



积极管理风险应对市场挑战

猪肉贵，其他农产品会贵么？

报告日期：2019年10月19日

胡研宏 英大证券 宏观研究员

执业证书编号：S0990113110017

联系电话：188 2526 9825（微信同）

联系邮件：huyanhongydsc@foxmail.com

[元] 张养浩《山坡羊·潼关怀古》：“峰峦如聚，波涛如怒，山河表里潼关路。望西都，意踌躇。伤心秦汉经行处，宫阙万间都做了土。”

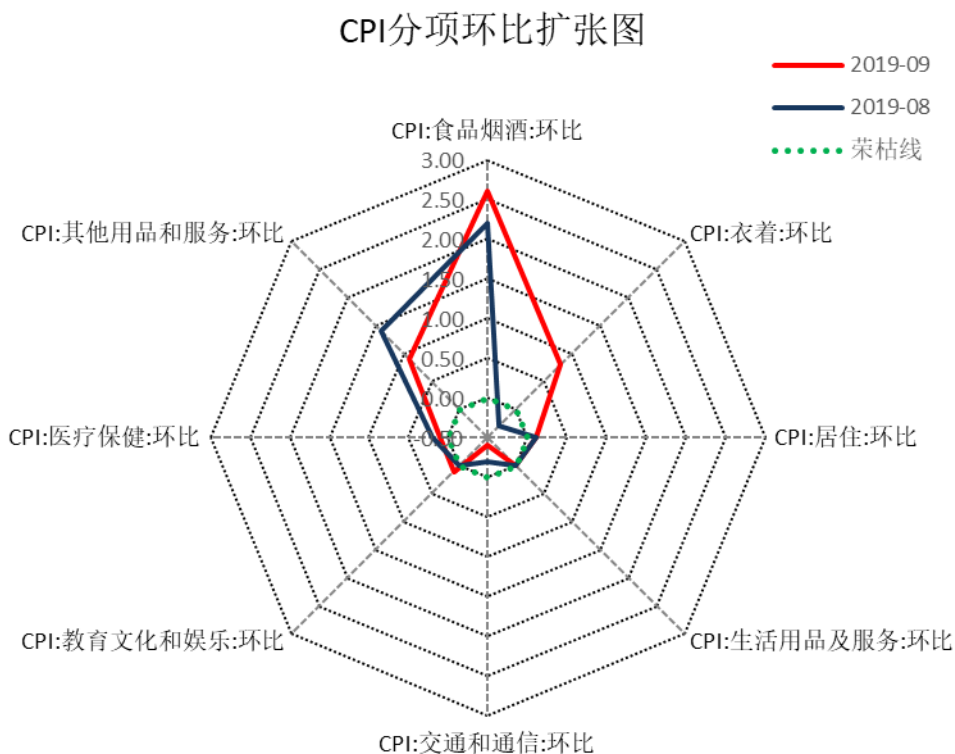
报告观点：

1. 非肉类农产品全面涨价的风险很大；中国猪肉短缺将输出通胀，推动美国、欧洲肉类价格上涨。
2. 食品价格通胀与工业品通缩可能长期存在，工业生产持续下滑，短期见底难。
3. 从系统风险角度来看，耐用品消费持续萎缩，建材价格下跌，工业生产下滑还会对企业和居民的生产和生活持续施加负面影响。
4. 制造业、非制造业就业分项持续萎缩，抑制总需求。
5. 如果全球农产品通胀，工业通缩，货币政策将陷入困境。
6. 本期报告有效期：3个月。

一、食品通胀显著，非食品类继续疲软

2019年9月份，全国居民消费价格同比上涨3.0%。其中，城市上涨2.8%，农村上涨3.6%；食品价格上涨11.2%，非食品价格上涨1.0%；消费品价格上涨4.0%，服务价格上涨1.3%。1--9月平均，全国居民消费价格比去年同期上涨2.5%。9月份，全国居民消费价格环比上涨0.9%。其中，城市上涨0.7%，农村上涨1.3%；食品价格上涨3.5%，非食品价格上涨0.2%；消费品价格上涨1.5%，服务价格下降0.1%。

CPI分项环比继续扩张



数据来源：国家统计局，英大证券研究所整理

(1) 9月份，食品烟酒价格环比上涨2.6%，影响CPI上涨约0.80个百分点。



其中，畜肉类价格上涨 15.0%，影响 CPI 上涨约 0.81 个百分点（猪肉价格上涨 19.7%，影响 CPI 上涨约 0.65 个百分点）；鸡蛋价格上涨 7.7%，影响 CPI 上涨约 0.04 个百分点；禽肉类价格上涨 5.9%，影响 CPI 上涨约 0.08 个百分点；鲜果价格下降 7.6%，影响 CPI 下降约 0.15 个百分点；鲜菜价格下降 2.4%，影响 CPI 下降约 0.06 个百分点；水产品价格下降 0.2%。

(2) **其他七大类价格环比五涨一平一降**。其中，其他用品和服务、衣着价格分别上涨 0.9%和 0.8%，居住、教育文化和娱乐、医疗保健价格均上涨 0.1%；生活用品及服务价格持平；交通和通信价格下降 0.4%。

1.1 猪肉价格会继续上升, 猪仔价格继续上涨

9 月份生猪存栏同比减少近 41.1%，能繁母猪存栏同比减少 38.9%。据农业农村部信息中心和山东卓创资讯股份有限公司联合监测，2019 年 9 月（以下简称本月），16 省（直辖市）瘦肉型白条猪肉出厂价格总指数月平均值每公斤 37.09 元，环比涨 20.1%，同比涨 93.1%。受供需紧平衡影响，本月猪肉价格继续大幅上涨。上中旬，因生猪出栏量偏低，供应量下滑导致生猪、猪肉价格大幅上涨；下旬，国家及地方储备肉投放市场，屠宰企业冻猪肉出货量增加，有效增加市场供应量，猪肉价格高位震荡。从 16 个省（直辖市）看，瘦肉型白条猪肉出厂月均价（以下简称猪肉月均价）最高的 5 省（直辖市）依次为广东、湖南、福建、四川、浙江，猪肉月均价分别为每公斤 40.90 元、39.87 元、39.70 元、38.48 元、38.45 元；猪肉月均价相对较低的 5 省（直辖市）依次为北京、吉林、黑龙江、辽宁和河南，猪肉月均价分别为每公斤 32.64 元、32.70 元、32.72 元、33.53 元、35.75 元。

2019 年 9 月份生猪存栏信息

月份	生猪存栏	能繁母猪存栏
比上月增减	-3.0%	-2.8%
比去年同期增减	-41.1%	-38.9%

来源：农业农村部畜牧兽医局

猪肉价格的上涨，养猪的利润自然持续改善。即便考虑到瘟猪的可能性，涨价持续进行将覆盖成本上升且利润空间持续扩大。未来养猪产业的扩张冲动会持续出现。出于国家食品保障的安全要求，各地方政府补贴支持，菜篮子工程稳定需要，以及巨大的养猪利润空间，国内养猪规模仍会迎难而上（非洲猪瘟风险）而上。结合猪的生产周期来讲，**猪存栏改善也要在半年，乃至1年后出现，价格上的回落预计要更久，甚至考虑到非洲猪瘟存在长期性，未来的猪肉价格的下滑可能要更久远才能实现。**

全国 500 个农村集贸市场仔猪平均价格

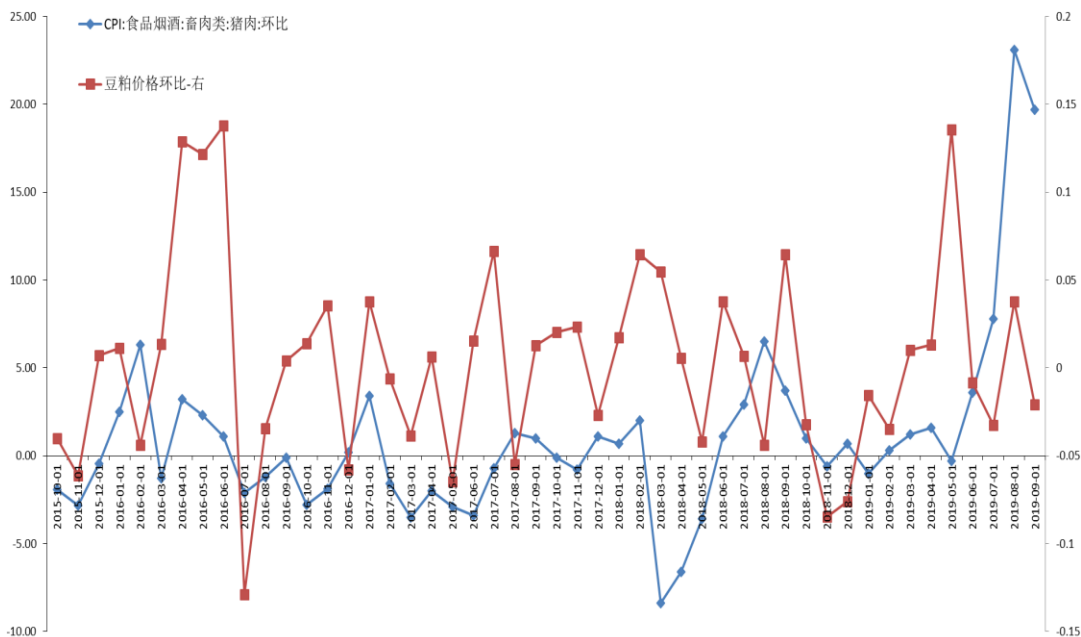
日期	仔猪价格（单位：元/公斤）
10月2日	59.90
比9月25日涨跌	2.3%
比去年同期涨跌	136.8%

来源：农业农村部畜牧兽医局

1.2 饲料价格难以回落

过去的的数据里，豆粕环比价格对食品CPI环比走势的很好指引。从目前来看，这个相关性关系仍然十分紧密。理论上，生猪存栏下降，猪饲料消耗会继续下降，饲料价格下跌，这是很简单的逻辑，而生猪存栏上升，猪饲料消耗上升，而进一步的猪饲料价格会上涨。我们在前面报告中提到：**生猪存栏下降，猪饲料价格环比与CPI食品环比同步，更进一步的说，猪饲料价格和猪肉价格环比是同步的。**这意味着猪饲料的需求没有因为生猪存栏下降而下降，这可能意味着少量的猪在使用更多的饲料。**说明养猪场延长了生猪出栏的时间**，也就是多喂养这么一段时间，201901-201904时间段内，生猪存栏量大大高于当前，彼时豆粕价格持续上涨，居高不下。随后5月销售部分，而进入6月开始，猪肉价格环比迅速

飙升，生猪存栏下滑十分严重，价格达到新高水平。10 月中美谈判妥当，中国开始进口美国猪肉。



数据来源：英大证券研究所，WIND

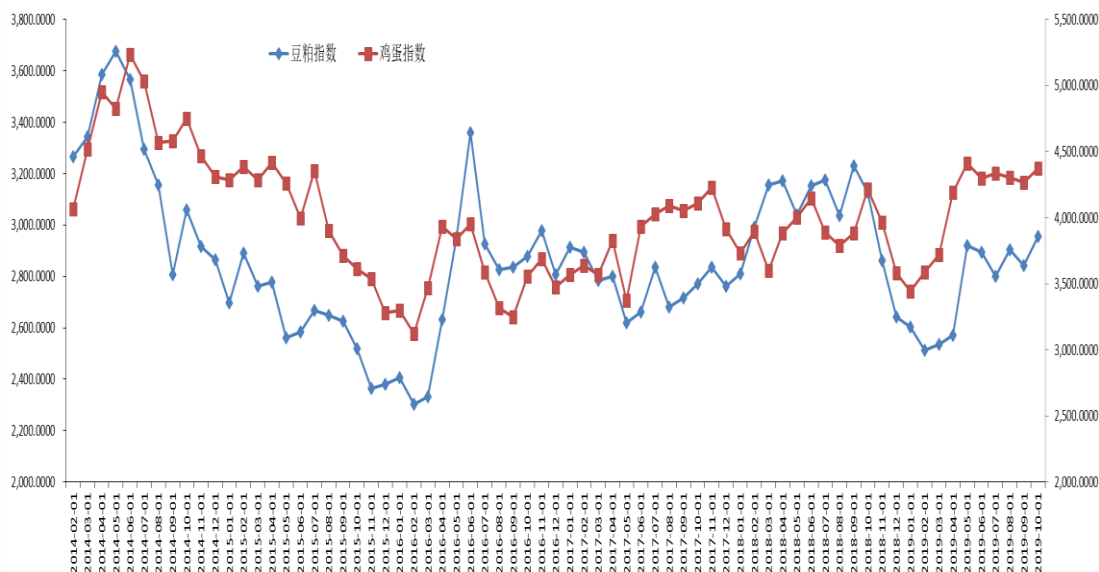
从养猪场角度来讲，在生猪不染病的前提下，如果多喂养一段时间的饲料成本低于猪肉价格上升带来的利润增加，那么延长生猪饲养就是有利可图的。从这个意义上来推断，目前的生猪存栏下降可能要相比历史上其他时期的情形是低估的。当然，价格机制来影响市场供需是十分有效的，这有利于消费者调节肉类需求的食用周期和食用量。考虑到当前，国家储备的冻猪肉量有限，未来巨大的猪肉需求缺口，**我们对未来猪肉价格还是强烈看涨的。**

现在我们试图演绎一些结论，以供未来宏观经济的微观观察使用：美国生猪养殖可能会上升。中国减少的豆粕需求，可能未来在美国体现，生猪养殖替代。非洲猪瘟可能长期存在，那么这种替代关系会更加长久。豆粕是国际化品种，因此定价是充分市场化的。我们可能需要担心豆粕价格的上涨是大豆减产本身导致，还是生猪养殖需求上升所致。可以肯定的是中国以外的生猪养殖会上升，豆粕需

