

农林牧渔

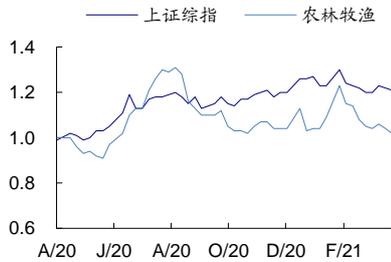
农产品研究跟踪系列报告 (9)

超配

(维持评级)

2021年04月18日

一年该行业与上证综指走势比较



行业周报

看好数字化领导者海大 生猪链推荐牧原与科前

● 核心观点

1、乡村振兴背景下，未来农业将经历工业化和数字化的供给侧革命，供给侧从分散到集中的过程极有可能诞生伟大的公司。行业内提前进行数字化的企业将充分受益，核心推荐自身管理层优秀、熵减进化持续突破增长的农业成长股海大集团。2、生猪板块看好 2021 年行情，核心关注两点：1) 2021 年疫情会更加奖励管理能力强的养殖群体，业绩分化可能更为极端；2) 猪价下行速度放缓，规模养殖市占率快速提升。核心推荐养殖成长股牧原股份。3、禽链的成长股机会不在于养殖，而在于消费。黄羽鸡行业的未来是冰鲜；白羽鸡行业盈利中心向深加工下沉，行业龙头有望迎来估值切换式修复。禽链核心推荐湘佳股份与圣农发展。4、动保方面，科前生物是顺牧原逻辑向上游寻找的最佳标的，看好逻辑如下：1) 随着头部猪企市占率提升，非强免市场苗需求同比例提升，行业扩容；2) 非瘟下大企业对接疫苗企业的研发和服务要求提升，科前凭借研发与综合服务优势将发展为平台类企业，充分受益行业变革，市占率将快速提升。5、种植链方面，看好种植链景气上行，给予重点推荐。此外，种业卡脖子技术被重视，期待转基因落地后带来的行业格局重塑；考虑到玉米等粮价景气上行，种业将迎来周期与成长共振，建议板块性配置。

整体投资观点：自下而上推荐成长股，核心推荐：海大集团、牧原股份、科前生物、湘佳股份、圣农发展、金龙鱼。自上而下看好顺周期的种植与动保。其中，种植链：1) 种业推荐：隆平高科、荃银高科、登海种业、大北农；2) 种植推荐：苏垦农发、中粮糖业。动保推荐：科前生物。

● 农产品价格跟踪

生猪：生猪价格自春节后开始持续下行，4月16日全国生猪均价暂缓下跌趋势，略微反弹至 23.78 元/千克，但较年初已累计下跌 11.63 元/千克。

家禽：4月16日白羽肉鸡价格较上周略微上升至 8.58 元/公斤，处于历史低位。黄羽鸡价格3月以来连续下跌，4月16日为 19.80 元/公斤。

大豆：国内大豆现货价格本周维持在高位，4月16日为 5076.84 元/吨。

玉米：国内玉米现货价本周反弹，4月16日为 2786.92 元/吨。

● 风险提示：

恶劣天气带来的不确定性风险；不可控的动物疫情引发的潜在风险。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2021E	2022E	2021E	2022E
002311	海大集团	买入	74.93	124475	1.58	1.98	47	38
002714	牧原股份	买入	101.02	379768	7.30	9.21	14	11
688526	科前生物	买入	39.20	18228	1.16	1.43	34	27
002982	湘佳股份	买入	48.35	4926	1.71	2.16	28	22
002299	圣农发展	未评级	25.55	31795	1.87	1.59	14	16
300999	金龙鱼	买入	72.20	391439	1.48	1.54	49	47
000998	隆平高科	买入	17.18	22626	0.03	0.31	573	55

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

相关研究报告：

《农产品研究跟踪系列报告 (8)：继续推荐海大、牧原与湘佳，看好动保领军者科前》——2021-04-11

《2021Q1 动保批签发数据跟踪：非瘟抬头影响批签发数据，规模养殖加速利好动保龙头》——2021-04-06

《农林牧渔 2021 年 4 月投资策略：大农业成长逻辑强化，把握核心优质标的》——2021-04-01

《农产品研究跟踪系列报告 (7)：维持成长股推荐，重点布局海大、牧原、科前与湘佳》——2021-03-28

《农产品研究跟踪系列报告 (6)：继续推荐海大、牧原与科前，看好冰鲜禽成长股湘佳》——2021-03-21

证券分析师：鲁家瑞

电话：021-61761016

E-MAIL: lujiarui@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号：S0980520110002

