

波动中上行

农业热点专题之二

核心观点

● **月度关注：大宗农产品价格波动上行**

2021年1月，全球大宗农产品价格大幅波动，巴西和阿根廷久旱后降雨缓解市场供应担忧，多头获利平仓抛售致1月15日-1月22日CBOT大豆和玉米价格下跌。然而，全球需求依然强劲，22日之后CBOT大豆和玉米的价格复涨，玉米、大豆分别徘徊在14、15年以来的高点。

● **回顾：供给压力仍在加大**

玉米：USDA1月预计20/21年度全球玉米产量11.34亿吨（YoY+1.58%）较上月下调966.8万吨，其中美国产量超预期下调823.8万吨；由于南美洲降水过迟，巴西、阿根廷分别下调100、150万吨。**年度结余量-1917.6万吨，较上月缺口扩大471.8万吨。**

大豆：USDA1月预计20/21年度全球大豆产量3.61亿吨（YoY+7.29%）较上月下调104.7万吨，其中阿根廷产量下降达200万吨。全球大豆总消费量上调幅度趋缓，较上月上调10.1万吨至3.70亿吨（YoY+4.29%），中国仍是消费增加的主力军，较上月上调30万吨。**年度结余量-1107万吨，较上月缺口扩大125.4万吨。**

天气：当前巴西产区在收割期降水恢复，此时降水或影响收割进度，阿根廷则降水则大幅低于同期。

● **展望：供需博弈不改紧平衡格局**

供给端：由于价格高企，2021年美国农户或将增加大豆和玉米的种植面积，增加的面积主要来自2020年末播种的1000万英亩耕地（往年一般为400-500万英亩）。**假设面积被完全使用，我们测算在中值情况下（各播种50%）则可以增加玉米、大豆供给量1168万吨、573万吨，尚难扭转当前缺口。**

天气端：根据NOAA, CPC/IRI **预计拉尼娜将持续到整个北半球的2020-2021年冬季（1-3月，概率为95%）**，并有潜在趋向于春季过渡到ENSO中性（4-6月，概率为55%）。**CFS.v2模型则预测拉尼娜现象将持续到2021年秋季。**1-3月是冬种作物的关键生长期，拉尼娜现象或影响种植效益。

需求端：中国生猪生产恢复成效超出预期，畜禽养殖维持高位，饲料粮需求持续向好。农业部1月调增20/21年度玉米饲用消费200万吨至1.85亿吨（YoY+6.32%）；蛋白粕需求增长下，大豆压榨消费调增300万吨至9800万吨（YoY+7.69%）。

投资建议与投资标的

- 由于全球玉米、大豆供需情况偏紧，全球大宗农产品或维持高位震荡。种植链企业有望受益。上游种企亦受益于下游价格景气，关注种业龙头。同时，在饲用需求上行和原料成本涨价背景下，关注成本领先饲料企业的布局机会。

风险提示

- 拉尼娜事件发生程度不及预期、农产品价格波动风险、政策风险

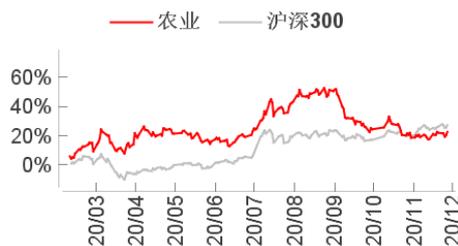


东方证券
ORIENT SECURITIES

行业评级 **看好** 中性 看淡 (维持)

国家/地区 中国
行业 农业行业
报告发布日期 2021年02月07日

行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 张斌梅
021-63325888*6090
zhangbinmei@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520020002

相关报告

关注大宗农产品价格高景气：农业热点专题 2021-01-06
之一

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

月度热点：全球大宗，波动中向前	4
回顾：供给压力仍在加大	4
美玉调减超预期，巴西降水或阻碍收割	4
阿根廷豆区干旱，南美产量大幅调减	5
展望：供需博弈不改紧平衡格局	7
美国扩种施压，或较难补足缺口	7
拉尼娜持续，关注冬种作物生长期	8
养殖产能释放，国内进口需求高企	9
投资建议	12
风险提示	12

