

产能去化持续，左侧布局正当时

——农林牧渔行业2024年二季度投资策略报告

行业投资评级：强于大市|维持

中邮证券研究所农林牧渔团队

分析师:王琦 SAC登记编号:S1340522100001 Email:wangqi2022@cnpsec.com

中邮证券

2024年3月9日

- **生猪：**24年上半年去产能将持续：1) 长期低猪价下，行业资金压力进一步加大。2) 当前猪病情况较往年更加复杂。3) 业内普遍预期谨慎，部分公司已下调24年出栏目标。行业估值已处于历史底部，是左侧布局的良好时机：首选成本优势突出的标的，再兼顾成长性。1) 龙头企业确定性高，且成本优势相对明显。建议关注：牧原股份、温氏股份。2) 中小企业出栏增长更快，且成本下降空间更大。建议关注：巨星农牧、华统股份、天康生物和唐人神。
- **白羽鸡：**国产育种快速兴起，23年祖代更新量已恢复至均衡水平，同时也导致行业周期兑现度一般。当前祖代、父母代存栏依然处于高位，预计24年总供给依然充足。但海外引种依然受限，预计24年结构性短缺将依然存在。投资建议：1) 上游环节相对更加紧缺，弹性也将更大，建议关注：益生股份、民和股份；2) 另外国产品种增量明显，关注国内育种龙头企业：圣农发展。
- **黄羽鸡：**自2020年以来，行业产能持续去化，当前父母代存栏已处于有数据以来的最低位，预计24年供给将进一步减少。同时黄鸡价格受到猪价影响较大。若生猪供给状况有所缓解，黄羽鸡价格上涨的空间将更大。头部企业逆势扩张，且成本优势更加突出，将在行业景气周期受益更多。建议关注：立华股份。
- **风险提示：发生疫情风险、需求不及预期风险、原材料价格波动风险。**

目录

- 一 | **生猪：产能去化有望加速**
- 二 | **白羽鸡：结构性短缺**
- 三 | **黄羽鸡：产能去化相对深刻**

—

生猪：产能去化有望加速

1.1 复盘：生猪行业仍处于下行周期中

猪价长期磨底。22年10月末到达阶段性高点后，猪价进入新一轮下行周期：1) 2023年1-6月：产能释放、需求未明显改善的共同作用下，猪价在13-14元/公斤的低位震荡。2) 2023年7-8月：二次育肥入场冲击下，猪价短暂反弹至成本线以上，但由于缺乏需求支撑，后迅速回落；3) 2023年9月-2024年2月：需求低迷，供给依然充足，猪价旺季不旺、继续低位。

图表1：2023年以来猪价持续低位



资料来源：iFind, 中邮证券研究所

1.2复盘：史上最长亏损周期

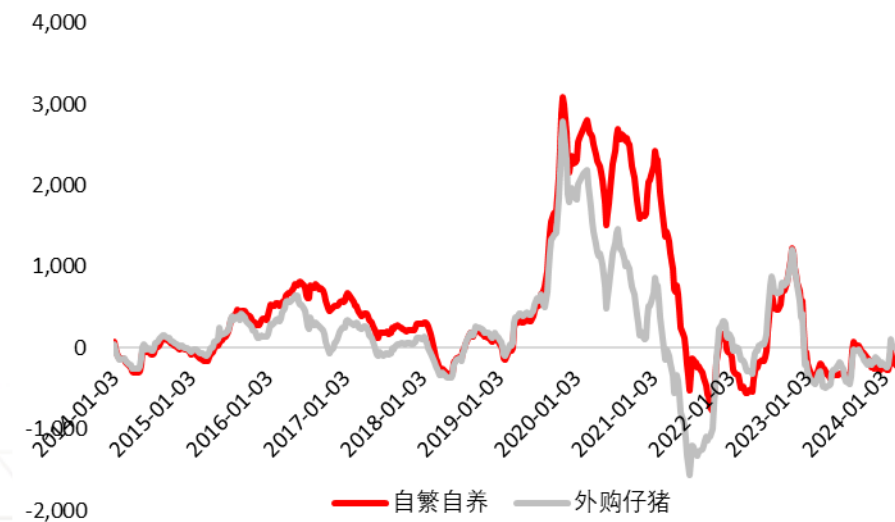
- 2014年以来行业已经历了5次完整的亏损周期，平均亏损时长在5-7个月左右。其中2022年上半年为亏损最为严重的时间，最严重时头均亏损超过500元。
- 23年初至当前，本次亏损持续时间已为历史之最。22年12月中下旬生猪价格跌破成本线，行业正式进入亏损区间，从2023年1月-2024年2月合计14个月的时间段内，仅2023年8月稍有盈利，其余13个月均亏损严重。持续的亏损给行业带来巨大的现金压力，行业负债率不断攀升。

图表2：自繁自养生猪头均月度盈利情况（元/头）

年\月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2014年	-31	-155	-241	-301	-107	-65	-36	88	89	19	-7	-32
2015年	-78	-128	-152	-53	58	155	358	454	423	344	289	351
2016年	486	539	578	688	779	780	676	758	678	470	513	565
2017年	658	536	426	392	254	160	187	238	262	214	218	286
2018年	304	214	-176	-279	-318	-140	-35	139	205	162	112	103
2019年	-23	-76	171	321	337	438	599	1005	1623	2485	2615	2293
2020年	2477	2748	2587	2298	1834	2027	2575	2591	2409	1793	1638	2032
2021年	2282	1632	1323	762	258	-275	-175	-291	-516	-530	82	42
2022年	-249	-438	-524	-446	-200	-116	500	485	728	1161	853	246
2023年	-264	-337	-238	-337	-327	-321	-313	23	-21	-154	-233	-247
2024年	-246	-110										

资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表3：生猪养殖头均盈利（元/头）

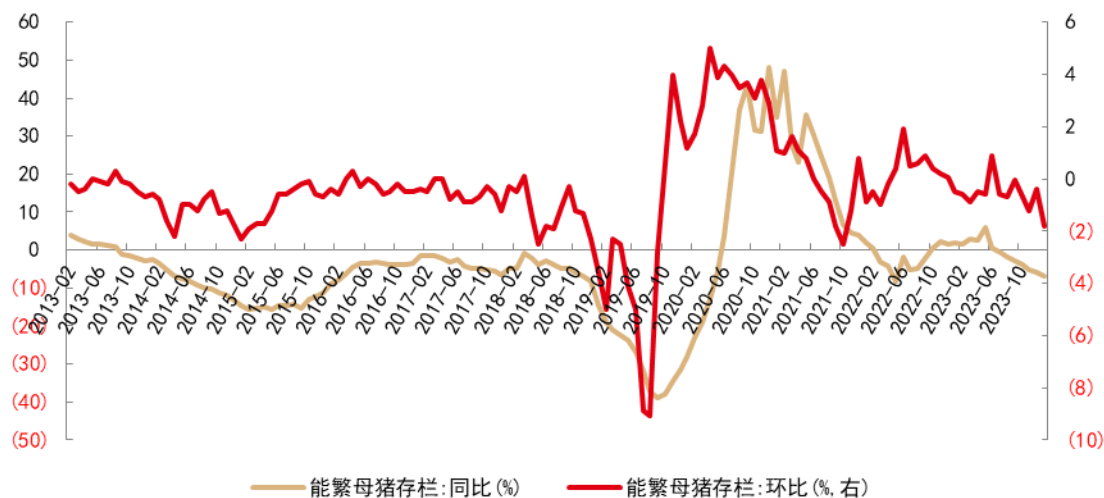


资料来源：iFind，中邮证券研究所

1.3复盘：23年前三季度产能去化缓慢，四季度开始加速

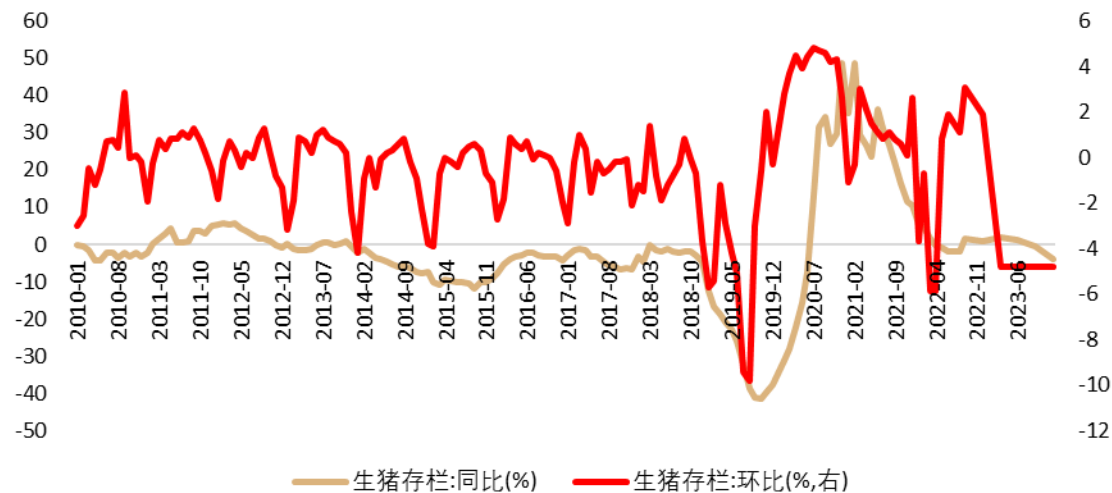
- 不同口径，2022年12月-2024年1月，能繁母猪存栏累计去化幅度：农业农村部 -7.4%，涌益咨询 -10.7%、钢联农产品 -6.4%、卓创-7.8%。虽然数值有差异，但整体趋势类似：23年前三季度去化缓慢、甚至个别月份反弹，23年10月后去化明显加速。
- 前三季度去化缓慢的原因：1) 行业集中度提升，规模场占比达70%以上；2) 1-5月仔猪价格高位，延缓能繁母猪产能去化。
- 四季度去化加速原因：1) 北方非瘟疫情影响；2) 行业预期谨慎；3) 猪价旺季不旺，资金压力加剧。

图表4：能繁母猪存栏-农业农村部



资料来源：iFind，中邮证券研究所

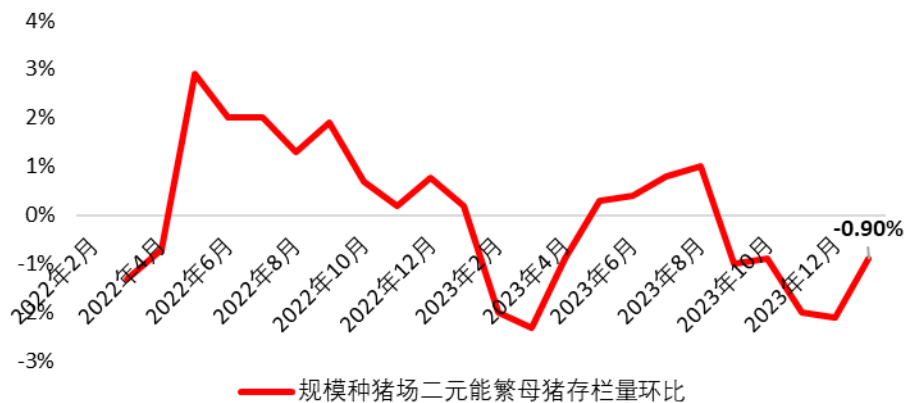
图表5：生猪存栏-农业农村部



资料来源：iFind，中邮证券研究所

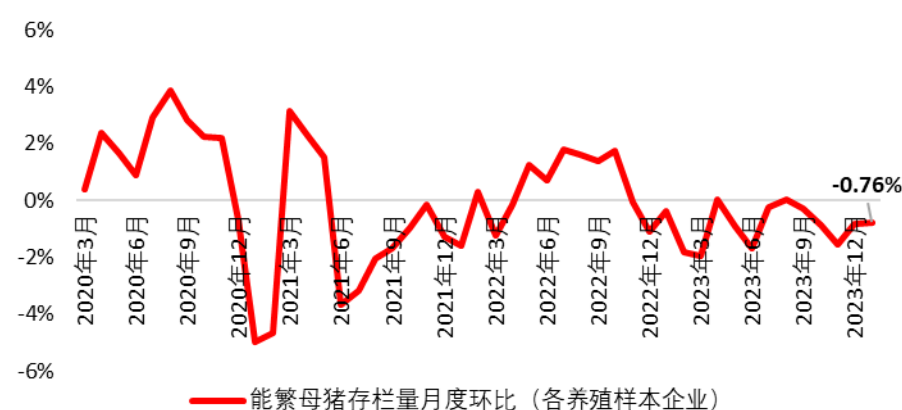
1.3 复盘：23年四季度产能去化开始加速

图表6：能繁母猪存栏环比-畜牧业协会



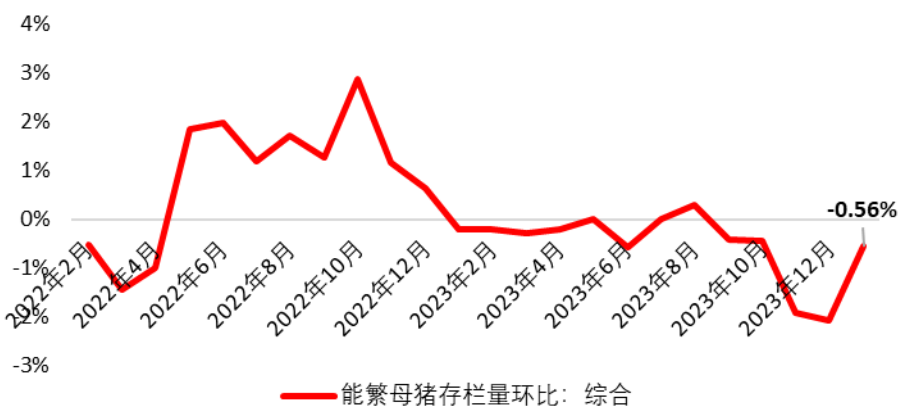
资料来源：畜牧业协会，中邮证券研究所

图表7：能繁母猪存栏环比-涌益咨询



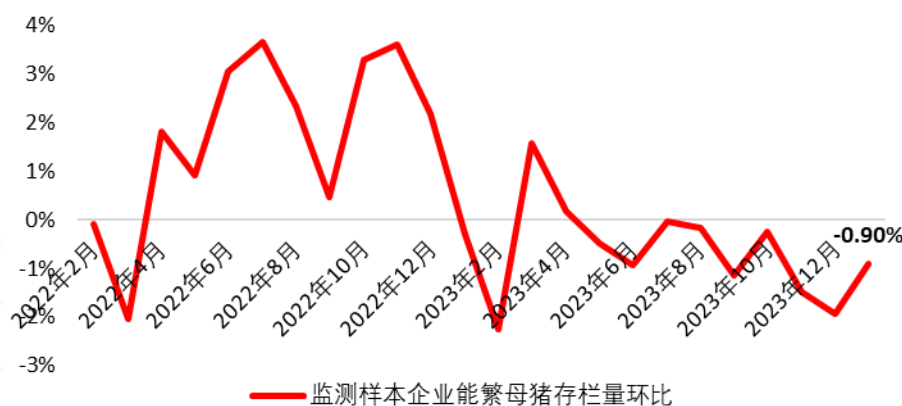
资料来源：涌益咨询，中邮证券研究所

图表8：能繁母猪存栏环比-钢联农产品



资料来源：钢联农产品，中邮证券研究所

图表9：能繁母猪存栏-卓创咨询



资料来源：卓创咨询，中邮证券研究所

1.4 当前：仔猪、生猪价格上涨，产能继续去化

- **如何看待春节后，生猪价格上涨？** 春节过后，生猪价格仅小幅下跌约一周的时间，2月下旬便开始反弹，截至3月6日，全国生猪均价为14.28元/公斤。消费淡季，但猪价并未如期下跌，主因：1) 养殖端有惜售情绪；2) 因冬季疫情及现阶段标肥差利润空间较大，引发二育入场，因此价格有所支撑。但当前供给充裕、需求疲弱的基本格局尚未改变，猪价难以持续上涨。
- **如何看待，仔猪价格上涨？** 自1月下旬起，仔猪价格开始快速回升。截至3月6日，15kg仔猪价格为526元/头。仔猪价格上涨，并不意味着市场看好后期猪价，而是有一定的季节性原因：一是前期能繁母猪存栏量减少，对应现阶段仔猪供应量逐渐减少；二是春节后气温回升，仔猪成活率高，属仔猪补栏的传统旺季，仔猪需求较年前明显增加；三是虽然价格上涨，但仔猪成交量有限，根据涌益咨询统计，24年1月，50kg以下小猪存栏量环比依然下降0.43%。

图表10：生猪价格低位震荡



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表11：仔猪价格上涨



资料来源：iFind，中邮证券研究所

1.5 展望：24年上半年产能去化有望加速

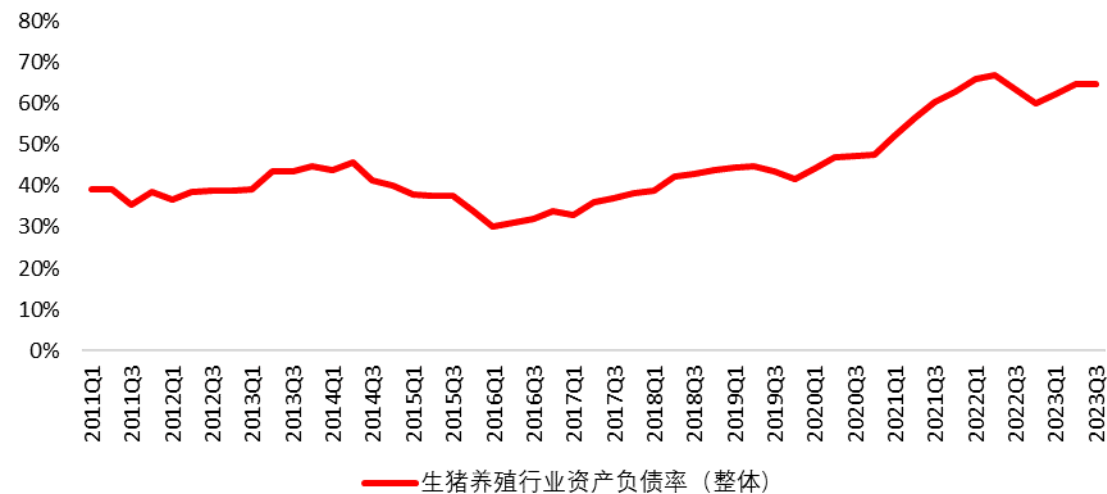
- 官方定调：去产能仍是行业主线。** 农业农村部3月1日印发《生猪产能调控实施方案（2024年修订）》：**将全国能繁母猪正常保有量目标从4100万头调整为3900万头，将能繁母猪存栏量正常波动（绿色区域）下限从正常保有量的95%调整至92%。** 根据农业部公布的1月能繁存栏为4062万头，仍明显高于目标，表明去产能仍是行业的主要方向。下调正常能繁正常保有量目标的主要原因有：1) 抵消产能淘汰，养殖效率提升，近年行业PSY显著提高；2) 饮食结构的多样化，猪肉在肉类消费中的占比下降。
- 24年上半年或迎来新一轮快速去化。** 1) 在经过23年一整年的大幅亏损后，业内很多公司现金流已极度紧张，若今年3-4月淡季亏损进一步加剧，或将加速企业退出；2) 从23年底北方情况看，本轮病毒情况较往年更加复杂。随着春季到来，南方养殖户的疾病防控将面临考验；3) 当前业内普遍预期谨慎，部分公司已下调24年出栏目标。4) 年报数据或进一步验证产能减少。

图表12：部分上市公司PSY水平（单位：头）

	22年底	23年底
牧原股份	27	28
温氏股份	20	22.3
巨星农牧	26.77	27-28
京基智农	24.9	26
神农集团	28	27
新希望	23	25

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表13：主要上市公司资产负债率



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

1.5展望：产能去化幅度决定周期高度，25年周期向好

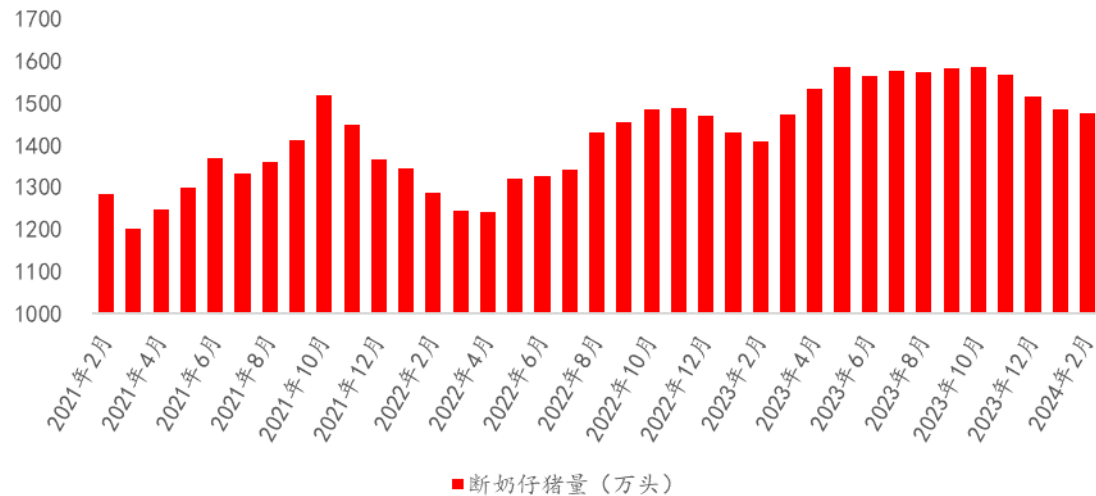
- **2024年：前低后高，反弹有限。** 1) 上半年：持续低位。23年上半年生猪产能去化缓慢，意味着24年上半年整体供给依然充足，同时上半年属于消费淡季，预计猪价依然有较大压力。2) 下半年：23年下半年能繁存栏去化明显，意味着24年下半年生猪供应将有所减少，但是23年以来，冻品库存持续高位，大量冻肉有待消化，将制约价格上涨。
- **2025年：周期向好。** 产能去化幅度决定周期高度，产能低位时间决定周期向好持续时间。经过23年至24年的连续持续去化，预计25年整体供需关系将改善明显，生猪将迎来较好周期。

图表14：冻品库容率高位



资料来源：涌益咨询，中邮证券研究所

图表15：断奶仔猪量



资料来源：涌益咨询，中邮证券研究所

1.6 投资建议：产能去化是当前行业主线，成本优势为最强护城河

- 看好3-4月行业板块表现，低估值保底，安全边际高。当前行业生猪的平均头均市值不足2500元/头左右，估值处于历史底部区域。
- 优选成本优势突出的标的，兼顾成长性。1) 龙头企业成本优势相对明显，且出栏增长稳健，其确定性更强。建议关注：牧原股份、温氏股份。2) 中小企业出栏增速更快，且成本下降空间更大，其弹性更大。建议关注：巨星农牧、华统股份、天康生物和唐人神。
- 风险提示：发生动物疫情风险，需求不及预期风险

图表16：主要上市公司出栏量及头均市值（市值日期为：2024年3月8日收盘价）

代码	公司	出栏量及预期（万头）			总市值（亿元）	2024年头均市值（元/头）
		2022年	2023	2024E		
605296.SH	神农集团	92.9	152.04	250	141.24	4849
603477.SH	巨星农牧	153.01	300	450	168.12	3514
001201.SZ	东瑞股份	52.03	62.45	180	44.06	2448
002714.SZ	牧原股份	6120.1	6381.6	6800	2136.95	3143
600975.SH	新五丰	183	350	450	115.53	2567
300498.SZ	温氏股份	1790.86	2626.22	3000	1269.21	2564
002840.SZ	华统股份	120.48	230.3	400	106.09	2402
002385.SZ	大北农	443.12	604.87	650	206.85	1644
002100.SZ	天康生物	202.72	281.58	320	98.30	1509
002567.SZ	唐人神	215.79	371.26	450	82.69	1393
000876.SZ	新希望	1461	1768.24	1800	397.30	1374
000048.SZ	京基智农	126.44	184.5	280	90.52	1447

二

白羽肉鸡：结构性短缺

2.1 23年祖代更新量有所恢复

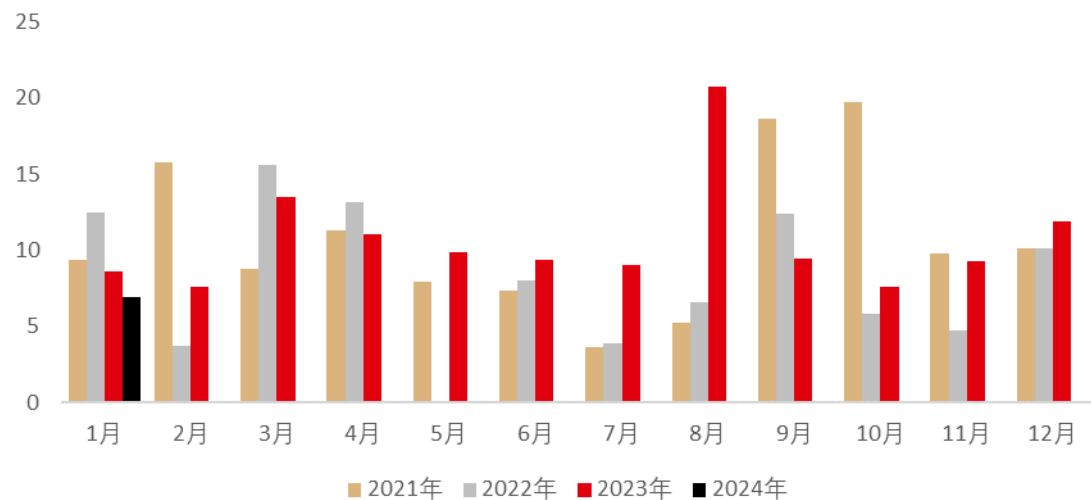
- **2022年：远低于均衡量。** 2022年1-4月份祖代引种正常，但受航班问题及禽流感疫情影响，2022年5-7月、10-11月的5个月时间段内，我国未能从国外进口祖代肉种鸡，仅在22年8月、9月和12月有少量引种。根据畜牧业协会数据，2022年全年我国白羽肉鸡祖代种鸡更新量合计96.34万套，同比下降24.51%，远低于110-120万套的均衡量。
- **2023年：祖代更新量有所恢复。** 海外引种有所恢复，维持着每月4万套左右的引种量，另叠加国产品种发力，整体祖代更新量明显回升，全年为127.99万套，同比增长32.85%，祖代供给充足有余，达到近5年的新高。

图表17：白羽肉鸡祖代更新量（全年，万套）



资料来源：禽业协会，中邮证券研究所

图表18：白羽肉鸡祖代更新量（月度，万套）

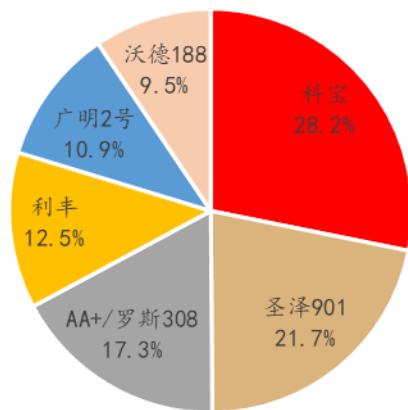


资料来源：禽业协会，中邮证券研究所

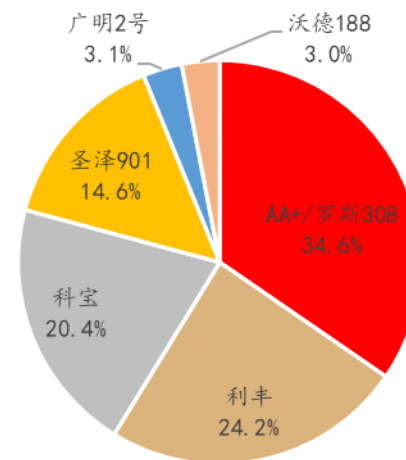
2.2 国产育种兴起，弥补部分供给缺口

- 2021年白羽肉鸡三大国产品种通过审定，22年下半年正式开启产业化推广应用。
- 目标：力争到2030年，我国三个自主培育的白羽肉鸡新品种市场占有率超过50%。
- **国产祖代：市占率快速上升。**据Mysteel统计，23年祖代更新品种中，科宝是首位，占比约28.15%；其次是圣泽901，占比约21.74%；AA+、罗斯308的占比为17.28%；利丰占比12.51%；广明2号占比是10.87%，沃德188占比9.45%。（国产品种合计：42.06%）
- **国产父母代：占比提升，但与国外品种有较大差距。**父母代鸡苗各个品种的销量占比中，占据首位的是AA+与罗斯308，占比约34.58%；其次是利丰，占比约24.20%；第三是科宝，占比约20.41%。（国产品种合计：20.81%）

图表19：2023年祖代更新品种占比



图表20：2023年父母代鸡苗销量占比

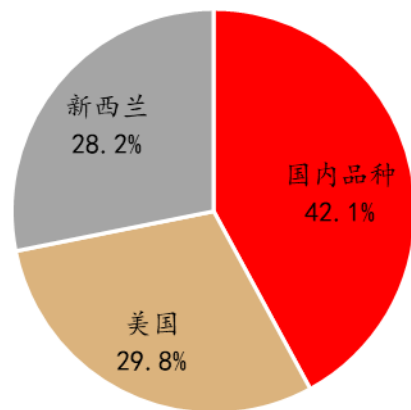


2.3 海外引种来源依然受限

海外引种依然只有两个来源，当前看，变动不大：

- 新西兰：科宝品种，安伟捷暂时没有开关的消息。
- 美国：2023年11月前，阿拉巴马州为美国引种唯一州；11月发生禽流感，暂停引种。2023年12月22日，美国俄克拉荷马州祖代开始对国内供种。近期美国禽流感有所缓和，但尚无进一步放开的迹象。据Mysteel农产品市场调研以及根据市场情况反馈，2024年1-2月份美国引种量约为7万套，与23年月均引种3-4万套的水平基本相当。

图表21：2023年祖代更新量占比-分国家



资料来源：mysteel农产品，中邮证券研究所

2.4 国外品种价格显著高于国内

- **海外品种价格明显高于国内品种。**目前市场上最认可也是最短缺的品种为AA+，圣泽901等国产品种价格远低于AA+。根据mysteel数据统计，2023年12月：AA+/罗斯308品种报价在45-50元/套；利丰报价50元/套，预计实际成交在35-45元/套左右；科宝报价30-42元/套，预计实际成交价格25-35元/套；圣泽901报价20元/套；广明2号预计成交价格在15-20元/套；沃德188报价18元/套。
- 国内品种当前处于推广阶段，但养殖习惯有所差异、商品代的料比相对于国外品种有偏差，当前市场也在不断的调节改进。

图表22：不同品种父母代鸡苗报价和实际成交价（单位：元/套）

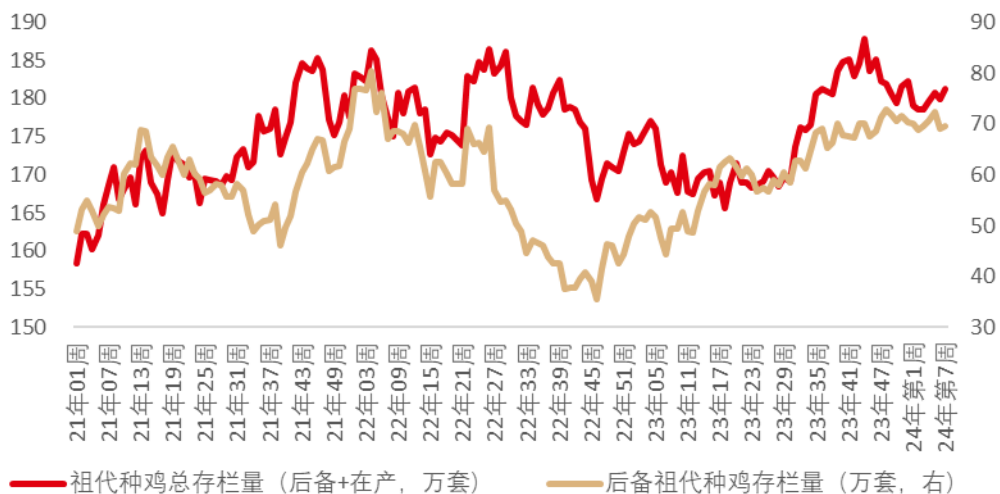
	AA+/罗斯308		利丰		科宝		圣泽901		广明2号		沃德188	
	报价	实际成交价	报价	实际成交价	报价	实际成交价	报价	实际成交价	报价	实际成交价	报价	实际成交价
1月	70-80	60-70	70	52-55	40-65	40-50	50	30-35	35-40	30-35	25	20-22
3月	70-75	55-70	70	52-55	40-60	35-45	40	30	38-42	35-40	25	20-22
6月	75-80	70-78	70-80	55-63	40-65	40-55	35	38-30	36-40	35	28	20-22
9月	70-80	65-80	70	50-65	60	45-55	30	25-30	30-35	30-35	27	23-24
12月	45-50	预计45-50	50	35-40	30-42	预计25-35	20	预计15-20	15-20	15-20	18	14

资料来源：mysteel，中邮证券研究所

2.5 种鸡存栏高位，关注性能情况

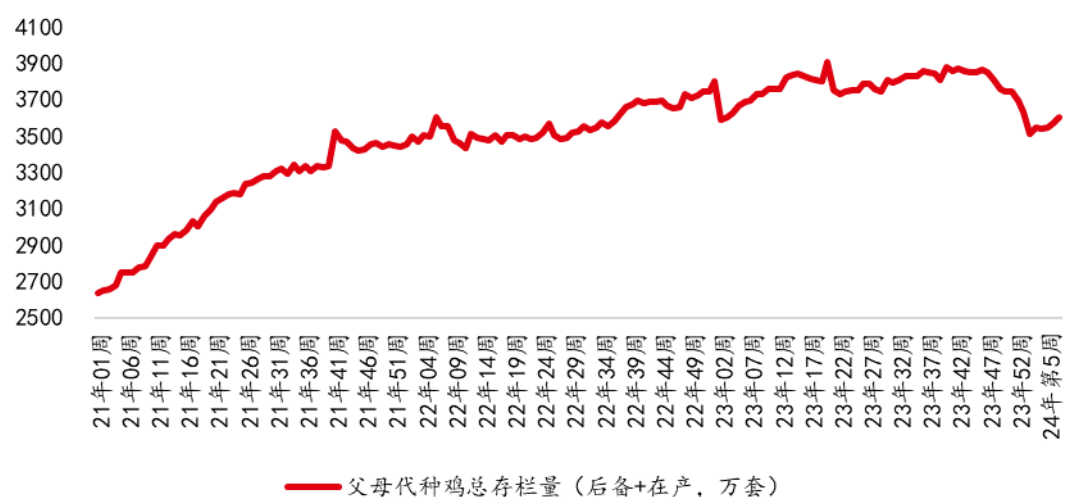
- **祖代存栏明显下降。**随着进口恢复、国产品种增量，2023年年内种鸡存栏呈增加态势。23年年初，祖代存栏173.94万套，至11月中旬达185.15万套；23年11月至当前，祖代总存栏在180万套的高位波动。截至24年2月18日当周，总存栏为181.25万套，其中在产祖代存栏为116.65万套，后备69.6万套。虽然总存栏较高点有所下行，但仍处于高位，尤其是后备祖代增加明显。
- **父母代存栏高位。**受父母代种鸡高成本的影响，父母代种禽企业惜淘心态仍旧较重（尤其是国外引种的品种），导致了2023年父母代种鸡存栏量持续走高，直到23年11月，受停孵期及鸡苗价格持续低位影响，父母代存栏才从高下滑。但随着年后鸡苗价格的上涨，父母代存栏再度上行。
- **强制换羽较为普遍，种鸡性能较差。**根据协会统计，22-23年全年祖代强制换羽量分别为25.43和20.92万套，处于高位。

图表23：祖代存栏量



资料来源：禽业协会，中邮证券研究所

图表24：父母代存栏量



资料来源：禽业协会，中邮证券研究所

2.6 短期鸡苗价格高位，毛鸡价格低位

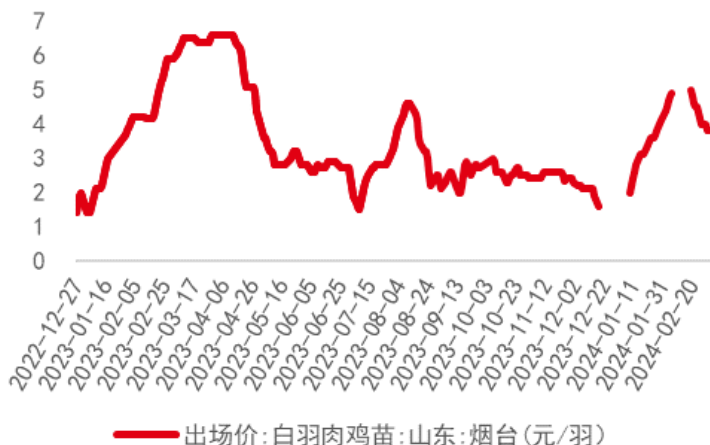
- **父母代价格：高位下滑。**自22年10月开始，父母代鸡苗价格快速走高。23年1-8月，父母代鸡苗价格持续在55-60元/套的高位震荡，为近2年的最高点；但由于下游价格持续低迷，23年9月后父母代鸡苗价格持续下降。截至24年2月18日当周，父母代鸡苗均价为34.18元/套，较23年高点下降了47.53%。
- **商品代鸡苗：淡季上涨。**23年2-4月鸡苗供应短缺、价格一路攀升至6.5元/羽；但随着供应增加叠加缺乏消费支撑，5-12月鸡苗价格回落1.5元/羽。24年1月以来，鸡苗价格再度强势上涨，与毛鸡价格疲弱形成较大反差。
- **毛鸡：低位震荡。**消费低迷，叠加前几年行业扩产较多，毛鸡供给量较大，23年以来毛鸡价格呈震荡回落走势。

图表25：父母代鸡苗价格



资料来源：禽业协会，中邮证券研究所

图表26：商品代鸡苗价格



资料来源：ifind，中邮证券研究所

图表27：毛鸡价格

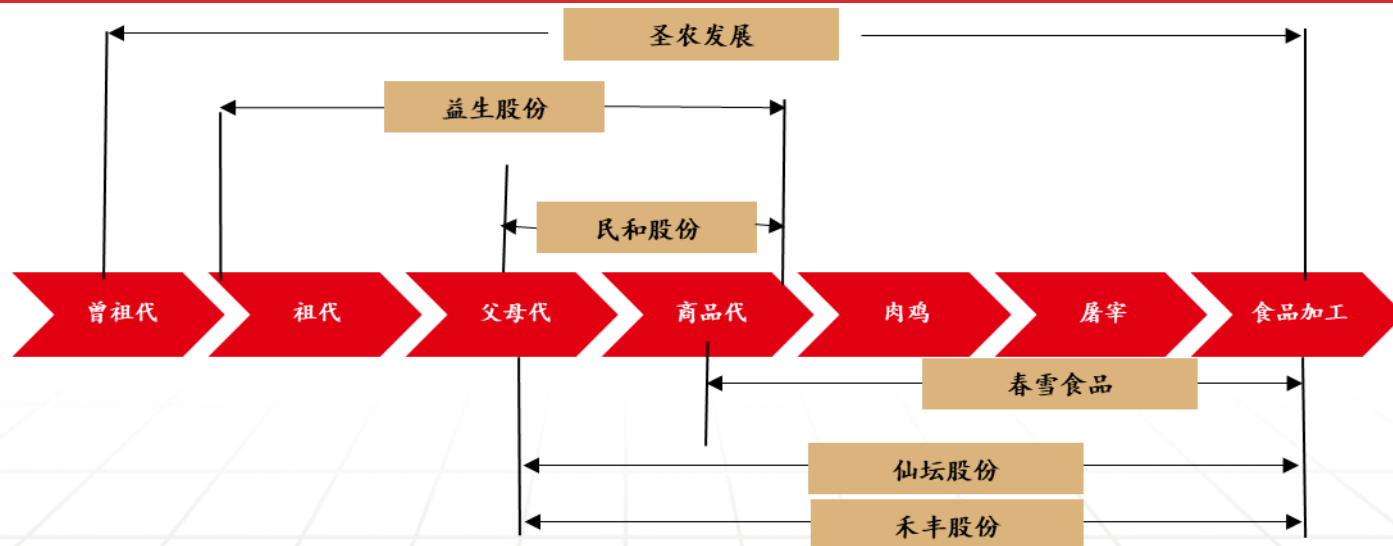


资料来源：ifind，中邮证券研究所

2.7 投资建议：上游企业弹性更大，国产育种空间广阔

- **海外品种短缺，国产替代快速推进。** 2023年，国产品种放量以及海外航班恢复影响下，祖代供给有所改善。2023年全年祖代更新量127.99万套，较22年增加31.65万套，但进口占比仅32%，明显低于国内自繁。虽然国产品种兴起弥补部分供给短缺，但种鸡结构性短缺已是不争事实，24年上半年有望延续这一格局。
- **投资建议：** 1) 白羽肉鸡供给量会随着代际关系逐级放大，上游环节相对更加紧缺，其弹性也将更大，建议关注：益生股份、民和股份； 2) 另外国产品种增量明显，关注国内育种龙头企业：圣农发展。
- **风险提示：** 需求不及预期风险、供给释放超预期风险、发生疫情风险

图表28：白羽肉鸡养殖上市公司业务涉及的产业链环节



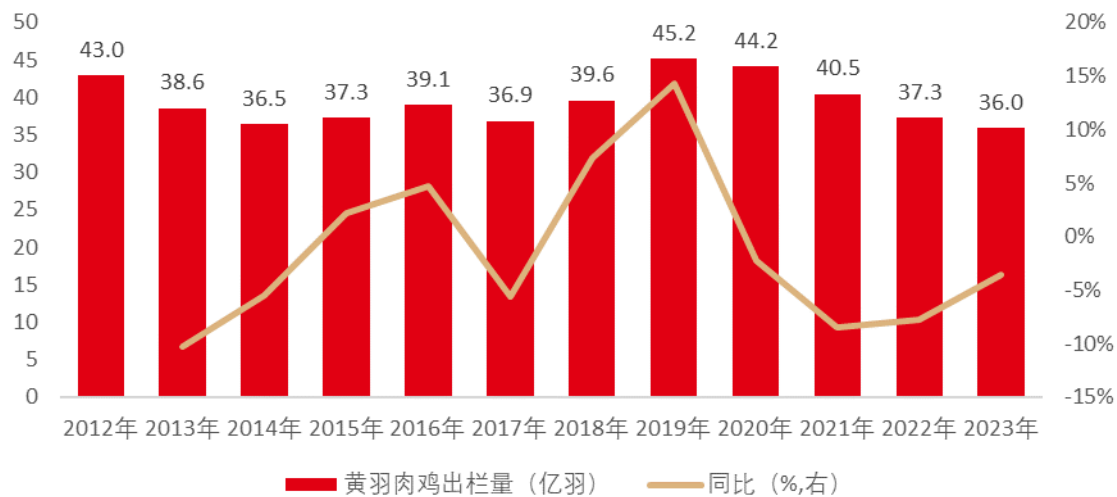
三

黄羽肉鸡：产能去化相对深刻

3.1 2019年下半年以来，出栏量连续下降

- 自2019年产能达到历史高峰后，黄羽肉鸡行业在2020年-2023年开启了连续四年的产能去化。2019-2023年，黄羽肉鸡年度出栏量呈下滑走势，由45.59亿羽跌至35.95亿羽，累计减少20.5%，黄鸡出栏量在肉鸡中的占比亦从40%下降至28%。
- 冷鲜鸡、冷冻鸡所占市场比例仍然很小，接受程度不高。活禽上市交易形式，一定程度上制约了消费量。活鸡产品消费占比约85%，而通过冰鲜鸡产品消费占比仅5%左右，其余方式消费占比约为10%。

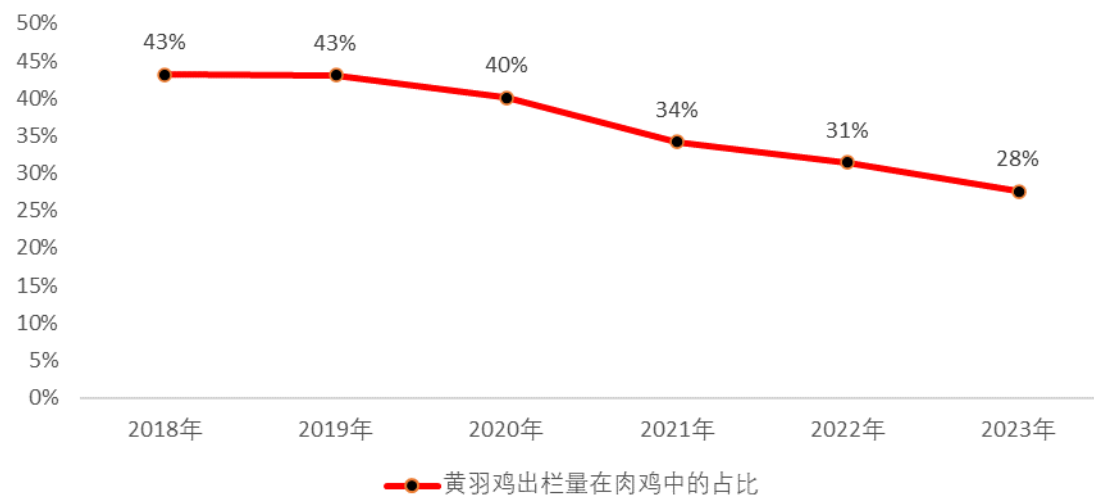
图表29：我国黄羽肉鸡出栏量下降



资料来源：中国畜牧业协会，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表30：黄羽鸡在肉鸡出栏量中的占比下降



资料来源：中国畜牧业协会，中邮证券研究所

3.2 父母代存栏处于历史同期低位

- **祖代存栏高位下降。** 由于龙头企业的产能提升，在23年10月之前，祖代存栏持续高位。但随着行业累计亏损时间的增加，自23年10月后，祖代存栏亦开始下滑。截至24年2月25日当周，祖代存栏255.8万套，较23年10月的阶段高点下滑了5.26%。
- **父母代存栏连续三年下降。** 截至2月25日当周，父母代种鸡总存栏2120.7万套，较2020年的12月的历史高点去化幅度高达11%，同时黄羽在产父母代存栏、父母代鸡苗销量，均创2018年有数据以来最低水平。

图表31：黄羽肉鸡祖代存栏高位下滑



资料来源：禽业协会，中邮证券研究所

图表32：黄羽鸡父母代存栏连续下降

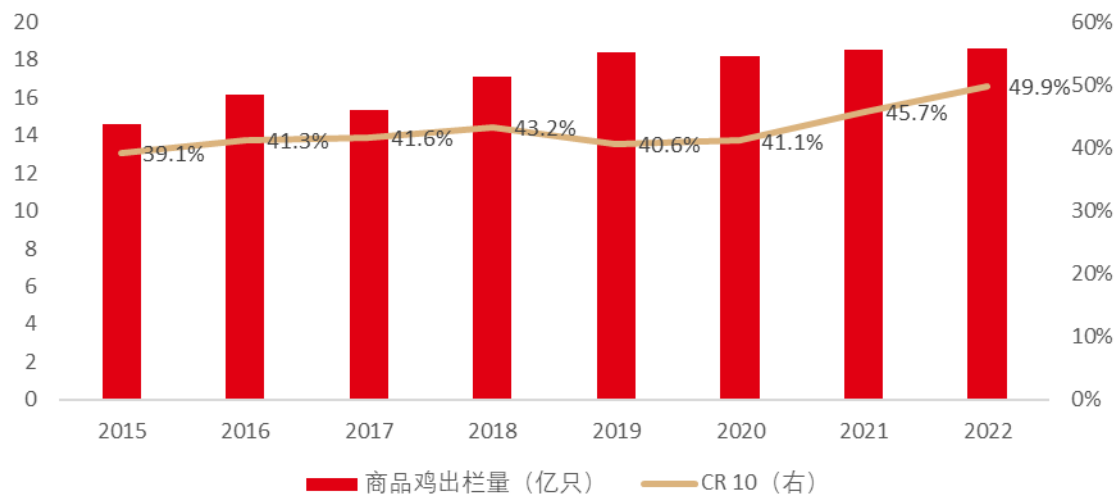


资料来源：禽业协会，中邮证券研究所

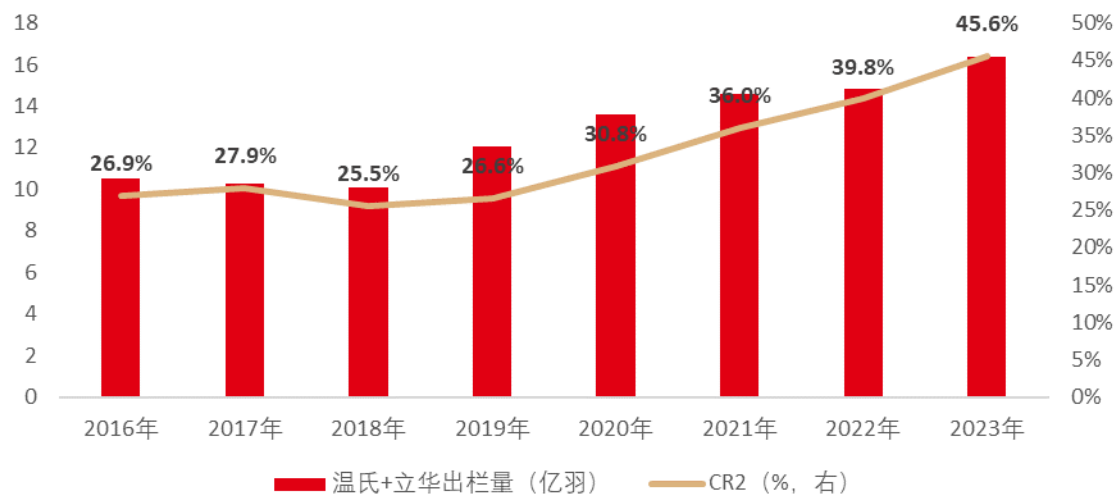
3.3 产能向头部集中

- **行业集中度快速提升**，CR10从2019年的40.6%快速提升至2022年的49.9%。
- **上市公司出栏量持续增长**：温氏股份、立华股份和湘佳股份分别销售肉鸡11.83亿只、4.57亿只和4522.59万只，同比增加9.51%、12.29%和8.47%，合计约16.82亿只。
- **散户加速退出**：1) 黄鸡价格持续低迷，同时饲料价格高位，相较于大公司，散户在成本控制方面不具优势，抗风险能力也更差；2) 养殖用地受到的限制显著增加，养殖环境治理的成本越来越高。

图表33：黄羽肉鸡CR10



图表34：黄羽肉鸡CR2



3.4 2023年行业亏损严重，成本有所下降

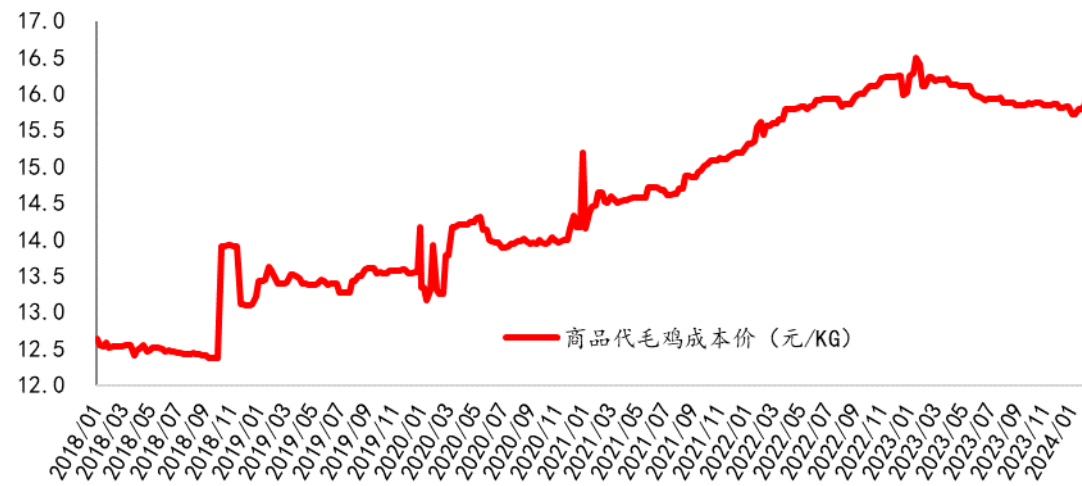
- **价格：亏损严重。**2020-2022年上半年持续低位震荡。2022年5月开始持续回升，9月到达年内高点，仅低于2019年的历史高点。但22年末至今，受需求疲弱、其他肉类价格持续低迷影响，黄羽肉鸡价格始终低位。2023年中速鸡价格始终在8元/公斤以下运行。
- **成本：下行。**23年大豆、玉米等大宗商品价格有所下降，推动饲养成本下行。从协会数据看，23年年初商品代毛鸡成本为16.23元/公斤，到2024年2月末，已将至15.80元/公斤。同样的上市公司口径，23年一季度成本均在14元/公斤以上，下降至了当前的13元/公斤左右。

图表35：中速鸡出栏价格（数据截至2023年12月6日）



资料来源：ifind，中邮证券研究所
请参阅附注免责声明

图表36：商品代毛鸡成本价

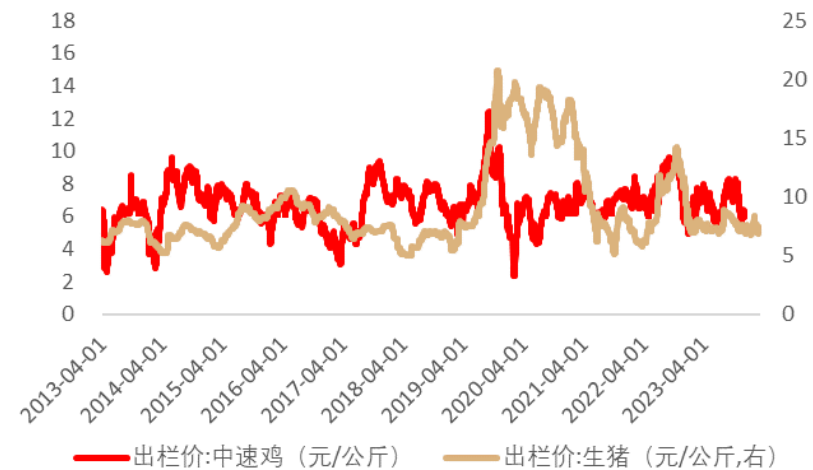


资料来源：禽业协会，中邮证券研究所

3.5 投资建议：高景气周期持续，头部企业受益

- **黄鸡价格受生猪价格影响较大。**从黄鸡自身格局来看：产能去化已相对较多，24年供给量大概率下降。但由于消费途径、群体的相似性，黄鸡价格受到猪价影响较大。若生猪供给状况有所缓解，黄羽鸡价格上涨的空间将更大。
- **头部养殖企业受益显著。**头部企业逆势扩张，且成本优势更加突出，将在行业景气周期受益更多。建议关注：**立华股份**（华东黄羽肉鸡龙头，成本优势明显）；**湘佳股份**（冰鲜、活禽多业务齐发）、**温氏股份**（猪鸡共振）。
- 风险提示：价格上涨不及预期，需求不及预期

图表37：黄鸡价格与猪价密切相关



资料来源：ifind，中邮证券研究所

图表38：主要上市公司黄羽肉鸡出栏量及市占率（亿羽）

	温氏股份		立华股份		湘佳股份		合计	
	出栏量 (亿羽)	市占率	出栏量 (亿羽)	市占率	出栏量 (亿羽)	市占率	出栏量 (亿羽)	市占率
2017年	7.76	21.0%	2.54	6.9%	0.38	1.0%	10.68	29.0%
2018年	7.50	18.9%	2.61	6.6%	0.42	1.1%	10.53	26.6%
2019年	9.16	20.3%	2.89	6.4%	0.45	1.0%	12.50	27.6%
2020年	10.39	23.5%	3.23	7.3%	0.53	1.2%	14.15	32.0%
2021年	10.88	26.9%	3.70	9.1%	0.75	1.8%	15.33	37.9%
2022年	10.81	29.0%	4.05	10.9%	0.83	2.2%	15.69	42.1%
2023年	11.83	32.9%	4.57	12.7%				

资料来源：公司公告，禽业协会，中邮证券研究所
注：湘佳股份为活禽出栏量，温氏、立华为黄羽鸡出栏量

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048



中邮证券

CHINA POST SECURITIES