

农林牧渔

猪价快速上涨所带来的生猪养殖股内在短逻辑变化

分析师：陈奇

电话：021-20315189

邮件：chenqi@r.qlzq.com.cn

执业证书编号：S0740514070005

分析师：潘振亚

电话：021-20315125

邮件：panzy@r.qlzq.com.cn

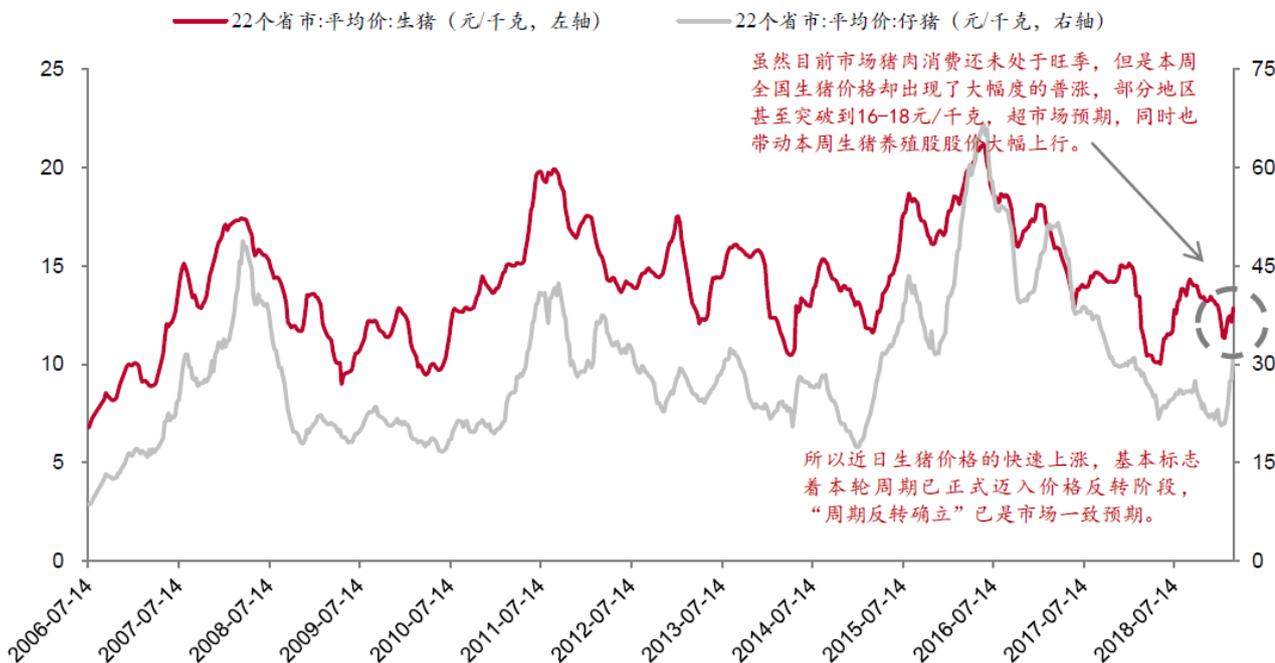
执业证书编号：S0740518100002

投资要点

生猪价格快速上涨，“周期反转确立”已是市场一致预期

■ 虽然目前市场猪肉消费还未处于旺季，但是本周全国生猪价格却出现了大幅度的普涨，部分地区甚至突破到16-18元/千克，超市场预期，同时也带动本周生猪养殖股股价大幅上行。所以近日生猪价格的快速上涨，基本标志着本轮周期已正式迈入价格反转阶段，“周期反转确立”已是市场一致预期。

图表 1：生猪价格快速上涨，“周期反转确立”已是市场一致预期



来源：Wind，中泰证券研究所

生猪养殖股投资的是不确定性，股价在分歧中保持上涨

■ 生猪养殖股投资的是不确定性：传统的投资策略强调研究资产价格的确定性，就像传统物理学一样，知道一个物体的位置、力量、速度、以及时间之后，你就知道它下一个时间点会在什么地方，这是很明确的。但对于生猪养殖这种强周期股而言，我们一直在强调，其投资的是不确定性，股价在分歧中保持上涨，并领先于eps提前见顶。尤其是对生猪养殖股所存在的不确定性进行定价，我们研究的偏向更像是基于量子力学，它未来出现在哪个地方、什么时候出现、以及什么样的状态是不确定的，但符合一定的风险概率收益分布，我们重点研究它的分布状况，这是不确定性定价的基础。所以生猪养殖股投资，一定是要在不确定性的定价中寻求投资机会，当有确定性的趋势或者一致预期达成时，那么可能那个时候生猪养殖股的投资机会就结束了。

