

农林牧渔行业2021年度中期投资策略

持续看好高成长性 的优质龙头企业

分析师及联系人

- | | | | |
|---|--|---|---|
| • 陈佳
(8621)61118733
chenjia2@cjsc.com.cn
执业证书编号：
S0490513080003 | • 顾焜乾
(8621)61118733
guhq@cjsc.com.cn
执业证书编号：
S0490519060003 | • 余昌
(8621)61118733
yuchang1@cjsc.com.cn
执业证书编号：
S0490517030001 | • 姚雪梅
(8621)61118733
yaoxm@cjsc.com.cn
执业证书编号：
S0490518080004 |
| • 李秋燕
(8621)61118733
liqy2@cjsc.com.cn
执业证书编号：
S0490518080001 | | | |

报告日期 2021-06-13
行业研究 深度报告
评级 看好 | 维持

行业内重点公司推荐

公司代码	公司名称	投资评级
002714	牧原股份	买入
002311	海大集团	买入
688526	科前生物	买入
002891	中宠股份	买入

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究

- 《生猪养殖系列报告七十一：当前时点如何看待猪价和牧原股份？》2021-05-30
- 《宠物行业专题报告六：如何看待美国宠物医院的发展历程？》2021-05-16
- 《农林牧渔行业年报及一季报综述：板块业绩分化，持续看好优质龙头企业》2021-05-08

农产品

持续看好高成长性的优质龙头企业——农林牧渔行业 2021 年度中期投资策略

我们持续看好农林牧渔板块高成长性优质龙头企业。生猪养殖板块方面，猪价年内底部或已经出现，预计猪价三季度有望迎来反弹，具有成本优势的龙头企业有望依靠出栏量高增长实现业绩的提升，首推牧原股份。饲料板块方面，随着养殖产能的恢复以及鱼价的大幅上涨，饲料行业景气度提升，重点推荐龙头海大集团。动保行业推荐研发能力领先的龙头企业科前生物，宠物行业处于高速成长期，重点推荐中宠股份。

● 生猪养殖：猪价年内底部或已出现，龙头配置机会凸显

我们认为，短期来看，猪价年内底部或已经出现，随着消费端的逐步企稳以及前期冬季疫情带来产能去化的体现，预计猪价三季度有望迎来反弹。且长期来看，非洲猪瘟疫情或在行业持续存在，此轮周期产能较难同以往周期一样快速恢复，具有成本优势的龙头企业有望依靠出栏量高增长实现业绩的提升，因此看好龙头的配置机会。我们预计，二季度养殖板块业绩或进一步分化，牧原股份或仍将保持较好的盈利水平，重点推荐。

● 饲料：行业或进入高景气期，龙头受益明显

2021 年 1-4 月份全国饲料产量同比增长 20%，饲料行业有望进入高景气期。猪料：受益于行业产能恢复，全年有望保持高速增长。禽料：短期由于禽价下行销量有所下滑，但当下行业种鸡存栏仍处于高位，预计全年销量仍将保持较高水平。水产料：受益于高鱼价，养殖户今年投料和投苗积极性都有望大幅提升，带动水产饲料销量快速增长，且随着结构优化，水产料整体毛利率也有望提升。看好饲料行业龙头海大集团，重点推荐。

● 动物疫苗板块：猪用疫苗维持高增长态势

非洲猪瘟疫情常态化背景下动保企业有望加速从产品销售商向综合服务商转型，动保龙头和大型养殖企业之间的战略合作将更加深入，绑定和服务好大型养殖企业的动保龙头有望快速发展。我们预计 2020 年前十大动物疫苗企业的市场份额有望达到 62.7% 左右，前十大猪用疫苗生产企业的市场份额有望达到 63.8%。综合来看，后非洲猪瘟疫情时代动物疫苗行业集中度正在加速提升，行业竞争中强者恒强，率先转型动保综合服务商的动保企业有望快速发展。重点推荐科前生物，建议关注瑞普生物、普莱柯和生物股份。

● 宠物食品板块：国内市场进入加速开拓期

中国宠物食品行业正处于快速发展阶段，优秀的国产品牌在享受行业发展红利的同时也通过更加精准的产品定位和更具优势的创新能力提升市场份额的提升。2021 年一季度，中宠股份的子品牌顽皮和 Zeal 在电商渠道的综合市场份额达到 3.3% 左右，中宠在实现品牌聚焦战略以后，顽皮和 Zeal 两大主品牌在电商渠道的市场份额保持稳步增长的态势，整体品牌影响力持续提升，长期来看，中宠正在努力开拓主粮市场，通过打造全产品矩阵实现线上线下全渠道覆盖，最终实现品牌影响力的提升，持续重点推荐中宠股份。

风险提示：

1. 猪价大幅下跌风险，企业出栏量不达预期风险；
2. 饲料企业销量不达预期，极端天气因素影响风险。

目录

持续看好高成长性的优质龙头企业——农林牧渔行业 2021 年度中期投资策略	6
生猪养殖：猪价年内底部或已出现，龙头配置机会凸显	6
猪价年内底部或已出现，后期有望迎来反弹	6
龙头企业优势凸显，重点推荐牧原股份	8
禽养殖：产能去化仍需时间，鸡价大涨尚需等待	10
种鸡产能仍较高，白鸡和黄鸡价格预计仍将低位徘徊	10
关注禽肉 C 端投资机会	14
饲料：行业或进入高景气期，龙头受益明显	14
龙头市场份额有望持续提升，重点推荐海大集团	16
动物疫苗板块：猪用疫苗维持高增长态势	17
后疫情时代动保行业集中度快速提升	18
优质动保龙头深度受益于养殖产能恢复	19
宠物食品板块：国内市场进入加速开拓期	20
种业：杂交玉米种业向好，龙头市占率或有望提升	23
杂交水稻种业或仍将承压	23
杂交玉米种业龙头市占率有望提升	24

图表目录

图 1：近期猪价出现较大幅度调整（单位：元/公斤）	7
图 2：外购仔猪育肥目前处于深度亏损状态	7
图 3：2007-2020 年年度来看 5 月均为全年较低时间	7
图 4：近期生猪出栏体重上行明显	7
图 5：2021 年 3 月定点企业屠宰量同比增长 81%	7
图 6：2021 年 1-2 月份受疫情影响能繁母猪存栏环比下行影响明显	8
图 7：当下三元母猪存栏占比仍然较高	8
图 8：牧原股份成本优势同行业相比正持续拉大（元/公斤）	8
图 9：今年白羽肉鸡父母代鸡苗价格呈现持续上涨态势	11
图 10：今年截至 5 月 21 日白羽肉鸡商品鸡苗价格同比上涨 20.2%	11
图 11：今年截至 5 月 21 日白羽肉鸡鸡产品价格同比下滑 5.1%	11
图 12：2019-2020 年白羽肉鸡祖代鸡更新量为 122 和 100 万套	12
图 13：2019 年二季度以来白羽肉鸡祖代鸡月度更新量较高	12
图 14：今年全行业在产白羽肉鸡祖代种鸡存栏量高于过去 4 年（单位：万套）	12
图 15：今年全行业后备白羽肉鸡祖代种鸡存栏量仍处于高位（单位：万套）	12

图 16: 今年协会监测企业在产父母代种鸡存栏量持续增加 (单位: 万套)	12
图 17: 今年协会监测企业后备父母代种鸡存栏量持续增加 (单位: 万套)	12
图 18: 2020 年四季度以来黄羽肉鸡价格有所恢复	13
图 19: 2020 年全国猪料产量同比增长 16.4%	15
图 20: 2020 年全国禽料产量同比增长 8.2%	15
图 21: 2020 年全国水产料产量同比下降 3.6%	15
图 22: 特种水产饲料渗透率目前仍处于较低水平	15
图 23: 今年以来草鱼价格创历史新高	16
图 24: 鲈鱼价格今年以来也创历史新高 (元/公斤)	16
图 25: 2020 年公司水产料市场份额达 18.4%	16
图 26: 2020 年公司禽料市占率提升至 6.8%	16
图 27: 海大集团 2020 年猪料市场份额实现快速提升	17
图 28: 海大集团研发投入持续增长 (亿元)	17
图 29: 公司通过产品和服务实现市场份额持续提升	17
图 31: 动物疫苗行业整体呈现比较好的成长性	18
图 32: 2020 年动物疫苗 TOP10 企业销售额预计实现快速增长	18
图 33: 后疫情时代动物疫苗行业市场集中度有望进一步提升	19
图 34: 后疫情时代猪用疫苗市场集中度加速提升	19
图 35: 2016 年猪用疫苗行业竞争格局	19
图 36: 2019 年猪用疫苗行业竞争格局	19
图 37: 养殖企业普遍建立了快速反应的检测机制	20
图 38: 绝大部分养殖企业出栏量呈现快速增长态势 (单位: 万头)	20
图 39: 2020 年以来动保板块营收和业绩维持高增长态势	20
图 40: 2020 年以来动保板块盈利能力持续改善	20
图 41: 中宠股份正在全面发力国内市场	21
图 42: 境内宠物食品市场整体毛利率水平更具优势	21
图 43: 顽皮和 Zeal 品牌在电商渠道市场份额快速提升	21
图 44: 优秀的国产品牌在电商渠道快速崛起 (各品牌电商渠道份额)	22
图 45: 2015 年淘宝系渠道宠物食品竞争格局	22
图 46: 2020 年淘宝系渠道宠物食品竞争格局	22
图 47: 中宠股份境内市场营收保持较快的增长态势	23
图 48: 2020 年中宠股份境内市场营收占比达到 25%	23
图 49: 水稻品种集中度变化趋势	24
图 50: 水稻最低收购价政策变化	24
图 51: 杂交水稻种子库存持续攀升	24
图 52: 2019 年种业行业利润率水平有所回升	24
图 53: 玉米种业集中度有所下滑	25
图 54: 玉米现货价格持续上涨	25
图 55: 杂交玉米种子库存持续去化	25
图 56: 中国转基因产品上市的流程图	26

表 1：牧原股头均盈利水平相较同行持续拉大	9
表 2：牧原股份产能扩张情况	9
表 3：公司未来 ROE 有望持续提升	10
表 4：广东省黄羽肉鸡月度出栏、存栏、补栏情况	13
表 5：2021 年前 4 月主要饲料品种销量（单位：万吨）	14
表 6：水产养殖结构正在从普通四大家鱼向特种养殖转变（单位：万吨）	15
表 7：主要动保企业 2020 年及 2021 年一季度业绩梳理	20

持续看好高成长性的优质龙头企业——农林牧渔行业 2021 年度中期投资策略

我们持续看好农林牧渔板块的高成长性优质龙头企业。生猪养殖板块方面，猪价年内底部或已经出现，预计猪价三季度有望迎来反弹，具有成本优势的龙头企业有望依靠出栏量高增长实现业绩的提升，首推牧原股份。饲料板块方面，随着养殖产能的恢复以及鱼价的大幅上涨，饲料行业景气度提升，重点推荐龙头海大集团。动保行业推荐研发能力领先的龙头企业科前生物，此外宠物行业处于高速成长期，重点推荐中宠股份。

生猪养殖：猪价年内底部或已出现，龙头配置机会凸显

我们认为，短期来看，猪价年内底部或已经出现，随着消费端的逐步企稳以及前期冬季疫情带来产能去化的逐步体现，预计猪价三季度有望迎来反弹。且长期来看，非洲猪瘟疫情或在行业持续存在，此轮周期产能较难同以往周期一样快速恢复，具有成本优势的龙头企业有望依靠出栏量高增长实现业绩的提升，继续看好龙头企业配置机会，我们预计二季度养殖板块业绩或进一步分化，牧原股份或仍将保持较好的盈利水平，公司盈利能力的相对优势更加凸显，重点推荐。

猪价年内底部或已出现，后期有望迎来反弹

年初以来，猪价出现较大幅度调整。年后由于进入消费淡季，叠加前期积压大体重生猪集中出栏，猪价持续下滑，截至 5 月 14 日全国生猪均价已跌至 19 元/公斤，较前期高点下滑 47%，行业外购仔猪育肥头均已出现深度亏损。我们认为，猪价年内底部或已经出现。历史来看，5 月份为全年平均价格最低月份，随着大猪出栏逐步消化完毕以及前期疫情导致产能去化的体现，猪价预计即将迎来反弹。

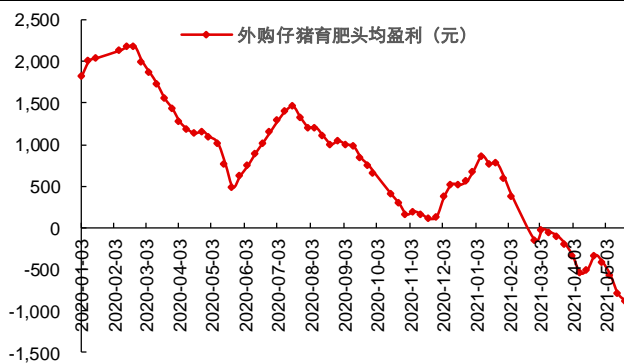
中长期来看，非瘟疫情对于行业产能的影响预计仍将持续存在。从去年 4 季度以及今年 1 季度的情况来看，行业疫情影响仍然较为明显。根据涌益咨询数据，2021 年 1 月和 2 月，因为疫情原因，能繁母猪存栏开始逐步下滑，幅度分别达 5%和 4.7%。且当下随着南方雨水季节的到来，南方疫情防控压力进一步加大，母猪存栏回升的速度或进一步减缓。且从母猪存栏结构来看，当下行业仍存在较多三元母猪。根据涌益咨询数据，截至 2021 年 4 月份三元能繁母猪存栏占比仍达 44%，预计此轮周期产能较难同以往周期一样快速恢复，且疫苗毒的扩散对行业产能或造成进一步去化，预计 2021 年猪价仍处在相对较高的位置。

图 1: 近期猪价出现较大幅度调整 (单位: 元/公斤)



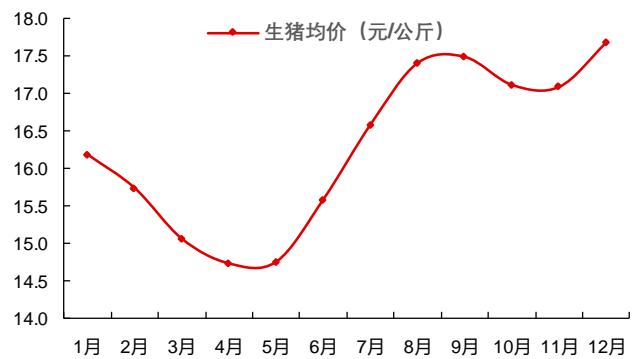
资料来源: 中国畜牧业信息网, 长江证券研究所

图 2: 外购仔猪育肥目前处于深度亏损状态



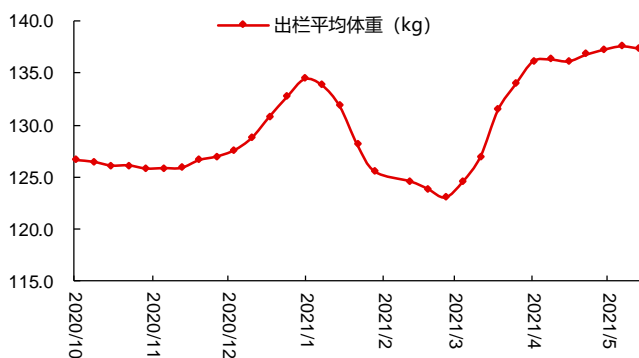
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 3: 2007-2020 年年度来看 5 月均为全年较低时间



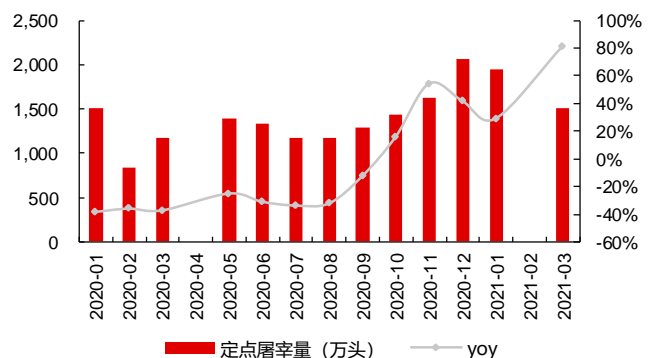
资料来源: 中国畜牧业信息网, 长江证券研究所

图 4: 近期生猪出栏体重上行明显



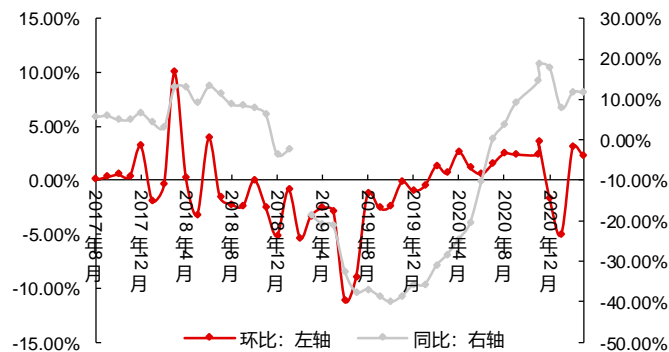
资料来源: 涌益咨询, 长江证券研究所

图 5: 2021 年 3 月定点企业屠宰量同比增长 81%



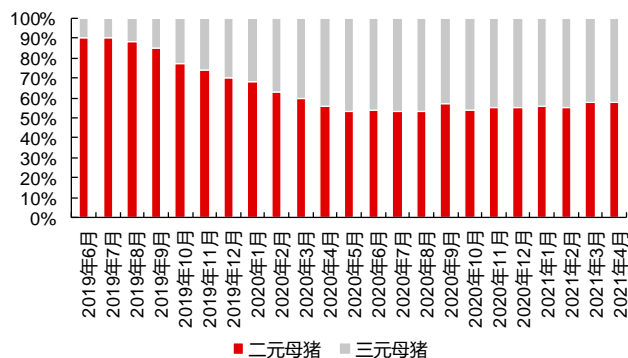
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 6：2021 年 1-2 月份受疫情影响能繁母猪存栏环比下行影响明显



资料来源：涌益咨询，长江证券研究所

图 7：当下三元母猪存栏占比仍然较高



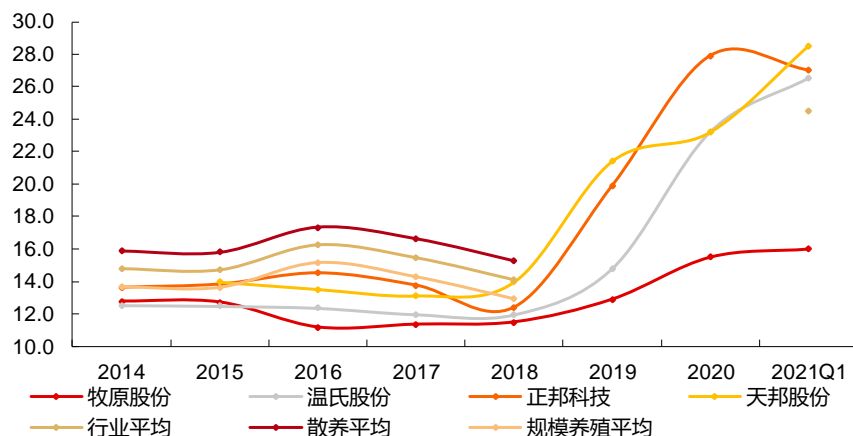
资料来源：涌益咨询，长江证券研究所

龙头企业优势凸显，重点推荐牧原股份

非瘟疫情以来，由于自繁自养一体化带来防疫体系的优势，牧原股份成本优势同行业相比正持续扩大。公司 2021 年 Q1 完全成本 16 元/公斤，而其他企业预计平均成本为 24.5 元/公斤，2021Q1 牧原股份头均盈利达 1043 元，而同行企业平均约 327 元，领先幅度达 716 元。二季度来看，随着猪价的下行，预计养殖板块业绩分化或愈加明显，龙头企业牧原股份竞争优势或将愈加凸显。

长期来看，牧原股份仍具有较大的成长空间。2020 年公司市场份额也仅 3.4%，对比美国龙头史密斯菲尔德市占率 15%，未来仍有较大提升空间。公司 2020 年资本开支达 461 亿元，同比增长 251%，2021 年一季度，公司资本开支达 145 亿元，同比增长 86%，全年资本开支预计超过 300 亿元，在大规模的资本开支下，公司产能快速扩张。截至 2020 年底，公司能繁母猪存栏规模达 262.4 万头，同比增长 105%，2021 年一季度增长至 284.6 万头，近 5 年复合增速达 67.3%。在持续的产能扩张背景下，公司未来出栏规模有望实现快速增长。

图 8：牧原股份成本优势同行业相比正持续拉大（元/公斤）



资料来源：Wind，长江证券研究所

表 1：牧原股头均盈利水平相较同行持续拉大¹

公司	2020Q1			2020Q2			2020Q3			2020Q4			2021Q1		
	出栏 (万头)	养殖业务 盈利 (亿元)	头均盈 利 (元)	出栏 (万头)	养殖业务 盈利 (亿元)	头均盈 利 (元)	出栏 (万头)	养殖业务 盈利 (亿元)	头均盈 利 (元)	出栏 (万头)	养殖业务 盈利 (亿元)	头均盈 利 (元)	出栏 (万头)	养殖业务 盈利 (亿元)	头均盈 利 (元)
牧原股份	256	45.5	1773	422	72.1	1710	510	113.2	2220	623	72.9	1169	772	80.5	1043
温氏股份	225	36	1598	261	37	1416	220	40	1819	248	17.8	718	210	-0.2	-10
新希望	82	6.7	814	148	9.4	634	221	11.2	506	395	1.4	35	228	-4.8	-210
正邦科技	105	9	859	168	15	894	320	31	969	363	3.1	85	258	2.1	81
天邦股份	51	4.8	934	61	10.6	1749	91	13.2	1451	105	4.2	399	110	2.0	177
唐人神	12	2	1702	16	2.2	1352	30	3.3	1093	44	3.0	678	46	3.0	648
傲农生物	19	2.5	1316	28	3	1071	32	2.6	813	58	1.8	310	53	3.0	561
平均			1285			1261			1267			485			327

资料来源：公司公告，长江证券研究所

表 2：牧原股份产能扩张情况

公司		2016	2017	2018	2019	2020	2021Q1
牧原股份	在建工程（亿元）	8.5	15	36.8	86	148	160
	yoy	12%	76%	146%	134%	73%	63%
	固定资产（亿元）	65	106	135.4	188.6	585	702
	yoy	118%	63%	28%	39%	215%	210%
	生产性生物资产（亿元）	9.8	14	14.6	38.4	74	81
	yoy	136%	43%	4%	162%	94%	68%
	资本开支（亿元）	43.6	62.8	50.5	131.2	460.7	144.9
	yoy	142%	44%	-20%	160%	251%	86%

资料来源：公司公告，长江证券研究所

我们判断，在非瘟疫情导致生猪养殖行业格局重铸背景下，牧原股份领先的人才和技术战略或使得成本优势或同行业相比持续扩大，护城河持续拓宽。未来牧原股份在行业周期底部时期盈利能力和 ROE 水平或存在抬升可能，其估值中枢不排除出现上行，具体来说：（1）经历非洲猪瘟疫情之后，行业格局重铸，依靠精细化的管理和生物安全防护水平，牧原股份成本优势较过去显著提升，护城河正在拓宽。（2）牧原股份正努力通过人才领先战略与技术领先战略，进一步提升养殖智能化水平，从人力资本密集型公司向技术密集型公司转变，引领了行业养殖工业化大趋势。因此，我们判断，牧原股份未来在行业底部的 ROE 较过去周期或有提升，其估值水平也不排除出现上行，重点推荐。

¹ 备注：温氏股份、新希望、正邦科技、天邦股份、唐人神均考虑剔除其他业务盈利情况，牧原股份和傲农生物考虑少数股东权益加回。

表 3：公司未来 ROE 有望持续提升²

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
行业猪价（元/公斤）	13.25	15.26	18.53	15	12.7	21.8	33	24	16
养殖完全成本（元/公斤）	12.8	12.7	11.2	11.4	11.5	12.9	15.5	15	13
归母净利润（亿元）	0.8	5.96	23.22	23.66	5.28	61.1	275	392.6	218.2
净资产（亿元）	19.48	35.22	56.61	127.37	122.89	231.1	504.1	933.9	1146.7
ROE	4%	17%	41%	19%	4%	26%	55%	42%	19%

资料来源：Wind，全国畜牧业信息网，公司公告，长江证券研究所

禽养殖：产能去化仍需时间，鸡价大涨尚需等待

2020 年的鸡价低迷使得白羽肉鸡父母代产能和黄羽肉鸡种鸡产能都有所去化，从而今年上半年白羽肉鸡价格尤其是上游鸡苗价格表现较为强势，黄羽肉鸡也扭亏为盈。但当前白羽肉鸡在产祖代种鸡存栏量仍处于高位，今年以来白羽肉鸡协会监测企业的在产和后备父母代种鸡存栏量持续增加，而黄羽鸡盈利恢复也使得行业产能去化再次放缓，且猪价下滑或使得部分鸡肉替代需求回流至猪肉，预计后期白鸡和黄鸡价格预计仍将低位徘徊。

种鸡产能仍较高，白鸡和黄鸡价格预计仍将低位徘徊

由于去年亏损导致行业产能部分去化，2021 年上半年白羽肉鸡价格环比有所回升，其中上游父母代鸡苗和商品代鸡苗价格表现强于下游肉毛鸡和鸡产品。2020 年三季度白羽肉鸡产业链各环节价格都低迷，行业亏损严重，在此背景下，种鸡场主动淘汰父母代种鸡，根据中国畜牧业协会禽业分会数据，2020 年下半年协会监测在产父母代种鸡存栏量最高时减少了 14%，父母代产能去化使得今年上半年白羽肉鸡供给减少，叠加餐饮行业逐渐恢复使得鸡肉需求回升，2021 年上半年白羽肉鸡价格整体上有所回升。但是，2021 年上半年白羽肉鸡产业链上下游产品价格表现略有分化，其中商品代鸡苗和肉毛鸡截至目前（5 月 21 日）的均价为 4.08 元/羽和 8.81 元/公斤，同比上涨 20.2%和 17.0%，父母代鸡苗价格今年以来也呈现持续上涨态势，但同期鸡产品均价为 10.40 元/公斤，同比下滑 5.1%。我们认为，造成上下游鸡价出现分化的原因在于产业链各环节扩产速度不一致，中游孵化场和肉鸡养殖场扩产较多，使得一方面对父母代鸡苗和商品代鸡苗的需求增多，另一方面又使得终端鸡肉供给增多。

² 此处 ROE 为全年整体 ROE，统一口径计算，同上文加权 ROE 存在差异。

图 9：今年白羽肉鸡父母代鸡苗价格呈现持续上涨态势



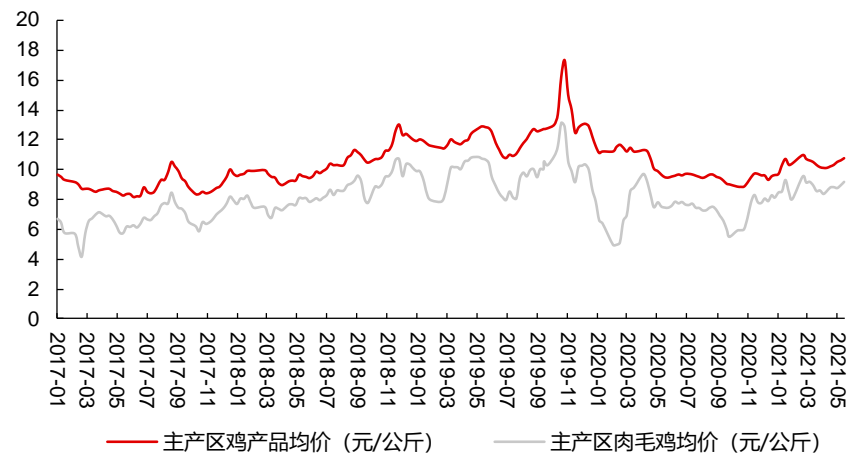
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，长江证券研究所

图 10：今年截至 5 月 21 日白羽肉鸡商品鸡苗价格同比上涨 20.2%



资料来源：博亚和讯，长江证券研究所

图 11：今年截至 5 月 21 日白羽肉鸡鸡产品价格同比下滑 5.1%



资料来源：博亚和讯，长江证券研究所

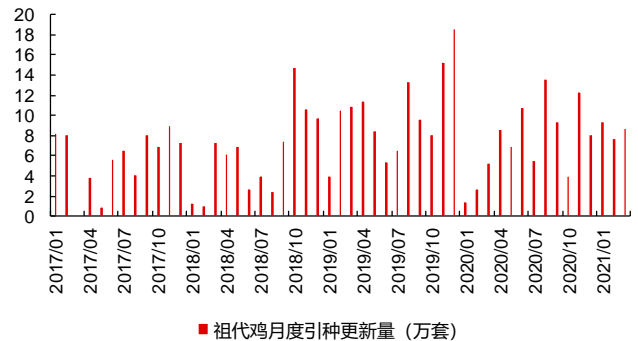
当前白羽肉鸡在产祖代种鸡存栏量处于高位，今年以来白羽肉鸡协会监测企业的在产和后备父母代种鸡存栏量持续增加，且猪价下滑或使得部分鸡肉替代需求回流至猪肉，预计 2021 年白羽肉鸡价格难以见到反转。供给方面，由于 2019-2020 年连续高引种，2021 年白羽肉鸡在产祖代种鸡存栏量处于 2017 年以来的高位，去年三季度行业亏损使得在产父母代种鸡产能有所去化，但今年以来随着行业盈利好转，白羽肉鸡后备和在产父母代种鸡存栏量都持续回升。需求方面，2021 年猪价预计同比下滑，在此背景下，部分替代性鸡肉需求或将回流至猪肉。基于此，我们认为，白羽肉鸡价格 2021 年或难以看到向上拐点。

图 12: 2019-2020 年白羽肉鸡祖代鸡更新量为 122 和 100 万套



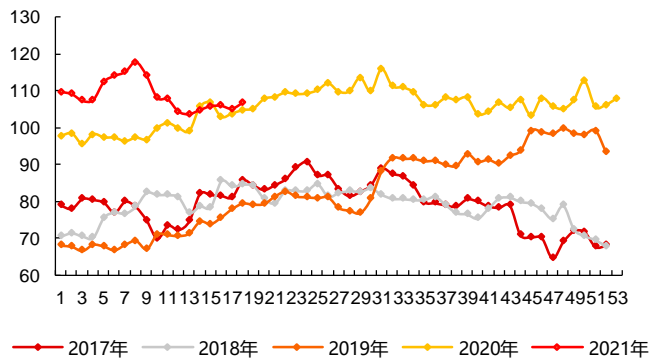
资料来源: 中国畜牧业协会禽业分会, 长江证券研究所

图 13: 2019 年二季度以来白羽肉鸡祖代鸡月度更新量较高



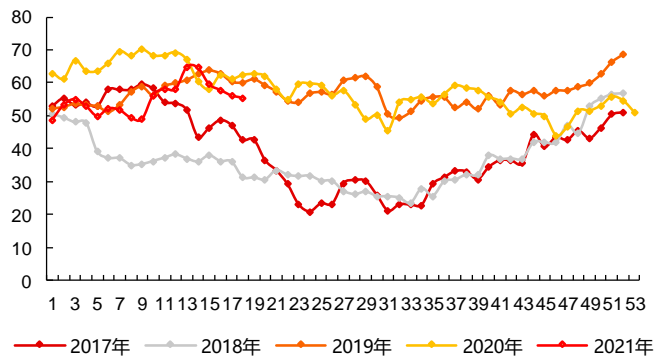
资料来源: 中国畜牧业协会禽业分会, 长江证券研究所

图 14: 今年全行业在产白羽肉鸡祖代种鸡存栏量高于过去 4 年 (单位: 万套)



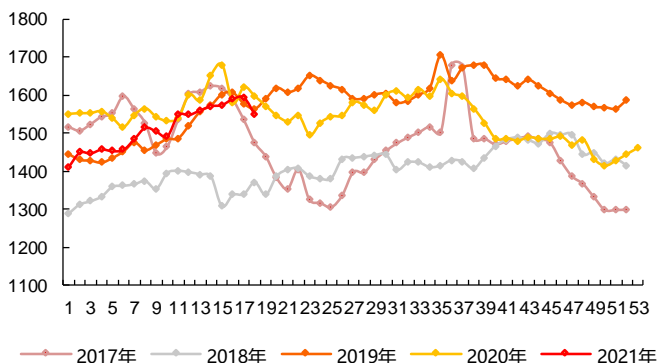
资料来源: 中国畜牧业协会禽业分会, 长江证券研究所

图 15: 今年全行业后备白羽肉鸡祖代种鸡存栏量仍处于高位 (单位: 万套)



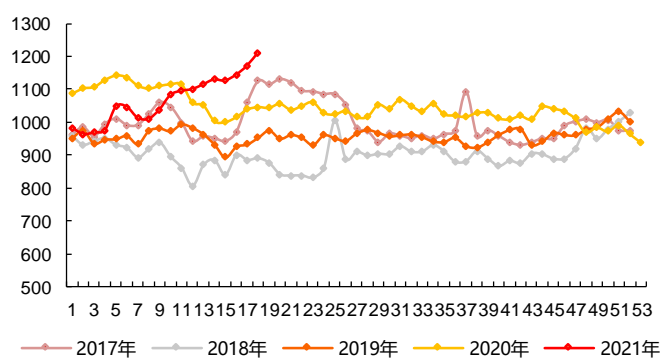
资料来源: 中国畜牧业协会禽业分会, 长江证券研究所

图 16: 今年协会监测企业在产父母代种鸡存栏量持续增加 (单位: 万套)



资料来源: 中国畜牧业协会禽业分会, 长江证券研究所

图 17: 今年协会监测企业后备父母代种鸡存栏量持续增加 (单位: 万套)



资料来源: 中国畜牧业协会禽业分会, 长江证券研究所

黄羽肉鸡方面, 2020 年行业亏损严重使得产能部分去化, 今年上半年黄羽鸡价格有所回升, 但 2019 年行业产能扩张幅度过大, 叠加猪价下行的影响, 2021 年黄羽肉鸡价格预计仍将低位徘徊。2020 年上半年供给过剩叠加新冠疫情导致的大量活禽交易市场关

闭，黄羽肉鸡价格相对低迷，行业亏损严重，产业普遍对后期鸡价预期悲观，产能开始去化，主动减少补栏。根据广东省农业农村厅数据，2020 年前 9 个月中有 7 个月广东黄羽鸡补栏量环比下滑，这使得今年上半年黄羽肉鸡行业走出亏损。但整体上，当前黄羽鸡种鸡存栏量仍高，且今年盈利恢复使得产能去化再次放缓，此外，从历史来看，黄羽肉鸡和猪肉价格关联性较高，在 2021 年猪价下行背景下，黄羽鸡价格预计仍将低位徘徊。

图 18：2020 年四季度以来黄羽肉鸡价格有所恢复



资料来源：国家粮油信息中心，长江证券研究所

表 4：广东省黄羽肉鸡月度出栏、存栏、补栏情况

	广东黄羽肉鸡出栏量		广东黄羽肉鸡存栏量		广东黄羽肉鸡补栏量	
	环比	同比	环比	同比	环比	同比
2019 年 7 月	-5.0%	3.0%	0.3%	10.0%	0.4%	-2.0%
2019 年 8 月	4.0%	12.0%	1.0%	11.0%	5.0%	14.0%
2019 年 9 月	4.0%	5.0%	1.0%	22.0%	0.6%	16.0%
2019 年 10 月	-8.0%	3.0%	3.0%	30.0%	-3.0%	7%
2019 年 12 月	6.0%	5.0%	2.0%	17.0%	3.0%	7.0%
2020 年 1 月	4.0%	2.0%	-2.0%	15.0%	-9.0%	0.4%
2020 年 2 月	-20.0%	-15.0%	-4.0%	21.0%	-11.0%	-17.0%
2020 年 3 月	12.0%	-8.0%	7.0%	-3.0%	-2.0%	12.0%
2020 年 4 月	11.0%	1.0%	-4.0%	5.0%	-2.0%	-6.0%
2020 年 5 月	-8.0%	-5.0%	-0.1%	2.0%	-2.0%	-7.0%
2020 年 6 月	13%	0%	-1%	-3%	0%	-10%
2020 年 7 月	-3.3%	1.7%	0.7%	0.8%	3.9%	-6.5%
2020 年 8 月	3.2%	0.6%	-3.8%	-7.9%	-2.7%	-14.5%
2020 年 9 月	-4.4%	-3.4%	-2.3%	-14.7%	-3.8%	-20.2%
2020 年 10 月	-0.1%	-3.8%	-0.1%	-17.3%	4.7%	-17.8%
2020 年 11 月	-0.9%	-6.8%	0.1%	-10.0%	2.1%	-17.4%
2020 年 12 月	-3.9%	-11.5%	1.1%	-14.7%	-1.1%	-17.6%

2021 年 1 月	4.1%	-24.5%	-1.1%	-10.9%	-1.8%	12.3%
2021 年 2 月	-18.0%	14.5%	-2.7%	-21.5%	0.4%	11.8%
2021 年 3 月	11.7%		2.3%		8.4%	
2021 年 4 月	9.6%		-1.7%		-9.1%	

资料来源：广东省农业农村厅，长江证券研究所

关注禽肉 C 端投资机会

去年以来，白羽肉鸡和黄羽肉鸡行业都出现了产业链进一步向终端延伸的趋势，后期来看，这一趋势预计将持续。具体来说：1) 新冠疫情后宣布永久关闭活禽交易的地区明显增多，行业开始向下游屠宰加工转型；2) 随着居民对健康关注度提升也使得白羽肉鸡需求增多，白羽肉鸡头部企业加快对下游食品 C 端的开拓力度。建议**关注禽肉 C 端投资机会**。

饲料：行业或进入高景气期，龙头受益明显

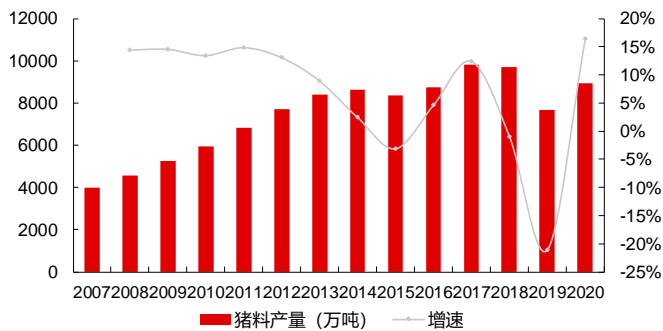
今年以来，饲料行业表现有所分化，2021 年 1-4 月份全国饲料产量同比增长 20%，其中猪料同比增长 74%，肉禽料和蛋禽料由于养殖行情低迷销量有所下滑，同比降幅分别为 7.6%和 11.5%，水产料同比降幅 0.4%。后期来看，饲料行业有望进入高景气期。猪料方面受益于行业产能恢复全年有望保持高速增长，禽料方面，虽然短期由于禽价下行销量有所下滑，但当下行业种鸡存栏仍处于高位，预计全年销量仍将保持较高水平，水产料方面受益于高鱼价，养殖户今年投料和投苗积极性都有望大幅提升，从而带动水产饲料销量的快速增长，且随着结构优化，水产料整体毛利率也有望提升。看好饲料行业龙头海大集团，重点推荐。

表 5：2021 年前 4 月主要饲料品种销量（单位：万吨）

月份	猪料	蛋禽料	肉禽料	水产料	反刍料
1 月	1252	319	700	62	158
2 月	779	207	497	63	82
1-2 月同比 (%)	79.9	-7.8	-15.2	8.9	31.2
3 月	995	253	713	131	104
同比 (%)	68.3	-16.8	1.4	6.5	4.5
4 月	1090	268	789	155	117
同比 (%)	69.8%	-13.2	-2.1	-11.6	10.3

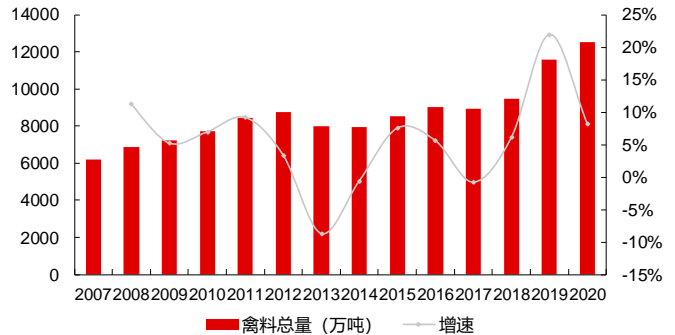
资料来源：全国饲料工业协会，长江证券研究所

图 19: 2020 年全国猪料产量同比增长 16.4%



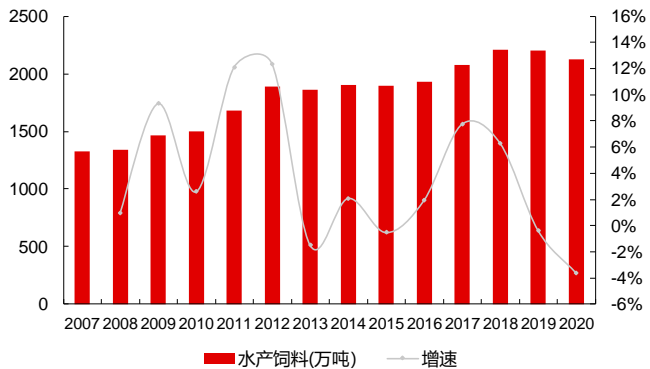
资料来源: 全国饲料工业协会, 长江证券研究所

图 20: 2020 年全国禽料产量同比增长 8.2%



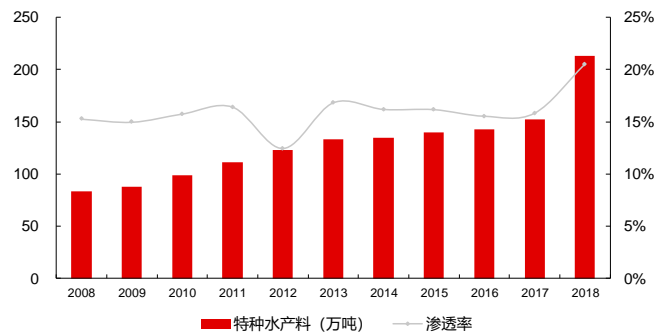
资料来源: 全国饲料工业协会, 长江证券研究所

图 21: 2020 年全国水产料产量同比下降 3.6%



资料来源: 全国饲料工业协会, 长江证券研究所

图 22: 特种水产饲料渗透率目前仍处于较低水平



资料来源: 全国饲料工业协会, 长江证券研究所

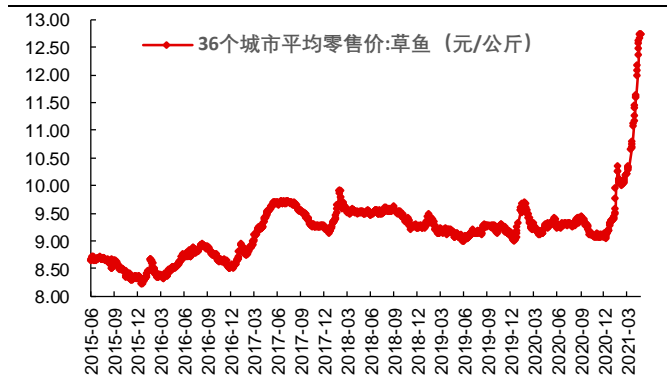
表 6: 水产养殖结构正在从普通四大家鱼向特种养殖转变 (单位: 万吨)

年份	四大家鱼				合计	特种养殖				合计
	草鱼	青鱼	鲢鱼	鳙鱼		黄颡鱼	鳊鱼	鲈鱼	虾	
2010	422	42	361	255	1,080	18	25	19	154	217
2011	444	47	371	267	1,129	22	27	21	152	222
2012	478	49	369	285	1,182	26	28	24	163	241
2013	507	53	385	302	1,246	30	28	34	170	262
2014	538	56	423	320	1,336	33	29	35	176	274
2015	568	60	435	336	1,399	36	30	35	187	287
2016	590	63	451	348	1,452	42	30	37	203	313
2017	535	68	385	310	1,298	48	34	46	217	344
2018	550	69	386	310	1,315	51	32	43	268	394
2019	553	68	381	310	1312	54	34	48	315	394
近三年增速	-6%	8%	-16%	-11%	-10%	29%	13%	30%	55%	26%

资料来源: 《中国渔业统计年鉴》³, 长江证券研究所

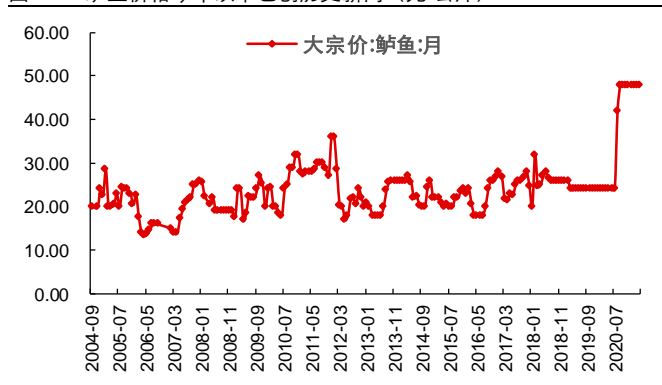
³ 编制单位: 农业农村部渔业渔政管理局, 全国水产技术推广总站, 中国水产协会;
出版社: 中国农业出版社

图 23：今年以来草鱼价格创历史新高



资料来源：国家发改委，长江证券研究所

图 24：鲈鱼价格今年以来也创历史新高 (元/公斤)

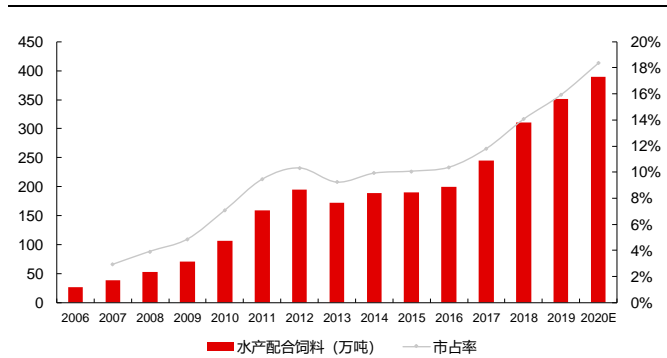


资料来源：农业部，长江证券研究所

龙头市场份额有望持续提升，重点推荐海大集团

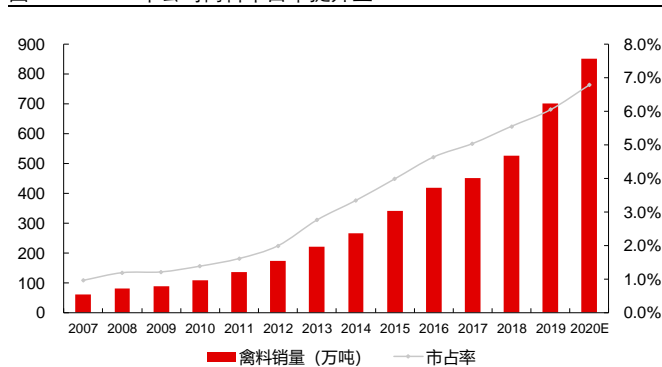
我们认为，海大集团未来不仅将受益于行业景气持续向上，且市场份额有望持续提升。具体来说：1、公司研发投入居农业板块前列，未来新品种饲料产品或将进一步打开市场空间，同时随着公司对于中台模式进一步推广，前期研发技术成果通过中台模式逐步兑现，公司饲料产品性价比有望持续提升；2、公司虾苗品种优势已逐步体现，未来对虾的成熟经验或复制到特种鱼苗，配套产品竞争力进一步加强，从而带动饲料销量增长；3、随着产能的逐步扩张，公司销售区域有望进一步扩大，从而带来新的增量。

图 25：2020 年公司水产料市场份额达 18.4%



资料来源：公司公告，全国饲料工业协会，长江证券研究所

图 26：2020 年公司禽料市占率提升至 6.8%



资料来源：公司公告，全国饲料工业协会，长江证券研究所

图 27：海大集团 2020 年猪料市场份额实现快速提升



资料来源：相关公司公告，长江证券研究所

图 28：海大集团研发投入持续增长（亿元）



资料来源：海大集团公告，长江证券研究所

图 29：公司通过产品和服务实现市场份额持续提升



资料来源：长江证券研究所

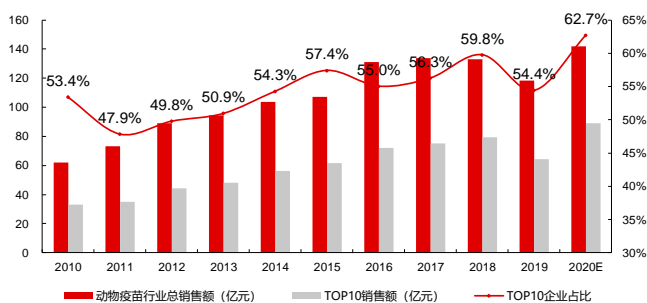
动物疫苗板块：猪用疫苗维持高增长态势

后疫情时代动物疫苗行业集中度迎来加速提升，我们持续看好竞争格局较好、产品优势突出的优质市场化动物疫苗企业。非洲猪瘟疫情常态化背景下动保企业有望加速从产品销售商向综合服务商转型，动保龙头企业和大型养殖企业之间的战略合作将更加深入，深入绑定和服务好大型养殖企业的优质动保龙头有望实现快速发展。我们预计 2020 年前十大动物疫苗企业的市场份额有望达到 62.7% 左右，前十大猪用疫苗生产企业的市场份额有望达到 63.8%。综合来看，后非洲猪瘟疫情时代动物疫苗行业集中度正在加速提升，行业竞争强者恒强，率先转型动保综合服务商的动保企业有望迎来快速发展。重点推荐科前生物，建议关注瑞普生物、普莱柯和生物股份。

后疫情时代动保行业集中度快速提升

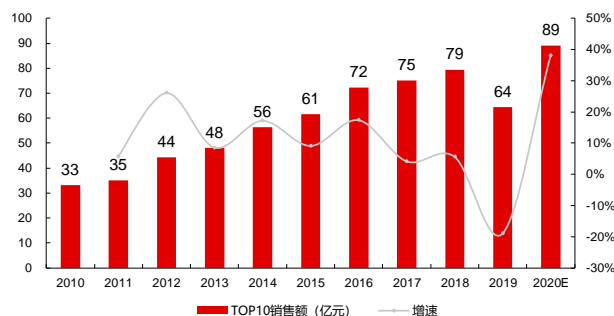
后疫情时代大型养殖企业对于综合防控方案要求大幅提升，这也将加速推进动保企业积极转型，动保行业集中度迎来快速提升。我们认为，随着大型养殖企业产能加速扩张，养殖企业整体生物安全防控水平大幅提升，动保企业有望加速从产品销售商向综合服务商转型，动保龙头企业和大型养殖企业之间的战略合作将更加深入，深入绑定和服务好大型养殖企业的优质动保龙头有望实现快速发展。我们预计，2010~2020 年，动物疫苗行业总销售额从 62 亿元增加到 142 亿元左右，年均复合增速达到 7.8% 左右，其中前十大企业的销售额从 33 亿元增长到 89 亿元左右，年均复合增速达到 10.2%，头部动物疫苗企业的成长性明显快于行业，年均复合增速达到 9.4%，头部动物疫苗企业的成长性明显快于行业，这也显示行业集中度快速提升。我们预计 2020 年前十大动物疫苗企业的市场份额有望达到 62.7% 左右，前十大猪用疫苗生产企业的市场份额有望达到 63.8%，后非洲猪瘟疫情时代动物疫苗行业的集中度迎来快速提升。我们预计，未来两年动保行业有望直接受益于养殖产能恢复，而大型养殖企业产能加速扩张则将带动头部动保企业业绩实现快速增长。在动保行业转型升级期，率先建立优质产品线和综合技术服务体系的优质动保企业有望引领行业实现快速发展。

图 30：动物疫苗行业整体呈现比较好的成长性



资料来源：《中国兽药产业发展报告》⁴，长江证券研究所

图 31：2020 年动物疫苗 TOP10 企业销售额预计实现快速增长

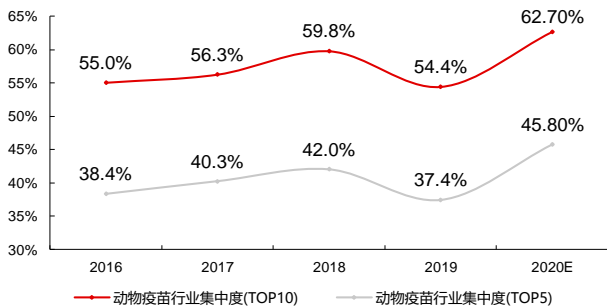


资料来源：《中国兽药产业发展报告》，长江证券研究所

后疫情时代动物疫苗行业竞争强者恒强。非洲猪瘟疫情常态化背景下养殖行业生物安全防控水平实现了快速提升，依靠单品营销模式的动保企业已经很难实现市场份额的快速提升，因此龙头动保企业正在从产品销售商向综合服务商加速转型。我们认为，一方面由于中小动物疫苗企业很难达到大型养殖企业的采购标准，另一方面新版 GMP 认证也将导致更多中小企业退出动保行业，因此动保行业转型升级过程中行业集中度迎来快速提升。2016~2020 年，我们预计前十大动物疫苗企业的市场份额从 55% 提升到 62.7%，前五大动物疫苗企业的市场份额从 38.4% 提升到 45.8%。从细分市场猪用疫苗来看，2016~2020 年，我们预计前十大猪用疫苗企业的市场份额从 47.9% 提升到 63.8%，前五大猪用疫苗企业的市场份额从 26.8% 提升到 47.5%，猪用疫苗行业已经显示出明显的龙头企业集中特征。综合来看，后非洲猪瘟疫情时代动物疫苗行业集中度正在加速提升，行业竞争强者恒强，率先转型动保综合服务商的动保企业有望迎来快速发展。

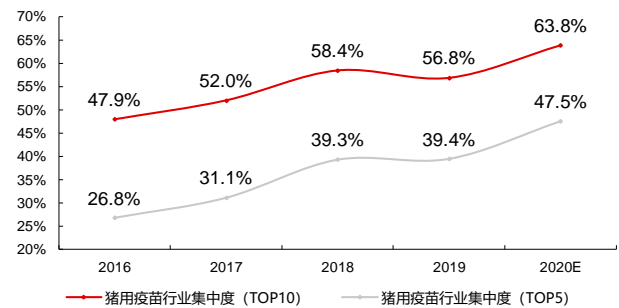
⁴ 编制单位：中国兽药协会；该报告由中国兽药协会统一编制，每年 10 月份出版上一年的兽药产业发展报告，由中国兽药协会统一出版，下同。

图 32：后疫情时代动物疫苗行业市场集中度有望进一步提升



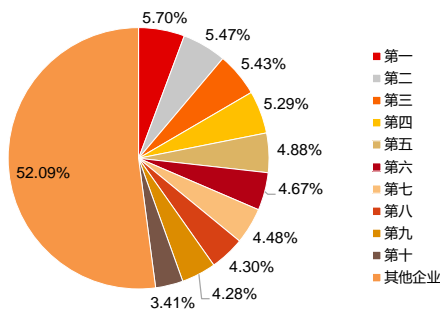
资料来源：《中国兽药产业发展报告》，长江证券研究所

图 33：后疫情时代猪用疫苗市场集中度加速提升



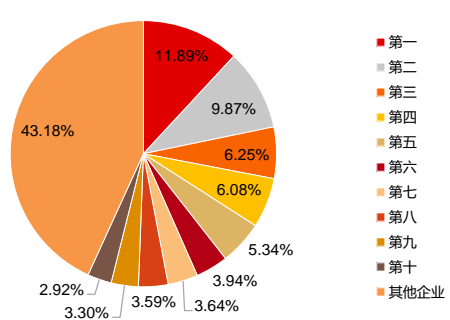
资料来源：《中国兽药产业发展报告》，长江证券研究所

图 34：2016 年猪用疫苗行业竞争格局



资料来源：《2016 年中国兽药产业发展报告》，长江证券研究所

图 35：2019 年猪用疫苗行业竞争格局



资料来源：《2019 年中国兽药产业发展报告》，长江证券研究所

优质动保龙头深度受益于养殖产能恢复

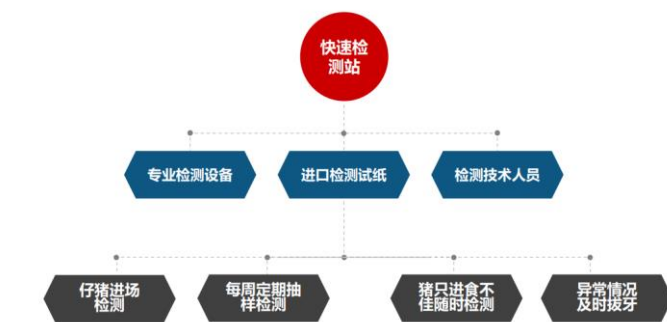
随着大型养殖企业产能加速扩张，优质动保龙头业绩有望实现持续高增长。我们认为，生猪养殖行业正在经历规模化加速提升阶段，猪用疫苗的增量空间主要来自于防疫费用的增加以及养殖量的提升，规模化养殖企业具有更加完善的生物安全防控方案，对于疫苗的免疫也更加科学和规范化，因此猪用疫苗行业市场规模有望进一步扩容。假设未来中国每年出栏商品猪稳定在 6 亿头左右，大型养殖企业出栏商品猪 3 亿头，中小规模养殖场和散养户出栏 3 亿头，假设大型养殖企业商品猪防疫费用达到 60 元/头以及中小规模养殖场和散养户防疫费用达到 30 元/头，预计猪用疫苗的市场规模有望达到 270 亿元左右，相比目前有翻倍以上的成长空间。2020 年大部分养殖企业出栏量均实现了快速增长，2021 年一季度大型养殖企业出栏量仍然延续较快的增速。从动保行业经营业绩来看，在经历了 2019 年动保行业低谷期以后，2020 年和 2021 年一季度动保行业经营业绩实现了全面复苏，主要动保企业营收和业绩均呈现较快的增长态势。长期来看，龙头养殖企业的产能扩张有望促进动保行业市场规模扩容，动保行业的长期成长空间有望进一步打开，优质动保龙头或将抓住机遇实现跨越式发展。

表 7：主要动保企业 2020 年及 2021 年一季度业绩梳理

企业名称	2020				2021Q1			
	营收（亿元）	同比增速	扣非后归属净利润（亿元）	同比增速	营收（亿元）	同比增速	扣非后归属净利润（亿元）	同比增速
中牧股份	50	21%	4.08	80%	12.9	21%	1.6	23%
科前生物	8.43	66%	4.31	108%	3.19	82%	1.67	80%
生物股份	15.8	40%	3.92	82%	5.19	42%	2.07	38%
瑞普生物	20	36%	2.85	161%	5.6	23%	0.97	47%
普莱柯	9.29	40%	1.53	140%	3.09	60%	0.85	73%

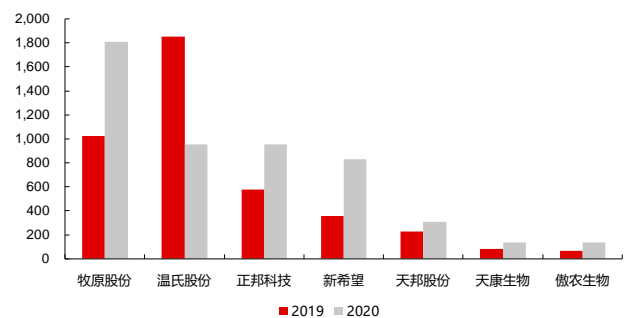
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 36：养殖企业普遍建立了快速反应的检测机制



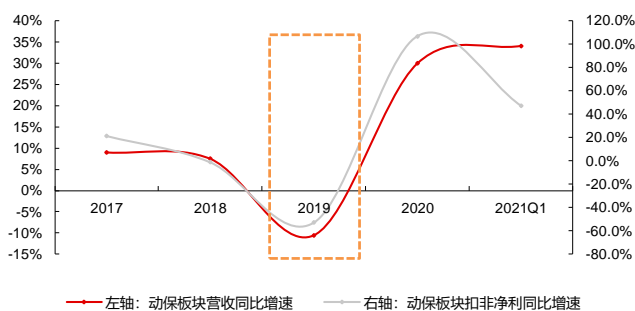
资料来源：正邦科技公告，长江证券研究所

图 37：绝大部分养殖企业出栏量呈现快速增长态势（单位：万头）



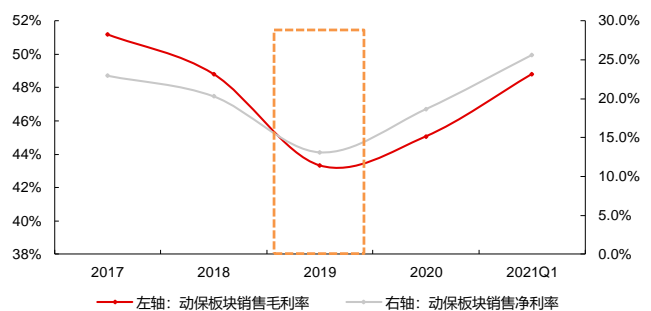
资料来源：相关上市公司公告，长江证券研究所

图 38：2020 年以来动保板块营收和业绩维持高增长态势



资料来源：上市公司公告，长江证券研究所

图 39：2020 年以来动保板块盈利能力持续改善



资料来源：上市公司公告，长江证券研究所

宠物食品板块：国内市场进入加速开拓期

中国宠物食品行业正处于快速发展阶段，优秀的国产品牌在享受行业发展红利的同时也通过更加精准的产品定位和更具优势的创新能力实现市场份额的提升。我们认为，海外

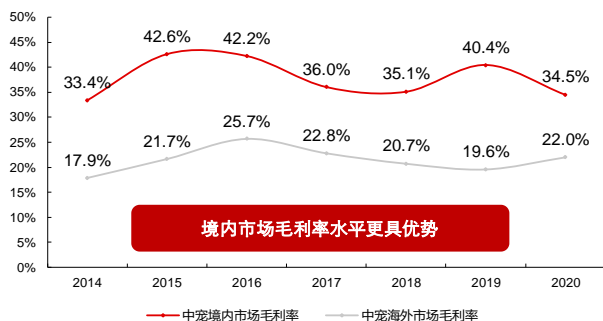
市场是国内众多宠物食品企业快速发展的基础，而国内市场则是优秀国产品牌战略发展的重心。从盈利能力来看，根据公司年报来看中宠股份海外代工业务的综合毛利率维持在 20% 左右，而自主品牌的毛利率则能达到 35~40% 之间，无论是盈利能力还是行业成长性来看，国内市场都是宠物食品企业实现长远发展的核心市场。2021 年一季度，顽皮和 Zeal 在电商渠道的综合市场份额达到 3.3% 左右，中宠在实现品牌聚焦战略以后，公司在营销费用的投入上也更具针对性，顽皮和 Zeal 两大主品牌在电商渠道的市场份额保持稳步增长的态势，整体品牌影响力持续提升，我们认为，中宠在做大做强宠物零食板块的基础上，持续进行产品创新和联合技术攻关，推进线上渠道和新零售模式建设，最终实现全渠道覆盖并持续改善用户体验。长期来看，中宠正在努力开拓主粮市场，通过打造全产品矩阵实现线上线全渠道覆盖，最终实现品牌影响力的提升，持续重点推荐中宠股份。

图 40：中宠股份正在全面发力国内市场



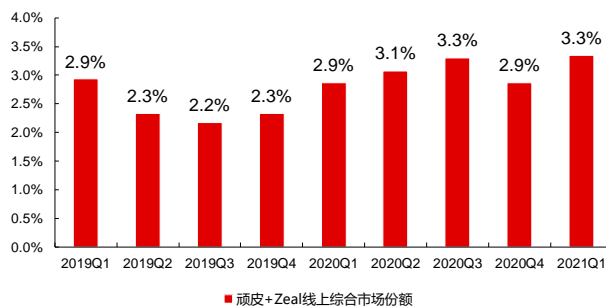
资料来源：公司年报，长江证券研究所

图 41：境内宠物食品市场整体毛利率水平更具优势



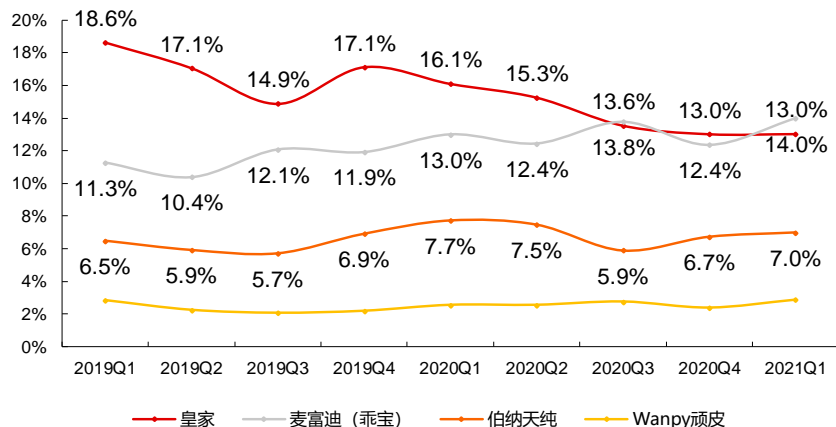
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 42：顽皮和 Zeal 品牌在电商渠道市场份额快速提升



资料来源：燃数据，长江证券研究所

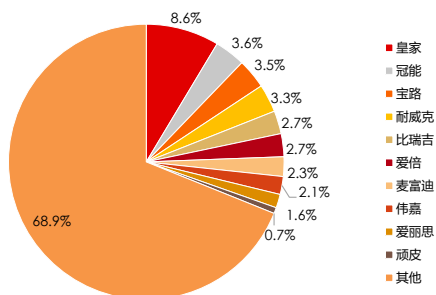
图 43：优秀的国产品牌在电商渠道快速崛起（各品牌电商渠道份额）



资料来源：燃数据，长江证券研究所

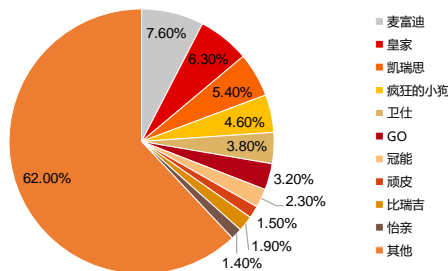
中国宠物食品行业仍将面临非常激烈的竞争环境，优秀国产品牌的市场竞争力正在不断加强。2015~2020 年，领军品牌皇家的市场份额从 8.6%降低到 6.3%，国产品牌麦富迪的市场份额从 2.3%增长到 7.6%，可以看出电商渠道的竞争非常激烈，领军品牌仍然受到新品牌的明显冲击，优秀的国产品牌正在加速崛起。由于线上渠道对于产品营销和推广的要求非常高，年轻养宠人群普遍都选择线上消费，成功把握年轻人群偏好的宠物食品品牌都实现了快速发展，这也对现有品牌的营销提出了更高的要求。近年来，优秀的国产品牌在产品品质和产品营销推广方面实现了全方位提升，麦富迪、凯瑞思、疯狂小狗和顽皮等品牌成功脱颖而出，对于海外品牌形成了较大的冲击。2014~2020 年，中宠国内市场营收从 5530 万元增加到 5.4 亿元，六年时间国内市场营销规模增长了 9 倍左右，并且国内市场营销仍然维持较快的增长态势。我们认为，随着国产品牌的持续投入和加速推广，优秀国产品牌的市场竞争力正在不断加强，未来 5 年宠物食品行业竞争仍然非常激烈，深耕品牌和渠道建设的国产品牌有望实现快速发展。

图 44：2015 年淘宝系渠道宠物食品竞争格局



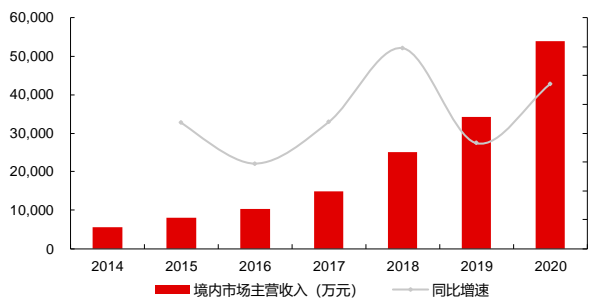
资料来源：淘数据，长江证券研究所

图 45：2020 年淘宝系渠道宠物食品竞争格局



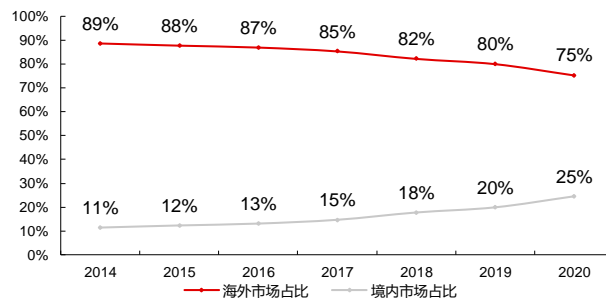
资料来源：淘数据，长江证券研究所

图 46：中宠股份境内市场营收保持较快的增长态势



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 47：2020 年中宠股份境内市场营收占比达到 25%



资料来源：公司公告，长江证券研究所

种业：杂交玉米种业向好，龙头市占率或有望提升

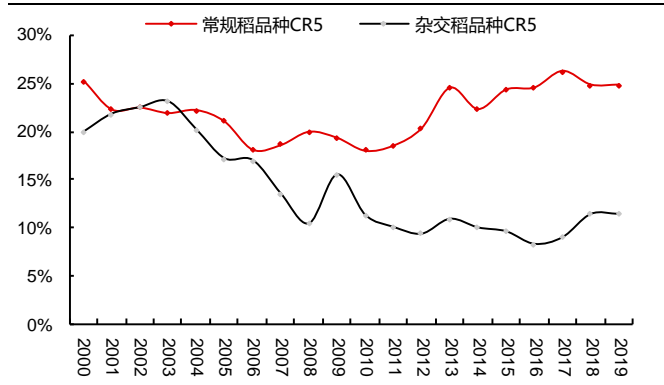
当前两杂种业品种同质化现象严重，价格竞争激烈，行业整体利润处于历史相对较低水平。后期来看，由于过去几年来行业部分杂交稻库存积压品种陆续转商出清，未来优质食味水稻品种的市场份额或有望迎来提升；杂交玉米方面，玉米商品粮价格逐步回升刺激农户种植积极性提升，加之近年来国内杂交玉米制种面积持续下降，玉米种子库存持续去化，行业竞争格局优化，龙头种企玉米种子市占率或有望提升。另外，可关注转基因相关主题性投资机会。

杂交水稻种业或仍将承压

杂交水稻方面，自 2016/17 种植季行业品种更新换代以来，2016~2019 年品种集中度（CR5）小幅回升。我们判断，随着近年来过审的同质化品种数量增加，2020/21 种植季品种集中度提升速度或将放缓（且不排除集中度下降的可能）。另一方面由于近几年品种审定速度加快，水稻新品种审定数量迅速增加，品种同质化竞争现象严重，叠加水稻种子库存偏高等因素的影响，行业利润中枢有所下滑。

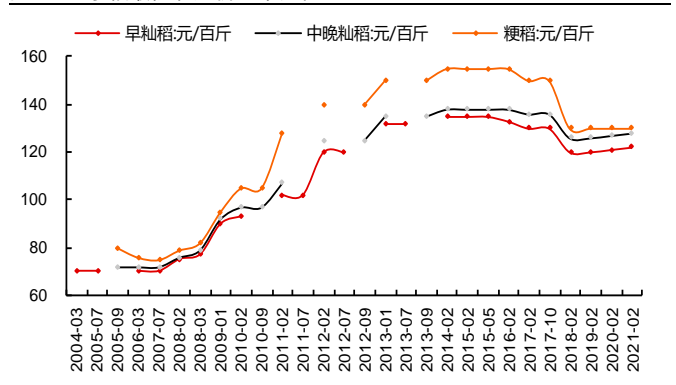
2021Q1 发改委继续上调籼稻最低收购价，农民种植收益仅有小幅改善，种植积极性仍略显低迷。我们判断 2020/21 种植季杂交水稻种子品种集中度提升幅度或将放缓，品种同质化竞争激烈；加之农户购种积极性仍显低迷，部分水稻种企或仍存在一定的去库存压力，优质种企或可通过强化制种过程管理，调整销售策略，降低制种及营销费用。

图 48：水稻品种集中度变化趋势



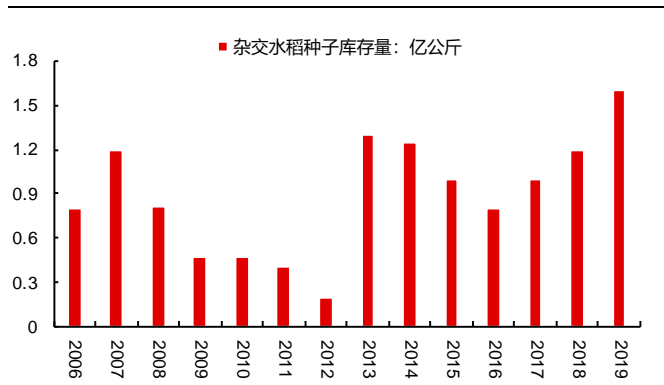
资料来源：中国种业发展报告，长江证券研究所

图 49：水稻最低收购价政策变化



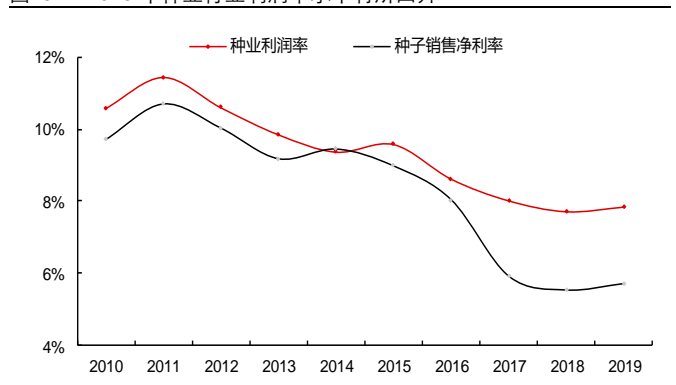
资料来源：发改委，长江证券研究所

图 50：杂交水稻种子库存持续攀升



资料来源：全国农技推广中心，长江证券研究所

图 51：2019 年种业行业利润率水平有所回升



资料来源：中国种业发展报告，长江证券研究所

杂交玉米种业龙头市占率有望提升

从品种集中度上来看，由于国内杂交玉米种质资源久未更新且新过审的品种数量迅速增长，近年来杂交玉米品种集中度（CR5）持续下滑。目前推广面积较大的仍为郑单 958 等传统品种，这意味着尽管新品种迭出，但部分经大田检验的老品种仍具有一定的市场竞争力。年初以来（截至 2021 年 5 月 21 日），玉米现货均价达 2926 元/吨，同比上涨 47.5%。商品粮价上涨刺激农户购种积极性提升，预计龙头公司玉米种子市占率有望进一步提升。

图 52：玉米种业集中度有所下滑

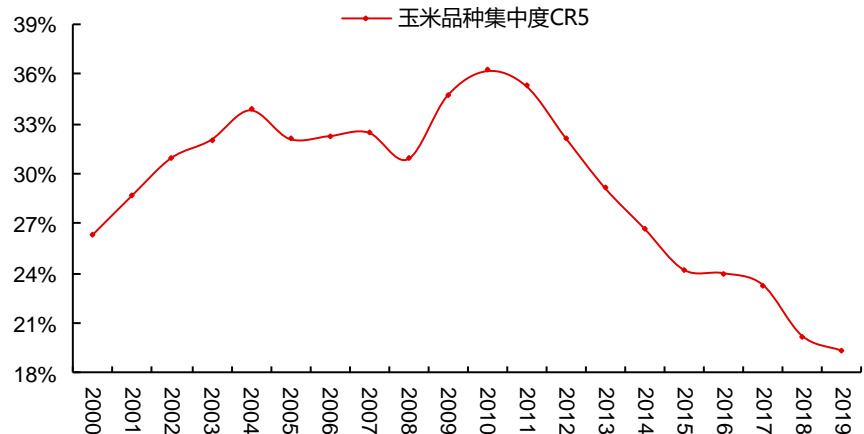
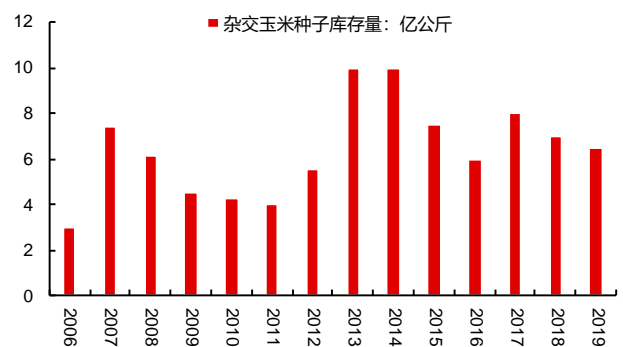
资料来源：《中国种业发展报告》⁵，长江证券研究所

图 53：玉米现货价格持续上涨



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 54：杂交玉米种子库存持续去化



资料来源：全国农技推广中心，长江证券研究所

此外 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，2021 年年初部分已获批安全证书的品种适宜区域进一步扩大。设若上述品种能实现商业化，将为国内玉米产业创造巨大经济效益。不过相关转基因品种何时能进入审定程序目前仍存在不确定性。可关注相关主题性投资机会。

⁵ 编制单位：农业农村部种业管理局，全国农业技术推广服务中心，农业农村部科技发展中心；出版社：中国农业科学技术出版社。

图 55：中国转基因产品上市的流程图



资料来源：农业农村部，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于市场

中 性： 相对表现与市场持平

看 淡： 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对大盘涨幅大于 10%

增 持： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对大盘涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明： A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址：

上海

Add /浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层
P.C / (200122)

武汉

Add /武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼
P.C / (430015)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明：

作者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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

重要声明：

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供长江证券股份有限公司（以下简称：本公司）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；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。

本公司及作者在自身所知范围内，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。

本报告版权仅为本公司所有，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长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

