

行业研究/专题研究

2020年06月01日

行业评级:

农林牧渔

增持(维持)

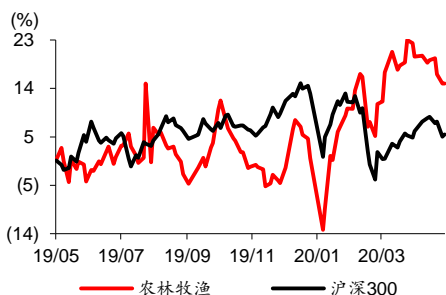
杨天明 执业证书编号: S0570519080004  
研究员 yangtianming@htsc.com

冯鹤 执业证书编号: S0570517110004  
研究员 021-28972251  
fenghe@htsc.com

相关研究

- 1《农林牧渔: 行业周报(第二十一周)》2020.05
- 2《农林牧渔: 行业周报(第二十周)》2020.05
- 3《农林牧渔: 行业周报(第十九周)》2020.05

一年内行业走势图



资料来源: Wind

# 周期的重塑与屠宰肉制品历史机遇

## 屠宰肉制品行业专题报告

### 核心观点: 积极配置养殖后周期, 寻找中国的食品巨头

随着猪价持续高位运行, 20 年将是养殖行业的业绩兑现年, 高业绩增长和低估值有望带来市场对养殖板块的持续追捧。同时, 从周期的运行规律来看, 我们认为随着生猪供应量的见底回升, 养殖后周期的逻辑将逐步被市场所接受, 业绩拐点将会被证实, 建议关注海大集团、中牧股份、生物股份、普莱柯。而随着屠宰肉制品集中化进程的加速, 我国屠宰肉制品行业有望走上美国“1980-2000 年”的道路, 屠宰集中化程度迅速提升, 食品端的增值将迅速扩展。我国屠宰肉制品行业或将进入“高增”阶段, 行业发展空间将迅速打开, 建议关注龙大肉食、温氏股份、新希望。

### 他山之石: 美国生猪产业双向规模化带来后端的蓬勃发展

纵观美国生猪产业链的发展历史, 受益于资本生产效率的提升与技术水平的革新, 肉类产业规模化是大势所趋, 而美国生猪产业链发展史就是肉制品零售消费端不断发展壮大的历史。生猪养殖行业与屠宰肉制品行业的双向规模化驱使产业链上下游产生更加紧密的经济关系, 但养殖业逐渐丧失话语权, 利润波动剧烈。美国代表肉类蛋白供应商(如 Tyson Foods、Hormel Foods)借助肉类产业大幅集中化的历史发展机遇, 成功从养殖屠宰龙头转型为肉食巨头。

### 周期演绎与行业重塑: 超长的下行期有望带来历史级发展机遇

历史级的生猪养殖行业去产能、历史级的猪价高位、历史级的高猪价持续时长给屠宰肉制品行业带来了前所未有的困难, 行业剧烈整合, 2019 年一年, 屠宰行业淘汰了超过 4000 家屠宰企业, 接近 2018 年屠宰企业存量的一半。行业内屠宰量靠前的企业也遭遇运营困境, 众品食品于 2019 年申请破产重整, 而雨润食品 2019 年亏损达 35 亿元。同时, 由于生猪养殖行业自然恢复速度限制、规模企业对低价的容忍度提升等因素, 我们认为本轮下行期有可能达到三年(2021-2023 年)的时间, 长度远超以往周期(1-2 年), 超长的下行期有望给屠宰肉制品行业带来历史级的机遇。

### 行业的演变: 趋势不可逆

非洲猪瘟已经给行业带来了结构性的影响, 养殖规模化趋势不可逆、屠宰行业持续整合不可逆、生猪禁运措施持续、生猪数量持续恢复, 行业的持续演变或为定局。而据俄罗斯的情况来看, 疫情在中长期对猪肉消费的影响不大。此外, 从美国的生猪期货实践来看, 整个生猪行业的规范化发展或将提速, 随着 20 年 4 月 24 日大连商品交易所开展生猪期货交易获证监会批准, 我们预计我国生猪期货有望今年上市交易, 龙头屠宰肉制品企业有望利用生猪期货一定程度上对冲成本波动而受益。

风险提示: 生猪供应量恢复不达预期, 产业整合不及预期, 食品安全问题。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价(元)	投资评级	EPS(元)				P/E(倍)			
				2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
002311	海大集团	47.31	买入	1.04	1.46	1.76	1.89	45.49	32.40	26.88	25.03
600195	中牧股份	14.72	买入	0.30	0.49	0.55	0.66	49.07	30.04	26.76	22.30

资料来源: 华泰证券研究所

## 正文目录

他山之石：美国生猪产业的双向规模化带来后端的蓬勃发展.....	4
中国屠宰肉制品行业整合：历史发展机遇期.....	6
周期演绎推动行业整合.....	6
此前周期较难实质性整合.....	6
2019 年来屠宰肉制品行业有多困难？.....	7
行业整合有多剧烈？.....	7
行业整合的趋势不可逆.....	8
行业有多大空间？.....	9
猪周期之美国经验：规模化程度越高，猪周期波动越剧烈.....	10
美国猪周期变剧烈的原因：养殖惯性大+价格安全边际高.....	11
后周期来临：超长生猪下行周期与行业的历史机遇.....	11
有望远超以往跨度的生猪下行周期.....	11
屠宰肉制品行业面临绝佳发展机遇.....	12
产品升级：冷鲜肉与肉制品的扩容.....	13
居民消费习惯变化：冷鲜肉接受程度变高.....	13
“调猪向调肉”引导“热鲜转冷鲜”.....	14
渠道升级：引导肉类产业升级.....	14
未来行业的演变：屠宰肉制品有望持续壮大.....	15
如果养殖端向下配置屠宰，是否会挤占屠宰行业空间？.....	15
屠宰肉制品企业是否需要发展养殖提升自给率？.....	16
生猪期货上市对行业的影响？.....	16
非洲猪瘟对行业未来的影响？.....	17
投资建议：积极配置养殖后周期，寻找中国的食品巨头.....	18
风险提示.....	18

## 图表目录

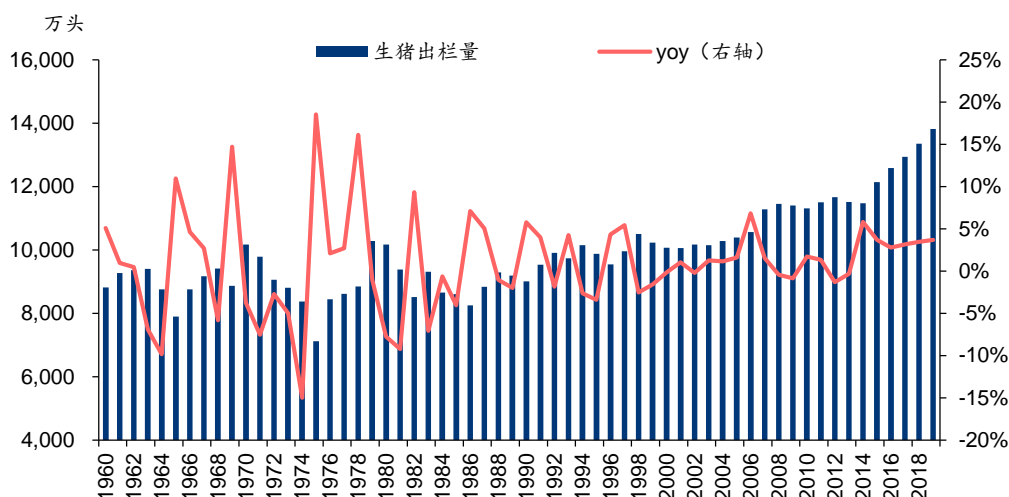
图表 1: 1960-2019 美国生猪出栏量与年增长率.....	4
图表 2: 美国大于 150 万头的屠宰场产能占比.....	5
图表 3: 美国屠宰场总数 (家) .....	5
图表 4: 美国大于 5 万头的养殖场存栏占比.....	5
图表 5: 美国养殖场户数 (万户) .....	5
图表 6: 1970 年-2018 年美国生猪产业链每磅产品利润演变.....	5
图表 7: 近 38 年美国生猪产业产值分布 .....	5
图表 8: 私屠乱宰的成本较低.....	6
图表 9: 2019 年我国生猪定点屠宰的比例为 33%.....	6
图表 10: 历史性级别-生猪数量下降 .....	7
图表 11: 历史性级别-猪价突破历史高位 .....	7
图表 12: 生猪定点屠宰 A 级企业家数 (单位: 家) .....	8
图表 13: 定点屠宰企业屠宰量同比变化情况 (单位: %) .....	8
图表 14: 2019 年屠宰企业同比减少超过 47% .....	8
图表 15: 长期高成本冲击屠宰行业恢复基础.....	9
图表 16: 政策推动行业整合 .....	9
图表 17: 我国屠宰行业占有率 (2019 年) .....	10
图表 18: 我国肉制品行业占有率 (2019 年) .....	10
图表 19: 近 100 年美国生猪价格走势 .....	10
图表 20: 近 100 年美国生猪价格十年标准差 .....	11
图表 21: 我国传统猪周期符合蛛网模型理论.....	12
图表 22: 猪产业链-育种、扩繁、育肥等环节.....	12
图表 23: 冷鲜猪的市场接受度位列第一 .....	13
图表 24: 消费者购买猪肉时最关心卫生安全.....	13
图表 25: 生猪屠宰企业运营流程.....	14
图表 26: 饲料行业与屠宰行业均属低毛利率行业.....	15
图表 27: 生猪养殖利润强波动 (单位: 元/头) .....	15
图表 28: 泰森食品实现肉鸡全产业链生产.....	16
图表 29: 泰森食品-猪肉业务聚焦屠宰加工环节 .....	16
图表 30: CME 生猪期货演进过程 .....	17
图表 31: 俄罗斯非洲猪瘟发生次数 .....	17
图表 32: 乌克兰/波兰/拉脱维亚非洲猪瘟发生次数.....	17