图表目录

图 1: CBOT 大豆价格走势 (美分/蒲式耳)	4
图 2: CBOT 玉米价格走势 (美分/蒲式耳)	4
图 3: 20/21 年度全球玉米产量预测月度调整 (1 月)	4
图 4: 20/21 年度全球玉米消费量预测月度调整 (1 月)	4
图 5: 巴西玉米产区 15 日降水量预测 (2020.2.2-2.17)	5
图 6: 阿根廷玉米产区 15 日降水量预测 (2020.2.2-2.17)	5
图 7: 20/21 年度全球大豆产量预测月度调整 (1 月)	6
图 8: 20/21 年度全球大豆消费量预测月度调整 (1 月)	6
图 9: 巴西大豆产区 15 日降水量预测 (2020.2.2-2.17)	7
图 10: 阿根廷大豆产区 15 日降水量预测 (2020.2.2-2.17)	7
图 11: CPC/IRI 预测 1-3 月拉尼娜持续概率 95%	8
图 12: CFS.v2 综合平均值预测拉尼娜或持续到 2021 秋季	8
图 13: 2020 年 12 月全国能繁母猪存栏量环比减少 1.68%, 同比增加 17.90%	9
图 14: 2020 年末生猪存栏量 4.07 亿头, 同比增加 30.96%	9
图 15: 2020 年白羽肉鸡祖代存栏 163.26 万套, 同比增加 17.16%	10
图 16: 2020 年白羽肉鸡父母代存栏 6074.32 万套, 同比增加 18.09%	10
图 17: 2020 年在产祖代黄羽肉种鸡平均存栏量 153.43 万套, 同比增 4.66%	10
图 18: 2020 年父母代黄羽肉种鸡平均存栏量 4302.38 万套, 同比增 4.35%	10
图 19: 1 月预测 20/21 年度玉米饲用消费量 1.85 亿吨, 同比增长 6.32%, 合计消费量增长 3.90%	11
图 20: 1 月预测 20/21 年度大豆压榨消费量 0.98 亿吨, 同比增长 7.69%, 合计消费量增长 6.92%	11
图 21: 美国大豆出口检验量处于历史高位	11
图 22: 美国大豆对中国装运量处于历史较高位	11
图 23: 2021 年 1 月美国对华累计装运 84.07 万吨玉米, 占比约 18.62%	11
表 1: 全球玉米供需平衡表 (单位: 百万吨)	5
表 2: 全球大豆供需平衡表 (单位: 百万吨)	6
表 3: 美国玉米和大豆扩增产量预测	7
表 4: 1-3 月全球主要国家及重要作物生长期	8

月度热点：全球大宗，波动中向前

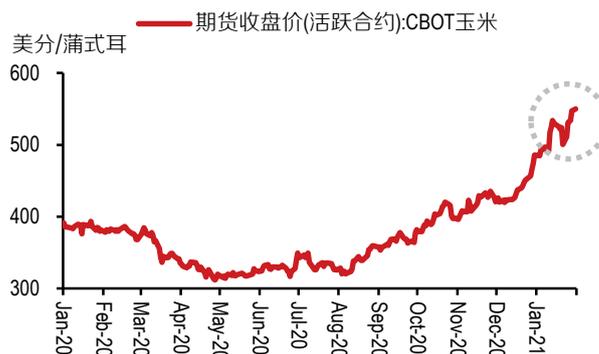
2021年1月，全球大宗农产品价格大幅波动，CBOT大豆、玉米价格经历起伏后继续走高，环比增长5.27%和17.37%。1月15日-1月22日，巴西和阿根廷久旱后降雨缓解市场供应担忧，多头获利平仓抛售，CBOT大豆和玉米价格下跌。然而，全球需求依然强劲，22日之后CBOT大豆和玉米的价格复涨，玉米、大豆分别徘徊在2014、2015年以来的高点。

图1：CBOT大豆价格走势（美分/蒲式耳）



数据来源：CBOT、东方证券研究所

图2：CBOT玉米价格走势（美分/蒲式耳）



数据来源：CBOT、东方证券研究所

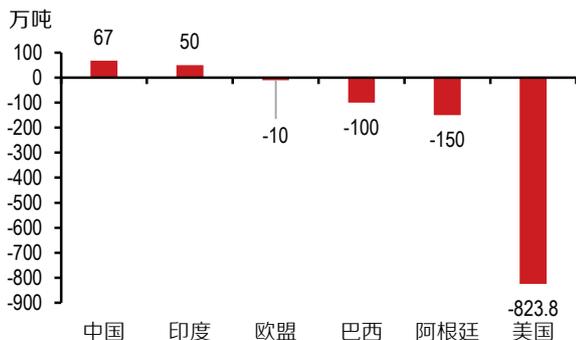
回顾：供给压力仍在加大

美玉调减超预期，巴西降水或阻碍收割

美国农业部1月预计20/21年度全球玉米产量11.34亿吨，同比上升1.58%，较上月下调966.8万吨，其中美国产量超预期下调823.8万吨；而南美洲受天气影响，巴西、阿根廷分别下调100、150万吨。