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，其结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

内容目录

1、本周观点	4
2、农产品价格跟踪.....	5
2.1 畜禽价格预判.....	5
2.2 农作物价格预判.....	8
3、市场行情	11
3.1 板块行情.....	11
3.2 个股表现.....	11
国信证券投资评级.....	13
分析师承诺	13
风险提示	13
证券投资咨询业务的说明.....	13

图表目录

图 1: 能繁母猪存栏明显恢复	5
图 2: 仔猪价格本周下滑, 但仍处高位	5
图 3: 生猪价格本周略有反弹	6
图 4: 仔猪料及母猪料销售情况向好	6
图 5: 本周白羽肉鸡价格略微回升	6
图 6: 黄羽肉鸡近期价格持续下跌	6
图 7: 白羽肉鸡祖代鸡存栏 (在产+后备)	7
图 8: 白羽肉鸡父母代鸡存栏 (在产+后备)	7
图 9: 白羽肉鸡父母代鸡苗价格与销售量	7
图 10: 白羽肉鸡商品代鸡苗销售价格与销售量下滑	7
图 11: 黄羽肉鸡祖代鸡存栏 (在产+后备)	7
图 12: 黄羽肉鸡父母代鸡存栏 (在产+后备)	7
图 13: 黄羽肉鸡父母代雏鸡销售价格持续下行	8
图 14: 黄羽肉鸡商品代雏鸡销售价格与销售量情况	8
图 15: 国内大豆现货价维持上涨态势 (元/吨)	8
图 16: 大豆国际期货收盘价逐步上升 (美分/蒲式耳)	8
图 17: 国内玉米收购均价本周上涨 (元/吨)	10
图 18: 玉米国际期货收盘价维持在高位 (美分/蒲式耳)	10
图 19: 本周三级板块涨跌幅 (%) (4.12-4.16)	11
表 1: 全球大豆供需平衡表	9
表 2: 全球大豆供需平衡表 (分国家)	9
表 3: 中国玉米供需平衡表	10
表 4: 农林牧渔板块本周个股涨跌幅排行榜 (4.12-4.16)	11

1、本周观点

乡村振兴的大背景下，农业供给侧改革的窗口来临，利好大农业核心成长股海大集团。乡村振兴是中国崛起发展的必然，未来农业将经历工业化和数字化的供给侧革命，供给侧从分散到集中的过程极有可能诞生伟大的公司。由此，我们认为行业内提前进行数字化的企业将充分受益，核心推荐自身管理层优秀、熵减进化持续突破增长的农业成长股海大集团。

生猪价格本周略微反弹，我们看好 2021 行情，核心推荐成长股牧原股份。 核心关注两点：1) 2021 年非洲猪瘟疫情会更加奖励管理能力强的养殖群体，业绩分化可能更为极端；2) 猪价下行速度放缓，规模养殖市占率快速提升。核心推荐养殖成长股牧原股份，建议布局不能证伪的养殖领先者。牧原凭借自繁自养养殖模式，防控疫情优势明显，市占率有望快速提升；另外，考虑到牧原成本低&出栏速度快，是行业优质成长股，业绩有望维持稳健增长。

禽链盈利中心在消费，推荐具备消费属性的湘佳股份与圣农发展。 禽链的成长股机会不在于养殖，而在于消费。黄羽鸡行业的未来是冰鲜，“大行业+渗透率低+龙头市占率低”是该行业的特点，未来是有可能诞生优秀的食品品牌企业的。白羽鸡行业相对成熟，从我们调研来看，产业链整体正在向食品深加工下沉，行业龙头有望迎来估值切换式修复。禽链核心推荐：湘佳股份与圣农发展。

对于动保板块，我们认为非瘟抬头利好规模养殖，动保龙头科前生物或充分受益。 科前生物是顺牧原逻辑向上游寻找的最佳标的，看好逻辑如下：1) 随着头部猪企市占率提升，非强免市场苗需求同比例提升，行业扩容；2) 非瘟下大企业对疫苗企业的研发和服务要求提升，科前凭借研发与综合服务优势将发展为平台类企业，充分受益行业变革，市占率将快速提升。

