

深耕粤港澳大湾区，生猪养殖明日之星

京基智农(000048)

主要观点:

► 我国农牧行业首家上市企业

公司创立于1979年，是京基集团旗下上市公司，前身为深圳市养鸡公司。1994年11月在深交所挂牌上市，成为中国首家农牧上市企业。历经42年的稳健发展，京基智农已成为一家拥有现代农业、房地产、金融投资等多元业务的现代化农牧企业。2011-2020年，公司营业收入从13.30亿元稳步提升至40.72亿元，年复合增速13.24%；归母净利润略有波动，但整体仍呈现上行态势，从4.83亿元提升至8.67亿元，年复合增速6.71%。2021Q1，公司实现营业收入20.20亿元，yoy+387.69%；实现归母净利润4.06亿元，yoy+582.92%，主要系报告期内确认商品房销售收入增加所致。

► 生猪养殖：养殖工业化进入加速期，行业集中度持续提升

长期以来，我国生猪养殖行业以中小规模养殖户为主，年出栏50000头以上的养殖场占比非常小。在市场上暂无有效疫苗的背景下，散养户生物安全防护意识、养殖水平双低，极易反复感染非洲猪瘟病毒，造成重大损失，而受限于资金实力，试错的成本非常高，多重压力之下，散养户或将永久性退出市场。大型养殖集团与散养户的不同之处在于，其在生物安全防护水平、融资渠道以及种猪资源等方面的优势突出，可以领先于行业尽可能控制非洲猪瘟疫情的影响，并趁势加快产能扩张节奏，带动行业规模化进程加快。截至2020年年底，生猪出栏规模前三的企业生猪出栏总量达到3722.02万头，CR3达到7.06%，生猪出栏规模前十的企业生猪出栏总量达到5496.02万头，CR10已提升至10.43%。2021Q1，CR3/CR10继续提升至7.23%/10.56%。

► 深耕粤港澳大湾区，布局生猪养殖大有可为

一方面，公司生猪产能扩张节奏大幅提高。2019年至今，公司先后与广东湛江市徐闻县人民政府、高州市人民政府、广西贺州市人民政府、海南文昌市人民政府等签署了框架协议，签约目标产能合计约1300万头。此外，公司与深圳市市场监督管理局就深圳市“菜篮子”产品稳产保供合作事宜签署《战略合作框架协议》，将优先向深圳市供应生猪及各类肉制品。另一方面，公司生猪养殖以供应粤港澳大湾区市场为重心，项目主要布局在广东、广西及海南地区，我们认为，公司战略布局粤港澳大湾区市场可以进一步巩固其核心竞争力，充分享受行情溢价。

投资建议

公司生猪产能扩张节奏提速，在猪价下行周期有望凭借出栏量

评级及分析师信息

评级:	买入
上次评级:	首次覆盖
目标价格:	
最新收盘价:	17.98
股票代码:	000048
52周最高价/最低价:	43.79/17.6
总市值(亿)	94.08
自由流通市值(亿)	94.06
自由流通股数(百万)	523.16



分析师：周莎
邮箱：zhousha@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519110005
联系电话：0755-23947349

的高增长实现以量补价。同时，下游生猪产能逐步恢复，带动公司饲料业务需求持续向好。我们预计，2021-2023 年，公司营业收入分别为 37.68/157.64/146.66 亿元，归母净利润分别为 9.95/39.85/23.39 亿元，对应 EPS 分别为 1.90/7.62/4.47 元，当前股价对应 PE 分别为 10/2/4，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

猪价超预期下跌风险，非瘟疫情反复风险，生猪产能释放进程不及预期风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,919	4,072	3,768	15,764	14,666
YoY (%)	43.1%	-17.2%	-7.5%	318.4%	-7.0%
归母净利润(百万元)	1,101	867	995	3,985	2,339
YoY (%)	151.7%	-21.3%	14.8%	300.4%	-41.3%
毛利率 (%)	52.4%	56.6%	52.2%	59.0%	42.4%
每股收益 (元)	2.10	1.66	1.90	7.62	4.47
ROE	51.6%	31.5%	25.7%	50.7%	22.9%
市盈率	8.66	11.00	9.57	2.39	4.07

资料来源: Wind, 华西证券研究所

正文目录

1. 公司是我国首家农牧上市企业.....	4
2. 生猪养殖：养殖工业化进入加速期，行业集中度持续提升.....	6
2.1. 我国生猪养殖行业呈现明显的周期性波动.....	6
2.2. 非瘟疫情抬高养殖门槛，行业集中度加速集中.....	10
2.3. 生猪供需缺口仍在，下半年猪价仍将维持高位.....	13
3. 深耕粤港澳大湾区，布局生猪养殖大有可为.....	17
3.1. 生猪产能扩张节奏提速，出栏或将快速放量.....	17
3.2. 多年深耕大湾区，核心优势突显.....	19
4. 盈利预测.....	19
5. 风险提示.....	21

图表目录

图 1 公司三大业务板块示意图.....	4
图 2 2011-2021Q1，公司营业收入及其变动情况.....	5
图 3 2011-2021Q1，公司归母净利润及其变动情况.....	5
图 4 2020 年，公司营业收入构成情况.....	5
图 5 2020 年，公司毛利构成情况.....	5
图 6 公司股权结构示意图.....	6
图 7 2012-2020 年，我国生猪出栏量及其增速情况.....	7
图 8 2012-2020 年，我国生猪行业市场规模测算.....	7
图 9 2012-2020 年，我国肉类消费结构及其变动情况（万吨）.....	7
图 10 2015-2021 年，全国月度生猪均价走势图.....	8
图 11 2009-2018 年，散养生猪成本构成情况.....	8
图 12 2009-2018 年，规模生猪成本构成情况.....	8
图 13 2006-2021 年，全国生猪均价走势图.....	10
图 14 2017-2021 年，生猪存栏同环比变化情况.....	11
图 15 2017-2021 年，能繁母猪存栏同环比变化情况.....	11
图 16 2015-2021 年，全国生猪均价走势图.....	11
图 17 2012-2021 年，仔猪价格变化情况.....	12
图 18 2012-2021 年，二元母猪价格变化情况.....	12
图 19 2012-2021 年，自繁自养生猪利润情况.....	12
图 20 2012-2021 年，外购仔猪利润情况.....	12
图 21 2018-2021Q1，中国生猪养殖行业集中度.....	13
图 22 2020 年，我国主要生猪养殖企业出栏情况.....	13
图 23 我国生猪繁育体系概况.....	13
图 24 我国三元商品猪生产流程示意图.....	13
图 25 种猪扩繁及商品猪生产流程示意图.....	14
图 26 2018-2021 年，我国分区域猪价情况（元/公斤）.....	19
表 1 2006-2021 年，我国历次猪周期情况概览.....	10
表 2 我国能繁母猪存栏量折算情况.....	15
表 3 2021 年，我国猪肉供给测算示意图.....	16
表 4 公司生猪产能扩张节奏情况梳理.....	18
表 5 京基智农主要业务经营预测（单位：百万元）.....	20
表 6 可比公司盈利预测.....	21

1. 公司是我国首家农牧上市企业

公司创立于 1979 年，是京基集团旗下上市公司，前身为深圳市养鸡公司。1994 年 11 月在深交所挂牌上市，成为中国首家农牧上市企业。历经 42 年的稳健发展，京基智农已成为一家拥有现代农业、房地产、金融投资等多元业务的现代化农牧企业。其中，**现代农业是公司的战略核心业务**，在广东及周边地区逐步建设畜禽标准化养殖加工基地，重点服务粤港澳大湾区，打造畜禽繁育-饲料-养殖-优质畜禽产品的食品生产全产业链，运用数字化、智能化技术构建从农场到餐桌的全程可追溯产业链，高起点、高标准、高效率发展智慧农业；**房地产是公司的战略支持型业务**，以自行或与第三方专业机构合作等形式对既有的存量土地开发和运营；**金融投资为公司的战略配套型业务**，主要是开展保险经纪业务，协助农业板块对各项目建设进行风险管理。