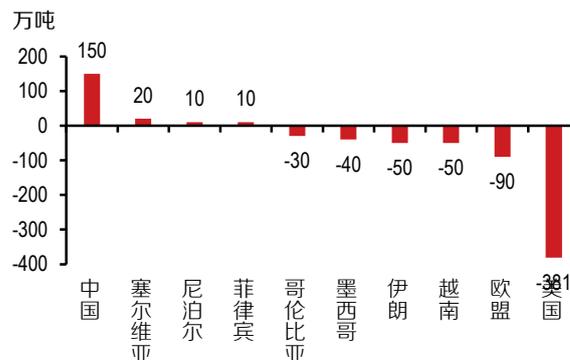
同时，20/21消费量也较上月调减590万吨至11.46亿吨，同比上升1.69%，其中美国消费量下调最多，达381万吨，而中国则调增150万吨。

图3：20/21年度全球玉米产量预测月度调整（1月）



数据来源：USDA、东方证券研究所

图4：20/21年度全球玉米消费量预测月度调整（1月）



数据来源：USDA、东方证券研究所

尽管消费量环比下调，需求端有所放松，但仍无法抵消供给端面临的压力，年度缺口不断调增。2021年1月份预测20/21年度结余量-1917.6万吨，较上月缺口扩大471.8万吨。

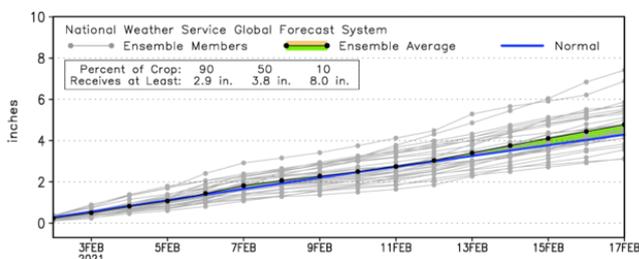
表 1：全球玉米供需平衡表（单位：百万吨）

	16/17	17/18	18/19	19/20 Est..	20/21 Dec	20/21 Jan Proj.	月度调整幅度
收获面积(百万公顷)	195	191.5	192.1	193.2	197	196.4	-3.0%
单产(吨/公顷)	5.78	5.63	5.85	5.78	5.81	5.77	-0.7%
期初库存	312.3	352.2	340.8	319.8	303.4	303	-13.0%
产量	1,127.80	1,078.60	1,123.40	1,116.20	1,143.60	1,133.90	-0.9%
进口	136.4	151	164.4	165.3	179.6	176.3	-1.8%
出口	161.3	148.6	181.7	171.3	186	183.6	-1.3%
总消费	1,063.20	1,092.30	1,127.00	1,126.70	1,151.60	1,145.70	-0.5%
期末库存	352.2	340.8	319.8	303.4	289	283.8	-1.8%
结余变化	39.85	-11.42	-20.92	-16.43	-14.46	-19.18	

数据来源：USDA、东方证券研究所

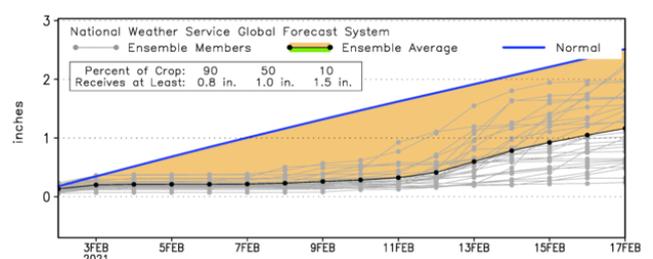
天气方面，根据 World Ag Weather 的 15 日天气预测，巴西玉米产区在 2 月 2 日至 13 日间的降水量与常年持平，随后将略超正常年景，目前巴西一季玉米已经进入收获期，二季玉米处于种植期，降水或影响收割和种植进度；而阿根廷玉米产区在 2 月 2 日至 17 日间的降水量将大幅低于正常年份，2 月阿根廷早熟玉米已经处于成熟期，降水对其影响或较小。