### 当前生猪养殖股投资所面临的不确定性是周期反转高度与持续时间的预判

- “价格上涨，产能收缩”是本轮周期生猪养殖股投资的核心要义：虽然当前生猪价格快速上涨，但是非洲猪瘟依旧犹如一把悬在养殖主体头上的达摩克利斯之剑，使得整个生猪养殖行业在周期反转阶段出现了一种非典型的现状：“价格上涨，产能收缩”，打破了以往传统猪价分析框架的蛛网模型。往轮周期反转阶段，生猪价格的上涨势必伴随着养殖主体的大量补栏，从而导致猪价在达到景气高点后又快速下行；而本轮周期，由于非洲猪瘟的存在，生猪价格的上涨伴随着行业能繁母猪产能的持续去化，这就或将导致本轮周期反转猪价高点与持续时间超预期。
- 当前生猪养殖股的大涨，不仅仅反映的是近日生猪价格上涨超预期，更多代表的是生猪养殖股投资内在短逻辑的变化：“周期反转确立”已是市场一致预期，但是由于生猪价格在消费淡季出现了超预期的快速上涨，且在价格上行的同时伴随着非洲猪瘟持续去产能，生猪养殖股投资的内在短逻辑正逐步由“周期反转确立”向“周期反转高度超往轮”与“周期景气高点持续时间超往轮”转向，进一步为各大上市猪企打开市值空间。所以本质上来说，只要猪价在3-5月淡季出现了超预期的上涨，就可能带来市场内在短逻辑的转向（周期反转高度超往轮，景气高点持续时间超往轮），所以当前依旧是投资生猪养殖股的最佳窗口期。

## 中泰农业重点上市公司估值表

图表 2: 2018 年中泰农业重点上市公司估值表

| 中泰农业重点公司估值表 |      |         |          |                |                |               |               |      |
|-------------|------|---------|----------|----------------|----------------|---------------|---------------|------|
| 股票代码        | 股票名称 | 归属子行业   | 2019/3/9 | 2017EPS<br>(元) | 2018EPS<br>(元) | 2017PE<br>(倍) | 2018PE<br>(倍) | 投资评级 |
| 300498.SZ   | 温氏股份 | 畜禽养殖 II | 39.54    | 1.27           | 0.67           | 31.13         | 59.01         | 买入   |
| 002714.SZ   | 牧原股份 | 畜禽养殖 II | 54.60    | 1.13           | 0.83           | 48.32         | 65.78         | 买入   |
| 002157.SZ   | 正邦科技 | 畜禽养殖 II | 17.58    | 0.23           | 0.09           | 76.43         | 195.33        | 买入   |
| 002458.SZ   | 益生股份 | 畜禽养殖 II | 41.15    | 0.64           | 0.94           | 64.30         | 43.78         | 买入   |
| 002299.SZ   | 圣农发展 | 畜禽养殖 II | 28.56    | 0.45           | 0.87           | 63.47         | 32.83         | 买入   |
| 002234.SZ   | 民和股份 | 畜禽养殖 II | 32.79    | 0.44           | 0.73           | 74.52         | 44.92         | 买入   |
| 002746.SZ   | 仙坛股份 | 畜禽养殖 II | 24.27    | 0.47           | 0.78           | 51.64         | 31.12         | 买入   |
| 002311.SZ   | 海大集团 | 饲料 II   | 26.34    | 0.76           | 1.00           | 34.66         | 26.34         | 买入   |
| 002385.SZ   | 大北农  | 饲料 II   | 5.47     | 0.30           | 0.36           | 18.23         | 15.19         | 增持   |
| 603609.SH   | 禾丰牧业 | 饲料 II   | 11.02    | 0.57           | 0.68           | 19.33         | 16.21         | 增持   |
| 002548.SZ   | 金新农  | 饲料 II   | 10.68    | 0.18           | 0.26           | 59.33         | 41.08         | 增持   |
| 600057.SH   | 厦门象屿 | 物流 II   | 4.86     | 0.49           | 0.46           | 9.92          | 10.57         | 增持   |
| 002567.SZ   | 唐人神  | 饲料 II   | 11.62    | 0.65           | 0.47           | 17.88         | 24.72         | 增持   |
| 000876.SZ   | 新希望  | 饲料 II   | 13.46    | 0.54           | 0.57           | 24.93         | 23.61         | 增持   |
| 002100.SZ   | 天康生物 | 饲料 II   | 8.21     | 0.51           | 0.40           | 16.10         | 20.53         | 增持   |
| 600438.SH   | 通威股份 | 饲料 II   | 11.34    | 0.88           | 0.65           | 12.89         | 17.45         | 增持   |
| 603566.SH   | 普莱柯  | 动物保健 II | 14.81    | 0.81           | 0.68           | 18.28         | 21.78         | 增持   |
| 603718.SH   | 海利生物 | 动物保健 II | 13.55    | 0.18           | 0.23           | 75.28         | 58.91         | 增持   |
| 300119.SZ   | 瑞普生物 | 动物保健 II | 11.73    | 0.26           | 0.37           | 45.12         | 31.70         | 增持   |
| 000998.SZ   | 隆平高科 | 种植业     | 15.17    | 0.61           | 0.88           | 24.87         | 17.24         | 买入   |
| 002041.SZ   | 登海种业 | 种植业     | 6.36     | 0.19           | 0.26           | 33.47         | 24.46         | 增持   |
| 600598.SH   | 北大荒  | 种植业     | 9.00     | 0.44           | 0.47           | 20.45         | 19.15         | 增持   |
| 600201.SH   | 生物股份 | 动物保健 II | 17.02    | 0.97           | 1.20           | 17.55         | 14.18         | 买入   |
| 600195.SH   | 中牧股份 | 动物保健 II | 12.09    | 0.93           | 1.18           | 13.00         | 10.25         | 买入   |
| 002588.SZ   | 史丹利  | 化学制品    | 5.00     | 0.78           | 0.40           | 6.41          | 12.50         | 增持   |
| 002470.SZ   | 金正大  | 化学制品    | 7.68     | 0.57           | 0.37           | 13.47         | 20.76         | 买入   |
| 000902.SZ   | 新洋丰  | 化学制品    | 9.76     | 0.97           | 0.65           | 10.06         | 15.02         | 买入   |

