

证券研究报告

行业研究——事项点评

农林牧渔行业

看好	中性	看淡
----	----	----

上次评级: 看好, 2018.9.10

康敬东 行业分析师

执业编号: S1500510120009

联系电话: +86 10 83326739

邮箱: kangjingdong@cindasc.com

刘卓研究助理

联系电话: +86 10 83326952

邮箱: liuzhuoa@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

玉米缺口预测值扩大, 全球大豆维持丰产预期

农林牧渔行业动态点评 2018年9月12日

事件: 近日, 农业农村部市场预警专家委员会发布《2018年9月份中国农产品供需形势分析报告》。

点评:

- **玉米方面: 18/19年度产需缺口预测值扩大, 进口玉米到岸价超过国内价格。**
- **供需报告数据概述:** 5月份开始, 17/18年度玉米收购基本结束, 转入18/19年度玉米播种期。本月农业农村部对17/18年度玉米产需缺口预测值维持上月的452万吨不变。由农业部供需报告可以看出, 18年国内玉米现货供需局面基本已定, 进一步缩小的预期产需缺口和高库存供应压力并存, 我们认为18年国内玉米供需仍然维持宽松。本月农业农村部对进入播种期的18/19年度玉米预测值做出调整, 考虑到玉米生长条件稳定调增玉米产量157万吨, 同时受中美贸易摩擦影响玉米替代品进口数量减少, 饲用玉米需求量增加, 以及玉米深加工产能释放, 调增玉米总需求量620万吨, 影响18/19玉米产需缺口预测值扩大至2238万吨。
- **我们仍坚持对玉米价格走势的既有判断(前期现货市场已经持续验证): 18年玉米价格仍将弱势运行, 19年供需形势发生改善, 价格有望企稳回升。判断依据为, 18年国内玉米库存仍然高企, 国储投放持续进行, 国内玉米供需宽松, 价格承压, 19年供给侧结构性改革进展顺利, 玉米产量进一步调减, 国际玉米价格回暖, 美国玉米加征进口关税, 进口压力减弱, 供需格局有望获得实质性改善, 价格有望企稳上行。一方面关注国储玉米去库存, 国储玉米仍处高位, 供给侧结构性改革坚定推进, 国内玉米抛储压力中长期内将持续存在。据布瑞克数据显示, 截至2018年9月7日, 本年国储玉米拍卖量17476.52万吨, 为近几年的历史高位, 但近期成交价仅1400-1500元/吨左右, 处于历史低位。成交价来看, 2010年至今, 除14-15年因国内玉米价格较高拍卖数量较多的两年外, 其余年度在拍卖量低于18年的情况下成交均价仍高于18年。此外我们注意到, 从本年4月份国储玉米启动拍卖开始, 成交价低位波动, 但成交量和成交率呈现持续震荡下滑走势, 成交率已经由拍卖启动时的93%一度下滑至7月份的23%, 近期震荡加大, 成交活跃度有所好转。以上综合反映了国内玉米市场供需宽松的局面, 主要是由于下游养殖业整体低迷导致需求不振同时国内库存高企供应压力较大。据中国汇易发布的玉米供需平衡表数据显示, 中国汇易9月对2017/18年度国内库销比的估计值下调至109.02%, 对2018/19库销比的预测值下调至86.17%。由此可见, 我国农业供给侧结构性改革稳步推进, 玉米去库存进程加快, 但库存仍维持高位, 抛储压力不容小觑。另一方面关注国内外玉米价差, 受美国玉米加征进口关税影响到岸价超过国内价格, 但进口占比较小, 不足以改变国内玉米市场的供需格局, 只是一定程度上减少了供应压力。据万得数据显示, 2018年9月11日国内玉米现货平均价为1878.75元/吨, 进口玉米到岸完税价(CIF)为2076.55元/吨, 进口价格超过国内价格, 主要受7月6日对美国玉米加征25%进口关税的影响。据美国农业部2018年8月供需报告显示, 美国农业部8月份对全球**

玉米供需预测数据进行调整，全球玉米 18/19 预测年度的库销比由上月预测的 13.89% 提升至 14.15%。全球玉米产需延续紧缺，使得库销比已经下滑至相对低位。影响全球玉米价格走势的关键指标是产需缺口和库销比，复盘全球玉米价格走势，2012-2015 年全球玉米产需过剩且库销比连年增长，影响国际玉米价格持续下滑，2016 年起全球玉米供需趋紧，年中价格开始回暖。中长期来看，随着全球玉米供需情况的持续改善、去库存程度加深，全球玉米价格有望企稳回升，逐渐进入缓慢上行通道。

图 1: 国内外玉米价格走势 (单位: 元/吨)



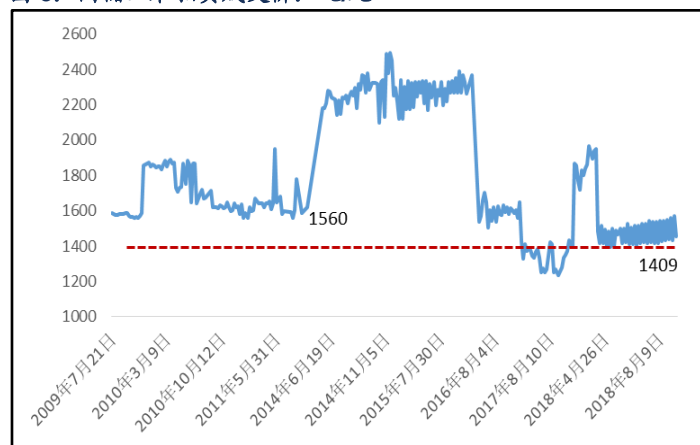
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 2: 中国玉米供需平衡表

	2016/17	2017/18 (9月估计)	2018/19 (8月预测)	2018/19 (9月预测)
千公顷 (1000 hectares)				
播种面积	36768	35445	34950	34950
收获面积	36768	35445	34950	34950
公斤/公顷 (kg per hectare)				
单产	5971	6091	6050	6095
万吨 (10000 tons)				
产量	21955	21589	21145	21302
进口	246	330	150	150
消费	21072	22361	23060	23680
出口	8	10	10	10
结余变化	1121	-452	-1775	-2238