图 5：巴西玉米产区 15 日降水量预测（2020.2.2-2.17）



数据来源：World Ag Weather、东方证券研究所

图 6：阿根廷玉米产区 15 日降水量预测（2020.2.2-2.17）



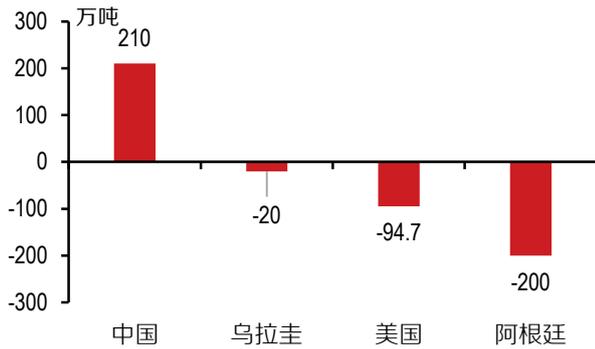
数据来源：World Ag Weather、东方证券研究所

阿根廷豆区干旱，南美产量大幅调减

美国农业部 1 月预计 20/21 年度全球大豆产量 3.61 亿吨，同比上升 7.29%，较上月下调 104.7 万吨，其中阿根廷产量下降较多，达 200 万吨。全球大豆总消费量上调幅度趋缓，1 月上调 10.1 万吨至 3.70 亿吨，同比上升 4.29%，其中压榨消费上调 16.6 万吨，同比上升 4.05%；食用消费上调

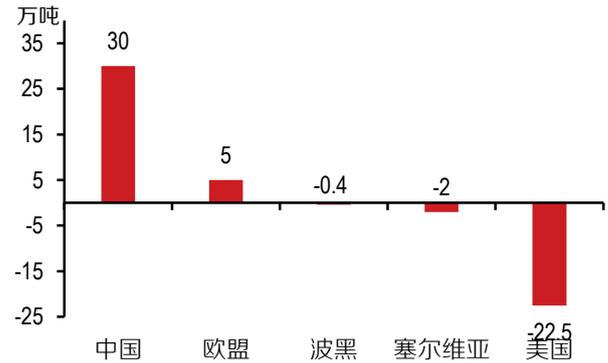
30万吨，同比上升5.49%；饲用消费下调36.5万吨，同比上升6.22%。中国仍是消费增加的主力军，较上月上调30万吨。

图7：20/21年度全球大豆产量预测月度调整（1月）



数据来源：USDA、东方证券研究所

图8：20/21年度全球大豆消费量预测月度调整（1月）



数据来源：USDA、东方证券研究所

强劲需求和偏弱产量背景下，大豆供需格局压力仍在增加，1月份预测20/21年度结余量-1107万吨，较上月缺口扩大125.4万吨。

表2：全球大豆供需平衡表（单位：百万吨）

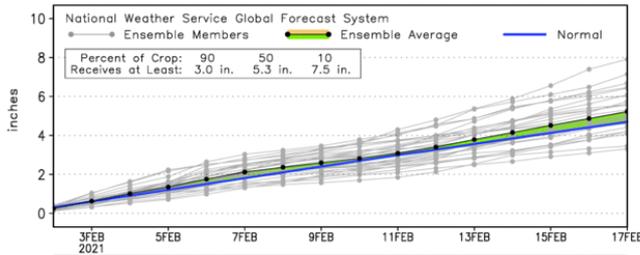
	16/17	17/18	18/19	19/20 Est.	20/21Dec	20/21Jan Proj.	月度调整幅度
收获面积(百万公顷)	119.56	124.27	124.96	122.44	126.88	127.44	+0.44%
单产(吨/公顷)	2.93	2.76	2.89	2.75	2.85	2.83	-0.70%
期初库存	78.39	94.06	98.83	112.72	95.46	95.39	-0.07%
产量	349.77	342.93	361.04	336.47	362.05	361.00	-0.29%
进口量	144.60	153.30	145.83	165.45	166.33	166.84	+0.31%
出口量	147.63	153.14	148.82	164.57	168.48	169.10	+0.37%
压榨消费	287.60	294.67	298.42	309.27	321.64	321.81	+0.05%
食用消费	18.46	19.12	19.73	20.26	21.08	21.38	+1.42%
饲用及损耗	25.01	24.52	26.00	25.08	27.01	26.64	-1.35%
总消费	331.07	338.32	344.15	354.61	369.72	369.82	+0.03%
期末库存	94.06	98.83	112.72	95.46	85.64	84.31	-1.55%
结余变化	15.67	4.77	13.89	-17.27	-9.82	-11.07	