来源: 中泰证券研究所

## 中泰农业——重要农业数据监测器

图表 3: 重要农业数据汇总

| 中泰证券农牧渔行业周报数据汇总 |              |           |           |           |        |
|-----------------|--------------|-----------|-----------|-----------|--------|
| 类别              | 数据名称         | 上月数值      | 最新数值      | 环比 (%)    | 单位     |
| CPI             | 全国当月同比CPI    | 2.10      | 1.50      | ▼-28.57%  | %      |
| USDA产量预测        | 全球玉米产量预测     | 1,053,758 | 1,065,114 | ▲ 0.49%   | 千吨     |
|                 | 全球大豆产量预测     | 345,965   | 348,038   | ▲ 0.01%   | 千吨     |
|                 | 全球小麦产量预测     | 751,357   | 753,090   | ▲ 0.24%   | 千吨     |
|                 | 全球大米产量预测     | 480,134   | 481,143   | ▲ 0.04%   | 千吨     |
| 生猪存栏数据          | 生猪存栏         | 31111     | 29338     | ▼-5.70%   | 万头     |
|                 | 能繁母猪存栏       | 2988      | 2882      | ▼-3.55%   | 万头     |
| 牧原销售数据          | 上月生猪销售数量     | 100.20    | 202.61    | ▲102.21%  | 万头     |
|                 | 上月商品猪销售单价    | 12.11     | 9.60      | ▼-20.73%  | 元/公斤   |
| 祖代鸡             | 引种数量         | 6225      | 3036.00   | ▼-51.23%  | 千克     |
| 饲料加工行业财务数据      | 全行业营业收入      | 1033.40   | 1033.40   | ▲ 0.00%   | 亿元     |
|                 | 全行业平均毛利率     | 9.13      | 9.68      | ▲ 0.18%   | %      |
| 类别              | 数据名称         | 上周数值      | 最新数值      | 环比 (%)    | 单位     |
| 人民币汇率           | 美元兑人民币即期汇率   | 6.708     | 6.727     | ▲ 0.28%   | 人民币/美元 |
| 原油价格            | 布伦特原油价格      | 65.07     | 65.74     | ▲ 1.03%   | 美元/桶   |
|                 | CBOT玉米主力合约   | 373       | 364.25    | ▼-2.35%   | 美分/蒲式耳 |
| 玉米              | 大连玉米主力合约     | 1758      | 1760      | ▲ 0.11%   | 元/吨    |
|                 | 玉米国内现货价      | 1869.17   | 1869.17   | ▲ 0.00%   | 元/吨    |
|                 | 玉米国内现货与到港价差  | -255.71   | -181.43   | ▼-29.05%  | 元/吨    |
| 大豆              | CBOT大豆主力合约   | 911.5     | 895.75    | ▼-1.73%   | 美分/蒲式耳 |
|                 | 大连大豆1号主力合约   | 3277      | 3277      | ▲ 0.00%   | 元/吨    |
|                 | 大豆国内现货价格     | 3490.53   | 3475.79   | ▼-0.42%   | 元/吨    |
| 小麦              | CBOT小麦主力合约   | 457.25    | 439.5     | ▼-3.88%   | 美分/蒲式耳 |
|                 | 郑州麸质小麦主力合约   | 2472      | 2514      | ▲ 1.70%   | 元/吨    |
|                 | 小麦现货价格       | 2452.78   | 2446.67   | ▼-0.25%   | 元/吨    |
| 大米              | CBOT糙米主力合约   | 10.285    | 10.59     | ▲ 2.97%   | 美元/英担  |
|                 | 郑州早籼稻期货价     | 2247      | 2336      | ▲ 3.96%   | 元/吨    |
|                 | 早籼稻收购价(湖南)   | 2320      | 2320      | ▲ 0.00%   | 元/吨    |
| 饲料              | 育肥猪配合饲料      | 3.03      | 3.02      | ▼-0.33%   | 元/公斤   |
|                 | 肉鸡配合饲料       | 3.12      | 3.11      | ▼-0.32%   | 元/公斤   |
|                 | 蛋鸡配合饲料       | 2.86      | 2.9       | ▲ 1.40%   | 元/公斤   |
| 豆粕              | 进口鱼粉         | 12.52     | 12.52     | ▲ 0.00%   | 元/公斤   |
