

中信证券研究部



盛夏
 首席农业分析师
 S1010516110001



彭家乐
 农业分析师
 S1010518080001

核心观点

非洲猪瘟疫情持续下，猪周期拐点将至，猪肉供给缺口渐显，鸡猪替代效应加强，黄鸡受益最大，预计下半年将重启涨价周期，养殖行业未来两年将处景气期。公司作为华东黄鸡领域龙头，产能稳步扩充，成本优势明显，且战略布局了养猪行业，预计 2018/19/20 年 EPS 为 3.2/3.41/4.62 元，整体给予公司 2019 年 25 倍 PE，首次覆盖给予“持有”评级，目标价 95.34 元。

黄羽肉鸡第二龙头，布局养猪行业。立足于江苏，经过近 20 年发展，公司已发展成为仅次于温氏的第二大黄羽肉鸡龙头，2013 年开始公司战略布局养猪行业。2018 年，黄鸡出栏约 2.65 亿羽，生猪出栏约 42 万头，据公司业绩快报，公司 2018 年营业总收入达到 72.14 亿元，近 5 年复合增速 19%，而在 2018 年黄羽肉鸡高景气度下，公司 2018 年归母净利 13 亿，同比增长 55%。

黄羽肉鸡：需求转好拉长景气周期，公司产能和成本优势领先。本轮黄鸡景气度始于 2017 年三季度，2018 年全年行业价格处相对高位。非洲猪瘟影响下鸡肉的替代效应将加强，其中黄鸡又以其生鲜消费特性替代性更佳。预计 2019 年下半年随着猪肉供给缺口渐显，黄鸡将重启涨价周期。公司的优势主要在于：1) 品种优良，多点布局。依托成熟的产学研及内部技术管理体系，公司雪山鸡品种享誉华东，且近年来公司加大苏浙皖以外的区域布局，市占率稳步上升。2) 成本优势。较之龙头温氏，公司单位毛利更高，主要系其低成本所致：a) 农户主要为规模户，平均代养费用更低；b) 靠近粮食产地，饲料成本较低。

生猪业务：行业周期拐点渐至，公司养殖成本下降。非瘟疫情持续，能繁母猪存栏数据、猪料销量数据、仔猪母猪价格数据、草根调研数据等均验证了此轮生猪产能去化幅度超往常，预计周期高点价格更高，持续时间更长。公司虽为养殖行业后起之秀，但近年来通过自配饲料和养殖经验的累积，成本逐渐降低，和龙头温氏等差别不大。

募投产能再扩充，鸡猪共舞顺周期。此次 IPO 募资 12.12 亿预计将新增 3500 万黄鸡产能，巩固苏浙皖地区业务，18 万吨鸡饲料预计将有效支撑四川地区后续产能扩张，预计 2019/2020 年公司黄鸡出栏 2.85 亿羽/3.05 亿羽；生猪业务上，募投项目预计将新增 30 万头生猪出栏，1 万头种猪出栏，预计 2019/2020 年出栏将达 55 万头/75 万头。顺行业景气之风，产能的再度扩充预计将有效增厚盈利。

风险因素：疫情大范围爆发、猪鸡出栏不及预期、原材料成本上涨。

投资建议：非洲猪瘟疫情持续下，猪周期拐点将至，猪肉供给缺口渐显，鸡猪替代效应加强，黄鸡受益最大，预计下半年将重启涨价周期，养殖行业未来两年将处景气期。预计公司 2018/19/20 年 EPS 为 3.20/3.41/4.62 元，整体给予公司 2019 年 28 倍 PE，首次覆盖给予“持有”评级，目标价 95.34 元。

立华股份 300761

评级	持有（首次）
当前价	87.78 元
目标价	95.34 元
总股本	404 百万股
流通股本	41 百万股
52 周最高/最低价	91.28/42.26 元
近 1 月绝对涨幅	199.08%
近 6 月绝对涨幅	199.08%
近 12 月绝对涨幅	199.08%

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	5,195.12	5,931.84	7,225.35	8,000.83	9,281.42
增长率 YoY%	17.83%	14.18%	21.81%	10.73%	16.01%
净利润(百万元)	549.79	790.54	1,293.46	1,375.28	1,865.75
增长率 YoY%	18.34%	43.79%	63.62%	6.33%	35.66%
每股收益 EPS(基本)(元)	1.44	2.18	3.20	3.41	4.62
毛利率%	18.22%	18.72%	28.51%	24.06%	27.05%
PE	26.25%	27.75%	24.33%	20.73%	22.12%
PB	5.19	2.73	13.17	16.42	20.89

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 3 月 5 日收盘价

目录

黄羽肉鸡第二大巨头，加速养猪布局	1
华东地区黄羽鸡龙头，13年开始布局养猪行业	1
公司+合作社（基地）+农户生产模式，业务辐射多地	1
黄鸡为主要毛利来源，盈利稳健	3
黄鸡业务：需求转好景气持续，产能和成本优势领先	5
非瘟再度提振需求，黄鸡景气持续	5
品种优良，多点布局，市占率稳步上升	9
规模户为主，靠近原料区，成本优势明显	11
生猪业务：行业周期拐点渐至，公司养殖成本下降	13
非瘟加速产能去化，预计猪价将快速上涨	13
饲料自产比例提升，养殖经验累积，养殖成本逐步下降	15
募投产能再扩充，猪鸡共舞顺周期	16
黄鸡布局：巩固苏浙皖地区，支撑四川产能	16
生猪业务：布局百万生猪出栏	16
风险因素	17
估值及投资评级	17
同行估值比较	17
立华盈利预测	19

插图目录

图 1: 江苏立华发展历程	1
图 2: 截止到 2018 年前三季度, 黄羽鸡占比公司收入 92%	1
图 3: 截止到 2018 年前三季度, 华东地区收入占比 79%	1
图 4: 2014-2017 年立华黄鸡养殖户数	2
图 5: 2014-2017 年立华生猪养殖户数	2
图 6: 江苏立华股权结构	2
图 7: 江苏立华全国产能布局图	3
图 8: 2013-2018 年主营业务收入 CAGR 达到 19%	3
图 9: 2018 年公司归母净利 13 亿, 同比+55%	3
图 10: 立华毛利额构成: 鸡占比最大, 猪占比逐年增加	4
图 11: 立华股份黄鸡业务毛利率高于同行, 趋势与温氏一致	4
图 12: 立华股份生猪毛利率逐年提升	4
图 13: 立华销售费用率和温氏接近, 处于行业中等水平, 平均为 1.14%	5
图 14: 立华管理费用率和温氏接近, 处于行业中等水平, 平均为 3.94%	5
图 15: 2016 年中国猪肉产量占比肉类 65%	5
图 16: 2017 年美国肉类消费图: 禽肉占比 46%	5
图 17: 中国猪肉消费量情况	6
图 18: 中国鸡肉消费量情况	6
图 19: 中国人均年鸡肉消费量远低于部分国家或地区	6
图 20: 白羽肉鸡为主要禽肉构成	7
图 21: 不同种类祖代黄鸡占比变化	7
图 22: 近年中国人感染 H7N9 禽流感的病例	8
图 23: 近年来祖代、父母代存栏情况	8
图 24: 近年来毛鸡出栏数量	8
图 25: 中速鸡近年价格周期一览	9
图 26: 猪鸡价格比: 平均维持在 1.1 左右 (猪价鸡价为左轴, 猪鸡比为右轴)	9
图 27: 立华股份出栏商品鸡数和合作农户数 (右轴)	10
图 28: 立华单价低于温氏	11
图 29: 立华成本低于温氏	11
图 30: 立华单位毛利逐渐高于温氏	11
图 31: 立华近年来户均养殖规模和收入逐年上升	12
图 32: 立华户均养殖规模高于温氏	12
图 33: 立华、温氏玉米采购均价对比	13
图 34: 立华、温氏豆粕采购均价对比	13
图 35: 历史猪周期价格情况	14
图 36: 能繁母猪环比增速情况	14
图 37: 180 家饲料企业猪料销量数据	14
图 38: 比照历史数据, 当前仔猪、母猪价格处于低位	14
图 39: 立华商品猪均价低于温氏	15
图 40: 立华商品猪生产成本逐年下滑, 2017 年低于温氏	15

图 41：立华自产饲料占比逐年加大.....	16
图 42：立华自产饲料成本低于外购.....	16
图 43：立华股份黄鸡出栏计划.....	16
图 44：立华股份生猪出栏计划.....	17

表格目录

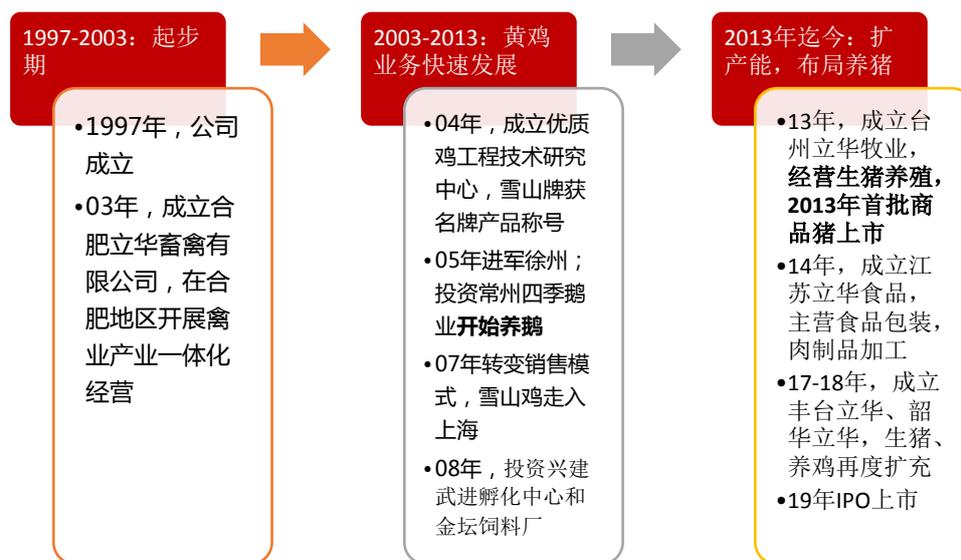
表 1：白羽肉鸡与黄羽肉鸡对比.....	7
表 2：中速鸡价格年度波动趋势.....	9
表 3：2012-2018 年立华、温氏、行业出栏量统计.....	10
表 4：2013-2015 年我国肉鸡规模养殖场数量分布对比情况如下：.....	10
表 5：2017 年温氏、立华每公斤成本对比.....	12
表 6：立华 2015-2017 年生产成本拆分.....	15
表 7：立华股份生猪产能分布和布局.....	17
表 8：养禽公司 PE 一览.....	17
表 9：养猪公司 PE 一览.....	18
表 10：主要上市公司出栏数据及头均市值统计.....	18
表 11：主要生猪上市公司历史头均最高市值情况（未剔除其余业务）.....	18
表 12：主要生猪上市公司历史头均最低市值情况（未剔除其余业务）.....	19
表 13：立华详细盈利预测.....	19
表 14：立华股份盈利预测简表.....	20

