

# 从草甘膦的生命周期看麦草畏的走向



**东方证券**  
ORIENT SECURITIES

行业评级 **看好** 中性 看淡 (维持)

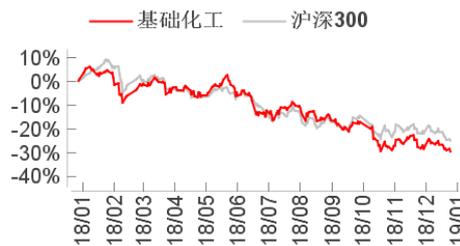
国家/地区 中国  
行业 基础化工行业  
报告发布日期 2018年12月27日

麦草畏价格由14年高位的14万元/吨跌至近期的9万元/吨的水平，由于当前供给略微过剩且行业仍有新增产能待投放，市场担忧麦草畏会陷入另一大宗除草剂草甘膦曾经经历的洗牌沉浮。通过比较二者生命周期，我们认为大可不必过分悲观，麦草畏价格未来不会剧烈下跌，行业盈利空间也将维持稳定，逻辑如下：

## 核心观点

- **前期下跌属于理性回落：**事实上从08年至11末，麦草畏价格一直稳定在10万元/吨的水平，价格从12年开始上涨至15年的高位。通过复盘我们认为当年这波行情主要是油价的上涨带来了成本侧的支撑，另一方面则可能是由于孟山都双抗大豆(Roundup Ready Xtend)于12年推出，带来了对未来需求增长的预期。而近两年随着需求释放幅度逐渐明朗，叠加油价波动，麦草畏价格下滑至前期可比水平，实质上属于理性回落。
- **麦草畏格局良好，处于“需求性增长”阶段：**麦草畏比草甘膦诞生时间更早，但其因为转基因作物而获得二次新生的时期上比草甘膦基本晚了20年。一直以来，麦草畏行业集中度较高，整体产业链行业壁垒较高，供给格局较为健康。而15年起随着新型抗性作物推广，需求又具有向上潜力，故整体还处于“需求性增长”阶段。相比之下，草甘膦由于国内很早就自主破解了工艺路径，因为技术壁垒较低产能无序扩张行业陷入红海；并且由于历经二十多年推广，单一抗草甘膦作物推广已较为饱和且出现了抗药性，全球需求基本稳定，行业进入“竞争性增长”阶段呈现洗牌出清。
- **出货量由跨国公司需求决定：**中国作为农药产能全球转移的核心目的地，国内麦草畏草甘膦行业的下游基本上都是跨国巨头。从跨国公司的角度来看，由于在种子的推广期需要保障除草剂供应的同步配套，所以除价格以外，跨国巨头更加重视原材料供应稳定和质量可靠，不会使得上游原药陷入无序竞争导致供应出现剧烈波动。近几年的新增产能基本上都是为了配合转基因的推广而投建，供需双方较为明确，跨国公司往往会给予行业合理的利润率以保障其稳定供应以配合种子推广。

## 行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 倪吉  
021-63325888-7504  
niji@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860517120003

联系人 万里扬  
021-63325888-2504  
wanliyang@orientsec.com.cn

## 投资建议与投资标的

- 我们看好麦草畏行业未来价格趋稳，供给释放节奏理性，行业也能够维持良性的利润空间。随着抗麦草畏作物推广的进行，需求增长将持续推动供给放量，具有规模优势的龙头企业最为受益。若未来抗麦草畏转基因作物推广超预期，将加速产能的消化并提升整体开工率，有望拉紧供需格局并推升行情。建议关注扬农化工(600486, 未评级)和长青股份(002391, 未评级)，麦草畏每1万元的波动对扬农化工EPS影响为0.550，对长青股份EPS影响为0.095。

## 风险提示

- 转基因推广不及预期；产能过剩风险。

## 相关报告

化肥出口关税调整，利好复合肥： 2018-12-26  
磷矿石价值回归之路还将持续前行！： 2018-12-18  
短期疲软不改长期利好，持续看好磷肥： 2018-12-17