## 他山之石：美国生猪产业的双向规模化带来后端的蓬勃发展

本部分简介美国生猪产业的发展趋势，详情请见我们 2020 年 4 月 24 日的报告《美国肉类产业专题：合纵连横，拥抱肉类产业历史变局》。

美国生猪养殖行业和屠宰肉制品行业自二十世纪八十年代开始了规模化。据 USDA，美国生猪出栏量由 1980 年的 1.02 亿头增长到 2019 年的 1.38 亿头，整个生猪产业链产值（包括肉制品）由 1980 年的 245 亿美元提高到 2019 年的接近 1000 亿美元，增幅达到 300% 以上。

图表1：1960-2019 美国生猪出栏量与年增长率



资料来源：USDA，华泰证券研究所

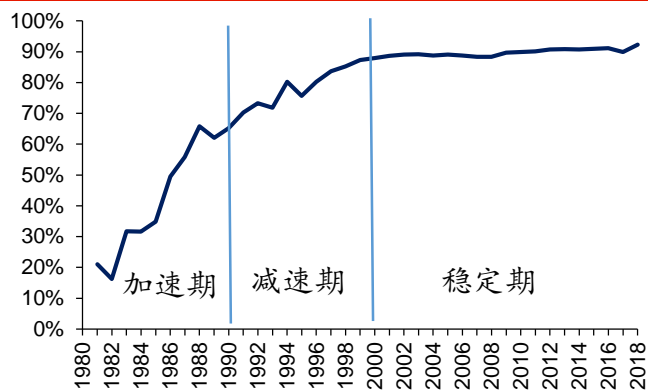
美国生猪养殖和屠宰肉制品行业规模化进程中，最显著的产业特征是屠宰肉制品行业先于养殖行业开始规模化，屠宰肉制品行业驱动养殖行业规模化。整个规模化进程可以分为四个阶段：

蓄势待发（1980 年之前）：生猪养殖行业散户为主，屠宰肉制品行业规模化启动；  
 疾风迅雷（1981-1990 年）：生猪养殖行业规模化进程启动，屠宰肉制品行业规模化加速；  
 如日方中（1991-2000 年）：生猪屠宰行业规模化再接再厉，合约式养殖模式逐步成熟；  
 康庄大道（2001 至今）：生猪产业规模化尾声，屠宰加工企业地位强势。

**屠宰场方面**，美国大于 150 万头的屠宰场的产能占行业总产能的比例由 1980 年代初的 16% 左右上升到 2010 年的 90%，屠宰场数量由 1980 年初的 1300 多家左右下降到 2010 年的 600 家左右。1981-1990 年是屠宰行业规模化加速阶段，十年间，大于 150 万头的屠宰产能占比上升了 35 个百分点，达到了 65.2%；1991-2000 年是屠宰行业规模化的减速阶段，大于 150 万头的屠宰产能占比由 70.2% 提升到 88%；2000 年以后屠宰行业格局基本稳定。

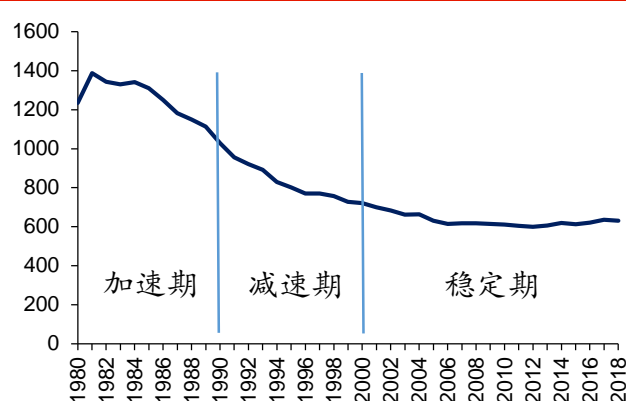
**养殖行业**与屠宰行业规模化不同，养殖行业规模化进程相比于屠宰行业晚大概 10 年。1980-1990 是养殖规模化的启动阶段，大于 5 万头的养殖场存栏占比不足 10%，但养殖户退出较快，由 1980 年的 67 万户减少到 1990 年的 28 万户左右；1991 年到 2000 年是养殖行业的规模化加速阶段，大于 5 万头的养殖场存栏占比由 10% 快速上升到 45%，养殖户数进一步减少到 2000 年的 8.6 万户；此后是养殖规模化的减速阶段，12 年间大于 5 万头的养殖场存栏占比上升 15 个百分点到 60% 左右，养殖户于 2012 年减少到 6.3 万户。在整个养殖规模化进程中，养殖产值增加幅度有限，尤其是在规模化的启动期和加速期，产值增幅分别为 27.8% 与 -4.2%。

图表2: 美国大于150万头的屠宰场产能占比



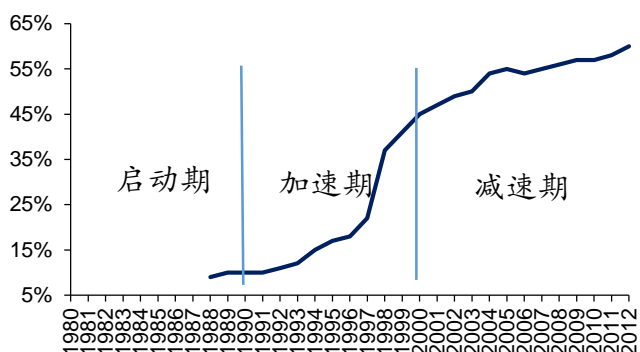
资料来源: USDA, 华泰证券研究所

图表3: 美国屠宰场总数 (家)



资料来源: USDA, 华泰证券研究所

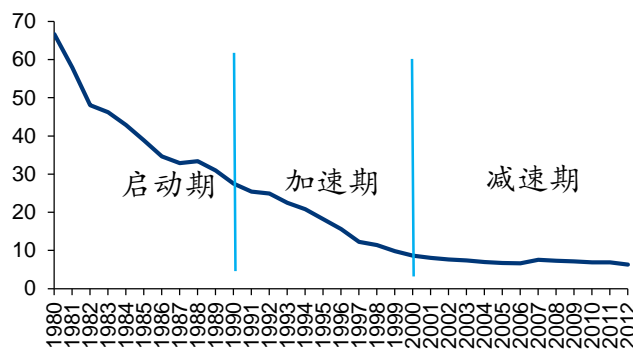
图表4: 美国大于5万头的养殖场存栏占比



注: 1988年以前、2012年以后 USDA 无数据

资料来源: USDA, 华泰证券研究所

图表5: 美国养殖场户数 (万户)

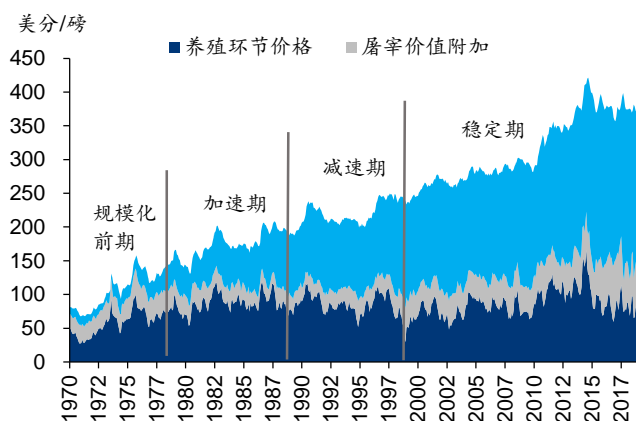


注: 2012年以后 USDA 无数据

资料来源: USDA, 华泰证券研究所

美国生猪产业链发展史就是肉制品零售消费端不断发展壮大的历史。生猪产业不断的规模化驱使产业链上下游产生更加紧密的经济关系,但养殖业逐渐丧失话语权,利润波动剧烈。同时,从历史上看,随着养殖集中度不断提升,养殖企业具有更大的养殖惯性,生猪价格的波动反而更加剧烈,养殖行业的不确定性进一步加大。屠宰肉制品企业地位愈发强势,产业总值增长迅速。据我们测算,1980年至2018年,美国生猪养殖产值由50.2亿美元增长到83.2亿美元,增幅为65.7%,美国生猪零售消费环节产值由190.1亿美元增长到624.0亿美元,增幅达到了228%。