■ 黄羽肉鸡第二大巨头，加速养猪布局

华东地区黄羽鸡龙头，13 年开始布局养猪行业

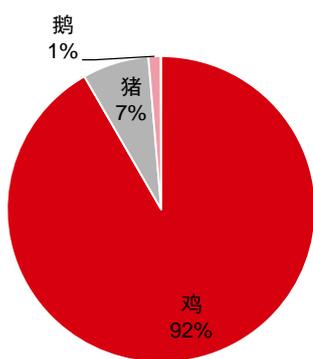
江苏立华成立于 1997 年，主要从事黄羽肉鸡的育种、养殖及销售，旗下雪山鸡享誉华东区域。2005 年，公司投资常州四季鹅业开始种鹅、种鸭育种研究和产业化经营探索。2013 年，公司成立台州立华牧业，同年首批商品猪上市。截至 2017 年三季度，公司养鸡业务占比营收 92%，分区域来看，华东地区销售占比 79%。

图 1：江苏立华发展历程



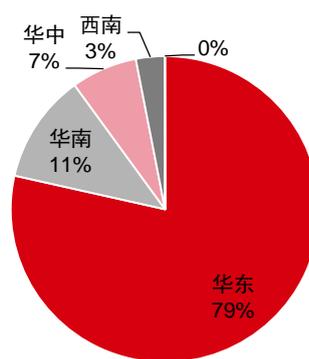
资料来源：公司官网，公司招股说明书，中信证券研究部

图 2：截止到 2018 年前三季度，黄羽鸡占比公司收入 92%



资料来源：Wind 资讯，中信证券研究部

图 3：截止到 2018 年前三季度，华东地区收入占比 79%



资料来源：Wind 资讯，中信证券研究部

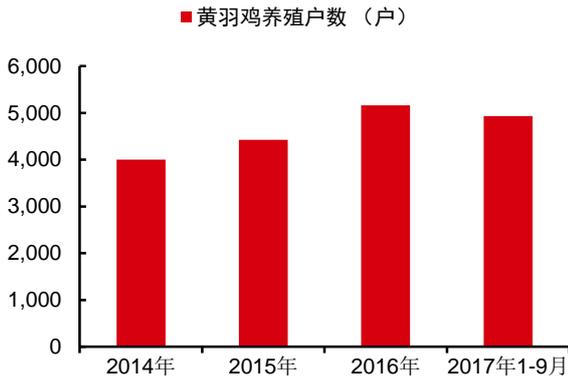
公司+合作社（基地）+农户生产模式，业务辐射多地

公司在黄羽鸡及肉鹅养殖业务上推行紧密型的“公司+合作社+农户”的合作养殖模式，其中，公司负责指导农户搭建黄羽鸡、鹅棚舍等，并向农户统一提供饲料、疫苗等技术指

导，且引入合作社来协调与平衡公司、农户所面临的风险与利益；生猪养殖上，公司自建养殖场，统一进行饲料、疫苗、繁育活动，委托农户养殖。

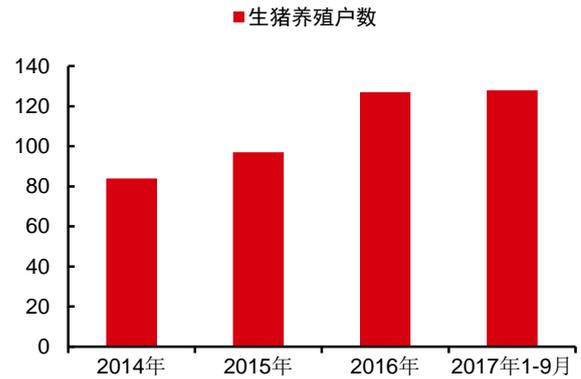
截至 2018 年 6 月末，公司拥有 22 个子公司，自建种鸡场 26 个，商品鸡合作养殖农户 5,053 户；6 个种猪场（含商品猪仔猪保育场），10 个商品猪养殖场，商品猪合作养殖农户 142 户，业务也逐渐走出江苏，涵盖四川、山东、浙江、安徽、湖南、河南等地。

图 4：2014-2017 年立华黄鸡养殖户数



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

图 5：2014-2017 年立华生猪养殖户数



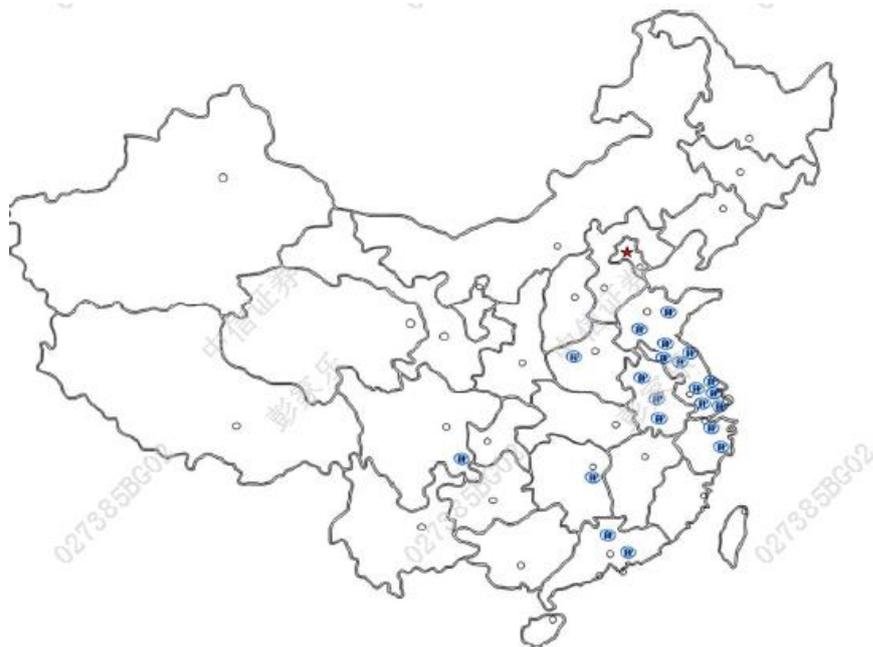
资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

图 6：江苏立华股权结构



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

图 7：江苏立华全国产能布局图

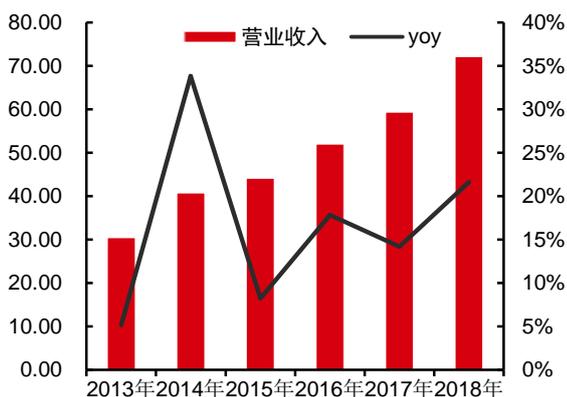


资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

黄鸡为主要毛利来源，盈利稳健

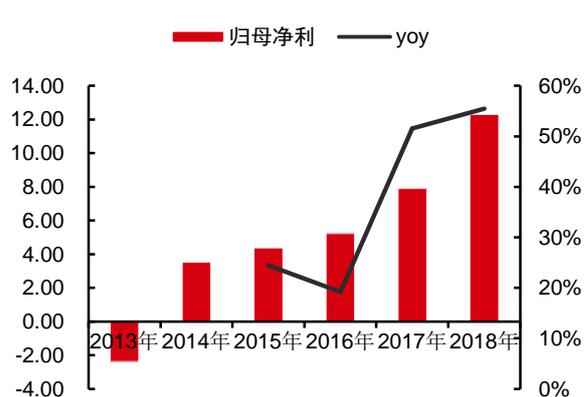
得益于公司黄羽肉鸡产能的稳步扩充，公司营业收入稳步增长，目前已成为仅次于温氏的第二大黄羽肉鸡龙头。根据公司发布的业绩快报，2018 年，公司营业总收入达到 72.14 亿元，近 5 年复合增速 19%。而在 18 年黄羽肉鸡高景气度下，公司 2018 年归母净利 13 亿，同比增长 55%。黄鸡为公司主要毛利来源，但在 2016 年猪价景气年份，生猪毛利额占比将近 25%。