## 目 录

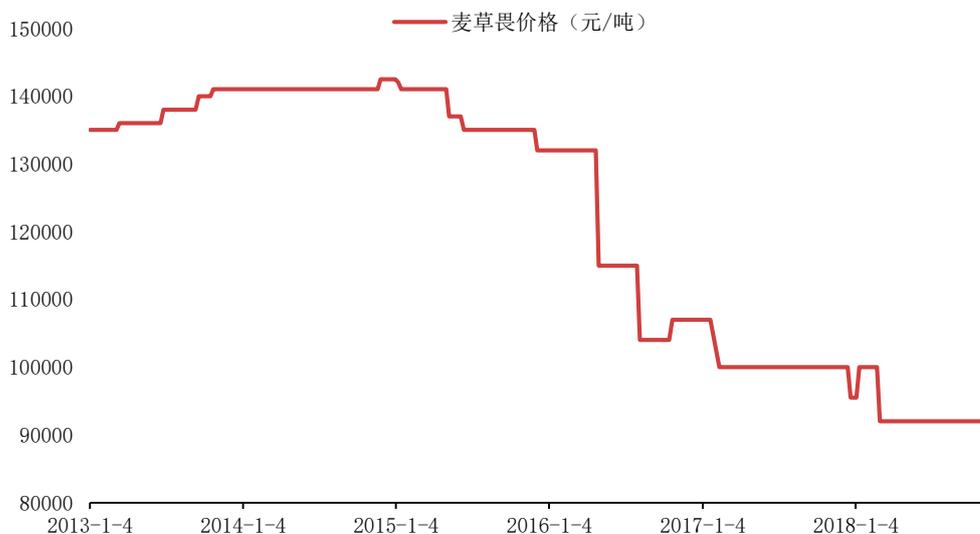
1	价格下滑属理性回落	3
2	转基因推广进度决定需求走向	4
2.1	转基因推广赋予二次生命	4
2.2	麦草畏需求增长确定性强	6
3	麦草畏不会陷入无序竞争	7
3.1	草甘膦经历过剩洗牌	8
3.2	麦草畏格局更为健康	10
4	投资建议	11
5	风险提示	12

## 1 价格下滑属理性回落

麦草畏价格于 15 年涨至 14.2 万元/吨的高位后开始下滑，并于 16 年价格跌至 10 万出头位置。恰好这一阶段抗性种子开始大规模推广，理应具有新需求释放并支撑行情的强逻辑，但价格走势却与之相反；与此同时随着 17 年扬农优嘉二期建成、18 年初巴斯夫扩产计划基本完毕等新增产能投放，似乎麦草畏将陷入产能严重过剩的境地，让人不免联想起转基因领域除草剂的前辈草甘膦所经历的跌宕，对其未来走向将存在较多的悲观预期。但我们通过梳理和比较麦草畏和草甘膦的生命轨迹发现大可不必过分悲观，麦草畏价格未来不会剧烈下跌，行业盈利空间也将维持稳定，逻辑如下：

1. 把时间再往回拉 5 年，事实上从 08 年至 11 末，麦草畏价格一直稳定在 10 万元/吨的水平，价格从 12 年开始上涨至 15 年的高位。通过复盘我们认为当年这波行情主要是油价的上涨带来了成本侧的强烈支撑，另一方面则可能是由于孟山都双抗大豆（Roundup Ready Xtend）于 12 年推出，带来了对未来需求增长的预期。而近两年随着需求释放幅度逐渐明朗，叠加油价波动，麦草畏价格下滑至前期可比水平，实质上属于理性回落。
2. 与草甘膦不同，麦草畏供给格局较为健康且整体产业链进入壁垒较高，需求又具有向上潜力，整体还处于“需求性增长”阶段。草甘膦由于国内很早就自主破解了工艺路径，因为技术壁垒较低产能无序扩张行业陷入红海；并且由于历经二十多年推广，单一抗草甘膦作物推广已较为饱和且出现了抗药性，全球需求基本稳定，行业进入“竞争性增长”阶段而洗牌出清。
3. 中国作为农药产能全球转移的核心目的地，国内麦草畏草甘膦行业的下游基本上都是跨国巨头，出货量基本由其需求决定。从跨国公司的角度来看，由于在种子的推广期需要保障除草剂供应的同步配套，所以除价格以外，跨国巨头更加注重原材料供应稳定和质量可靠，不会使得上游原药陷入无序竞争导致供应出现剧烈波动。近几年的新增产能基本上都是为了配合转基因的推广而投建，供需双方较为明确，行业也将保持稳定的利润率以配合种子推广。

图 1：麦草畏价格（元/吨）



资料来源：百川资讯、东方证券研究所

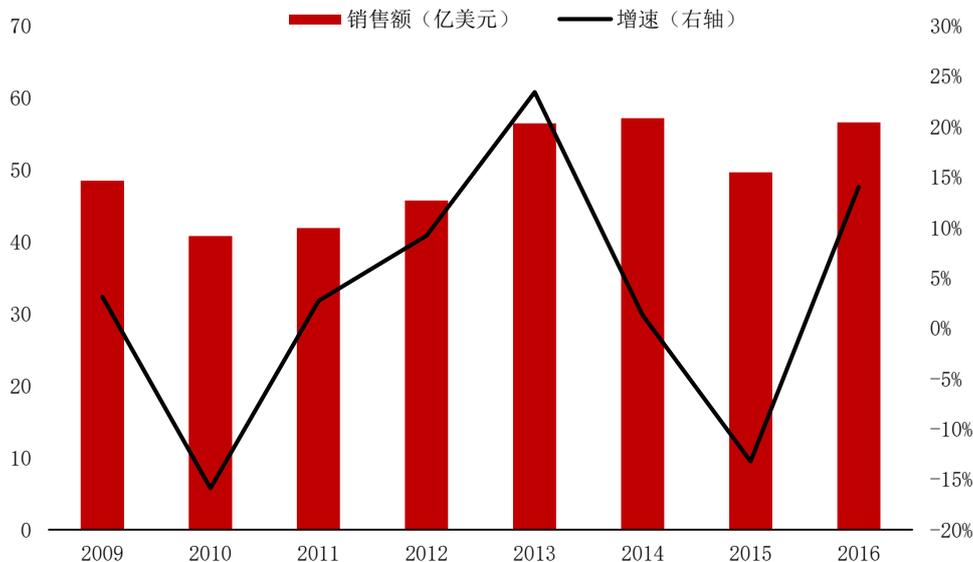
## 2 转基因推广进度决定需求走向

两大除草剂品种草甘膦及麦草畏与具备相应抗性的转基因作物的推广高度相关。草甘膦虽诞生较晚但较早地受到转基因作物的推动获得了快速增长期，历经二十年已逐渐饱和且出现抗药性；麦草畏诞生较早但更加器晚成，由于抗麦草畏转基因作物比抗草甘膦转基因作物的推广晚近二十年，从生命周期来看，目前麦草畏正处于蓬勃发展的初期，未来需求有较大增长潜力。

### 2.1 转基因推广赋予二次生命

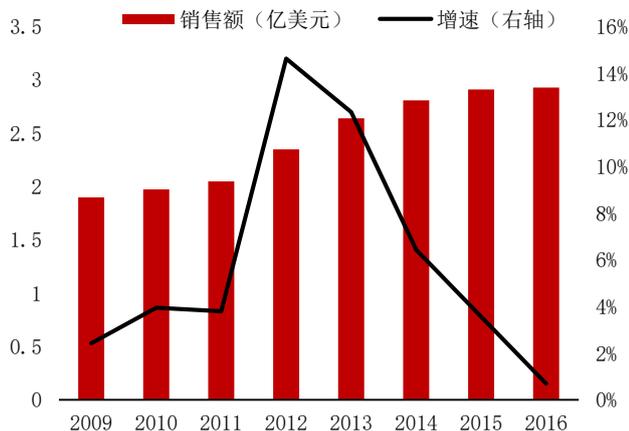
草甘膦是 76 年由孟山都推出的灭生性除草剂，麦草畏则是于 61 年由维尔斯科尔化学（后并入诺华，后成为先正达）的选择性除草剂，历史更为悠久。草甘膦自 70 年代推出，但直至 96 年抗除草剂转基因（主要是抗草甘膦-Roundup Ready 性状）作物（主要是大豆、棉花）开始广泛商业化种植后才迎来快速增长期，并随着转基因作物的推广一举成为全球第一大除草剂。历经 20 年的发展，单一抗草甘膦性状作物的推广逐渐饱和，草甘膦全球消费总量也趋于稳定，同时草甘膦的常年大量使用也产生了一系列杂草抗药性的问题。麦草畏虽然早于草甘膦诞生，但其选择性除草的特性使其传统领域只用于小麦和玉米等作物的除草，由于应用领域具有局限性以及用量较小，在传统领域的带动下，麦草畏全球销售额增速较慢。直至抗麦草畏转基因大豆、棉花作物的问世给麦草畏创造了新的增长舞台，近年来在抗麦草畏性状转基因作物推广预期的推动下，老牌除草剂麦草畏成为国内外农药龙头投资的重点。

图 2：草甘膦历史全球销售额及增速



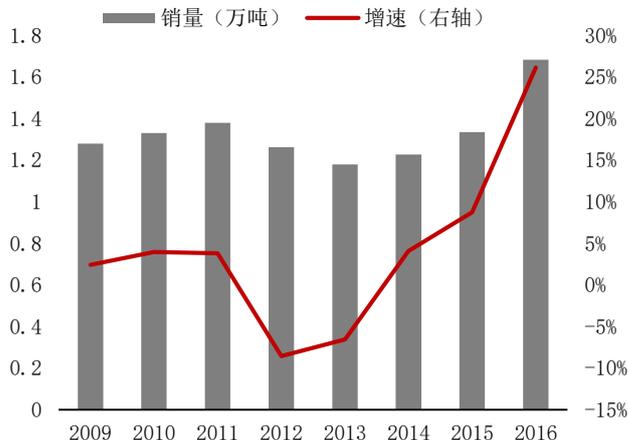
资料来源：农药市场信息、农药快讯信息网、东方证券研究所

图 3：麦草畏历史全球销售额及增速



资料来源：中国农药网、东方证券研究所

图 4：麦草畏历史全球销售量及增速



资料来源：中国农药网、百川资讯、东方证券研究所

11 年之后为解决草甘膦抗性问题的，孟山都于 12 年推出了双抗性状大豆，15 年获得美国农业部批准后开始大规模推广。单从销售额看，全球麦草畏销售从 12 年开始进入快速增长期并在随后增速逐渐放缓，至 16 年增速基本归零。但若剔除麦草畏价格 12 年开始大幅上涨并于 16 年暴跌的因素，08 至 15 年整体销量并没有出现显著增长，13 至 15 年全球销量也基本上维持小幅爬升的节奏，而 16 年销量达到 1.6 万吨左右，增速达到惊人的 26%。抗麦草畏转基因作物的推广使得其体量的增长迈上新台阶，老牌除草剂焕发第二生命。抗麦草畏作物主要包括双抗大豆（Roundup Ready 2 Xtend<sup>®</sup> Soybeans）和三抗棉花（Bollgard II<sup>®</sup> Xtendflex<sup>®</sup> Cotton，还可抗草铵膦）及能够抗草甘膦、麦草畏和部分鳞翅目害虫的 Intacta 2 Xtend 转基因大豆等等，其中“Xtend”代表的含义即将抗性由单一的草甘膦扩展至麦草畏，施用者即可通过麦草畏来杀死产生草甘膦抗药性的杂草而不会伤害具有麦草畏抗性的作物。16 年孟山都最新的用于双抗作物的低挥发抗漂移麦草畏制剂（XtendiMax with VaporGrip<sup>®</sup> Technology）已被 EPA 批准，而其即将推出的草甘膦-麦草畏复配除草剂（Roundup Xtend<sup>™</sup> with VaporGrip<sup>®</sup> Technology）也在等待审批中。

表 1：孟山都抗麦草畏大豆及麦草畏推广过程

年份	事件
2012	孟山都推出 Roundup Ready Xtend 双抗大豆
2013	加拿大批准孟山都双抗大豆种植
2015	美国农业部批准孟山都的双抗大豆
2016	美国环保署 EPA 批准了孟山都 XtendiMax 除草剂的登记
2018	巴西批准 Intacta 2 Xtend 转基因大豆，预计 2020 年销售

资料来源：世界农化网、东方证券研究所

可以看出，麦草畏市场的崛起类似于草甘膦，只不过更加大器晚成。而随着双抗及三抗作物的推广，草甘膦原有的主战场不会因为抗性问题的流失，反而因为与麦草畏配合之后更有生命力，麦草畏则将获得直接的需求提振，草甘膦与麦草畏的需求增长随着转基因作物的推广相辅相成。截止 17 年

全球转基因作物种子面积达 1.9 亿公顷，较 16 年同比增长 2.5%。整体而言，草甘膦由于市场较为成熟，整体需求较为稳定；而麦草畏的未来需求则受孟山都抗麦草畏性状作物的推广进度支撑。

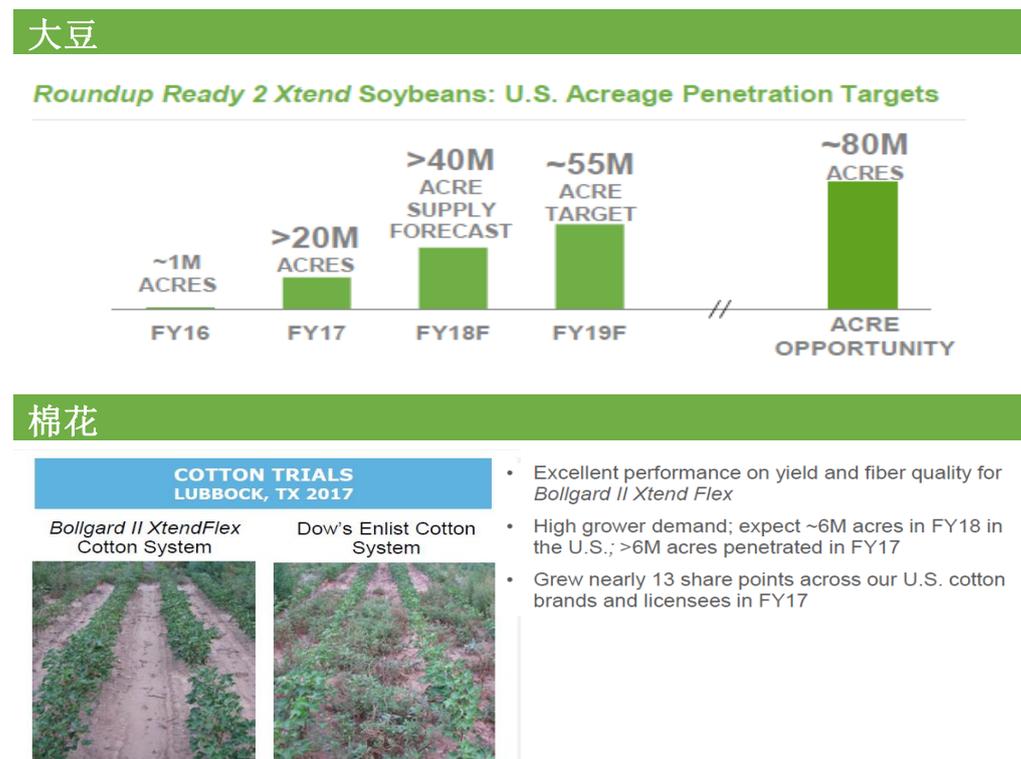
图 5：全球转基因种植面积（亿公顷）及增长率（右轴）



资料来源：Wind、东方证券研究所

## 2.2 麦草畏需求增长确定性强

16 年全球麦草畏需求量 1.6 万吨左右，而据孟山都披露，17 年双抗大豆在美国推广面积超过 809 万公顷（2000 万英亩），计划在 19 年将其种植面积推广至 2226 万公顷（5500 万英亩），远期计划 3200 万公顷（8000 万英亩）。同时，三抗棉花在 17 年实现 242 万公顷（600 万英亩），孟山都计划在 18 年于全美再增加 600 万英亩的推广，保守假设 19 年和远期分别还可实现 20% 和 30% 的增长。整体看，18、19 和远期全美抗麦草畏大豆和棉花总种植面积有望达到约 2000、3000 和 4000 万公顷，以 XtendiMax 制剂规格和基本参数测算（制剂规格 350g/L，一年两次，每公顷 1.3L）测算，18 至远期麦草畏转基因需求相对 16 年增量分别为 1.9、2.5 和 3.5 万吨，加上 16 年已有的常规需求 1.6 万吨左右，未来麦草畏需求可达 5 万吨左右。此外，18 年 10 月 31 日，美国环境保护署 (EPA) 宣布将麦草畏登记时期延长两年，用于空中喷洒，防治耐麦草畏的转基因棉花、大豆田间杂草，也打消了一直以来对麦草畏因漂移而遭遇被全面禁限用的疑虑，保障麦草畏需求增长的通道顺畅。

**图 6：孟山都抗麦草畏大豆和棉花美国推广计划**


资料来源：孟山都官网、东方证券研究所

**表 2：麦草畏需求测算**

年份	大豆面积（万公顷）	棉花面积（万公顷）	转基因需求（万吨）	总需求（万吨）
2016	40		0.0	1.6
2017E	809	242	0.9	2.5
2018E	1619	484	1.9	3.5
2019E	2226	580	2.5	4.1
远期	3237	755	3.5	5.1

资料来源：孟山都官网、东方证券研究所

### 3 麦草畏不会陷入无序竞争

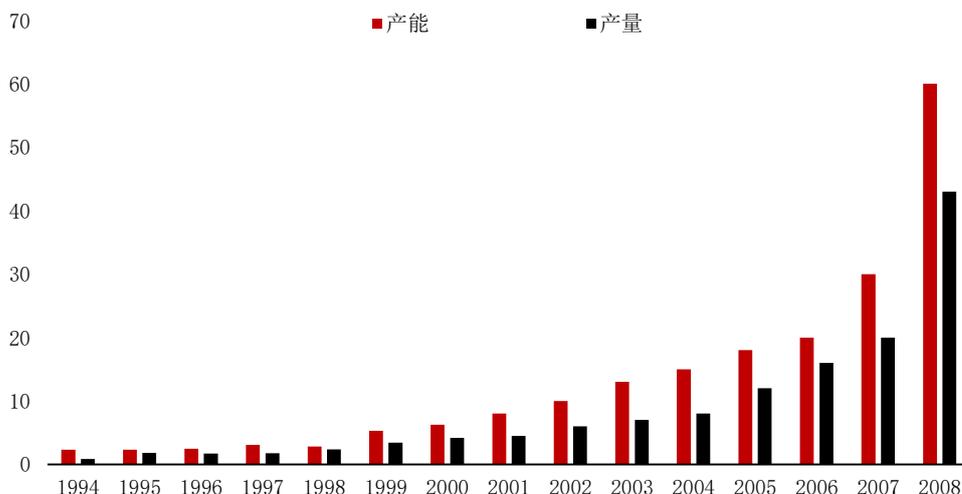
由于国内很早就自主破解了草甘膦的工艺路径，并且技术壁垒较低，产能扩张陷入红海，并且由于单一抗草甘膦作物推广已较为饱和且出现了抗药性，需求基本稳定，行业进入“竞争性增长”阶段。与草甘膦不同，麦草畏由于壁垒相对较高进入者少，供给格局较为健康可控，需求还具有向上潜力，整体处于“需求性增长”阶段。而从跨国公司的角度来看，由于在抗性种子在推广期需要保障除草剂的配套供应，相比价格跨国巨头会更加注重原药供应稳定和质量可靠，不会使得原药行业陷入无序竞争导致供应出现剧烈波动，而是保障行业合理的利润率以稳定供应并促进相应产品的推广。

### 3.1 草甘膦经历过剩洗牌

参考近 40 年草甘膦发展的历史，尤其是我国草甘膦行业演变的过程，可以大致判断麦草畏市场当前所处的周期位置。草甘膦是灭生性广谱除草剂，应用领域广。产品由孟山都于 70 年代推出，并且利用其回收丙烯腈生产废气氢氰酸的资源优势，以氢氰酸为原料采用 IDA 法合成草甘膦。我国最早仿制草甘膦时采用的也是 IDA 法，但限于原材料供应，采用的是以氯乙酸为原料的 IDA 路径，并从 80 年代开始推广。但由于该工艺存在收率低、路线长、污染大等缺点，直至 87 年沈阳化工研究院实现甘氨酸法合成工艺的工业化，我国草甘膦的生产能力才实现一个质的提升，而也正是甘氨酸法原料易得、工艺简单的优点，使得其成为我国草甘膦合成的主流路径，产能规模得到扩张。

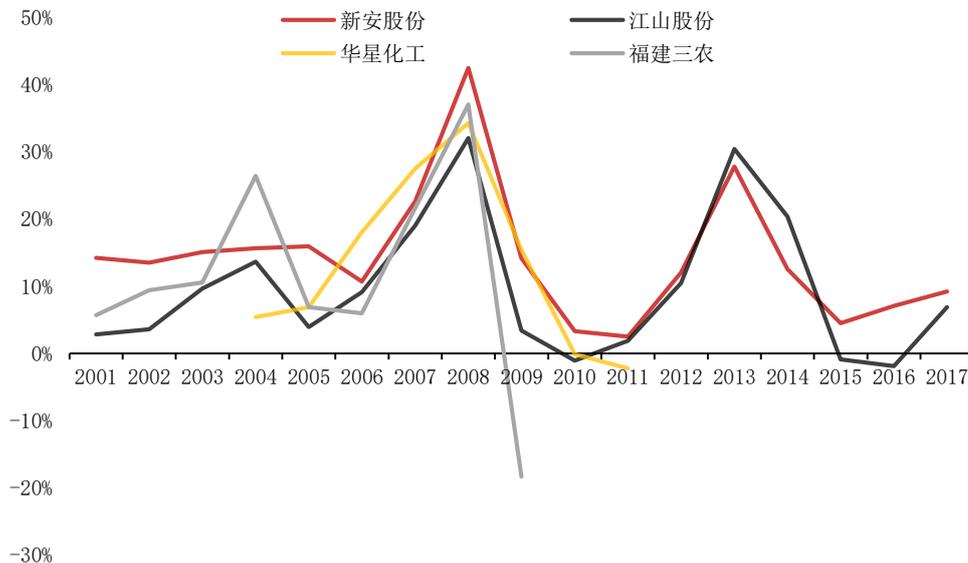
80 至 90 年代，我国草甘膦企业从 3 家发展到 10 家，产能在 87 年迈上 1000 吨以上；至 94 年企业数量增长到 18 家，产量突破 1 万吨。96 年孟山都对抗草甘膦种子的推广及相应的除草剂搭配销售需求真正使得草甘膦需求爆发式增长，而在农药生产全球转移的背景下，我国草甘膦企业数至 05 年也发展到 40 家，产能达到近 20 万吨，拉开了低价竞争的序幕。06 年起由于孟山都关闭了一条草甘膦生产线导致价格暴涨至 10 万元/吨，国内企业蜂拥而至纷纷扩产，至 08 年国内产能达到 60 万吨左右，从业企业更是近百家，产能迅速过剩，价格大幅下跌。而随着单一抗性转基因作物推广逐渐饱和，草甘膦整体需求趋于稳定，行业由“需求性增长”转变为“竞争性增长”。在缺乏需求拉动的背景下，行业进入残酷的去产能和洗牌阶段，直至近年国内企业收缩至 11 家。此外，虽然历史上行业集中度较低，但由于受需求增长支撑，01-06 年草甘膦毛利率稳定在 15% 左右，价格在 2.4 至 2.9 万元/吨之间。随后经历过 06-08 年孟山都停产价格暴涨后的疯狂扩产，全行业亏损，至 13 年行业首次环保核查供给收缩盈利才大幅修复。而后环保力度减弱企业复产导致行业再次回到底部，再到 16 年底环保风暴再起，行业盈利逐渐修复至合理区间。可以看出，缺乏需求增长的支持，一旦进入“竞争性增长”模式，行业陷入存量博弈，盈利的维持和改善只能依赖于外部政策对供给的压制。

图 7：1994-2008 年我国草甘膦产能与产量变化（万吨）



资料来源：《草甘膦行业发展回顾及展望》、东方证券研究所

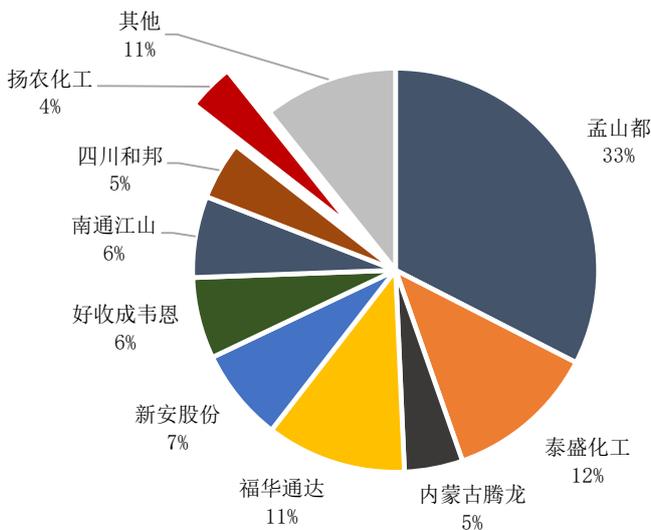
图 8：早期草甘膦毛利率



资料来源：公司公告、Wind、东方证券研究所

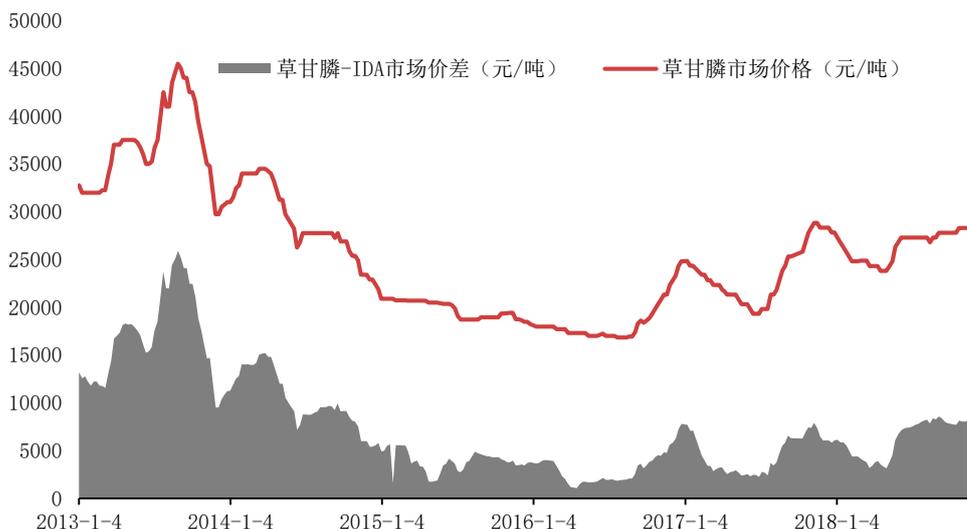
供给上看，依据我们草甘膦前期报告，目前全球草甘膦产能约 112 万吨，孟山都约有 35-38 万吨，中国企业约 72.5 万吨。草甘膦经历了产能过剩到市场出清的过程，且近年来随着环保力度不断加强，行业整合趋势进一步加快且无新增产能，未来全球草甘膦供需格局较为平稳，景气有望持续。

图 9：草甘膦全球产能分布 (18 年)



资料来源：百川资讯、公司公告、东方证券研究所

图 10：草甘膦价格与价差



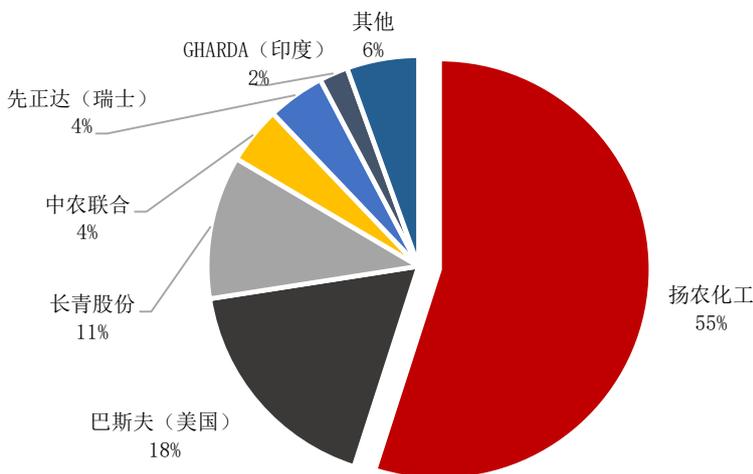
资料来源：百川资讯、东方证券研究所

### 3.2 麦草畏格局更为健康

我国麦草畏的生产起步较晚，98年起浙江升华拜克率先开始了对麦草畏的研究，并采用新的工艺路径和原始材料，于00年研制成功并于01年正产生产，年产能300吨，成为国内首家麦草畏工业化厂家，填补了国内空白。至10年国内一共有近10家企业生产麦草畏原药，彼时国内总产能在3000吨左右，包括升华拜克的1300吨、扬农化工1000吨左右等；全球看也只有巴斯夫、升华拜克和扬农化工能够规模化生产麦草畏，我国产能占全球20%，主要以出口为主。类似于大多数农药的产业转移路径，麦草畏原药生产也是在国内生产技术逐步成熟、海外巨头调整经营战略的背景下向国内转移，国外巨头仅保留制剂复配和终端销售环节。

时至今日，麦草畏集中度始终保持较高水平，而中国已成为麦草畏第一生产大国。当前全球产能4.4万吨左右，其中巴斯夫年产能8000吨，国内主要厂商有扬农化工、长青股份、升华拜克等等，扬农化工现有2.5万吨产能为全球第一大龙头。由于未来部分产商仍有扩产计划（孟山都投资10亿美元扩充计划、巴斯夫计划扩张50%已于18年上半年完成、长青股份6000吨储备等等），市场广泛担心行业盈利水平具有较大下行风险。表观上看，虽然目前产能4.4万吨已经能够基本满足未来两年美国麦草畏抗性转基因作物推广的需求，新增供给被下游消化也需要一段需求培育周期，但我们对草甘膦发现，麦草畏不会陷入无序竞争中，无须因产能投放计划而过分悲观，原因如下。

图 11：麦草畏全球产能分布（截至 17 年底）



资料来源：百川资讯、公司公告、东方证券研究所

相对于草甘膦的特性及所处的行业周期节点，当前的麦草畏正处在类似于 20 年前草甘膦受转基因推广而快速成长的初期。核心原因是相对于草甘膦，麦草畏行业格局较为健康，目前企业在 10 家以内，集中度较高；并且由于产业链工艺和投资壁垒相对较高，麦草畏不会出现大量玩家涌入的局面。例如关键原材料二氯苯/三氯苯全球仅有 3~4 家生产，国内仅扬农集团生产，国内所有麦草畏的原料基本都采购自扬农集团。第二，麦草畏受到新型双抗转基因种子推广的支撑，目前处于需求式增长阶段；甚至可以说受到种子推广进度的限制，行业基本是以销定产的模式，产量由国际巨头采购量决定，注定其无法成为像草甘膦一样的大宗品。对作为跨国公司“加工厂”的国内企业来说，即使产能扩张“一步到位”，出货量也将与海外巨头种子推广进度匹配。加之抗麦草畏种子正处于推广期，为搭配销售配合推广，跨国公司往往会保障其合理的盈利中枢以稳定供应。

事实上从 08 年至 11 末，麦草畏价格一直稳定在 10 万元/吨的水平，价格从 12 年开始上涨至 15 年的高位。通过复盘我们认为当年这波行情主要是由于原油价格上涨导致部分关键原材料价格上涨，另一方面则可能是孟山都双抗大豆的推出带来了对未来需求增长的预期。14 年之后原油价格滑落，并且随着需求释放幅度逐渐明朗，麦草畏价格下滑至前期平均水平，但这实质上是理性回落。整体而言，麦草畏由于行业格局健康，能够保持较为稳定的盈利中枢，且行业不会无序生产导致供给严重过剩重蹈草甘膦过去的覆辙。长期看，麦草畏价格自 16 年下跌之后也遏制了麦草畏行业潜在进入的过热追捧，未来行业发展将更为健康。

## 4 投资建议

我们看好麦草畏行业未来价格趋稳，供给释放节奏较为理性，行业能够维持良性的利润空间。随着抗麦草畏作物推广的进行，需求增长将持续推动供给放量，具有规模优势的龙头企业最为受益。若未来抗麦草畏转基因作物推广超预期，将加速产能的消化并提升整体开工率，有望拉紧供需格局并推升行情。建议关注扬农化工和长青股份，麦草畏每 1 万元的波动对 EPS 的影响分别为 0.550 和 0.095。

**表 3：公司业绩弹性测算**

公司	市值（亿元）	产能（吨）	单位市值产能（万吨/亿元）	每上涨万元 EPS 提升
扬农化工	125.8	25000	198.70	0.550
长青股份	41.4	5000	120.74	0.095

资料来源：公司公告、东方证券研究所

## 5 风险提示

1. 转基因推广不及预期：若孟山都双抗大豆、三抗棉花等作物推广不及预期，将影响需求增长。
2. 产能过剩风险：麦草畏未来仍有产能储备待释放，倘若需求不及预期，行业供给过剩则有陷入价格战的恶性竞争风险，行业盈利难以维持。

## 信息披露

---

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管仍持有扬农化工(600486.SH)股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

Email：[wangjunfei@orientsec.com.cn](mailto:wangjunfei@orientsec.com.cn)