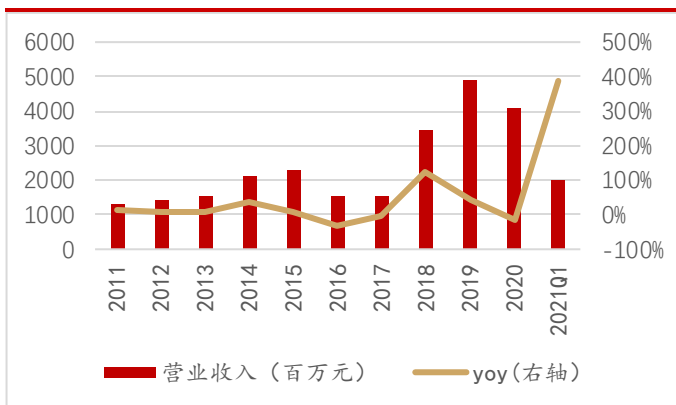
图 1 公司三大业务板块示意图



资料来源：公司官网，华西证券研究所

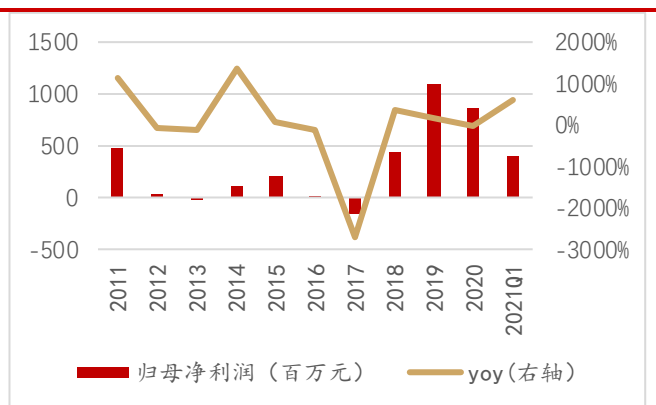
公司营收整体呈现稳步提升趋势，归母净利略有波动。2011-2020 年，公司营业收入从 13.30 亿元稳步提升至 40.72 亿元，年复合增速 13.24%；归母净利润略有波动，但整体仍呈现上行态势，从 4.83 亿元提升至 8.67 亿元，年复合增速 6.71%。2021Q1，公司实现营业收入 20.20 亿元，yoy+387.69%；实现归母净利润 4.06 亿元，yoy+582.92%，主要系报告期内确认商品房销售收入增加所致。

图 2 2011-2021Q1，公司营业收入及其变动情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

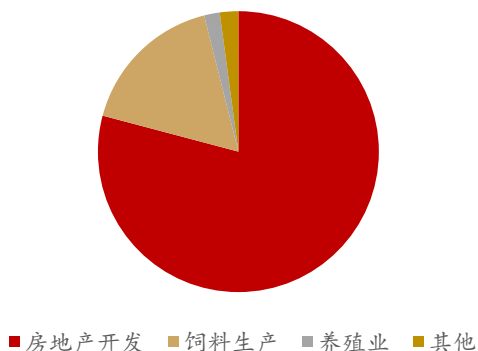
图 3 2011-2021Q1，公司归母净利润及其变动情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

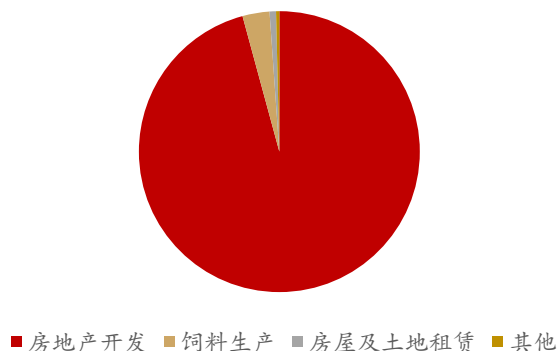
房地产开发和饲料生产业务是公司主要的收入和利润来源。从收入构成上看，2020年，公司实现营业收入40.72亿元，其中，房地产开发和饲料生产分别实现营业收入32.22/6.90亿元，占营业收入的比重分别为79.13%/16.95%，合计收入占比96.07%，是公司主要的收入来源。从毛利构成上看，2020年，公司实现毛利23.07亿元，其中，房地产开发和饲料生产业务分别实现毛利22.09/0.72亿元，占总毛利的比重分别为95.78%/3.11%，合计占比98.89%，是公司主要的利润来源。

图 4 2020 年，公司营业收入构成情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

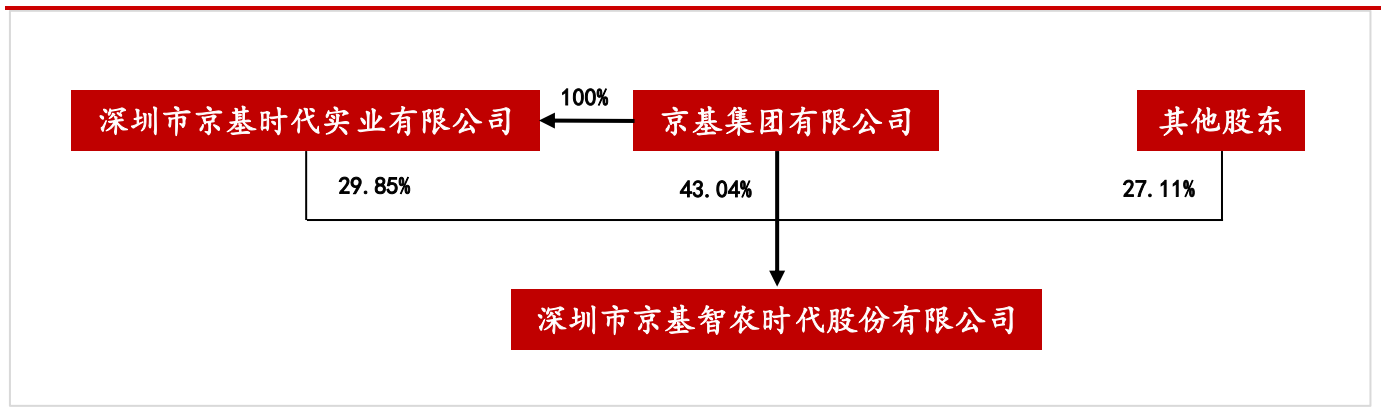
图 5 2020 年，公司毛利构成情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

京基集团为公司控股股东。京基集团成立于1994年，总部位于深圳，业务辐射环渤海、西南及粤港澳大湾区等区域，现已发展成为一家集地产开发、商业运营、金融投资、科技智能、文化教育、现代农业六大核心业务板块并进的规模化、多元化、集团化的综合性企业。截至2021Q1，京基集团直接持有公司43.04%的股权，同时，通过深圳市京基时代有限公司持有公司29.85%的股权，为公司控股股东。

图 6 公司股权结构示意图



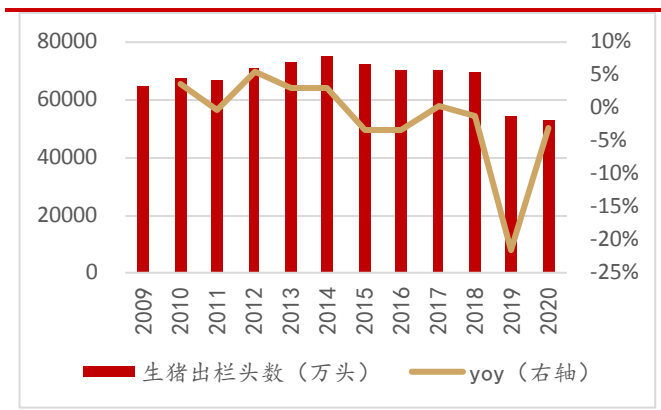
资料来源：公司公告，华西证券研究所

2. 生猪养殖：养殖工业化进入加速期，行业集中度持续提升

2.1. 我国生猪养殖行业呈现明显的周期性波动

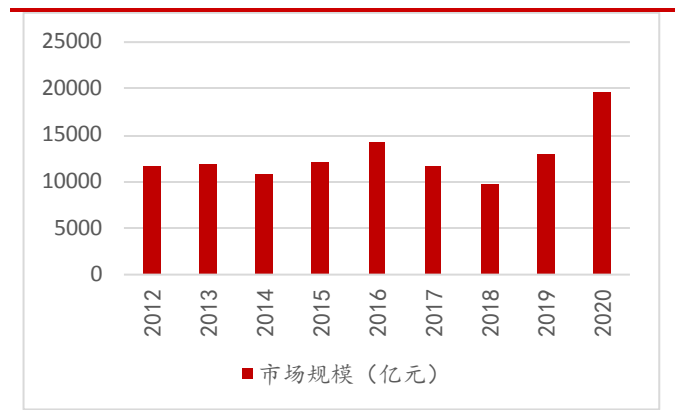
猪肉是我国第一大肉类消费品，生猪市场规模在万亿以上。从肉类消费结构上看，猪肉一直是我国第一大肉类消费品类，2012-2018年，猪肉消费量稳定在5400万吨左右，占我国肉类消费总量的比重稳定在64%左右，2019-2020年，受非洲猪瘟疫情影响，猪肉供给大幅缩减，禽牛羊肉替代效应明显，占比提升明显。2018-2020年，猪肉消费占比从63.45%下降至53.85%；禽肉消费占比从23.41%提升至30.91%，替代效应明显；牛、羊肉消费占比从7.56%/5.58%小幅提升至8.80%/6.44%。从市场规模上看，根据国家统计局数据，2012-2018年，我国生猪出栏量维持在7亿头左右，2019-2020年，非洲猪瘟疫情加速行业产能去化，出栏量降至5.3亿头左右，按照生猪出栏均重110kg、生猪均价按照22省市生猪均价测算，除2018年外，我国生猪行业市场规模始终稳定在1万亿元以上，2020年，受超高猪价影响，我国生猪行业市场规模达到1.97万亿。