数据来源：USDA、东方证券研究所

天气方面，根据World Ag Weather的15日天气预测，巴西玉米产区在2月2日至17日间的降水量略高于常年，目前巴西大豆已经进入收割期，降水或影响收割和种植进度；而阿根廷大豆产区

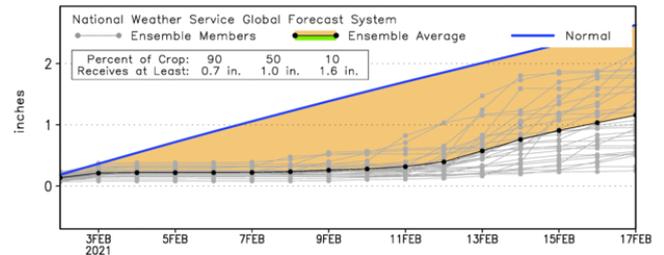
在 2 月 2 日至 17 日间的降水量将大幅低于正常年份，2 月处于阿根廷二期大豆开花期，对温度和湿度均较为敏感，一季大豆处于灌浆期，同样需承担干旱压力。

图 9：巴西大豆产区 15 日降水量预测（2020.2.2-2.17）



数据来源：World Ag Weather、东方证券研究所

图 10：阿根廷大豆产区 15 日降水量预测（2020.2.2-2.17）



数据来源：World Ag Weather、东方证券研究所

展望：供需博弈不改紧平衡格局

美国扩种施压，或较难补足缺口

据 USDA 副首席经济学家尼克森，由于价格高企，2021 年美国农户将增加大豆和玉米的种植面积，增加的面积主要来自 2020 年未播种的 1000 万英亩耕地（往年一般为 400-500 万英亩）。针对美国潜在的面积扩张，我们以 20/21 年预测单产数据对产量增加进行测算。

表 3：美国玉米和大豆扩增产预测

玉米扩种面积（万英亩）	1000	800	600	400	200	0
玉米潜在增量（百万吨）	23.35	18.68	14.01	9.34	4.67	0.00
相对当前增幅	2.06%	1.65%	1.24%	0.82%	0.41%	0.00%
大豆扩种面积（万英亩）	0.00	200.00	400.00	600.00	800.00	1000.00
大豆潜在增量（百万吨）	0.00	2.29	4.58	6.87	9.16	11.45
相对当前增幅	0.00%	0.63%	1.27%	1.90%	2.54%	3.17%

数据来源：USDA、东方证券研究所

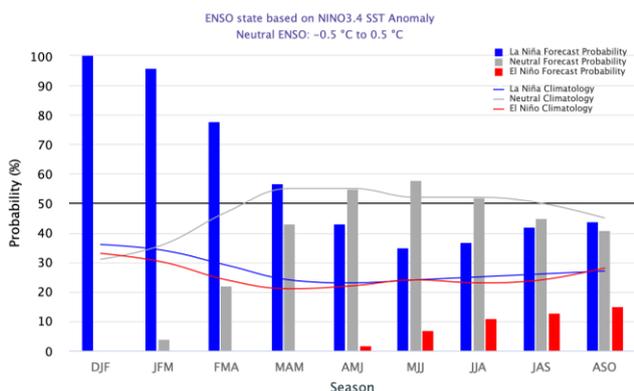
假设 1000 万英亩耕地被完全使用，则预计玉米潜在增量空间在 0~2335 万吨，同比增加 0.00%-2.06%，大豆潜在增量空间在 1145~0 万吨，同比增加 3.17%~0.00%，在中值情况下（各播种 50%）则可以分别增加供给量 1168 万吨、573 万吨，尚难扭转当前缺口。

假设进一步考虑常年休耕情况，则 1000 万英亩耕地的利用率为 50%~60%，则玉米增量空间压缩至 0~1401 万吨、大豆增量空间压缩至 687~0 万吨。

拉尼娜持续，关注冬种作物生长期

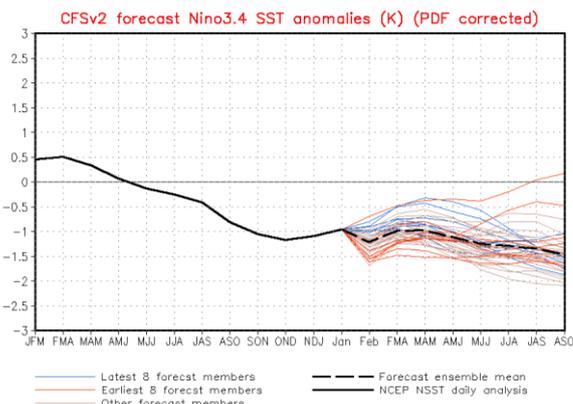
根据 NOAA, CPC/IRI 预计拉尼娜将持续到整个北半球的 2020-2021 年冬季 (1-3 月, 概率为 95%), 并有潜在趋向于 2021 年春季过渡到 ENSO 中性 (4-6 月, 概率为 55%)。CFS.v2 模型则预测拉尼娜现象将持续到 2021 年秋季。全球冬种作物在 1-3 月步入生长关键期, 气候异常影响值得关注。

