



中信证券研究部

核心观点



盛夏  
首席农业分析师  
S1010516110001



熊承慧  
农业分析师  
S1010517070003



彭家乐  
农业分析师  
S1010518080001



联系人：朱欣颀

**生猪养殖板块业绩亮眼，往后看预计猪价全年高位震荡，生猪养殖龙头出栏量有望逐季增加，预计全年盈利同比高增，继续推荐生猪养殖板块。生猪养殖后周期拐点已现，随着生猪存栏的缓慢恢复，饲料、动保板块公司业绩有望迎来修复，推荐饲料、动保板块。玉米等农产品价格上涨有望带动玉米种子提价，转基因玉米商业化持续推进，种业龙头有望迎来黄金发展期，推荐种业板块。**

■ **生猪养殖板块业绩靓丽。**2019 年板块 7 家公司营收 2288 亿元，同比+22%；扣非净利润 261 亿元，同比+248%。2020Q1 营收 607 亿元，同比+37%；扣非净利润 99 亿元，同比扭亏，盈利提升的主要原因为猪价同比大幅上涨。往后看今年猪价有望全年保持高位，随着龙头企业出栏量的恢复，全年盈利有望高增。

■ **生猪养殖后周期板块逐步复苏。**饲料板块 2019 年营收 843 亿元，同比+5%，扣非净利润 31 亿元，同比+141%。2020Q1 营收 196 亿元，同比+15.26%，扣非净利润 10 亿元，同比+455%。动保板块 2019 年营收 77 亿元，同比-9%，扣非净利润 6 亿元，同比-51%。2020Q1 营收 21 亿元，同比+28%，扣非净利润 4 亿元，同比+37%。饲料、动保等后周期板块拐点已现，随着生猪存栏的缓慢恢复，业绩将迎来修复。

■ **其他板块：2019 年鸡价高位，肉禽养殖盈利丰厚。**2020Q1 鸡价低迷，业绩大幅下滑。种业仍处于周期底部，业绩低迷，但随着玉米等农产品价格的上涨，转基因商业化的稳步推进，种业有望逐步走出低谷。宠物行业仍处在高速增长期，但受原材料价格上涨等因素影响，短期业绩承压。

■ **风险因素：**自然灾害，贸易摩擦风险，政策风险，动物疫病等。

■ **投资策略：**1) 猪价预计全年高位，龙头企业出栏有望加速恢复，全年盈利料将高增，继续推荐生猪养殖板块，重点推荐母猪资源充足、成本控制力强、出栏确定性高的牧原股份、天康生物（养殖+疫苗龙头+地区饲料龙头）等。2) 后周期拐点已现，饲料、动保板块公司业绩有望迎来修复，重点推荐海大集团（猪料、禽料、水产料景气共振）等，动保龙头生物股份等。3) 玉米等农产品价格上涨有望带动玉米种子涨价，转基因玉米商业化稳步推进，种业龙头有望迎来黄金发展期，重点推荐大北农（首批获批转基因性状安全证书的两家企业之一+猪料龙头）等。

## 农林牧渔行业

评级 强于大市（维持）

## 重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE			评级
		2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
天康生物	15.88	0.6	2.68	1.6	26.47	5.93	9.93	买入
牧原股份	127.4	2.82	19.69	24.4	45.18	6.47	5.22	买入
大北农	9.06	0.12	0.67	0.74	75.5	13.52	12.24	买入
海大集团	43.15	1.06	1.77	1.99	40.71	24.38	21.68	买入
生物股份	23.91	0.2	0.41	0.57	119.55	58.32	41.95	买入

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 4 月 30 日收盘价

## 目录

生猪养殖：盈利丰厚 .....	1
肉禽养殖：Q1 鸡价低迷，板块利润下滑 .....	4
饲料：海大业绩同比高增 .....	6
动保疫苗：周期拐点已现，盈利见底回升 .....	8
宠物：成本增加，盈利下滑 .....	9
种业：周期底部，业绩低迷 .....	11
风险因素 .....	11
投资策略 .....	12

## 插图目录

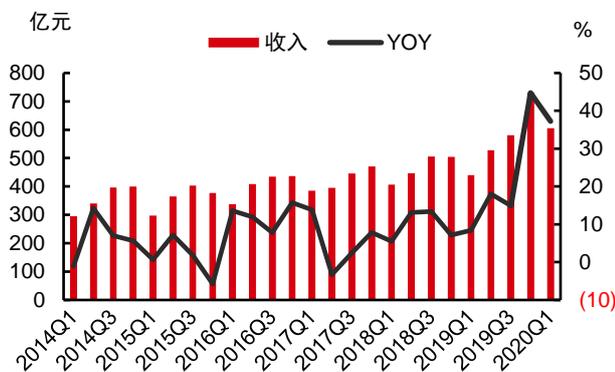
图 1: 生猪养殖板块收入与同比增长率 .....	1
图 2: 生猪养殖板块净利率与同比增长率 .....	1
图 3: 2020Q1 生猪养殖板块盈利能力环比下降 .....	2
图 4: 2020Q1 部分生猪养殖公司毛利率变动情况 (%) .....	2
图 5: 2020Q1 部分生猪养殖公司净利率变动情况 (%) .....	2
图 6: 生猪养殖板块期间费用率 .....	2
图 7: 生猪养殖部分公司期间费用率变动 .....	2
图 8: 部分生猪养殖公司年度出栏量 .....	3
图 9: 部分生猪养殖公司前三季度出栏量 .....	3
图 10: 部分生猪养殖企业生物性资产 .....	3
图 11: 部分生猪养殖公司生物性资产环比变化 .....	3
图 12: 2020Q1 生猪价格维持高位 .....	4
图 13: 部分生猪养殖企业生猪出栏价格走势 .....	4
图 14: 肉禽养殖板块收入与同比增长率 .....	4
图 15: 肉禽养殖板块净利率与同比增长率 .....	4
图 16: 2020Q1 肉禽养殖板块盈利能力下滑 .....	5
图 17: 2020Q1 部分肉禽养殖公司毛利率 (%) .....	5
图 18: 2020Q1 部分肉禽养殖公司净利率 (%) .....	5
图 19: 肉禽养殖板块期间费用率 .....	6
图 20: 肉禽养殖部分公司期间费用率变动 .....	6
图 21: 饲料板块收入与同比增长率 .....	6
图 22: 饲料板块净利率与同比增长率 .....	6
图 23: 2020Q1 饲料板块盈利能力改善 .....	7
图 24: 2020Q1 部分饲料公司毛利率改善 .....	7
图 25: 2020Q1 多数饲料企业盈利能力提升 .....	7
图 26: 饲料板块期间费用率 .....	7
图 27: 饲料部分公司期间费用率变动 .....	7
图 28: 动保疫苗板块收入与同比增长率 .....	8
图 29: 动保疫苗板块净利率与同比增长率 .....	8
图 30: 2020Q1 动保疫苗板块盈利能力环比下降 .....	8
图 31: 2020Q1 部分动保疫苗公司毛利率变动 (%) .....	9
图 32: 2020Q1 部分动保疫苗公司净利率变动 (%) .....	9
图 33: 动保疫苗板块期间费用率 .....	9
图 34: 动保疫苗部分公司期间费用变动 .....	9
图 35: 宠物板块收入与同比增长率 .....	10
图 36: 宠物板块净利率与同比增长率 .....	10
图 37: 2020Q1 宠物板块盈利能力有所改善 .....	10
图 38: 2020Q1 部分宠物公司毛利率变动 (%) .....	10
图 39: 2020Q1 部分宠物公司净利率改善 (%) .....	10
图 40: 种业板块收入与同比增长率 .....	11
图 41: 种业板块净利率与同比增长率 .....	11
图 42: 种业公司预收账款情况 .....	11
图 43: 多数公司预收账款同比增加 .....	11