|                 | 大连豆粕主力合约     | 2446      | 2407      | ▼-1.59%   | 元/吨    |
|                 | 豆粕国内现价       | 2639.71   | 2583.24   | ▼-2.14%   | 元/吨    |
| 氨基酸             | 豆粕国际价格       | 349.3     | 312.3     | ▼-10.59%  | 美元/吨   |
|                 | 国产苏氨酸        | 7.35      | 7.35      | ▲ 0.00%   | 元/公斤   |
|                 | 国产赖氨酸        | 7.23      | 7.23      | ▲ 0.00%   | 元/公斤   |
| 维生素             | 国产维生素A       | 355       | 345       | ▼-2.82%   | 元/千克   |
|                 | 国产维生素E       | 39.5      | 39.5      | ▲ 0.00%   | 元/千克   |
|                 | 维生素B1        | 180       | 175       | ▼-2.78%   | 元/千克   |
| 糖               | NYBOT食糖主力合约  | 12.44     | 12.73     | ▲ 2.33%   | 美分/磅   |
|                 | 郑州白糖主力合约     | 5049      | 5074      | ▲ 0.50%   | 元/吨    |
|                 | 南宁糖现货        | 5145      | 5145      | ▲ 0.00%   | 元/吨    |
| 棉花              | 国内现货与巴西糖进口价差 | 5035      | 1637      | ▼-67.49%  | 元/吨    |
|                 | 郑州棉花主力合约     | 14750     | 14435     | ▼-2.14%   | 元/吨    |
|                 | 纽约ICE棉花期货价格  | 73.85     | 73.49     | ▼-0.49%   | 美分/磅   |
| 大宗猪肉            | 棉花现货平均价      | 15539.23  | 15567.31  | ▲ 0.18%   | 美分/磅   |
|                 | CME瘦肉猪主力合约   | 83.80     | 80.85     | ▼-3.52%   | 美分/磅   |
|                 | 北京新发地猪肉      | 23.5      | 24.2      | ▲ 2.98%   | 元/公斤   |
| 猪价              | 瘦肉型生猪        | 10.13     | 11.65     | ▲ 15.00%  | 元/公斤   |
|                 | 猪肉           | 0.00      | 0.00      | ▲ #DIV/0! | 元/公斤   |
|                 | 三元仔猪         | 0.00      | 0.00      | ▲ #DIV/0! | 元/公斤   |
|                 | 母猪           | 0         | 0         | ▲ #DIV/0! | 元/头    |
| 自繁自养养殖盈利        | 头猪盈利         | -27.99    | 2.26      | ▼-108.07% | 元/头    |
| 鸡肉              | 白条鸡          | 13.60     | 13.30     | ▼-2.21%   | 元/公斤   |
|                 | 鸡蛋           | 6.02      | 5.9       | ▼-1.99%   | 元/公斤   |
| 鸡苗              | 山东地区毛鸡价格     | 4.315     | 4.965     | ▲ 15.06%  | 元/斤    |
| 鸭苗              | 烟台地区鸡苗价格     | 8.2       | 9.1       | ▲ 10.98%  | 元/羽    |
|                 | 鸭苗价格         | 5.47      | 5.70      | ▲ 4.20%   | 元/羽    |
| 淡水产品            | 鲤鱼           | 13        | 13        | ▲ 0.00%   | 元/公斤   |
|                 | 鲫鱼           | 14        | 14        | ▲ 0.00%   | 元/公斤   |
|                 | 草鱼           | 18        | 18        | ▲ 0.00%   | 元/公斤   |
| 海产品             | 海参           | 144       | 130       | ▼-9.72%   | 元/公斤   |
|                 | 鲍鱼           | 130       | 130       | ▲ 0.00%   | 元/公斤   |
|                 | 扇贝           | 8         | 8         | ▲ 0.00%   | 元/公斤   |
| 橙汁              | NYBOT橙汁      | 116.05    | 116.15    | ▲ 0.09%   | 美分/磅   |
| 天胶              | TCE橡胶        | 194.9     | 182.7     | ▼-6.26%   | 日元/公斤  |
| 菜油              | 郑州菜籽油主力合约    | 6048      | 6048      | ▲ 0.00%   | 元/吨    |