图 11: CPC/IRI 预测 1-3 月拉尼娜持续概率 95%



数据来源: NOAA、东方证券研究所

图 12: CFS.v2 综合平均值预测拉尼娜或持续到 2021 秋季



数据来源: NOAA、东方证券研究所

表 4: 1-3 月全球主要国家及重要作物生长期

1 月	2 月	3 月
<u>南亚 (印度)</u> 小麦、油菜籽: 抽穗期*	<u>南亚 (印度)</u> 小麦、油菜籽: 灌浆期	<u>南亚 (印度)</u> 小麦、油菜籽: 成熟期
<u>中国、东亚</u> 冬小麦、油菜籽: 休眠期		<u>中国、东亚</u> 冬小麦、油菜籽: 营养生长期 早稻: 播种期
<u>俄罗斯等 FSU 国家</u> 冬小麦、油菜籽: 休眠期		<u>俄罗斯等 FSU 国家</u> 北部: 冬小麦、油菜籽: 休眠期 南部: 冬小麦: 营养生长期
<u>美国、加拿大</u> 冬小麦: 休眠期		<u>美国、加拿大</u> 冬小麦: 营养生长期
<u>巴西南部</u> 大豆、棉花: 开花期*	<u>巴西南部</u> 大豆、棉花: 灌浆期	<u>巴西中西部</u> 棉花 (二季): 开花期*

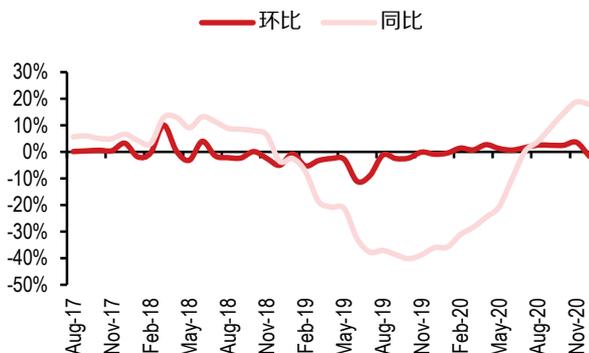
玉米：灌浆期 <u>巴西中西部</u> 大豆：灌浆期 玉米、棉花（二期）：种植期	玉米：成熟期 <u>巴西中西部</u> 大豆：成熟期 玉米（二期）：种植期 棉花（二期）：营养生长期	玉米（二期）：营养生长期 大豆：收获期 <u>巴西南部</u> 大豆、棉花：成熟期 玉米：收获期
<u>阿根廷</u> 大豆（一季）、玉米（晚熟）、棉花：开花期* 玉米（早熟）：灌浆期 大豆（二期）：营养生长期	<u>阿根廷</u> 大豆（二期）：开花期* 大豆（一季）、玉米（晚熟）、棉花：灌浆期 玉米（早熟）：成熟期	<u>阿根廷</u> 大豆（二期）：灌浆期 大豆（一季）、玉米（晚熟）、棉花：成熟期 玉米（早熟）：收获期

数据来源：USDA、东方证券研究所（加粗标*为对温度和湿度较敏感时期）

养殖产能释放，国内进口需求高企

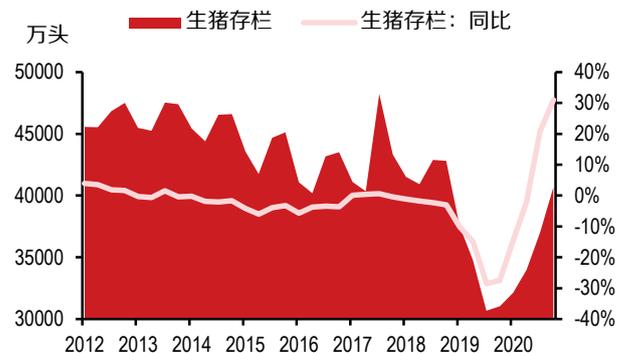
随着全国生猪复养的落实推进，生猪产能预计在 2021 年进入释放期。据涌益咨询样本检测，2020 年 12 月全国能繁母猪存栏量环比减少 1.68%，同比增加 17.90%；据国家统计局，2020 年末生猪存栏量 4.07 亿头，同比增加 30.96%。