## ■ 生猪养殖：盈利丰厚

**板块业绩：**选择生猪养殖板块 7 家上市公司（见图 4），采用整体法计算，2019 年 Q1-Q4，营收 2287.72 亿元，同比增加 22%，主要系牧原股份、温氏股份等龙头企业收入高增影响。2019 年 Q1-Q4，7 家公司扣非净利润 261.49 亿元，同比大增 248%，增长原因主要系猪价大幅上涨。

2020Q1 营收 606.95 亿元，同比增加 37%，环比下降 17%；扣非净利润 98.82 亿元，同比大幅扭亏，环比下降 38%。生猪养殖板块一季度营收同比增加、盈利同比高增主要系一季度猪价同比大幅上涨拉动，环比下降主要系商品猪出栏量环比减少以及板块公司非养猪业务盈利不佳拖累。

图 1：生猪养殖板块收入与同比增长率



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

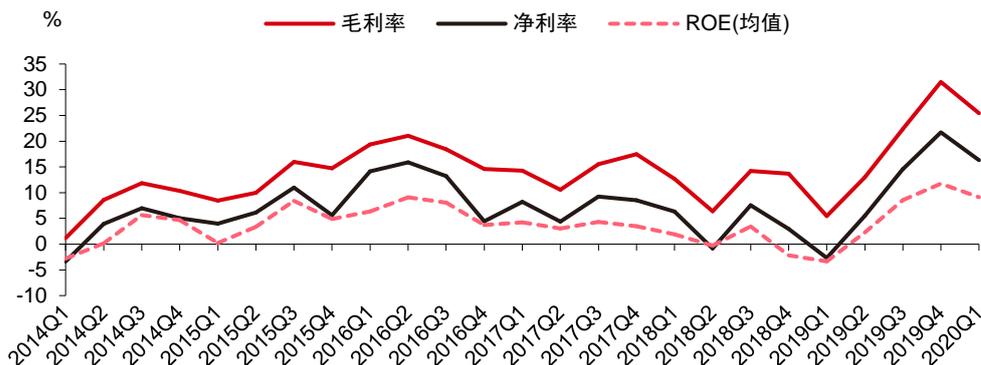
图 2：生猪养殖板块净利率与同比增长率



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

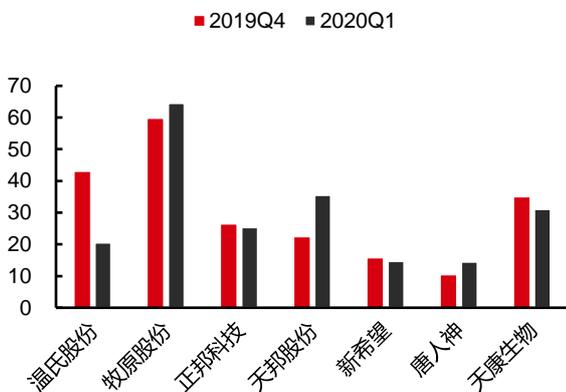
**盈利能力：**2019 年饲料板块毛利率为 20%，同比提升 8pcts；净利率为 11%，同比提升 7pcts。2020Q1 生猪养殖板块毛利率环比小幅降低至 25.44%，净利率环比降至 16.28%。其中龙头企业温氏股份 2020Q1 环比下降明显，毛利率下降 22pcts，净利率下降 21pcts。天邦股份改善明显，毛利率提升 13pcts，净利率提升 19pcts。

图 3：2020Q1 生猪养殖板块盈利能力环比下降



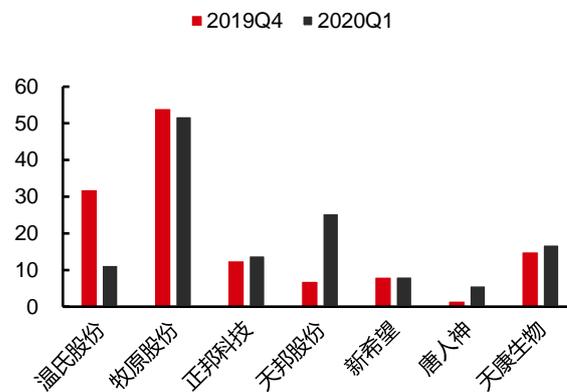
资料来源：各公司公告，中信证券研究部

图 4：2020Q1 部分生猪养殖公司毛利率变动情况 (%)



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

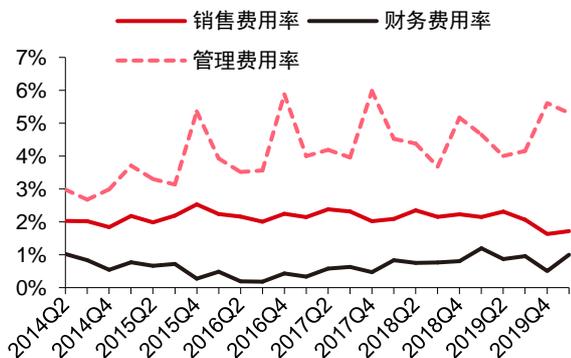
图 5：2020Q1 部分生猪养殖公司净利率变动情况 (%)