图 7 2012-2020 年，我国生猪出栏量及其增速情况



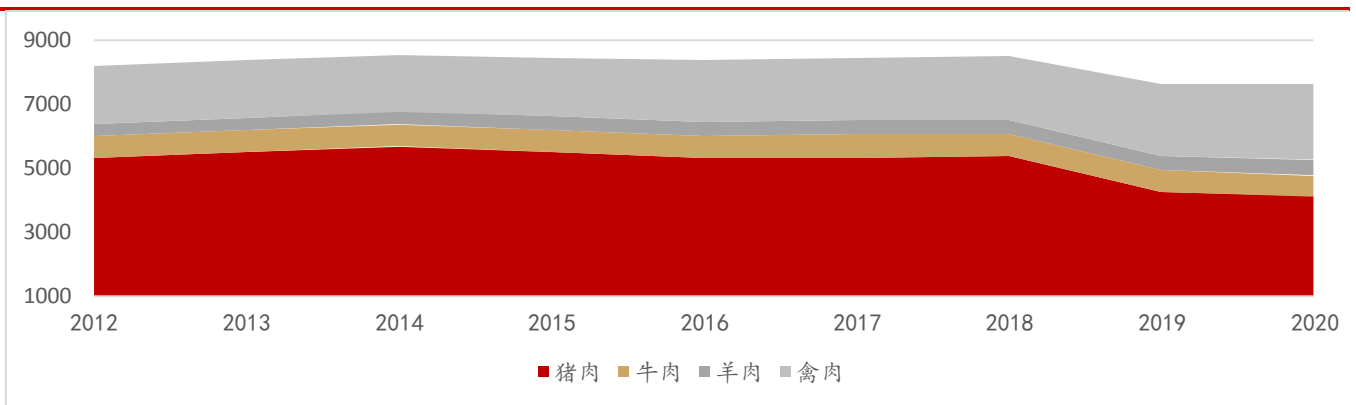
资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图 8 2012-2020 年，我国生猪行业市场规模测算



资料来源：国家统计局、中国畜牧业信息网，华西证券研究所

图 9 2012-2020 年，我国肉类消费结构及其变动情况 (万吨)



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

我国生猪价格呈现明显的周期性波动，具体可分为短、中、长周期。我国生猪养殖行业市场化程度相对较高，猪价由供给和需求两个方面共同决定，供需错位决定了猪价的周期性波动特征。由于猪肉消费的季节性、生猪产能传导的滞后性以及生产成本的整体上移等因素影响，猪价呈现出明显的周期性波动。一般情况下，我们可以将猪价的周期性波动划分为一年期需求波动引致的“小周期”、3-4 年期供给波动导致的“中周期”以及长期成本抬升推动的“大周期”，“大周期”贯穿我国生猪产业发展的全过程，“中周期”和“小周期”嵌套其中。

“小周期”：“小周期”主要由需求端驱动，猪肉年度消费量虽然维持相对刚性，但季节性消费仍然具有一定周期性。一般来讲，1 月为春节前夕，南方地区腌制腊肉需求旺盛，春节之后的 3-4 月消费需求疲软，对生猪价格形成压制，随后随着夏季气温的逐步升高，猪肉消费减少，整体处于淡季。进入下半年，随着中秋、国庆等假期的到来，猪肉消费需求步入旺季，猪肉价格呈现环比上升态势，并一直延续至春节期间。

“大周期”：“大周期”主要由生产成本推动，我国生猪养殖成本主要包括物质与服务费用和人工成本两大块，其中，物质与服务费用主要是指饲料费用。2009-

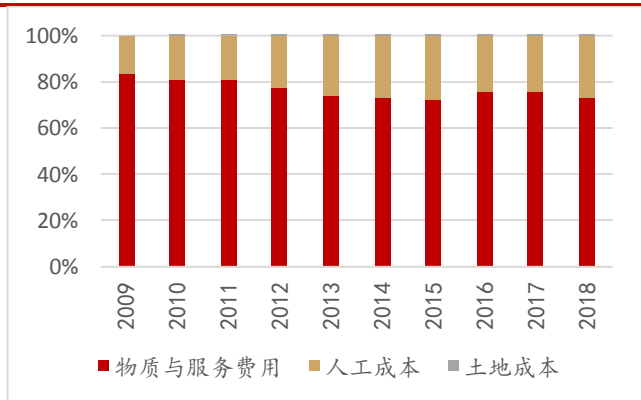
2018年，我国散养/规模生猪总成本分别从1180.82/1118.67元/头提升至1872.97/1584.93元/头，分别上涨58.62%/41.68%，其中，物质与服务费用分别上涨39.74%/152.59%；人工成本分别上涨152.59%/141.51%。生产成本决定着猪价的底部区间，而生产成本的抬升具有不可逆性，以此推动猪价底部持续上行。

图10 2015-2021年，全国月度生猪均价走势图

	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
1月		5.77%	3.86%	0.08%	-9.86%	6.46%	7.11%
2月	-8.29%	3.88%	-5.14%	-13.53%	0.07%	4.00%	-15.57%
3月	-1.69%	5.49%	-6.01%	-17.44%	19.41%	-4.47%	-7.73%
4月	10.68%	3.92%	-3.94%	-4.46%	3.45%	-6.64%	-15.99%
5月	9.19%	4.49%	-9.10%	1.85%	1.21%	-12.37%	-16.22%
6月	7.16%	-2.79%	-2.48%	10.12%	9.22%	13.07%	-23.55%
7月	14.77%	-8.55%	2.81%	9.51%	12.62%	12.63%	
8月	5.08%	-0.72%	5.01%	10.06%	25.12%	-0.16%	
9月	-4.09%	-2.46%	-0.19%	2.84%	20.22%	-5.61%	
10月	-5.59%	-9.91%	-2.89%	-2.39%	28.10%	-15.20%	
11月	-2.53%	2.89%	0.82%	-2.72%	-0.91%	-0.31%	
12月	2.68%	2.99%	5.05%	-1.24%	-3.07%	11.27%	

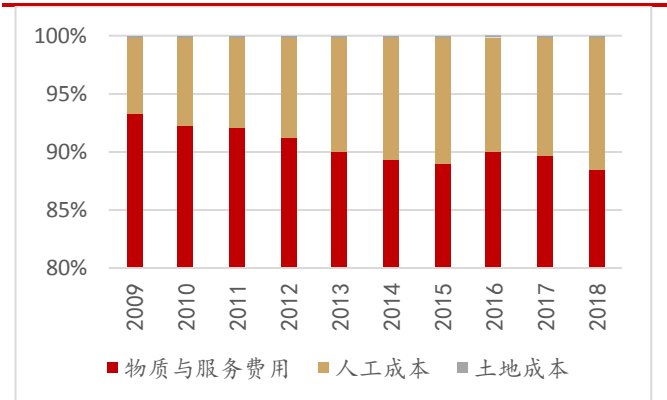
资料来源：猪易通，华西证券研究所

图11 2009-2018年，散养生猪成本构成情况



资料来源：全国农产品成本收益汇编，华西证券研究所

图12 2009-2018年，规模生猪成本构成情况



资料来源：全国农产品成本收益汇编，华西证券研究所

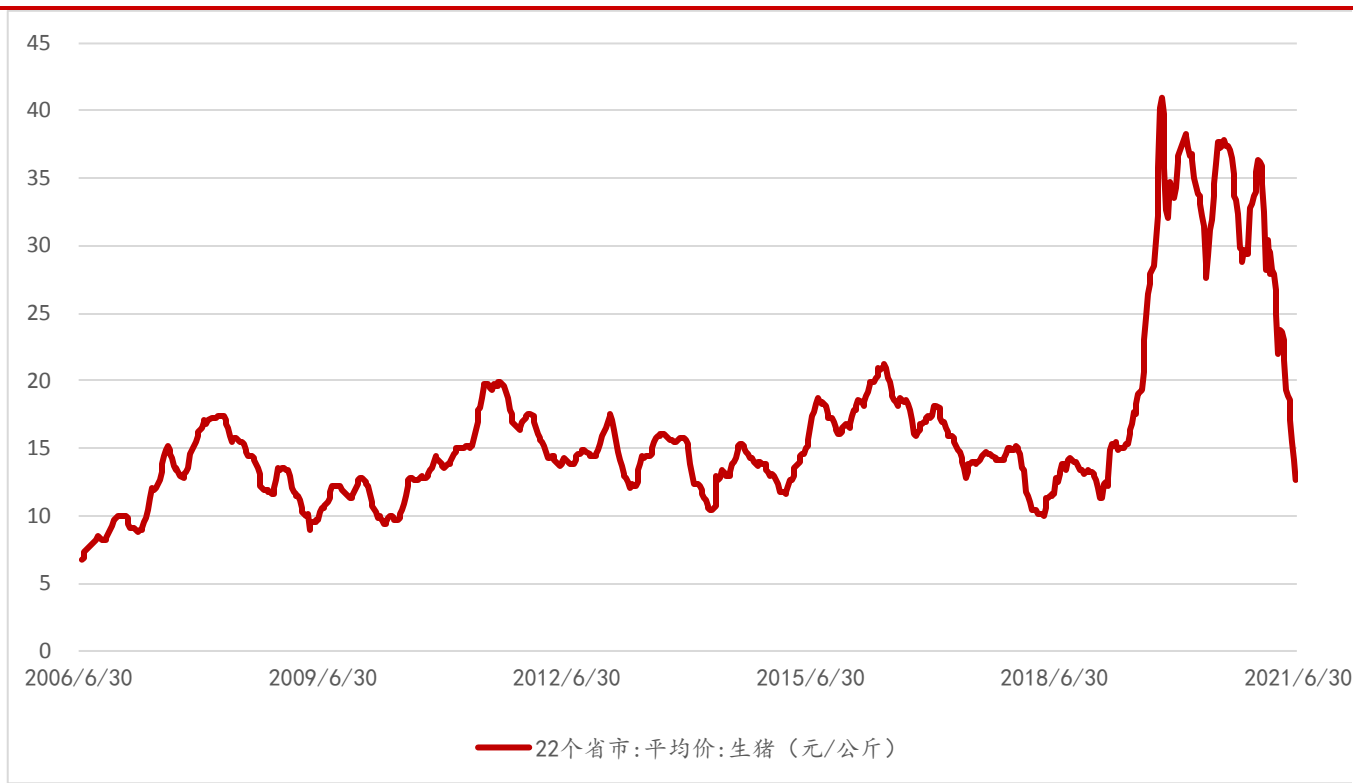
我们一般讲的猪周期主要是指“中周期”，由供给端驱动，核心观测指标是能繁母猪存栏量，可以用蛛网模型对“中周期”的成因进行形象解释：我国生猪养殖行业以中小养殖户为主，行业集中度偏低，散户容易追涨杀跌，在猪价上涨时，养殖户利润增加，补栏积极性大幅提升，能繁母猪产能开始恢复，随着能繁母猪产能向生猪出栏的传导，生猪供给增加，猪价步入下行阶段，养殖户养殖利润减少直至亏损，随即主动淘汰能繁母猪，传导至生猪出栏减少，猪价步入新一轮的上涨周期，如此循环往复。2006年之后，我国仍经历过两轮完整的猪周期，分别是2010年4月-2014年4月和2014年4月-2018年5月，目前，猪价正处于第三轮周期之中，开始于2018年5月。

第一轮“中周期”：从 2010 年 4 月到 2014 年 4 月，历时 48 个月，生猪价格从波谷 9.48 元/公斤上涨至波峰 19.92 元/公斤，其中，猪价上行历时 18 个月，下行历时 30 个月。在经历过 2008 年高猪价之后，行业生猪产能逐步恢复，带动猪价步入下行周期，直至养殖户发生亏损，能繁母猪产能开始进入去化阶段，带动猪价实现反转。2010 年 8 月，能繁母猪存栏下滑至最低点 4580 万头，同比下滑 4.90%，产能去化幅度较大。同时，由于 2010 年冬季仔猪腹泻情况较为严重，造成 6 个月后的生猪供给大打折扣。两者共同推动 2011 年猪价进入快涨通道，并在 2011 年 9 月达到高点 19.92 元/公斤。在养殖高盈利的刺激下，养殖户补栏积极性大幅提升，各路资本快速进入市场，能繁母猪存栏开始回升，2011 年 5 月，能繁母猪存栏实现首次同环比转正，增长趋势一直延续至 2012 年 10 月，生猪产能逐步走向过剩并带动猪价于 2011 年 10 月开始步入下行周期。

第二轮“中周期”：从 2014 年 4 月到 2018 年 5 月，历时 49 个月，生猪价格从波谷 10.01 元/公斤上涨至波峰 21.20 元/公斤，其中，猪价上行历时 26 个月，下行历时 23 个月。本轮猪周期主要由“供给收缩+环保趋严”共同推动。一方面，2011 年 10 月之后，猪价步入下行周期，养殖逐步进入亏损周期，行业进入新一轮的主动去产能阶段，2012 年 10 月，能繁母猪存栏达到最高点 5078 万头，较 2010 年低点提升 10.87%，此后开始逐步回落。另一方面，2015 年 1 月 1 日推行的新《环境保护法》对生猪产能的恢复产生了不利影响，极大地延长了上行周期的时间间隔。供给收缩主动去产能+环保趋严被动去产能，两者共同推动猪价创下 21.20 元/公斤的历史高点。

第三轮“中周期”：从 2018 年 5 月至今，生猪价格从波谷的 10.01 元/公斤上涨至波峰的 40.98 元/公斤。本轮猪周期主要由非洲猪瘟疫情导致的生猪产能大幅去化所致。2018 年 8 月 3 日，辽宁沈阳发生第一起非洲猪瘟疫情，此后迅速席卷全国，对我国生猪产能造成极大影响，截至 2019 年 9 月，全国能繁母猪存栏下滑至 1913 万头，同比下滑 38.90%，较上轮周期高点下滑幅度高达 62.33%。在猪肉消费相对刚性的背景下，生猪供需矛盾支撑猪价进入跳涨阶段，猪价在 2019 年 11 月创下 40.98 元/公斤的历史新高，远超上轮周期高点的 21.20 元/公斤。在养殖高盈利以及政策大力支持下，生猪产能企稳回升，于 2020 年 6 月实现首次同比转正，此后延续恢复态势。虽然非洲猪瘟疫苗正式推出还需要一定时间，非洲猪瘟疫情存在局部反复的情形，但毫无疑问的是，经过非洲猪瘟疫情的洗礼，我国生猪养殖行业的生物安全防控水平得到了大幅提升，生猪供给逐步增加的趋势是较为明确的，全国猪价整体已经步入下行周期。

图 13 2006-2021 年，全国生猪均价走势图



资料来源：中国畜牧业信息网，华西证券研究所

表 1 2006-2021 年，我国历次猪周期情况概览

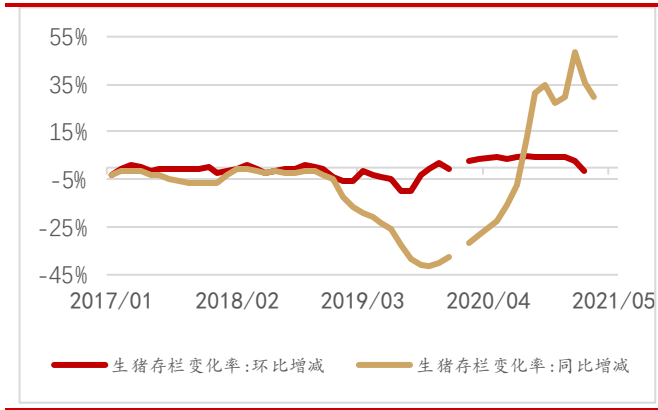
	起止时间	历时	上升阶段	下行阶段	外部因素	猪价高点 (元/公斤)	猪价低点 (元/公斤)
第一轮“中周期”	2010 年 4 月-2014 年 4 月	48 个月	2010 年 4 月-2011 年 9 月	2011 年 10 月-2014 年 4 月	供给收缩 + 仔猪腹泻	19.92	9.48
第二轮“中周期”	2014 年 4 月-2018 年 5 月	49 个月	2014 年 4 月-2016 年 6 月	2016 年 6 月-2018 年 5 月	供给收缩 + 环保限制	21.20	10.01
第三轮“中周期”	2018 年 5 月至今	-	2018 年 5 月-2019 年 11 月	2019 年 11 月至今	非洲猪瘟疫情	40.98	10.01

资料来源：中国畜牧业信息网，华西证券研究所

2.2. 非瘟疫情抬高养殖门槛，行业集中度加速集中

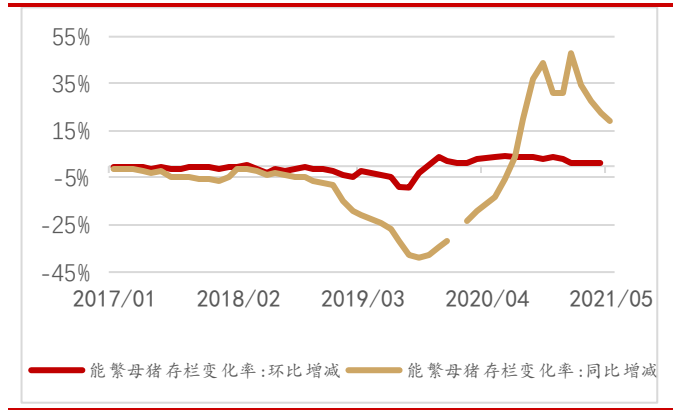
自 2018 年 8 月 3 日辽宁沈阳发生第一起非洲猪瘟疫情以来，非瘟病毒以极快的速度从北向南蔓延，迅速席卷全国。受此影响，我国生猪养殖产业受到重创，全国生猪产能去化幅度达到 40%以上。根据农业农村部数据，截至 2019 年 10 月，生猪存栏同比下滑 41.40%、环比下滑 0.60%；能繁母猪存栏同比下滑 37.80%、环比首次转正，微增 0.60%，生猪产能去化幅度远超历史记录。