图 13：2020 年 12 月全国能繁母猪存栏量环比减少 1.68%，同比增加 17.90%



数据来源：涌益咨询、东方证券研究所

图 14：2020 年末生猪存栏量 4.07 亿头，同比增加 30.96%



数据来源：国家统计局、东方证券研究所

白羽肉鸡产能仍位于高位，根据中国畜牧业协会，2020 年白羽肉鸡祖代存栏 163.26 万套，同比增加 17.16%，其中后备存栏同比增加 0.63%、在产存栏同比增加 29.11%；父母代存栏 6074.32 万

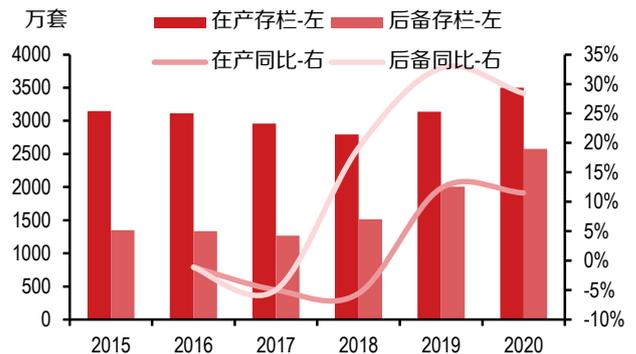
套，同比增加 18.09%，其中后备存栏同比增加 28.36%，在产存栏同比增加 11.52%，父母代存栏处于历史高位并将继续走高。

图 15：2020 年白羽肉鸡祖代存栏 163.26 万套，同比增加 17.16%



数据来源：中国畜牧业协会、东方证券研究所

图 16：2020 年白羽肉鸡父母代存栏 6074.32 万套，同比增加 18.09%



数据来源：中国畜牧业协会、东方证券研究所

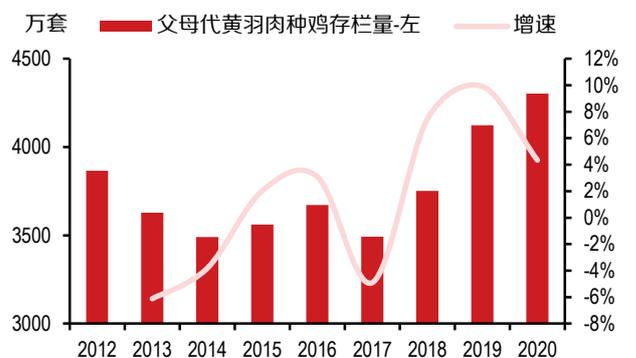
黄羽肉鸡产能水平达到历史最高，据中国畜牧业协会，2020 年全国在产祖代黄羽肉种鸡平均存栏量 153.43 万套，同比增 4.66%；父母代黄羽肉种鸡平均存栏量 4302.38 万套，同比增 4.35%，均达到历史最高水平。

图 17：2020 年在产祖代黄羽肉种鸡平均存栏量 153.43 万套，同比增 4.66%



数据来源：中国畜牧业协会、东方证券研究所

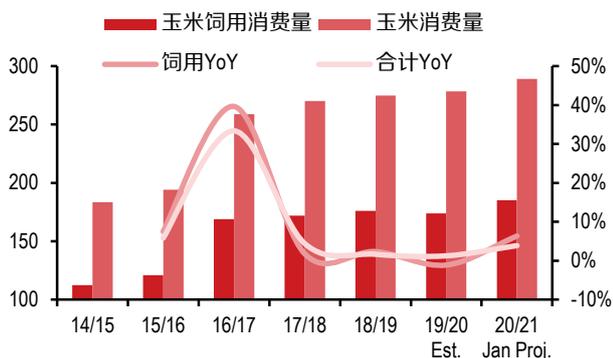
图 18：2020 年父母代黄羽肉种鸡平均存栏量 4302.38 万套，同比增 4.35%