最后，种业仍有跟踪价值，静待转基因带来板块共振。 受益畜禽存栏回升带来的需求提升以及玉米库存周期反转，玉米和大豆等饲料粮的现货与期货价格本周仍处于历史高位水平，后续走势保持乐观。同时，美国农业部 4 月供需报告发布，全球大豆及玉米供需偏紧的局势依然存在。因此看好种植链景气上行，给予重点推荐。此外，种业卡脖子技术得到重视，我们期待转基因落地后对行业带来的格局重塑；考虑到玉米等粮价景气上行，种业将迎来周期与成长共振，建议板块性配置。

投资观点方面，自下而上推荐成长股，核心推荐：海大集团（大农业领域核心成长股）、牧原股份（非洲猪瘟加快行业市占率提升的最佳受益者）、科前生物（顺牧原逻辑向上游寻找的最佳标的）、湘佳股份、圣农发展、金龙鱼。自上而下看好顺周期的种植与动保。其中，种植链：1) 种业推荐：隆平高科、荃银高科、登海种业、大北农；2) 种植推荐：苏垦农发、中粮糖业。动保推荐：科前生物。

2、农产品价格跟踪

2.1 畜禽价格预判

猪价：生猪产能明显提升，价格步入下行周期

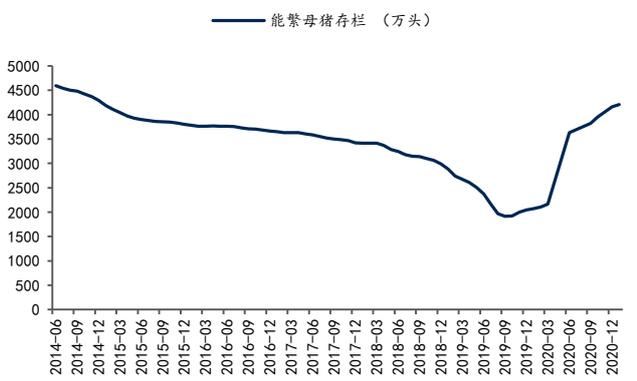
【能繁母猪存栏】根据农业部的数据，官方能繁母猪存栏从2019年10月份开始环比回升，2020年6月开始月同比转正，增速为1.2%，2020年9月同比增长40%，2020年11月同比增长31.2%，2020年末能繁母猪和生猪存栏恢复到2017年的91%。根据国家统计局最新数据，2021年一季度末生猪存栏41595万头，同比增长29.5%，其中，能繁母猪存栏4318万头，同比增长27.7%。

【仔猪与生猪价格】仔猪价格延续下跌趋势，4月16日22个省市的仔猪平均价为93.15元/千克，较上周下滑2.13%，与2021年初价格接近持平。生猪价格自春节后表现疲软，本周生猪均价暂缓下跌趋势，4月16日生猪均价相较上周同期略微反弹1.78元/千克至23.78元/千克，但较年初已累计下跌11.63元/千克。

【猪饲料】从官方猪饲料的产量数据来看，母猪料产量在2019年9月开始大幅提升，2020年2月开始同比转正，增速达41%，一直到2020年10月都保持较高的同比正增速。仔猪料产量2020年6月开始同比转正，2020年10月同比增速达59%。今年随着生猪产能逐渐恢复，生猪存栏量上涨，猪料产量同比大幅增长，2021年1-2月全国猪饲料产量2032万吨，同比增长79.9%。饲料数据虽受多因素影响，数据可能有所放大，但生猪产能在快速恢复却是确定的。

虽然当前生猪价格周期下行，但考虑到非洲猪瘟仍有复发可能，我们认为非洲猪瘟会延缓猪价下行趋势，此外，2021年是猪周期系下行第一年，养殖仍处于较好盈利阶段，预计2021年猪价仍能保持在较高水平，预判2021年全年猪价均价为22-25元/公斤。此外，考虑到规模企业防控非瘟的竞争优势明显，非瘟将加快养殖规模化进程，规模化企业市占率也将加速提升。