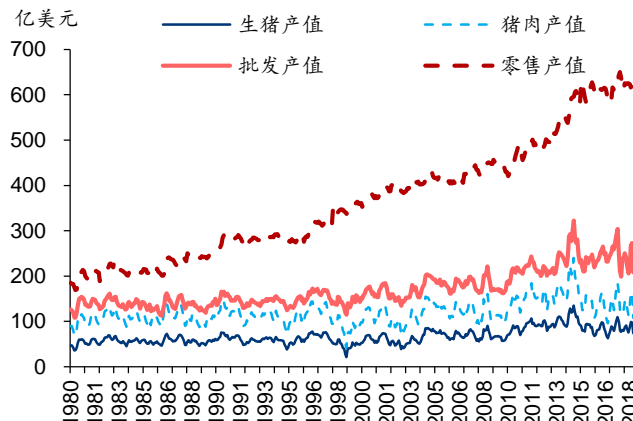
图表6: 1970年-2018年美国生猪产业链每磅产品利润演变



注: 按屠宰食品行业发展阶段标注

资料来源: USDA, 华泰证券研究所

图表7: 近38年美国生猪产业产值分布



资料来源: USDA, 华泰证券研究所



## 中国屠宰肉制品行业整合：历史发展机遇期

### 周期演绎推动行业整合

#### 此前周期较难实质性整合

近 20 年来,我国猪周期大致四年一个周期,上一个猪周期自 2014 年 4 月至 2018 年 5 月,本轮猪周期自 2018 年 6 月至今已经持续接近两年。数次猪周期均未带来屠宰肉制品行业的大规模整合和发展,而发生非洲猪瘟之后(即 2018 年后)行业规模化快速推进。究其原因,我们认为,此前周期中行业整合条件与政策环境还不具备:

#### 养殖散户化背景创造了众多屠宰小场生存空间

据中国畜牧兽医年鉴,截至 2016 年我国年出栏 1000 头以上的规模生猪养殖户的出栏占比不足 50%,而 50 头以下的养殖户的数量占比则高达 94%。我国养殖散户化背景下,小屠宰厂生猪购入价格低(200-300 元),包装、能源、制造费用、工资等均低于规模屠宰厂,具有很强的成本优势,这也造成了小屠宰场(即私屠乱宰)在我国长期存在的现象。但是,由于散户猪的品质和检疫水平可能不符合国家标准、病死猪泛滥、渠道不规范等原因,小屠宰场热鲜肉的品质和卫生条件都不如规模屠宰场。

#### 生猪调运体制

在发生非洲猪瘟之前,我国生猪产品的调运主要以生猪为主,由于我国消费者有喜爱热鲜肉的 tradition,我国屠宰场在销区分布较多(即猪肉消费较多但自产不足的区域,如广东、上海、浙江、北京、天津等),而同时我国生猪主产区同样有大量的屠宰场分布(如河南、山东等)。由此造成了我国屠宰产能过剩,产能利用率较为低下。在行业成本压力和生存压力不大的情况下,大量私屠乱宰的小屠宰场得以持续存活。

#### 猪周期短平快特性

由于此前我国生猪养殖散户比例较高,我国猪周期呈现“短平快”的特性,养殖产能进入和退出的惯性小,猪价保持高位运行的时间偏短,下游屠宰肉制品产能进入退出迅速,屠宰企业长时间亏损的可能性很小,因此行业整合较为缓慢。

#### 居民肉食保障要求

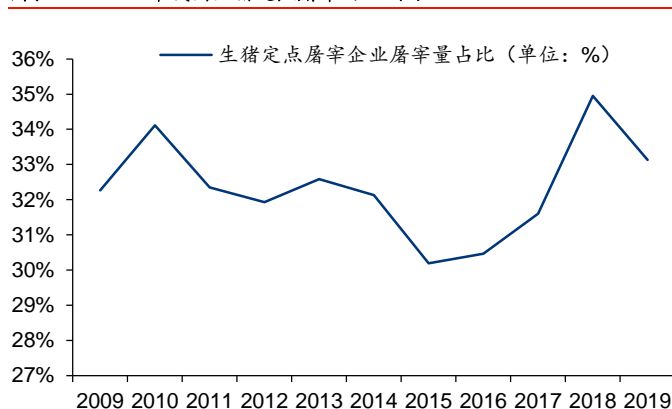
在我国消费者喜爱热鲜肉的背景下,要保障广大居民消费就需要分散化的屠宰产能布局。在此背景下,大型屠宰场以及分销渠道能够覆盖的居民较少,大量的居民对猪肉的需求要靠小型屠宰场和小型农贸市场来满足。

图表8: 私屠乱宰的成本较低

类型	私屠乱宰	定点屠宰	规模屠宰
屠宰形式	自养自杀	集中屠宰	年屠宰量 > 2万头
检疫标准	无检疫	检疫无统一标准	标准化检疫
合法程度	不合法	合法不合法并存	合法
销售渠道	热鲜肉	热鲜肉为主导	主要推广冷鲜肉
成本	低	中	高

资料来源:畜牧兽医局,华泰证券研究所

图表9: 2019 年我国生猪定点屠宰的比例为 33%



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

## 2019 年来屠宰肉制品行业有多困难？

### 历史性级别-生猪数量下降

2019 年 10 月，生猪存栏同比下降 41.40%（农业部暂未披露更新数据），作为对比，上一轮猪周期生猪存栏同比最多下降 11.8%（2015 年 9 月），上上轮周期最多下降 4.3%（2010 年 5 月）。

### 历史性级别-猪价上涨

此轮猪价最高峰突破 43 元/千克，此前历次猪周期的最高价不足 22 元/千克，此轮猪价的高位远超以往各轮周期。

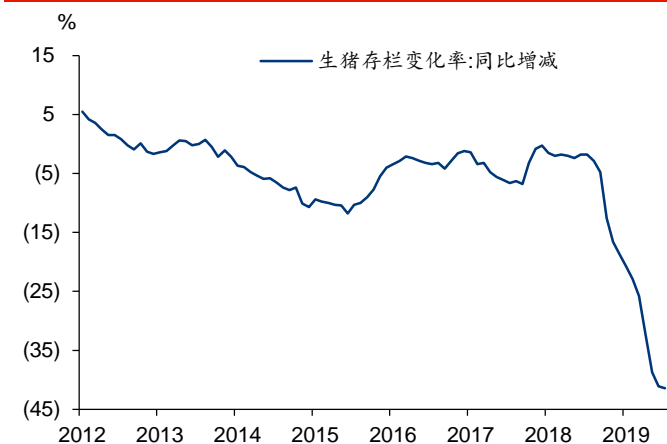
### 历史性级别-猪价高企时间长

此前周期中，生猪养殖行业整体的结构仍然维持散户为主、规模企业占比缓慢升高的情况，生猪超高价位（即达到上轮猪价低点的两倍）很难持续超过半年，而这一轮超高价位自 2019 年 8 月开始，至今已经维持了 9 个月之多，并且我们预计超高猪价可能至少延续到今年年底。

### 历史性级别-新冠疫情搅局

2020 年世界出现“黑天鹅”，新冠疫情的爆发给我国带来了宏观经济上的压力，具体到屠宰行业，20 年来的困难程度要高于 19 年，原因在于：19 年生猪和猪肉价格双双上涨，生猪供应下滑，但需求端接受程度尚可；20 年来屠宰行业面临需求供给双淡季，一方面生猪供给十分紧缺（肥猪少+养殖户惜售），另一方面由于新冠疫情，猪肉需求端冷淡，屠宰行业可能正在面临史无前例的困境。

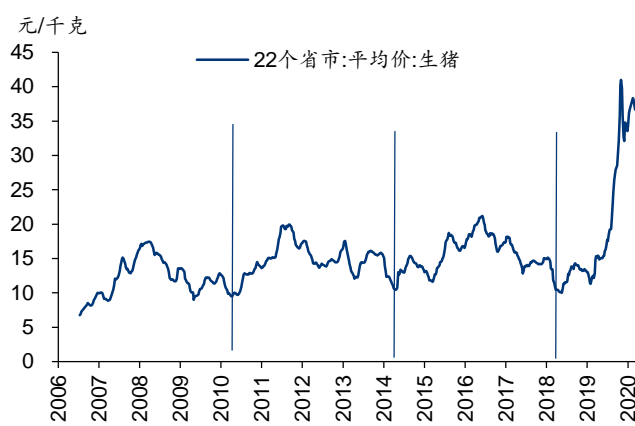
图表10： 历史性级别-生猪数量下降



注：农业部未披露更新数据

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表11： 历史性级别-猪价突破历史高位



资料来源：Wind，华泰证券研究所

## 行业整合有多剧烈？

### 屠宰企业大量淘汰

据农业部统计，2019 年一年，屠宰淘汰超过 4000 家，同比减少超过 47%。而行业巨头之一的众品也于 19 年倒下。众品为中国头部生猪屠宰企业，据公司年报，2017 年收入 153 亿，净利润 5 亿，在河南的屠宰量位于省内第二，2019 年 9 月，众品食品正式向法院申请破产重组。

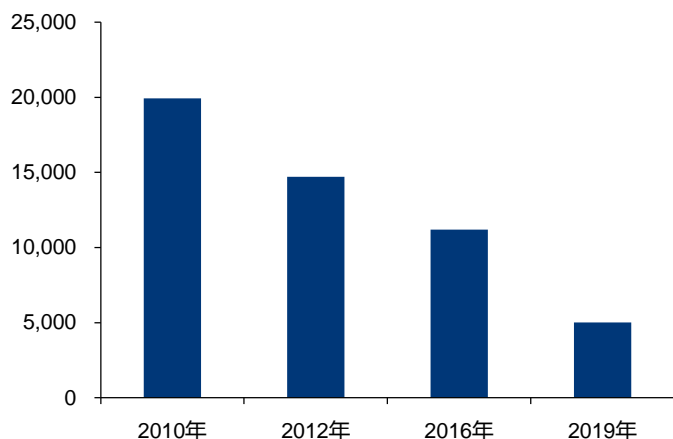
### 雨润：举步维艰

据公司年报,雨润为屠宰行业产能及屠宰量排名靠前的企业,但2019年公司净利润为-35.3亿元,股东权益首次转负,为-12.3亿元(雨润2019年底屠宰产能为5265万头)。

### 行业屠宰情况

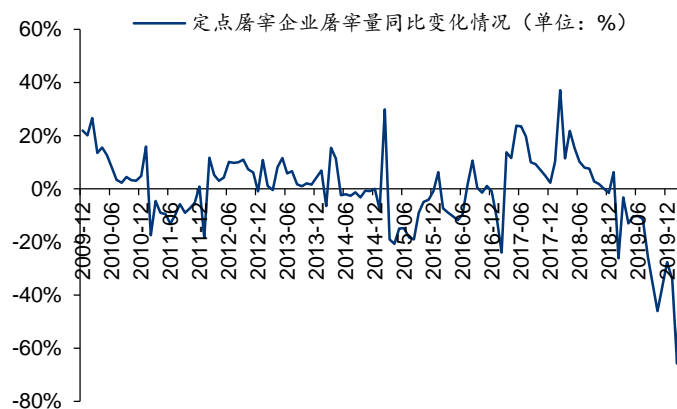
定点屠宰企业屠宰量2020年2月下降幅度最大,同比下降达65.8%,作为对比,上一轮猪周期(15年3月-19年2月)定点屠宰企业屠宰量同比最多下滑23.9%(2017年2月)。

图表12: 生猪定点屠宰A级企业数(单位:家)



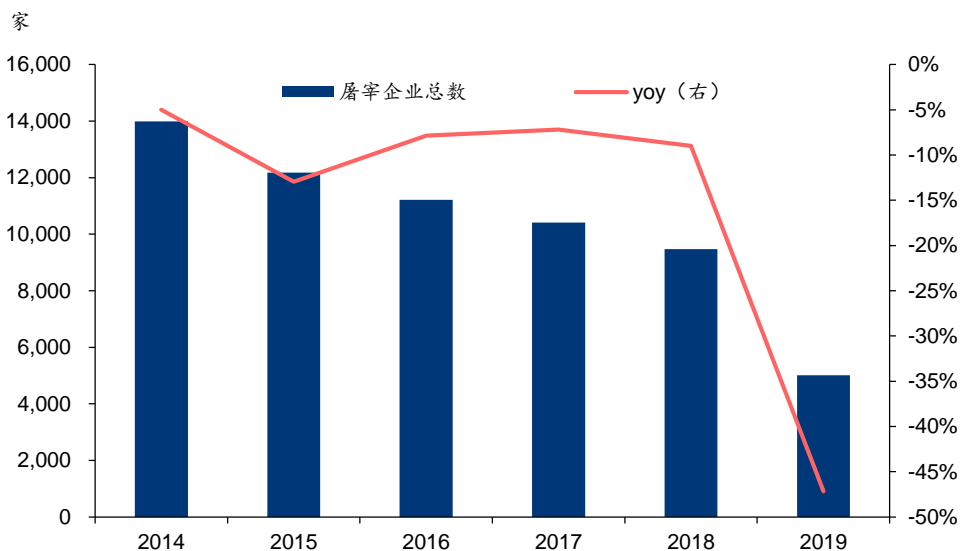
资料来源:农业农村部,华泰证券研究所

图表13: 定点屠宰企业屠宰量同比变化情况(单位:%)



资料来源:Wind, 华泰证券研究所

图表14: 2019年屠宰企业同比减少超过47%



资料来源:农业农村部,华泰证券研究所

### 行业整合的趋势不可逆

#### 养殖规模化冲击私屠乱宰的生存基础

1) 散户退出加剧,私屠乱宰面临永久性失去猪源的趋势;2) 疫情防控趋严,规模养殖场会更多选择规模屠宰场,而不是非瘟病毒传染风险较大的小屠宰场;3) 猪源短缺、销售承压、政策限制等多种因素叠加,私屠乱宰的成本提升;4) 非瘟疫情及新冠疫情给消费者观念带来改变,消费者更加注重安全和卫生。



### “调猪变调肉”趋势冲击销区屠宰生存基础

在原来的生猪调运模式下，屠宰产能的销区分布和分散化分布较为明显，为了防控非瘟疫情，我国调猪向调肉转变成常态，销区屠宰产能面临无猪可杀的局面，产区面临养殖与屠宰双双迅速增多的态势。经过整合，我国屠宰行业的产能利用率有望大幅提升。

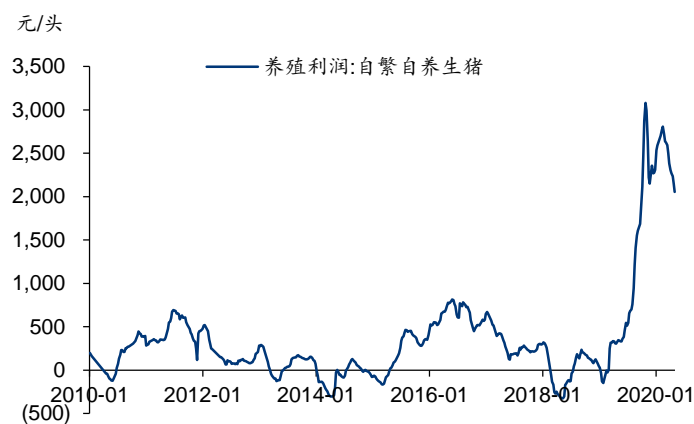
### 长时期高成本冲击行业快速恢复基础

我们预计，此轮超高猪价有望持续一年半以上，在严苛的生存环境下，屠宰场的现金流与设备调整能力都将面临严峻的考验，屠宰行业去产能幅度可能很大，大批屠宰企业可能无法接受长达一年半的“阵痛期”而退出。

### 政策支持

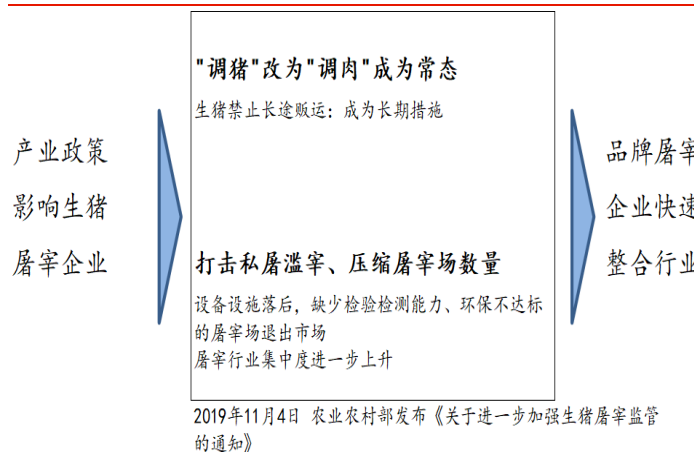
2019 年 11 月 4 日，农业农村部发布《关于进一步加强生猪屠宰监管的通知》，要求从严审批定点企业；小型生猪屠宰场点，以县为单位计算，只减不减；关停环保设施设备不符合要求、屠宰设施设备陈旧、屠宰工艺落后等问题企业。此举有利于我国屠宰行业规范化、健康化发展。

图表15： 长期高成本冲击屠宰行业恢复基础



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表16： 政策推动行业整合



资料来源：农业农村部，华泰证券研究所

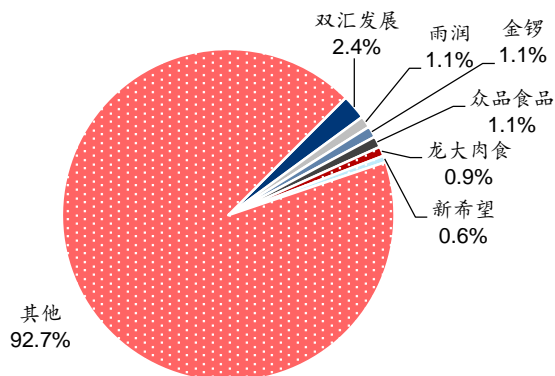
### 行业有多大空间？

#### 美国 vs 我国

据我们测算，2019 年美国生猪屠宰量第一的 Smithfield 屠宰量占比达 26% 以上，前三大屠宰企业市场份额占比超过 60%，前五大企业市场占比达到 80%；美国猪肉制品行业份额第一的同样为 Smithfield，占比超过 30%，CR3 同样达到 60% 以上。

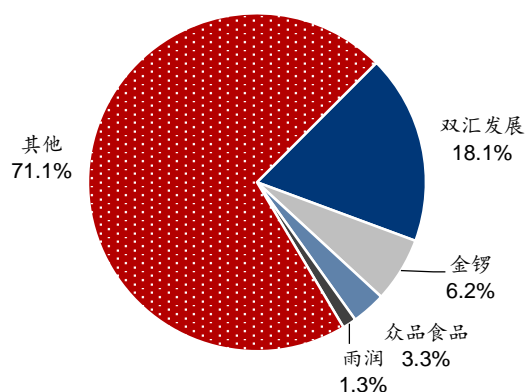
作为对比，我们估算，我国 2019 年前五大屠宰企业占比不足 7%，肉制品前四大企业占比不足 30%，集中化发展还有很大的空间。以我国年屠宰 6 亿头生猪的规模来算，未来行业有望出现年屠宰量达到 6000 万头以上的龙头企业（按 CR1 达到 10%）。

图表17： 我国屠宰行业占有率（2019 年）



资料来源：USDA，公司公告，公司官网，华泰证券研究所

图表18： 我国肉制品行业占有率（2019 年）



资料来源：USDA，山东商报，公司公告，Frost&amp;Sullivan，华泰证券研究所

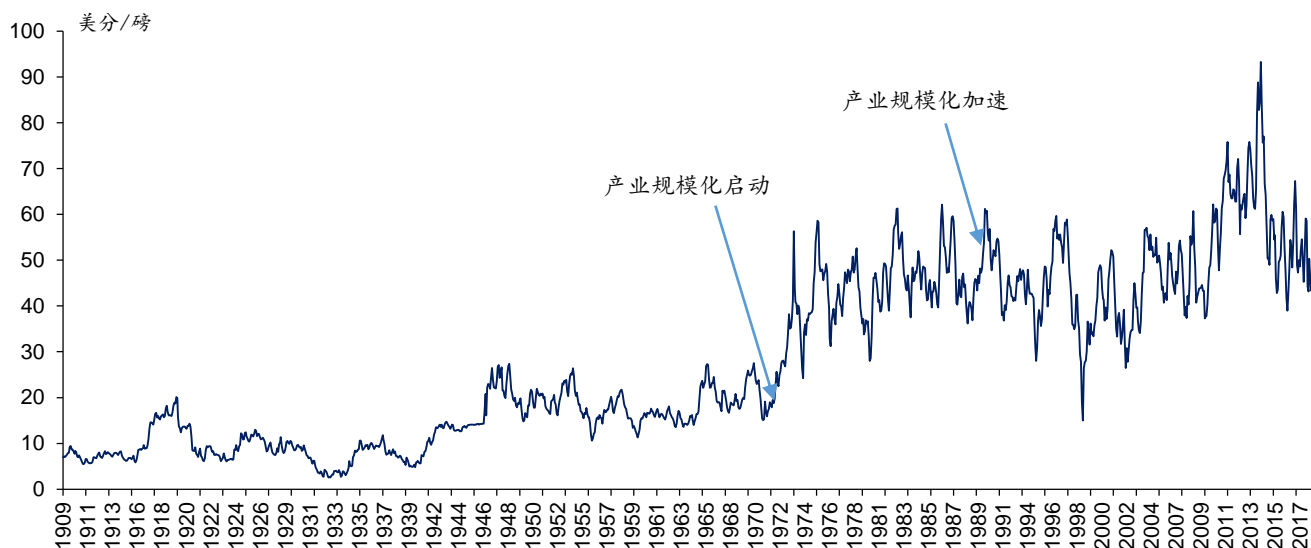
### 散户化向规模化挺进

在养殖散户时代，规模屠宰肉制品企业缺乏稳定的猪源、相比于小屠宰场存在成本劣势、产品更贵带来销售压力。养殖规模化促进屠宰肉制品的规模化，屠宰肉制品的规模化反哺养殖规模化。

### 猪周期之美国经验：规模化程度越高，猪周期波动越剧烈

美国生猪产业规模化启动阶段是 1970-1980 年，启动规模化进程之后，美国生猪价格的波动幅度加大。1990 年之后美国生猪行业整体处于规模化加速阶段，美国生猪价格波动幅度又进一步加大。美国产业走势说明：随着生猪养殖规模化程度提高，猪价振幅将加大。

图表19： 近 100 年美国生猪价格走势



资料来源：USDA，华泰证券研究所

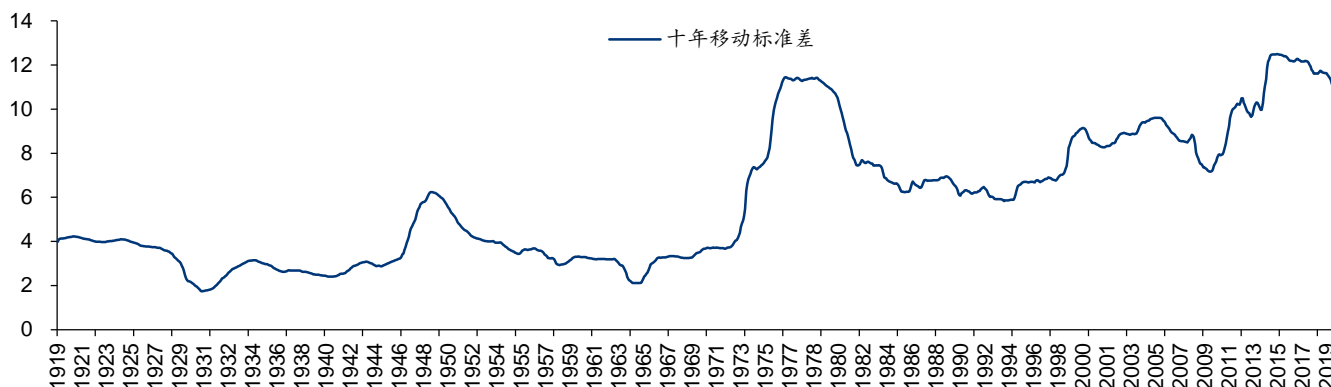
### 美国猪周期变剧烈的原因：养殖惯性大+价格安全边际高

我们用美国生猪月度价格的标准差来衡量价格的波动率。从 1970 年生猪产业启动规模化开始,美国生猪价格的十年移动标准差从 4 左右迅速上升到 1977 年的 11 左右,1982-1997 年间回落到 6 左右,但 2000 年以后又逐渐回升,2018-2019 年达到了 11 左右。

我们认为,传统观点“养殖规模化会导致几个大养殖企业占据行业大部分的产能,从而较稳定地给市场提供生猪,从而避免‘蛛网模型’式的生猪价格波动”是非常理想的情况,现实基本不可能达到。即使美国在 2000 年以后生猪养殖头部占比已经较高,但猪价波动依然剧烈,究其原因:

- 1) 猪价波动受多方面因素影响,如季节、疫病、饲料价格等,规模化提升并不能解决其他因素;
- 2) 规模养殖企业养殖效率高,由此造成产能的扩张更为迅速和剧烈;
- 3) 规模养殖企业成本更低,价格安全边际更高,可以忍受更大的价格降幅;
- 4) 头部企业具有较大的养殖惯性,在周期波动的时候很难及时削减产能,从而造成猪周期波动幅度加大。

图表20: 近 100 年美国生猪价格十年标准差



资料来源: USDA, 华泰证券研究所

### 后周期来临: 超长生猪下行周期与行业的历史机遇

#### 有望远超以往跨度的生猪下行周期

#### 本轮猪周期为“超级猪周期”

近 20 年来,我国传统的猪周期大致呈现“一年涨、一年高位震荡、一年降、一年低位震荡”的规律。2015 年开始环保趋严,叠加非洲猪瘟造成了 2018 年开始的“超级猪周期”。

#### 高位期预测: 或将达到一年半以上

猪价上行及高位期或将远长于以往周期。

前周期的上行期: 2015 年 3 月到 2016 年 5 月, 从 11.7 元/千克到 21.2 元/千克。

本周期的上行期: 2018 年 6 月的 10.1 元/千克开始, 目前已持续两年。

前周期的高位期: 如果以猪价突破 20 元/公斤作为高位, 上轮的高位期为 16 年 4 月下旬-6 月中旬, 持续了两个月的时间。

本周期的高位期: 从 19 年 8 月至今, 猪价高于 20 元/公斤的高位期已经持续了近 10 个月。根据生猪去产能情况以及行业恢复速度来计算, 据农业农村部数据, 截至 2020 年 3 月, 我国能繁母猪存栏量为 2164 万头, 按照每月恢复 2% 的产能 (过去六个月平均每月恢复 2% 左右), 2021 年 6 月我国能繁母猪存栏才能恢复到 2900 万头 (而非猪瘟疫情爆发之前, 全国能繁母猪存栏为 3145 万头)。综合考虑 1) 目前能繁补栏的三元母猪产能效率不够高, 能繁恢复速度可能被高估; 2) 能繁母猪存栏变化和猪价的反映有一定时间差; 3) 供给持续回暖, 后期下行期养殖户可能“追涨杀跌”, 猪价有可能提前跌破 20 元/公斤。我们预计高位期或将至少再持续半年以上。

### 猪周期下行期长度可能远超以往

四个方面决定了本轮周期的下行期的长度有望远超以往周期：

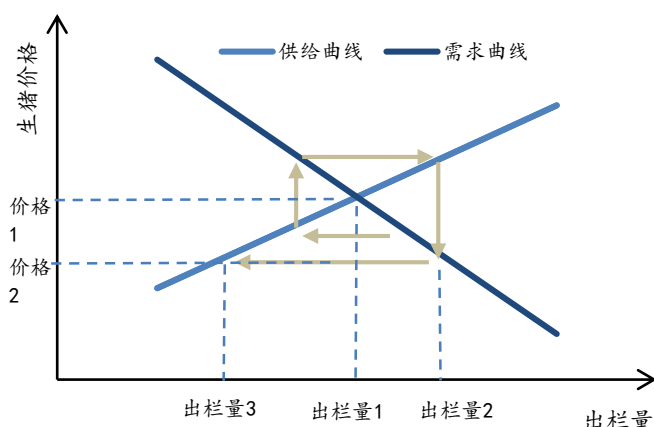
- 1) 本轮周期猪价高度为历史级，去产能幅度为历史级，产能的恢复及猪肉供给的恢复所需时长也可能达到历史级（以往周期的去产能幅度不够大，产能恢复所需时间相对较短），猪价从历史高位恢复到周期低位所需的时间也有望达到历史级，这决定了下降周期超长的时间长度；
- 2) 本轮周期中，养殖规模化与集中化程度将大幅推进，各大养殖企业纷纷投入巨资扩建产能，后期（预计在 2022 年及之后）行业产能有望在规模产能扩张的带动下大幅恢复，而规模养殖企业的养殖惯性比散户大，很难及时削减产能，下行期或将延长；
- 3) 在规模企业的带动下，行业平均养殖成本有望下降，猪价的探底空间加大可能带来下行期的延长；
- 4) 规模企业比养殖散户拥有更雄厚的资金优势，对低迷猪价的承受力更强（散户可能一旦亏损就弃养），有可能加大下行区间。

综合考虑，我们认为下行期有可能达到三年（2021-2023 年）的时间，长度远超以往周期。

### 猪周期下行空间可能更大

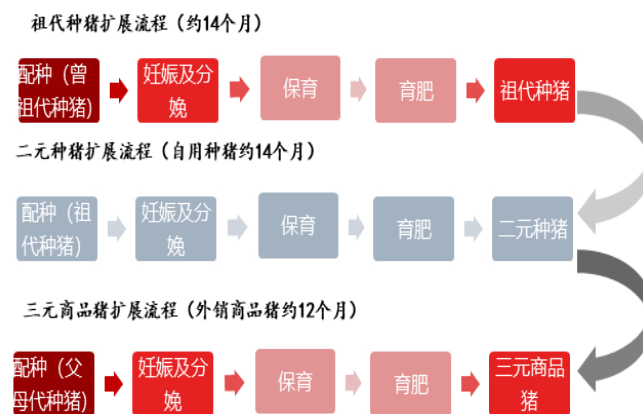
在规模企业养殖惯性大+对低价的承受力高的影响下，我们认为本轮猪周期的低位震荡阶段所造成的养殖行业的亏损幅度会比以往周期更大，在下行期前期，行业整合主要为“大吃小”，而在深度亏损期，不排除会有一些大型企业因现金流问题面临困境而出局。

图表21：我国传统猪周期符合蛛网模型理论



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表22：猪产业链-育种、扩繁、育肥等环节



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

### 屠宰肉制品行业面临绝佳发展机遇

#### 屠宰行业：

四大因素决定屠宰行业在后周期有望面临发展机遇：

- 1) “吃蛋糕的人”少了：2019 年来的整合期中，大量落后屠宰产能遭受淘汰，不规范的屠宰场和私屠乱宰的屠宰散户大幅减少；
- 2) “蛋糕变大”：随着生猪养殖的恢复与生猪供给的增多，屠宰市场的总量将触底回升，考虑到屠宰的刚性需求，屠宰行业最早今年四季度就有望迎来恢复性增长；
- 3) “蛋糕更甜”：调猪向调肉转变之后，生猪产区屠宰场话语权将逐步提升，议价力趋势性上升有望带来更高的利润边际，屠宰行业会发生结构性的变化；
- 4) “甜蜜期更长”：超长下行周期给屠宰行业带来了可能长达三年的成本下降期。

### 肉制品行业：

四大因素决定肉制品行业在后周期将面临发展机遇：

- 1) “吃蛋糕的人”少了：在 2019 年以来的整合期中，肉制品行业中的小加工作坊面临着严峻的成本压力，承受能力不如规模企业，有可能退出行业；
- 2) “蛋糕变大”：得益于产品结构的升级（低温肉制品以及休闲食品的增长）以及热鲜肉转冷鲜肉的趋势，肉制品市场将扩容；
- 3) “蛋糕更甜”：肉-猪价格喇叭口扩大，一般情况下，猪肉（含肉制品）的变动速度会慢于生猪价格的变动（肉受到更多因素的影响，如 CPI 和居民消费偏好等）。猪价快速上行期，肉-猪的价差会缩小，而猪价下行周期，肉-猪的价差会扩大；
- 4) “甜蜜期更长”：超长下行周期给肉制品行业带来了可能长达三年的成本下降期，但通常肉制品价格（特别是休闲食品、各类火腿肠等）下降的可能性较小或下降幅度较小。

### 产品升级：冷鲜肉与肉制品的扩容

#### 居民消费习惯变化：冷鲜肉接受程度变高

#### 消费习惯已发生变化，居民更愿意选择品牌

根据中国动物卫生与流行病学中心、农业农村部食物与营养发展研究所于 2019 年开展的《中国居民肉类消费情况调查》（下称《消费调查》）显示，我国猪肉消费习惯已经发生变化，冷鲜猪肉的市场认可度最高，而传统的热鲜肉次之，冷冻猪肉最低，分别占比 55.9%、31.1%、2.6%。仅有 10% 的居民无法区分 3 种肉，而超 4 成居民更愿意选择品牌肉。

#### 冷鲜肉购买意愿增强

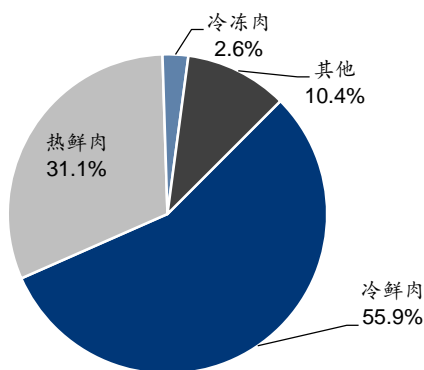
《消费调查》显示，79.4% 居民愿意购买冷鲜肉，且各消费群体超过 2/3 的受访者均表示愿意购买冷鲜肉，不愿意购买冷鲜肉的受访者仅占 20.6%。我国消费者喜食热鲜肉的消费习惯已在发生改变，冷鲜肉已取代热鲜肉，成为消费者接受度最高的肉类。与此相对的是，冷冻猪肉因为口味、新鲜度等因素，并未取得消费者的普遍青睐。

冷鲜肉消费意愿、认可度的增强与热鲜肉目前仍然占据最多的市场份额之间的矛盾展现出了冷鲜肉市场的扩容潜力。品牌冷鲜肉有望快速扩大市占率，满足消费者对安全新鲜猪肉的需求。

#### 安全卫生成为消费者购买猪肉的首要考虑因素

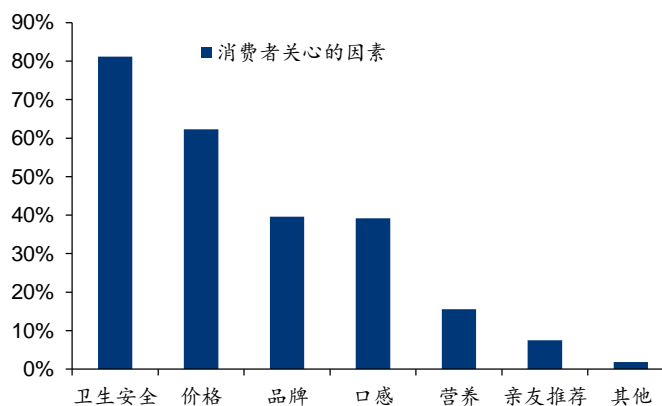
卫生安全、价格、品牌、口感等是居民购买猪肉时最关心的因素，其中卫生安全是影响消费者猪肉制品购买决策的首要因素，超过 8 成受访者将卫生安全作为影响其购买决策的因素；其次是价格因素、品牌和口感因素等。

图表23：冷鲜猪的市场接受度位列第一



资料来源：中国居民肉类消费情况调查（2019），华泰证券研究所

图表24：消费者购买猪肉时最关心卫生安全



资料来源：中国居民肉类消费情况调查（2019），华泰证券研究所



### “调猪向调肉”引导“热鲜转冷鲜”

农贸市场的主体为热鲜肉，而调肉的主体是冷鲜肉

热鲜肉占主导背景下，国内原有猪肉消费渠道以农贸市场为主。原有主渠道为“生猪养殖->猪经纪人（或猪贩子）->小屠宰场（或屠宰贩）->农贸市场->消费者”。调猪向调肉转变成为常态，生猪禁止长途贩运成为长期措施，热鲜肉无法调运，因此冷鲜肉将成为调运主体。经历此轮周期，生猪屠宰产销区产能分布可能发生结构性改变。

### 转变的趋势不可逆

我们认为，冷鲜肉代替热鲜肉的趋势不可逆：1) 冷链物流的建设和渠道的完善为冷鲜肉代替热鲜肉提供了“基础设施”；2) 消费习惯转变，居民对健康安全肉类的追求为冷鲜肉的增长提供了依据；3) 屠宰散户的退出及规模屠宰场的占比提高决定了生产格局的固化。

### 渠道升级：引导肉类产业升级

热鲜肉到冷鲜肉：渠道参与度的提升

热鲜肉路径：养殖-屠宰-农贸市场-消费者，渠道参与度低，影响力薄弱。

冷鲜肉路径：养殖-屠宰-冷链-存储-分发-销售端口-消费者，渠道参与度高，影响力迅速扩大。

### 渠道为王时代逐步来临

热鲜肉渠道，以上至下方式贯通，即养殖占据优势，比分销和屠宰拥有更强话语权。消费者习惯去农贸市场购买猪肉，而屠宰商贩通常不具有对规模养殖场的议价力。而冷鲜肉及肉制品时代，渠道更加重要，以下促上的方式贯通，肉制品和冷鲜肉的渠道将会在很大程度上影响消费者的选择。渠道优势+品牌溢价将给屠宰龙头带来超额利润，品牌屠宰企业通常建立或维护了良好的销售渠道（比如商超的冷鲜专柜、品牌生鲜专营店、生鲜便利店等），养殖场无法直接取得消费者对品牌的印象，只有销售渠道可以建立对消费者的持续影响，屠宰肉制品端会通过销售渠道获得更大的话语权。

### 美国猪肉消费结构的动态演变

自 1970s 以来，美国猪肉消费结构发生了变化，肉制品在猪肉消费中占据越来越大的比例，根据 USDA 的数据，1977 年美国鲜肉与肉制品的消费比例大致为 55%vs45%、1998 年鲜肉与肉制品的消费比例为 38%vs62%、2009 年二者的比例则为 19%vs81%。我们认为，随着经济的发展，肉制品作为深加工肉食会受到消费者越来越多的青睐。

图表25：生猪屠宰企业运营流程



资料来源：农业农村部，华泰证券研究所

## 未来行业的演变：屠宰肉制品有望持续壮大

### 如果养殖端向下配置屠宰，是否会挤占屠宰行业空间？

#### 养殖和上下游产业特点不同

养殖上游为饲料，下游为屠宰，饲料和屠宰行业类似，毛利率低，产能利用率的高低决定了盈利状况，企业发展更加注重产能利用率与成本的控制。而养殖为周期性行业，企业更擅长抓准周期赚钱，产能的扩张积极性更高。

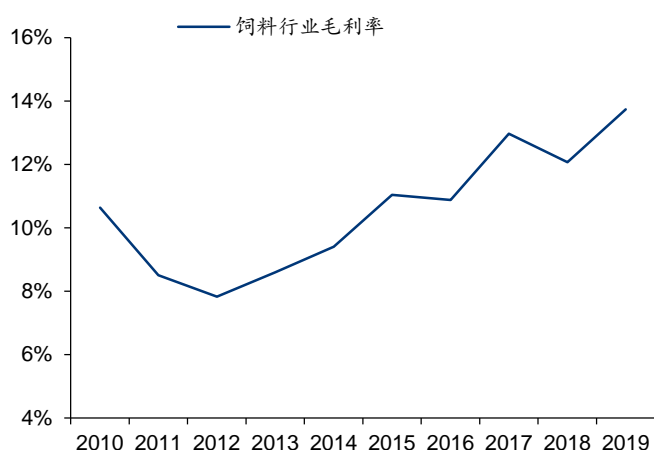
根据行业经验，饲料企业向下发展养殖的成功率较高（如新希望等），而养殖企业向上发展饲料的成功率较低。饲料行业毛利率低且波动幅度比养殖小很多，成本控制、产能利用率、管理水平、研发能力、销售能力等每一个环节都对盈利水平产生重大的影响。而养殖作为具备较明显周期特性的行业，只要把握生猪上行周期，企业就能获得丰厚的利润，因此发展饲料的成功率较低。

同理，屠宰行业也是一个低毛利的行业，养殖发展屠宰的难度较大，养殖的周期波动行业特性决定了自身的屠宰产能利用的不稳定和较长时间的低迷。以美国为例，除 Smithfield 之外，美国现存猪肉食品企业的生猪养殖业务体量相比自身的肉制品业务体量均不大，美国生猪行业的总体发展趋势是屠宰向上适度发展养殖。我们认为，除了部分管理水平行业领先、资金雄厚、具有一定品牌优势与销售渠道的养殖企业可能成功向下拓展屠宰肉制品，行业中大部分的养殖企业都很难成功纵向向下发展。此外，我们认为，得益于农户的分散化布局，相对小产能的扩张与收缩更为便捷，“企业+农户”的养殖模式会在发展屠宰的道路上更容易成功。

#### 整合空间大，现在仍处于“大鱼吃小鱼”的阶段

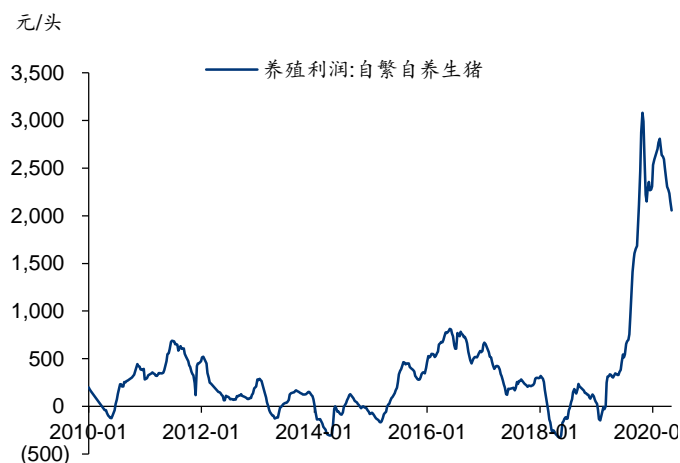
据我们测算，2019 年美国生猪屠宰 CR5 为 80%，CR1 超过 26%，而我国屠宰行业 CR1 仅为 2-3%，整合空间很大，现在市场仍旧处于“大鱼吃小鱼”的阶段，综合实力强的屠宰企业有望在超长的“下行机遇期”中得到充分的发展空间，行业远没有到“强强兼并”的阶段。

图表26： 饲料行业与屠宰行业均属低毛利率行业



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表27： 生猪养殖利润强波动（单位：元/头）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

## 屠宰肉制品企业是否需要发展养殖提升自给率？

**美国巨头经验：鸡肉一体化，而生猪以合同化为主**

泰森：鸡肉业务打造了完整的产业链，猪肉业务主要以屠宰加工为主。

荷美尔：鸡肉业务，公司与农户签订养殖合同（25 年）；猪肉业务，公司与生产商签订合同，长达 10 年时间内以相对稳定的价格购买生猪。

**肉鸡和生猪的产业差异：周期的长短决定自给率的高低**

我们认为，肉鸡的自给率需要保持较高水平。肉鸡养殖周期短（白羽鸡养殖周期更短），鸡价周期一年内就可以波动数次，现金流与盈利的不稳定就要求企业必须通过做大做强和延伸产业链（包括种鸡、屠宰、食品）来增加盈利的稳定性，同时，养殖环节通过自产和“企业+农户”的形式扩大产能，增强屠宰业务的鸡肉自给率。

我们认为，生猪的自给率需要控制在一定限度。根据美国生猪养殖集中化的经验以及我们对我国生猪养殖基本面的预测，未来我国生猪养殖仍然会呈现强波动，而最近三年内（2021-2023 年）猪价或将持续处于下降通道，最低价格有可能跌破行业平均成本。如果屠宰企业自给率过高，猪价的涨跌对公司业绩影响过大，有可能拖累屠宰业务的业绩稳定性，因此，我们认为屠宰企业保持合适的生猪自给率较为妥当。

图表28：泰森食品实现肉鸡全产业链生产



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

图表29：泰森食品-猪肉业务聚焦屠宰加工环节



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

## 生猪期货上市对行业的影响？

2020 年 4 月 24 日，证监会发布公告，批准了大连商品交易所开展生猪期货交易。

**美国经验：抗周期无明显效果，促进行业规模化和标准化生产是成功的**

理论上，CME 瘦肉猪期货结算价平稳波动，带动现货市场价格趋于稳定，帮助生猪养殖户通过期货交易行情及时预判未来生猪市场价格走势，有预见的调整养殖规模来对抗周期，还可以减弱谷物饲料大宗商品价格波动带来的一系列风险。但实际运用中，从美国 110 年来的猪价走势规律，我们发现生猪期货抗周期无明显效果。我们认为，美国生猪价格波动幅度加大的主要原因是规模化的提升，生猪期货作为控制猪价的次要因素在产业实践的效果体现得并不明显。

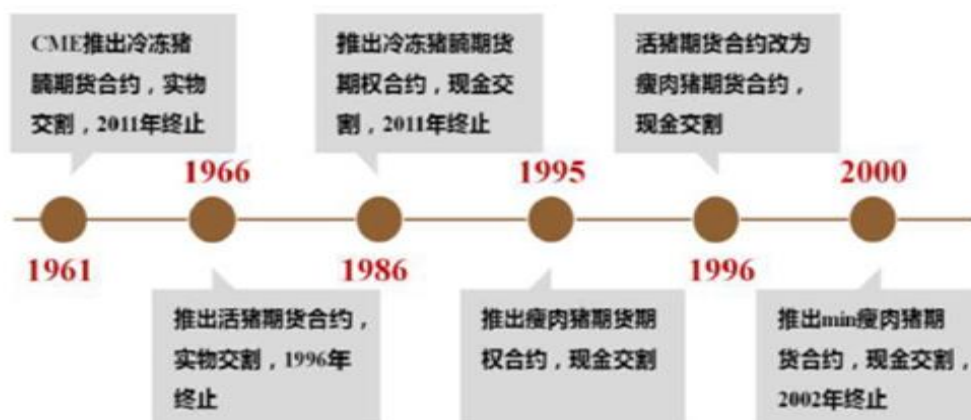
在促进行业规范化发展方面，生猪期货起到了一定的作用，据 USDA，2018 年美国前十大生猪生产企业产能占比超过 40%，前五大生猪屠宰加工企业市场占有率超过 70%。生猪期货市场的发展对行业的转型升级、企业市场风险管理能力的提升、龙头企业的崛起都起到了促进的作用。

**生猪期货更利于屠宰肉制品行业**

生猪期货作为补充金融工具，有助于屠宰肉制品行业稳定原料价格，为合约化订单化生产带来助力。我们认为，我国生猪产业目前正在经历如同美国生猪产业规模化前期的阶段，此时推出生猪期货有利于整个生猪产业链的健康发展，对行业的规模化进程能起到锦上添花之效。

此外，期货价格是现货价格的先行指标，会在一定程度上带动市场对生猪现货价格的预期，通过期限联动，有可能提前驱动猪价进入下降周期。

图表30： CME 生猪期货演进过程



资料来源：芝加哥商品交易所，华泰证券研究所

## 非洲猪瘟对行业未来的影响？

### 非洲猪瘟病毒短期很难消除

从全球来看，1909 年以来，60 多个国家发生非洲猪瘟疫情，目前只有 13 个国家排除了疫情，净化时间在 5-36 年不等，巴西用时 5 年达到 OIE 无疫认证，西班牙用时 36 年彻底消灭疫情。目前我国非洲猪瘟疫苗的研发正在逐步推进，但非瘟疫苗的研发一直是一个世界性的难题，安全有效、副作用小的疫苗短期内大规模商业化的可能性较低，行业需要做好长期与非瘟病毒斗争的准备。

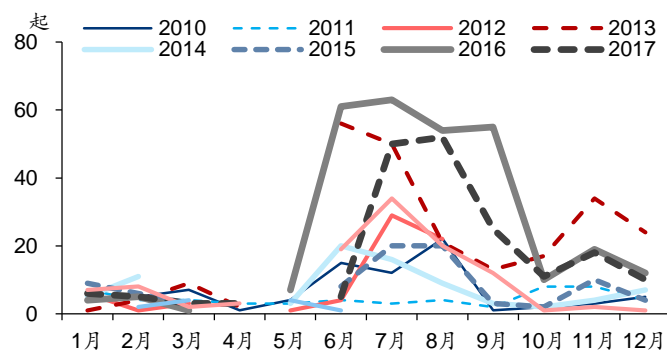
### 疫情对猪肉消费量影响不大

以俄罗斯为例，2007 年俄罗斯发生非洲猪瘟以来，疫情对猪肉消费影响不大。具体看，1989-2006 年（猪瘟疫情发生前），俄罗斯猪肉消费量占比平均值为 33.24%，2007 年以后，俄罗斯猪肉消费量变化不大，中枢维持在 34.73%（USDA 数据）。

### 疫情对行业格局的重塑不可逆

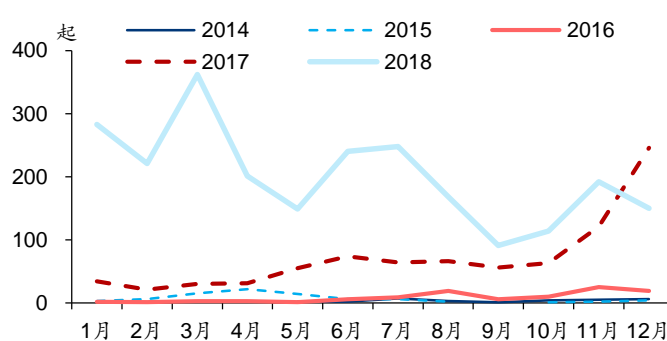
非洲猪瘟背景下，养殖规模化趋势不可逆、生物安全水平提升不可逆、生猪禁运措施持续、生猪数量持续恢复、养殖行业高度集中，同时围绕养殖行业上下游集中趋势显著，整个行业已经到了整合并购的起步阶段，行业格局的重塑已经开始。

图表31： 俄罗斯非洲猪瘟发生次数



资料来源：OIE，华泰证券研究所

图表32： 乌克兰/波兰/拉脱维亚非洲猪瘟发生次数



资料来源：OIE，华泰证券研究所



## 投资建议：积极配置养殖后周期，寻找中国的食品巨头

随着猪价持续高位运行，2020 年将是养殖行业的业绩兑现年，高业绩增长和低估值有望带来市场对养殖板块的持续追捧。同时，从周期的运行规律来看，我们认为随着生猪供应量的见底回升，养殖后周期的逻辑将逐步被市场所接受，业绩拐点将会被证实。建议关注养殖后周期的海大集团、中牧股份、生物股份、普莱柯。

而随着屠宰肉制品集中化进程的加速，我国屠宰肉制品行业有望走上美国“1980-2000 年”的道路，屠宰集中化程度迅速提升，食品端的增值将迅速扩展。屠宰和肉制品行业将进入“高增”阶段，行业的发展空间将迅速打开，建议关注龙大肉食。而在目前养殖板块中，温氏股份和新希望积极布局下游，深耕食品领域，“新希望”和“温氏食品”的食品品牌已见雏形，建议长期关注。

## 风险提示

**生猪供应量恢复不达预期。**虽然 2019 年 10 月-2020 年 3 月，全国能繁母猪存栏量已经实现连续 6 个月恢复性增长，但如果后续产能恢复速度不及预期带来生猪供应量的不及预期，则可能造成后周期相关行业增长不及预期，可能给屠宰肉制品行业的触底回升带来困难。

**产业整合不及预期。**外延整合存在较大的不确定性，不同企业在企业文化、员工素质等方面存在一定的差异，整合能否带来“1+1>2”的效果存在一定的不确定性。如果整合效果不及预期，反而会拖累公司的经营效率。

**食品安全问题。**食品企业产品的安全性和可信赖性是其成功的基础，如果受到养殖业疫情影响或公司本身生产上的问题导致食品安全事件，无疑将给公司品牌带来致命性打击，公司营收和盈利能力大幅下降。



## 免责声明

### 分析师声明

本人，杨天明、冯鹤，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 针对美国司法管辖区的声明

#### 美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 所有权及重大利益冲突

分析师杨天明、冯鹤本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

## 重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

## 法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司