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

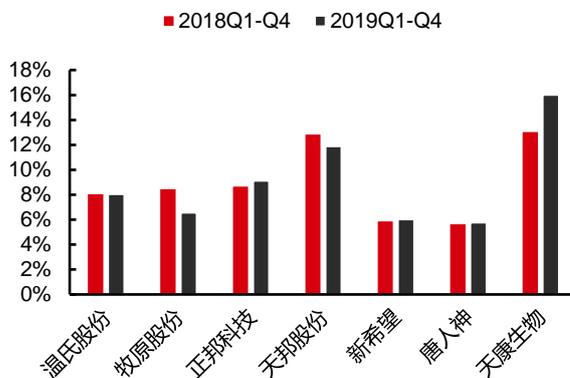
**期间费用：**2019 年 Q1-Q4，生猪养殖板块费用率同比上涨，其中销售费用率下降 0.21pct，财务费用率上升 0.05pct，管理费用率上升 0.25pct。正邦科技、新希望、唐人神、天康生物的期间费用率同比上升，温氏股份、牧原股份、天邦股份的期间费用率同比下降。

图 6：生猪养殖板块期间费用率



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

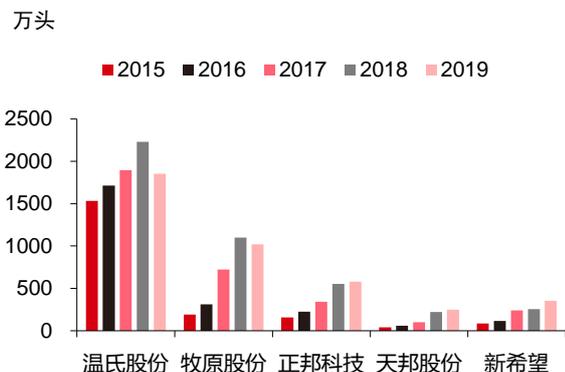
图 7：生猪养殖部分公司期间费用率变动



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

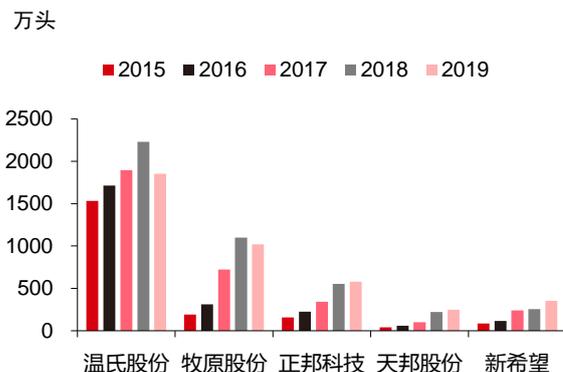
**生猪出栏：**2019 年，7 家公司共计出栏生猪 4485 万头，同比下降 1.06%，其中天邦股份同比增长 12%，天康生物同比增长 126%，正邦科技同比增长 4%，牧原股份和温氏股份分别同比减少 7%、17%。2020Q1 出栏 746 万头，同比减少 42%，环比减少 27%，主要系非洲猪瘟影响。

图 8：部分生猪养殖公司年度出栏量



资料来源：各公司公告，中信证券研究部预测

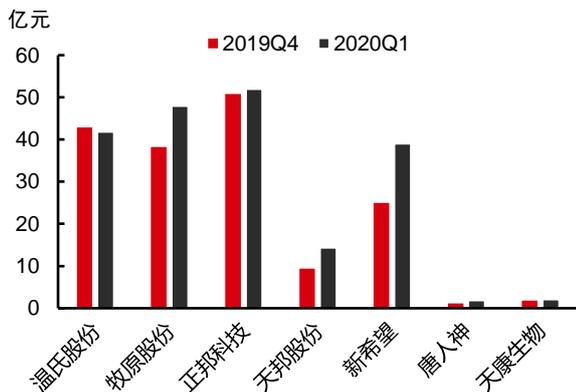
图 9：部分生猪养殖公司前三季度出栏量



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

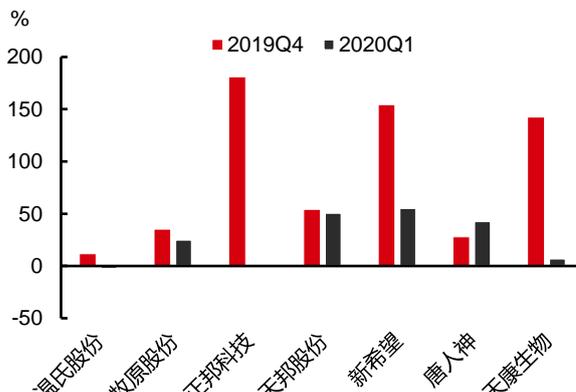
**生产性生物资产：**截至 2020 年 Q1，7 家公司生产性生物资产合计 202.48 亿元，同比上升 199.96%，环比增加 17.23%。其中龙头企业牧原股份，环比增加 25.15%，同比大幅增加 258.18%，天邦股份环比增加 50.69%，新希望环比增 55.47%。主要原因系疫情逐渐稳定，上市公司领先于行业开始留种的后备母猪大量转为能繁母猪所致。

图 10：部分生猪养殖企业生物性资产



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

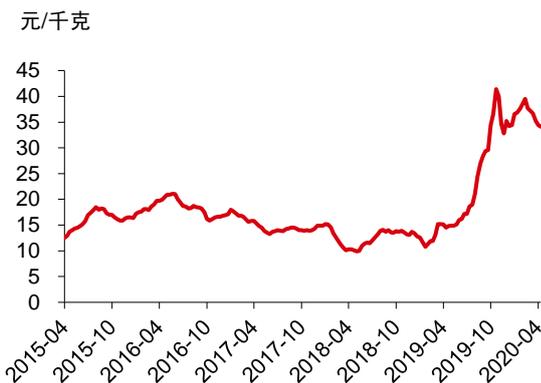
图 11：部分生猪养殖公司生物性资产环比变化



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

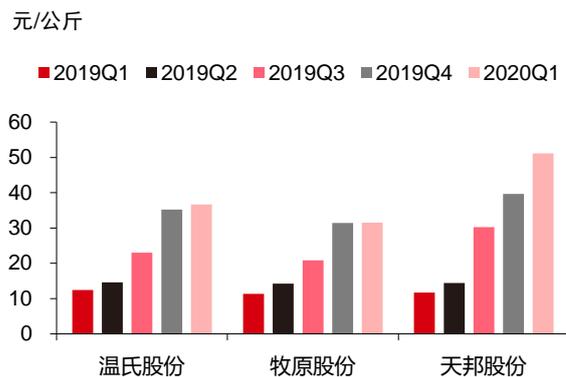
**猪价走势回顾与 2020 年展望：**受非洲猪瘟影响，行业产能深度去化，生猪供给不足在 2019 年逐步加剧，价持续上涨，从年初的 12 元/公斤上涨至 35 元/公斤以上。往后看，当前能繁母猪产能仍旧严重不足，前期大量三元母猪留种进入高淘汰阶段，预计能繁母猪数量恢复速度放缓，全年生猪仍旧紧缺，猪价将继续保持高位。上市龙头企业生产性生物资产已经得到了明显的回复，出栏量低点已过，预计二季度开始逐季上升，全年盈利有望高增。