图 8：2013-2018 年主营业务收入 CAGR 达到 19%（亿元）



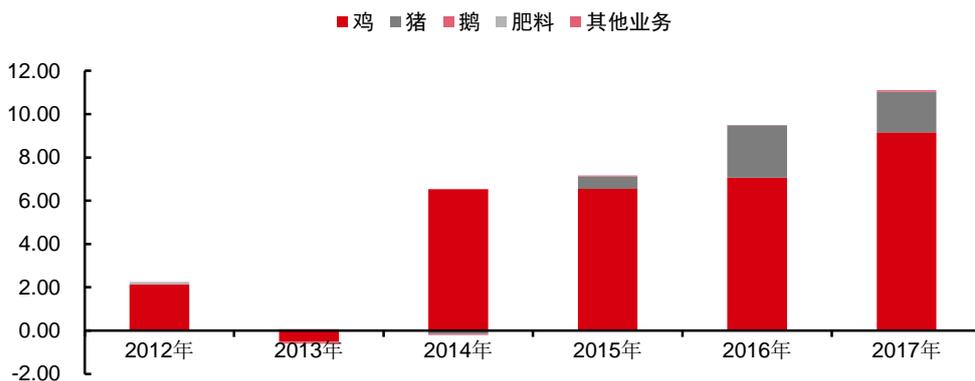
资料来源：Wind 资讯，中信证券研究部

图 9：2018 年公司归母净利 13 亿，同比+55%（亿元）



资料来源：Wind 资讯，中信证券研究部

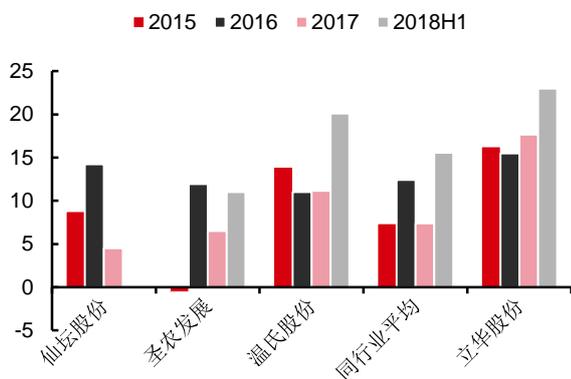
图 10：立华毛利额构成：鸡占比最大，猪占比逐年增加（亿元）



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

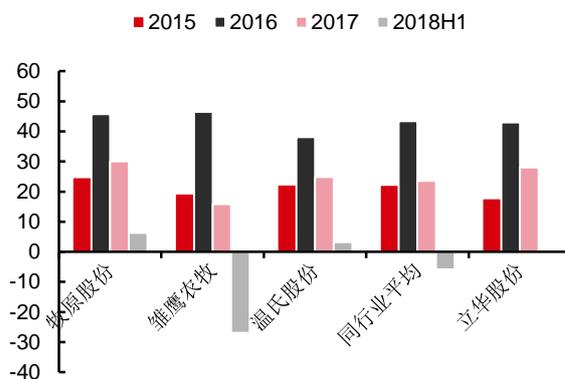
同行业比较来看，2018年H1立华股份黄鸡毛利率23.27%，处于行业前列，生猪毛利率2.57%，基本与行业持平。销售费用率、管理费用率和温氏接近，处于行业中等水平，分别为1.14%和3.94%。分行业来看，生猪养殖板块龙头公司牧原股份销售费用率为0.26%，管理费用率约为3.4%，肉鸡养殖板块龙头公司圣农发展销售费用率2.34%，管理费用率1.53%。

图 11：立华股份黄鸡业务毛利率高于同行，趋势与温氏一致（%）



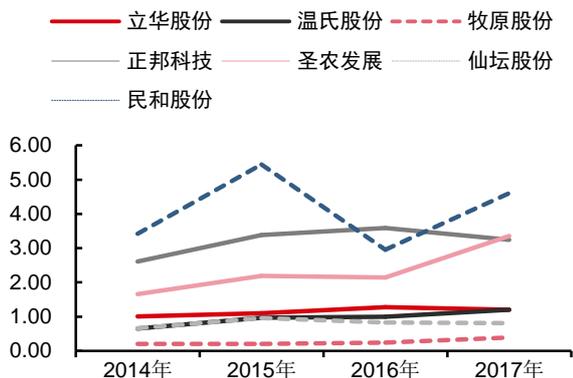
资料来源：Wind 资讯，中信证券研究部

图 12：立华股份生猪毛利率逐年提升（%）



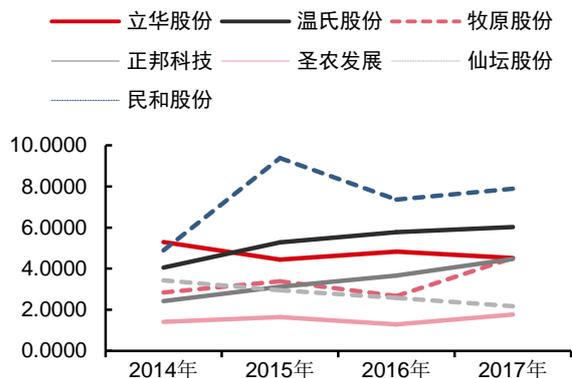
资料来源：Wind 资讯，中信证券研究部

图 13：立华销售费用率和温氏接近，处于行业中等水平，平均为 1.14%（%）



资料来源：Wind 资讯，中信证券研究部

图 14：立华管理费用率率和温氏接近，处于行业中等水平，平均为 3.94%（%）



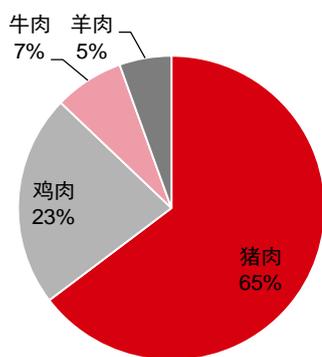
资料来源：Wind 资讯，中信证券研究部

■ 黄鸡业务：需求转好景气持续，产能和成本优势领先

非瘟再度提振需求，黄鸡景气持续

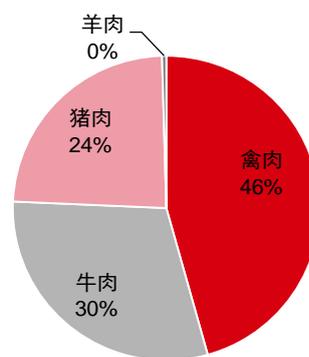
非瘟疫情下，鸡猪替代将加快，黄鸡效应更强。我国是世界上第一大生猪生产和消费国，猪肉占比将近 65%。随着国民生活收入的提升，美味、健康日益成为居民在选择食物时考虑的重点因素。较之猪肉，鸡肉具有高蛋白、低脂肪、低胆固醇、低热量的特点，成为发达国家主要肉类来源（美国占比约为 46%），也逐渐成为健身人群肉类蛋白质首选。

图 15：2016 年中国猪肉产量占比肉类 65%



资料来源：布瑞克，中信证券研究部

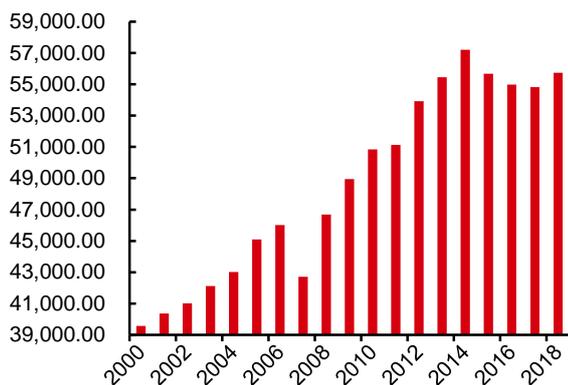
图 16：2017 年美国肉类消费图：禽肉占比 46%



资料来源：美国农业部，中信证券研究部

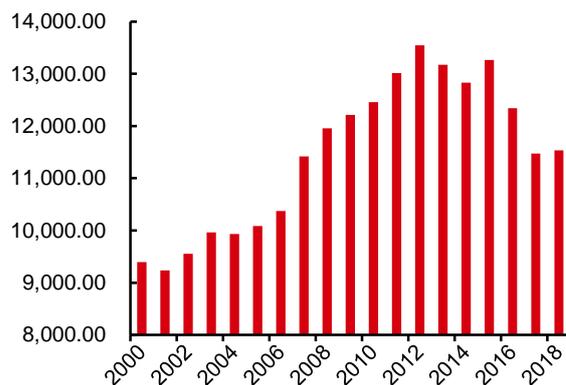
我们预期未来鸡肉对猪肉的消费量将继续上升：1) 趋势上来看，猪肉消费量自 2015 年开始逐年下滑。而随着陆续爆出的非洲猪瘟病毒在食品端的检出，预计猪肉消费量将继续下滑。2) 2013-14 年以及 2016-17 年，受禽流感疫情的影响，鸡肉消费量亦有所下滑。随着疫情冲击的减弱、经济回暖以及猪鸡替代效应，预计后续鸡肉消费量将进一步提升。目前我国人均年鸡肉消费仅 9.9 千克，远低于发达国家水平，提升空间较大。