图 1：能繁母猪存栏明显恢复



资料来源：农业部，国信证券经济研究所整理

图 2：仔猪价格本周下滑，但仍处高位



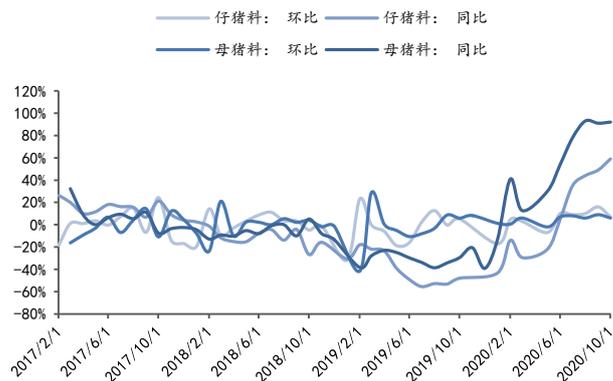
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 3：生猪价格本周略有反弹



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 4：仔猪料及母猪料销售情况向好



资料来源：饲料协会，国信证券经济研究所整理

禽价：整体周期下行，2021-2022 年有望企稳

【白羽肉鸡】4 月 16 日白羽肉鸡价格较上周略微上升至 8.58 元/公斤，与年初价格基本持平，处于历史低位。

【黄羽肉鸡】活鸡价格自 2020 年 12 月起开始回升，但 3 月以来连续下跌，4 月 16 日为 19.80 元/公斤，已累计下跌 1.10 元/公斤。

从禽业分会监测数据来看，行业自 2019 年以来，产能快速恢复。白羽肉鸡方面，截止 2021 年 3 月 14 日，祖代鸡存栏（在产+后备）165 万套，父母代存栏（在产+后备）2584 万套，祖代与父母代种鸡存栏均处于历史高位，预计短期内高存栏的趋势将继续保持。黄羽肉鸡方面，截止 2021 年 3 月 14 日，国内祖代鸡存栏（在产+后备）259 万套，父母代存栏（在产+后备）2422 万套，数据均处于历史较高水平。

据中国饲料工业协会统计数据显示，全国 2021 年 1-2 月，蛋禽饲料产量 526 万吨，同比下降 7.8%；肉禽饲料产量 1197 万吨，同比下降 15.2%。

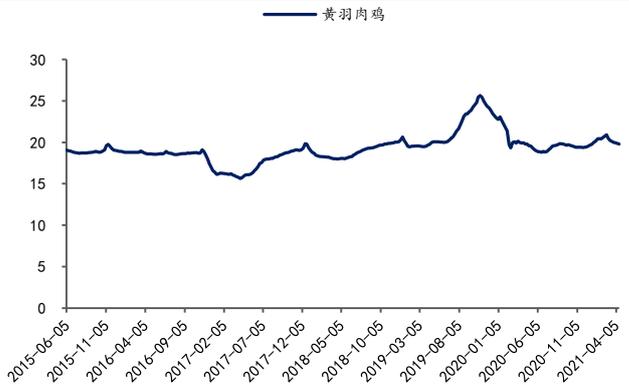
我们判断，白羽鸡与黄羽鸡供给能力充足，面临产能过剩的风险，未来整体禽业周期下行，2021-2022 年有望企稳。

图 5：本周白羽肉鸡价格略微回升



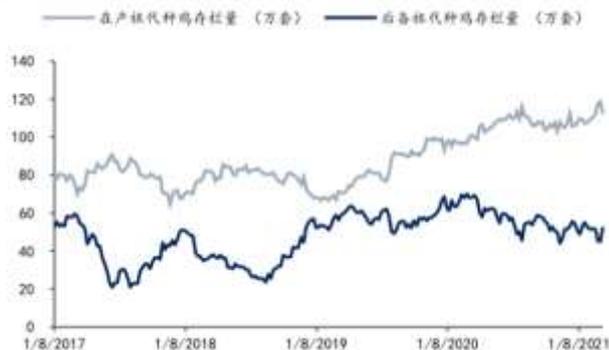
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 6：黄羽肉鸡近期价格持续下跌



