投资策略

行业研究

证券研究报告

谨慎推荐 （维持）

养殖景气度回落，重点关注后周期板块

风险评级：中风险

农林牧渔行业 2021 年上半年投资策略

2020 年 11 月 11 日

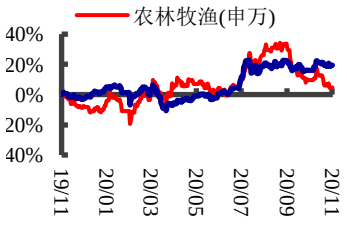
分析师：魏红梅
SAC 执业证书编号：
S0340513040002
电话：0769-22119410
邮箱： whm2@dgzq.com.cn

研究助理：雷国轩
SAC 执业证书编号：
S0340119070037
电话：0769-23320072
邮箱：
leiguoxuan@dgzq.com.cn

细分行业评级

种植业	谨慎推荐
渔业	推荐
林业	谨慎推荐
饲料	推荐
农产品加工	推荐
农业综合	谨慎推荐
畜禽养殖	谨慎推荐
动物保健	推荐

行业指数走势



数据来源：wind，东莞证券研究所

相关报告

农林牧渔行业 2020 年下半年投资策略：肉价持续回落，养殖后周期景气度回升

投资要点：

- **农林牧渔行业2020年下半年市场表现：整体下跌，大幅跑输大盘指数。**2020年下半年，SW农林牧渔指数下跌3.32%，大幅跑输沪深300指数16.65个百分点，主要系养殖板块拖累。分板块看，种植业和农产品加工分别上涨11.39%和7.87%。畜禽养殖板块景气度回落，下跌12.92%；动物保健板块回调7.36%，饲料板块仅小幅上涨1.33%。
- **前三季度行业业绩同比大增，饲料和养殖行业增长最快。**前三季度，农林牧渔行业实现营收6252.11亿元，同比+23.58%；实现归母净利润657.48亿元，同比+113.28%。8个子板块中有5个实现净利润同比正增长，饲料和养殖板块分别同比+226.09%和+112.44%，动物保健、种植业、农产品加工板块则分别同比+50.27%、+36.73%、+30.08%。
- **生猪养殖：行业产能持续恢复，生猪价格进入下行通道。**猪周期进入“量增价跌”阶段。根据彭博社数据，至8月母猪已连续环比上涨10个月，存栏量恢复至2593万头，环比+2.57%，同比+28.43%；生猪存栏为2.61亿头，同比+24.64%，环比+4.70%。生猪价格进入下行通道，养殖企业未来盈利难度加大，我们认为仅部分量增足以弥补价跌的猪企未来有相对好的业绩增长空间。
- **饲料和动物保健行业景气度持续上升。**养殖后周期方面，饲料和动保产品是生猪养殖的必需品，在补栏大趋势下，饲料和动保产品需求持续上升，行业景气度走高。饲料方面建议关注饲料业务占比高的企业，动保方面关注市占率高、研发实力强、产能充足的企业。
- **维持对行业的“谨慎推荐”评级。**往后展望，生猪产能上升的同时猪价进入下行通道，养殖行业景气度逐步回落，未来业绩增量预期较低。存栏数据延续上升趋势，后周期行业景气度继续提升，饲料和动保持续受益。种植业行业受自然因素和政策因素影响，周期性机会偶发。宠物行业景气度高，人均消费和市场规模正快速增长，行业前景良好。建议关注个股如海大集团、大北农、禾丰牧业、生物股份、中牧股份、普莱柯、金河生物、隆平高科、登海种业、荃银高科、中宠股份、佩蒂股份等。
- **风险提示：**猪肉价格大幅下行、非洲猪瘟和禽流感等疫病大规模爆发、补栏进度不及预期、疫苗研发进度不及预期、虫害加剧、政策变化等。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。
请务必阅读末页声明。

目 录

1. 农林牧渔行业 2020 年下半年市场表现回顾 . . . 4
1.1 行业整体下跌，大幅跑输大盘指数 . . . 4
1.2 养殖板块表现最差 . . . 4
1.3 种植业个股涨幅靠前 . . . 5
2. 前三季度行业业绩同比大增，饲料和养殖行业增长最快 . . . 6
2.1 畜禽养殖板块为行业贡献超过一半的利润 . . . 6
2.2 前三季度行业业绩整体大增 . . . 6
3. 生猪养殖：行业产能持续恢复，生猪价格进入下行通道 . . . 7
3.1 猪周期处于量增价跌阶段 . . . 7
3.2 生猪产能持续上升，猪价进入下行通道 . . . 8
3.3 主要猪企前三季度销售数据一览 . . . 10
4. 禽类养殖：鸡价暴跌，景气度低迷 . . . 12
4.1 肉鸡替代效应随生猪供给回升减弱，鸡价跌至冰点 . . . 12
4.2 板块前三季度业绩大幅下滑 . . . 13
5. 饲料板块：需求量上升，兼营模式下关注饲料占比高的企业 . . . 14
5.1 饲料需求上升，业绩同比大增 . . . 14
5.2 存栏回升和养殖规模化率提升有望带动饲料量价齐升 . . . 15
6. 动物保健板块：存栏回升趋势下业绩确定性高 . . . 17
6.1 行业景气度高，市场规模快速增长 . . . 17
6.2 前三季度存栏回升带动动保产品销售数据向好，板块业绩大增 . . . 18
7. 投资策略 . . . 19
8. 风险提示 . . . 21

插图目录

图 1 ：2020 年 7-11 月申万一级行业涨跌幅（%） . . . 4
图 2 ：2020 年 7-11 月 SW 农林牧渔行业二级子行业涨跌幅（%） . . . 4
图 3 ：SW 农林牧渔行业 7-11 月涨幅榜个股（%） . . . 5
图 4 ：SW 农林牧渔行业 7-11 月跌幅榜个股（%） . . . 5
图 5 ：2020Q3SW 农林牧渔子版块营收占比 . . . 6
图 6 ：2020Q3SW 农林牧渔行业子版块净利润占比 . . . 6
图 7 ：农林牧渔行业营收和利润情况（亿元） . . . 7
图 8 ：农林牧渔行业营收和利润同比（%） . . . 7
图 9 ：细分板块 2020Q3 营收增速（%） . . . 7
图 10 ：细分板块 2020Q3 归母净利润增速（%） . . . 7
图 11 ：猪周期蛛网模型 . . . 8
图 12 ：能繁母猪存栏量持续回升 . . . 8
图 13 ：能繁母猪存栏环比与同比上升 . . . 8
图 14 ：生猪存栏持续回升 . . . 9
图 15 ：生猪存栏同比大增 . . . 9
图 16 ：猪价持续回落 . . . 10
图 17 ：养殖利润持续下滑 . . . 10
图 18 ：屠宰量仍处于低位 . . . 10
图 19 ：猪粮比价已从高位回落 . . . 10

图 20 ：肉鸡苗和鸡产品价格已从高位回落 12
图 21 ：鸡料比价已跌至平衡点以下 12
图 22 ：父母代种鸡养殖利润跌至负值 13
图 23 ：36 个城市鸡肉价格持续下滑 13
图 24 ：禽类养殖板块营收和净利润（亿元） 13
图 25 ：禽类养殖板块业绩增速（%） 13
图 26 ：饲料板块营收和净利润（亿元） 15
图 27 ：饲料板块业绩增速（%） 15
图 28 ：生猪存栏回升 15
图 29 ：猪料比价向平衡点回归 15
图 30 ：玉米和豆粕价格走高 16
图 31 ：鱼粉和大米价格走高 16
图 32 ：2019 年饲料企业板块毛利占比 17
图 33 ：2014-2018 年中国动物疫苗行业市场规模 17
图 34 ：2019-2025 年我国动物疫苗的市场规模预测 17
图 35 ：动物保健板块营收和净利润（亿元） 18
图 36 ：动物保健板块业绩增速（%） 18

表格目录

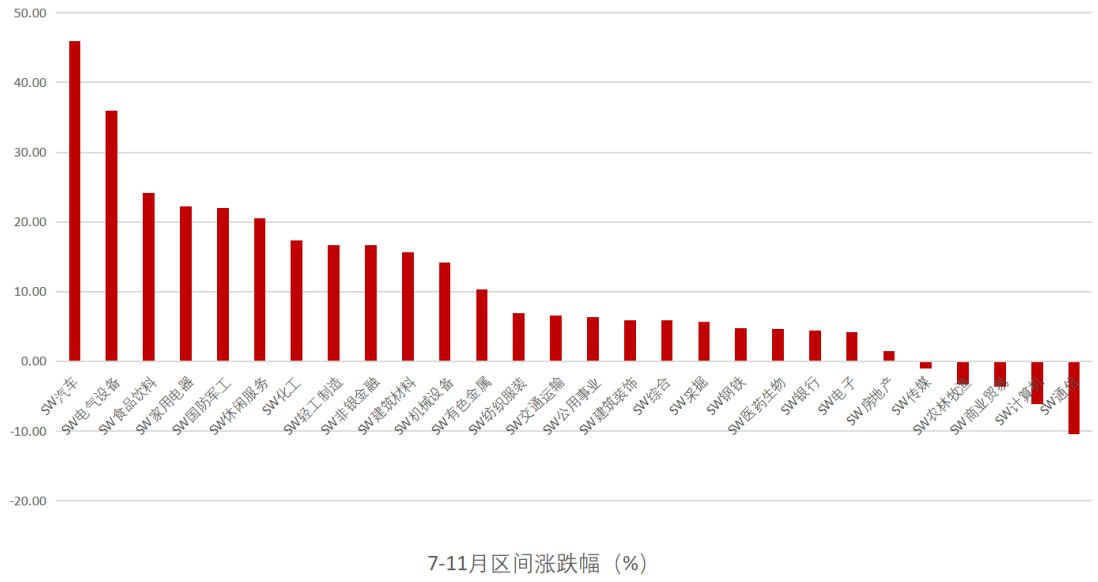
表 1 ：牧原股份销售数据 10
表 2 ：新希望销售数据 11
表 3 ：温氏股份销售数据 11
表 4 ：正邦科技销售数据 11
表 5 ：天邦股份销售数据 12
表 6 ：2020 年前三季度禽类养殖板块上市公司业绩简况 14
表 7 ：2020 年前三季度饲料板块上市公司业绩简况 15
表 8 ：2020 年前三季度动物保健板块上市公司业绩简况 19
表 9 ：重点公司盈利预测及投资评级（2020/11/10） 20