图 17：中国猪肉消费量情况（千吨）



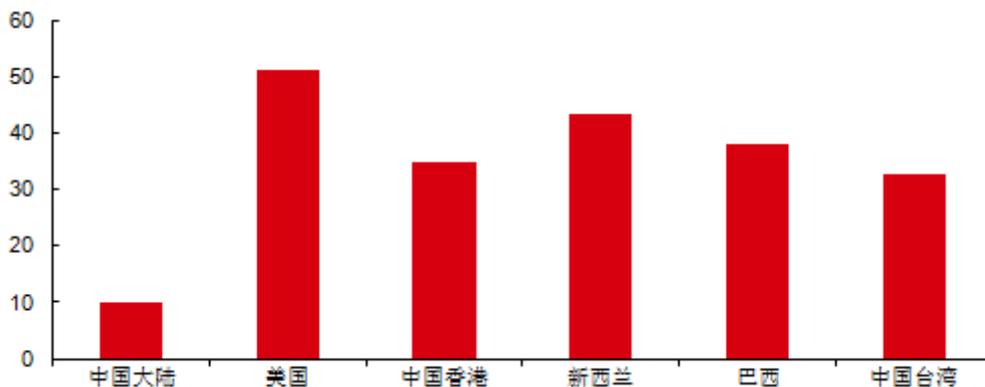
资料来源：美国农业部，中信证券研究部

图 18：中国鸡肉消费量情况（千吨）



资料来源：美国农业部，中信证券研究部

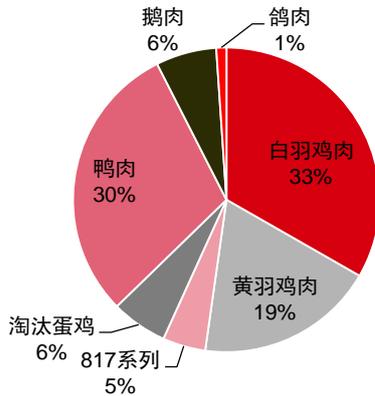
图 19：中国人均年鸡肉消费量远低于部分国家或地区（千克）



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

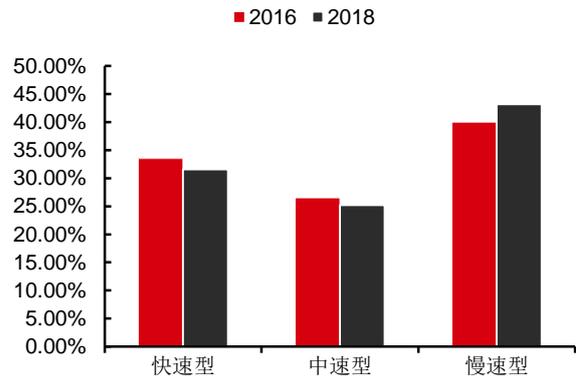
黄鸡替代性将更强。黄羽肉鸡为我国地方品种，主要以南方地区消费为主。由于黄羽肉鸡生长时间长、脂肪含量高、风味物质沉淀较多，在口感、肉质、鲜味等诸多角度较白鸡更胜一筹，多以生鲜消费为主，消费场景和渠道结构和猪肉较为类似，预计对猪肉的替代效应将更为明显。分品类来看，黄鸡可按生长时间可划分为慢速鸡、中速鸡和快速鸡。其中，两广地区主要消耗慢速鸡，江浙一带主要消耗快速鸡和中速鸡。近年来，慢速型种鸡占比小幅上升，占比约为 43%，或折射出消费者对口感、风味的进一步追求。

图 20：白羽肉鸡为主要禽肉构成



资料来源：中国畜牧业协会，中信证券研究部

图 21：不同种类祖代黄鸡占比变化



资料来源：中国畜牧业协会，中信证券研究部

表 1：白羽肉鸡与黄羽肉鸡对比

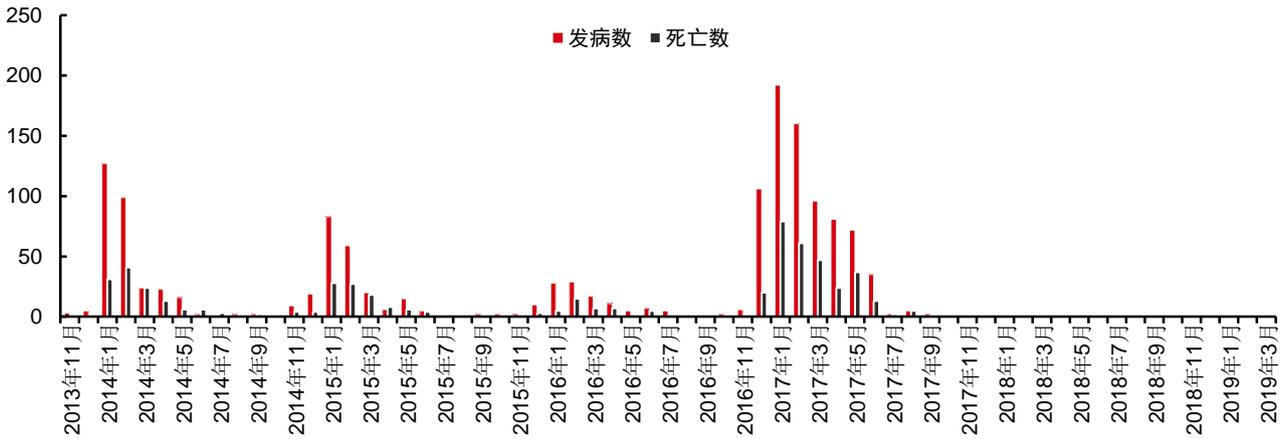
	黄羽鸡	白羽鸡
外观	黄色、黄麻、青麻等有色羽	白色
品类	广东地区的主导品种是优质土鸡和快大鸡，广西是优质土鸡，海南是文昌鸡和快大鸡，重庆、四川是中速型青脚麻鸡和乌皮麻鸡，福建、江苏、浙江、安徽的主导品种是快大型青脚麻鸡	艾拔益加（AA+）、罗斯（Ross308）、科宝（Cobb）
引种	国内自主研发	国外引种
生长周期和体重	45-120 天，一般 1.5-2 公斤	42-48 天，一般 3 公斤左右
料肉比	2.5	1.8
口感	肉质好，味道鲜美	
消费场景	生鲜消费，用于中式烹饪，如煲汤、白斩鸡、烧鸡等	冻品消费，西餐快餐消费居多，经屠宰分割为鸡胸肉、鸡腿肉和鸡翅等形式销售，或加工为熟食后上市
渠道结构	南方地区为主，家庭消费居多	餐饮渠道
工业化程度	较低，且有一定地域性。	较高，区域属性较弱
2017 年出栏量（亿羽）	36.9	42
2017 年鸡肉量（万吨）	400	700

资料来源：中国畜牧业协会，中信证券研究部

黄鸡景气持续，价格有望再创高点

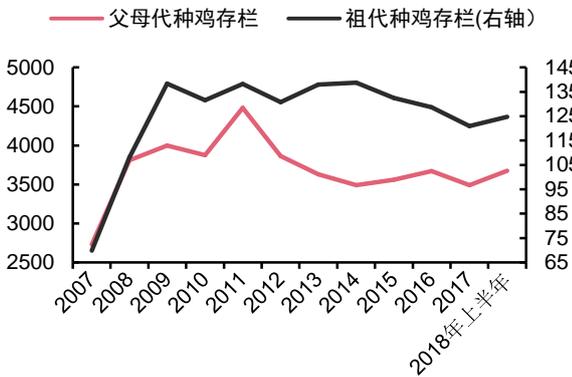
黄鸡行业供给不受限，需求受禽流感冲击大。黄鸡行业基本遵循“价高则进，价低则出”特点，自 2010 年开始，我国黄鸡种鸡产能基本在 120 万-138 万套间波动，整体变化不大。但由于其生鲜消费特性，黄鸡行业受禽流感疫情冲击更大。典型如 2012-2014 年以及 2016-2017 年，祖代产能均下降 8 万套，毛鸡出栏连续下滑（2013 年下降 4.5 亿，2017 年下降 3 亿羽）。尤其是 2016 年底，禽流感疫情的泛滥带来活禽市场的关闭，黄鸡消费一度陷入低迷，2017 年祖代产能下降 8 万套，毛鸡出栏下降 3 亿羽，行业深度亏损，猪鸡比高达 2.57。

图 22：近年中国人感染 H7N9 禽流感的病例（人数）



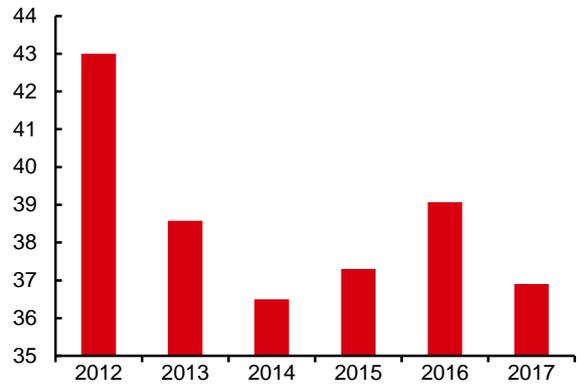
资料来源：国家卫计委，中信证券研究部

图 23：近年来祖代、父母代存栏情况（万套）



资料来源：中国畜牧业协会，中信证券研究部

图 24：近年来毛鸡出栏数量（亿羽）



资料来源：中国畜牧业协会，中信证券研究部

非瘟疫情预计将加持黄鸡景气。2017 年三季度，随着禽流感疫情影响减弱，叠加前期亏损的退出，黄鸡行业逐渐景气上扬，18 年全年均价 7.11 元/斤，只均盈利将近 4 元（按出栏体重 1.6kg 计算），行业补栏再度积极。2019 年 1-2 月，黄鸡均价 5.96 元/斤，同比下滑 17%，接近成本线。

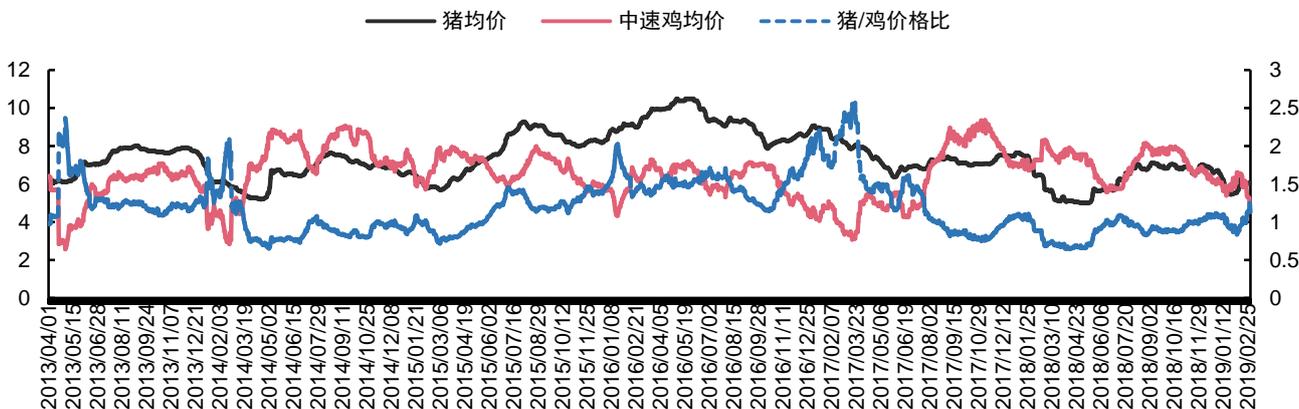
行业是否步入景气下行阶段？我们认为不然，非洲猪瘟疫情频发和蔓延程度远超市场预期，对生猪产能影响预计将逐渐兑现，生猪供给缺口渐现，鸡肉需求大概率有望提升，推动价格的上涨。一般而言，鸡价低点在 12 月-3 月之间，主要系节后季节性下跌，春季为禽流感多发季节所致。下半年受国庆行情等带动，9-10 月一般为年内高点。考虑到 17 年之后无人感染禽流感病例，压制需求端的因素解除，预计价格在一季度后将稳步攀升。历史上（2013-2019 年），猪鸡价格比（黄羽肉鸡中速鸡）平均值为 1.1，低点在 0.69（2018 年 3 月），高点在 2.57（2017 年 3 月）。如若未来猪价高点突破 25 元/公斤，黄鸡价格想象空间巨大，景气至少有望持续至 2020 年。