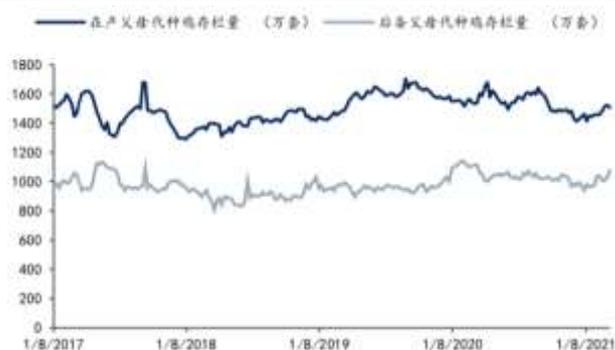
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 7：白羽肉鸡祖代鸡存栏（在产+后备）



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，国信证券经济研究所整理

图 8：白羽肉鸡父母代鸡存栏（在产+后备）



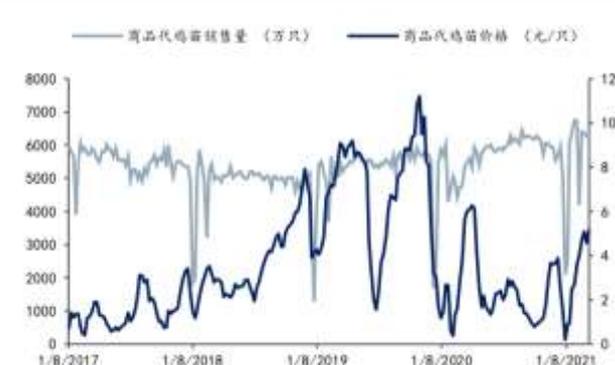
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，国信证券经济研究所整理

图 9：白羽肉鸡父母代鸡苗价格与销售



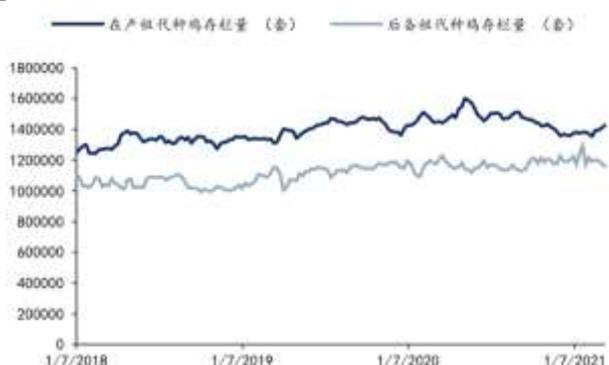
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，国信证券经济研究所整理

图 10：白羽肉鸡商品代鸡苗销售价格与销售量下滑



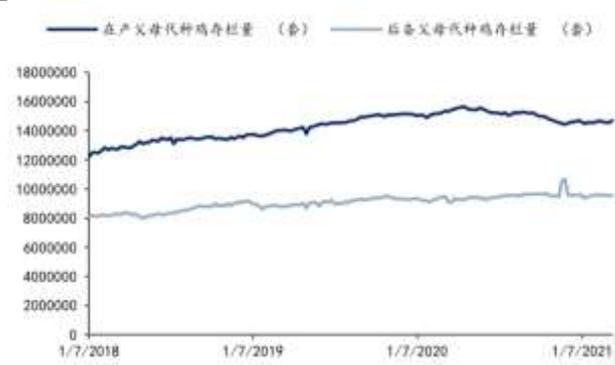
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，国信证券经济研究所整理

图 11：黄羽肉鸡祖代鸡存栏（在产+后备）



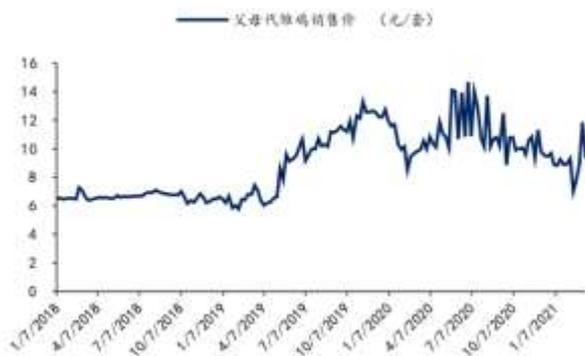
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，国信证券经济研究所整理