求会上升，以满足中国的猪肉进口需要。未来转基因豆出口中国的数量可能会减少(中国的大豆进口总量可能会减少)，因为这些国家当地的养殖扩张需要增大。这可能意味着，做大大豆，豆粕，菜粕等农产品的机会。

1.3 鸡肉消费上升，替代效应凸显

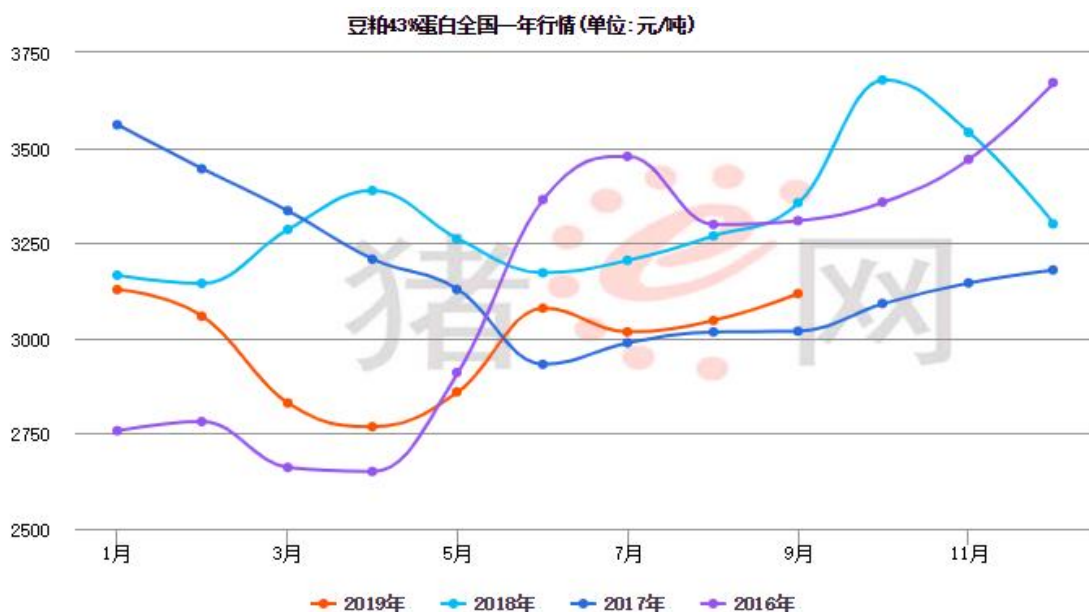
就目前来看，居民对动物蛋白需求是相对稳定的。尽管猪肉和鸡肉之间的替代关系并不显著，但人们还是对二者的消费有一定的替代性消费行为发生。鸡肉的价格今年也持续上升，鸡蛋就更不用说了，上升趋势也十分明显。我们在前面报告分析提到猪肉消费的转移替代，导致鸡肉，牛肉，羊肉的消费增加。当然这其中牛肉和羊肉的消费增加可能没那么显著。鸡肉属于家常消费的动物蛋白补充来源，因而鸡肉的消费在未来一段时间应该有更为清晰和显著的表现。**当我们看到鸡蛋和豆粕价格走势关系的时候，我们会有进一步的认识，也就是猪肉的涨价溢出效应在大大增加。**未来一段时间，鸡肉的价格是否绝对增加很难说，因为鸡肉的生产周期要短的多，但有一点是肯定的，猪肉的高价格就会导致鸡肉的供应维持一个相对充分的状态，这必然导致饲料价格的稳定，进一步的价格下跌空间比较小，关于这一点是回应一些投资者对贸易谈判如果顺利，是否豆粕价格会进一步大跌的担忧。

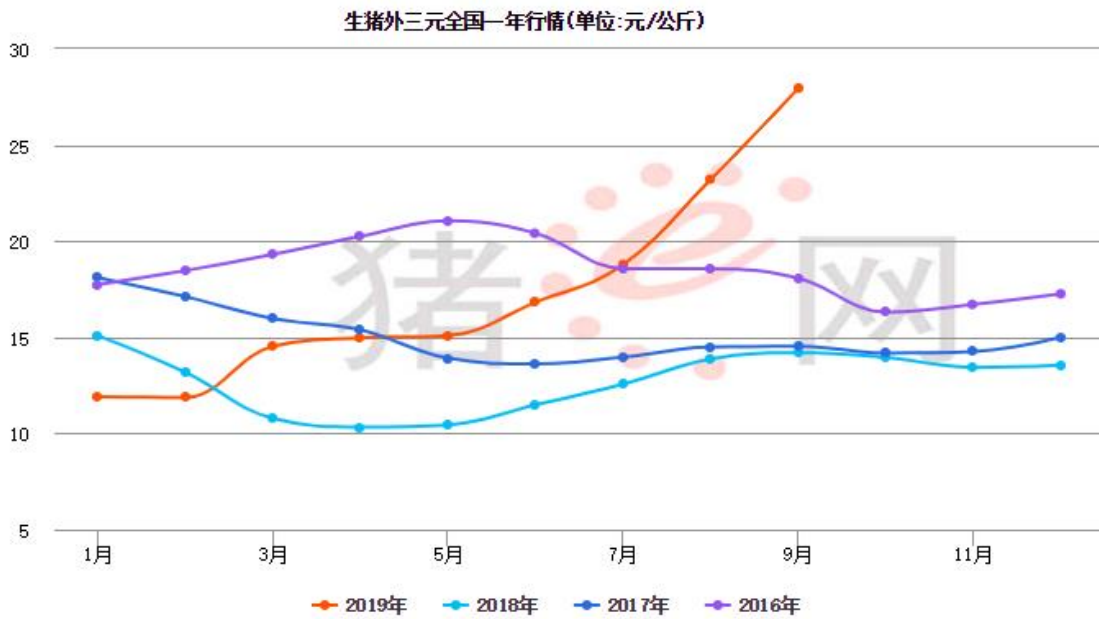


数据来源：英大证券研究所，WIND

我们提出一个新的情景，猪肉价格长期高位，鸡肉价格也会进一步提升。但是，如果鸡肉供应可以相对充足，进而能够相对稳定的话，那么在CPI的权重里，猪肉的价格权重可能会进一步下调，以体现这种肉消费替代关系以及符合消费实际的特点。如果会发生，那么CPI未来的走势可能会更加柔和，届时投资者不必感到惊讶。就当前来看，CPI中涉及耐用品消费的部分通胀压力较小，因为其受到更全面的宏观经济形势的整体负面影响，出现通缩趋势倒是值得担心。