1. 农林牧渔行业 2020 年下半年市场表现回顾

1.1 行业整体下跌，大幅跑输大盘指数

下半年行业整体大幅跑输大盘。2020 年下半年（数据统计时间区间为 7 月 1 日至 11 月 3 日，下同），沪深 300 指数上升 13.33%；SW 农林牧渔行业指数下跌 3.32%，大幅跑输沪深 300 指数 16.65 个百分点。下半年 SW 农林牧渔涨幅在所有的 28 个申万一级行业指数中排名第 25，倒数第 4，整体表现大幅跑输其他行业，主要系养殖板块拖累。

图 1：2020 年 7-11 月申万一级行业涨跌幅（%）

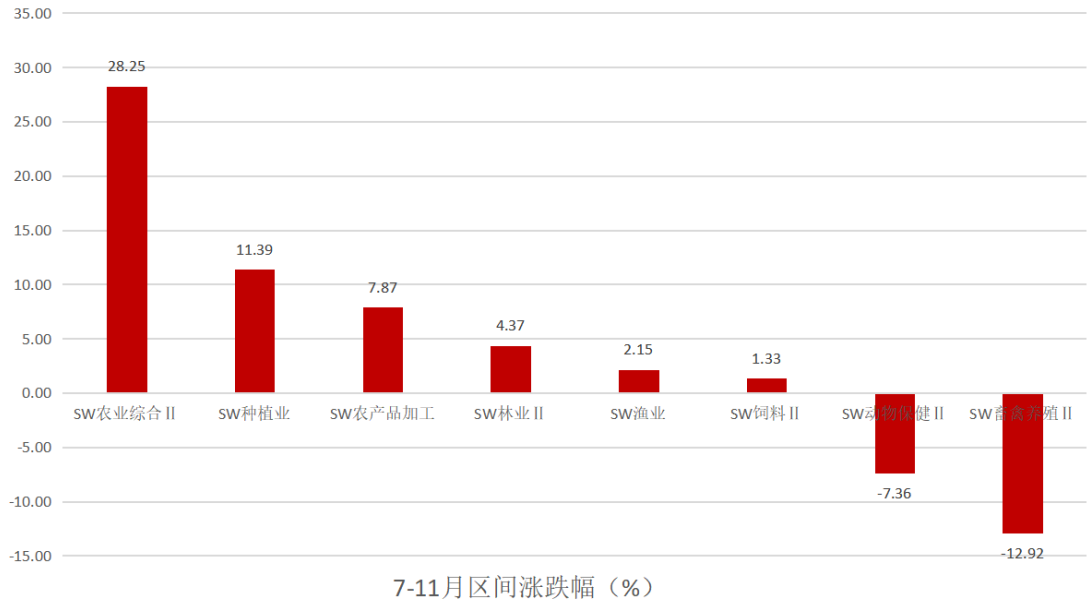


资料来源：wind，东莞证券研究所

1.2 养殖板块表现最差

养殖板块大跌，动保板块回调较多。2020 年下半年，SW 农林牧渔行业中农业综合和种植业板块表现最好，畜禽养殖和动物保健板块表现最差。农业综合板块涨幅最大，上涨 28.25%；其次为种植业和农产品加工，分别上涨 11.39%和 7.87%。畜禽养殖板块景气度回落，下跌 12.92%；动物保健板块回调 7.36%，饲料板块仅小幅上涨 1.33%。

图 2：2020 年 7-11 月 SW 农林牧渔行业二级子行业涨跌幅（%）

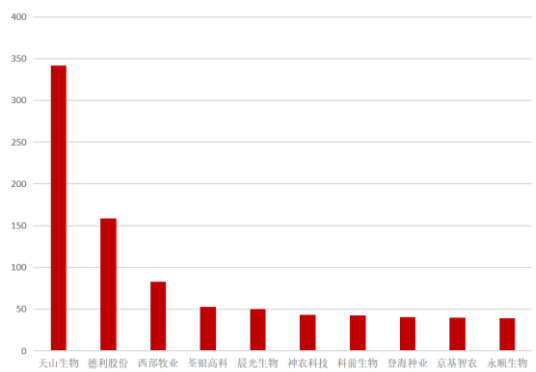


资料来源：wind ，东莞证券研究所

1.3 种植业个股涨幅靠前

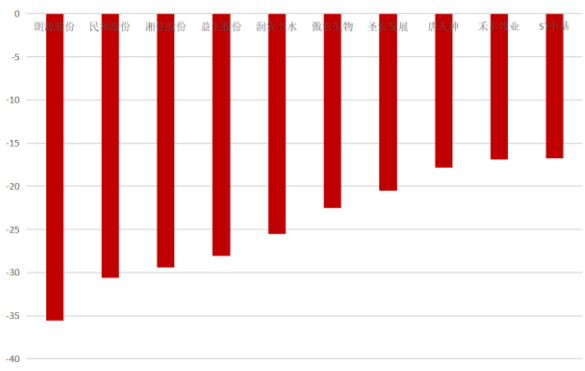
种植业个股上涨较多，养殖业个股下跌较多。2020 年下半年，SW 农林牧渔行业约 54.95%的个股录得正收益，其中约有 4.4%的个股涨幅大于 50%，约有 13.2%的个股涨幅在 30%-50%，约有 3.3%的个股涨幅在 20%-30%。由于新冠疫情持续影响粮食进口，种植业板块内需属性较高，多个粮食主产国相继减少或禁止粮食出口，叠加东南亚虫害灾情较为严重，粮食价格普遍走高，带动种植业板块上涨。从个股涨跌幅榜看，涨幅最大的个股中种植业个股占多，前五分别为天山生物、德利股份、西部牧业、荃银高科、晨光生物，分别上涨 341.44%、158.78%、82.91%、52.94%、49.75%。跌幅最大的个股中养殖股占比较多，前五分别为朗源股份、民和股份、湘佳股份、益生股份、润农节水，跌幅分别为-35.56%、-30.61%、-29.38%、-28.06%、-25.53%。

图 3：SW 农林牧渔行业 7-11 月涨幅榜个股（%）



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 4：SW 农林牧渔行业 7-11 月跌幅榜个股（%）



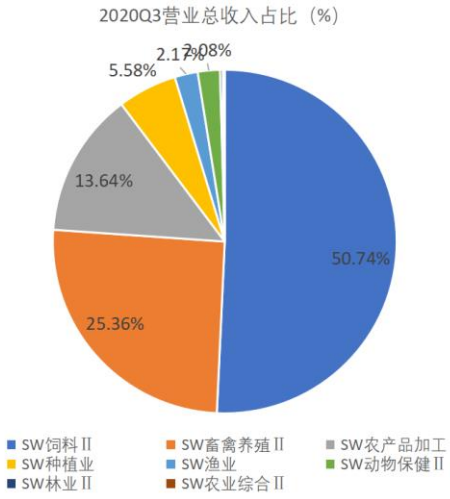
资料来源：wind，东莞证券研究所

2. 前三季度行业业绩同比大增，饲料和养殖行业增长最快

2.1 畜禽养殖板块为行业贡献超过一半的利润

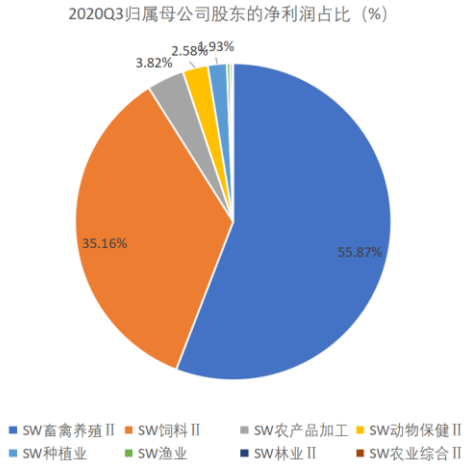
饲料营收贡献过半，畜禽养殖利润占比过半。从 2020Q3 单季度数据来看，所有版块中营收比重最大的仍然是饲料板块，占比高达 50.74%。饲料、畜禽养殖、农产品加工分别占营收的 50.74%、25.36%、13.64%。从利润端看，畜禽养殖板块凭借高毛利率，为农林业贡献了最多的利润，归母净利润占比高达 55.87%。饲料板块则贡献了 35.16%的利润。

图 5：2020Q3SW 农林牧渔子版块营收占比



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 6：2020Q3SW 农林牧渔行业子版块净利润占比



资料来源：wind，东莞证券研究所

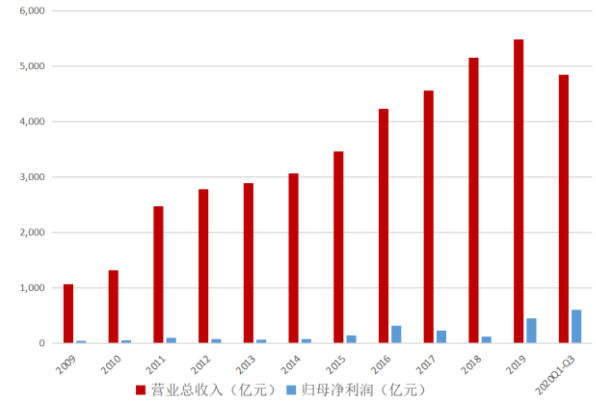
2.2 前三季度行业业绩整体大增

前三季度农林牧渔业绩同比大增，饲料和养殖行业增长最快。2020 年前三季度，农林牧渔行业实现营收 6252.11 亿元，同比+23.58%；实现归母净利润 657.48 亿元，同比+113.28%。行业业绩大幅增长的主要原因，一是前三季度生猪供给整体偏紧，猪价维持高位运行，大型养殖场抓紧机会迅速扩大养殖规模和加快出栏，抢先实现盈利。二是随着生猪补栏持续推进，饲料与动物保健品用量同步上升，相关企业销售数据靓丽。