图 12: 2020Q1 生猪价格维持高位



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 13: 部分生猪养殖企业生猪出栏价格走势



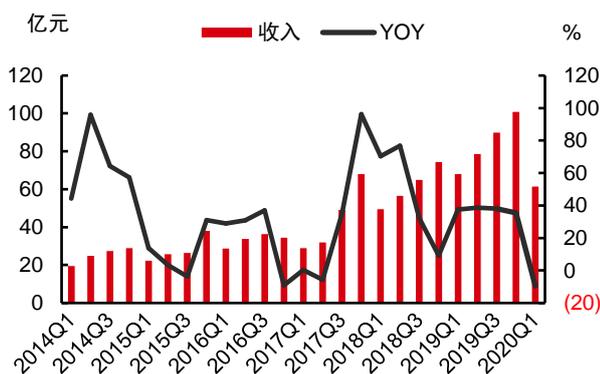
资料来源: 各公司公告, 中信证券研究部

## 肉禽养殖: Q1 鸡价低迷, 板块利润下滑

**板块业绩:** 选择肉禽养殖板块 5 家上市公司 (见图 17), 采用整体法计算, 2019 年 Q1-Q4, 营收 338 亿元, 同比增加 37%。2019 年 Q1-Q4, 5 家公司扣非净利润 106.91 亿元, 同比大幅增加 199%, 主要系鸡苗、肉鸡价格上涨。

2020Q1 营收 62 亿元, 同比下降 10%, 环比下降 39%, 扣非净利润 9.35 亿元, 同比下降 43%, 环比下降 73%。肉禽养殖板块一季度营收减少、盈利大幅下滑主要系鸡价下跌所致。

图 14: 肉禽养殖板块收入与同比增长率



资料来源: 各公司公告, 中信证券研究部

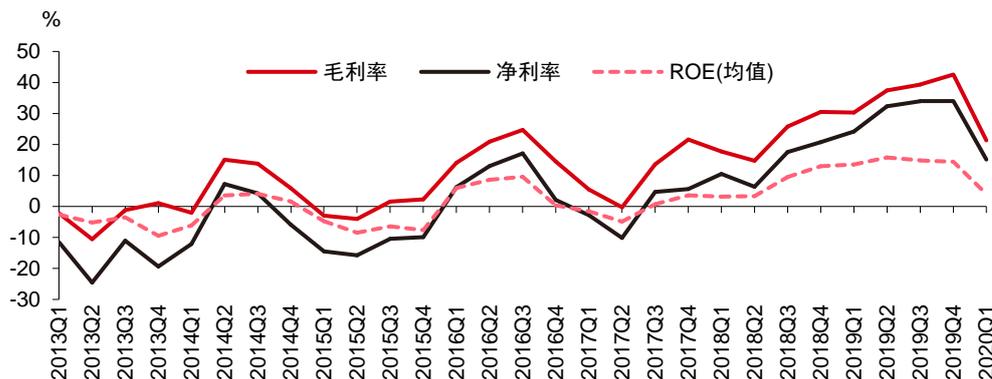
图 15: 肉禽养殖板块净利率与同比增长率



资料来源: 各公司公告, 中信证券研究部

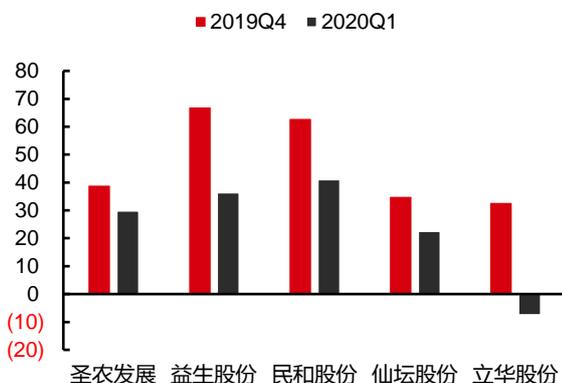
**盈利能力:** 2019 年饲料板块毛利率为 38%, 同比提升 15pcts; 净利率为 32%, 同比提升 17pcts。2020Q1 肉禽养殖板块毛利率环比下降至 21%, 净利率环比下降至 15%。其中黄羽鸡龙头企业 2020Q1 盈利能力环比显著下降, 立华股份毛利率环比下滑 40pcts 至 -7.55%, 净利率下滑 39pcts 至 -14.76%。鸡苗企业益生股份、民和股份净利率降至 30% 和 34%。白羽鸡养殖龙头圣农发展毛利率下降 9pcts 至 30%, 净利率下降 10pcts 至 23%。

图 16：2020Q1 肉禽养殖板块盈利能力下滑



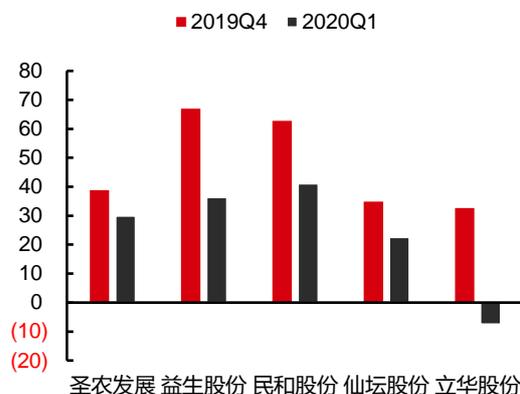
资料来源：各公司公告，中信证券研究部

图 17：2020Q1 部分肉禽养殖公司毛利率 (%)



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

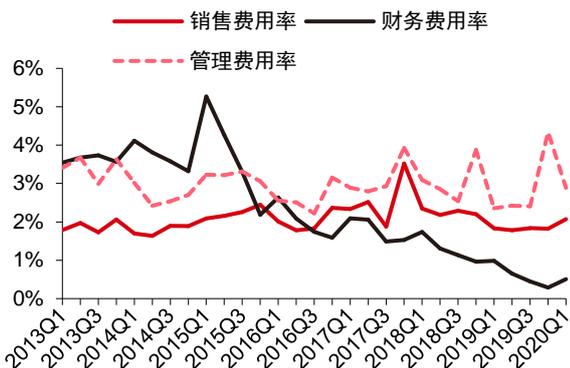
图 18：2020Q1 部分肉禽养殖公司净利率 (%)



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

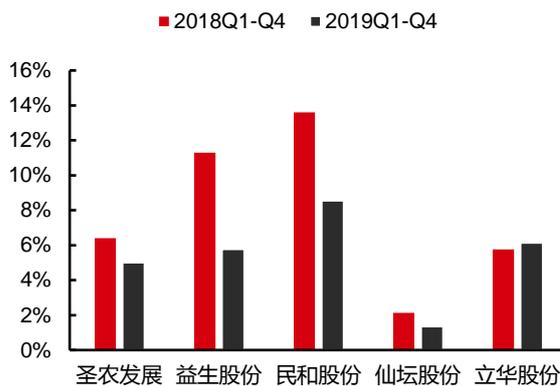
**期间费用：**2019 年 Q1-Q4，肉禽养殖板块费用率同比基本下降 5.35pcts 至 21.17%，其中销售费用率降低 1.74pcts，财务费用率降低 2.77pcts，管理费用率降低 0.84pct。分公司来看，除立华股份小幅上升外，均有所下降。

图 19: 肉禽养殖板块期间费用率



资料来源: 各公司公告, 中信证券研究部

图 20: 肉禽养殖部分公司期间费用率变动



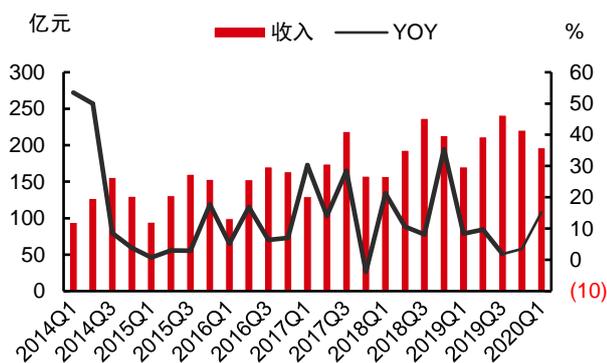
资料来源: 各公司公告, 中信证券研究部

## ■ 饲料: 海大业绩同比高增

**板块业绩:** 选择饲料板块 4 家上市公司 (见图 24), 采用整体法计算, 2019 年 Q1-Q4, 营收 844 亿元, 同比增长 5%, 其中海大集团、禾丰牧业增长较高。2019 年 Q1-Q4, 4 家公司扣非净利润 31.22 亿元, 同比上升 141%。

2020Q1 营收 196.47 亿元, 同比增加 15.26%, 环比下降 10.97%; 扣非净利润 10.28 亿元, 同比增长 455%, 环比增长 15.45%。其中龙头企业海大集团收入同比增长 18%, 盈利同比高增 154%, 主要系水产料、禽料景气贡献。

图 21: 饲料板块收入与同比增长率



资料来源: 各公司公告, 中信证券研究部

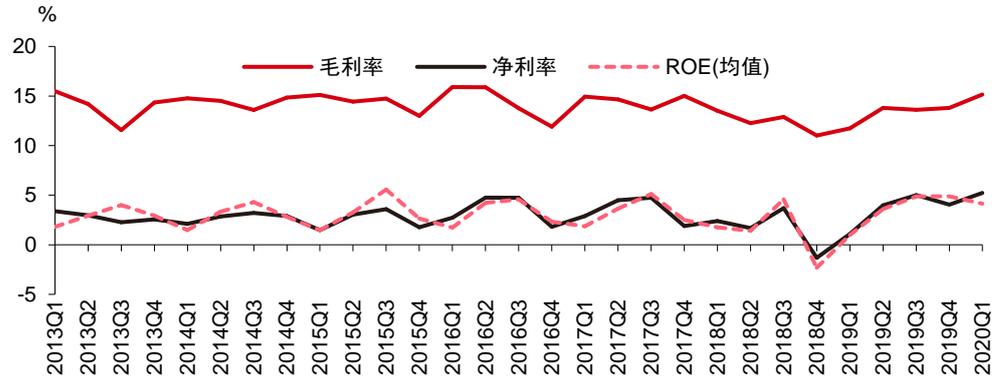
图 22: 饲料板块净利率与同比增长率



资料来源: 各公司公告, 中信证券研究部

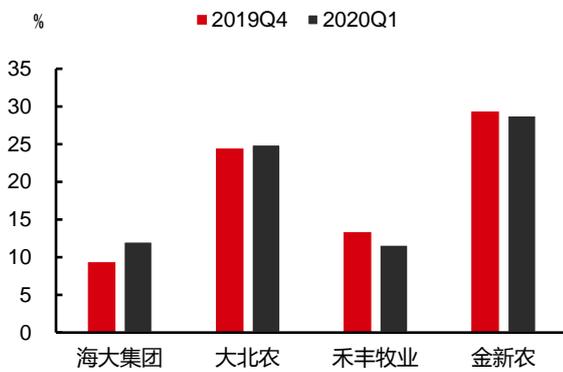
**盈利能力:** 2019 年饲料板块毛利率为 13%, 同比提升 0.97pct; 净利率为 3.7%, 同比提升 2.08pcts。2020Q1 饲料板块毛利率环比增加 1.37pcts 至 15.17%, 净利率环比下降至 5.23%。其中海大集团 2020Q1 毛利率环比提升 2.65pcts 至 12.06%, 净利率环比提升 1.18pcts 至 2.91%

图 23：2020Q1 饲料板块盈利能力改善



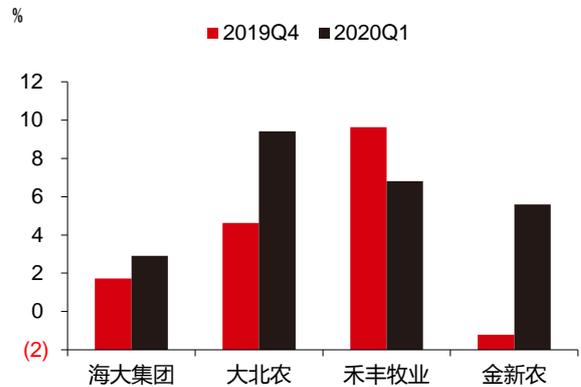
资料来源：各公司公告，中信证券研究部

图 24：2020Q1 部分饲料公司毛利率改善



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

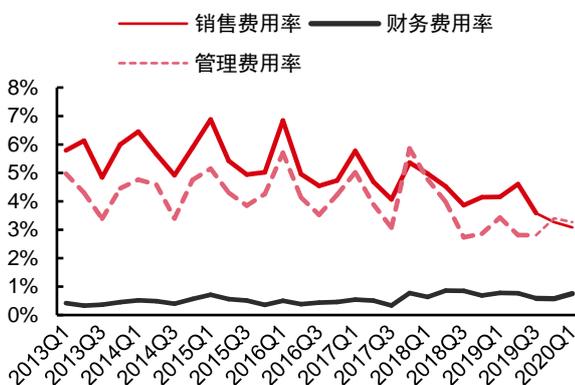
图 25：2020Q1 多数饲料企业盈利能力提升



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

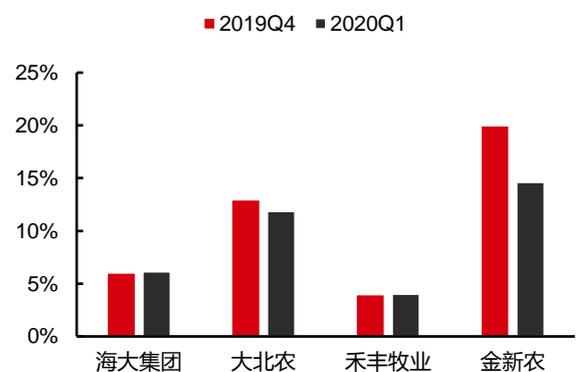
**期间费用：**2019 年 Q1-Q4，饲料板块费用率同比下降 10.77pcts，其中销售费用率同比下降 10.26pcts，财务费用率同比下降 12.99pcts，管理费用率同比下降 10.91pcts。分公司来看，各公司费用率同比均有所下降。

图 26：饲料板块期间费用率



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

图 27：饲料部分公司期间费用率变动



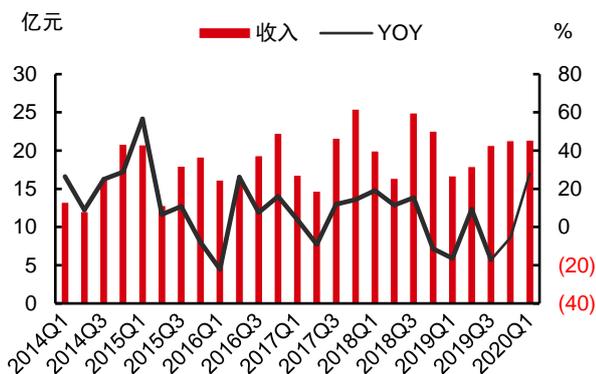
资料来源：各公司公告，中信证券研究部

## ■ 动保疫苗：周期拐点已现，盈利见底回升

**板块业绩：**选择动保疫苗板块 5 家上市公司（见图 31），采用整体法计算，2019 年 Q1-Q4，营收 76.52 亿元，同比减少 8.7%。2019 年 Q1-Q4，5 家公司扣非净利润 5.92 亿元，同比下滑 51%。主要原因系生猪存栏下降，猪疫苗业务萎缩。

2020Q1 营收 21.36 亿元，同比上升 28%，环比增加 0.3%；扣非净利润 4.02 亿元，同比上升 37%，环比扭亏。

图 28：动保疫苗板块收入与同比增长率



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

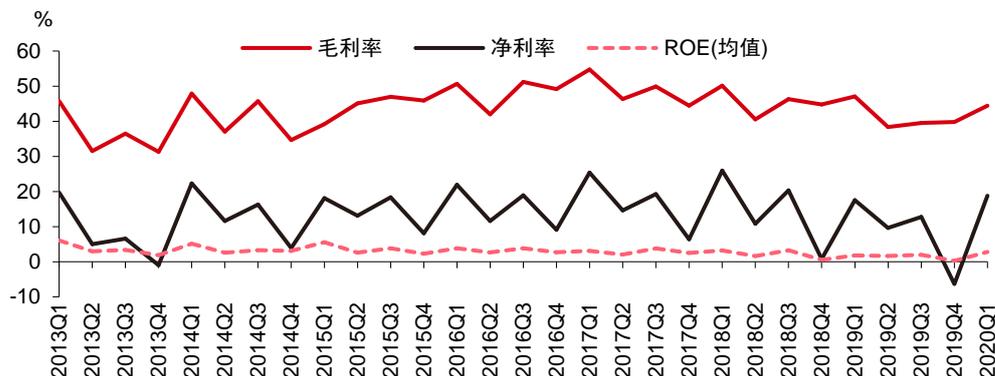
图 29：动保疫苗板块净利率与同比增长率



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

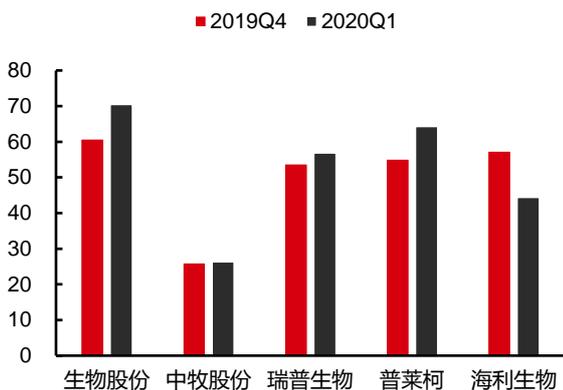
**盈利能力：**2019 年动保疫苗板块毛利率为 41%，同比下降 4.72pcts；净利率为 7.74%，同比下降 6.81pcts。2020Q1 动保疫苗板块毛利率环比提升至 44.39%，净利率环比提升至 18.82%。其中龙头企业生物股份，2020Q1 净利率环比提升 51pcts 至 41%。

图 30：2020Q1 动保疫苗板块盈利能力环比下降



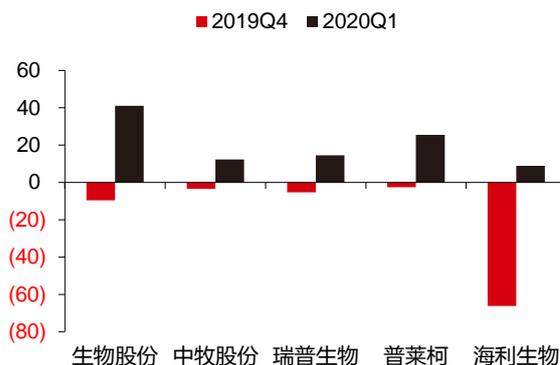
资料来源：各公司公告，中信证券研究部

图 31：2020Q1 部分动保疫苗公司毛利率变动（%）



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

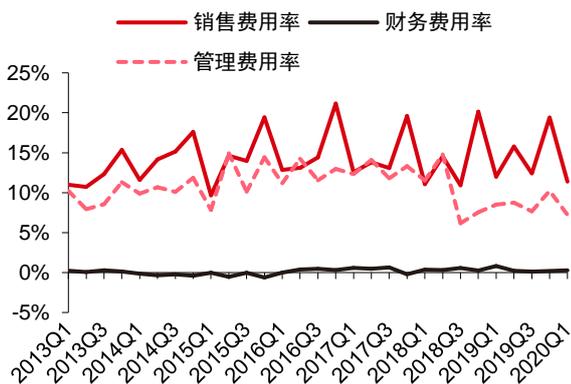
图 32：2020Q1 部分动保疫苗公司净利率变动（%）



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

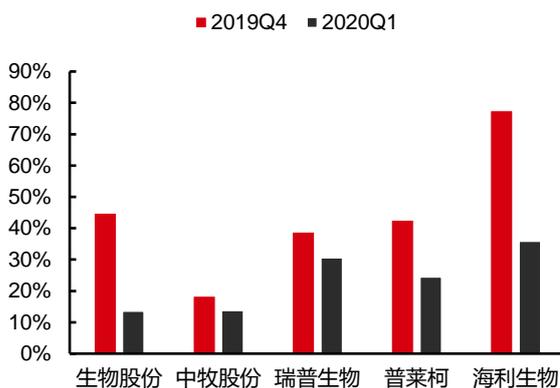
**期间费用：**2019 年 Q1-Q4，动保疫苗板块费用率同比上升 0.17pct 至 24.19%，其中销售费用率上升 0.93pct，财务费用率微降 0.07pct，管理费用率下降 0.69pct。分公司来看，中牧股份、瑞普生物、普莱柯、海利生物同比下降，生物股份同比增加。

图 33：动保疫苗板块期间费用率



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

图 34：动保疫苗部分分公司期间费用变动



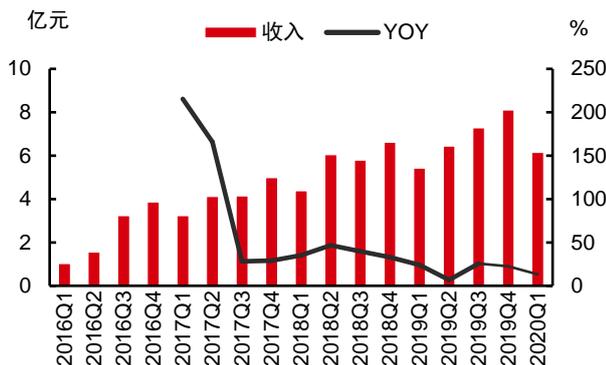
资料来源：各公司公告，中信证券研究部

## 宠物：成本增加，盈利下滑

**板块业绩：**选择宠物板块 2 家上市公司（见图 38），采用整体法计算，2019 年 Q1-Q4，营收 27.25 亿元，同比增加 19%。2019 年 Q1-Q4，两家公司扣非净利润 1.09 亿元，同比下滑 33%，主要系成本提高等因素影响。

2020Q1 营收 6.14 亿元，同比增 13%，环比下降 24%；扣非净利润 0.17 亿元，同比上升 50%，环比下降 58%。

图 35: 宠物板块收入与同比增长率



资料来源: 各公司公告, 中信证券研究部

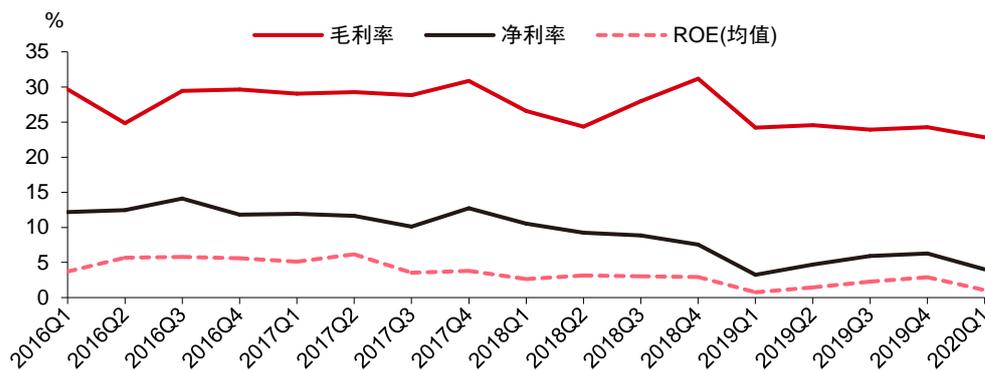
图 36: 宠物板块净利率与同比增长率



资料来源: 各公司公告, 中信证券研究部

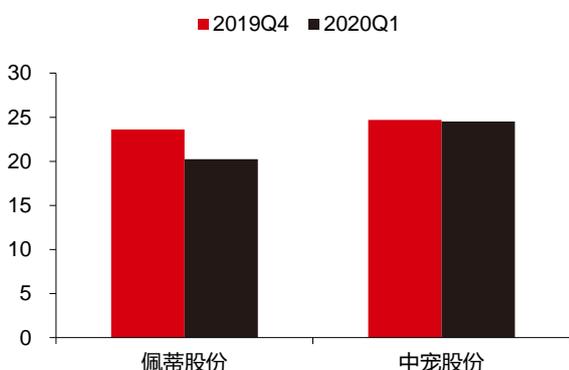
**盈利能力:** 2020Q1 宠物板块毛利率环比微降至 23%，净利率环比降至 4%。其中中宠股份 2020Q1 毛利率下滑 0.17pct，净利率下降 3.37pcts。佩蒂股份净利率环比下降 0.54pct，毛利率环比下降 3.37pcts。

图 37: 2020Q1 宠物板块盈利能力有所改善



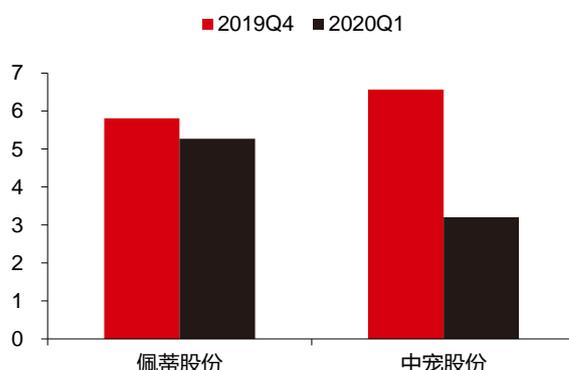
资料来源: 各公司公告, 中信证券研究部

图 38: 2020Q1 部分宠物公司毛利率变动 (%)



资料来源: 各公司公告, 中信证券研究部

图 39: 2020Q1 部分宠物公司净利率改善 (%)



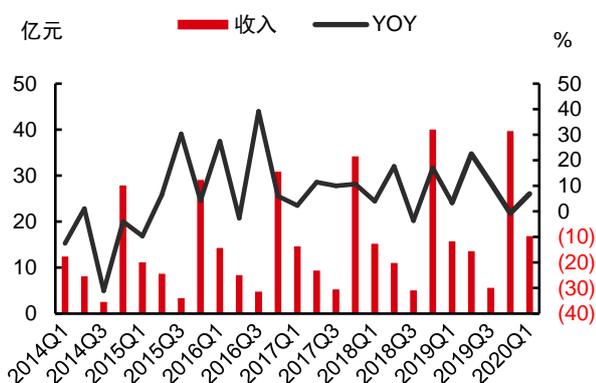
资料来源: 各公司公告, 中信证券研究部

## ■ 种业：周期底部，业绩低迷

**板块业绩：**选择种业板块 4 家上市公司（见图 43），采用整体法计算，2019 年 Q1-Q4，营收 75.10 亿元，同比增加 4.6%，主要系丰乐种业等龙头企业收入高增影响。2019 年 Q1-Q4，4 家公司扣非净利润亏损 2.35 亿元，同比下降 229%。2020Q1 营收 16.95 亿元，同比增加 7%，扣非净利润 0.91 亿元，同比下滑 35%。

**多数公司预售账款同比增加。**截至 2019 年四季度末，四家种业上市公司预收账款合计 15.14 亿元，同比增加 8.4%。多数上市公司实现增长，其中丰乐种业同比大增 29.57%。

图 40：种业板块收入与同比增长率



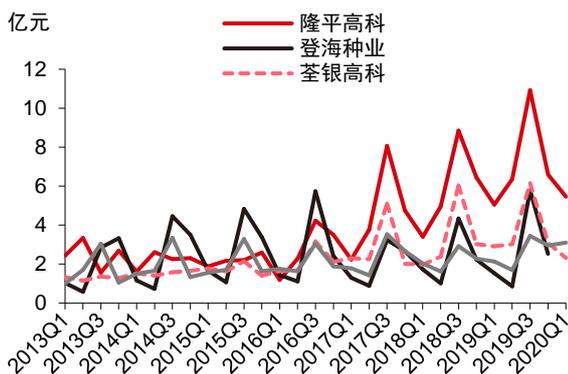
资料来源：各公司公告，中信证券研究部

图 41：种业板块净利率与同比增长率



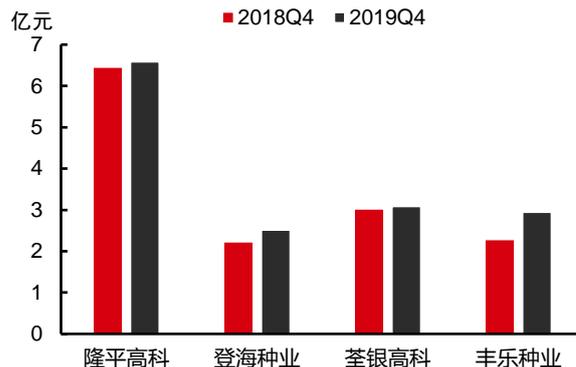
资料来源：各公司公告，中信证券研究部

图 42：种业公司预收账款情况



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

图 43：多数公司预收账款同比增加



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

## ■ 风险因素

自然灾害，贸易摩擦风险，政策风险，动物疫病等。

## ■ 投资策略

展望 2020 年：1) 生猪价格有望全年维持高位，生猪养殖龙头出栏量有望加速恢复，预计全年盈利高增，继续推荐生猪养殖板块，重点推荐母猪资源充足、成本控制力强、出栏确定性高的牧原股份、天康生物（养殖+疫苗龙头+地区饲料龙头）等。2) 后周期拐点已现，随着生猪存栏量的缓慢恢复，饲料、动保板块公司业绩有望迎来修复，重点推荐海大集团（猪料、禽料、水产料景气共振）等，动保龙头生物股份等。3) 玉米等农产品价格上涨有望带动玉米种子涨价，转基因玉米商业化稳步推进，种业龙头有望迎来加速发展期，重点推荐大北农（首批获批转基因性状安全证书的两家企业之一+猪料龙头）等。

## ■ 相关研究

农林牧渔行业大宗商品观察系列之一：新季减产预期强，农产品价格中期向上（2020-03-29）

农林牧渔行业动物疫苗行业深度报告—大浪淘沙，行业向好（2020-03-20）

农林牧渔行业投资策略—坚守生猪养殖，布局转基因玉米商业化（PPT）（2020-03-17）

农林牧渔行业动保行业跟踪点评—关注非瘟疫情下动保板块投资机会（2020-03-04）

农林牧渔行业热点跟踪—大北农拟处置荃银股权，双赢共进（2020-03-04）

农林牧渔行业热点跟踪—政策频发，继续推荐种业板块（2020-02-23）

农林牧渔行业沙漠蝗虫影响专题—蝗灾蔓延，关注农产品价格影响（2020-02-17）

农林牧渔行业新型冠状病毒影响专题—短期冲击有限，长期利于行业集中度提升（2020-02-02）

农林牧渔行业热点跟踪—转基因玉米获新进展，种业龙头迎红利（2020-01-02）

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**欧盟与英国：**本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。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、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，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中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。