图 25：中速鸡近年价格周期一览（元/斤）



资料来源：新牧网，中信证券研究部

图 26：猪鸡价格比：平均维持在 1.1 左右（单位：元/斤）（猪价鸡价为左轴，猪鸡比为右轴）



资料来源：wind，新牧网，中信证券研究部 注：鸡价为中速鸡价格

表 2：中速鸡价格年度波动趋势

	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-2 月
月均价高 点（元/ 斤）	8 月，6.84	9 月，8.84	9 月，7.45	3 月，6.83	11 月，8.88	10 月，7.8	6.05（2 月）
月均价低 点（元/ 斤）	5 月，3.21	2 月，3.88	12 月，5.9	12 月，4.94	3 月，3.58	6 月，5.9	5.9（1 月）
全年均价 （元/斤）	5.86	7.11	6.85	6.16	6.78	7.15	

资料来源：新牧网，中信证券研究部

品种优良，多点布局，市占率稳步上升

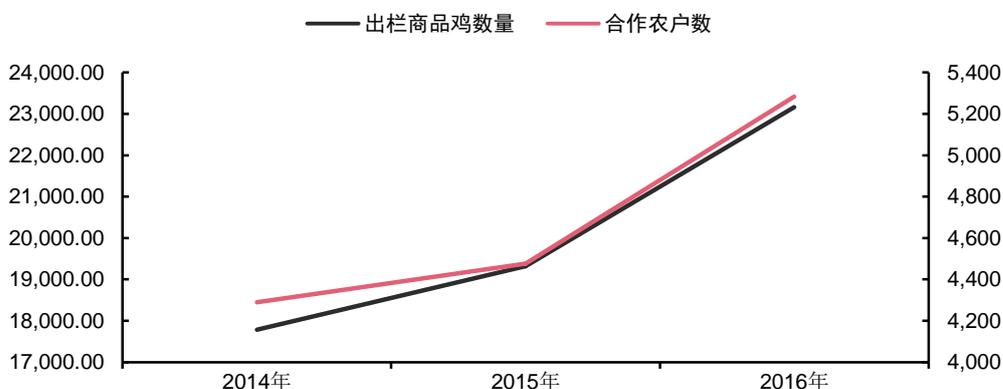
坚持产学研，深耕品种研发。公司坚持在育种、饲料生产以及疫病防治等技术环节进行自主研发，依托“两所两站一中心一基地”六大研发平台¹以及内部技术管理体系，目前培育出了多系列独有优质黄羽鸡品种雪山草鸡，并在国内率先编制了多项与雪山草鸡相关

¹指的是依托扬州大学、南京农业大学、江苏省农业科学院、中国农业大学等高校科研院所的技术支持建立的江苏省优质禽工程技术研究中心、江苏省农科院立华家禽研究所、江苏省企业研究生工作站、江苏省企业院士工作站、江苏省博士后创新实践基地、常州市现代农业科学院家禽研究所

的技术标准，能够满足不同地区、不同档次的黄羽鸡消费需求。2015年10月10日，公司子公司江苏兴牧被农业部认定为第一批国家肉鸡核心育种场（一共15家），公司被农业部认定为第一批国家肉鸡良种扩繁推广基地（一共15家）。截至2018年6月末，公司共拥有核心群黄羽鸡种鸡286.68万只。

多点布局，出栏稳步提升。由于黄鸡具备较强的地域属性，公司采取多地设立子公司形式满足当地市场需求。从早年江浙皖起步，公司黄鸡业务逐渐扩充至山东（2009年泰安子公司）、广州（2010年惠州子公司）、河南（2011年洛阳）、四川（2015年自贡）、湖南（2016年湘潭），即使在禽流感疫情泛滥的2014年，公司亦保持扩张态势，品牌影响力不断加强，2012-2015年，公司市占率由9.75%提升至16.62%。考虑到目前肉鸡行业（尤其是黄鸡行业）整体仍然较为分散，小型农户数量仍然较多，我们认为多地布局、公司+合作社+农户形式将能有助于公司进一步提升市占率。

图 27：立华股份出栏商品鸡数（左轴：万羽）和合作农户数（右轴）



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

表 3：2012-2018 年立华、温氏、行业出栏量统计（亿羽）

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
温氏	8.44	8.31	6.97	7.44	8.19	7.76
市占率	19.63%	21.54%	19.10%	19.95%	20.96%	21.03%
立华	1.55	1.65	1.78	1.93	2.32	2.55
市占率	9.75%	11.17%	13.64%	13.23%	14.37%	16.62%
前 10 企业合计	15.89	14.77	13.05	14.59	16.14	15.34
市占率	36.95%	38.28%	35.75%	39.12%	41.31%	41.57%
全国出栏量	43	38.58	36.5	37.3	39.07	36.9
立华市占率	3.60%	4.28%	4.88%	5.17%	5.94%	6.91%

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

表 4：2013-2015 年我国肉鸡规模养殖场数量分布对比情况如下：

	2013 年		2014 年		2015 年	
	养殖场数量(个)	养殖场数量占比 (%)	养殖场数量 (个)	养殖场数量占比 (%)	养殖场数量占比 (%)	养殖场数量 (个)
1-1,999	23,172,092	98.0986	21,644,679	98.0933	20,814,808	98.1005
2,000-9,999	280,290	1.1866	258,379	1.171	240,841	1.1351
10,000-49,999	140,772	0.596	132,780	0.6018	134,246	0.6327

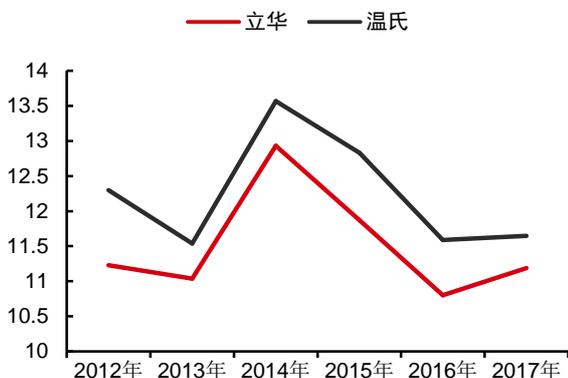
	2013年		2014年		2015年	
	养殖场数量(个)	养殖场数量占比 (%)	养殖场数量(个)	养殖场数量占比 (%)	养殖场数量占比 (%)	养殖场数量(个)
50,000-99,999	20,061	0.0849	21,183	0.096	19,532	0.0921
100,000-499,999	6,644	0.0281	6,911	0.0313	6,695	0.0316
500,000-999,999	911	0.0039	912	0.0041	931	0.0044
100 万以上	449	0.0019	564	0.0026	789	0.0037

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

规模户为主，靠近原料区，成本优势明显

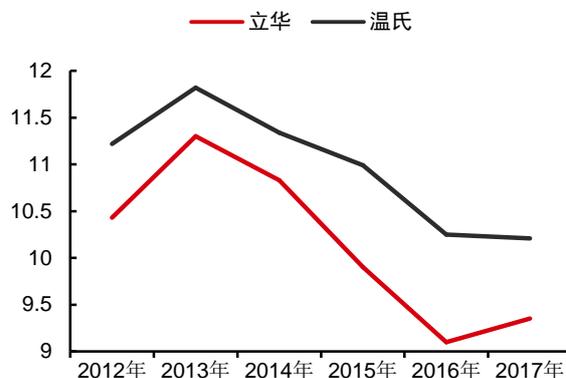
立华单位毛利渐超温氏。由于温氏产销集中在两广地区（两广占比 50%），立华在江苏一带（华东占比 80%），平均而言，广州价格、成本较之江苏较高（两广地区消费慢速鸡为主，江浙一带为中速、快速鸡），但 2015 年开始，立华单位毛利逐渐高于温氏。

图 28：立华单价低于温氏（元/千克）



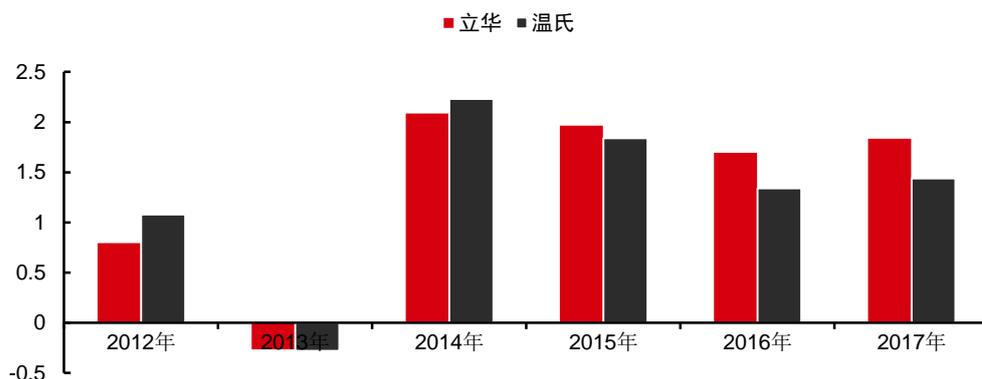
资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

图 29：立华成本低于温氏（元/千克）



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

图 30：立华单位毛利逐渐高于温氏（元/千克）



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

低成本来源：较低的代养费和饲料费。详细拆分立华、温氏的成本可知，2017 年温氏平均单价较立华高 0.46 元，而成本高了 0.84 元，其中，仅农户养殖费用便高了 0.4 元/公斤，立华较低的农户代养费主要系：1) 现有客户平均养殖规模更大、养殖效率较高。

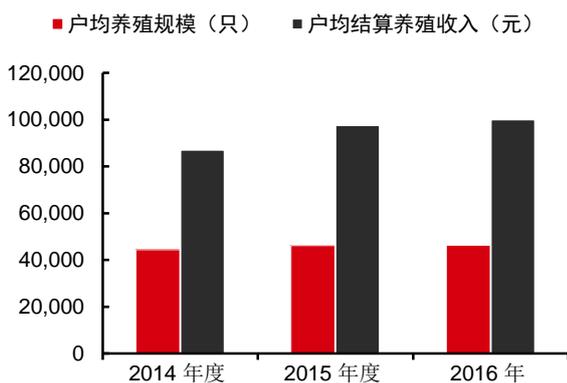
由于温氏客户均为早年建立合作关系，平均农户更小，养殖效益相对偏低，故代养费用平均更高。2) 品种、区域差别所致。立华商品鸡 81%来自华东地区，温氏商品鸡华东区域占比仅为 20%-25%。一方面华南地区人工费用略高于华东地区；另一方面，华南地区主要以慢速鸡为主，出栏时间较长，平均人工费用也较高。

表 5：2017 年温氏、立华每公斤成本对比（元/千克）

	立华	温氏
饲料原料合计	6.90	7.07
直接人工	0.22	0.46
制造费用	0.38	0.13
药品及疫苗	0.42	0.40
农户养殖费用	1.41	1.81
其他	0.00	0.31
合计成本	9.34	10.18
单价	11.19	11.65

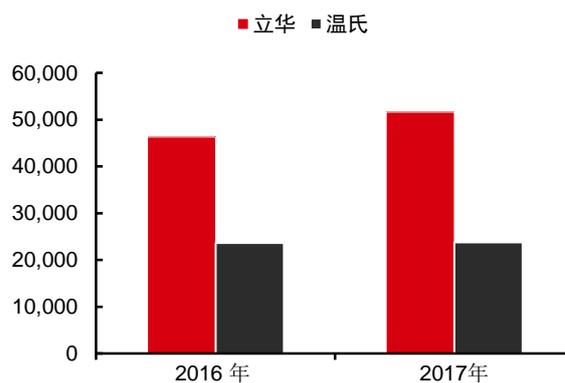
资料来源：公司招股说明书，公司公告，中信证券研究部

图 31：立华近年来户均养殖规模和收入逐年上升



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

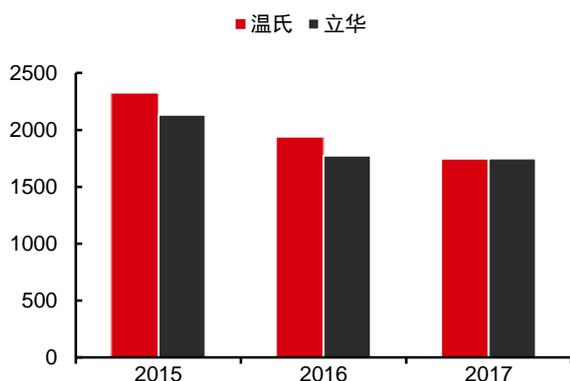
图 32：立华户均养殖规模高于温氏



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

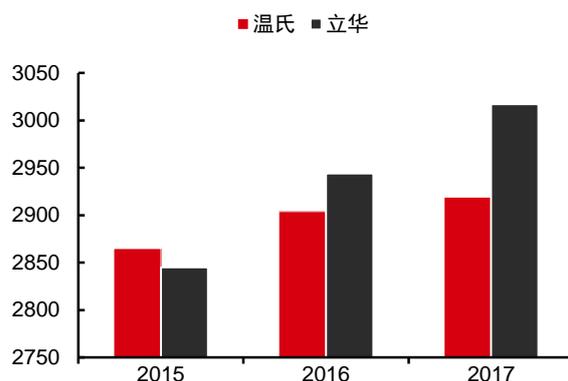
此外，每公斤均饲料费用上，立华费用比温氏低 0.17 元，主要系靠近玉米、小麦等黄淮主产区所致。由于玉米占比饲料原材料将近 60%-70%，故尽管 16-17 年温氏豆粕采购均价低于立华，由于其玉米采购吨价相对较高，故平均饲料原料成本高于立华。

图 33：立华、温氏玉米采购均价对比（元/吨）



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

图 34：立华、温氏豆粕采购均价对比（元/吨）



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

■ 生猪业务：行业周期拐点渐至，公司养殖成本下降

非瘟加速产能去化，预计猪价将快速上涨

复盘历史猪周期，我们可发现历史上三轮猪周期时间逐步拉长。2018 年下半年，非洲猪瘟在全国范围内爆发，叠加禁运政策的限制加速行业去产能。

三组数据可得以验证：1) 2019 年 1 月，农业部公布能繁母猪存栏环比降 3.56%，同比降 14.75%，连续十个月出现下滑（上一轮周期仅连续 7 月出现下滑）。

2) 2019 年 1 月，全国 180 家饲料企业的猪料销量同比下降 1%、环比下降 0.6%。同比下滑趋势已持续了 12 个月。

3) 仔猪、母猪价格持续低迷。一般而言，仔猪、母猪价格代表行业的补栏积极性，从历史数据来看，仔猪价格一般会较母猪价格提前反映。尽管节后仔猪价格小幅上涨，但当下仔猪、母猪价格较 16 年仍处于低位，反映当下较低的补栏意愿。

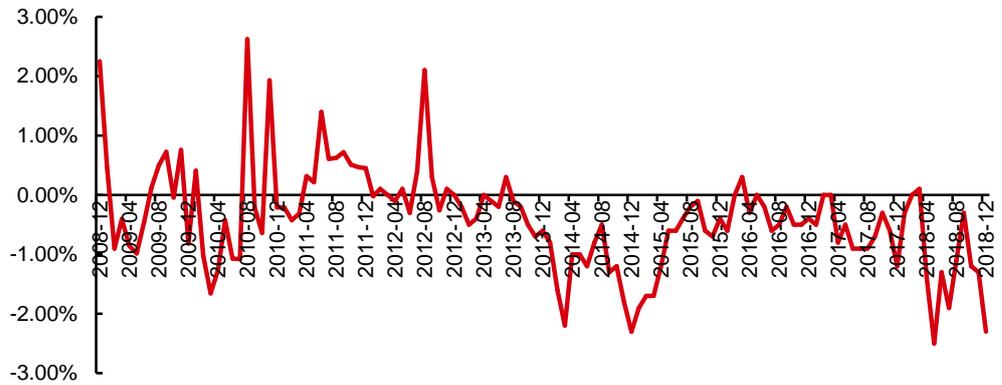
结合草根调研数据，我们估计目前行业内产能去化幅度约为 16% 以上，且产能去化仍在持续中，预计此轮幅度将达到 20%（远超上一轮产能去化幅度）。由于非洲猪瘟疫情缺乏疫苗，极难防控，养殖户补栏偏向谨慎，预计此轮周期持续时间将更长，盈利高点将更高。

图 35: 历史猪周期价格情况（元/公斤）



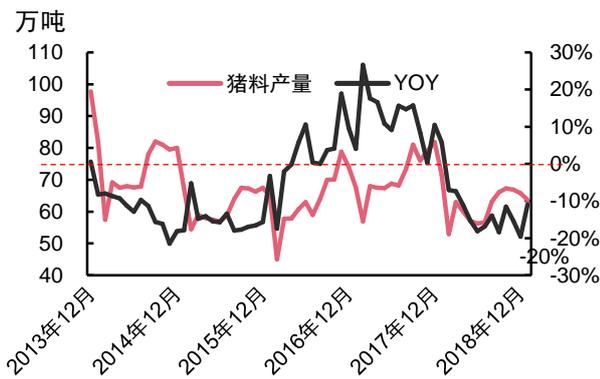
资料来源: wind, 中信证券研究部

图 36: 能繁母猪环比增速情况



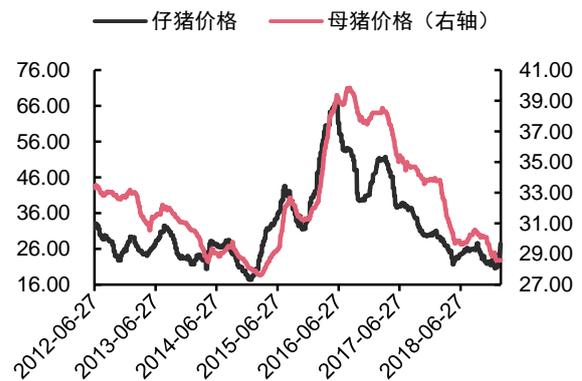
资料来源: 农业部, 中信证券研究部

图 37: 180 家饲企猪料销量数据



资料来源: 布瑞克, 中信证券研究部

图 38: 比照历史数据, 当前仔猪、母猪价格处于低位

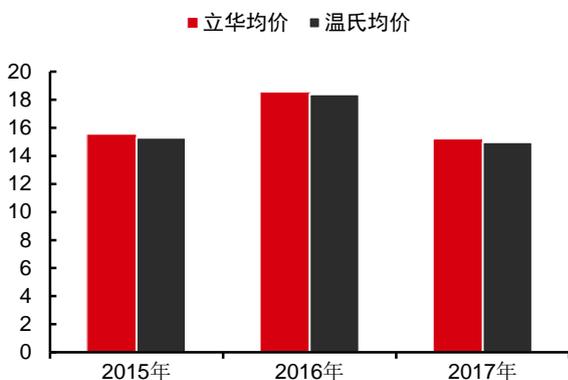


资料来源: 公司招股说明书, 中信证券研究部

饲料自产比例提升，养殖经验累积，养殖成本逐步下降

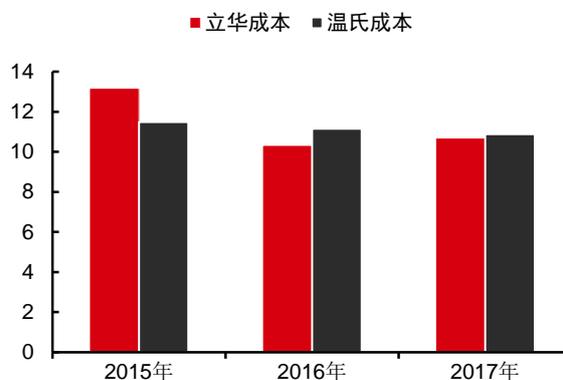
对标温氏来看，立华的均价略低于温氏，主要系地域因素所致（江浙地区消费整体低于两广地区），生产成本却自 2015 年开始有所下降，2017 年甚至低于温氏。我们认为主要系几方面原因：1) 外购饲料转为自配料。拆分公司单位成本构成，2015-2017 年，公司饲料成本下滑最大，主要系宿迁猪料厂投产（2015 年 8 月）后公司自产料比例提升，配方可灵活调整降低成本所致（2017 年，公司自产单位猪料成本约为外购饲料成本的 43%）。截止到 2017 年 9 月，公司饲料几乎全为自产（该厂设计产能 27 万吨）。此外，如前文所述，玉米价格自 2015 年起下滑亦是饲料成本较低的原因之一。2) 养殖经验累积，早年由于经验、技术的不足，导致商品猪上市率较低，死亡商品猪的成本由活猪承担，也是导致头均成本较高的因素。3) 折旧摊销略有降低。由于立华的猪场多属自己建造，早年商品猪折旧摊销费用较高。

图 39：立华商品猪均价低于温氏（元/千克）



资料来源：Wind 资讯，中信证券研究部

图 40：立华商品猪生产成本逐年下滑，2017 年低于温氏（元/千克）



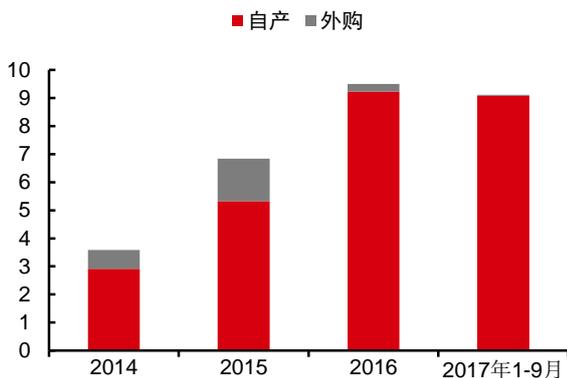
资料来源：Wind 资讯，中信证券研究部

表 6：立华 2015-2017 年生产成本拆分（元/公斤）

	2015 年	2016 年	2017 年
饲料原料	9.79	7.13	7.56
委托养殖费用	0.40	0.35	0.40
药物及疫苗	1.12	1.08	0.89
职工薪酬	0.68	0.59	0.55
固定资产折旧及摊销	1.19	1.17	1.29
合计	13.18	10.32	10.69

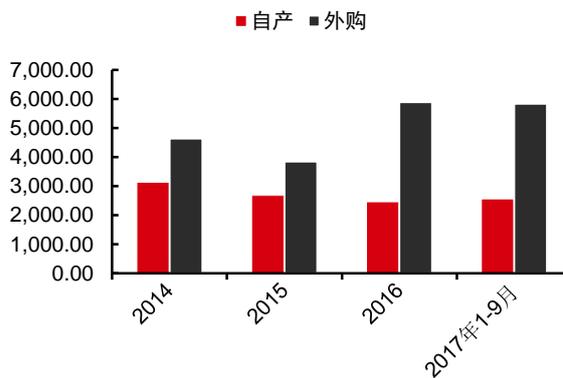
资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

图 41：立华自产饲料占比逐年加大（万吨）



资料来源：Wind 资讯，中信证券研究部

图 42：立华自产饲料成本低于外购（元吨）



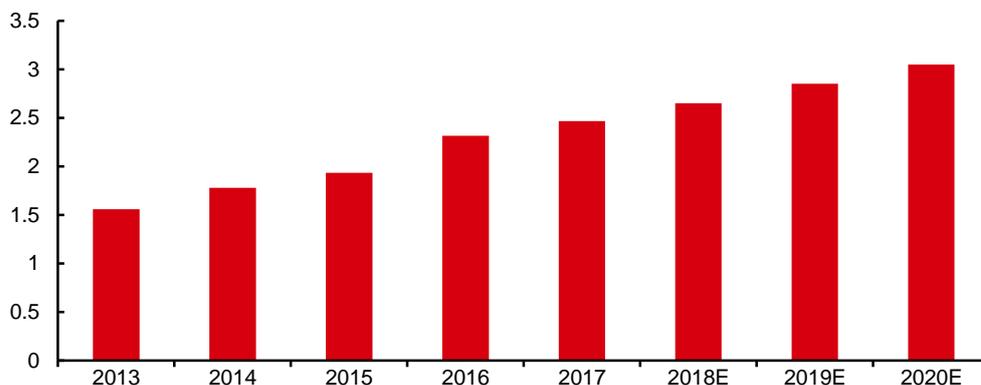
资料来源：Wind 资讯，中信证券研究部

募投产能再扩充，猪鸡共舞顺周期

黄鸡布局：巩固苏浙皖地区，支撑四川产能

目前公司黄鸡布局在继续稳定苏浙皖地区，此次募投安庆立华年出栏 1,750 万羽一体化养鸡建设项目、扬州立华年出栏 1,750 万羽一体化养鸡建设项目，将直接新增商品代黄羽鸡产能 3,500 万只，进一步提高公司在华东地区等优势市场的市场占有率。同时，自贡立华年产 18 万吨鸡饲料加工项目作为自贡立华年出栏 3,500 万羽一体化养鸡建设项目的一期工程，建成后将对公司四川地区产能快速扩张奠定有力基础。

图 43：立华股份黄鸡出栏计划（亿羽）



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

生猪业务：布局百万生猪出栏

公司从 2013 年进军养猪行业，截至 2018 年 6 月末，共有 6 个种猪场（含商品猪仔猪保育场），10 个商品猪养殖场，商品猪合作养殖户 142 户。目前生猪养殖主要由宿迁立华和连云港立华运营。此次 IPO 公司募集 12.12 亿资金新建“阜阳立华年产 36 万吨饲料加工项目”、“阜阳立华年出栏 100 万头生猪项目一期”、“连云港立华年存栏种猪 1

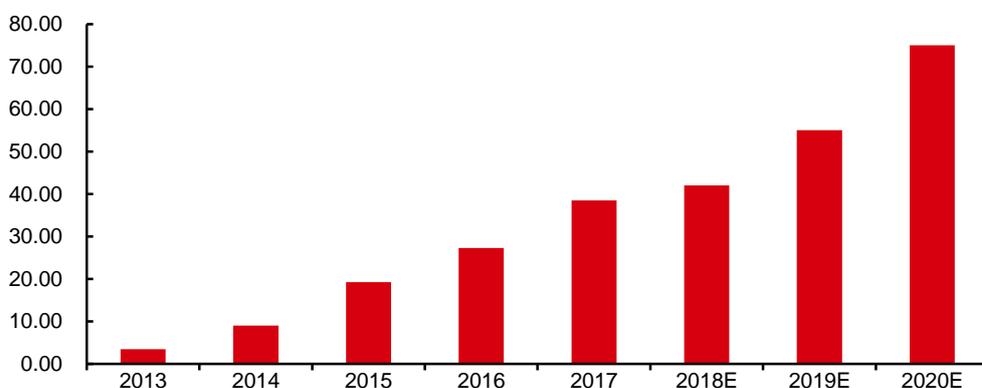
万头建设项目”，以进一步开拓黄淮地区的生猪养殖业务，提升在苏北地区的影响力。预计 2018-2020 年，公司商品猪出栏量分别达到 42 万头、55 万头、75 万头。

表 7：立华股份生猪产能分布和布局

		猪场名称	投入使用时间
目前	宿迁立华	汤涧种猪场	2012 年 7 月
		汤涧示范场(保育场)	2015 年 5 月
		胡集保育猪场	2014 年 6 月
		茆圩种猪场	2013 年 8 月
		庄圩种猪场	2016 年 6 月
	连云港立华	下车种猪场	2016 年 6 月
未来	阜阳立华	一百万生猪出栏项目+36 万吨饲料加工项目	2020 年
	连云港立华	连云港立 华年存栏种猪 1 万头建设项目	2020 年

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部 注意：阜阳立华项目建成后新增产能 30 万头

图 44：立华股份生猪出栏计划（万头）



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

■ 风险因素

疫情大范围爆发、猪鸡出栏不及预期、原材料成本上涨。

■ 估值及投资评级

同行估值比较

我们从两个角度来探讨公司的估值：1) 从 PE 来看，目前股价对应养禽类上市公司 2019-20 年平均 PE 在 20-22 倍，养猪公司平均 PE 在 31-17 倍。

表 8：养禽公司 PE 一览（元，倍）

	目前股价	18 年 PE	19 年 PE	20 年 PE	18 年 PB
圣农发展	29	23	19	24	4
益生股份	40.9	38	18	16	9
民和股份	27.4	32	27	274	8
仙坛股份	24.57	19	17	25	3

	目前股价	18年 PE	19年 PE	20年 PE	18年 PB
行业平均			20.25	22	

资料来源：wind，中信证券研究部预测 注：2020年平均PE剔除了民和股份

表 9：养猪公司 PE 一览

	目前股价	18年 PE	19年 PE	20年 PE	18年 PB
牧原股份	50.6	202	43	22	8
温氏股份	36.3	42	30	20	6
天邦股份	12.22	-25	28	8	6
正邦科技	12.93	148	15	5	4
行业平均		91.75	29	14	6