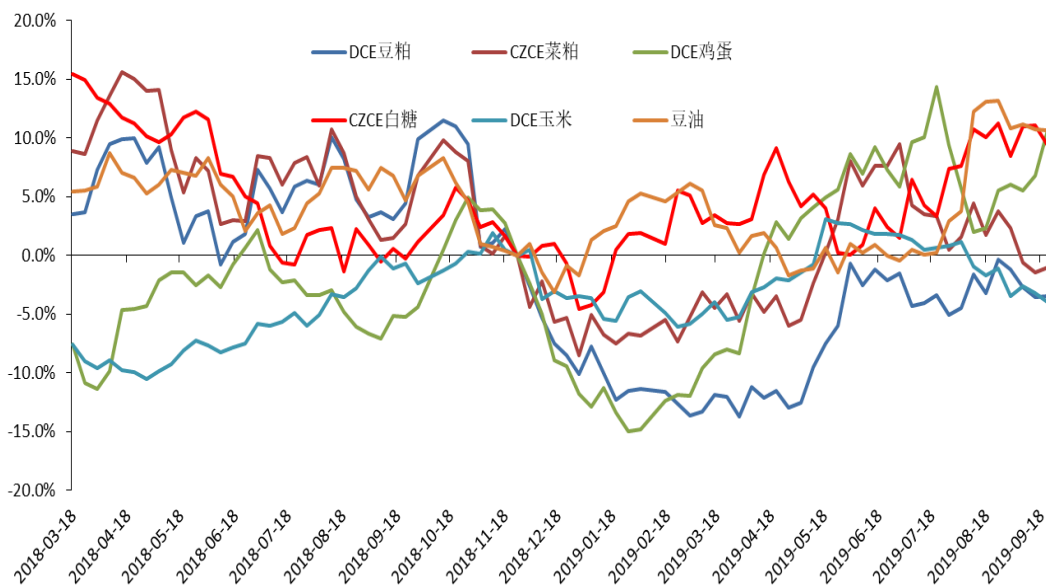
我们在前面有一个推论：饲料价格很难再次下跌，整体的概率上，易涨难跌。我们对CPI这一价格指数保持开放的心态来自两方面原因。一方面食品价格拉升，推动CPI上升，另一方面，伴随经济下行，耐用品消费下滑，CPI非食品价格稳定，甚至下滑，推动CPI下跌。且不说CPI和PPI表现出滞胀特征，CPI内部结构分项上，我们认为也是保持了滞胀特征，一部分快速上涨，一部分则稳定下滑。





资料来源:猪E网

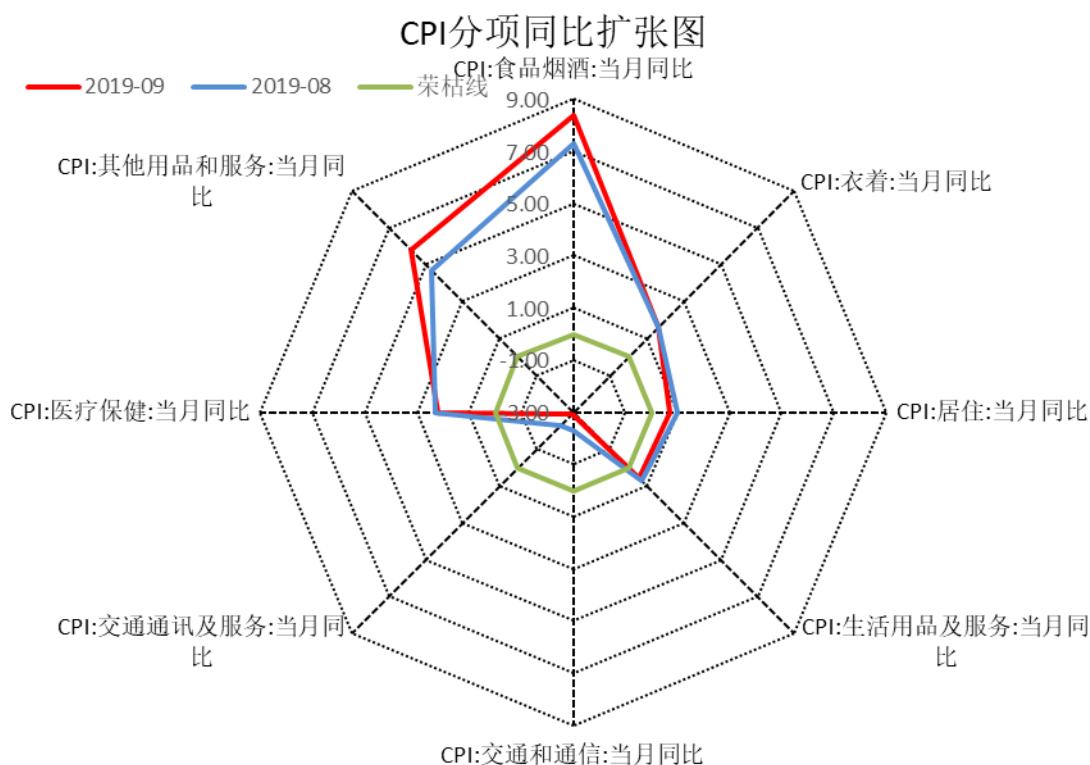
2019年猪肉价格快速上升,5月份猪肉价格开始高于2018年,2017年同期价格,7月已经接近2016年同期价格。现在已经大大超过2016年猪肉同期价格。未来将进一步上涨,在2019年底前后可能会到达50元/斤。非洲猪瘟的影响被低估了,而美国猪肉进口仍然有限,缺口问题是无法彻底解决的,形成了偏紧的猪肉供应环境,在需求稳定的情况下,价格上升将持续存在。



数据来源：英大证券研究所，WIND

CPI 同比扩张通胀维持

(1) 9 月份，食品烟酒价格同比上涨 8.4%，影响 CPI（居民消费价格指数）上涨约 2.49 个百分点。其中，畜肉类价格上涨 46.9%，影响 CPI 上涨约 2.03 个百分点（猪肉价格上涨 69.3%，影响 CPI 上涨约 1.65 个百分点）；禽肉类价格上涨 14.7%，影响 CPI 上涨约 0.18 个百分点；鸡蛋价格上涨 9.4%，影响 CPI 上涨约 0.05 个百分点；鲜果价格上涨 7.7%，影响 CPI 上涨约 0.13 个百分点；水产品价格上涨 2.9%，影响 CPI 上涨约 0.05 个百分点；粮食价格上涨 0.6%，影响 CPI 上涨约 0.01 个百分点；鲜菜价格下降 11.8%，影响 CPI 下降约 0.33 个百分点。。