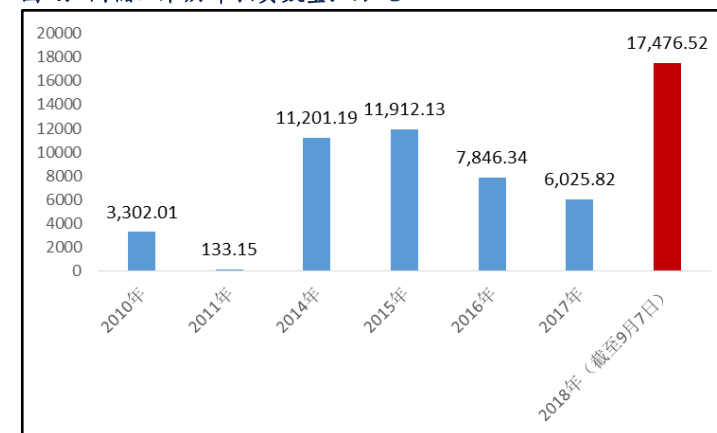
资料来源: 《2018年9月份中国农产品供需形势分析报告》

图 3: 国储玉米拍卖成交价: 吨/元

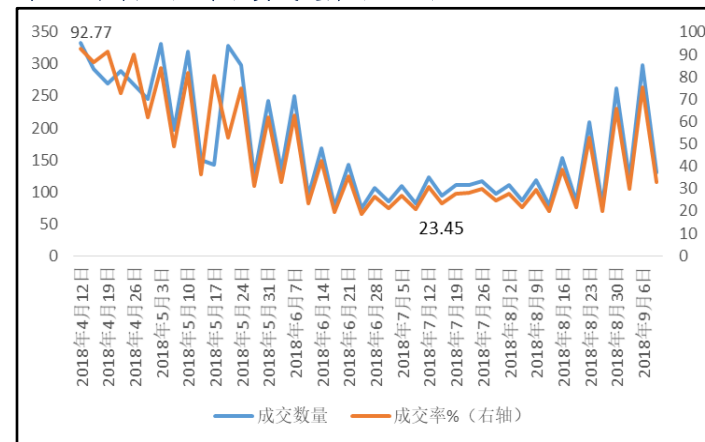


资料来源: 布瑞克数据终端, 信达证券研发中心

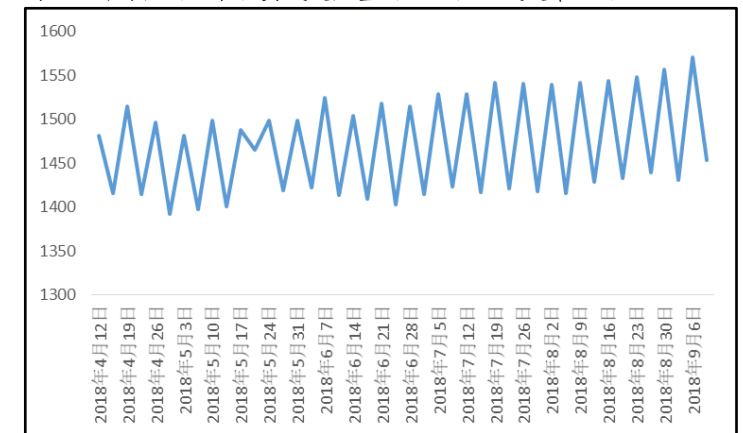
图 4: 国储玉米历年拍卖数量: 万吨



资料来源: 布瑞克数据终端, 信达证券研发中心

图 5：国内临储玉米拍卖成交价（元/吨）


资料来源：布瑞克数据终端，信达证券研发中心

图 6：国内临储玉米拍卖成交数量（万吨）及成交率%变化


资料来源：布瑞克数据终端，信达证券研发中心

表 1：国内玉米供需平衡表

单位：千吨	2013	2014	2015	2016	2017	2018（9月估计）	2019（9月预测）
产量	174,828.00	203,080.00	218,950.00	230,671.00	207,074.00	196,854.00	192,695.00
进口量	2,703.00	3,276.00	5,516.00	3,174.00	2,463.00	3,350.00	5,560.00
总供给量	209,975.00	248,601.00	309,155.00	399,917.00	453,580.00	466,307.00	441,467.00
国内消费量	167,650.00	163,890.00	143,070.00	155,870.00	187,405.00	222,595.00	236,525.00
出口量	80.00	22.00	13.00	4.00	72.00	500.00	600.00
总消费量	167,730.00	163,912.00	143,083.00	155,874.00	187,477.00	223,095.00	237,125.00
期末库存	42,245.00	84,689.00	166,072.00	244,043.00	266,103.00	243,212.00	204,342.00
年末库存/消费量%	25.19	51.67	116.07	156.56	141.94	109.02	86.17

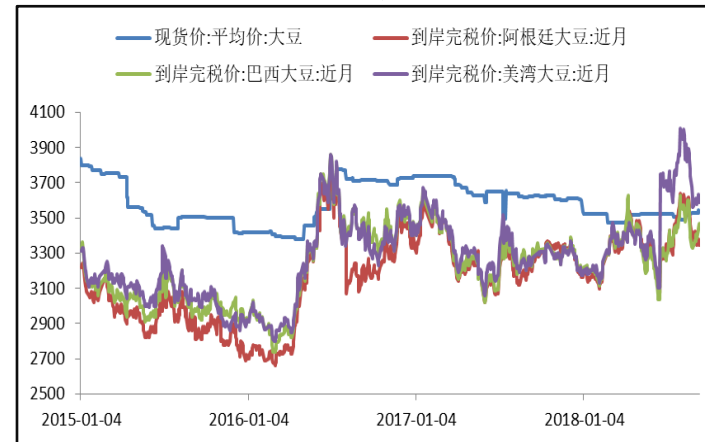
资料来源：中国汇易，信达证券研发中心

表 2: 全球玉米供需平衡表

单位: 百万吨	2013	2014	2015	2016	2017	2018 (7月预测)	2018 (8月预测)
期初库存	132.16	133.41	174.80	209.74	214.91	191.73	193.33
产量	868.00	990.47	1,016.03	973.45	1,075.55	1054.3	1061.05
进口	99.43	123.95	125.17	139.25	136.10	151.22	152.32
产量+进口	967.43	1,114.42	1,141.20	1,112.70	1,211.65	1,205.52	1,213.37
国内消费总计	864.73	948.85	981.01	968.28	1,063.12	1094.08	1098.89
出口	95.16	131.10	142.20	119.69	164.08	157.79	159.61
消费+出口	959.89	1,079.95	1,123.21	1,087.97	1,227.20	1,251.87	1,258.50
期末库存	135.43	175.03	209.82	214.91	227.34	151.96	155.49
库销比	15.66%	18.45%	21.39%	22.20%	21.38%	13.89%	14.15%

资料来源: 美国农业部, 信达证券研发中心

- **大豆方面: 美豆加税重写进口格局, 关注中美贸易战后续进展。**2018年7月6日起, 我国对原产于美国的进口大豆加征25%关税。加税前我国大豆进口关税为3%, 加征关税将导致进口美国大豆成本大幅上升。我国大豆进口格局将随之变化, 也将导致进口大豆价格中枢有所上移, 到达新的供需平衡点。由于当前主要大豆进口货源不在美国, 因此对美豆加税后进口价格波动不大, 待到美豆上市全球大豆贸易局面重新确定, 价格才能达到新的平衡点, 据农业部9月供需报告显示, 农业部目前预计2019年进口大豆到岸税后均价中间价区间为3300-3500元/吨, 维持上月预测区间。**国内大豆方面,**近期国内大豆价格继续呈现稳中偏弱走势, 这主要是由于我国对进口大豆依赖性较强, 从而偏低的国际豆价对国内豆价产生较大影响。当前除美国外国内外大豆价差明显, 根据万得数据显示, 2018年9月12日国内大豆现货平均价为3544.74元/吨, 阿根廷和巴西的完税到岸价均价为3406元/吨, 当前价差为138.74元/吨, 受加税影响美豆进口到岸完税价达到3590元/吨, 略高于国内大豆价格。根据农业部《2018年9月份中国农产品供需形势分析报告》显示, 农业部本月调减17/18年度大豆供需结余估计值至1276万吨, 18/19预测年度大豆供需缺口由上月25万吨调增至357万吨, 主要是考虑到美豆加征关税导致进口量的减少, 下游生猪养殖业利润长期低位抑制补栏, 以及豆粕价格上涨预期促使杂粕等其他蛋白类替代品消费量增加。国际豆价除影响进口量外, 从大豆压榨加工企业的角度来看, 加工原料主要依靠进口大豆, 国际豆价也是影响国内加工企业经营成本的最直接因素。**国际大豆方面,**美国农业部在近期发布的2018年8月供需报告中调整18/19年度全球大豆库存量至105.94万吨, 较上月预测值小幅增加, 高于上年度库存量。全球大豆供需格局整体仍然偏宽松, 需持续关注中美贸易战的后续进展以及对全球大豆贸易格局的影响。

图 7: 国内和国际大豆价格走势 (单位: 元/吨)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 8: 中国大豆供需平衡表

	2016/17	2017/18 (9月估计)	2018/19 (8月预测)	2018/19 (9月预测)
千公顷 (1000 hectares)				
播种面积	7202	7783	8389	8451
收获面积	7202	7783	8389	8451
公斤/公顷 (kg per hectare)				
单产	1796	1869	1832	1873
万吨 (10000 tons)				
产量	1294	1455	1537	1583
进口	9349	9390	9385	8365
消费	10811	10705	10923	10282
出口	12	14	23	23
结余变化	-180	126	-25	-357

资料来源: 《2018年9月份中国农产品供需形势分析报告》

表 3: 全球大豆供需平衡表

百万吨/百万公顷	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18 (7月估计)	2017/18 (8月估计)	2018/19 (7月预测)	2018/19 (8月预测)
期初库存	55.26	61.65	77.36	96.67	96.67	96.02	95.61
产量	282.61	319.60	312.87	336.70	336.70	359.49	367.10
进口	111.85	124.36	133.41	154.28	153.48	154.36	154.83
压榨量	241.27	264.07	274.93	296.29	294.36	309.31	308.67
国内消费总计	275.25	301.85	314.13	339.39	337.53	354.29	353.64
出口	112.70	126.22	132.46	152.24	153.70	157.32	157.96
期末库存	61.77	77.53	77.06	96.02	95.61	98.27	105.94
总供给	449.72	505.61	523.64	587.65	586.85	609.87	617.54
贸易量	224.55	250.58	265.87	306.52	307.18	311.68	312.79
收获面积	112.35	118.21	120.08				

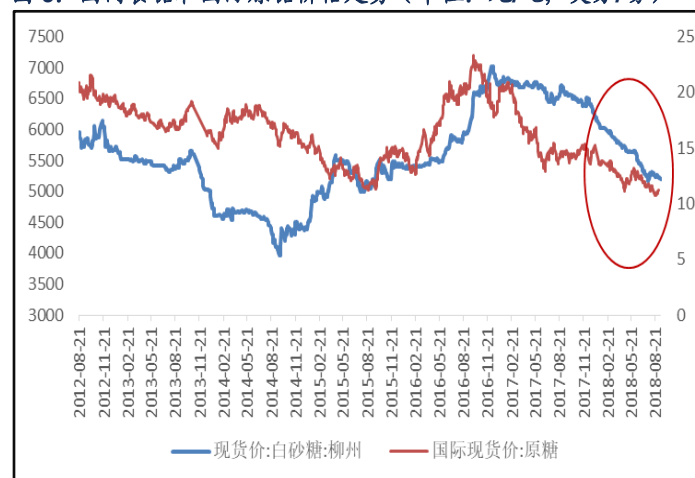
资料来源: 美国农业部, 信达证券研发中心

- **食糖方面: 国内外糖价延续下滑走势, 价差有所减小。国际原糖方面,** 近期国际糖价延续偏弱走势, 全球糖供给维持宽松, 糖价周期向下。据万得数据显示, 2018年9月3日国际原糖现货价 11.17 美分/磅, 环比下降 0.18%。中长期来看, 全球增产供需转入过剩, 全球糖价进入下行周期。USDA 上月开始对 18/19 榨季进行预测, 预计全球糖库销比较上年估计值的 28.32% 下滑至 27.56%, 本月维持预测值不变。作为糖价的有效反向指标, 全球糖库销比回升释放糖价下行信号。我们预计国际糖价仍然承压, 整体呈现缓慢探底走势。**国内白糖方面,** 近期国内糖价下滑明显, 主要受国内糖价周期下行以及国内外糖价差影响。据万得数据统计, 2018年9月10日柳州白糖现货价 5200 元/吨, 环比下降 1.98%, 国内外

糖价差有所缩小。据《2018年9月份中国农产品供需形势分析报告》显示，农业部对已经结束的17/18年度中国食糖供需结余预测值扩大至-208万吨，预测18/19榨季国内食糖结余值为-177万吨，较上月预测值有所扩大。综合考虑国内糖业保护政策、全球糖价去库存周期以及国内糖价下行周期，我们预计国内糖价短期内仍将处于缓慢下行通道，但下跌空间相对有限。

- (商务部于2017年5月22日发布关于对进口食糖采取保障措施的公告。保障措施采取对关税配额外进口食糖征收保障措施关税的方式，实施期限为3年，自2017年5月22日至2020年5月21日，实施期间措施逐步放宽。2017年5月22日至2018年5月21日，保障措施关税税率为45%；2018年5月22日至2019年5月21日，保障措施关税税率为40%；2019年5月22日至2020年5月21日，保障措施关税税率为35%。)

图9：国内食糖和国际原糖价格走势(单位：元/吨；美分/磅)



资料来源：万得，信达证券研发中心

图10：中国食糖供需平衡表

	2016/17	2017/18 (9月估计)	2018/19 (8月预测)	2018/19 (9月预测)
千公顷 (1000 hectares)				
糖料播种面积	1396	1456	1517	1517
甘蔗	1225	1267	1283	1283
甜菜	171	189	234	234
糖料收获面积	1396	1456	1517	1517
甘蔗	1225	1267	1283	1283
甜菜	171	189	234	234
食糖进口量	229	280	320	290
食糖消费量	1490	1500	1520	1520
食糖出口量	12	19	15	15
结余变化	-344	-208	-147	-177

资料来源：《2018年9月份中国农产品供需形势分析报告》

表 4: 全球糖供需平衡表

单位: 千吨	2014	2015	2016	2017	2018 (7月估计)	2018 (8月估计)	2019 (7月预测)	2019 (8月预测)
期初库存	42,288.00	44,818.00	48,771.00	44,094.00	41,978.00	41,978.00	49,524.00	49,524.00
产量	175,971.00	177,582.00	164,888.00	173,980.00	191,813.00	191,813.00	188,251.00	188,251.00
进口量	51,450.00	50,248.00	54,720.00	54,170.00	53,702.00	53,702.00	52,517.00	52,517.00
产量+进口	227,421.00	227,830.00	219,608.00	228,150.00	245,515.00	245,515.00	240,768.00	240,768.00
出口量	57,931.00	55,013.00	53,955.00	58,719.00	63,083.00	63,083.00	62,802.00	62,802.00
总消费量	166,960.00	168,864.00	170,330.00	171,547.00	174,886.00	174,886.00	178,335.00	178,335.00
出口+消费	224,891.00	223,877.00	224,285.00	230,266.00	237,969.00	237,969.00	241,137.00	241,137.00
产需缺口	2,530.00	3,953.00	-4,677.00	-2,116.00	7,546.00	7,546.00	-369.00	-369.00
期末库存	44,818.00	48,771.00	44,094.00	41,978.00	49,524.00	49,524.00	49,155.00	49,155.00
库销比	26.84%	28.88%	25.89%	24.47%	28.32%	28.32%	27.56%	27.56%

资料来源: 万得, 信达证券研发中心

- **投资建议:** 2018年7月6日, 我国对美豆加征进口关税后, 将重新确定全球大豆贸易格局, 并导致进口大豆价格中枢有所上移, 到达新的供需平衡点。由于当前主要大豆进口货源不在美国, 因此美豆加税落地后下游饲料和养殖企业成本暂时影响不大, 并且我们认为在10月份美豆集中上市后才将确定新的进口价格的平衡点, 而综合考虑蛋白饲料替代品、替代国家以及低蛋白日粮趋势推广的影响, 我们预计最终大豆进口成本上涨幅度有限。美豆关税加征以及中美贸易战对其他农产品的成本推升作用对下游饲料和养殖龙头企业可以解释为利好, 原料价格的推升有利于具有成本优势的龙头企业进一步扩大市场份额、巩固竞争地位, 建议关注养殖一体化进展顺利的饲料龙头企业, 如金新农、海大集团, 以及成本控制能力强、业绩弹性大的养殖龙头企业, 如温氏股份、牧原股份; 中美贸易战的打响将倒逼国内农业供给侧结构性改革, 农业尤其是种植业的战略价值将更加凸显, 种植业板块迎来预期持续升温的主题投资机会, 建议关注北大荒, 亚盛集团; 在燃料乙醇新政推出的背景下, 玉米深加工企业将受益于原料成本下行和需求空间扩大的双重利好, 有望实现量利齐升, 建议关注中粮生化。综合以上, 我们维持行业“看好”评级。
- **风险因素:** 非洲猪瘟疫情蔓延风险、农产品价格波动风险、南美天气变化风险、行业政策变动风险、中美贸易战持续升级等。

附： 2018 年 9 月中国农产品供需形势分析报告

玉米：本月预测，2018/19 年度，中国玉米产量 2.13 亿吨，比上月预测数调增 157 万吨，主要是玉米单产比上月预测数每公顷调增 45 公斤。8 月份全国玉米产区墒情适宜，光温条件较好。当前，东北、华北、西北地区大部春玉米处于乳熟期，局地进入成熟期。据气象部门监测，9 月 10 日全国一、二类苗比例分别为 41%、59%，与 8 月底相比一类苗比例增加 4 个百分点，二类苗减少 4 个百分点。中国玉米消费量 2.37 亿吨，比上月预测数调增 620 万吨，主要原因：一是受中美经贸摩擦影响，大豆、玉米替代品等进口减少，饲料原料中玉米用量增加，饲用玉米比上月预测数调增 200 万吨；二是玉米深加工新增产能释放偏快，特别是 8 月份国务院常务会议要求扩大燃料乙醇试点省份，进一步提振玉米工业消费，玉米工业消费比上月预测数调增 420 万吨。期末结余变化量减少 2238 万吨以上，比上月预测数有所扩大。

大豆：本月预测，2018/19 年度，在生产者补贴和轮作休耕补贴等政策鼓励下，大豆播种面积高于之前预期，达到 8451 千公顷，比上月预测数调增 62 千公顷，比上年度增加 668 千公顷，增幅 8.6%；8 月份全国大豆产区光温条件好，东北降雨改善土壤墒情，利于大豆结荚鼓粒，大豆单产预期较 7 月明显改善，但 9 月上旬内蒙古东部和黑龙江大部气温偏低、降水偏多，9 月 9 日出现初霜冻，较常年提前 4-12 天，影响大豆灌浆乳熟，全国大豆单产每公顷 1873 公斤，比上月预测数调增 41 公斤，比上年度持平略增 0.2%；大豆总产量 1583 万吨，比上月预测数调增 46 万吨，比上年度增加 128 万吨，增幅 8.8%；受中美经贸摩擦、生猪养殖效益下降、畜禽低蛋白日粮配方逐步推广、国内大豆增产等因素影响，大豆进口量降至 8365 万吨，比上月预测数调减 1020 万吨；大豆压榨消费量 8672 万吨，比上月预测数调减 606 万吨；大豆损耗及其它消费量 290 万吨，比上月预测数调减 35 万吨；期末结余量减少 357 万吨。

棉花：本月预测，2018/19 年度，中国棉花播种面积约 3287 千公顷，维持上月估计值不变；8 月主要棉区热量条件充足，棉花长势良好，一、二类苗比例较上年略高，自然灾害轻度发生，棉花单产调增至每公顷 1764 公斤，比上年度增加 0.3%；棉花产量 580 万吨，较上月调增 15 万吨，比上年度减少 1.6%。纺织品服装出口形势尚好，预计棉花消费量为 845 万吨，维持上月估计值不变。期末库存 695 万吨，比上月调增 15 万吨。

食用植物油：本月估计，2017/18 年度，中国食用植物油产量 2725 万吨，消费量 3379 万吨，与上月估计数持平。进口量 619 万吨，比上月估计数调增 47 万吨，主要是因为国内油菜籽、葵花籽等油籽产量比上年度减少，而全球油脂价格处于较低水平，进口需求增加。棕榈油、菜籽油分别比上月估计数调增 20 万吨、15 万吨，其他植物油进口量调增 12 万吨。因进口菜籽油价格水平偏低，国内四级菜籽油出厂价格区间下调到每吨 6200-7200 元之间。

本月预测，2018/19 年度，中国食用植物油产量 2617 万吨，比上月预测数调减 148 万吨。其中，豆油产量 1470 万吨，比上月预测数调减 163 万吨，主要是因为大豆进口量调减；花生油产量 318 万吨，比上月预测数调增 12 万吨，主要是夏播花生面积高于此前预期。食用植物油进口量 645 万吨，比上月预测数调增 63 万吨。其中，棕榈油、菜籽油比上月预测数分别调增 25 万吨、15 万吨；葵花籽油等特色植物油进口量调增 23 万吨。食用植物油消费 3363 万吨，比上月预测数调减 15 万吨，主要是因为油脂供应结构有所调整，消费增速预计进一步放缓。

食糖：本月估计，2017/18 年度食糖进口量 280 万吨，比上月调低 40 万吨；本月预计，2018/19 年度食糖进口量 290 万吨，比上月调低 30 万吨。食糖进口规模调减的主要原因是 2018 年 7 月商务部发布了《关于取消不适用食糖保障措施国家（地区）名单的公告》，取消了《不适用保障措施的发展中国家（地区）名单》，对所有配额外食糖进口统一适用保障措施，从而抑制了食糖进口。本月估计，2017/18 年度食糖出口量 19 万吨，比上月调高 3 万吨，主要是转口贸易增加。

8 月份，广西主要蔗区温光水适宜，甘蔗生长良好；云南雨水偏多、持续时间偏长，普遍光照不足，部分地区有病虫害发生，甘蔗长势一般；内蒙古部分甜菜产区发生了褐斑病，对甜菜糖分的累积有不利影响；新疆制糖企业已基本完成甜菜糖生产的准备工作。预计 9 月下旬，内蒙古和新疆甜菜产区将陆续开榨。综合判断，当前糖料作物生长总体正常，本月对糖料生产数据暂不调整。（来源：http://www.agri.cn/V20/SC/gxzs/201809/t20180912_6243703.htm）

研究团队简介

康敬东，农业首席分析师。北京大学光华管理学院 MBA，2000 年进入证券公司从事行业及上市公司分析工作。长年从事农业及食品行业研究，准确把握住了近年来糖价及猪价机会，正确判断了国内乳业的形势。力求客观、独立，注重风险控制，倾向长期分析视角。

刘卓，农业研究助理。对外经济贸易大学金融学硕士，中国农业大学动物科学专业学士，2017 年 7 月加入信达证券研发中心，从事农业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。