图 12：黄羽肉鸡父母代鸡存栏（在产+后备）



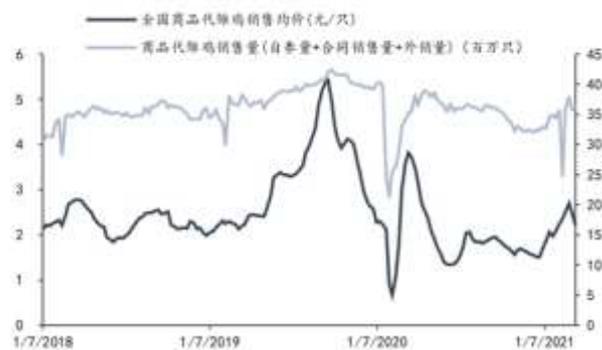
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，国信证券经济研究所整理

图 13: 黄羽肉鸡父母代雏鸡销售价格持续下行



资料来源: 中国畜牧业协会禽业分会, 国信证券经济研究所整理

图 14: 黄羽肉鸡商品代雏鸡销售价格与销售量情况



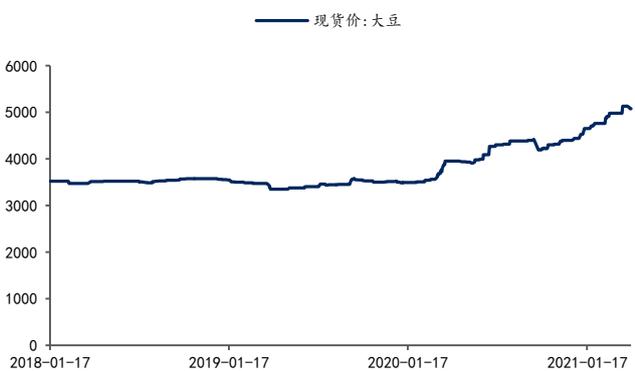
资料来源: 中国畜牧业协会禽业分会, 国信证券经济研究所整理

2.2 农作物价格预判

【大豆】国内大豆现货价格本周维持在高位，2021 年 4 月 16 日为 5076.84 元/吨，较 2021 年初上涨 12.15%。我国大豆对外依存度较高，国际大豆价格波动对我国影响较大。目前来看，我国大豆进口主要来自巴西、美国和阿根廷，2019 年占比分别为 65%、19%和 10%，这些国家大豆产量变化引起的价格上涨将会提高我国大豆进口成本，增加不确定性。

2020 年 5 月以来，全球大豆供需偏紧带动美国大豆期货价持续快速上涨，从 842 美分/蒲式耳左右连续上涨至 2021 年 4 月 15 日的 1417.25 美分/蒲式耳。根据 USDA 4 月供需报告，2020/21 年度全球大豆期末库存 4 月预估相比 3 月预估增加 313 万吨，至 8687 万吨。库存消费比和 3 月预估相比上升 1%，相比 2018/19 年度则下降 9%。国内大豆现货价也与国际保持联动，2020 年 5 月以来从 3928 元/吨左右上涨至 5076.84 元/吨。大豆价格强劲上涨反映了大豆供需的紧张局面，同时南美阿根廷大豆主产区受拉尼娜天气影响高温干燥天气持续，不利于大豆生长，大豆价格上涨的动力将会更加充足。

图 15: 国内大豆现货价维持上涨态势 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 16: 大豆国际期货收盘价逐步上升 (美分/蒲式耳)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表 1：全球大豆供需平衡表

百万吨	2018/19	2019/20	2020/21 (3月预估)	2020/21 (4月预估)
期初库存	100.66	114.48	96.04	96.38
产量	361.04	339	361.82	363.19
进口	145.88	164.97	166.9	167.76
国内压榨量	298.53	311.45	323.58	322.47
国内总使用量	344.28	357.01	371.31	369.55
出口量	148.83	165.05	169.72	170.91
期末库存	114.48	96.38	83.74	86.87
库销比	33%	27%	23%	24%