图 14 2017-2021 年，生猪存栏同环比变化情况



资料来源：农业农村部，华西证券研究所

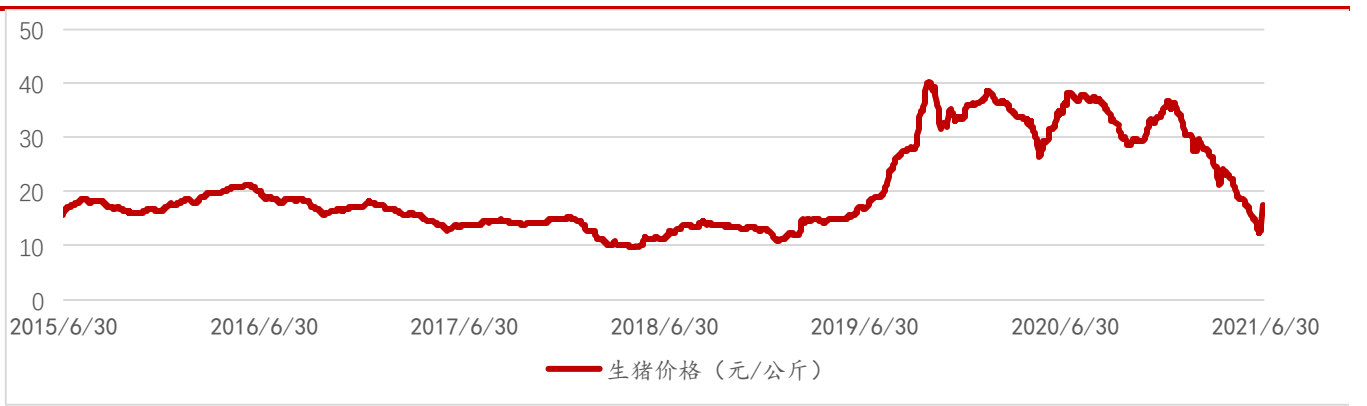
图 15 2017-2021 年，能繁母猪存栏同环比变化情况



资料来源：农业农村部，华西证券研究所

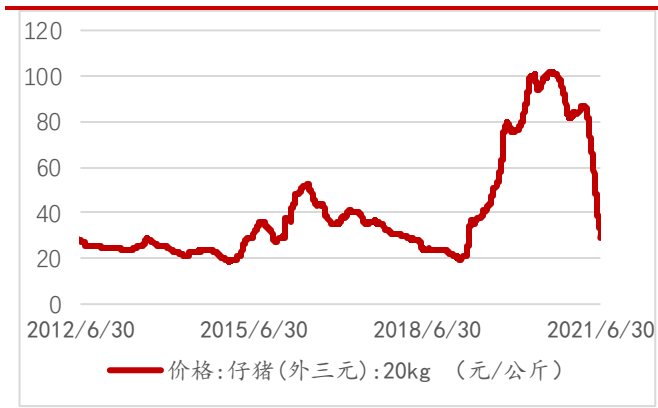
养殖高盈利刺激行业补栏，生猪产能触底回升。根据猪易通数据，2019 年 10 月，全国生猪均价一度超过 40 元/公斤。在养猪高盈利刺激下，大型养殖集团和规模养殖户补栏积极性大增，带动行业生猪产能企稳回升，全国能繁母猪存栏已于 2019 年 10 月实现首次环比转正，2020 年 6 月，全国能繁母猪存栏实现同比正增长。随着能繁母猪产能的逐步恢复，养殖利润进入快速下降通道，截至 2021 年 6 月 25 日，自繁自养生猪利润亏损 526.36 元/头，外购仔猪亏损 1570.78 元/头。

图 16 2015-2021 年，全国生猪均价走势图



资料来源：猪易通，华西证券研究所

图 17 2012-2021 年，仔猪价格变化情况



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 18 2012-2021 年，二元母猪价格变化情况



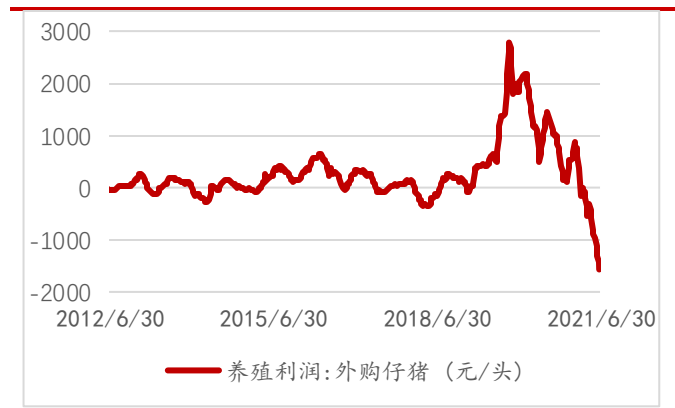
资料来源：搜猪网，华西证券研究所

图 19 2012-2021 年，自繁自养生猪利润情况



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 20 2012-2021 年，外购仔猪利润情况

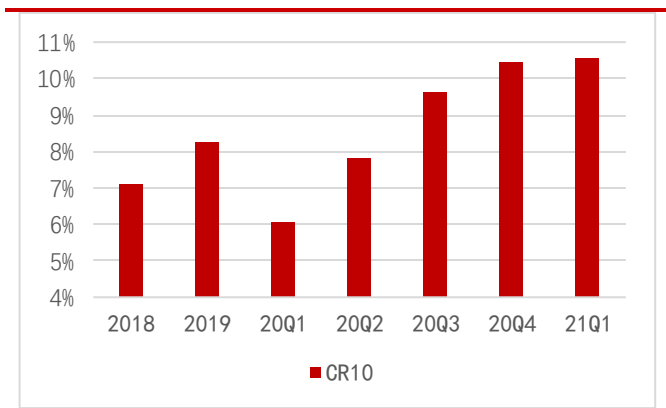


资料来源：Wind，华西证券研究所

非洲猪瘟疫情抬高养殖门槛，行业集中度加速提升。我国生猪养殖行业以中小规模养殖户为主，根据中国畜牧业年鉴统计数据，2009-2018 年，我国年出栏 1-49 头的养殖场占养殖场总数的 95%左右，而年出栏 50000 头以上的养殖场占比非常小。从短期来看，非洲猪瘟疫情肆虐对我国生猪养殖产业造成了重大损失，但从长期来看，非洲猪瘟疫情的长时间存在将倒逼散户退出市场，腾挪出的市场空间被养殖效率较高的大型养殖集团填补，倒逼行业提质增效。主要逻辑在于，在市场上暂无有效疫苗的背景下，散养户生物安全防控意识、养殖水平双低，极易反复感染非洲猪瘟病毒，造成重大损失，而受限于资金实力，试错的成本非常高，多重压力之下，散养户或将永久性退出市场。大型养殖集团与散养户的不同之处在于，其在生物安全防控水平、融资渠道以及种猪资源等方面的优势突出，可以领先于行业尽可能控制非洲猪瘟疫情的影响，并趁势加快产能扩张节奏，带动行业规模化进程加快。

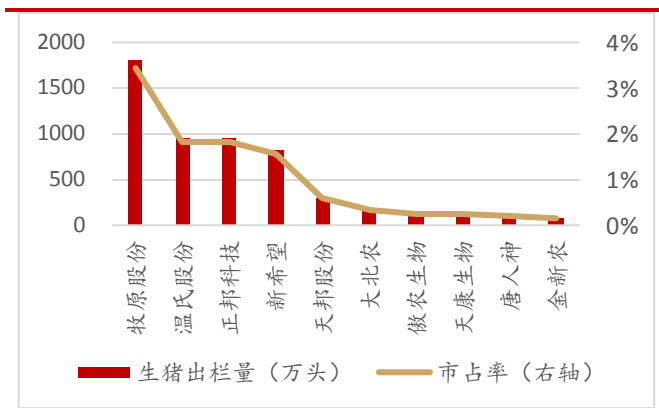
根据 A 股主要生猪养殖企业公告、公开资料整理测算得，生猪养殖行业集中度从 2020Q2 开始回升，截至 2020 年年底，生猪出栏规模前三的企业生猪出栏总量达到 3722.02 万头，CR3 达到 7.06%，生猪出栏规模前十的企业生猪出栏总量达到 5496.02 万头，CR10 已提升至 10.43%。2021Q1，CR3/CR10 继续提升至 7.23%/10.56%。

图 21 2018-2021Q1，中国生猪养殖行业集中度



资料来源：公司公告、国家统计局、华西证券研究所

图 22 2020 年，我国主要生猪养殖企业出栏情况

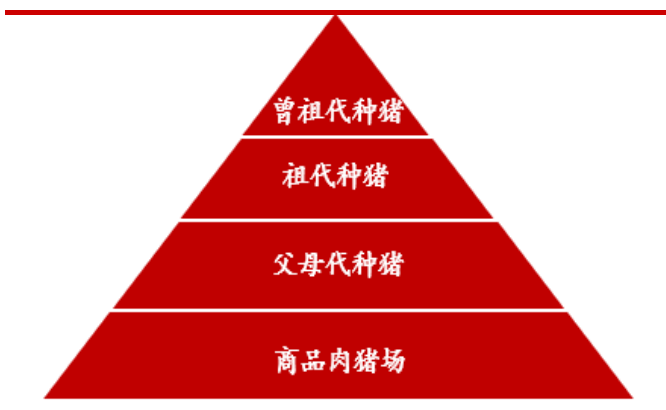


资料来源：公司公告、华西证券研究所

2.3. 生猪供需缺口仍在，下半年猪价仍将维持高位

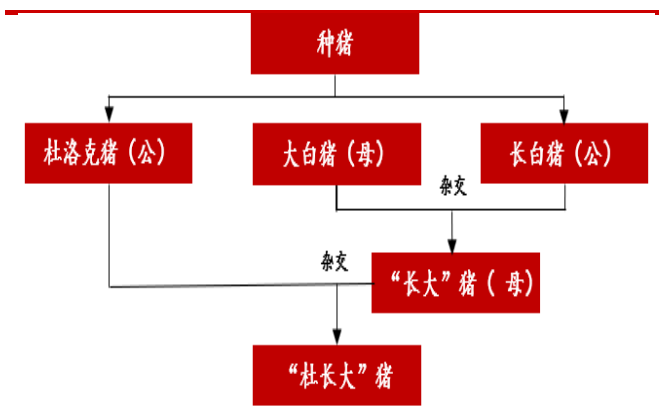
生猪繁育体系是判断未来生猪供给的重要因素。整体来看，我国生猪繁育体系依次由曾祖代 (GGP)、祖代 (GP)、父母代 (PS)、商品代 (CS) 构成。其中，曾祖代 (GGP) 技术壁垒较高，需要投入大量的资源，只有在生猪出栏量达到一定规模的时候才可以看到显著的经济效益，由于我国生猪养殖行业较为分散，头部企业市占率较低，基于经济效益的考虑，我国猪企投入育种的积极性并不高，导致我国生猪育种技术和国外产生了较大差距。目前，我国以进口国外优质种猪为主，主要引进品种包括大白、长白和杜洛克三大品种的祖代种猪，构建现有的三元商品猪育种体系。

图 23 我国生猪繁育体系概况



资料来源：头豹研究院，华西证券研究所

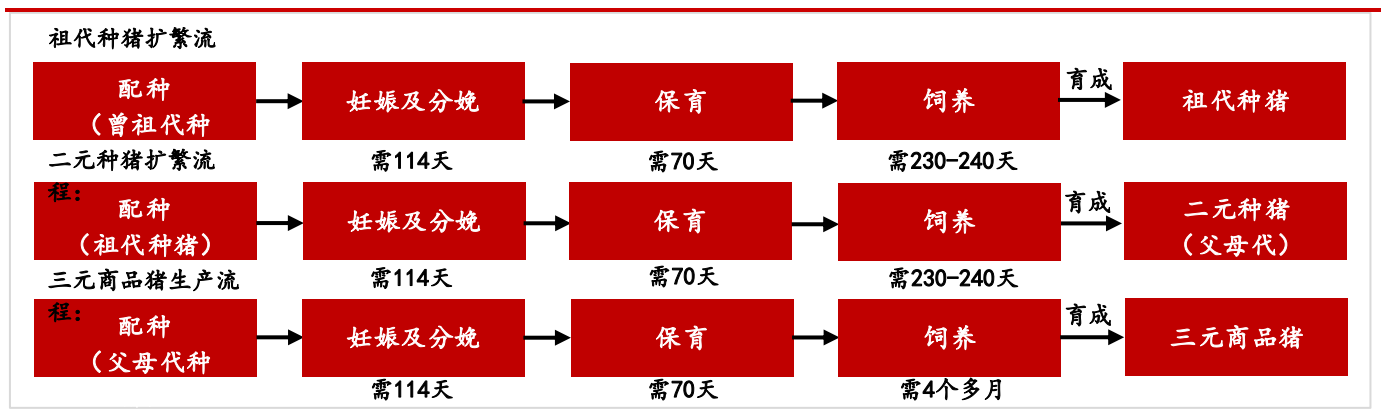
图 24 我国三元商品猪生产流程示意图



资料来源：华西证券研究所

二元母猪到商品猪出栏需要 10 个月左右的时间。按照生猪繁育流程，我们可以大致了解生猪繁育体系中的各个单位在时间和数量上的对应关系。一般情况下，曾祖代种猪传导至祖代种猪大致需要 14 个月的时间，其中，妊娠及分娩时间在 114 天左右，保育 70 天，饲养 230-240 天。祖代种猪传导至二元种猪和上述流程较为相似，所需时间同样在 14 个月左右。从二元能繁母猪传导至三元商品猪出栏大致需要 10 个月左右的时间，其中，妊娠及分娩 114 天，保育 70 天，饲养 4 个多月。

图 25 种猪扩繁及商品猪生产流程示意图



资料来源：头豹研究院，华西证券研究所

生猪供需缺口仍在，下半年猪价不必悲观。能繁母猪存栏是生猪出栏的先行指标，大致对应 10 个月之后的生猪出栏量，因此，我们可以用能繁母猪存栏量指标对未来生猪出栏量进行测算，并结合 MSY、头均出肉量、进口等指标对未来生猪供给情况做前瞻性预判。具体操作上：

1) 测算能繁母猪存栏量：我们采用农业农村部发布的月度能繁母猪数据，由于 2020 年 4 月之后，能繁母猪存栏量的统计口径发生了一些变化，农业农村部不再对外发布其绝对值，但仍发布同环比数据，故，我们用环比数据对未公布的能繁母猪存栏数据进行补齐。此外，考虑到本轮猪周期与以往的不同之处在于，在养殖超高盈利的刺激下，行业三元母猪占比较高，会造成生产效率的下滑，因此，我们假设三元母猪生产效率为二元母猪的 70%，并采取涌益咨询统计的三元母猪占比对二元母猪数量进行修正。

表 2 我国能繁母猪存栏量折算情况

单位：万头	二元能繁占比	三元能繁占比	能繁总量	二元能繁	三元能繁	折算后能繁存栏量
2019 年 1 月	90%	10%	2882.00	2593.80	288.20	2795.54
2019 年 2 月	90%	10%	2738.00	2464.20	273.80	2655.86
2019 年 3 月	90%	10%	2675.00	2407.50	267.50	2594.75
2019 年 4 月	90%	10%	2608.00	2347.20	260.80	2529.76
2019 年 5 月	90%	10%	2501.00	2250.90	250.10	2425.97
2019 年 6 月	90%	10%	2376.00	2138.40	237.60	2304.72
2019 年 7 月	90%	10%	2165.00	1948.50	216.50	2100.05
2019 年 8 月	88%	12%	1968.00	1731.84	236.16	1897.15
2019 年 9 月	85%	15%	1913.00	1626.05	286.95	1826.92
2019 年 10 月	77%	23%	1924.00	1481.48	442.52	1791.24
2019 年 11 月	74%	26%	2001.00	1480.74	520.26	1844.92
2019 年 12 月	70%	30%	2045.00	1431.50	613.50	1860.95
2020 年 1 月	68%	32%	2070.00	1407.60	662.40	1871.28
2020 年 2 月	63%	37%	2105.00	1326.15	778.85	1871.35
2020 年 3 月	60%	40%	2164.00	1298.40	865.60	1904.32
2020 年 4 月	56%	44%	2272.20	1272.43	999.77	1972.27
2020 年 5 月	53%	47%	2360.82	1251.23	1109.58	2027.94
2020 年 6 月	54%	46%	2462.33	1329.66	1132.67	2122.53
2020 年 7 月	53%	47%	2560.82	1357.24	1203.59	2199.75
2020 年 8 月	53%	47%	2650.45	1404.74	1245.71	2276.74
2020 年 9 月	56%	44%	2748.52	1539.17	1209.35	2385.72
2020 年 10 月	56%	44%	2833.72	1586.89	1246.84	2459.67
2020 年 11 月	56%	44%	2941.41	1647.19	1294.22	2553.14
2020 年 12 月	56%	44%	3026.71	1694.96	1331.75	2627.18

资料来源：农业农村部、涌益咨询，华西证券研究所

2) 测算猪肉产量：能繁母猪存栏量大致对应 10 个月之后的生猪出栏量，也就是说，上一年度 3 月到本年度 2 月能繁母猪存栏量的平均值决定本年度的生猪出栏量。因此，我们可以根据往年能繁母猪出栏量、生猪出栏量、猪肉产量等指标推算出 MSY、

头均产肉量等核心指标，在此基础上对 2021 年的生猪供给量做出合理预测。前提假设如下：1) 能繁母猪存栏量在农业农村部公布的月度存栏量的基础上采用涌益咨询统计的三元母猪占比进行折算；2) MSY 采用前五年的平均值；3) 头均产肉量假设出栏均重 120kg、出肉率 70.94%。据此估算，2021 年，我国生猪出栏量 5.26 亿头，猪肉产量 4478 万吨。

3) 估算猪肉进口量：我国猪肉以自给自足为主，2009-2018 年，我国猪肉进口量占猪肉产量的比重始终维持在 3%以下的相对较低水平，2019-2020 年，受我国猪肉供需缺口持续扩大影响，我国猪肉进口量抬升至 199/430 万吨，占我国猪肉产量的比重相应抬升至 4.69%/10.46%。2021 年，我国猪肉供需缺口依然存在，前五个月，我国猪肉进口累计量达到 196 万吨，同比增长 13.95%，我们预计，2021 年，我国猪肉进口量仍将维持相对较高水平，相较于 2020 年增加 20%至 516.43 万吨。

根据以上分析，我们预计，2021 年，我国生猪出栏量在 5.26 亿头，猪肉产量 4478 万吨，全年猪肉供给 4994 万吨，同比增加 9.92%，但相较于 2013-2018 年平均供给量 5548 万吨仍有 554 万吨的缺口，即使考虑猪肉消费占比下滑，全年猪肉供需也将维持紧平衡的状态。基于此，我们判断 2021 年猪价仍将维持在相对较高水平。

表 3 2021 年，我国猪肉供给测算示意图

年份	能繁母猪存栏量 (万头)	MSY	生猪出栏量 (万头)	头均产肉量 (kg)	猪肉产量 (万吨)	进口量 (万吨)	猪肉供给量 (万吨)	生猪均价 (元/公斤)
2010	4871.67	13.82	67333	75.30	5070	19.95	5090	11.80
2011	4705.00	14.25	67030	75.38	5053	46.77	5100	17.09
2012	4824.42	14.66	70725	75.43	5335	52.23	5387	14.97
2013	5008.92	14.53	72768	75.49	5493	58.33	5551	14.83
2014	4981.00	15.05	74952	75.66	5671	56.43	5727	13.25
2015	4467.17	16.21	72416	75.77	5487	77.75	5565	15.26
2016	3869.58	18.11	70074	75.62	5299	162.02	5461	18.53
2017	3714.92	18.90	70202	76.07	5340	121.68	5462	15.01
2018	3519.50	19.71	69382	77.89	5404	119.28	5523	12.70
2019	3128.17	17.40	54419	78.19	4255	199.42	4454	21.82
2020	2195.92	24.00	52704	78.04	4113	430.36	4543	34.01
2021E	2680.96	19.62	52601	85.13	4478	516.43	4994	-

资料来源：农业农村部、国家统计局、涌益咨询，华西证券研究所

3. 深耕粤港澳大湾区，布局生猪养殖大有可为

3.1. 生猪产能扩张节奏提速，出栏或将快速放量

公司生猪产能扩张节奏大幅提高。2019 年至今，公司先后与广东湛江市徐闻县人民政府、高州市人民政府、广西贺州市人民政府、海南文昌市人民政府等签署了框架协议，签约目标产能合计约 1300 万头。此外，公司与深圳市市场监督管理局就深圳市“菜篮子”产品稳产保供合作事宜签署《战略合作框架协议》，将优先向深圳市供应生猪及各类肉制品。

公司生猪养殖项目主要采取楼宇聚落式立体养殖模式，该养殖模式在土地集约、生产管理、生物安全、环保节能等方面具备显著优势。

(1) 在土地集约方面，以公司高州市生猪产业链项目一期建成投产的楼宇为例，与平层养殖相比，可以显著节约土地面积。

(2) 生产管理方面，公司养殖模式采用分胎次、闭群、批次化生产，单条生产线设计出栏最大规模可达 18 万头，具有适度规模化、运作效率高的特点：通过闭群及批次化管理，既减少了外来病原对猪群健康的风险，又提高了猪群的健康度。

(3) 生物安全方面，项目采用全进全出、封闭管理的方式，全程全密闭空气过滤，提高生物安全防控等级，保障猪只安全，生产高品质猪肉。

(4) 节能环保方面，项目在猪舍内采用自动清粪、干湿分离模式，猪舍外采用罐式发酵，实现粪污全密闭生物发酵处理，形成的有机肥用于当地农作物的施肥，形成种养结合的循环生态体系；引入农用灌溉水平的污水处理系统，中水回用，从源头节水，减少水资源浪费，实现达标排放和循环利用。

(5) 在楼宇养殖项目建设工艺方面，公司借鉴地产先进施工经验和方法，实现高州一期项目的快速高质量建设投产，标志着公司已成为高标准、智慧化楼宇养殖工艺的先行者。

表 4 公司生猪产能扩张节奏情况梳理

时间	项目名称	拟投资金额 (亿元)	生猪年产能 (万头)
2021/3/26	《年出栏 200 万头生猪养殖产业链项目投资框架协议》	约 60	200
2020/12/17	年出栏 50 万头生猪养殖产业链项目	约 13	50
2020/10/31	徐闻县生猪养殖产业链三期项目	9.54	36
2020/10/31	台山市生猪养殖产业链项目	9.69	36
2020/10/31	阳江市生猪养殖产业链项目	9.67	36
2020/10/31	惠州市生猪养殖产业链项目	1.88	36
2020/10/13	《年出栏 200 万头生猪养殖产业链项目投资框架协议》	约 60	200
2020/8/28	文昌年出栏 30 万头生猪产业链项目	8.22	30
2020/8/28	贺州市年出栏 500 万头生猪产业链一期项目（共六期）	9.73	500
2020/8/13	《京基智农阳江市农业项目投资框架协议》	约 30	/
2020/6/3	徐闻生猪养殖一期及二期项目（一期）	5.39	100
2020/6/3	徐闻生猪养殖一期及二期项目（二期）	8.67	100
2020/6/3	高州市年出栏 100 万头生猪产业链一期项目（共两期）	13.60	100
2020/5/22	《京基智农贺州市年出栏 500 万头生猪全产业链项目合作框架协议》	约 160	500
2020/5/18	《京基智农汕尾市年出栏 60 万头生猪养殖产业链项目投资框架协议》	约 15	60
2020/1/20	年出栏 15 万头生猪养殖基地项目	/	15
2020/1/20	年出栏 15 万头生猪养殖基地项目	/	15
2020/1/20	年出栏 20 万头生猪养殖基地项目	/	20
2019/11/30	《康达尔贺州市年出栏 200 万头生猪养殖产业链项目投资框架协议》	约 60	200
2019/11/18	康达尔文昌市年出栏 30 万头生猪养殖产业链项目招商投资框架协议书	约 10	30
2019/11/13	《康达尔梅州市年出栏 60 万头生猪产业链项目投资框架协议》	约 15	60
2019/10/30	《康达尔茂名市电白区年出栏 50 万头生猪产业链项目投资框架协议》	约 14	50
2019/8/21	《高州市年出栏 100 万头生猪产业链项目投资框架协议》	约 30	100
2019/8/21	《徐闻养猪项目投资框架协议》	约 30	100

资料来源：公司公告，华西证券研究所

我们认为，对于生猪养殖企业而言，同时具备周期和成长双重属性，周期属性受行业供需格局影响，随猪价同向波动；成长属性在于出栏量快速增长足以抵消猪价下行带来的负面影响，实现收入和利润的跨周期增长，也即以量补价。当前时间节点，

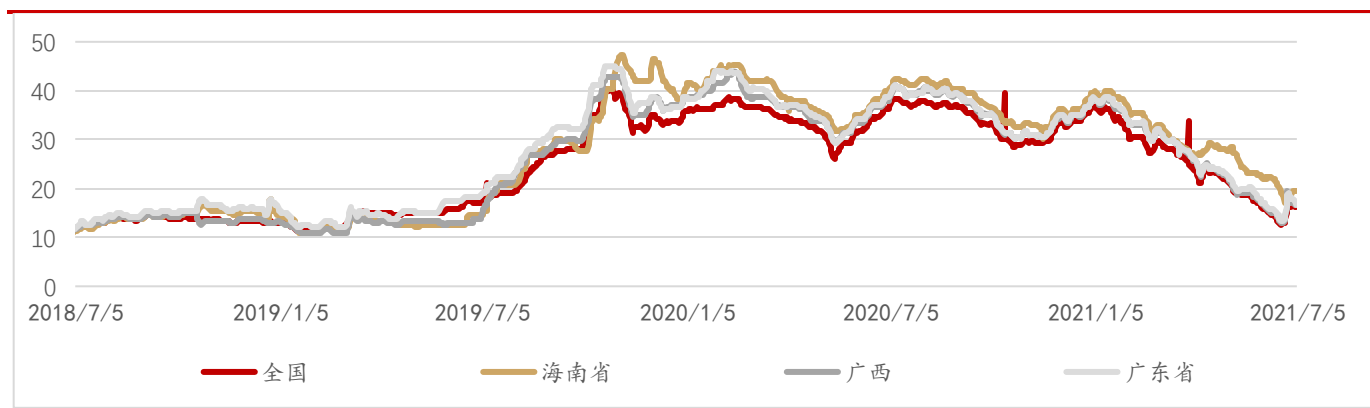
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

猪价虽然整体已经步入下行周期，但公司有望凭借生猪出栏规模的快速增长以及自身优势的不断巩固，实现穿越周期成长。

3.2. 多年深耕大湾区，核心优势突显

公司生猪养殖以供应粤港澳大湾区市场为重心，项目主要布局在广东、广西及海南地区，充分享受行情溢价。2020年11月23日，公司于深圳市市场监督管理局就深圳市“菜篮子”产品稳产保供合作事宜签署《战略合作框架协议》，双方将共同推动深圳市“菜篮子”产品供应基地建设，公司在深圳市外打造多个集饲料生产、育种、育肥、屠宰加工、仓储和冷链物流于一体的生猪产业链项目，并在深圳市内建设“菜篮子”综合体，运用数字化、智能化技术构建从农场到餐桌的食品安全可追溯产业链，在同等市场条件且不违背各方已签署的各项生效法律文件前提下，按照年出栏500万头的规模，优先向深圳市供应生猪及各类肉制品。我们认为，广东、广西、海南等地区猪价显著高于全国平均水平，公司战略布局粤港澳大湾区市场可以进一步巩固其核心竞争力。

图 26 2018-2021 年，我国分区域猪价情况（元/公斤）



资料来源：猪易通，华西证券研究所

4. 盈利预测

公司主要业务包括饲料生产、房地产开发以及生猪养殖三大业务板块，假设中的部分将分别针对上述板块展开讨论：

饲料生产：在前期超高盈利的刺激下，生猪产能正在快速恢复，带动饲料需求回暖，公司深耕饲料行业多年，饲料销量有望呈现快速增长趋势。我们预计，2021-2023年，公司饲料业务收入增速分别为30.00%/50.00%/30.00%。同时，考虑到玉米等原料有望小幅回落，我们预计，2021-2023年，公司饲料业务毛利率分别为11.00%/13.00%/15.00%。

房地产开发：结合公司房地产项目结转进度，山海御园项目已于2021年7月初取得预售许可证，山海公馆项目预计2023年结转，我们预计，2021-2023年，公司

房地产开发板块收入分别为 20/110/61.6 亿元，毛利率维持相对稳定，分别为 78%/75%/72%。

生猪养殖：2019 年以来，公司大幅加快生猪产能扩张节奏，虽然猪价整体已经步入下行周期，但公司生猪养殖板块有望凭借出栏量的快速增长实现收入和毛利的双增长。我们预计，2021-2023 年，公司生猪出栏量分别为 25/160/350 万头，收入增速分别为 10203.99%/351.28%/96.88%，毛利率分别为 37.50%/25.00%/22.22%。

其他：我们预计，公司其他业务维持相对稳定，2021-2023 年，公司其他板块业务收入增速分别为 5%/5%/5%，毛利率分别为 15%/15%/15%。

表 5 京基智农主要业务经营预测（单位：百万元）

业务	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
饲料生产					
收入	917.34	690.00	828.01	1076.41	1399.33
成本	831.94	618.31	736.93	936.47	1189.43
毛利	85.40	71.69	91.08	139.93	209.90
毛利率	9.31%	10.39%	11.00%	13.00%	15.00%
房地产开发					
收入	3414.14	3221.64	2000.00	11000.00	6160.00
成本	1105.50	1012.56	440.00	2750.00	1724.80
毛利	2308.64	2209.08	1560.00	8250.00	4435.20
毛利率	67.62%	68.57%	78.00%	75.00%	72.00%
生猪养殖					
收入	44.35	7.57	780.00	3520.00	6930.00
成本	-	6.06	487.50	2640.00	5390.00
毛利	-	1.51	292.50	880.00	1540.00
毛利率	-	20.00%	37.50%	25.00%	22.22%
其他					
收入	542.89	152.28	159.89	167.89	176.28
成本	402.40	128.06	135.91	142.71	149.84
毛利	184.84	24.22	23.98	25.18	26.44
毛利率	34.05%	15.90%	15.00%	15.00%	15.00%
费用率					
销售费率	2.2%	5.7%	4.0%	4.0%	4.0%
管理费率	5.0%	4.7%	2.5%	2.5%	2.5%
财务费率	-0.7%	-1.0%	0.8%	0.2%	0.2%

资料来源：Wind，华西证券研究所

公司生猪产能扩张节奏提速，在猪价下行周期有望凭借出栏量的高增长实现以量补价。同时，下游生猪产能逐步恢复，带动公司饲料业务需求持续向好。我们预计，2021-2023 年，公司营业收入分别为 37.68/157.64/146.66 亿元，归母净利润分别为 9.95/39.85/23.39 亿元，对应 EPS 分别为 1.90/7.62/4.47 元，当前股价对应 PE 分别为 10/2/4，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 6 可比公司盈利预测

股票 代码	股票 名称	收盘价 (元)	可比公司							
			EPS (元)				P/E			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
002714.SZ	牧原股份	57.52	7.30	6.69	5.36	5.33	7.88	8.60	10.73	10.79
002124.SZ	温氏股份	13.88	1.17	1.27	1.25	0.96	11.86	10.93	11.10	14.46
002157.SZ	正邦科技	11.23	1.86	2.46	1.75	1.33	6.04	4.57	6.42	8.44
300498.SZ	新希望	13.61	1.10	2.40	2.35	1.74	12.37	5.67	5.79	7.82
000876.SZ	天邦股份	6.61	2.47	2.19	2.50	1.87	2.68	3.02	2.64	3.53
平均							8.17	6.56	7.34	9.01

资料来源：Wind，华西证券研究所；采用 Wind 一致预期，股价截至 2021 年 7 月 12 日收盘价

5. 风险提示

猪价超预期下跌风险。目前生猪价格仍然处于较低位置，如果生猪供给超预期恢复可能导致猪价出现超预期下跌情况，进而导致公司整体盈利水平降低。

非瘟疫情反复风险。疫病是畜禽养殖行业所面临的主要风险。目前非洲猪瘟疫苗仍未上市，对于非洲猪瘟的防控仍然是生猪养殖公司的重中之重。从公司角度而言，如果养殖过程中出现非瘟疫情，将会大幅增加企业的防疫支出并且导致生猪出栏量不及预期，进而影响公司盈利能力。

生猪产能释放进程不及预期风险。生猪养殖企业在猪价处于低点的情况下可以通过以量补价来增强自己的盈利能力。如果企业生猪产能释放进程不及预期，可能出现盈利预测不及预期的风险。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	4,072	3,768	15,764	14,666	净利润	878	1,023	4,092	2,397
YoY (%)	-17.2%	-7.5%	318.4%	-7.0%	折旧和摊销	53	15	37	68
营业成本	1,765	1,800	6,469	8,454	营运资金变动	1,320	-899	6,399	1,309
营业税金及附加	777	377	2,995	2,200	经营活动现金流	1,806	103	10,267	3,548
销售费用	233	151	631	587	资本开支	-1,684	-464	-412	-504
管理费用	190	94	394	367	投资	2	0	0	0
财务费用	-41	30	28	28	投资活动现金流	-270	-399	-128	-256
资产减值损失	0	2	3	3	股权募资	0	121	0	0
投资收益	54	64	284	248	债务募资	818	-45	0	0
营业利润	1,180	1,359	5,436	3,190	筹资活动现金流	505	46	-28	-28
营业外收支	-3	0	0	0	现金净流量	2,042	-250	10,111	3,264
利润总额	1,177	1,359	5,436	3,190	主要财务指标				
所得税	299	336	1,344	792	成长能力				
净利润	878	1,023	4,092	2,397	营业收入增长率	-17.2%	-7.5%	318.4%	-7.0%
归属于母公司净利润	867	995	3,985	2,339	净利润增长率	-21.3%	14.8%	300.4%	-41.3%
YoY (%)	-21.3%	14.8%	300.4%	-41.3%	盈利能力				
每股收益	1.66	1.90	7.62	4.47	毛利率	56.6%	52.2%	59.0%	42.4%
资产负债表 (百万元)					净利率率	21.6%	27.2%	26.0%	16.3%
货币资金	3,540	3,291	13,402	16,666	总资产收益率 ROA	8.7%	10.4%	14.8%	7.0%
预付款项	258	146	596	824	净资产收益率 ROE	31.5%	25.7%	50.7%	22.9%
存货	2,606	2,225	8,329	11,005	偿债能力				
其他流动资产	377	363	685	660	流动比率	1.09	1.26	1.27	1.31
流动资产合计	6,781	6,024	23,012	29,155	速动比率	0.63	0.76	0.78	0.78
长期股权投资	1	1	1	1	现金比率	0.57	0.69	0.74	0.75
固定资产	538	504	326	135	资产负债率	71.9%	59.1%	70.3%	69.0%
无形资产	31	22	4	22	经营效率				
非流动资产合计	3,123	3,573	3,953	4,395	总资产周转率	0.41	0.39	0.58	0.44
资产合计	9,904	9,597	26,965	33,549	每股指标 (元)				
短期借款	65	20	20	20	每股收益	1.66	1.90	7.62	4.47
应付账款及票据	1,085	780	3,030	4,067	每股净资产	5.26	7.39	15.01	19.48
其他流动负债	5,084	3,983	15,009	18,159	每股经营现金流	3.45	0.20	19.62	6.78
流动负债合计	6,234	4,783	18,059	22,247	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	773	773	773	773	估值分析				
其他长期负债	116	116	116	116	PE	11.00	9.57	2.39	4.07
非流动负债合计	889	889	889	889	PB	4.35	2.46	1.21	0.93
负债合计	7,123	5,672	18,948	23,135					
股本	402	523	523	523					
少数股东权益	29	57	164	222					
股东权益合计	2,781	3,925	8,017	10,414					
负债和股东权益合计	9,904	9,597	26,965	33,549					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。