板块业绩表现整体良好。前三季度，农林牧渔 8 个细分板块中，营收有 5 个实现正增长，其中饲料板块涨幅最大且同比+36.83%；畜禽养殖、动物保健、农产品加工、种植业板块则分别同比+34.19%、+24.64%、+13.93%、+3.65%。从利润端看，8 个子板块中有 5 个实现同比正增长，饲料和畜禽养殖板块归母净利润分别同比+226.09%和+112.44%，动物保健、种植业、农产品加工板块则分别同比+50.27%、+36.73%、+30.08%。农林牧渔行业营收和净利润继续大增，原因是生猪养殖行业产能恢复仍在前中期，行业供给整体尚未恢复至往年正常水平，导致生猪价格维持在高位运行，而上市猪企加快产能布局和出栏进度，出栏量显著高于往年，从而实现业绩快速增长。另外饲料和动保产品需求量随

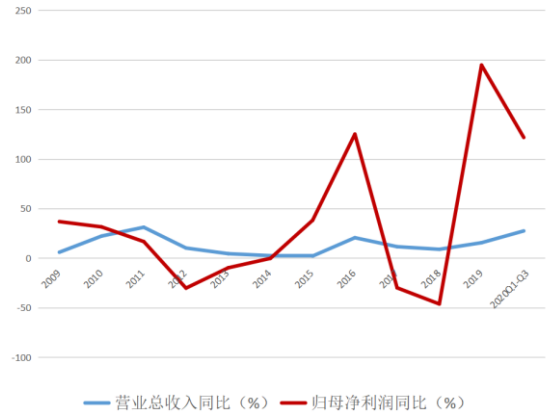
生猪存栏上升，带动行业业绩向好。生猪养殖板块利润持续兑现，后周期的饲料和动保板块景气度上升，行业运行情况符合我们前期的预测。

图 7：农林牧渔行业营收和利润情况（亿元）



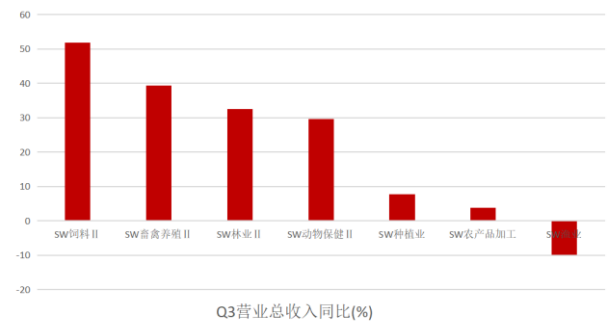
资料来源：wind，东莞证券研究所

图 8：农林牧渔行业营收和利润同比（%）



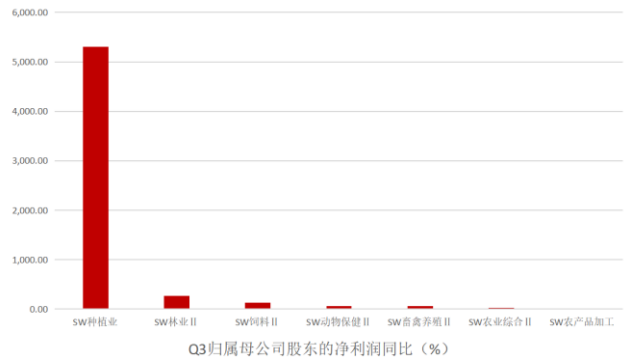
资料来源：wind，东莞证券研究所

图 9：细分板块 2020Q3 单季度营收增速（%）



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 10：细分板块 2020Q3 单季度归母净利润增速（%）



资料来源：wind ，东莞证券研究所

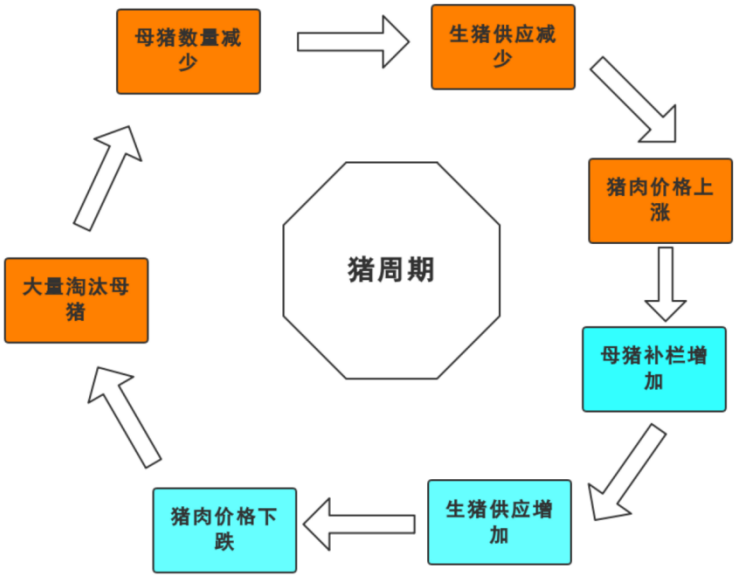
3. 生猪养殖：行业产能持续恢复，生猪价格进入下行通道

3.1 猪周期处于量增价跌阶段

猪周期处于量增价跌阶段。一个完整的猪周期约 4 年，遵循的规律为“母猪数量减少→生猪供应减少→猪肉价格上涨→母猪补栏增加→生猪供应增加→猪肉价格下跌→大量淘汰母猪→母猪数量减少”的循环。猪肉价格高刺激农民积极性造成供给增加，供给增加造成肉价下跌，肉价下跌到很低打击了农民积极性造成供给短缺，供给短缺又使得肉价上涨，周而复始，这就形成了所谓的“猪周期”。猪周期产生的原因主要有生猪生产产量不稳定、标准化规模饲养程度低、疾病加剧产业波动、信息监测预警调控滞后、生猪生长周期性影响等。目前行业处于“量增价跌”阶段。回顾历史，我们共经历了 3 轮完整的猪周期，分别是 2006-2010，2010-2014，2014-2018 年的三轮周期。目前我们正经历第四轮猪周期，围绕“量跌价增”的前半段始于 2018 年中，于 2019 年末见顶，产生原因主要是环保政策收紧叠加非洲猪瘟使得行业快速去产能。2019 年末产能见底，猪

价创新高，随后周期逆转进入“量增价跌”的后半段，生猪存栏连续多月上涨，猪价进入下行通道。

图 11：猪周期蛛网模型



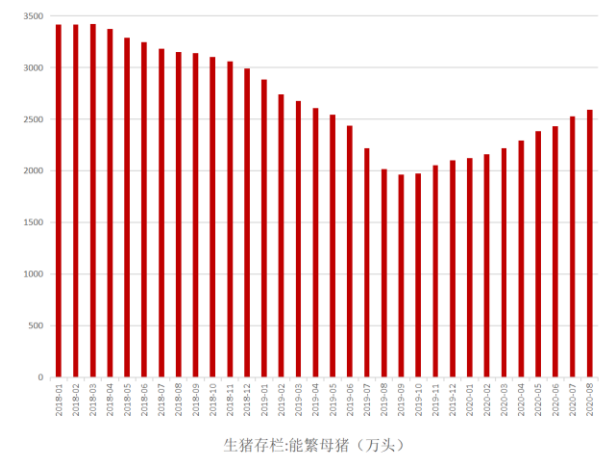
资料来源：东莞证券研究所

3.2 生猪产能持续上升，猪价进入下行通道

行业产能持续恢复，存栏量大幅回升。能繁母猪是衡量生猪出栏的先行指标。根据彭博社数据，2019 年受非洲猪瘟影响，存栏量从正常水平的 3000 万头迅速下滑至年末的不足 2000 万头。能繁母猪存栏于 2019 年 9 月见底 1963 万头后触底反弹，意味着猪周期反转，自此存栏开始持续回升。至 2020 年 8 月已连续环比上涨 10 个月，母猪存栏量恢复至 2593 万头，环比+2.57%，同比+28.43%。各大猪场纷纷扩大补栏计划，外部竞争者同时加速进入行业竞争。生猪存栏于 2019 年末见底约 2.02 亿头，在高利润和帮扶政策的双重刺激下行业产能同样持续回升。截至 2020 年 8 月，生猪存栏为 2.61 亿头，同比+24.64%，环比+4.70%。由于生猪养殖的出栏时间有大概 10 个月的滞后性，2020 年前三季度大量恢复的能繁母猪对应的肥猪出栏期有望在明年看到，即我们预测 2021 年生猪出栏将加速，产能高位时间点预测将出现在 2021 年末至 2022 年。三季度末生猪行业产能已恢复至正常年份 80%以上，鉴于目前大量养殖场仍在快速扩张养殖产能，散户同样在快速扩产，行业普遍预测本轮生猪存栏量高位将超过正常水平。

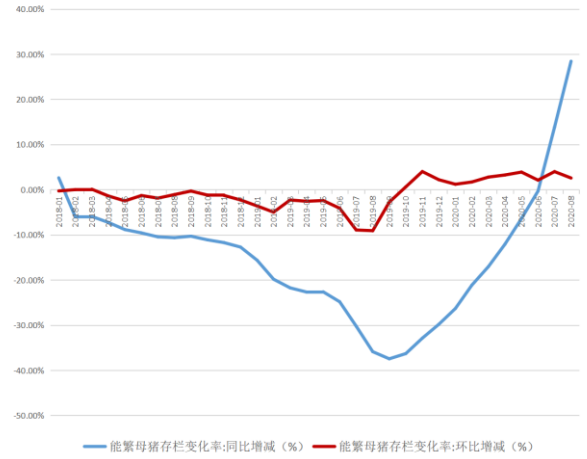
图 12：能繁母猪存栏量持续回升

图 13：能繁母猪存栏环比与同比上升



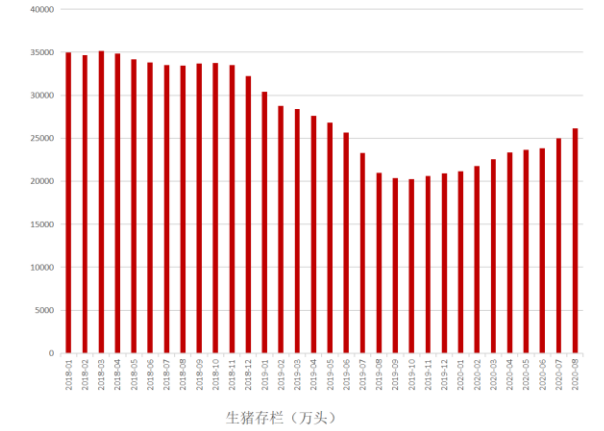
资料来源：彭博社，东莞证券研究所

图 14：生猪存栏持续回升

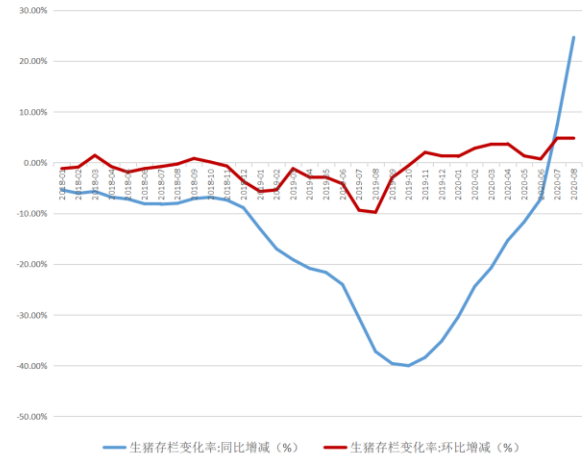


资料来源：彭博社，东莞证券研究所

图 15：生猪存栏同比大增



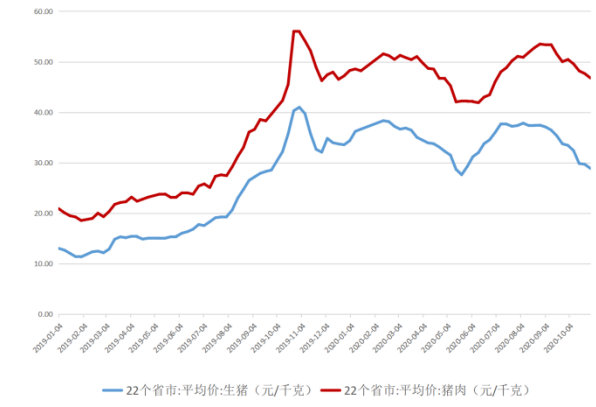
资料来源：彭博社，东莞证券研究所



资料来源：彭博社，东莞证券研究所

生猪价格进入下行通道，下调对板块评级至“中性”。生猪行业产能恢复，价格持续回落。根据中国畜牧业信息网，1 至 10 月生猪价格最大值 38.32 元/千克，最小值 27.61 元/千克，平均值为 34.50 元/千克，猪价属于高位运行阶段。从运行趋势来看，年初开始生猪养殖行业存栏量在多方因素刺激下开始逐步恢复，猪价持续下行，猪价从 2 月份的约 38 元/千克一度下滑至 5 月份低位约 28 元/千克；5 月后，受进口量减少、消费需求恢复、猪场压栏延迟销售、水灾等自然因素影响生猪运输之类的多因素影响，猪价开启了一轮快速反弹，至 9 月初生猪价格约 37 元/千克；往后出栏数据显著修复，行业供给明显回升，猪价再次跌破 30 元/千克整数位，10 月 30 日生猪价格为 28.86 元/千克，维持下行趋势。10 月 30 日自繁自养生猪利润为 1582.47 元/头，比 2019 年末的高位下降了约 49%，养殖利润空间大幅收缩。从 22 个省市猪粮比价看，10 月 30 日的猪粮比价为 11.68%，从高位回落了约 43%。2020 年生猪养殖行业补栏大趋势方向不改，存栏量将继续上升，供给端持续修复下，猪价大概率持续下行。我们维持前期全年生猪平均价位在 30 元/千克附近的预测，绝对值仍然相当高，生猪养殖企业业绩今年仍将非常靓丽。但是，快速下滑的猪价将对大幅压缩养殖企业的利润空间，粮食的涨价则对饲料价格形成上升压力对养殖成本的压力逐步加大，养殖企业未来盈利难度加大，故下调对板块评级至“中性”，我们认为仅部分量增足以弥补价跌的猪企未来有相对好的业绩增长空间。

图 16：猪价持续回落



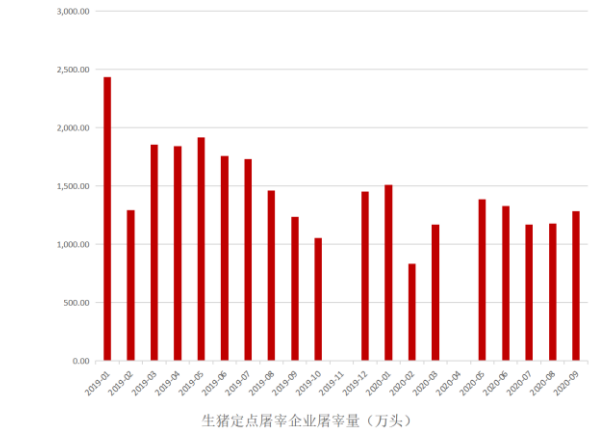
资料来源：中国畜牧业信息网，东莞证券研究所

图 17：养殖利润持续下滑



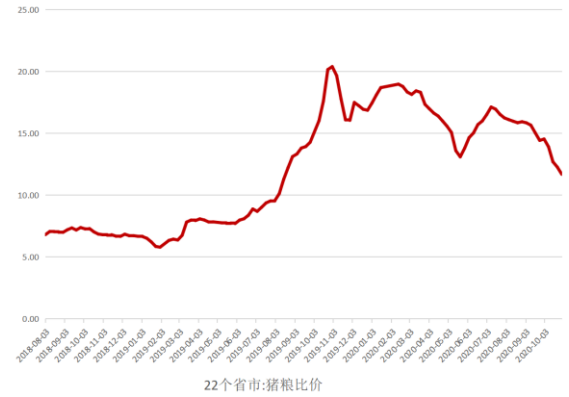
资料来源：wind，东莞证券研究所

图 18：屠宰量仍处于低位



资料来源：商务部，东莞证券研究所

图 19：猪粮比价已从高位回落



资料来源：中国畜牧业信息网，东莞证券研究所

3.3 主要猪企前三季度销售数据一览

牧原一枝独秀，新希望与正邦高增长。从单月数据看，2020 年 9 月，牧原、新希望、温氏、正邦、天邦分别销售生猪 165.00、99.42、74.11、121.64、41.62 万头，牧原出栏量大幅领先，正邦已跃居第二位，新希望第三，温氏增长较慢。从累计销量看，1 至 9 月，牧原、新希望、温氏、正邦、天邦分别销售生猪 1188.10、433.76、706.53、592.47、202.53 万头，分别同比+49.80%、+83.11%、-54.48%、+31.77%、-0.08%，牧原和新希望总量领先，正邦增长最快。截至 9 月，牧原、新希望、温氏、正邦、天邦分别实现生猪销售收入 383.89、149.5、302.29、227.07、65.85 亿元，分别同比+240.45%、+253.18%、+12.61%、+210.46%、+98.52%。总的看来，牧原凭借高基数与高增速，成为了猪企龙头，各项销售数据大幅领先其他企业；新希望与正邦通过大规模的扩产计划和高速的投产落地，正快速成为生猪养殖头部企业，销售数据持续高增长。温氏养殖基数较大，但扩产缓慢，增速显著低于其他猪企。

表 1：牧原股份销售数据

时间	商品肉猪销量（万头）	肉猪销量累计值（万头）	肉猪销量累计同比（%）	肉猪销售收入（亿元）	肉猪销售收入累计值（亿元）	肉猪销售收入累计同比（%）	肉猪销售均价（元/公斤）	肉猪销售均价同比（%）
2020.1-2	139.50	139.50	-31.15	46.24	46.24	156.60	32.50	238.54
2020.3	116.90	256.40	-16.67	33.81	80.05	164.02	31.38	138.63
2020.4	124.70	381.10	-7.70	39.90	119.95	168.89	29.10	112.72
2020.5	144.70	525.80	4.87	40.67	160.62	183.58	26.20	89.44
2020.6	152.30	678.10	16.61	46.58	207.20	202.17	31.41	105.83
2020.7	181.60	859.70	32.36	60.03	267.23	234.58	35.23	120.05
2020.8	163.40	1023.10	41.98	59.12	326.35	248.89	34.47	70.05
2020.9	165.00	1188.10	49.80	57.54	383.89	240.45	32.12	22.74