资料来源：wind，中信证券研究部预测

2) 从头均市值来看，目前股价对应生猪类上市公司 2019 年出栏头均市值为 4850 元（龙头公司市值 8441 元），对应 2020 年头均市值为 3485 元（龙头公司近 6207 元），对比上一轮周期高点（2016 年）时主要上市公司头均最高市值区间（6305-14896 元），我们认为当下板块估值仍有提升空间。

表 10：主要上市公司出栏数据（万头）及头均市值统计

	出栏量（万头）						当前市值（亿元）	其余业务利润（亿元）	其余业务市值（亿元）	生猪业务市值（亿元）	头均市值-2019（元/头）	头均市值-2020年（元/头）
	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E						
温氏股份	1535	1713	1904	2230	2400	2800	1929	16	320	1609	6703	5745
牧原股份	192	311	723.74	1101	1250	1700	1055	0	0	1055	8441	6207
正邦科技	158	226	342	551	700	900	307	2	30	277	3952	3073
天邦科技	42	58	101	217	300	450	142	1.5	24	118	3924	2616
唐人神	7	14	54	80	110	240	77	2.5	37.5	39	3565	1634
天康生物		33	49	64	130	200	70	2.5	37.5	33	2518	1637
平均市值											4850	3485

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

表 11：主要生猪上市公司历史头均最高市值情况（元）（未剔除其余业务）

	温氏	牧原	雏鹰	新五丰	正邦	天邦
2011			9071			
2012			8303			
2013			7196			
2014			9336			
2015						
2016		12884	10067	8181	14270	6305 14896
2017		8348	7540	7670	11637	4573 9828
2018		6497	6546	6758	6499	2853 3648

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

表 12：主要生猪上市公司历史头均最高低市值情况（元）（未剔除其余业务）

	温氏	牧原	雏鹰	新五丰	正邦	天邦
2011			5671			
2012			3899			
2013			4774			
2014		3984	6168			
2015		5233	5908			
2016	8496	6807	4446	6181	4777	7632
2017	5429	3255	5347	6750	2838	6016
2018	4766	4016	2034	2993	1488	2084

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

立华盈利预测

公司以黄鸡起家，布局养猪行业，随着猪周期的反转和黄鸡景气的继续，预计 2019-21 年公司将迎来量价齐升：

1) 黄鸡业务。预计 2018-2021 年公司出栏分别为 2.65 亿羽、2.85 亿羽、3.05 亿羽和 3.26 亿羽，同比变动分别为+7.4%、+7.55%、+7.02%和+7.0%；预计 2019 年上半年黄鸡均价略有下滑，猪鸡替代效应在下半年有望显现，预计 2019-21 年均价为 12.82 元/千克、13.07 元/千克和 11.87 元/千克，同比变动分别为-1.99%、+1.95%和-9.18%；成本费用方面，由于原材料价格和人工费用的上涨，预计将有所提升，整体来看，2018-21 年，预计黄鸡业务利润贡献+13 亿元、+12.2 亿元、+13.4 亿元和+11.3 亿元。

2) 生猪业务。预计 2018-2021 年公司出栏分别为 42 万头、55 万头、75 万头和 105 万头，同比变动+9.09%、+30.95%、36.36%和+40.00%；非瘟疫情加速产能去化，预计猪价二季度进入上涨态势，2018-21 年均价为 12.20、15.04、18.43、15.52 元/公斤；成本上，非瘟预计将带来养殖成本小幅提升，整体来看，2018-21 年，预计养猪业务利润贡献-0.1 亿元、+1.4 亿元、+5.2 亿元和+4.5 亿元。

表 13：立华详细盈利预测

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
黄鸡业务							
黄鸡出栏量 (万羽)	19,323.24	23,163.68	24,673.91	26,500.00	28,500.00	30,500.00	32,635.00
单价(元/千克)	11.87	10.80	11.19	13.08	12.82	13.07	12.68
成本(元/千克)	9.9	9.1	9.35	9.77	9.87	10.07	10.17
只均净利	2.13	1.31	2.24	4.45	3.78	3.88	2.97
黄鸡板块净利 (万元)	41264.36	36302.01	65715.69	130017.05	121893.78	133649.39	112984.45
生猪业务							
生猪出栏量 (万头)	19.25	27.27	38.50	42.00	55.00	75.00	105.00
单价(元/公斤)	15.54	18.55	15.20	12.20	15.04	18.43	15.52
成本(元/公斤)	13.18	10.32	10.69	11.13	11.53	10.95	10.41
头均净利(元/头)	13.50	605.05	316.66	-31.37	245.55	675.42	408.21
养猪板块净利	2,403.69	16,395.01	12,832.95	-1,200.10	13,896.39	52,067.00	44,645.09
其余利润							

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
	137.89	-311.07	672.48	906.40	954.22	1,004.43	1,057.15
合计利润	43805.95	52385.94	79221.13	129723.35	136744.38	186720.82	158686.69

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部预测

非洲猪瘟疫情持续下，猪周期拐点将至，猪肉供给缺口渐显，鸡猪替代效应加强，黄鸡受益最大，预计下半年将重启涨价周期，养殖行业未来两年将有望处景气期。预计公司2018/19/20年EPS为3.20/3.41/4.62元，整体给予公司2019年28倍PE，首次覆盖给予“持有”评级，目标价95.34元。

表 14：立华股份盈利预测简表

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	5,195.12	5,931.84	7,225.35	8,000.83	9,281.42
营业收入增长率 YoY	17.83%	14.18%	21.81%	10.73%	16.01%
净利润(百万元)	549.79	790.54	1,293.46	1,375.28	1,865.75
净利润增长率 YoY	18.34%	43.79%	63.62%	6.33%	35.66%
每股收益 EPS(基本)(元)	1.44	2.18	3.20	3.41	4.62
毛利率	18.22%	18.72%	28.51%	24.06%	27.05%
净资产收益率 ROE	26.25%	27.75%	24.33%	20.73%	22.12%
每股净资产（元）	5.19	2.73	13.17	16.42	20.89
PE	61	40	27	26	19
PB	17	32	7	5	4

资料来源：wind 中信证券研究部预测 注：股价为2019年3月5日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	5,195	5,932	7,225	8,001	9,281
营业成本	4,249	4,821	5,166	6,076	6,770
毛利率	18.22%	18.72%	28.51%	24.06%	27.05%
营业税金及附加	4	7	5	7	9
销售费用	66	71	361	272	297
营业费用率	1.28%	1.20%	5.00%	3.40%	3.20%
管理费用	240	257	470	384	483
管理费用率	4.63%	4.34%	6.50%	4.80%	5.20%
财务费用	11	20	(30)	(69)	(99)
财务费用率	0.21%	0.34%	-0.42%	-0.87%	-1.07%
投资收益	36	25	25	29	26
营业利润	535	794	1,297	1,379	1,869
营业利润率	10.29%	13.39%	17.95%	17.23%	20.14%
营业外收入	17	1	1	1	1
营业外支出	2	4	4	4	4
利润总额	550	791	1,293	1,375	1,866
所得税	0	0	0	0	0
所得税率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司股东的净利润	550	791	1,293	1,375	1,866
净利率	10.58%	13.33%	17.90%	17.19%	20.10%

现金流量表 (百万元)

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	550	791	1,293	1,375	1,866
所得税支出	0	0	0	0	0
折旧和摊销	157	178	82	82	82
营运资金的变化	308	71	87	-148	-57
其他经营现金流	-200	-86	-53	-97	-126
经营现金流合计	815	954	1,409	1,212	1,764
资本支出	-462	-528	-230	-230	-150
投资收益	36	25	25	29	26
其他投资现金流	-248	-75	0	0	0
投资现金流合计	-675	-578	-205	-201	-124
发行股票	0	0	1,212	0	0
负债变化	626	1,286	-100	0	0
股息支出	-36	-36	-36	-59	-63
其他融资现金流	-735	-1,351	30	69	99
融资现金流合计	-146	-102	1,105	10	36
现金及现金等价物净增加额	-5	274	2,310	1,021	1,676

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

资产负债表 (百万元)

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	102	376	2,686	3,707	5,382
存货	814	917	946	1,141	1,266
应收账款	2	3	2	3	4
其他流动资产	946	1,057	1,049	1,062	1,075
流动资产	1,864	2,353	4,683	5,914	7,728
固定资产	1,073	1,261	1,217	1,173	1,130
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	150	166	166	166	166
其他长期资产	341	354	547	739	851
非流动资产	1,564	1,781	1,929	2,078	2,146
资产总计	3,428	4,134	6,613	7,992	9,874
短期借款	175	100	0	0	0
应付账款	343	309	342	427	453
其他流动负债	759	793	871	849	903
流动负债	1,277	1,203	1,213	1,276	1,356
长期借款	0	20	20	20	20
其他长期负债	57	62	62	62	62
非流动性负债	57	82	82	82	82
负债合计	1,334	1,285	1,295	1,359	1,438
股本	363	363	404	404	404
资本公积	379	379	1,549	1,549	1,549
归属于母公司所有者权益合计	2,094	2,848	5,317	6,633	8,436
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	2,094	2,848	5,317	6,633	8,436
负债股东权益总计	3,428	4,134	6,613	7,992	9,874

主要财务指标

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入增长率	17.83%	14.18%	21.81%	10.73%	16.01%
营业利润增长率	17.16%	48.48%	63.34%	6.31%	35.57%
净利润增长率	18.34%	43.79%	63.62%	6.33%	35.66%
毛利率	18.22%	18.72%	28.51%	24.06%	27.05%
EBITDA Margin	15.75%	43.03%	36.58%	3.19%	33.21%
净利率	10.58%	13.33%	17.90%	17.19%	20.10%
净资产收益率	26.25%	27.75%	24.33%	20.73%	22.12%
总资产收益率	16.04%	19.12%	19.56%	17.21%	18.90%
资产负债率	38.92%	31.09%	19.59%	17.00%	14.57%
所得税率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
股利支付率	6.60%	4.59%	4.59%	4.59%	4.59%

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。	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；在欧盟由CLSA (UK) 分发；在印度由CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal 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员) 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、35及36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) 071/10/2018。

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。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资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。本研究报告在欧盟由CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条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的内容。

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 2019 版权所有。保留一切权利。