来源: 中泰证券研究所

## 畜禽链：猪鸡双涨 市场利好

价格：猪价持续平稳震荡

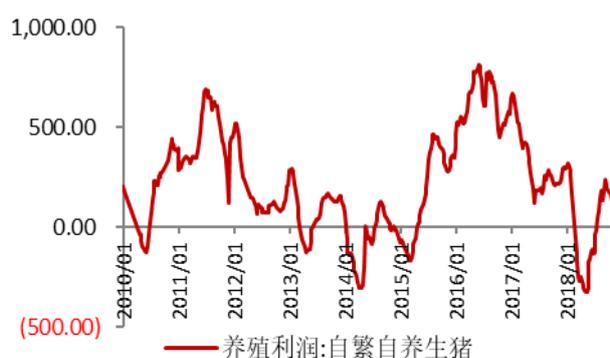
1、猪价：3月（总第10周），瘦肉型猪涨至11.65元/公斤（15%），仔猪涨至23.06元/公斤（2.58%），头猪盈利涨至2.26元/头（+108.07%）。

图表4：本周猪价涨至11.65元/公斤



来源：中泰证券研究所

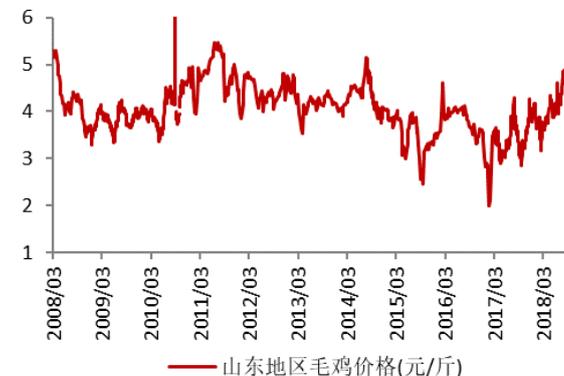
图表5：本周自繁自养头猪盈利涨至2.26元/头



来源：中泰证券研究所

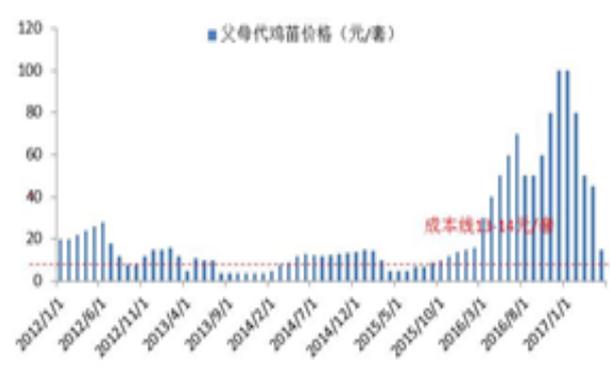
2、鸡价：本周末，山东地区鸡苗价格涨至9元/羽（12.15%），山东鸭苗价格涨至5.7元/羽（+3.64%）；山东毛鸡平均收购价涨至4.96元/斤（15.06%），北京新发地农副产品批发市场鸡肉批发报价跌至13.3元/公斤（-2.21%）。

图表6：山东毛鸡价格涨至4.96元/斤

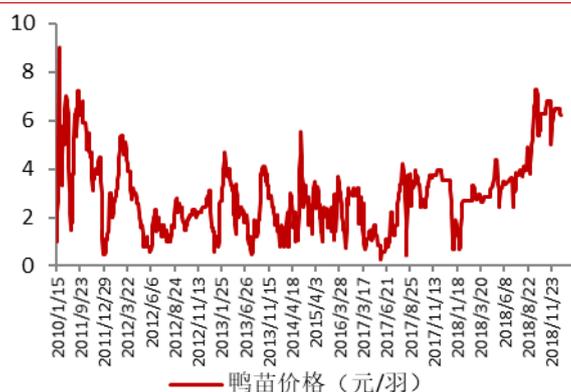


来源：中泰证券研究所

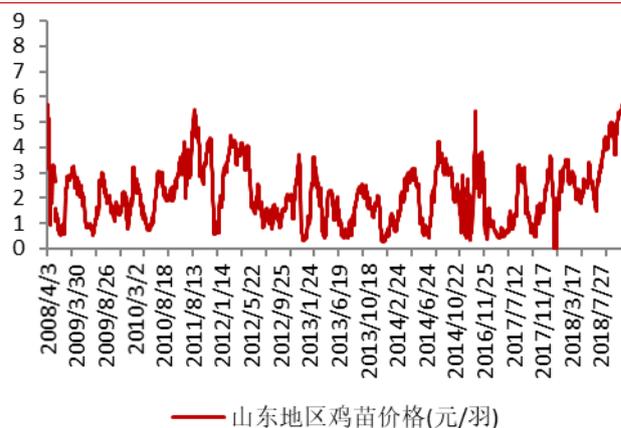
图表7：母代鸡苗均价维持在27元/套



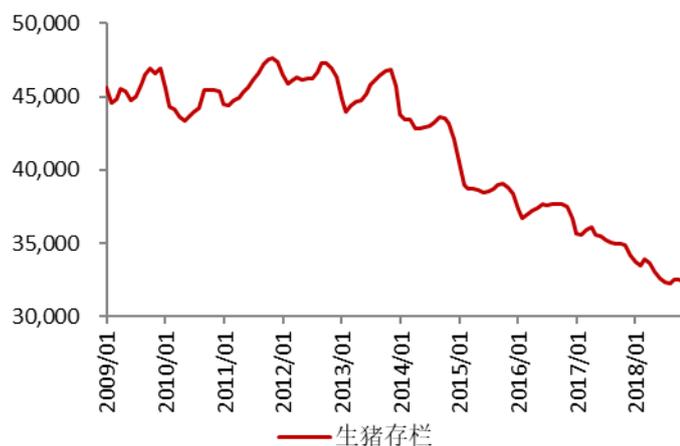
来源：中泰证券研究所

**图表 8: 鸭苗价涨至 5.7 元/羽**


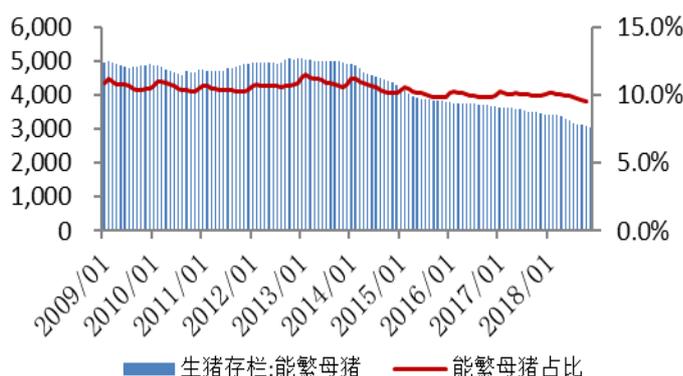
来源：中泰证券研究所

**图表 9: 鸡苗平均收购价涨至 9 元/羽**


来源：中泰证券研究所

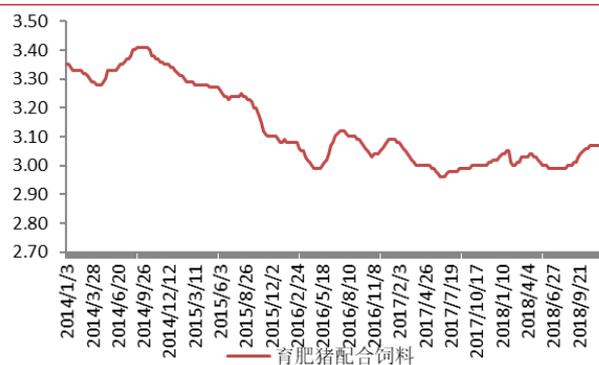
**存栏：11 月生猪存栏，能繁母猪存栏数量双降**
**3、存栏：1 月底，生猪存栏跌至 31111 万头 (-5.70%)；能繁母猪存栏跌至 2882 万头 (-3.55%)。**
**图表 10: 1 月底生猪存栏跌至 29338 万头**


来源：中泰证券研究所

**图表 11: 1 月能繁母猪跌至 2882 万头**


来源：中泰证券研究所

**饲料：各类饲料价格总体稳定**
**4、饲料：农业部监测数据 3 月（第 10 周），育肥猪配合料价格维持在 3.02 元/公斤 (-0.33%)，肉鸡配合料价格维持 3.11 元/公斤 (-0.32%)，蛋鸡配合饲料涨至 2.9 元/公斤 (1.4%)；进口鱼粉价格维持在 12.52 元/公斤 (0.00%)。**

**图表 12: 育肥猪配合料跌至 3.02 元/公斤**


来源: 中泰证券研究所

**图表 13: 肉鸡配合饲料价格跌至 3.11 元/公斤**


来源: 中泰证券研究所

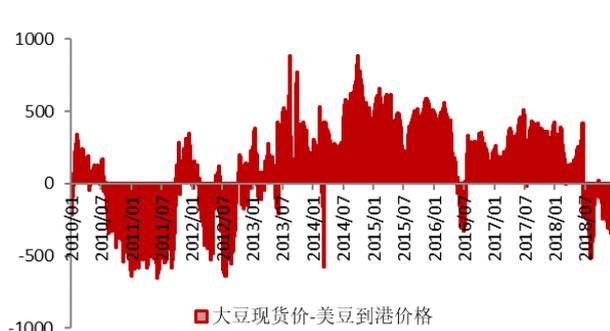
## 其他大宗类: 各类大宗价格基本保持稳定

**5、国内现货:** 玉米价格维持在 1869.17 元/吨 (0.00%), 大豆价格跌至 3475.79 元/吨 (-0.42%), 小麦价格跌至 2446.67 元/吨 (-0.25%), 早籼稻 (长沙) 维持在 2320 元/吨。

**6、国内期货:** 玉米价格涨至 1760 元/吨 (0.11%), 大豆价格维持在 3277 元/吨 (0.00%), 小麦价格涨至 2514 元/吨 (1.70%)。

**图表 14: 国内现货与玉米到岸价差-181.43 元/吨**

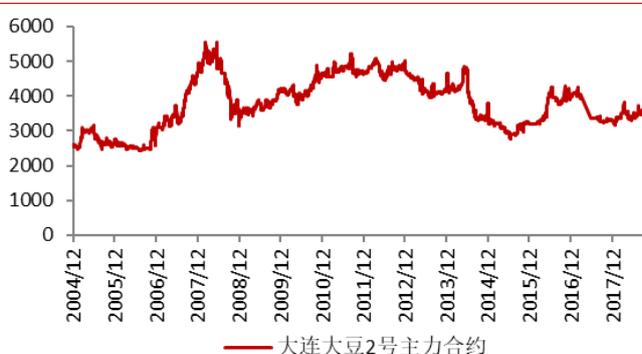

来源: 中泰证券研究所

**图表 15: 国内现货价与美豆到港价差-346.14 元/吨**


来源: 中泰证券研究所

**图表 16: 玉米国内现货均价维持在 1869.17 元/吨**


来源: 中泰证券研究所

**图表 17: 大连黄大豆 2 号维持 3400 元/吨**


来源: 中泰证券研究所

7、国外：CBOT 玉米、大豆、小麦价格分别为 364.25 美分/蒲式耳 (-2.35%)、895.75 美分/蒲式耳 (-1.73%)、439.5 美分/蒲式耳 (-3.88%)；美糙米价格涨至 10.59 美元/英担 (2.97%)。

图表 18: 美玉米跌至 364.25 美分/蒲式耳



来源：中泰证券研究所

图表 19: 美大豆跌至 895.75 美分/蒲式耳



来源：中泰证券研究所

图表 20: 美小麦跌至 439.5 美分/蒲式耳



来源：中泰证券研究所

图表 21: 美糙米涨至 10.59 美元/英担



来源：中泰证券研究所

8、糖：NYBOT 食糖主力合约涨至 12.73 美分/磅 (2.33%)；南宁糖现货维持 5145 元/吨；郑州白糖涨至 5074 元/吨 (0.50%)。

图表 22: 南宁糖现货价维持 5145 元/吨

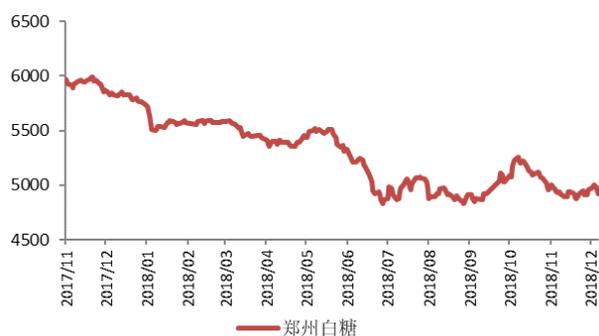


来源：中泰证券研究所

图表 23: NYBOT 食糖主力涨至 12.73 美分/磅



来源：中泰证券研究所

**图表 24: 郑州白糖主力合约涨至 5074 元/吨**


来源: 中泰证券研究所

**图表 25: 内外白糖价差 1637 元/吨 (配额内)**

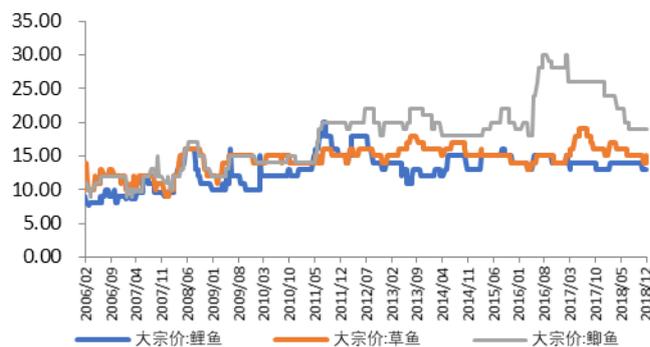

来源: 中泰证券研究所

## 水产品: 水产品价格总体稳定

**9、水产品:** 威海水产品市场海参价格维持 144 元/公斤, 扇贝价格维持 8 元/公斤, 鲍鱼价格维持 130 元/公斤; 鲤鱼价格维持 13 元/公斤, 草鱼价格维持 14 元/公斤, 鲫鱼价格维持 18 元/公斤。

**图表 26: 本周海参价格维持 144 元/公斤**

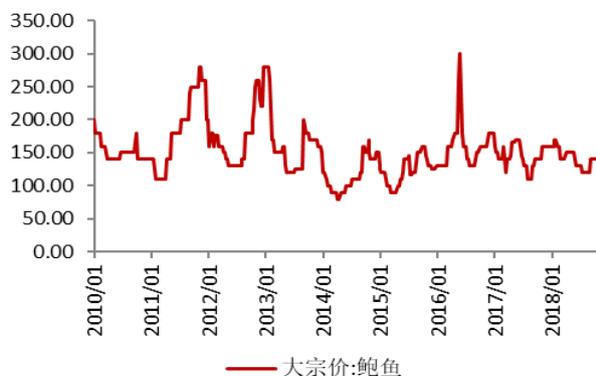

来源: 中泰证券研究所

**图表 27: 本周淡水鱼价格行情**


来源: 中泰证券研究所

**图表 28: 威海扇贝价格维持 8 元/公斤**


来源: 中泰证券研究所

**图表 29: 本周威海鲍鱼价格跌至 130 元/公斤**


来源: 中泰证券研究所

**风险提示:** 农业政策落地不达预期; 猪价、鸡价走势不达预期。

**投资评级说明:**

|      | 评级 | 说明                                 |
|------|----|------------------------------------|
| 股票评级 | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上     |
|      | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间  |
|      | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间 |
|      | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上     |
| 行业评级 | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上      |
|      | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
|      | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上      |

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。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, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的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, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。