资料来源：wind，东莞证券研究所

表 2：新希望销售数据

时间	商品肉猪销量（万头）	肉猪销量累计值（万头）	肉猪销量累计同比（%）	肉猪销售收入（亿元）	肉猪销售收入累计值（亿元）	肉猪销售收入累计同比（%）	肉猪销售均价（元/公斤）	肉猪销售均价同比（%）
2020.1	31.95	31.95	9.01	11.02	11.02	160.52	31.77	142.15
2020.2	23.34	55.29	17.79	8.29	19.31	198.92	33.76	185.14
2020.3	27.07	82.36	20.66	10.32	29.63	198.39	32.76	126.71
2020.4	31.04	113.4	25.07	11.59	41.22	195.70	32.88	116.74
2020.5	49.31	162.71	44.32	16	57.22	221.82	28.53	90.45
2020.6	49.58	212.29	58.01	16.88	74.1	246.59	32.97	112.71
2020.7	54.19	266.48	60.83	18.64	92.74	251.82	36.34	129.42
2020.8	67.86	334.34	66.24	23.46	116.2	250.21	35.21	72.85
2020.9	99.42	433.76	83.11	33.3	149.5	253.18	33.14	23.89

资料来源：东莞证券研究所，wind

表 3：温氏股份销售数据

时间	商品肉猪销量（万头）	肉猪销量累计值（万头）	肉猪销量累计同比（%）	肉猪销售收入（亿元）	肉猪销售收入累计值（亿元）	肉猪销售收入累计同比（%）	肉猪销售均价（元/公斤）	肉猪销售均价同比（%）
2020.1	86.94	86.94	-65.13	37.18	37.18	16.22	36.62	217.88
2020.2	53.12	140.06	-64.57	24.40	61.58	20.27	38.00	227.02
2020.3	85.20	225.26	-62.22	36.46	98.04	17.15	35.23	151.28
2020.4	86.42	311.68	-60.18	37.78	135.82	18.44	33.24	136.08
2020.5	90.06	401.74	-59.19	34.69	170.51	15.94	29.61	109.70
2020.6	84.85	486.59	-58.67	35.12	205.63	13.97	33.35	113.78
2020.7	73.86	560.45	-58.47	33.74	239.37	12.57	37.42	115.43
2020.8	71.97	632.42	-56.78	32.16	271.53	13.07	37.01	61.97
2020.9	74.11	706.53	-54.48	30.76	302.29	12.61	34.38	19.67

资料来源：wind，东莞证券研究所

表 4：正邦科技销售数据

时间	商品肉猪销量（万头）	肉猪销量累计值（万头）	肉猪销量累计同比（%）	肉猪销售收入（亿元）	肉猪销售收入累计值（亿元）	肉猪销售收入累计同比（%）	肉猪销售均价（元/公斤）

2020.1	29.97	29.97	-60.78	11.16	11.16	32.86	33.82
2020.2	34.27	64.24	-42.77	15.56	26.72	116.36	37.02
2020.3	40.58	104.82	-37.89	17.74	44.46	112.73	34.90
2020.4	48.68	153.50	-32.16	21.17	65.63	117.25	33.45
2020.5	49.62	203.12	-24.04	18.26	83.89	121.46	29.86
2020.6	69.41	272.53	-11.91	23.23	107.12	137.25	33.50
2020.7	91.18	363.71	-0.42	31.29	138.41	155.56	36.62
2020.8	107.12	470.83	18.47	38.70	177.11	193.91	36.30
2020.9	121.64	592.47	31.77	49.96	227.07	210.46	34.29

资料来源：wind，东莞证券研究所

表 5：天邦股份销售数据

时间	商品肉猪销量（万头）	肉猪销量累计值（万头）	肉猪销量累计同比（%）	肉猪销售收入（亿元）	肉猪销售收入累计值（亿元）	肉猪销售收入累计同比（%）	肉猪销售均价（元/公斤）
2020.1-2	28.79	28.79	-44.15	8.90	8.9	41.72	47.36
2020.3	22.59	51.38	-32.63	7.33	16.23	60.53	58.56
2020.4	17.48	68.86	-33.59	6.23	22.46	52.89	57.21
2020.5	19.13	87.99	-31.60	6.34	28.8	53.93	54.09
2020.6	23.98	111.97	-26.21	9.07	37.87	67.20	64.42
2020.7	23.81	135.78	-19.10	8.01	45.88	80.70	65.18
2020.8	25.13	160.91	-12.88	8.75	54.63	91.75	58.60
2020.9	41.62	202.53	-0.08	11.22	65.85	98.52	51.91

资料来源：wind，东莞证券研究所

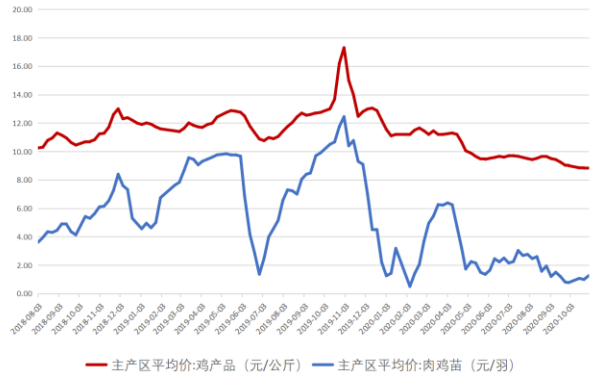
4. 禽类养殖：鸡价暴跌，景气度低迷

4.1 肉鸡替代效应随生猪供给回升减弱，鸡价跌至冰点

生猪供给恢复，鸡价持续下行。2019 年底猪周期反转后，市场肉类供给开始逐步回升，原本猪肉替代效应明显的鸡肉供应受未来预期供给过剩影响，价格迅速下行。主产区鸡产品价格从 2019 年末的超 17 元/千克回落至 10 月 30 日的 8.85 元/千克；主产区肉鸡苗价格跌幅更大，已回落至 1.26 元/羽，低于正常水平，反映行业供给过剩。根据国家发改委，10 月 28 日鸡料比价跌至 1.75，低于同期 2.09 的平衡点，禽类养殖企业已较难盈利。10 月 30 日 wind 数据显示父母代种鸡养殖利润已跌至负值，为-1.39 元/羽，对比上年末高位近 10 元/羽的利润，养殖利润空寂已大幅萎缩。36 个城市鸡肉价格 11 月 2 日跌至 12.74 元/斤，较高位 15 元/斤大幅回落。多项数据显示，随着生猪供应恢复，市场肉类供给总体修复，禽类消费需求平稳前提下供应过剩趋势已现，禽类价格跌幅和下跌速度均领先猪价。未来生猪扩产规模持续扩大下，禽类养殖景气度不再，盈利空间大幅萎缩，投资机会少。

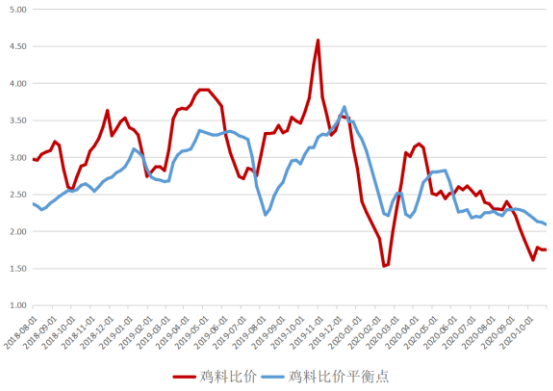
图 20：肉鸡苗和鸡产品价格已从高位回落

图 21：鸡料比价已跌至平衡点以下



资料来源：博亚和讯，东莞证券研究所

图 22：父母代种鸡养殖利润跌至负值



资料来源：国家发改委，东莞证券研究所

图 23：36 个城市鸡肉价格持续下滑



资料来源：wind，东莞证券研究所



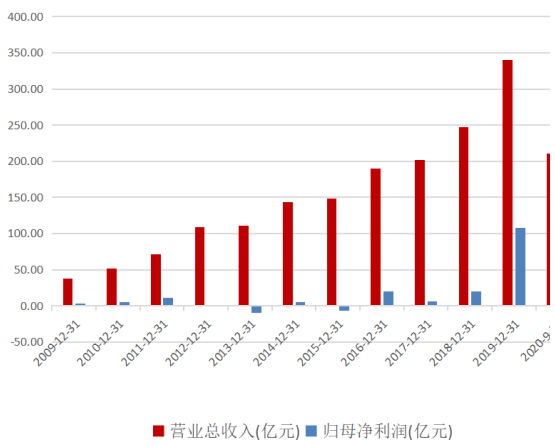
资料来源：国家发改委，东莞证券研究所

4.2 板块前三季度业绩大幅下滑

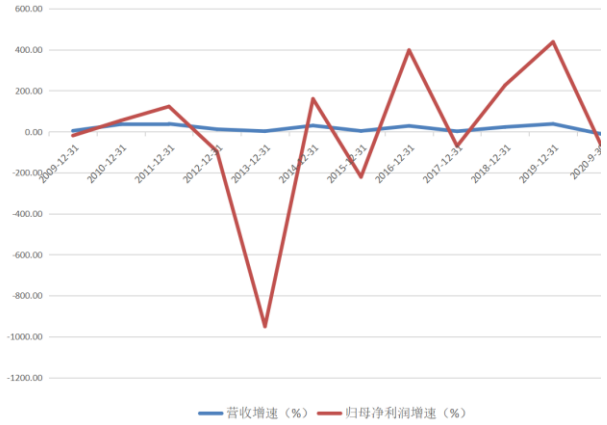
2019 年景气度最高点已过。前三季度，禽类养殖板块（共 6 家标的公司，下同）营收 210.70 亿元，同比-11.36%；实现归母净利润 24.77 亿元，同比-66.14%。前三季度生猪养殖行业产能恢复，肉鸡替代效应减弱，鸡价快速下行，致禽类养殖板块业绩同比大减。

前三季度，禽类养殖景气度回落，企业业绩同比大减。前三季度，圣农发展、立华股份、益生股份、天山生物、仙坛股份、民和股份营收分别同比-3.50%、-5.57%、-38.76%、+66.93%、-4.44%、-44.59%；归母净利润分别同比-33.23%、-90.42%、-90.13%、+88.97%、-49.26%、-93.71%。鸡价受生猪产能上升压制，短期内或难以反弹那走高，禽类养殖企业受压。

图 24：禽类养殖板块营收和净利润（亿元）　　图 25：禽类养殖板块业绩增速（%）



资料来源：wind ，东莞证券研究所



资料来源：wind，东莞证券研究所

表 6：2020 年前三季度禽类养殖板块上市公司业绩简况

证券代码	证券简称	前三季度营收（亿元）	前三季度归母净利润（亿元）	前三季度营收同比（%）	前三季度归母净利润同比(%)	Q2 营收同比（%）	Q2 归母净利润同比（%）	Q3 营收同比（%）	Q3 归母净利润同比（%）
002299.SZ	圣农发展	99.50	18.06	-3.50	-33.23	1.29	-8.17	-36.86	-54.94
300761.SZ	立华股份	58.59	1.22	-5.57	-90.42	-7.24	-3.38	-125.20	-52.37
002458.SZ	益生股份	14.61	1.45	-38.76	-90.13	-43.77	-50.80	-98.42	-110.46
300313.SZ	天山生物	1.33	-0.03	66.93	88.97	114.08	29.20	72.42	150.94
002746.SZ	仙坛股份	23.77	3.28	-4.44	-49.26	3.70	-9.77	-52.81	-79.70
002234.SZ	民和股份	12.90	0.79	-44.59	-93.71	-44.67	-49.29	-82.24	-140.07

资料来源：wind，东莞证券研究所

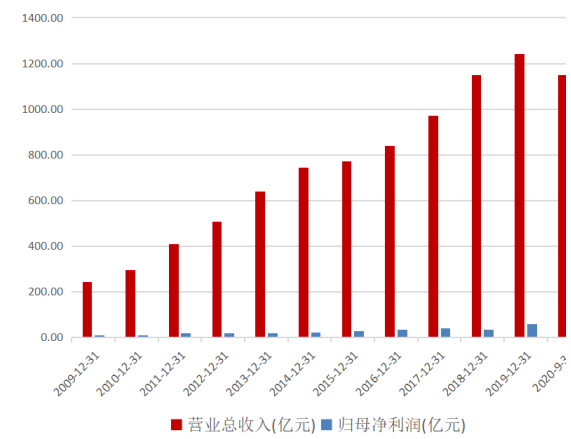
5. 饲料板块：需求量上升，兼营模式下关注饲料占比高的企业

5.1 饲料需求上升，业绩同比大增

饲料板块业绩同比大幅增长。前三季度，饲料板块（共 12 家标的公司，下同）实现营业总收入 1148.05 亿元，同比+28.53%；实现归属于母公司股东的净利润 79.22 亿元，同比+133.90%。饲料板块业绩大幅增长，一是因为部分饲料企业兼营生猪养殖导致毛利率大幅提升，二是因为生猪养殖行业产能恢复趋势下对饲料的需求量上升。

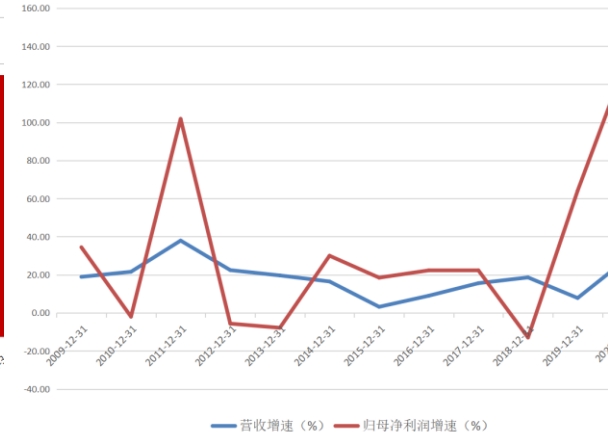
企业业绩同比大增。饲料上市公司中，前三季度绝大部分实现了业绩正增长。前三季度海大集团、大北农、天康生物、京基智农、禾丰牧业、中宠股份、傲农生物、唐人神分别实现营收 438.06、152.66、86.21、11.92、168.58、16.20、73.35、132.78 亿元，分别同比+23.35%、+24.89%、+66.43%、-30.87%、+32.29%、+33.33%、+72.07%、+17.22%；分别实现归母净利润 20.73、14.83、14.78、1.66、9.28、0.96、5.02、7.06 亿元，分别同比+46.80%、+390.88%、+389.75%、-44.66%、+30.16%、+108.27%、+1141.49%、+444.73%。

图 26：饲料板块营收和净利润（亿元）



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 27：饲料板块业绩增速（%）



资料来源：wind，东莞证券研究所

表 7：2020 年前三季度饲料板块上市公司业绩简况

证券代码	证券简称	前三季度营收（亿元）	前三季度归母净利润（亿元）	前三季度营收同比（%）	前三季度归母净利润同比(%)	Q2 营收同比（%）	Q2 归母净利润同比（%）	Q3 营收同比（%）	Q3 归母净利润同比（%）
002311.SZ	海大集团	438.06	20.73	23.35	46.80	26.29	24.03	45.14	31.26
002385.SZ	大北农	152.66	14.83	24.89	390.88	20.22	53.74	490.05	119.66
002100.SZ	天康生物	86.21	14.78	66.43	389.75	80.19	58.88	877.16	190.40
000048.SZ	京基智农	11.92	1.66	-30.87	-44.66	-7.08	-35.22	102.79	-81.48
603609.SH	禾丰牧业	168.58	9.28	32.29	30.16	27.89	39.75	38.68	-9.01
002891.SZ	中宠股份	16.20	0.96	33.33	108.27	51.42	47.59	308.57	66.51
603363.SH	傲农生物	73.35	5.02	72.07	1141.49	70.61	109.24	4587.03	762.27
002567.SZ	唐人神	132.78	7.06	17.22	444.73	9.63	32.83	452.58	224.42
300673.SZ	佩蒂股份	9.72	0.83	38.97	166.76	43.05	30.42	87.67	385.43
002548.SZ	金新农	23.80	3.25	29.63	830.25	12.45	78.22	313.43	692.16
603668.SH	天马科技	27.76	0.81	68.56	11.91	84.28	30.28	4.96	22.73

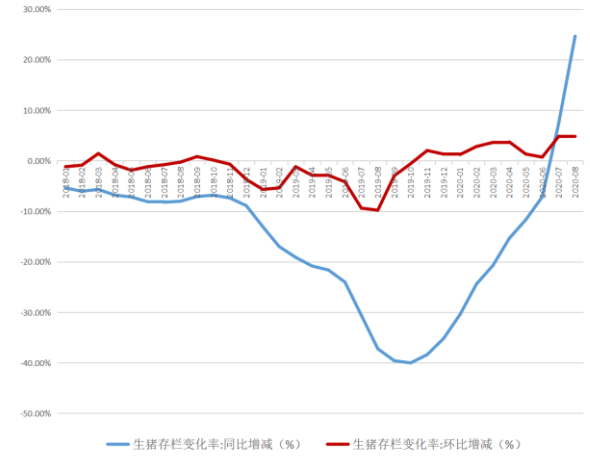
资料来源：wind，东莞证券研究所

5.2 存栏回升和养殖规模化率提升有望带动饲料量价齐升

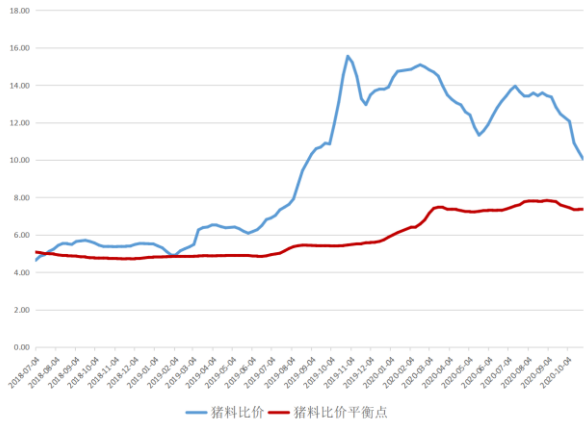
生猪存栏持续回升，饲料需求量跟随回升。生猪存栏自2019年年底后开始快速回升，根据国家统计局，三季度末，生猪同比增长20.7%；其中，能繁殖母猪存栏同比增长28.0%。随着存栏回升，猪价下行，猪料比价从高点回落，逐步向平衡点回归。猪料比价于2019年10月30日报15.55，大幅抛离平衡点10.09。10月28日已回落至10.06，平衡点上升至7.38，比价差距缩小至2.68。大养殖场和散户同时扩大养殖规模的趋势下，饲料作为养殖刚需，消耗量有望随存栏上升，板块业绩增长确定性高。

图 28：生猪存栏回升

图 29：猪料比价向平衡点回归



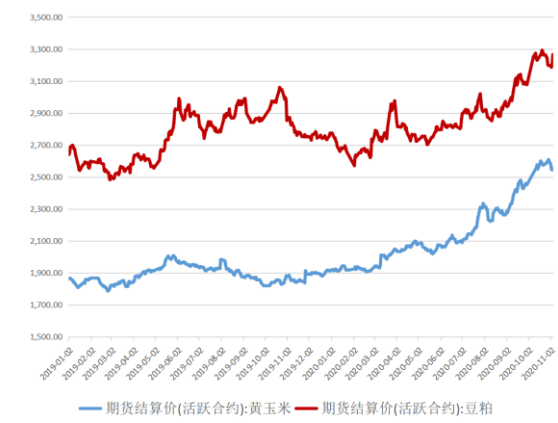
资料来源：农业部，彭博社，东莞证券研究所



资料来源：国家发改委，东莞证券研究所

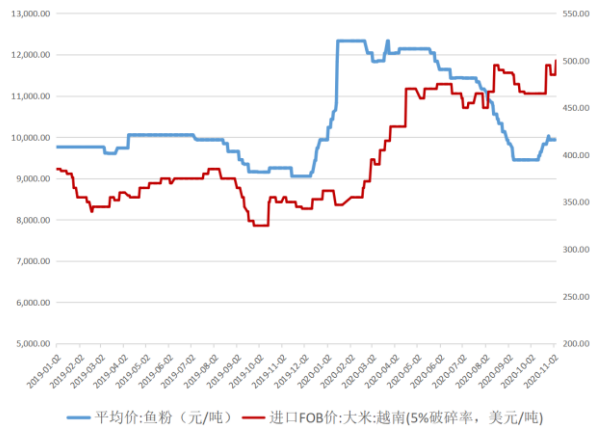
上游原料价格走高，高猪价下有望进行成本转移。2020年基础粮食价格上涨趋势较为显著，一是受到新冠疫情影响，粮食主要出产国禁运或减少输出，二是非洲蝗虫和草地贪夜蛾等虫害预期加剧影响收成。饲料的主要成分玉米、豆粕、鱼粉等对比年初均有一定的涨幅。根据大连商品交易所，黄玉米期货结算价11月5日报2553元/吨，对比1月2日上涨33.32%；11月5日豆粕期货结算价3266元/吨，对比年初上涨17.74%。11月份生猪价格虽回落至29元/千克附近，但仍远超以往周期高点，属于高价区间。猪价大幅高于饲料价格，饲料企业成本上涨部分有望向养殖企业转移。根据wind，饲料企业（共12家样本公司）2020Q3单季度销售毛利率为16.56%，比2019年Q3单季度提升2.84%。政策方面，《关于稳定生猪生产促进转型升级的意见》指出猪肉自给率保持在95%左右；到2022年，养殖规模化率达到58%左右；到2025年，养殖规模化率达到65%以上。各地纷纷出台政策加快落实《意见》，促进生猪生产，保障市场供应。展望未来，补栏加大增加饲料需求，规模养殖场纷纷入场扩大饲料渗透率，饲料业务有望实现量价齐升。

图 30：玉米和豆粕价格走高



资料来源：大连商品交易所，东莞证券研究所

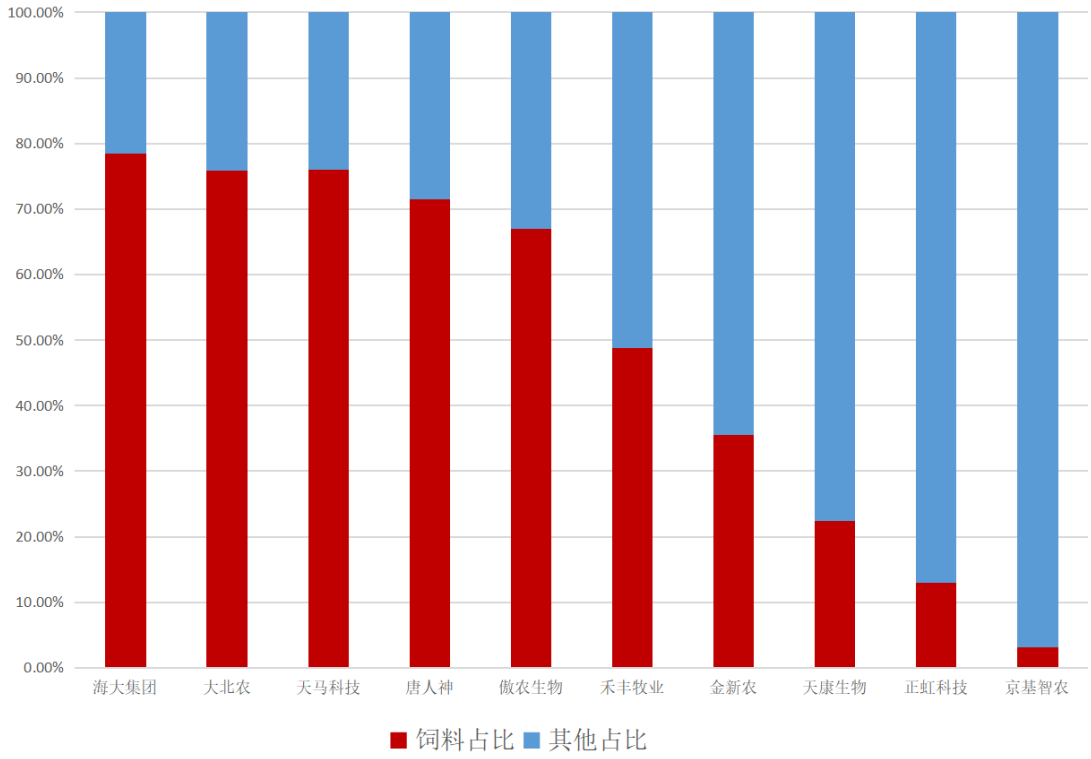
图 31：鱼粉和大米价格走高



资料来源：国家粮油信息中心，东莞证券研究所

关注饲料业务占比高的企业。由于饲料上市企业多数同时兼营饲料和养殖业，在生猪价格下跌的大趋势下，养殖业利润空间势必被压缩，而饲料业务有望实现量价齐升。在多空交织的经营前景下，饲料业务占比高的企业未来业绩弹性更有保障，如海大集团、大北农、天马科技、唐人神等，2019年饲料毛利占比超过70%，主要利润来源为饲料业务。对于养殖利润占比较高的企业，如新希望、正邦科技、天康生物等，则有望通过养殖业务以量补价抵消猪价下行带来的利润空间萎缩。

图 32：2019 年饲料企业板块毛利占比



资料来源：wind，东莞证券研究所

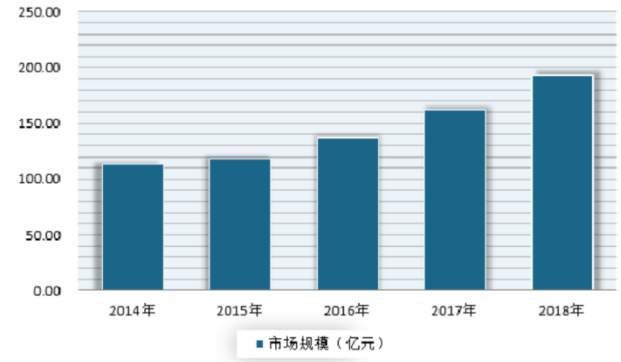
6. 动物保健板块：存栏回升趋势下业绩确定性高

6.1 行业景气度高，市场规模快速增长

动物疫苗市场规模攀升迅速。近年来我国养殖业规模化是主要的发展方向，规模化的养殖场对动物疫苗有刚性需求，是疫苗市场的主要推动力。2000 年后，我国动物疫苗行业保持快速发展态势，截止 2019 年我国动物疫苗市场规模已经接近 250 亿元。非洲猪瘟疫情将加速动物疫苗行业的发展，预测 2020 年我国动物疫苗市场规模约 300 亿元，并将持续保持高速发展，预测到 2025 年市场规模有望突破 600 亿元。

图 33：2014-2018 年中国动物疫苗行业市场规模

图 34：2019-2025 年我国动物疫苗的市场规模预测



资料来源：观研天下



资料来源：观研天下

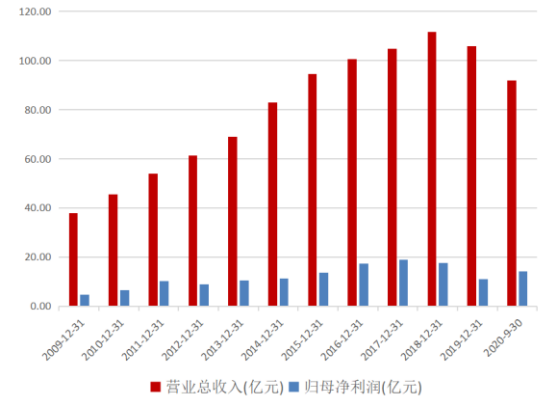
6.2 前三季度存栏回升带动动保产品销售数据向好，板块业绩大增

板块前三季度业绩环比大增。从 2019 年底开始的生猪补栏，给兽用疫苗带来了刚性需求，生猪存栏从最低位的约 2.0 亿头，目前补栏至约 2.6 亿头，距离正常水平 3 亿头还较大距离，并且本轮猪周期补栏趋势如火如荼，众多外部企业加码养殖，未来存栏量超越 3 亿头水平的概率较大，给兽用疫苗带来巨大的消费需求。前三季度，动物保健板块（共 8 家标的公司，下同）实现营业总收入 91.82 亿元，同比+20.67%；实现归属于母公司股东的净利润 14.20 亿元，同比+40.59%，主要原因是生猪存栏上升，对兽用疫苗需求量上升。下半年至明年进入商品肥猪密集出栏期，企业扩产增养意愿强烈，同时新养殖模式下对生物安全有了进一步的提升，疫苗用量将随存栏量回升同步上升，动保板块受益。

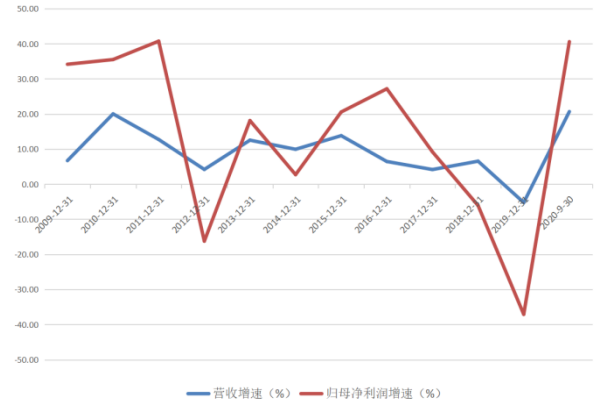
企业业绩同比大增。动物保健上市公司中，前三季度业绩普遍增长较大。前三季度，生物股份、中牧股份、海利生物、瑞普生物、普莱柯、蔚蓝生物、金河生物、绿康生化分别实现营收 11.08、36.30、1.95、6.47、6.93、12.07、2.41 亿元，分别同比+30.65%、+22.83%、-9.74%、+37.48%、+12.27%、-3.33%、+9.29%；分别实现归母净利润 2.96、4.86、0.07、1.60、0.73、1.02、0.43 亿元，分别同比+19.03%、+78.82%、-70.99%、+68.79%、+52.79%、-28.84%、+22.55%。

非瘟疫苗进入大规模临床试验阶段，增加未来上市预期。2020 年 8 月 18 日自农业农村部获悉，国内非洲猪瘟疫苗研制进展顺利，即将进入扩大临床试验阶段。这在一定程度上提振了市场对于生猪产能恢复的信心。非瘟疫苗一旦研发成功将为行业带来巨大扩容，目前已进入到临床中后期阶段。

图 35：动物保健板块营收和净利润（亿元）　　图 36：动物保健板块业绩增速（%）



资料来源：wind ，东莞证券研究所



资料来源：wind，东莞证券研究所

表 8：2020 年前三季度动物保健板块上市公司业绩简况

证券代码	证券简称	前三季度营收（亿元）	前三季度归母净利润（亿元）	前三季度营收同比（%）	前三季度归母净利润同比(%)	Q2 营收同比（%）	Q2 归母净利润同比（%）	Q3 营收同比（%）	Q3 归母净利润同比（%）
600201.SH	生物股份	11.08	2.96	30.65	19.03	45.71	43.61	181.72	44.39
600195.SH	中牧股份	36.30	4.86	22.83	78.82	16.31	21.43	203.71	18.52
603718.SH	海利生物	1.95	0.07	-9.74	-70.99	7.12	-1.20	-147.47	-35.03
300119.SZ	瑞普生物	14.61	2.52	41.45	74.40	35.94	41.43	72.29	80.02
603566.SH	普莱柯	6.47	1.60	37.48	68.79	32.70	49.10	19.68	34.85
603739.SH	蔚蓝生物	6.93	0.73	12.27	52.79	6.28	17.46	-0.04	90.57
002688.SZ	金河生物	12.07	1.02	-3.33	-28.84	-7.50	-13.57	-39.19	-81.86
002868.SZ	绿康生化	2.41	0.43	9.29	22.55	26.07	-18.13	54.48	-25.06

资料来源：wind，东莞证券研究所

7. 投资策略

前三季度农林牧渔行业业绩同比大增。2020 年前三季度，农林牧渔行业实现营收 6252.11 亿元，同比+23.58%；实现归母净利润 657.48 亿元，同比+113.28%。分季度看，Q2 和 Q3 分别实现营收 1641.94 亿元和 2441.51 亿元，分别同比+29.11%和+29.42%；分别实现归母净利润 192.33 亿元和 290.52 亿元，分别同比+117.90%和+69.71%。从毛利率和净利率看，农林牧渔行业前三季度实现毛利率 20.11%，同比提升 4.42 个百分点，实现净利率 11.33%，同比提升 4.90 个百分点。行业业绩大幅增长主要原因，一是前三季度生猪供给整体偏紧，猪价维持高位运行，大型养殖场抓紧机会迅速扩大养殖规模和加快出栏，抢先实现盈利。二是随着生猪补栏持续推进，饲料与动物保健品用量同步上升，相关企业销售数据靓丽。三是新冠疫情下各国收紧粮食出口，同时国内自然灾害频发，粮食供应量有所下滑，价格走高。

生猪养殖业盈利持续释放，禽类养殖业前景不容乐观。生猪养殖业方面，从产能端看，

前三季度补栏进度仍属于补栏前中期，下半年至明年进入商品肥猪加速出栏期。从产能端看，根据国家统计局，生猪存栏快速恢复，已接近正常年份水平：①能繁母猪：9 月末全国能繁母猪存栏 3,822 万头，同比增长 28.0%。②生猪存栏：9 月末生猪存栏 37,039 万头，同比增长 20.7%，较年初的 31,041 万头增长 19.32%。从价格端看，1 至 10 月生猪价格平均值为 34.50 元/千克，猪价属于高位运行阶段。2020 年生猪养殖行业补栏大趋势方向不改，存栏量将继续上升，供给端持续修复下，猪价大概率持续下行。我们维持前期全年生猪平均价位在 30 元/千克附近的预测，绝对值仍然相当高，生猪养殖企业业绩今年仍将非常靓丽。禽类养殖方面，由于 2019 年生猪短缺，禽类发挥替代效应弥补猪肉供给，禽价高涨致行业大幅盈利。进入 2020 年，生猪供应持续恢复，禽类产能过剩，景气度快速回落。主产区肉鸡苗价格从上年高位超 12 元/羽，目前已跌至不足 2 元/羽的历史低位区间，反映了禽类供给过剩，禽类企业盈利空间大幅萎缩，前景不容乐观。

饲料和动物保健行业景气度持续上升。养殖后周期方面，饲料和动保产品是生猪养殖的必需品，在补栏大趋势下，饲料和动保产品需求持续上升，行业景气度走高。饲料行业方面，饲料用量将随生猪存栏提升，确定性高；前三季度玉米豆粕等原材料价格有所上涨，但猪价维持高位，饲料企业有望实现成本提升部分向猪企转移。动物保健行业方面，生猪存栏提升同样会增加兽药疫苗消费量，且本轮补栏由大规模场领头，规模场重视生物防疫投入，疫苗特别是市场苗渗透率有望提升。非瘟疫苗研发方面，前期小规模临床试验数据证明有效性和安全性均理想，将进入大规模临床试验阶段，上升预期加强，一旦成功上市将实现行业规模巨大增幅。种植业方面，今年受虫害、水灾、台风等自然因素影响，且国际粮食出口收紧，粮食供给预期小幅下滑，价格有所提升，种业企业盈利空间有望修复。

维持对行业的“谨慎推荐”评级。往后展望，2020 年猪价全年预期维持高位，猪企盈利空间仍然巨大。头部生猪养殖企业加速养殖项目落地，产能迅速扩张，有望快速抢占市场份额，在高猪价期实现巨大盈利。但是，生猪产能上升的同时猪价进入下行通道，养殖行业景气度逐步回落，未来业绩增量预期较低。养殖业市值占比最高，板块下行将拖累一级行业整体表现，饲料和动保板块上行或较难扭转一级行业整体趋势，故我们给予农林牧渔行业整体“谨慎推荐”评级。存栏数据延续上升趋势，后周期行业景气度继续提升，饲料和动保持续受益。种植业行业受自然因素和政策因素影响，周期性机会偶发。宠物行业景气度高，人均消费和市场规模正快速增长，行业前景良好。综上所述，建议关注个股如海大集团、大北农、禾丰牧业、生物股份、中牧股份、普莱柯、金河生物、隆平高科、登海种业、荃银高科、中宠股份、佩蒂股份等。

表 9：重点公司盈利预测及投资评级（2020/11/10）

股票代码	股票名称	股价（元）	EPS（元）			PE			评级	评级变动
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E		
002714	牧原股份	70.83	1.63	9.28	8.37	43.4	7.6	8.5	中性	下调
000876	新希望	26.36	1.12	2.85	3.12	23.6	9.2	8.4	中性	下调

300498	温氏股份	19.25	2.19	2.40	2.20	8.8	8.0	8.7	中性	下调
002157	正邦科技	17.09	0.65	3.79	4.46	26.1	4.5	3.8	中性	下调
002124	天邦股份	14.38	0.08	3.04	3.41	188.2	4.7	4.2	中性	下调
002299	圣农发展	24.60	3.29	2.74	2.41	7.5	9.0	10.2	中性	维持
300761	立华股份	37.70	4.86	3.34	3.59	7.8	11.3	10.5	中性	维持
002458	益生股份	11.98	2.19	0.69	0.56	5.5	17.4	21.4	中性	维持
002234	民和股份	16.61	5.33	2.10	1.68	3.1	7.9	9.9	中性	维持
002746	仙坛股份	11.95	2.16	1.68	1.48	5.5	7.1	8.1	中性	维持
002311	海大集团	59.26	1.02	1.58	2.01	57.9	37.5	29.5	推荐	维持
002385	大北农	8.21	0.12	0.66	0.77	67.1	12.4	10.7	推荐	维持
603609	禾丰牧业	12.80	1.30	1.87	1.95	9.8	6.9	6.6	推荐	维持
002567	唐人神	7.86	0.21	1.61	1.42	38.0	4.9	5.6	谨慎推荐	维持
600201	生物股份	22.83	0.20	0.45	0.67	116.3	50.8	34.3	推荐	维持
600195	中牧股份	13.78	0.25	0.57	0.59	54.8	24.4	23.2	推荐	维持
603566	普莱柯	24.64	0.34	0.63	0.77	72.5	39.2	32.2	推荐	维持
002688	金河生物	6.25	0.29	0.38	0.48	21.5	16.5	13.0	推荐	维持
603739	蔚蓝生物	26.25	0.50	0.65	0.84	52.2	40.6	31.2	推荐	维持
000998	隆平高科	17.44	-0.23	0.26	0.40	(77.0)	67.6	43.8	谨慎推荐	维持
002041	登海种业	17.30	0.05	0.13	0.21	366.1	135.9	82.7	谨慎推荐	维持
300087	荃银高科	19.06	0.22	0.34	0.49	86.7	56.2	39.2	谨慎推荐	维持
600313	农发种业	4.18	0.02	0.05	0.09	248.8	82.2	46.6	谨慎推荐	维持
002891	中宠股份	55.77	0.40	0.61	0.75	138.4	91.9	74.4	推荐	维持
300673	佩蒂股份	37.60	0.29	0.74	1.03	127.6	50.7	36.5	推荐	维持

资料来源：wind，东莞证券研究所

8.风险提示

猪肉价格大幅下行、非洲猪瘟和禽流感等疫病大规模爆发、补栏进度不及预期、疫苗研发进度不及预期、虫害加剧、政策变化等。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所
广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼
邮政编码：523000
电话：（0769）22119430
传真:（0769）22119430
网址：www.dgzq.com.cn