数据来源：国家统计局，英大证券研究所整理

(2) **其他七大类价格同比六涨一降。**其中，其他用品和服务、医疗保健、

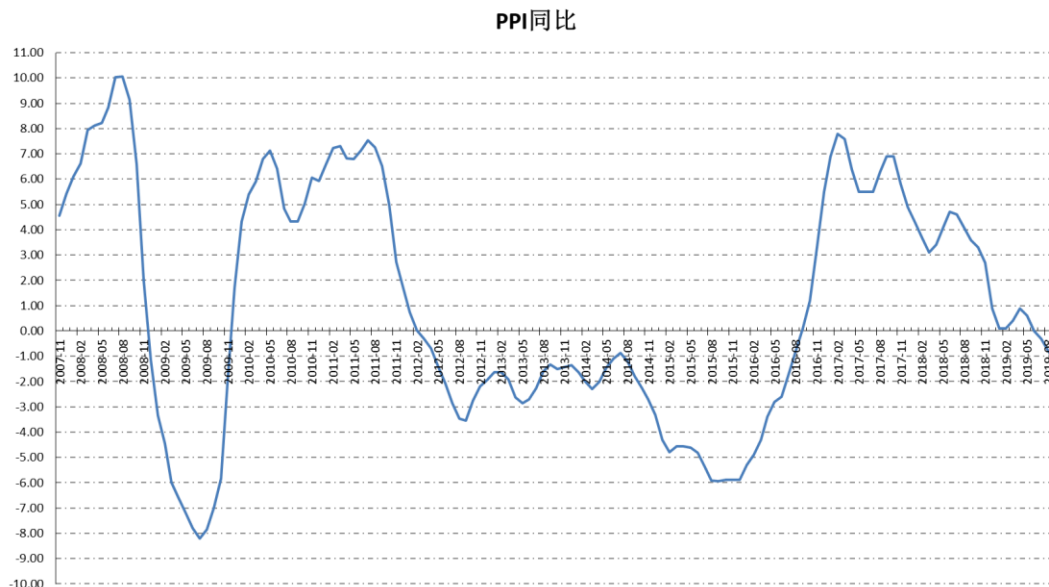


教育文化和娱乐价格分别上涨 5.8%、2.2%和 1.7%，衣着、居住、生活用品及服务价格分别上涨 1.6%、0.7%和 0.6%；交通和通信价格下降 2.9%。

总结一下，维持之前报告对 CPI 的评估。贯穿性的因素是肉类供应不足将持续存在。新增季节性的因素是——随着四季度到来，温度下降，人体对热量需求会继续上升，食品价格上涨仍将维持；非食品部分消费相对疲软，展望中性。食品类物价更取决于供应不足的升价效应，非食品类更吻合宏观工业经济下行趋势。

二、工业品价格同比下跌还将继续

2019 年 9 月份，全国工业生产者出厂价格同比下降 1.2%，环比上涨 0.1%；工业生产者购进价格同比下降 1.7%，环比上涨 0.2%。1—9 月平均，工业生产者出厂价格与去年同期持平，工业生产者购进价格下降 0.3%。



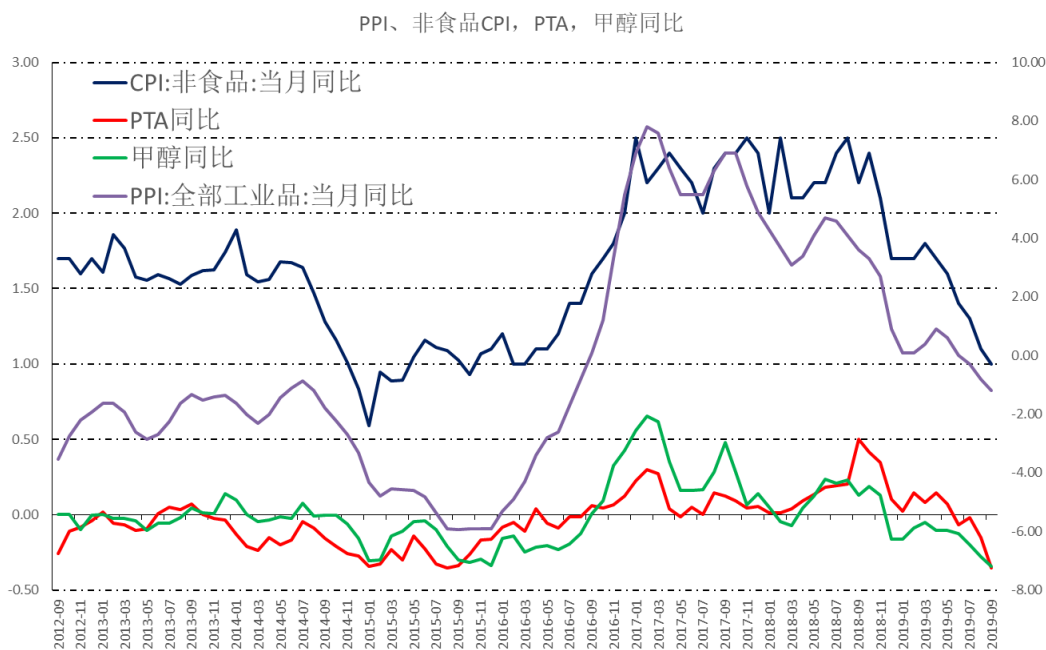
数据来源：国家统计局，英大证券研究所整理

工业品购进和出厂价格环比看跌

维持此前判断的观点，工业生产出厂价格看跌，中下游企业萎缩反噬上游原料企业，需求萎缩最终会让供给方失去定价权，而这个定价权是在供给侧改革中

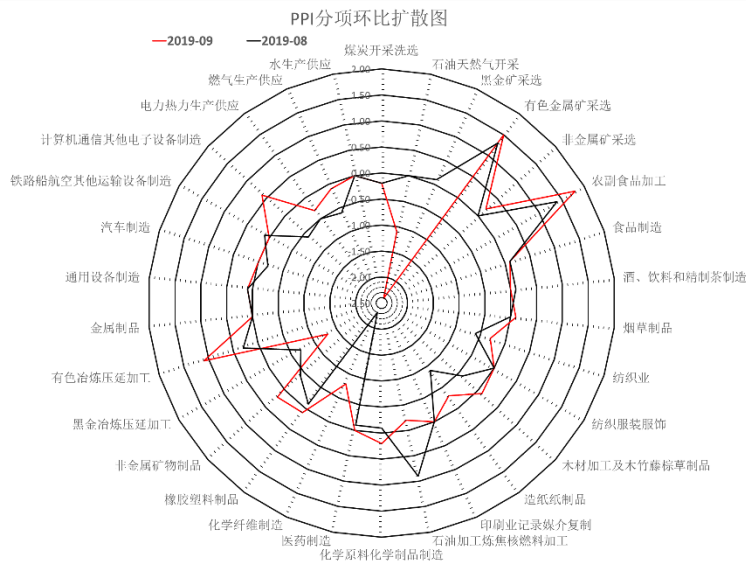
获得的，而最终被宏观经济的萎缩削弱。我们维持观点：中下游的负反馈传递给上游，形成的需求下降将持续，PPI 环比下跌仍将继续！

(1) 工业生产者出厂价格中，生产资料价格环比持平。其中，采掘工业价格下降 0.5%，原材料工业和加工工业价格均持平。生活资料价格环比上涨 0.5%，涨幅比上月扩大 0.3 个百分点，影响工业生产者出厂价格总水平上涨约 0.13 个百分点。其中，食品价格上涨 1.0%，一般日用品价格上涨 0.3%，衣着和耐用消费品价格均上涨 0.1%。我们看到化工品提供了最大部分的耐用品和日常用品的需求。因此我们看到的二者走势密切，我们之前还添加了甲醇，PTA。综合来看，PPI 和 CPI 非食品分项关系稳定，未来预计进一步下跌。



数据来源：英大证券研究所，WIND

(2) 工业生产者购进价格中，农副产品类价格上涨 2.2%，有色金属材料及电线类价格上涨 0.9%，建筑材料及非金属类价格上涨 0.4%；黑色金属材料类价格下降 1.0%，燃料动力类价格下降 0.1%。燃料动力类是工业的基础需求体现，燃料动力类价格下降，意味着工业生产需求的萎缩。



数据来源：国家统计局，英大证券研究所整理

工业品价格同比通缩加剧

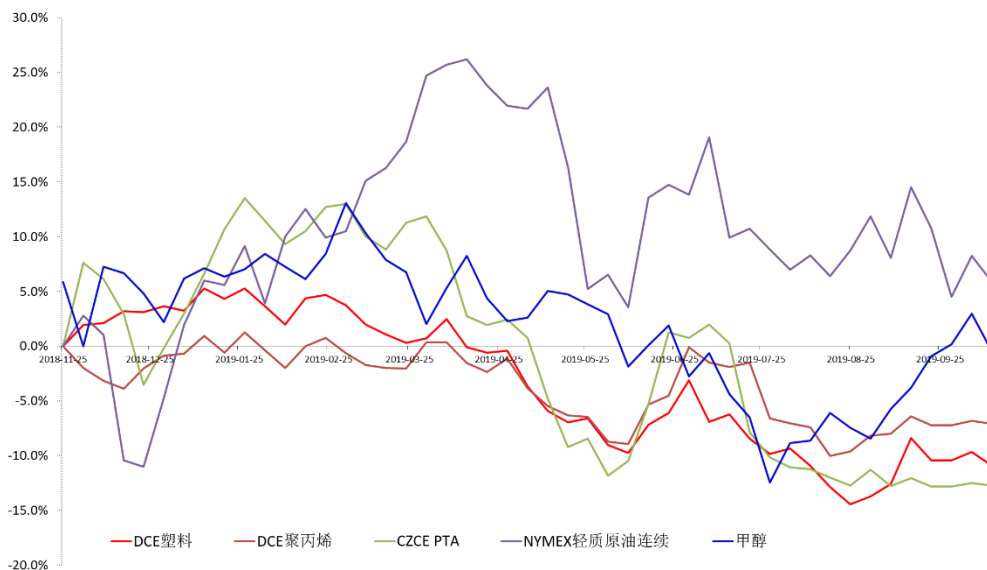
PPI 的同环与环比购进、出厂价格变动状况一致，工业生产下滑，从最初的耐用品消费下滑，也就是从主要发生在化工领域的萎缩，进一步反噬对建材领域，建材价格开始快速下跌。

(1) 工业生产者出厂价格中，生产资料价格同比下降 2.0%，降幅比上月扩大 0.7 个百分点，影响工业生产者出厂价格总水平下降约 1.52 个百分点。其中，采掘工业价格上涨 0.6%，原材料工业价格下降 4.8%，加工工业价格下降 1.2%。生活资料价格同比上涨 1.1%，涨幅比上月扩大 0.4 个百分点，影响工业生产者出厂价格总水平上涨约 0.28 个百分点。其中，食品价格上涨 3.3%，衣着价格上涨 0.9%，**一般日用品价格上涨 0.8%，耐用消费品价格下降 1.8%。耐用消费品是经济中长期力量的一个体现，如果生产者和消费者选择放慢耐用品更新，那么意味着他对未来经济消费前景产生了负面的规划。**

(2) 工业生产者购进价格中，农副产品类价格上涨 4.7%，建筑材料及非金

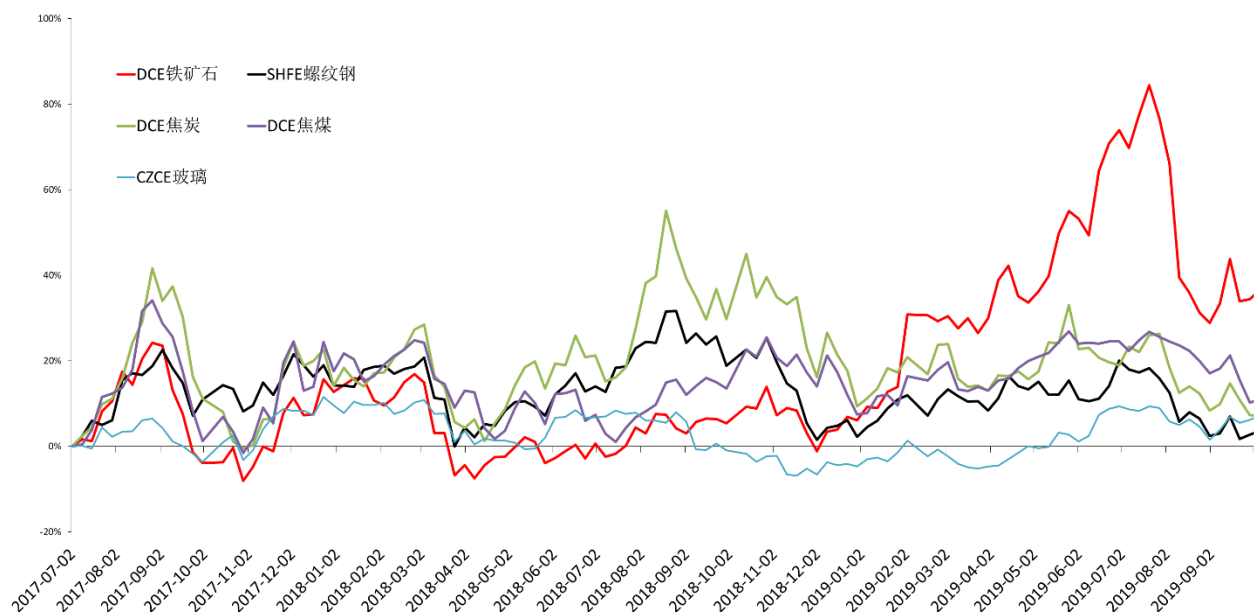
属类价格上涨 3.7%，黑色金属材料类价格上涨 1.8%；化工原料类价格下降 7.9%，燃料动力类价格下降 4.2%，有色金属材料及电线类价格下降 1.5%。

2.1. 需求萎缩施压价格——化工品、建材商品价格下跌



数据来源：WIND，英大证券研究所整理

在宏观经济持续下行的驱动下，建材价格终于顶不住，开始下跌。尽管受益于钢铁，煤炭的供给侧改革，但终究敌不过需求的趋势力量。在耐用品消费萎缩之后，收缩的经济力量开始渗透到固定资产投资领域。我们选择耐用品集中最多的化工品价格作为观察对象，我们在看到持续的化工品价格下跌之后，我们得到一个前瞻结论是，只要耐用品原料的价格持续下跌，暴露了经济萎缩逐渐深入，最终将导致生产耐用品的固定资产投资收缩，进一步扩张到建材投资的下降。行业之间并非绝对独立，而是存在周期嵌套和产生引致需求的先后关系的。

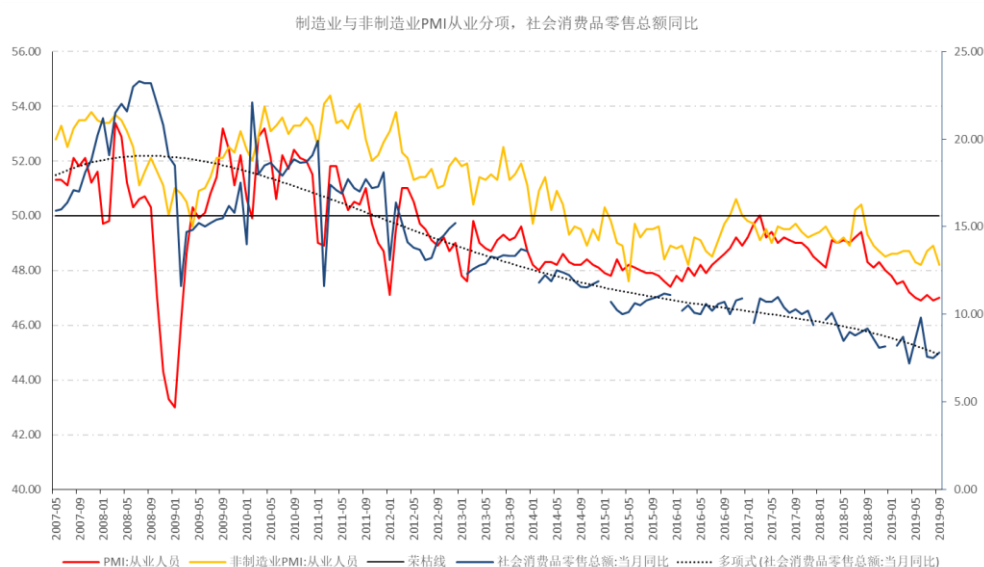


数据来源：WIND，英大证券研究所整理

化工类原油价格主导是国际生产者(OPEC 成员国)，不是受制于某一个国家的政策。化工类产品侧重于日常消费用到的耐用品，而建材类主要的消耗领域在固定资产领域，随着耐用品消费和快速消费品的消费萎缩，最终将施压于固定资产投资。目前，开始发生的固定资产领域投资萎缩，将反噬于耐用品消费，我们将看到二重叠加的经济下行坍塌力量。我们对未来商品的价格有一个推演的看法是，建材价格将持续下滑，并最终在一个较低的价格水平上持续一个较长的市场（除非经济经历危机挑战后，再次复苏），否则很难再出现一个更强劲的反弹。这不同于过去发生的 2015 年底到 2019 年期间发生过的暴涨暴跌，并且屡创新高的经济背景，未来建材价格 L 型概率较大，当然这是一个预案，对于投资来说，不断摄入新的数据和生产，重估经济，进而进行风险管理，更为重要。**维持看法：**201703-201903 的供给侧利益输送效应已经结束，大型企业受益于供给侧改革的利润获得能力已经减弱，未来他们的风险将出现放大趋势。我们看到虚拟利润指数已经见顶回落，未来可能会更加严峻。

三、制造业/非制造业从业仍抑制总需求

9月制造业从业人员指数为47.0%，比上月略升0.1个百分点，位于临界点之下，表明制造业企业用工量回落幅度缩小。非制造业从业人员指数为48.2%，比上月下降0.7个百分点，位于临界点之下，非制造业企业用工量环比下降。分行业看，服务业从业人员指数为47.7%，比上月下降0.5个百分点；建筑业从业人员指数为51.1%，比上月回落1.6个百分点。(1) **就业下滑不利于消费扩张**。2016年3月份至2017年3月就业情况的下滑有所缓解，但并未正向扩张。2018年5月份社会消费品零售总额数据进一步下滑，对应的就业PMI分项仍然处于收缩范围。整体购买力的下滑，是经济前景的实际牵引者。未来这些来自于底层微观的收入变化将反馈到中上游生产环节，驱动原料价格下跌。(2) **就业下滑施压居民部门债务扩张**。就业的下降可能加快个人清偿债务以及家庭部门开始市场化降低债务水平的时候。这几年中国的“经济转型”，大体完成杠杆转移、风险转移。而杠杆和风险的受让方主要是家庭部门。家庭部门通过加杠杆，配置了大量低流动性，高价格，而低回报率的资产，而家庭部门的主要支出依赖仍然是就业。这样的情形下，总需求必然会持续萎缩，快速消费品为主的食品类应该是稳定的，但非食品类耐用品的更新会快速变慢，引致投资收缩也会快速下降。



数据来源：英大证券研究所整理，WIND



四、农产品价格通胀扩散风险较大

我们对于农产品猪肉通胀的认识十分一致，但很多人觉得其他非食品下滑，因此甚至有观点认为，除了猪肉其实 CPI 不用担心。

笔者对这种观点有两个看法，其一，生活没有除了，生活都是实际的收支，因此类似的语言嵌套，不知道目的是让投资者淡定，还是进行自我催眠。因为，我们无法生活在除了 XX 的世界里。因此，依据除了猪肉通胀，其实货币政策没有压力的看法存在很大的迷惑性。食品消费支出，实实在在地占用居民可支配收入，同样挤占其他商品的消费，不利于国家当前所期待的科技转型消费。毕竟钱都买吃的了，科技消费品支出当然下滑。

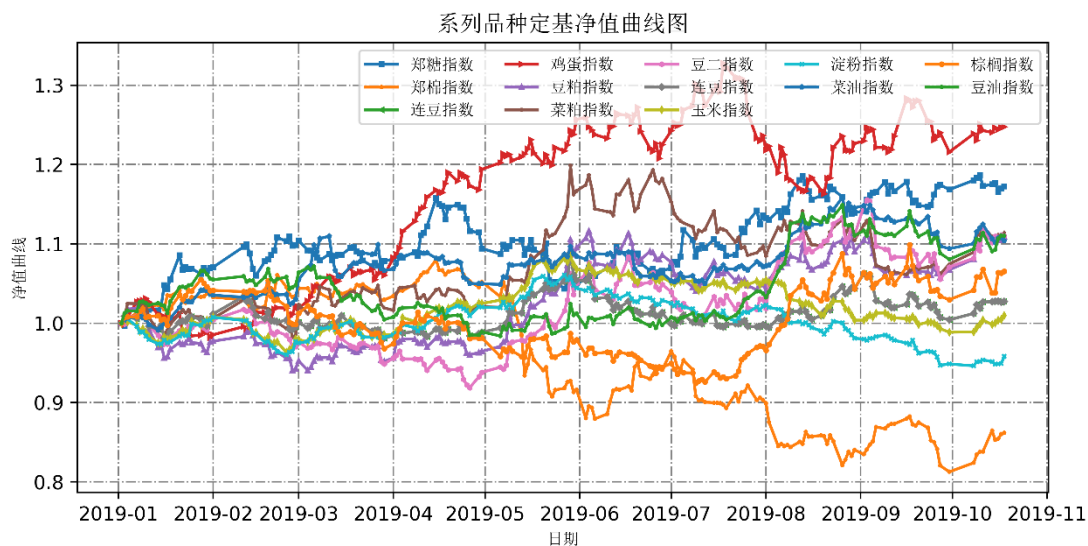
其二，猪肉涨价因为非洲猪瘟本身，可能存在一个幻觉。认为不存在非洲猪瘟，其实 CPI 就那样，没啥问题。但现实是这样么？希望大家能从猪饲料价格无法进一步下滑中反思一个问题，猪存栏下降，饲料消费下降，不应该跌么。实际猪饲料价格并没有跌多少，甚至开始开始涨价。2018 年开始的贸易战，已经对美国的大豆生产产生了一定程度的指引，美国在 2019 年的大豆种植预计产量已经被 USDA 调降。南美的巴西，阿根廷并未显著增产以替代美国的减产。甚至可以说传统的格局被打破，新的供需平衡并没有快速形成，在实际的现实中是，未来全球农产品供应不足的风险在快速增大。

如果未来饲料涨价，猪肉价格有希望下跌么？断然不可能。

我在提供一种可能的情景分析，回顾下 2019 年的农产品价格，大家再去寻找 2018 年底的诸多报告，对很多农产品的看法都相当悲观，似乎要跌成水的口吻，在看看现如今的农产品价格变化状况。

2019 年初至今，鸡蛋价格涨幅达到 24.7%，白糖上涨 17.2%，菜粕价格上涨 11.4%，豆油价格上涨 11%（菜油价格上涨 10.4%，棕榈价格上涨 6.5%），进口大豆价格上涨 11%，主要饲料用途，（国产豆价格上涨 2.7%，主要人食），豆粕价格上涨 10.9%，玉米价格上涨 1%，淀粉价格下跌 4.2%，受伤于贸易战以及耐用品消费下滑，棉花价格下跌达到 13.8%。**农产品价格普遍抬头，这还是在消费萎缩**

的情况下发生的，是不是意味着供应出现了不小的问题。经济下滑，对食品影响是最小的，因为这是比住房还刚的刚需。



数据来源：英大证券研究所，WIND

相关报告

- 《20191005- 宏观经济预计仍将萎缩》
- 《20190915-食品通胀叠加全球制造业收缩，系统风险大》
- 《20190902- 宏观经济可能会进一步萎缩》
- 《20190810-食品通胀、工业品通缩，引致系统风险增大》
- 《20190803- 价格扩张不是经济扩张，风险持续积聚》
- 《20190708-非农就业亮眼，不改美国经济放缓趋势》
- 《20190701- 关注大型企业经营状况，提高风险意识》
- 《20190520- 宏观经济评估与股票市场展望》
- 《2019 年宏观经济迷雾航行，逐鹿低波动》
- 《20181209-工业通缩预期增强、经济还将下行》**
- 《为什么中国暂时没有发生危机？》
- 《中国的经济脆弱性在增大》
- 《经济演化下一阶段的特征分析》

风险提示：

- (1) 本文仅供参考，风险自担！
- (2) 文中的推演，将在未来用数据来跟踪，逻辑框架只是观察宏观经济的一个维度，如果被市场重点关注则对资产定价产生重要影响。
- (3) 笔者的分析逻辑存在不严密风险，后续经济运行需要持续跟进经济的最新变化。

小贴士：



1. 居民消费价格指数（简称 CPI）是度量居民生活消费品和服务价格水平随着时间变动的相对数，综合反映居民购买的生活消费品和服务价格水平的变动情况。居民消费价格统计调查涵盖全国城乡居民生活消费的食品烟酒、衣着、居住、生活用品及服务、交通和通信、教育文化和娱乐、医疗保健、其他用品和服务等 8 大类、262 个基本分类的商品与服务价格。采用抽样调查方法抽选确定调查网点，采集原始价格。数据来源于全国 31 个省（区、市）500 个市县、8.8 万余家价格调查点，包括商场（店）、超市、农贸市场、服务网点和互联网电商等。

2. 工业生产者价格指数包括工业生产者出厂价格指数（简称 PPI）和工业生产者购进价格指数。工业生产者出厂价格指数反映工业企业产品第一次出售时的出厂价格的变化趋势和变动幅度。工业生产者购进价格指数反映工业企业作为中间投入产品的购进价格的变化趋势和变动幅度。工业生产者出厂价格统计调查涵盖 1638 个基本分类的 20000 多种工业产品的价格；工业生产者购进价格统计调查涵盖 900 多个基本分类的 10000 多种工业产品的价格。年主营业务收入 2000 万元以上的企业采用重点调查方法；年主营业务收入 2000 万元以下的企业采用典型调查方法。工业生产者价格调查涉及全国 5 万余家工业企业。

风险提示及免责条款

股市有风险，投资需谨慎。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见、观点或结论是否符合其特定状况。

据此投资，责任自负。

本报告中所依据的信息、资料及数据均来源于公开可获得渠道，英大证券研究所力求其准确可靠，但对其准确性及完整性不做任何保证。客户应保持谨慎的态度在核实后使用，并独立作出投资决策。

本报告为英大证券有限责任公司所有。未经本公司授权或同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分刊载、转载、转发，或向其他人分发。如因此产生问题，由转发者承担相应责任。本公司保留相关责任追究的权利。

请客户注意甄别、慎重使用媒体上刊载的本公司的证券研究报告，在充分咨询本公司有关证券分析师、投资顾问或其他服务人员意见后，正确使用公司的研究报告。

根据中国证监会下发的《关于核准英大证券有限责任公司资产管理和证券投资咨询业务资格的批复》（证监许可[2009]1189 号），英大证券有限责任公司具有证券投资咨询业务资格。

行业评级

强于大市 行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢沪深 300 指数

同步大市 行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数将跟随沪深 300 指数

弱于大市 行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输沪深 300 指数

公司评级

买入 预计未来 6 个月内，股价涨幅为 15%以上

增持 预计未来 6 个月内，股价涨幅为 5-15%之间



英大证券

积极管理风险应对市场挑战

中 性 预计未来 6 个月内，股价变动幅度介于±5%之间

回 避 预计未来 6 个月内，股价跌幅为 5%以上