数据来源：中国畜牧业协会、东方证券研究所

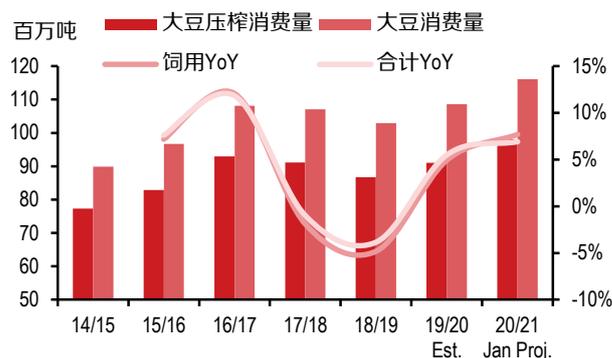
由于生猪生产恢复成效超出预期，畜禽养殖维持高位，饲料粮需求持续向好。农业部 1 月调增 20/21 年度玉米饲用消费调至 1.85 亿吨，比上月预测调增 200 万吨，比上年度增加 6.32%；蛋白粕需求增长下，大豆压榨消费调至 9800 万吨，比上月预测调增 300 万吨，比上年度增加 7.69%。

图 19：1 月预测 20/21 年度玉米饲用消费量 1.85 亿吨，同比增长 6.32%，合计消费量增长 3.90%



数据来源：农业部、东方证券研究所

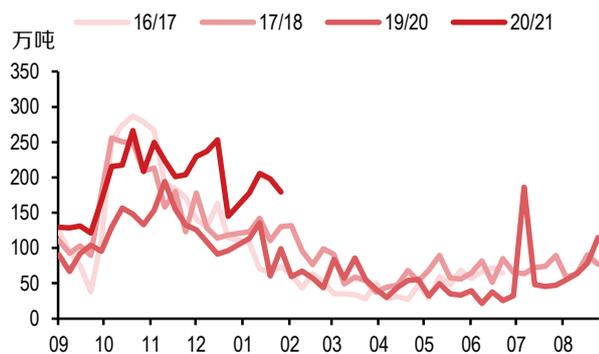
图 20：1 月预测 20/21 年度大豆压榨消费量 0.98 亿吨，同比增长 7.69%，合计消费量增长 6.92%



数据来源：农业部、东方证券研究所

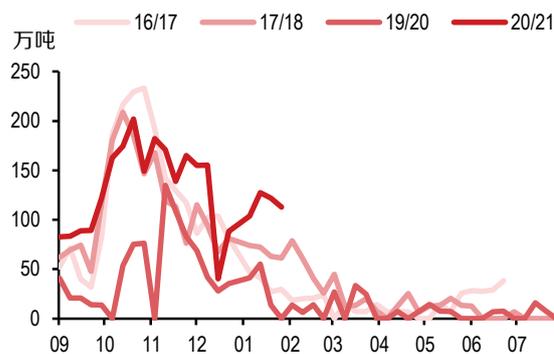
中国对全球需求强劲，根据 USDA，1 月（截止 2021.1.28）美国大豆出口检验量为 760.83 万吨，环比上月减少 12.0%，其中对中国的大豆出口量为 466.09 万吨，占比 61.26%；玉米出口检验量为 451.53 万吨，环比上月增加 33.7%，其中对中国的玉米出口量为 84.07 万吨，占比 18.62%。

图 21：美国大豆出口检验量处于历史高位



数据来源：USDA、东方证券研究所

图 22：美国大豆对中国装运量处于历史较高位



数据来源：USDA、东方证券研究所

图 23：2021 年 1 月美国对华累计装运 84.07 万吨玉米，占比约 18.62%



数据来源：东方证券研究所

投资建议

由于全球玉米、大豆供需情况偏紧，玉米、大豆价格高位具有基本面支撑。展望未来，供给方面受拉尼娜潜在风险影响叠加中国强劲需求，全球大宗农产品或维持高位震荡。

继续关注受益粮价回暖，种植链企业有望受益。上游种企亦受益于下游价格景气，关注种业龙头。同时，在饲用需求上行和原料成本涨价背景下，关注成本领先饲料企业的布局。

风险提示

拉尼娜事件发生程度不及预期：拉尼娜事件对农产品减产的影响与其持续时间长度与强度有关，当前天气模型对未来事件发生情况的预测仅具备统计学意义，实际发生情况可能不及预期；

农产品价格波动风险：农产品极易受到天气影响，若发生较大自然灾害，会影响销售情况、运输情况和价格走势；

政策风险：国内粮食市场价格受国内价格政策影响，若国家调控升级、力度加大，将影响粮食的供需情况和价格走势；全球大宗农产品市场受到贸易政策影响，若发生贸易摩擦、颁布进出口限制政策等，则将影响全球大宗农产品贸易流和价格走势。

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：

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

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn