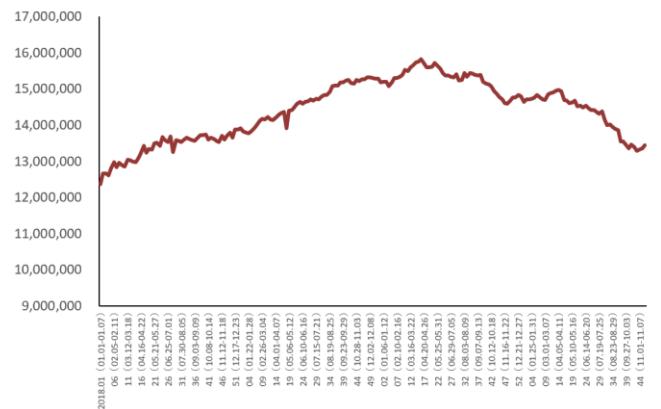
图 23：2020 年我国禽类出栏结构


数据来源：公司年报，西南证券整理

黄羽鸡产能进一步去化，价格景气度有望进一步提升。截至 2021 年 11 月，在产父母代黄羽鸡产能约为 1340 万套，同比减少 8.1%，产能的向拐点出现于 3 月，父母代黄羽鸡产蛋后需三周时间进行孵化，后需 6 周时间进行养殖便可出栏，周期较短，在产父母代产能将影响未来两个月内商品代毛鸡的供应量。当前毛鸡市场价格约为 16 元/公斤，同比上涨 15.3%，21 年 8 月以来毛鸡价格迎来上涨，结合当前产能并未出现明显恢复，预计未来黄羽鸡价格

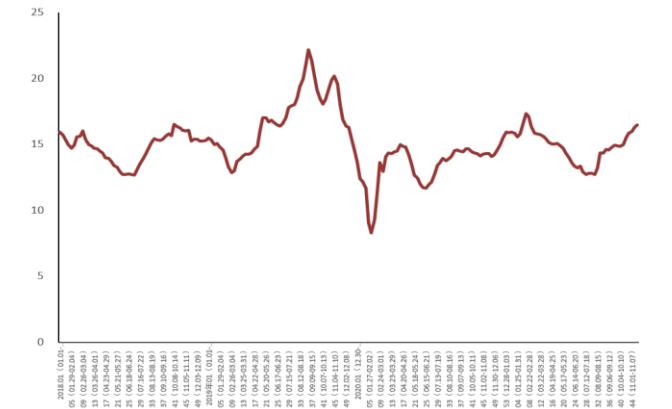
景气度相对偏高。另一方面 2020 年 7 月 3 日，在国务院联防联控机制召开的新闻发布会上，国家市场监督管理总局市场稽查专员陈谓表示将严厉打击野生动物非法交易，禁止食用野生动物，限制活禽交易和宰杀、鼓励有条件的地方推广活禽集中宰杀，逐步取消活禽交易市场。黄鸡有接近八成的销售会走活禽市场渠道，散户情绪受此影响而退出市场，市场空间将由规模养殖企业进行瓜分，行业集中度得到提升，公司作为黄羽鸡养殖龙头有望从中受益。

图 24：在产父母代黄羽鸡存栏（单位：套）



数据来源：中国畜牧业协会，西南证券整理

图 25：商品代毛鸡市场价格（单位：元/千克）



数据来源：中国畜牧业协会，西南证券整理

公司推进禽业转型升级，作为龙头生产成绩不断进步。公司以“量价平衡”为总原则，根据行情变化，采用合约销售和毛鲜联动，维护和稳定肉鸡销售价格，实现经营效益最大化。当毛鸡市场景气时，签订毛鸡销售合约，锁定价格，加快毛鸡销售，快速回笼资金；当毛鸡市场价格走低时，通过屠宰和加工收储或以鲜品销售，分流毛鸡销售渠道压力，保障毛鸡行情稳定，实现禽业毛、鲜整体效益提升。上半年公司共销售鲜品鸡 6900 万只，同比增加 33.5%，鲜品鸡销售占总销量比例提升至 13.5%。报告期内鲜品鸡最高单日销售量突破 80 万只。黄鸡生产效率不断提高，重视种苗疾病净化和大体重选育，提升品种健康度和适销度，2021 年上半年公司毛鸡上市率达 94.5%，达到行业领先水平；饲料端实行配方集中管理，确保优势原料最大化使用，优化饲料营养水平、提升饲料颗粒质量、保护肉鸡肠道健康等措施取得明显成效，肉鸡料肉比低于 2.9。

未来产能进一步扩张，养殖环境升级改善，业绩有望提升。公司根据 2022 年产能需求，重点确保高效养殖小区和屠宰配套项目的建设进度及资金需求，稳步推进产能建设。现有肉鸡养殖小区产能 1.7 亿只，肉鸡单班屠宰产能约 2.56 亿只/年，努力构建“集中+分散”养殖小区运营培训体系，以养禽事业部总部集中培训加区域管理公司基地培训相结合，做好养殖小区生产运营管理人才培养。与此同时，抓好合作农户发展与稳定工作，出台合作农户发展激励政策，因地制宜，制订更加切合区域实际的合作农户发展措施，有效发展新合作农户。

公司作为生猪以及黄羽鸡的养殖龙头企业，主营业务收入各占总营业收入约 50%左右，双轮驱动可有效提高公司经营灵活性，当鸡、猪周期对生产经营产生冲击时，公司可有所侧重，对冲周期风险，增强发展韧性，且产业链上下游延伸，建立食品“原料-加工-销售”一体化全产业链管理体系，发挥全产业链优势，为长远发展奠定坚实基础。

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

假设 1：根据当前生猪价格，结合我们对于猪周期的判断以及公司盈利能力逐步修复的预期，假设 2021-2023 年生猪出栏量分别为 1300/1800/2800 万头，相应年平均猪肉销售价格为 17/20/25 元/公斤，毛利率水平为 -5%/15%/25%。

假设 2：当前黄羽鸡景气度提升，2021-2023 年黄羽鸡出栏增速为 10%/5%/5%，因销售价格发生改变对应增长率为 13%/5%/5%，相应毛利水平得到提升 2021-2021 年毛利水平为 3%/10%/10%。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

表 3：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
肉猪	收入	46343.04	31049.84	51232.23	97341.24
	增速	10.84%	-33.00%	65.00%	90.00%
	毛利率	30.58%	-5.00%	15.00%	25.00%
肉鸡	收入	24294.13	30367.66	33404.43	36744.87
	增速	-9.30%	25.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	0.38%	3.00%	10.00%	10.00%
其他业务	收入	4301.74	4430.79	4563.72	4654.99
	增速	-5.20%	3.00%	3.00%	2.00%
	毛利率	10.32%	10.00%	10.00%	10.00%
合计	收入	74938.91	65,848.29	89,200.38	138,741.10
	增速	-0.49%	-12.13%	35.46%	55.54%
	毛利率	26.22%	-0.30%	12.87%	20.52%

数据来源：Wind，西南证券

5.2 相对估值

我们选取行业中的四家相关公司：牧原股份、立华股份、新希望、唐人神。四者 2020 年平均 PE 为 22 倍，2023 年平均 PE11 倍。考虑到公司为生猪以及黄羽鸡养殖龙头企业，盈利能力逐步回升，适当溢价予以公司 2023 年 15 倍 PE，首次覆盖，予以“买入”评级，给予目标价 26.25 元。

表 4：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
002714	牧原股份	49.06	7.30	2.24	2.20	5.10	10.53	21.87	22.25	9.62
300761	立华股份	38.72	0.63	-0.01	2.19	3.70	49.31	-3,670	17.39	10.28
000876	新希望	14.22	1.10	-1.44	-0.19	1.05	20.41	-9.85	-72.98	13.57

证券代码	可比公司	股价(元)	EPS(元)				PE(倍)			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
002567	唐人神	6.56	0.97	0.11	0.12	0.71	8.17	61.93	54.47	9.24
平均值							22.11	-899.01	5.28	10.68
300498	温氏股份	17.46	1.17	-1.63	0.10	1.75	15	-11	173	10

数据来源: Wind, 西南证券整理

6 风险提示

生猪养殖端突发疫情、下游需求不及预期、饲料成本上涨等。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	74938.91	65848.29	89200.38	138741.10	净利润	7483.98	-10647.50	670.59	11402.90
营业成本	60229.19	66046.68	77718.73	110265.81	折旧与摊销	3409.03	4387.92	4694.27	4847.92
营业税金及附加	90.12	84.75	112.29	175.96	财务费用	196.33	3096.67	3474.16	4817.67
销售费用	880.04	790.18	1070.40	1803.63	资产减值损失	-536.94	-1900.00	0.00	0.00
管理费用	5763.63	4609.38	5887.22	9711.88	经营营运资本变动	4313.83	-458.30	-1824.38	-5426.58
财务费用	196.33	3096.67	3474.16	4817.67	其他	-6400.99	1823.75	-107.04	-100.44
资产减值损失	-536.94	-1900.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	8465.25	-3697.46	6907.60	15541.46
投资收益	388.39	100.00	100.00	100.00	资本支出	-11791.91	-10.00	-10.00	-10.00
公允价值变动损益	1323.51	0.00	0.00	0.00	其他	-3897.87	386.11	10.85	116.38
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-15689.78	376.11	0.85	106.38
营业利润	8386.99	-10579.36	1037.57	12066.16	短期借款	1918.16	8486.39	-2266.68	-8353.14
其他非经营损益	-415.43	-316.70	-349.61	-338.64	长期借款	5801.67	0.00	0.00	0.00
利润总额	7971.56	-10896.06	687.96	11727.53	股权融资	-30.87	0.00	0.00	0.00
所得税	487.58	-248.56	17.38	324.63	支付股利	-7183.43	0.00	0.00	0.00
净利润	7483.98	-10647.50	670.59	11402.90	其他	4247.58	-3737.95	-3474.16	-4817.67
少数股东损益	58.11	-325.78	18.91	288.65	筹资活动现金流净额	4753.11	4748.45	-5740.84	-13170.81
归属母公司股东净利润	7425.87	-10321.72	651.68	11114.24	现金流量净额	-2537.08	1427.10	1167.60	2477.04
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1865.31	3292.41	4460.02	6937.06	成长能力				
应收和预付款项	3802.88	2700.75	3703.74	5743.80	销售收入增长率	2.45%	-12.13%	35.46%	55.54%
存货	13312.24	14921.00	17438.26	24822.36	营业利润增长率	-43.71%	-226.14%	-90.19%	1062.93%
其他流动资产	4074.64	5671.90	6133.60	8878.21	净利润增长率	-48.19%	-242.27%	-93.70%	1600.44%
长期股权投资	509.67	509.67	509.67	509.67	EBITDA 增长率	-34.07%	-125.81%	197.47%	136.06%
投资性房地产	58.66	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	37090.87	33070.59	28743.97	24263.70	毛利率	19.63%	-0.30%	12.87%	20.52%
无形资产和开发支出	2146.65	1942.51	1738.38	1534.25	三费率	9.13%	12.90%	11.69%	11.77%
其他非流动资产	17639.22	17495.70	17352.19	17208.67	净利润率	9.99%	-16.17%	0.75%	8.22%
资产总计	80500.12	79604.54	80079.82	89897.72	ROE	15.73%	-28.73%	1.78%	23.21%
短期借款	3990.60	12476.99	10210.31	1857.17	ROA	9.30%	-13.38%	0.84%	12.68%
应付和预收款项	5948.15	6843.15	7948.96	11375.94	ROIC	17.31%	-15.24%	9.75%	35.74%
长期借款	7161.67	7161.67	7161.67	7161.67	EBITDA/销售收入	16.00%	-4.70%	10.32%	15.66%
其他负债	15811.52	16067.09	17032.66	20373.83	营运能力				
负债合计	32911.94	42548.90	42353.60	40768.60	总资产周转率	1.03	0.82	1.12	1.63
股本	6373.46	6351.80	6351.80	6351.80	固定资产周转率	2.92	2.30	3.22	5.57
资本公积	5408.02	5429.68	5429.68	5429.68	应收账款周转率	230.68	212.86	269.82	281.85
留存收益	34359.36	24037.64	24689.32	35803.56	存货周转率	4.66	4.67	4.79	5.21
归属母公司股东权益	45787.97	35581.19	36232.87	47347.11	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	88.54%	—	—	—
少数股东权益	1800.22	1474.44	1493.35	1782.00	资本结构				
股东权益合计	47588.19	37055.63	37726.22	49129.12	资产负债率	40.88%	53.45%	52.89%	45.35%
负债和股东权益合计	80500.12	79604.54	80079.82	89897.72	带息债务/总负债	56.88%	63.94%	58.88%	40.68%
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E	流动比率	1.37	1.01	1.21	1.88
EBITDA	11992.35	-3094.77	9206.00	21731.74	速动比率	0.58	0.44	0.54	0.87
PE	15.18	-10.92	173.01	10.14	股利支付率	96.74%	0.00%	0.00%	0.00%
PB	2.37	3.04	2.99	2.29	每股指标				
PS	1.50	1.71	1.26	0.81	每股收益	1.17	-1.63	0.10	1.75
EV/EBITDA	9.36	-38.32	12.50	4.80	每股净资产	7.49	5.83	5.94	7.73
股息率	6.37%	0.00%	0.00%	0.00%	每股经营现金	1.33	-0.58	1.09	2.45
					每股股利	1.13	0.00	0.00	0.00

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上

持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间

卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上

行业评级

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yyx@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn