

农林牧渔

生猪价格仍处于高位，建议关注龙头

2020 年 05 月 08 日

——生猪养殖行业专题研究报告

行业评级：无评级

分析师：顾静

执业证书号：S1030510120007

电话：0755-83199599

邮箱：gujing@csc.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格

证监会农林牧渔行业与沪深 300 指数的表现



行业数据

农林牧渔（可比口径）	2020Q1
整体收入增速	16.18%
整体营业利润增速	313.13%
综合毛利率	21.85%
综合净利率	11.85%
行业 ROE	17.07
平均市盈率（倍）	90.75
平均市净率（倍）	17.58
资产负债率	47.52%

数据来源：Wind 资讯

请务必阅读文后重要声明及免责声明

核心观点：

- 1) **本轮猪周期仍延续。**猪肉价格方面，2020 年 5 月 8 日，22 个省市生猪平均价格为 31.5 元/千克，同比上涨 109.6%，环比下降 2.3%，近期，虽然猪肉价格连续八周环比回落，但仍处于高位；**养殖利润方面**，4 月 30 日，自繁自养生猪养殖利润为 2,151.03 元/头。4 月，自繁自养生猪养殖平均利润为 2297.88 元/头，同比增速高达 616.6%。即使近期受猪肉价格下降影响，环比下降 11.2%，利润仍可观。
- 2) **预计 2020 年猪肉供需整体偏紧。**目前国内生猪产能恢复积极向好，预计下半年生猪出栏量将改善，但全年猪肉供应偏紧的格局还没有根本改变。**猪肉供给方面**，2020 年，考虑三元母猪占比增加，MSY 下降，生猪出栏均重增加，我们预测国内猪肉产量为 3645 万吨。根据美国农业部 4 月最新预测数据，预计中国猪肉进口量升至 390 万吨，占全球进口量的 40%，预计 2020 年猪肉供给合计为 4035 万吨。**猪肉消费方面**，根据农业农村部预测，2020 年，国内猪肉消费量为 4206 万吨。
- 3) **2020 年生猪价格有望保持高位。**根据我们的分析，生猪价格与能繁母猪存栏量滞后 3-4 个月相关性较高。假设今年年底，能繁母猪存栏量可恢复到 2017 年年底的水平（3,557.5 万头），2021 年，产量恢复到 2010 年水平（5000 万吨以上），如果猪肉需求恢复至相对正常水平，我们预计猪肉价格拐点也需要 2021 年 3-4 月才有可能出现，预计今年猪肉价格维持高位。
- 4) **生猪养殖行业整合空间大。**对比美国，国内生猪养殖处于规模化早期，行业整合空间大。2019 年，中国生猪出栏最大的温氏股份市占率为 3.4%左右，CR5 为 7.45%。对比发达国家生猪养殖集中度水平，差距还很大。如美国生猪养殖排名第一的 Smithfield Foods 市场占有率为 14.66%、CR5 为 32.62%。
- 5) **建议关注龙头公司。**从估值来看，畜禽养殖行业 PB 处于历史高位，我们认为，目前猪肉价格高位回落，龙头公司具有规模优势，抗风险能力更强，可以充分受益本轮猪周期，建议关注：温氏股份、牧原股份。
- 6) **风险提示。**疫病及自然灾害风险、猪肉价格下降幅度超预期。

目 录

一、目前生猪养殖仍处于景气高位	4
1、本轮猪周期受多因素驱动	4
2、目前生猪价格位于高位	5
3、现阶段自繁自养生猪利润仍可观	5
1) 猪粮比高企，自繁自养生猪利润可观	5
2) 外购仔猪养殖利润受仔猪价格影响大	7
二、猪肉消费短期下降，长期将保持增长	9
1、国内肉类消费仍有提升空间	9
2、猪肉消费短期仍将下降，长期将保持增长	12
1) 预计 2020 年国内猪肉消费仍将同比下降	12
2) 猪肉消费有恢复空间，长期将保持增长	12
三、2020 年猪肉供给偏紧，生猪价格有望保持高位	14
1、目前肉类整体供给偏紧	14
2、猪肉难以大幅度被替代	16
1) 2020 年禽类出栏增速相对有限	16
2) 预计牛羊肉产量将维持低增速	17
3、生猪产能逐步恢复，2020 年猪肉供应仍偏紧	18
1) 预计下半年生猪出栏量将改善	18
2) 受制扩繁周期，能繁存栏母猪量存在供给缺口	19
3) 三元母猪难以替代二元母猪能效	22
4) 猪肉进口存在不确定性	24
4、预计 2020 年生猪价格将保持高位	24
1) 2020 年猪肉供需整体偏紧	24
2) 预计今年猪肉价格维持高位	25
四、行业整合空间大，建议关注龙头公司	26
1、国内生猪养殖处于规模化早期	26
2、行业集中度低，整合空间大	28
3、建议关注龙头公司	28
1) 规模化养殖模式对龙头发展有利	28
2) 龙头盈利能力更强	29
3) 龙头公司抗风险能力更强	30
五、风险提示	31

图表目录

Figure1 22 个省市生猪平均价格及同比增速	4
Figure2 猪周期主要取决于供需走势	4
Figure3 本轮猪周期生猪平均价格月度同比增速	5
Figure4 本轮猪周期生猪平均价格环比增速	5
Figure5 22 个省市猪粮比数据走势	6
Figure6 本轮猪周期自繁自养生猪养殖利润走势	6
Figure7 自繁自养生猪养殖利润月度同比增速	7
Figure8 自繁自养生猪养殖利润环比增速	7
Figure9 仔猪平均价格及同比增速	7
Figure10 外购仔猪养殖利润月度同比增速	8
Figure11 外购仔猪养殖利润环比增速	8
Figure12 外购仔猪养殖利润走势	8
Figure13 现阶段外购仔猪养殖利润价格敏感性分析	9
Figure14 中国人口全球占比约 18.3%	9
Figure15 中国肉类消费占比 28.4%	9
Figure16 国内肉类消费总量及同比增速	10
Figure17 国内肉类消费主要受价格负面影响	10
Figure18 国内人口、居民均可支配收入驱动肉类消费	10
Figure19 国内肉类消费与城市化率正相关	10
Figure20 人均 GDP 增长将驱动国内肉类消费提升	11
Figure21 城市化率提升将驱动国内肉类消费提升	11
Figure22 2020 年国内猪肉消费预计仍将同比下降	12
Figure23 中国猪肉全球消费占比 44.5%	12
Figure24 全国人均猪肉消费量及同比增速	13
Figure25 国内猪肉消费量及占比	13
Figure26 国内猪肉消费量长期趋势向上	14
Figure27 国内肉类总产量及同比增速	14
Figure28 国内猪肉产量及同比增速	14
Figure29 全国各类肉产量占比	15
Figure30 国内各类肉进口总量及同比增速	15
Figure31 国内猪肉进口量及同比增速	15
Figure32 国内各肉类平均价格仍位于高位	16
Figure33 国家密集投放冻储肉缓解猪肉供给紧张	16

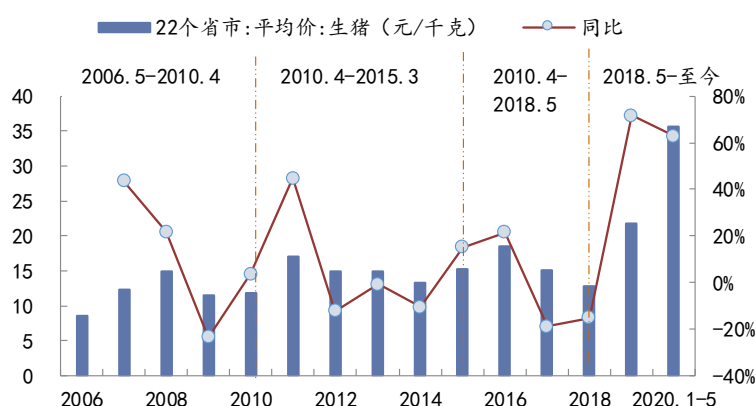
Figure34 国内禽肉产量及同比增速	17
Figure35 国内禽肉类占比	17
Figure36 2019 年国内父母代鸡苗外销量、存栏量及同比增长	17
Figure37 国内牛肉产量及同比增速	18
Figure38 国内羊肉产量及同比增速	18
Figure39 生猪供应周期循环	18
Figure40 能繁存栏母猪月度同比及环比增长	19
Figure41 生猪出栏量及同比增速	19
Figure42 生猪出栏量季度环比及同比增速	19
Figure43 能繁存栏母猪均值及同比增长	20
Figure44 中国进口种猪及同比增速	20
Figure45 中国种猪进口国家分布	20
Figure46 生猪完整繁殖周期	21
Figure47 生猪繁殖体系	21
Figure48 2019 年核心群种猪供应能力下降 5 成以上	22
Figure49 二元能繁母猪价格同比及环比走势	22
Figure50 能繁母猪存栏结构 (2019.11)	23
Figure51 二元能繁母猪和后备三元母猪性能比较	23
Figure52 生猪进口量及占比	24
Figure53 2019 年猪肉主要进口来源国	24
Figure54 肥育猪出栏活重同比及环比	25
Figure55 2020 年国内猪肉产量预测	25
Figure56 生猪价格与能繁母猪存栏量滞后 4 个月相关性较高	26
Figure57 全国生猪养殖户总数及同比增长	26
Figure58 国内生猪出栏场数 (500 头以上) 占比	26
Figure59 美国生猪养殖户总数及同比增长	27
Figure60 美国生猪出栏场数 (500 头以上) 占比	27
Figure61 美国生猪出栏占比	27
Figure62 中国生猪出栏企业市场占有率	28
Figure63 美国生猪养殖企业市场占有率	28
Figure64 国内生猪养殖上市公司经营模式	29
Figure65 国内生猪养殖上市公司财务指标	29
Figure66 国内生猪养殖上市公司估值 (2020/5/7)	30
Figure67 畜禽养殖指数 PB 走势	30
Figure68 牧原股份上市以来 PB 走势	31
Figure69 温氏股份上市以来 PB 走势	31

一、目前生猪养殖仍处于景气高位

1、本轮猪周期受多因素驱动

本轮猪周期受多因素驱动。自 2006 年以来，国内生猪养殖行业已经历 3 次完整猪周期。本轮猪周期始于 2018 年 5 月，主要受猪周期叠加非洲猪瘟疫情，地方政府出台生猪禁养、限养的规定，小规模养殖户加快抛售退出，导致存栏量显著减少影响，出现供需缺口，推动生猪价格大幅上涨。

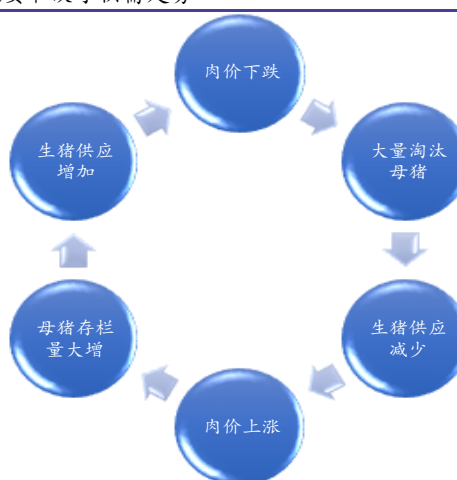
Figure1 22 个省市生猪平均价格及同比增速



资料来源: wind、世纪证券研究所

长期来看，生猪价格主要受供给影响。在目前国内对肉类消费需求相对稳定情况下，猪肉价格的波动主要源于国内生猪的供给变化。其本质为“生猪供给减少→猪肉价格上涨→母猪存栏量大增→生猪供应增加→猪肉价格下跌→大量淘汰母猪→生猪供应减少→猪肉价格上涨”的周期循环。

Figure2 猪周期主要取决于供需走势

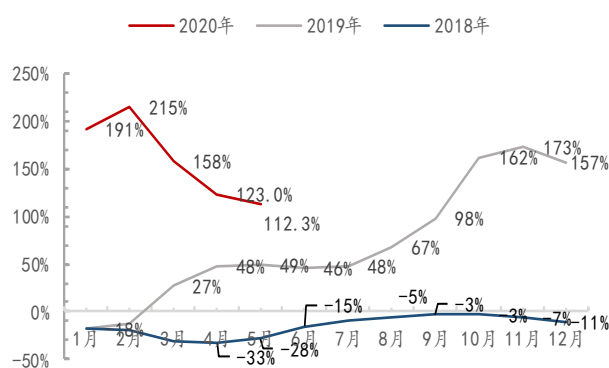


资料来源: 世纪证券研究所

2、目前生猪价格位于高位

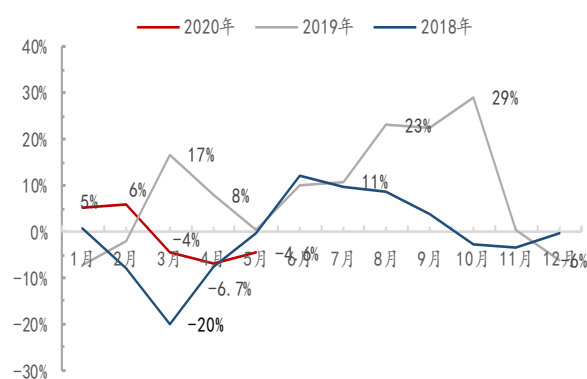
从2019年下半年开始，生猪市场供应明显减少，价格较快上涨。2019年，22个省市生猪平均价格为21.82元/千克，同比增长71.8%。2020年5月8日，22个省市生猪平均价格为31.5元/千克，同比上涨109.6%，环比下降2.3%，近期，虽然猪肉价格连续八周环比回落，但仍处于高位。

Figure3 本轮猪周期生猪平均价格月度同比增速



资料来源：wind、世纪证券研究所

Figure4 本轮猪周期生猪平均价格环比增速



资料来源：wind、世纪证券研究所

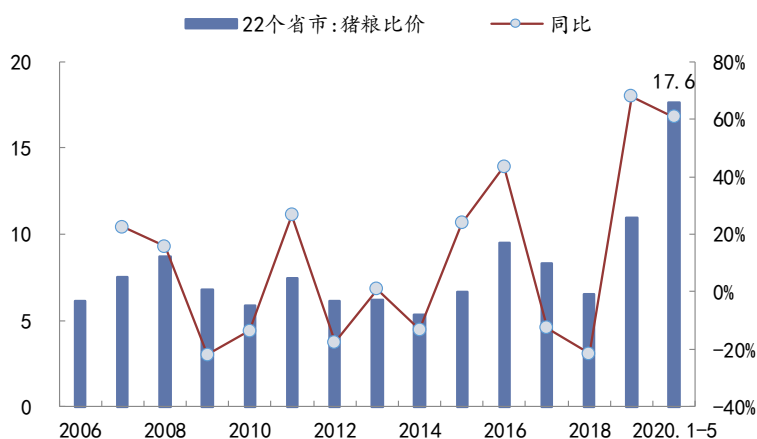
3、现阶段自繁自养生猪利润仍可观

1) 猪粮比高企，自繁自养生猪利润可观

现阶段猪粮比远高于盈亏平衡点。自繁自养生猪利润主要取决于生猪价格及饲料成本两个因素的影响。猪粮比是衡量养殖是否盈亏平衡的关键数据，通俗地讲，就是生猪价格和作为生猪主要饲料的玉米价格的比值。

生猪价格和玉米价格比值在6:1时，生猪养殖基本处于盈亏平衡点。猪粮比越高，说明养殖利润越好，养殖户补栏积极性就越高。截止5月8日，国内22个省市猪粮比为15.07倍。1-5月，猪粮比均值为17.4，同比增长59.3%，远高于盈亏平衡点。

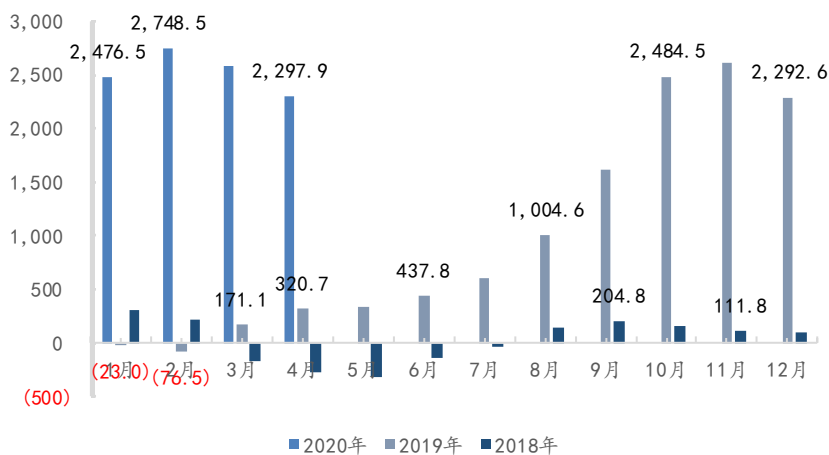
Figure5 22 个省市猪粮比数据走势



资料来源: wind、世纪证券研究所

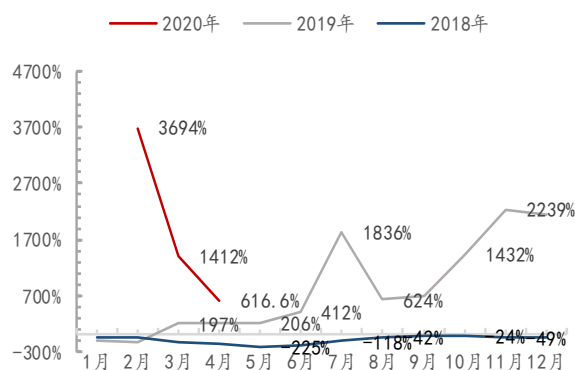
从自繁自养生猪养殖利润来看, 4 月 30 日, 自繁自养生猪养殖利润为 2,151.03 元/头。4 月, 自繁自养生猪养殖平均利润为 2297.88 元/头, 同比增速高达 616.6%。即使近期受猪肉价格下降影响, 环比下降 11.2%, 利润仍可观。

Figure6 本轮猪周期自繁自养生猪养殖利润走势



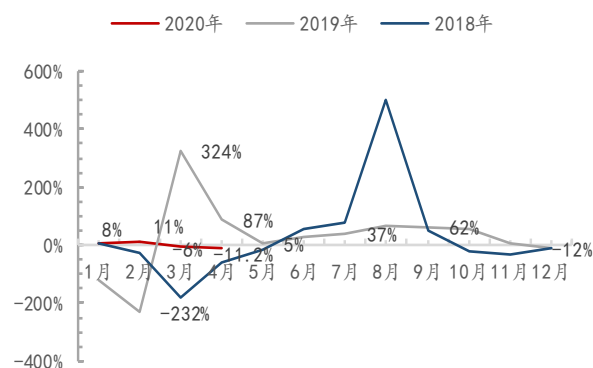
资料来源: wind、世纪证券研究所

Figure7 自繁自养生猪养殖利润月度同比增速



资料来源: wind、世纪证券研究所

Figure8 自繁自养生猪养殖利润环比增速

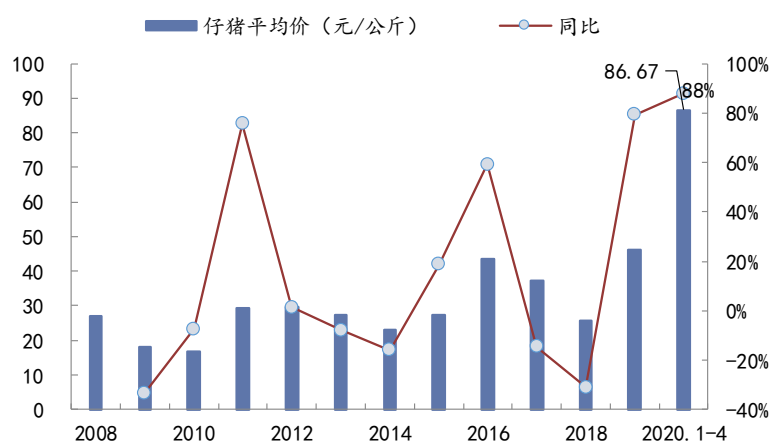


资料来源: wind、世纪证券研究所

2) 外购仔猪养殖利润受猪价影响大

外购仔猪养殖利润受仔猪价格影响较大。外购仔猪养殖除受饲料、生猪价格影响外，还受仔猪价格影响。由于目前仔猪成本已经超过生猪育肥成本的一半以上，预计自繁自养与外购仔猪育肥利润显著拉开。根据农业部数据，1-4月，仔猪平均价为86.67元/公斤，同比增长88%。截止2020年4月29日，仔猪平均价为100.69元/公斤，同比增长168.01%，环比增长0.72%。估算20公斤左右仔猪价格在2000元/头左右。

Figure9 仔猪平均价格及同比增速

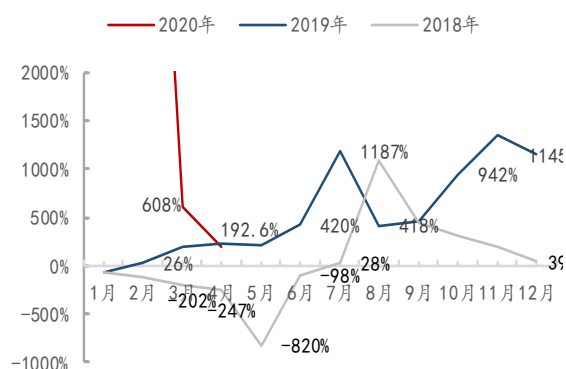


资料来源: wind、世纪证券研究所

4月30日，外购仔猪养殖平均利润为1,100.79元/头，同比增长189%。近期，受外购仔猪价格涨幅较大及猪肉价格回落影响，购仔猪养殖平均利润较2019年11月高点(2,781.06元/头)已经下降60%，4月环比延续3月的负增长，下降27.8%，但盈利能力依然高于历史平均水平。4月，外购仔猪养殖平均利润为1189.94元/头，同比增长192.6%。2020年1-4月，外

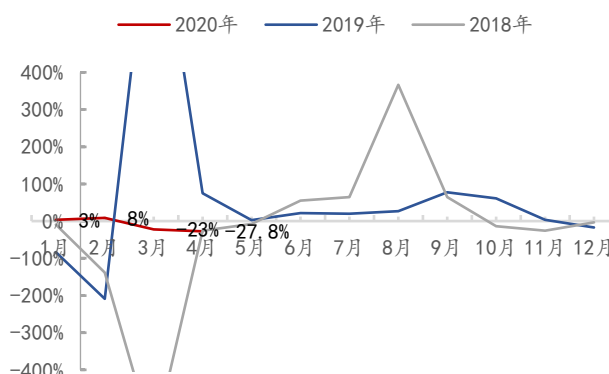
购仔猪养殖平均利润为 1,716.94 元/头，同比增长 87.44%。

Figure10 外购仔猪养殖利润月度同比增速



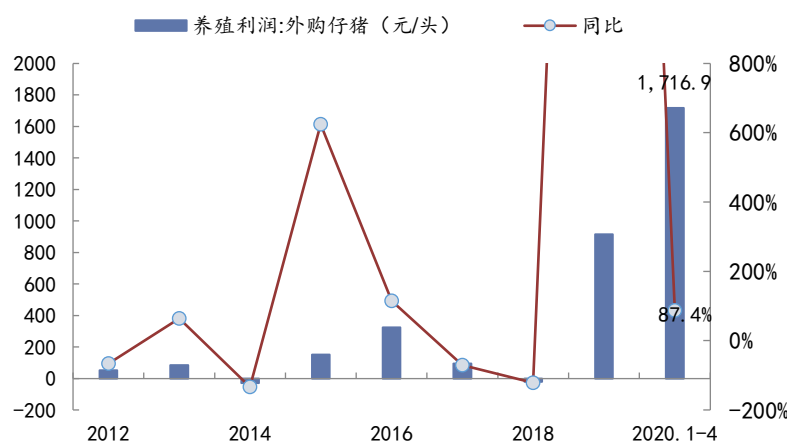
资料来源：wind、世纪证券研究所

Figure11 外购仔猪养殖利润环比增速



资料来源：wind、世纪证券研究所

Figure12 外购仔猪养殖利润走势



资料来源：wind、世纪证券研究所

生猪价格若高于 15 元/斤，预计外购仔猪养殖仍有利润。我们按平均 2.5: 1 左右的料肉比计算猪的增重，饲料平均价格为 2.5 元/公斤，仔猪由 40 斤长到 250 斤的所需饲料费用按 1300 元计算，人工费、水电费、防疫费、固定资产折旧费等按每头猪 500 元计算，那么 1 头猪的成本在 3800 元左右。

如果每头生猪价格按现行的 32 元/千克计算，产值是 4000 元，每头外购仔猪养殖利润为 200 元。如果生猪价格下跌至 30 元/千克，250 斤肥猪能卖 3750 元，预计会小幅亏损，外购仔猪养猪动力将被抑制。

Figure13 现阶段外购猪仔养殖利润价格敏感性分析

出栏生猪重量（斤）	250						
生猪价格（元/斤）	18	17.5	17	16.5	16	15.5	15
收入（元）	4500	4375	4250	4125	4000	3875	3750
成本（元）	3800						
仔猪价格（元/头）	2000						
饲料费用（元、头）	1300						
人工费、水电费、防疫费、固定资产折旧费（元/头）	500						
外购仔猪养殖利润（元/头）	700	575	450	325	200	75	-50

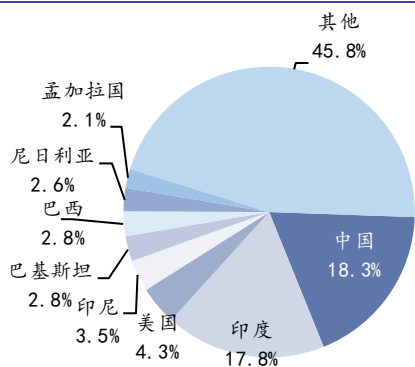
资料来源：wind、发改委、世纪证券研究所

二、猪肉消费短期下降，长期将保持增长

1、国内肉类消费仍有提升空间

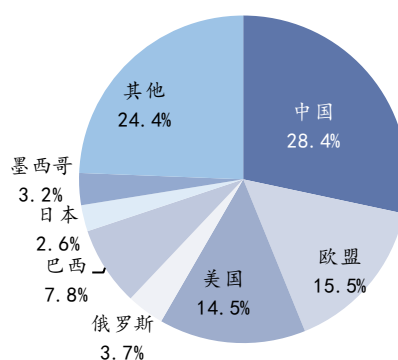
中国肉类消费全球占比第一。2018年，我国人口为13.93亿人，全球占比18.3%，消费肉类7469.8万吨，全球占比为28.4%。

Figure14 中国人口全球占比约18.3%



资料来源：wind、世纪证券研究所

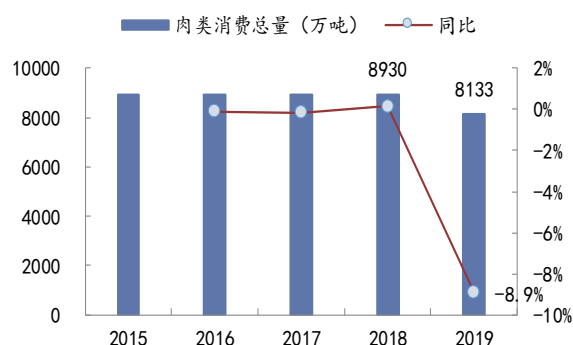
Figure15 中国肉类消费占比28.4%



资料来源：USDA、世纪证券研究所

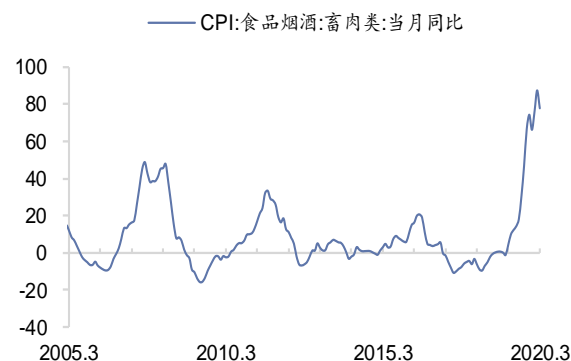
2019年肉类消费被价格抑制。根据国家统计局数据，2014-2018年，国内肉类消费平均值为8939万吨。2019年，受肉类价格上涨幅度较大影响，国内肉类消费量为8133万吨，同比下降8.93%。

Figure16 国内肉类消费总量及同比增速



资料来源: wind、世纪证券研究所

Figure17 国内肉类消费主要受价格负面影响



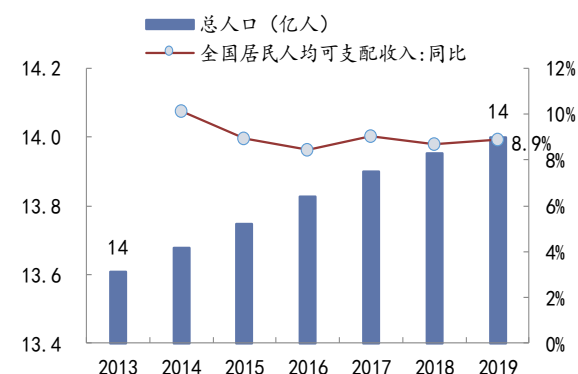
资料来源: wind、世纪证券研究所

长期来看,居民人均收入提高,国内人口增加,城市化率提升驱动肉类消费。

2013-2018年,全国居民人均可支配收入从18,311元增长至28,228元,年复合增速为7.5%;总人口从13.6亿人增加至13.95亿人,年复合增速为0.42%;

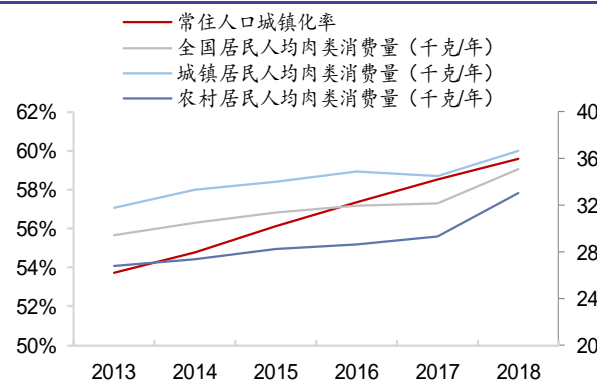
2018年,全国居民人均肉类消费35.12千克/年,同比增长9.1%,其中城镇居民人均肉类消费36.70千克/年,同比增长6.4%,农村居民人均肉类消费33.1千克/年,同比增长13%。2013-2018年,人均肉类消费量从19.77千克/年增长至22.83千克/年,年复合增速为2.43%。

Figure18 国内人口、居民人均可支配收入驱动肉类消费



资料来源: wind、世纪证券研究所

Figure19 国内肉类消费与城市化率正相关



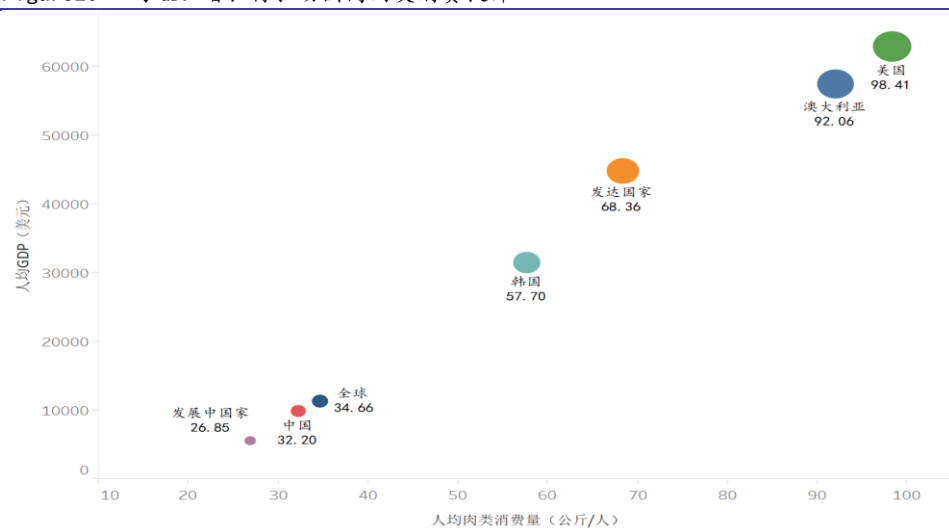
资料来源: wind、世纪证券研究所

与国外对比,国内肉类消费提升空间较大。根据联合国粮农组织(FAO)数据,肉类人均消费与人均GDP密切相关。2017年,中国肉类人均消费量为32.20千克/年,人均GDP为9,771美元,低于全球平均水平(肉类消费为34.66千克/年,人均GDP为11,312美元)。

与发达国家,人均肉类消费还有较大的差距,如韩国(肉类消费为57.7千克/年,人均GDP为31,363美元),澳大利亚(肉类消费为92.06千克/年,人均GDP

为 57,373.69 美元)、美国（肉类消费为 98.41 千克/年，人均 GDP 为 62,795 美元），对比来看，人均 GDP 增长将驱动国内肉类消费提升。

Figure20 人均 GDP 增长将驱动国内肉类消费提升

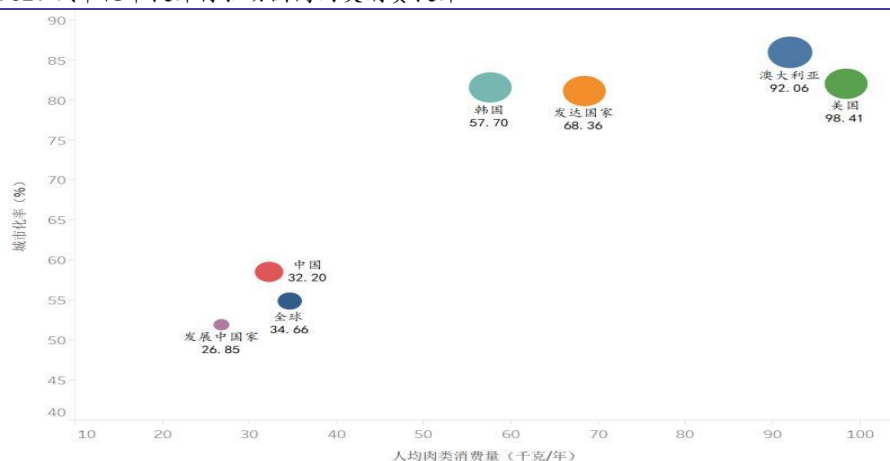


资料来源：FAO、国家统计局、世纪证券研究所

注：考虑数据的可比性，采用 2017 年均值

对比来看，城市化率提升也将驱动国内肉类消费提升。2017 年，发达国家平均城市化率为 81.15%，中国为 58.52%，2019 年，国内常住人口城市化率为 60.6%，相当于美国 1950 年前的水平，还有进一步的提升空间，将驱动国内肉类消费持续增长。

Figure21 城市化率提升将驱动国内肉类消费提升



资料来源：FAO、国家统计局、世纪证券研究所

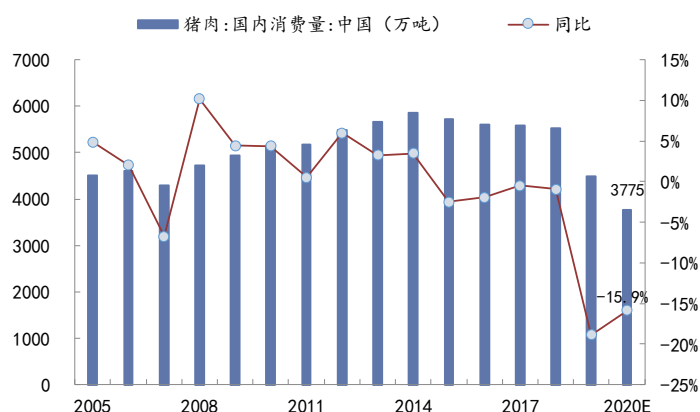
注：考虑数据的可比性，采用 2017 年均值

2、猪肉消费短期仍将下降，长期将保持增长

1) 预计 2020 年国内猪肉消费仍将同比下降

2020 年国内猪肉消费预计仍将同比下降。短期内，由于生猪出栏量难以快速恢复，需求继续受制于猪肉价格高企，预计 2020 年国内猪肉消费同比仍将下降。根据美国农业部（USDA）的预测数据，2020 年，中国猪肉消费量为 3775 万吨，同比下降 15.86%。根据农村农业部预测，2020 年，猪肉消费预计为 4206 万吨，同比下降 5.6%。

Figure22 2020 年国内猪肉消费预计仍将同比下降

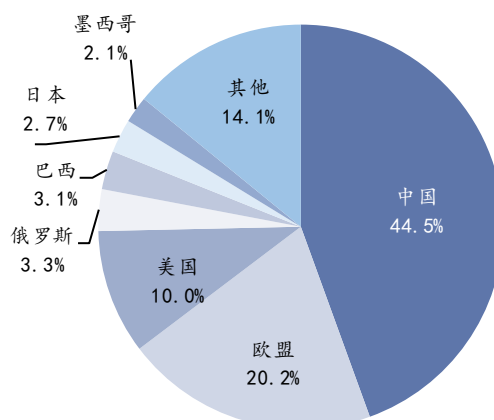


资料来源：USDA、世纪证券研究所

2) 猪肉消费有恢复空间，长期将保持增长

中国猪肉全球消费占比最大。由于消费习惯和价格综合影响，长期以来，猪肉作为国人第一蛋白质摄入来源，2019 年，猪肉消费量全球占比 44.5%。

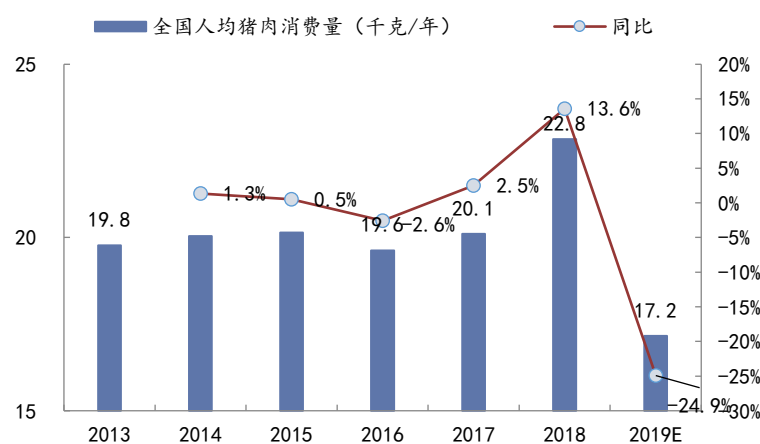
Figure23 中国猪肉全球消费占比 44.5%



资料来源：USDA、世纪证券研究所

猪肉消费有恢复空间。从全国人均猪肉消费来看，2018 年，生猪价格位于低位，全国人均猪肉消费量为 22.83 千克/年，同比增长 13.6%。2019 年，根据我们估算，全国人均猪肉消费量为 17.2 千克/年，同比下降 24.9%，低于历史均值，预计后期猪肉价格回落至合理区间，人均猪肉消费量将恢复。

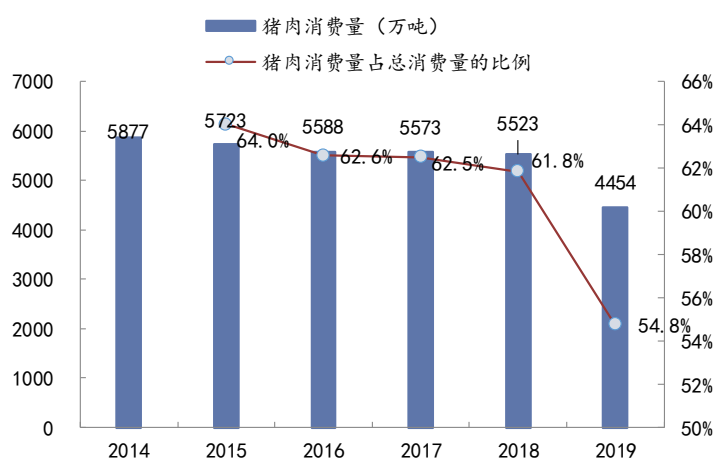
Figure24 全国人均猪肉消费量及同比增速



资料来源：wind、世纪证券研究所
注：2019 年数据为估算值

从猪肉消费占比来看，2019 年，猪肉消费占比低于历史均值，随着人均猪肉消费量的增加，预计后期猪肉消费占比也将逐步恢复。根据统计局数据，2019 年，由于猪肉价格大幅上涨，对需求产生抑制，消费猪肉 4454 万吨，同比下降 19.3%，占比下降 7.1pct 至 54.8%，但占比依旧排名第一。2014-2018 年，国内猪肉价格涨价幅度相对较小，猪肉平均消费量为 5657 万吨，平均占比为 63.3%。

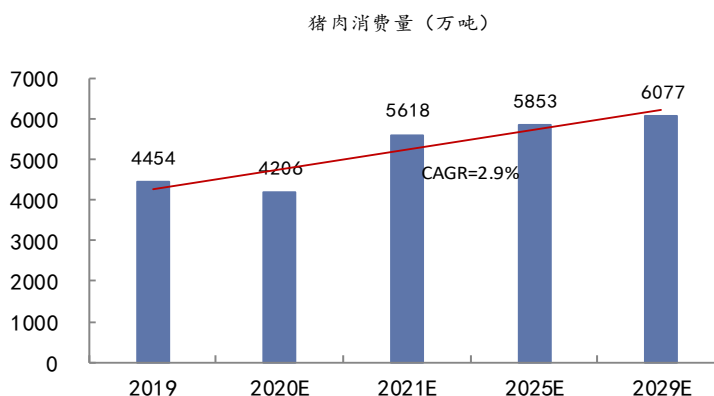
Figure25 国内猪肉消费量及占比



资料来源：国家统计局、世纪证券研究所

猪肉消费长期将保持增长态势。长期来看，随着国民消费能力的提高，预计猪肉消费总量仍将趋势向上。根据农业农村部的预测数据，2021 年、2025 年、2029 年我国猪肉消费量分别为 5617.7 万吨、5853 万吨、6077 万吨。2019-2029 年，年复合增速为 2.9%。

Figure26 国内猪肉消费量长期趋势向上



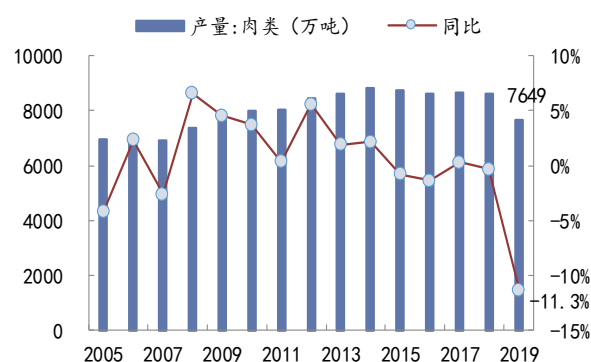
资料来源：农业农村部、世纪证券研究所

三、2020 年猪肉供给偏紧，生猪价格有望保持高位

1、目前肉类整体供给偏紧

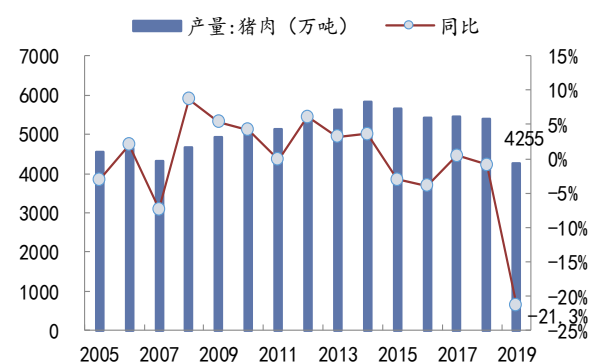
国内肉类 2019 年产量下降，主要是受猪肉影响。2019 年，国内肉类总产量为 7,649 万吨，同比下降 11.31%。2019 年，国内猪肉产量为 4255 万吨，同比下降 21.26%。从各肉类占比来看，猪肉占比下降 7pct 至 55.6%；其他肉类产量占比均有所提高，其中，禽类、牛肉、羊肉分别提高 4.9、1.3、0.9pct 至 29.3%、8.7%、6.4%。

Figure27 国内肉类总产量及同比增速



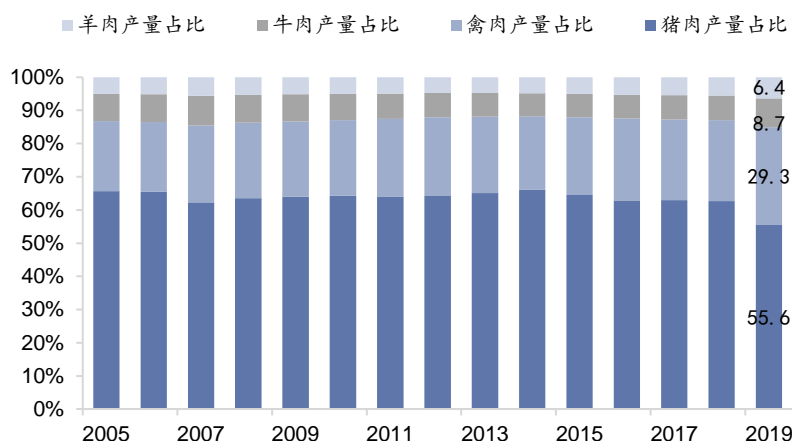
资料来源：wind、世纪证券研究所

Figure28 国内猪肉产量及同比增速



资料来源：wind、世纪证券研究所

Figure29 全国各类肉产量占比

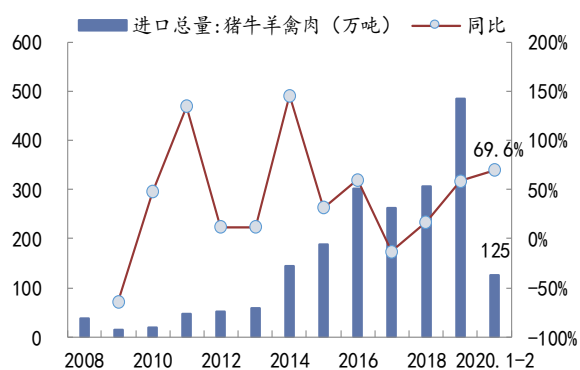


资料来源: wind、世纪证券研究所

目前肉类供需仍偏紧。从进口来看, 2019年, 各类肉进口总量为 484.1 万吨, 同比增长 58%。其中禽肉及杂碎进口量为 79.5 万吨, 同比增长 57.8%; 冻牛肉及冷鲜牛肉进口量为 166 万吨, 同比增长 59.7%; 羊肉进口量为 39.2 万吨, 同比增长 23%; 国内进口猪肉为 200.3 万吨, 同比增长 67.9%, 产量占比提升 2.5pct 至 4.71%。

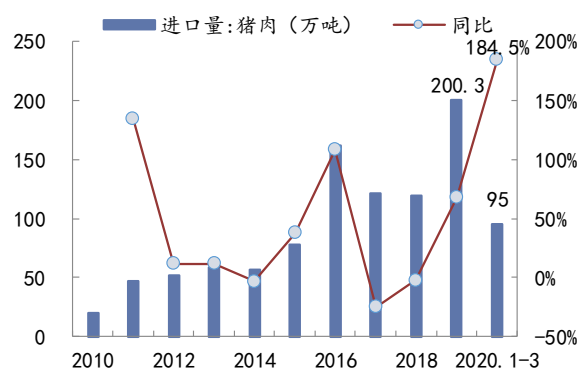
2020年1-2月, 我国进口肉类(包括杂碎)共 125 万吨, 同比增长 69.6%。1-3月, 国内猪肉进口量为 95 万吨, 同比增速高达 184.5%。进口肉类继续呈现高增长态势, 说明国内肉类供应仍然偏紧。

Figure30 国内各类肉进口总量及同比增速



资料来源: wind、世纪证券研究所

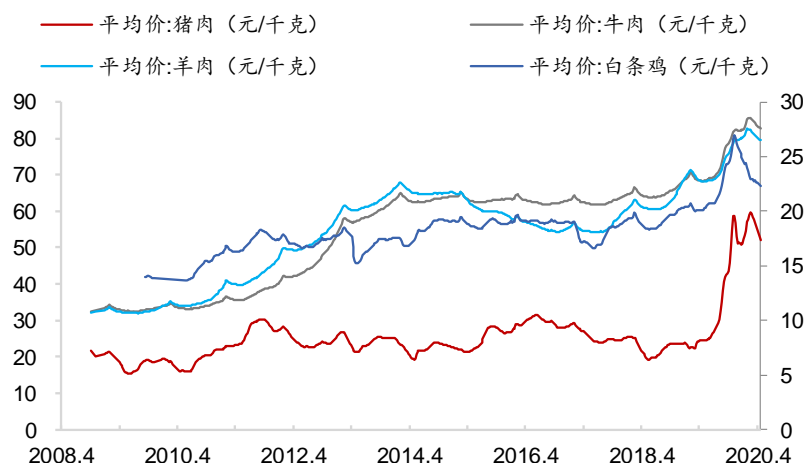
Figure31 国内猪肉进口量及同比增速



资料来源: wind、世纪证券研究所

从价格来看, 近期各类肉均价虽然有所回调, 但仍处于历史高位, 肉类整体供应仍然偏紧。截止 4 月 22 日, 猪肉、牛肉、羊肉、白条鸡平均价格分别为 52.11/82.86/79.41/22.31 元/千克, 同比分别增长 112%、21.4%、16.6%、10.8%。

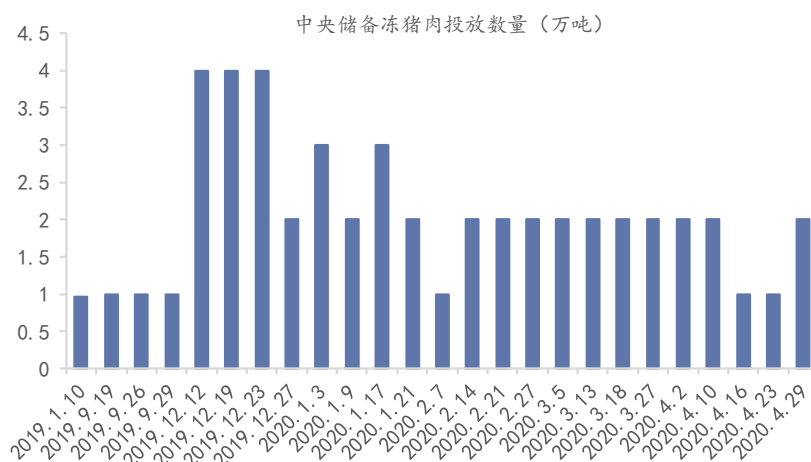
Figure32 国内各肉类平均价格仍位于高位



资料来源：wind、世纪证券研究所

国家密集投放冻猪肉缓解猪肉供给紧张。为平抑猪肉价格上涨，同时减缓疫情对人民生活的影响，近期国家密集投放冻猪肉。就本轮猪周期来看，2019年1月10日，中央储备冻猪肉首次投放0.96万吨，截止4月29日，中央储备冻猪肉共投放25次，合计投放51万吨，今年以来共投放17次，合计投放33万吨。

Figure33 国家密集投放冻猪肉缓解猪肉供给紧张



资料来源：wind、世纪证券研究所

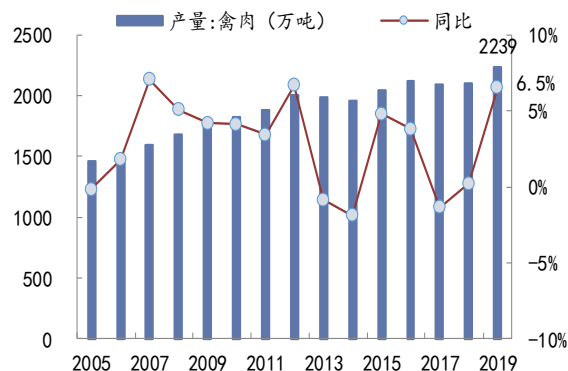
2、猪肉难以大幅度被替代

1) 2020 年禽类出栏增速相对有限

根据统计局数据，2019 年，禽肉产量为 2239 万吨，同比增长 6.5%。禽类可以分为黄羽鸡、白羽鸡、水禽、817、淘汰蛋鸡、肉鸽，2019 年出栏量分别为

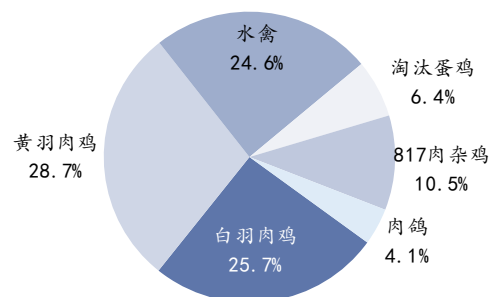
49 亿羽、44 亿羽、42 亿羽、18 亿羽、11 亿和 7 亿，占禽类出栏量比重分别为 28.7%、25.7%、24.6%、10.5%、6.4%和 4.1%。

Figure34 国内禽肉产量及同比增速



资料来源: USDA、世纪证券研究所

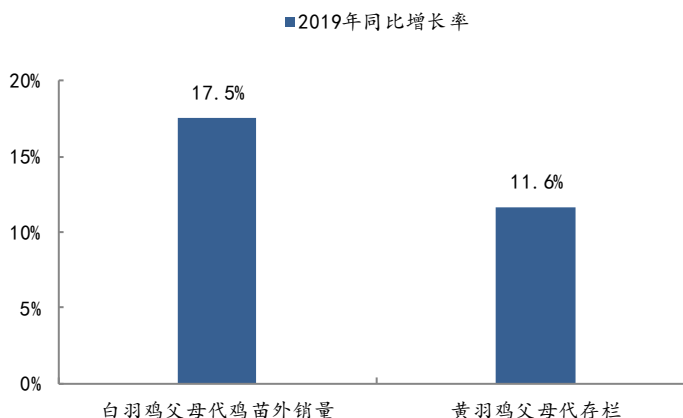
Figure35 国内禽肉类别占比



资料来源: wind、世纪证券研究所

2020 年禽类出栏增速相对有限。商品代鸡苗供应量主要由父母代鸡苗数量决定，从产量占比较大的白羽鸡和黄羽鸡来看，2019 年，父母代外销量和存栏量同比增长幅度较小:2019 年，国内白羽鸡父母代鸡苗外销量 4830.87 万套，同比增长 17.5%；黄羽鸡父母代存栏同比增 11.6%。我们预计 2020 年禽类出栏增速相对有限。

Figure36 2019 年国内父母代鸡苗外销量、存栏量及同比增长

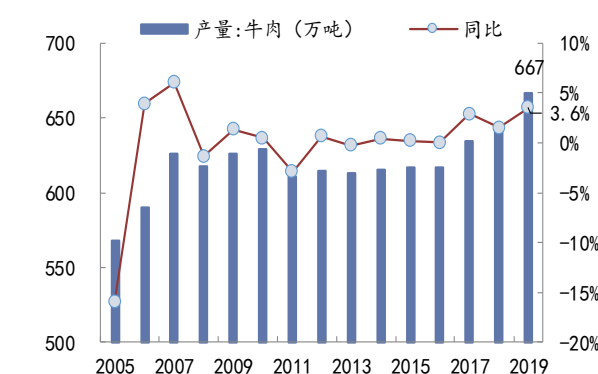


资料来源: 禽业协会、世纪证券研究所

2) 预计牛羊肉产量将维持低增速

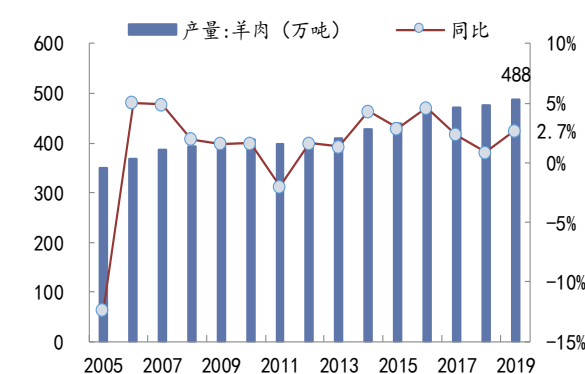
牛羊生产繁育慢、周期长，预计产量维持低增速。2019 年，国内牛肉产量为 667 万吨，同比增长 3.6%，2009-2019 年，年复合增速为 0.6%；国内羊肉产量为 488 万吨，同比增长 2.7%，2009-2019 年，年复合增速为 1.84%。

Figure37 国内牛肉产量及同比增速



资料来源: USDA、世纪证券研究所

Figure38 国内羊肉产量及同比增速



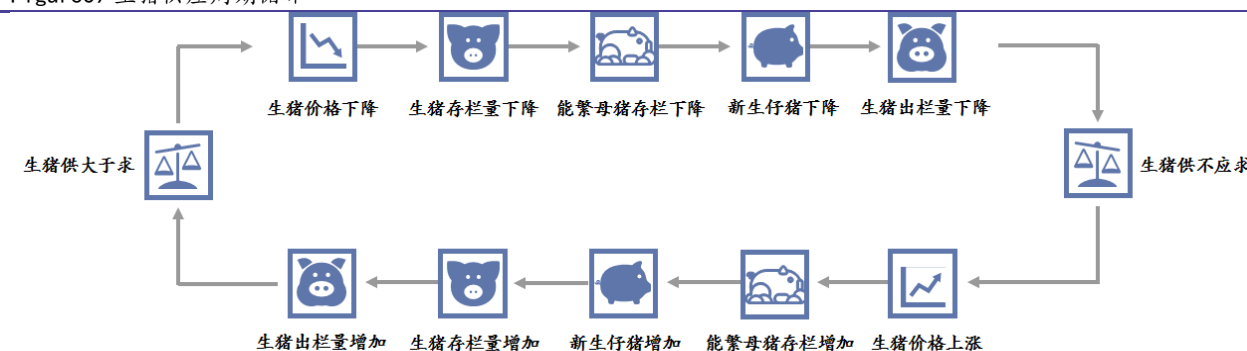
资料来源: wind、世纪证券研究所

3、生猪产能逐步恢复，2020 年猪肉供应仍偏紧

1) 预计下半年生猪出栏量将改善

从具体生猪供应周期来看，能繁母猪存栏是关键指标。生猪供应周期本质可以理解为：“生猪供大于求→生猪价格下降→生猪存栏量下降→能繁母猪存栏下降→新生仔猪下降→生猪存栏量下降→生猪出栏量下降→猪肉供不应求→生猪价格上涨→能繁母猪存栏量增加→新生仔猪增加→生猪存栏量增加→生猪出栏量增加→生猪价格下降”的周期循环，其中能繁母猪存栏量是关键指标。

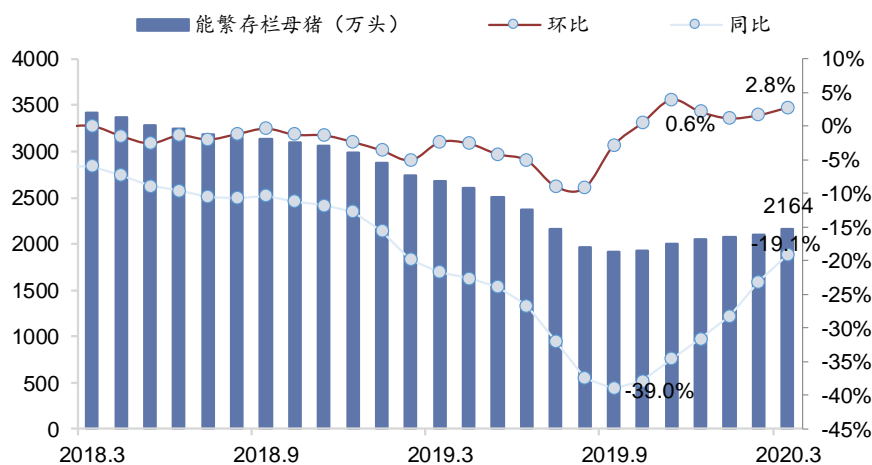
Figure39 生猪供应周期循环



资料来源: 世纪证券研究所

能繁存栏母猪已连续 6 个月环比增长，同比降幅收窄。从月度环比数据来看，自 2019 年 10 月份以来，能繁存栏母猪已连续 6 个月增长。根据农村农业部数据，2020 年 3 月，据对全国 400 个定点监测县数据汇总，3 月份能繁存栏母猪为 2,163.9 万头，环比增长 2.8%，高于 1 月份的 1.2% 和 2 月份的 1.7%。从同比数据来看，2020 年 3 月，能繁存栏母猪同比下降 19.1%，较去年 9 月最大降幅收窄 19.9pct。

Figure40 能繁存栏母猪月度同比及环比增长

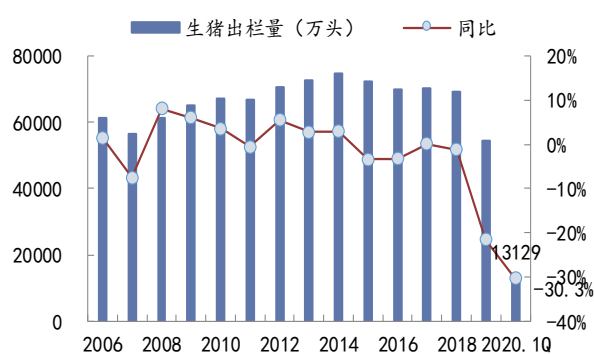


资料来源: wind、世纪证券研究所

后备母猪陆续产仔, 预计下半年生猪出栏量将改善。2020 年 1 季度, 生猪出栏量为 13129 万头, 同比下降 30.3%。据农业农村部对全国 16 万家年出栏 500 头以上规模猪场监测, 2020 年 2 月, 自去年 9 月开展监测以来首次环比增长, 环比增长 3.4%、3 月环比扩大 3.9pct 至 7.3%, 基础产能恢复显现。

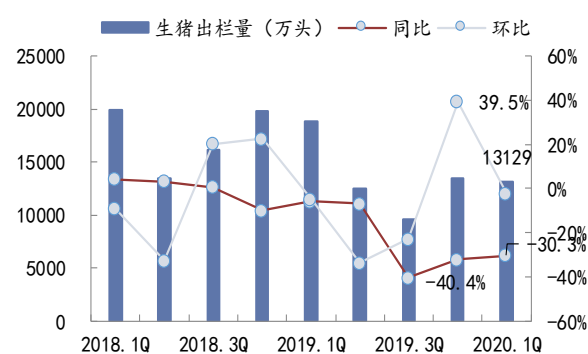
母猪妊娠期一般为 114 天, 养殖场户自 2019 年 10 月补栏的后备母猪陆续产仔。新生仔猪育肥 6 个月即可出栏, 预示着 7 月份开始商品肥猪上市量将逐步增加。

Figure41 生猪出栏量及同比增速



资料来源: wind、世纪证券研究所

Figure42 生猪出栏量季度环比及同比增速



资料来源: wind、世纪证券研究所

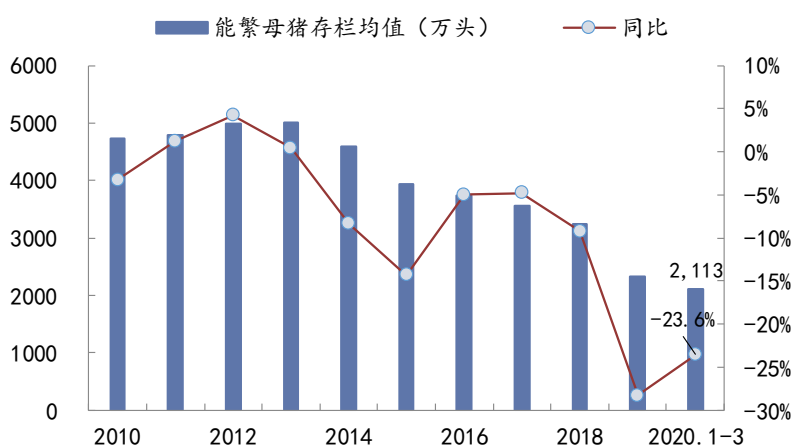
2) 受制扩繁周期, 能繁存栏母猪量存在供给缺口

(1) 目前能繁存栏母猪供给缺口较大

2019 年, 能繁存栏母猪均值为 2,316.3 万头, 同比下降 28.3%。根据农业农

村部预计,今年年底,能繁母猪存栏量可恢复到 2017 年年底的水平,2020 年 3 月,能繁存栏母猪为 2,164 万头,与 2017 年 12 月(能繁存栏母猪为 3,424 万头)相比,还差 1260 万头,即使要回到 2018 年较低水平(能繁存栏母猪均值为 3,228.8 万头),至少还差 1000 万头,能繁存栏母猪供给缺口较大。

Figure43 能繁存栏母猪均值及同比增长

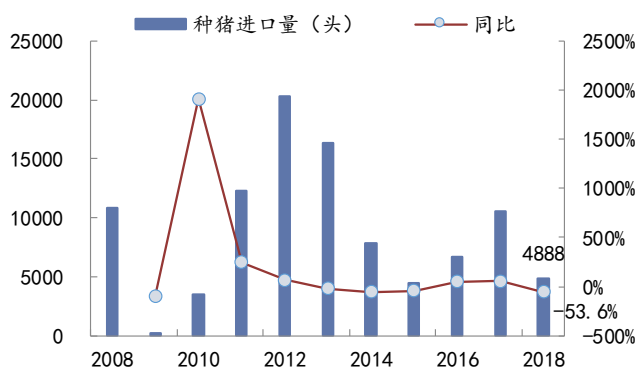


资料来源: wind、世纪证券研究所

(2) 能繁母猪受制于扩繁周期

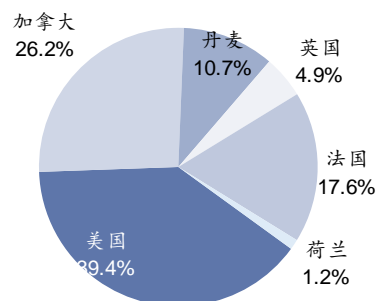
国内种猪核心群依赖进口,完整的扩繁周期超过 3 年。2018 年,中国进口曾祖代种猪 4888 头,由于受非洲猪瘟疫情等影响,引种数量大幅降低,同比下降 53.6%。引种的国家主要来自美国、加拿大、法国三国。根据中国饲料行业信息网统计,截止 4 月 10 日,今年以来,中国已进口各类优质种猪达 4325 头,预计全年进口种猪将大幅增长。

Figure44 中国进口种猪及同比增速



资料来源: 中国种猪信息网、世纪证券研究所

Figure45 中国种猪进口国家分布

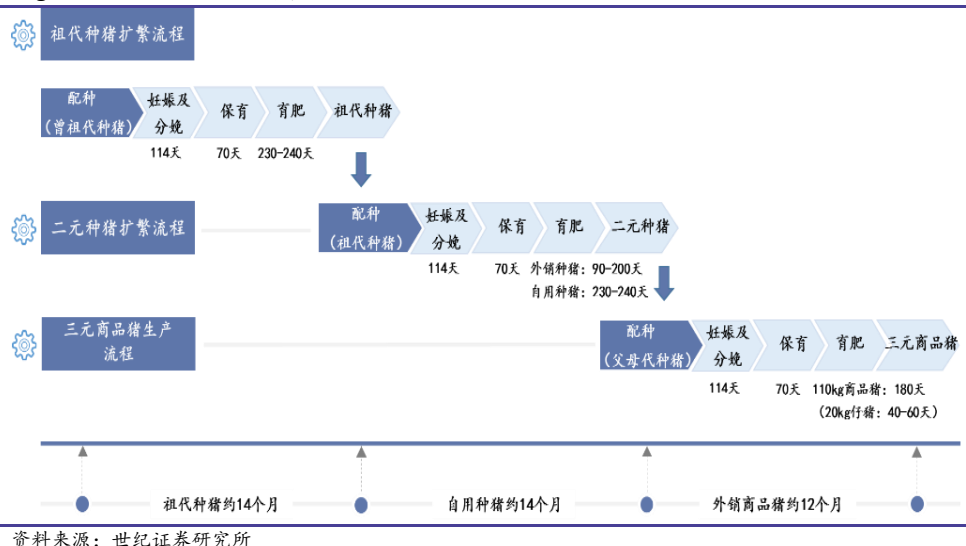


资料来源: 中国种猪信息网、世纪证券研究所

完整的生猪扩繁周期超过 3 年。猪场的生产能力取决于种群结构,为了保持全群稳定的生产能力,种猪会定时更新。一般情况种猪核心群(曾祖代&祖代)

年更新率 40%-45%。但由于进口种猪需要经历祖代种猪扩散流程（14 个月）、二元种猪扩繁流程（14 个月）、三元商品猪生产流程（12 个月），也就是说今年大量进口的优质种猪对生猪出栏产生贡献，需要等待 3 年以上。

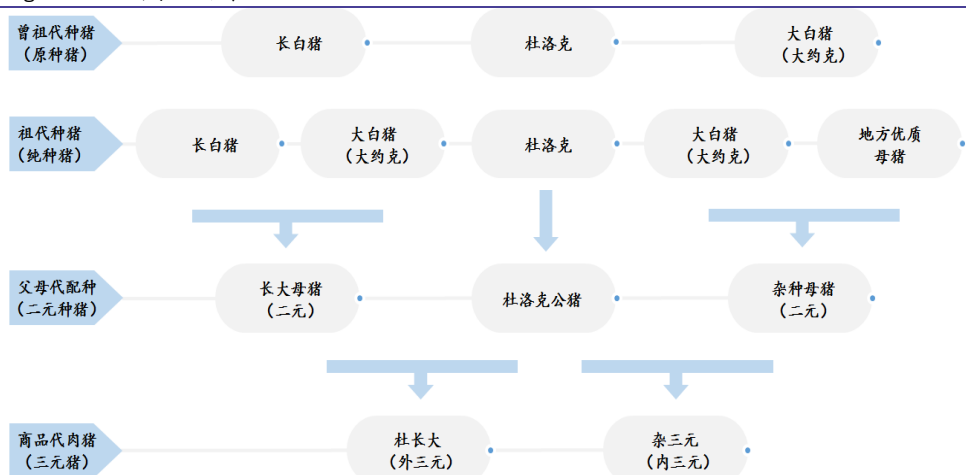
Figure46 生猪完整繁殖周期



国内商品猪以外三元为主，一般需二元种猪扩繁。生猪养殖全过程主要分为育苗、育仔和育肥三个阶段。根据生猪的繁育关系，可将其分为曾祖代种猪（原种猪）、祖代种猪（纯种猪）、父母代配种（二元种猪）和商品代肉猪（三元猪）。

目前全球种猪 5 大品种，其中杜洛克、长白、大约克三个品种的养殖最为广泛。国内规模养猪场养殖的生猪以外三元为主，以“杜长大”三元杂交商品猪为主的外三元商品猪占据了我国生猪出栏量 70%以上，一般情况下，国内商品代肉猪（三元猪）主要靠二元种猪进行扩繁。

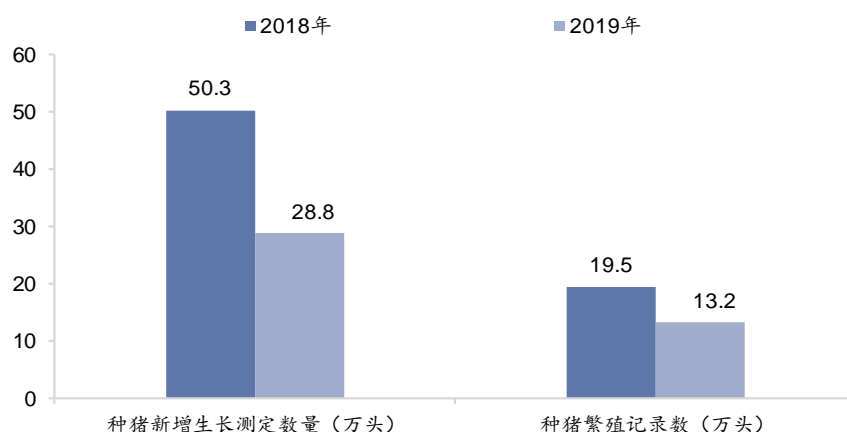
Figure47 生猪繁殖体系



目前优质二元种猪不足。二元母猪平均 3 年换一遍，更新率 33% 左右。根据南方农村报介绍，从国家核心育种场上报数据来看，2019 年杜洛克、长白和大白新增生长测定记录合计 28.77 万头，仅为 2018 年的 57.2%，繁殖记录数 2019 年新增 13.25 万头，为 2018 年繁殖记录数的 67.9%。

由此估计，2019 年核心群种猪供应能力下降 5 成以上，尤其非瘟抗原检测阴性的纯种、二元杂母猪的供应偏紧。

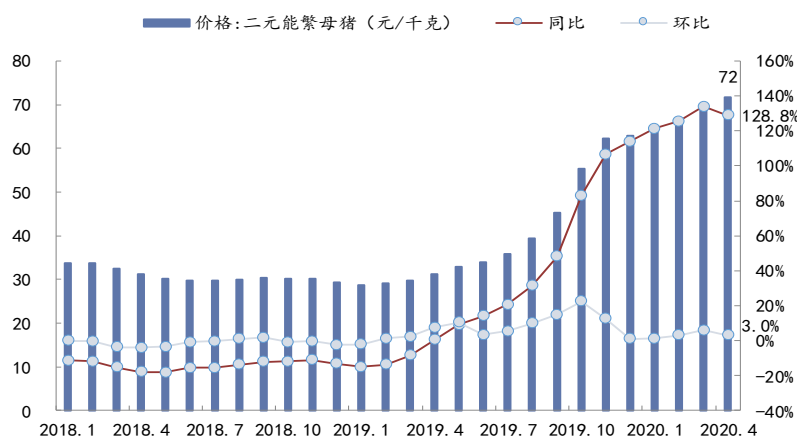
Figure48 2019 年核心群种猪供应能力下降 5 成以上



资料来源：南方农村报、世纪证券研究所

二元能繁母猪价格一路上涨，说明供给不足。业内人士表示，去年下半年开始，种猪销售就开始变得紧俏，种猪价格一路上涨。2020 年 4 月，平均价格为 71.7 元/千克，同比增长 128.8%。

Figure49 二元能繁母猪价格同比及环比走势



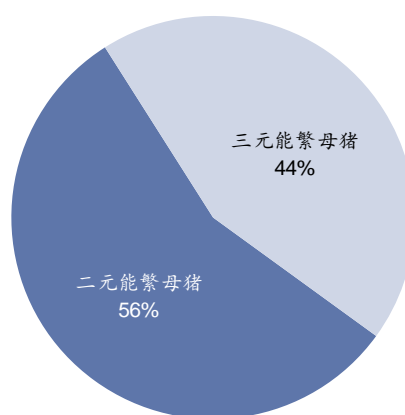
资料来源：wind、世纪证券研究所

3) 三元母猪难以替代二元母猪能效

二元母猪不足，三元母猪凑。生产实践中表明现有的三元杂交的综合经济效益最佳，已被国内外广泛使用，但目前由于二元后备母猪供应不足，“肥转母”现象普遍。一般来说，三元猪主要用作育肥，三元留种的现象一般发生在二元母猪不足，价格高企的时候。

根据涌益咨询数据，2019 年 11 月，能繁母猪存栏结构中，二元能繁占比 56%，三元能繁占比 44%。根据样本点数据显示 2020 年 1 月三元后备母猪销售占比接近 80%，综合推算未来能繁群中三元母猪占比呈现上升态势。

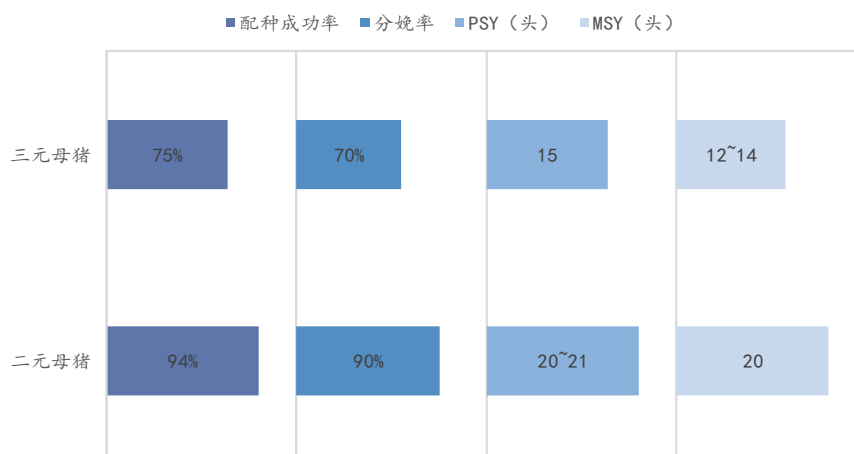
Figure50 能繁母猪存栏结构（2019.11）



资料来源：涌益咨询、世纪证券研究所

后备三元母猪能效低于二元，将影响生猪产能恢复。参考涌益咨询数据，从综合配种成功率、分娩率及 PSY 数据来看，三元母猪生产效率下降超 30%，二元能繁母猪一年能够提供的出栏仔猪数量为 20 头，而三元能繁母猪仅为 12-14 头。

Figure51 二元能繁母猪和后备三元母猪性能比较



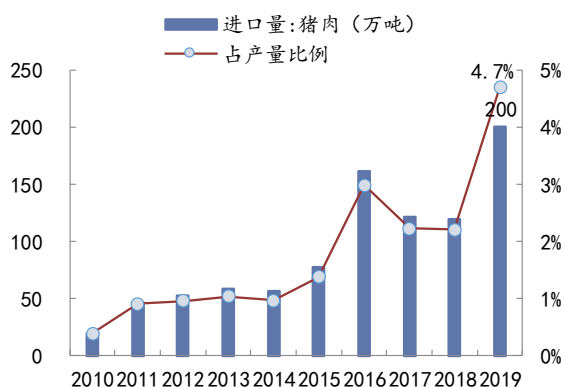
资料来源：涌益咨询、世纪证券研究所

4) 猪肉进口存在不确定性

我国猪肉进口品种中仍以鲜、冷、冻猪肉为主，进口猪肉是国内调控猪肉供需平衡的重要手段之一，在国内市场猪肉供应紧张之时，进口猪肉能够发挥补充供给的作用。据海关总署数据显示，2019 年我国累计进口猪肉 200.26.5 万吨，占比提升 2.5pct 至 4.7%。

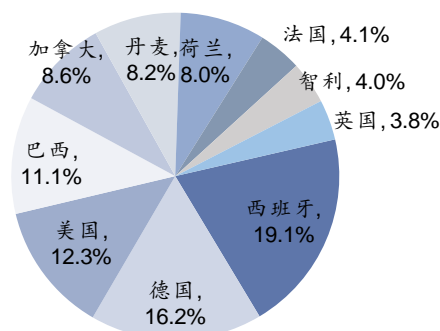
我国猪肉主要进口来源国家分别为西班牙、德国、美国、巴西等，2019 年，前 10 大来源地猪肉进口量占猪肉进口总量的比重达到 95.4%。2020 年，由于主要猪肉进口来源国仍受到疫情影响，进口猪肉的增长具有不确定性。

Figure52 生猪进口量及占比



资料来源: wind、世纪证券研究所

Figure53 2019 年猪肉主要进口来源国



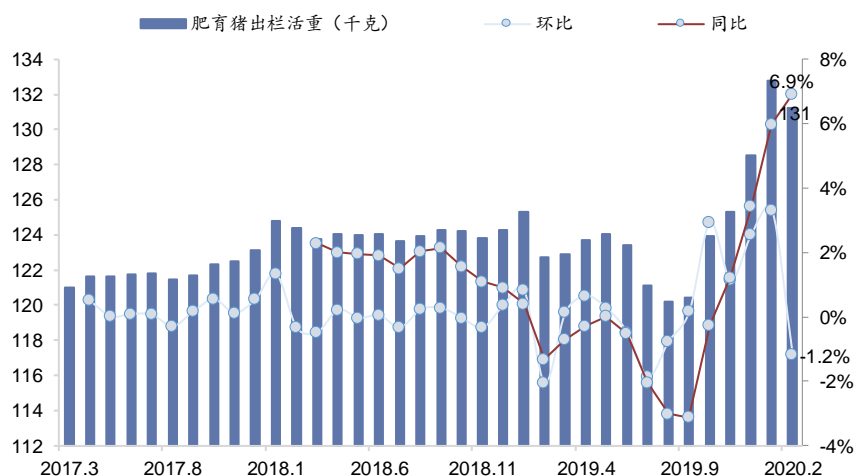
资料来源: wind、世纪证券研究所

4、预计 2020 年生猪价格将保持高位

1) 2020 年猪肉供需整体偏紧

猪肉供需整体偏紧。从全年猪肉供需情况看，虽然生猪产能恢复积极向好，但猪肉供应偏紧的格局还没有根本改变。**猪肉供给方面**，2020 年，考虑三元母猪占比增加，MSY 下降，猪肉价格较高，猪粮比较高，生猪养殖户倾向于提高生猪出栏均重：2020 年 2 月，育肥猪出栏活重为 131 千克/头，同比增长 6.9%。我们预测国内猪肉产量为 3645 万吨，同比下降 14.3%。

Figure54 肥育猪出栏活重同比及环比



资料来源：农业农村部、世纪证券研究所

Figure55 2020 年国内猪肉产量预测

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E
生猪出栏量(万头)	72,415.60	70,073.90	70,202.10	69,382.40	54,419.00	44,825.00
同比	-3.4%	-3.2%	0.2%	-1.2%	-21.6%	-17.6%
平均能繁存栏母猪(万头)	4,590.25	3,932.67	3,736.50	3,557.50	3,228.83	2,750.00
同比	-8.4%	-14.3%	-5.0%	-4.8%	-9.2%	-14.8%
每头母猪提供商品猪 (MSY)	15.78	17.82	18.79	19.50	16.85	16.30
猪肉 (万吨)	5645	5425	5452	5404	4255	3645.04
同比	-3.0%	-3.9%	0.5%	-0.9%	-21.3%	-14.3%
每头出栏生猪猪肉均值(千克/头)	78.0	77.4	77.7	77.9	78.2	81.3
同比增长	0.38%	-0.68%	0.30%	0.29%	0.39%	4.00%

资料来源：wind、世纪证券研究所

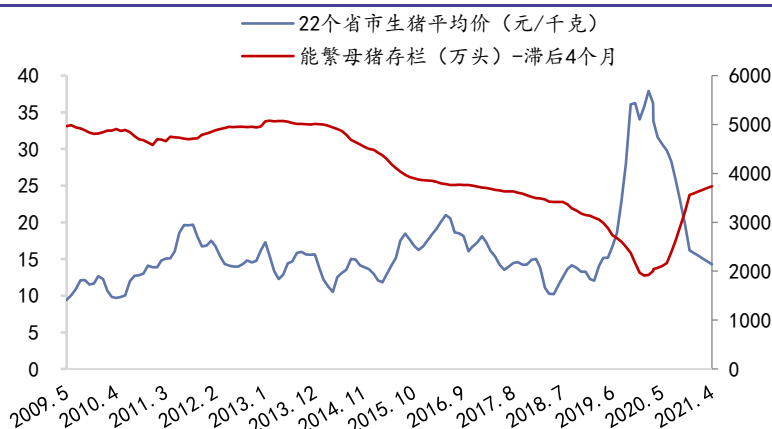
4 月，根据美国农业部最新预测数据，预计中国猪肉进口量升至 390 万吨，占全球进口量的 40%，预计 2020 年猪肉供给合计为 4035 万吨。**猪肉消费方面**，根据农业农村部预测，2020 年，国内猪肉消费量为 4206 万吨。目前国内猪肉消费 30%来自餐饮行业，预计随着疫情逐步缓解，餐饮消费也将逐步恢复，加上下半年节日多，消费拉动力也更强，预计 2020 年国内猪肉供需整体偏紧。

2) 预计今年猪肉价格维持高位

生猪平均价整体上与能繁母猪存栏量呈负相关，根据我们的分析，生猪价格与能繁母猪存栏量滞后 3-4 个月相关性较高，为-0.61 左右。假设今年年底，能繁母猪存栏量可恢复到 2017 年年底的水平（3,557.5 万头），2021 年，产量恢复到 2010 年水平（5000 万吨以上），如果猪肉需求恢复

至相对正常水平，我们预计猪肉价格拐点也需要 2021 年 3-4 月才有可能出现，预计今年猪肉价格维持高位。

Figure56 生猪价格与能繁母猪存栏量滞后 4 个月相关性较高



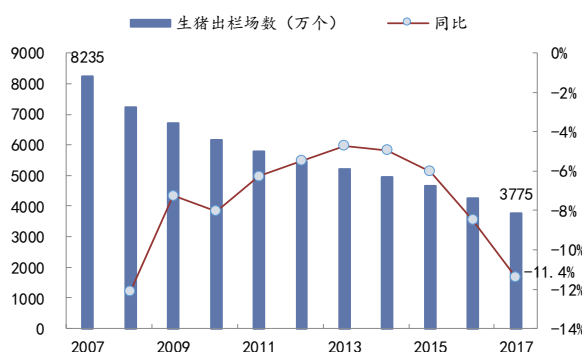
资料来源：wind、世纪证券研究所

四、行业整合空间大，建议关注龙头公司

1、国内生猪养殖处于规模化早期

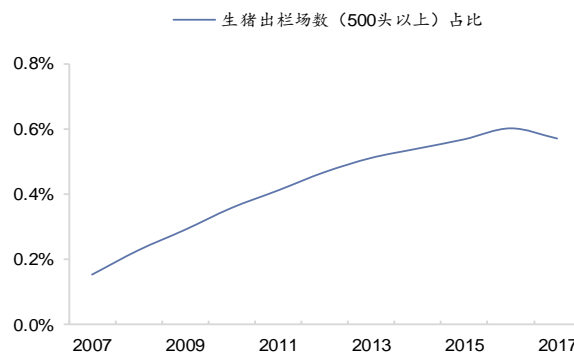
现阶段中国生猪规模化养殖程度较低。根据中国畜牧兽医年鉴，2017 年，国内生猪出栏场数为 3775 万个，相比 2007 年，下降 54.2%。2017 年，年出栏超过 500 头以上养殖场户数 21.6 万户，相比 2007 年增长 72.90%，全国总户数占比也从 0.15% 提升至 0.57%。

Figure57 全国生猪养殖户总数及同比增长



资料来源：wind、世纪证券研究所

Figure58 国内生猪出栏场数（500 头以上）占比

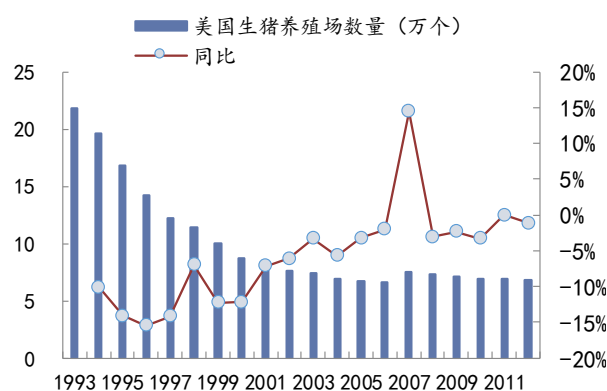


资料来源：Pig International、世纪证券研究所

国内生猪养殖处于规模化早期启动阶段。根据美国农业部最新统计数据，2012 年，美国出栏超过 500 头以上养殖场户数 1.46 万户，全国总户数占比也从 14% 提升至 21.4%。从生猪养殖场数及场均存栏来看，在 20 世

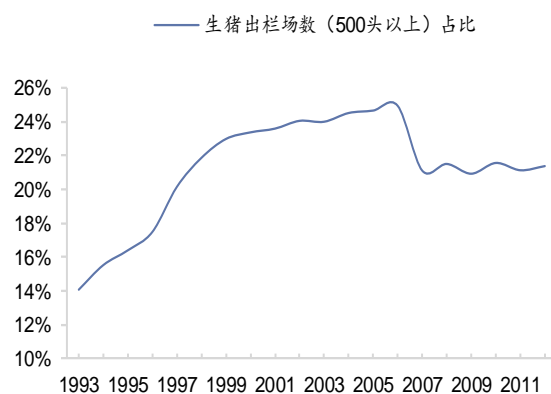
纪 70-80 年代，美国养殖场数量急剧减少。这一时期的养殖场数由 65 万锐减至 30 万左右，降幅达 50% 以上。场均存栏由 87 头左右显著提升至近 150 头，增长近 2 倍。2017 年，国内生猪存栏量为 3.4 亿头，场均存栏不足 10 头，相比而言，国内生猪养殖还处于规模化的早期启动阶段。

Figure59 美国生猪养殖户总数及同比增长



资料来源：USDA、世纪证券研究所

Figure60 美国生猪出栏场数（500 头以上）占比

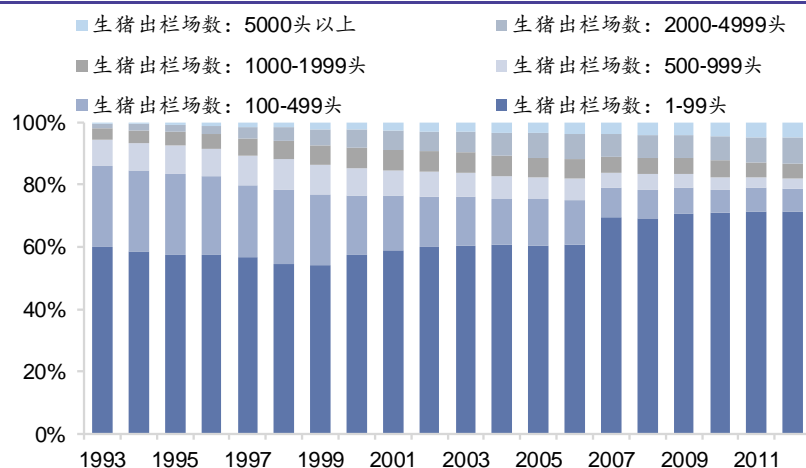


资料来源：USDA、世纪证券研究所

从生猪出栏结构来看，2012 年，美国年出栏 500 头以上养殖场生猪出栏占比为 97.3%，相比 1993 年提高 24.8pct；2010 年，国内年出栏 500 头以上养殖场生猪出栏占比为 33.7%，由于之后中国畜牧业年鉴未公布相关数据，我们预计 2019 年，国内年出栏 500 头以上养殖场生猪出栏占比为 50% 以上，但也相当于美国 80 年代水平。

从年出栏 5000 头以上养殖场生猪出栏占比来看，1993 年，美国占比为 18%，2010 年，国内占比为 10.77%，预计目前为美国 90 年代初水平，国内生猪规模化养殖方兴未艾。

Figure61 美国生猪出栏占比

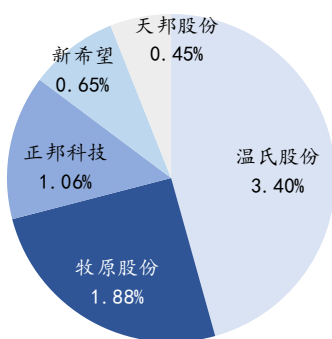


资料来源：USDA、世纪证券研究所

2、行业集中度低，整合空间大

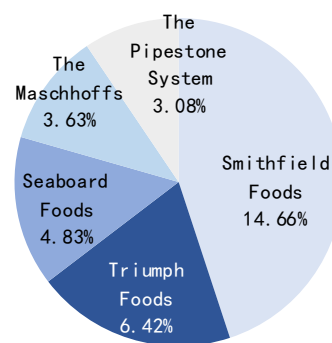
国内生猪养殖行业集中度较低，整合空间较大。2019 年，中国生猪出栏最大的温氏股份市占率为 3.4%左右，CR5 为 7.45%。对比发达国家生猪养殖集中度水平，差距还很大。如美国生猪养殖排名第一的 Smithfield Foods 市场占有率为 14.66%、CR5 为 32.62%。加拿大生猪养殖行业排名第一的 HyLife 市场份额为 6.01%，CR5 为 22.3%，整体而言，国内生猪养殖行业集中度较低，整合空间较大。

Figure62 中国生猪出栏企业市场占有率



资料来源：wind、世纪证券研究所

Figure63 美国生猪养殖企业市场占有率



资料来源：Pig International、世纪证券研究所

3、建议关注龙头公司

1) 规模化养殖模式对龙头发展有利

国内生猪规模养殖中“公司+农户”和“公司自繁自养”两种模式为主。“公司+农户”模式是公司提供仔猪、饲料、疫苗等，生猪养殖环节由农户完成，在养殖过程中执行统一的养殖技术、规定饲料以及疫苗的使用，并配备专业技术人员指导，根据合同将猪成品交由公司回收并进行统一销售。公司完成销售后根据委托养殖合同以及合作农户的养殖管理成绩等情况与合作农户进行结算。

自繁自养模式涵盖了从种猪到育肥猪的整个生产过程，生猪饲料、育种、养殖均由公司完成。

由于这两种生猪规模化经营模式产业链周期覆盖较长，行业龙头专业化水平、资金实力，抗风险能力强，竞争能力比较强，如温氏股份采取“公司+农户”模式，牧原股份采取自繁自养模式。

Figure64 国内生猪养殖上市公司经营模式

公司	生猪经营模式	产业链覆盖
温氏股份	公司+农户（或家庭农场）	饲料、兽药、生猪繁育养殖、食品加工、农牧设备全产业链。
牧原股份	自育自繁自养	饲料加工与销售、生猪育种、种猪扩繁、商品猪饲养、屠宰加工等多个环节于一体的完整生猪产业链。
正大集团（中国）	公司+农户	饲料生产与销售，畜禽、水产育种养殖、谷物育种、动物健康防疫、肉食品加工及深加工。
正邦科技	自育自繁自养	饲料、生猪、兽药及农药的生产与销售。
雏鹰农牧	公司+基地+农户	饲料生产、种猪繁育、生猪养殖、屠宰加工、终端零售等在内的一体化经营模式。
中粮肉食	公司+基地+养殖大户	饲料加工、畜禽养殖、屠宰、深加工、冷链配送、分销及肉类产品进出口于一体。
宝迪	公司+基地+养殖大户	饲料、种猪繁育、养殖、生猪屠宰、低温肉食品、生物制品、禽业加工、农副产品物流于一体的农业产业化企业。
新希望	公司+规模农户	饲料生产-蓄、禽养殖-屠宰及肉制品。
天邦股份	公司+家庭农场	饲料-动保-养殖-终端全产业链布局。
大北农	平台+公司+猪场	饲料生产、种猪繁育、兽药疫苗、作物种子、农业互联网、金融服务。
唐人神	公司+家庭农场	饲料、种猪繁育、养殖、肉品加工全产业链。
罗牛山	公司+农户	良种繁育、畜禽商品生产、饲料工业、畜禽防疫、屠宰加工、冷链物流全产业链覆盖。
大康农业	公司+养殖大户+农户	饲料生产、种猪繁育-生猪繁育-屠宰-终端零售等在内的一体化经营模式。
新五丰	公司+适当规模小农场	饲料生产、种猪繁育、商品猪饲养、生猪屠宰及商品加工、冷链物流、生猪交易于一体的生猪全产业链布局。

资料来源：世纪证券研究所

2) 龙头盈利能力更强

从国内 11 家上市公司涉及的生猪养殖业务来看，2019 年，除主业为饲料的上市公司毛利率较高外，生猪养殖业务两家龙头上市公司牧原股份、温氏股份毛利率分别为 37.05%、28.84%，远高于其他生猪养殖业务占比相对较高的上市公司。

Figure65 国内生猪养殖上市公司财务指标

公司	生猪养殖业务收入（亿元）			毛利率%			业务收入比例（%）	
	2018	2019	同比增速	2018	2019	同比增减	2018	2019
牧原股份	132.62	196.27	47.99%	9.83	37.05	27.22	99.05	97.06
温氏股份	337.66	418.12	23.83%	12.32	28.84	16.52	58.99	57.16
正邦科技	76.26	113.82	49.26%	7.93	20.65	12.72	34.49	46.42
新希望	32.25	74.87	132.15%	16.23	38.53	22.30	4.67	9.12
天邦股份	28.02	44.44	58.60%	6.57	11.89	5.32	62.01	73.98
大北农	13.27	19.47	46.71%	/	23.54	/	6.87	11.74
天康生物	3.36	4.81	43.20%	9.26	29.37	20.11	6.37	6.44
傲农生物	2.88	8.82	206.20%	/	25.41	/	5.01	15.24

唐人神	5.46	8.03	47.10%	2.87	36.45	33.58	3.54	5.23
新五丰	10.15	10.11	-0.44%	3.61	13.42	9.81	49.75	47.43
金新农	3.48	7.27	108.82%	8.02	29.48	21.46	12.42	30.28

资料来源：wind、世纪证券研究所

3) 龙头公司抗风险能力更强

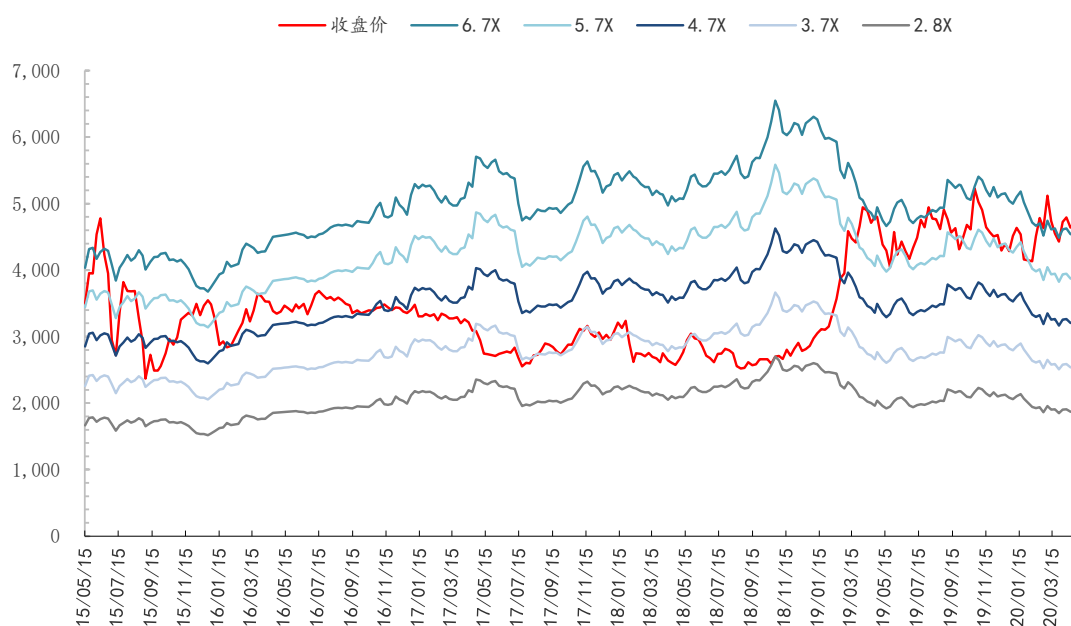
从估值来看，畜禽养殖行业 PB 处于历史高位，我们认为，目前猪肉价格高位回落，龙头公司具有规模优势，抗风险能力更强，可以充分受益本轮猪周期，建议关注：温氏股份、牧原股份。

Figure66 国内生猪养殖上市公司估值 (2020/5/7)

证券代码	证券简称	收盘价	EPS (元)			PE (倍)		
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
002124.SZ	天邦股份	12.46	0.09	3.24	3.19	138.44	3.84	3.91
002157.SZ	正邦科技	18.56	0.69	4.04	4.63	26.90	4.60	4.01
002548.SZ	金新农	10.95	0.33	1.66	1.95	33.18	6.58	5.63
002714.SZ	牧原股份	123.65	2.82	15.06	14.35	43.85	8.21	8.62
300498.SZ	温氏股份	30.34	2.64	5.67	4.80	11.47	5.35	6.32
600975.SH	新五丰	9.40	0.10	0.92	0.62	94.00	10.21	15.12
均值						57.97	6.46	7.27

资料来源：wind、世纪证券研究所

Figure67 畜禽养殖指数 PB 走势



资料来源：wind、世纪证券研究所

Figure68 牧原股份上市以来 PB 走势

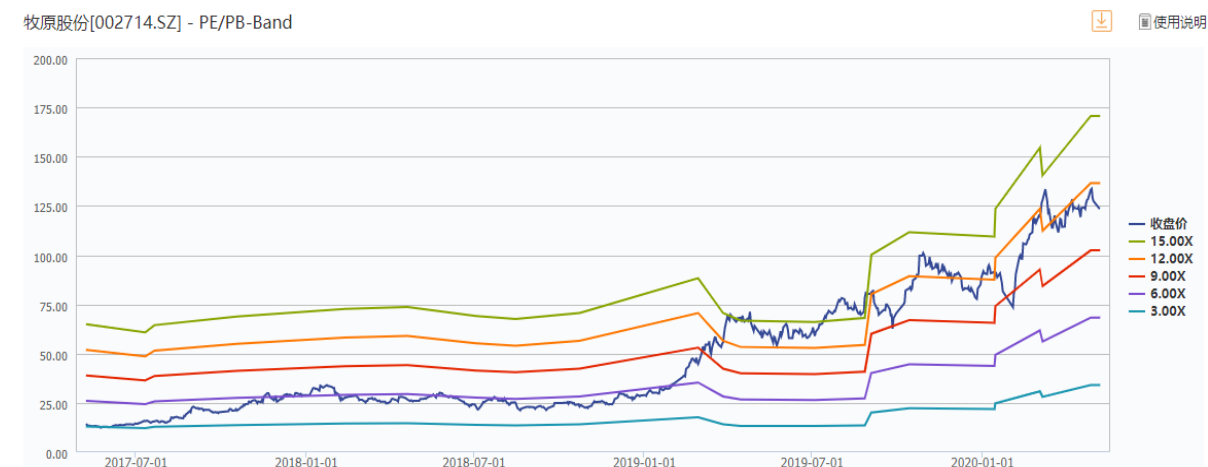
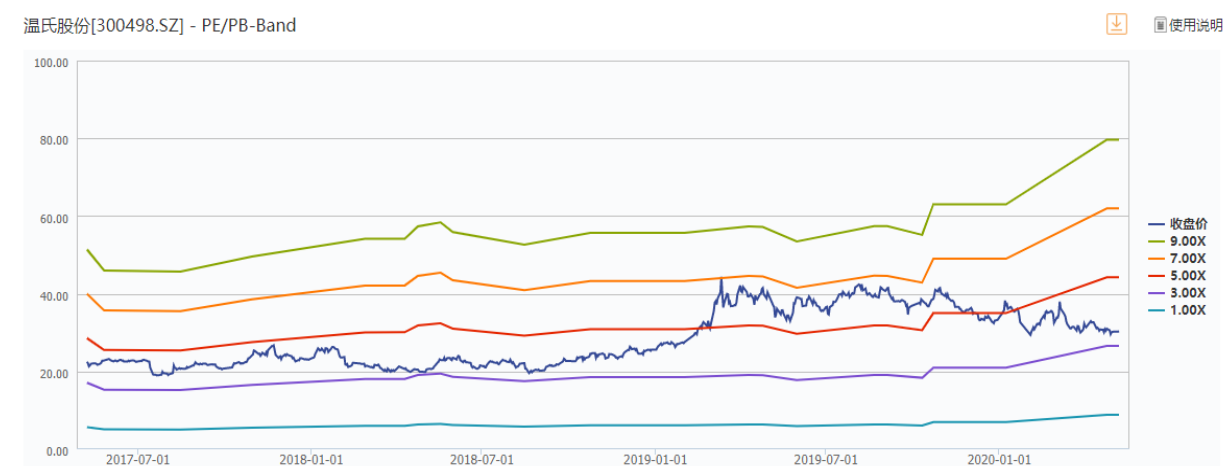


Figure69 温氏股份上市以来 PB 走势



五、风险提示

1、疫病及自然灾害风险

疫病是畜禽养殖行业经营过程中面临的最主要风险，一旦发生疫情，生产销售甚至公司声誉都将遭受严重损失。2018年下半年中国开始发生非洲猪瘟疫情，该病毒具有高致死率，目前也没有有效的疫苗，对整个生猪养殖行业都带来了严峻的挑战。

今年新冠肺炎疫情已经对国内经济活动带来了影响，一季度 GDP 同比下降了

6.8%，而且随着疫情在世界范围蔓延，对全球经济都会产生巨大影响，造成经济衰退、失业率上升、居民收入水平下降，消费能力降低等一系列反应。从而可能会导致猪肉消费减少，猪肉价格下降。

另外畜禽养殖容易受干旱、水灾、地震、冰雹、雪灾等自然灾害的影响。

2、猪肉价格下降幅度超预期

商品猪市场价格随着供求关系变化呈周期性波动，会给生猪养殖业带来收入波动甚至低于成本导致亏损的风险，如果猪肉消费恢复远低于预期，猪肉价格下降幅度有可能高于预期。

分析师声明

本报告署名分析师郑重声明：本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，报告的分析逻辑基于本人职业理解，报告清晰准确地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人薪酬的任何部分不曾有，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

证券研究报告对研究对象的评价是本人通过财务分析预测、数量化方法、行业比较分析、估值分析等方式所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

投资评级标准

股票投资评级说明：	行业投资评级说明：
报告发布日后的 12 个月内，公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	报告发布日后的 12 个月内，行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入： 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；	强于大市： 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
增持： 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；	中性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
中性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；	弱于大市： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。
卖出： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。	

免责声明

世纪证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本证券研究报告仅供世纪证券有限责任公司（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。在本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的信息、观点和预测均仅反映本报告发布时的信息、观点和预测，可能在随后会作出调整。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本报告中的内容和意见不构成对任何人的投资建议，任何人均应自主作出投资决策并自行承担投资风险，而不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归世纪证券有限责任公司所有，本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，任何机构和个人不得以任何形式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发、转载本报告，需事先征得本公司同意，并注明出处为“世纪证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。