资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

表 2：全球大豆供需平衡表（分国家）

2020/21 百万吨		期初库存	产量	进口	国内压榨量	国内总使用量	出口量	期末库存
全球	3月预测	96.04	361.82	166.9	323.58	371.31	169.72	83.74
	4月预测	96.38	363.19	167.76	322.47	369.55	170.91	86.87
美国	3月预测	14.28	112.55	0.95	59.87	63.29	61.24	3.25
	4月预测	14.28	112.55	0.95	59.6	62.47	62.05	3.25
阿根廷	3月预测	26.7	47.5	4.7	40.2	47.4	7	24.5
	4月预测	26.7	47.5	4.7	40.5	47.7	6.85	24.35
巴西	3月预测	20.75	134	0.4	46.5	49.15	85	21
	4月预测	20.74	136	0.55	46.75	49.4	86	21.89
巴拉圭	3月预测	0.65	10.2	0.01	3.7	3.9	6.5	0.46
	4月预测	0.65	9.7	0.01	3.7	3.9	6	0.46
中国	3月预测	26.8	19.6	100	98	116.7	0.1	29.6
	4月预测	26.8	19.6	100	96	114.7	0.1	31.6
欧盟 27 国+ 英国	3月预测	1.69	2.7	15.15	16.85	18.51	0.2	0.83
	4月预测	1.7	2.58	15.35	17	18.66	0.2	0.76
东南亚	3月预测	0.79	0.6	9.63	4.72	10.12	0.03	0.87
	4月预测	0.84	0.6	9.67	4.81	10.19	0.02	0.9

资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

【玉米】本周玉米现货价呈现反弹趋势，2021年4月16日全国玉米粮库收购均价相比4月9日上涨22.11元/吨至2786.92元/吨，处于历史高位。2020年7月以来，受到国际市场玉米供给缩减的预期影响，美国玉米期货价快速上升，2021年4月15日为590.25美分/蒲式耳，较2021年年初增长21.76%。由于拉尼娜天气叠加新冠疫情的持续影响，预计玉米价格上涨仍有一定空间。从中国国内来看，国内玉米需求量的增势强劲，供需缺口持续存在，因此我们预计玉米库存消费比将保持下行趋势。4月预估2020/21年度中国玉米库存消费比相比3月预估保持不变，但相比2018/19年度则下降8.82%。国内玉米的供需偏紧格局有望带动玉米价格继续震荡上行。

图 17: 国内玉米收购均价本周上涨 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 18: 玉米国际期货收盘价维持在高位 (美分/蒲式耳)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表 3: 中国玉米供需平衡表

百万吨	2018/19	2019/20	2020/21 (3月预估)	2020/21 (4月预估)
期初库存	222.53	210.16	200.53	200.53
产量	257.17	260.78	260.67	260.67
进口	4.48	7.6	24	24
国内饲用量	191	193	206	206
国内总使用量	274	278	289	289
出口量	0.02	0.01	0.02	0.02
期末库存	210.16	200.53	196.18	196.18
库销比	76.70%	72.10%	67.90%	67.90%

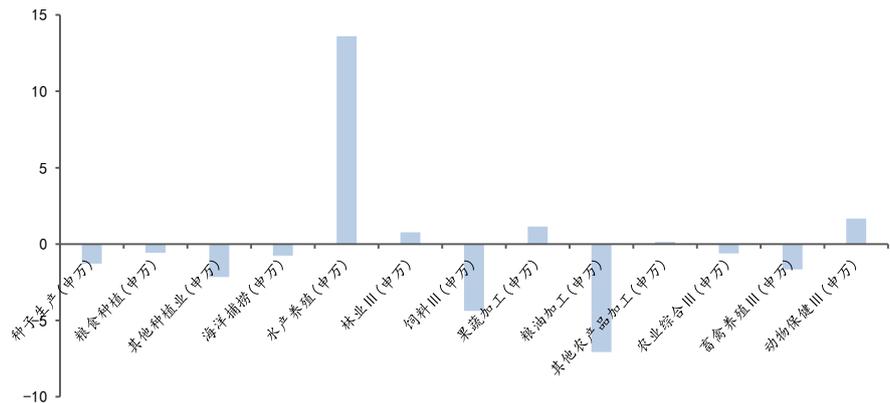
资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

3、市场行情

3.1 板块行情

本周 SW 农林牧渔指数下跌 1.90%，沪深 300 指数下跌 1.37%，板块跑赢大盘 0.53pct。从三级子板块来看，水产养殖、动物保健和果蔬加工板块涨幅领先，本周分别上涨 13.61%、1.68%、1.14%。

图 19：本周三级板块涨跌幅（%）（4.12-4.16）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

3.2 个股表现

本周 SW 农林牧渔板块中，涨幅排名前五的个股依次为大湖股份、道道全、华英农业、绿康生化、开创国际，涨幅分别为 61.32%/9.35%/8.08%/7.79%及 7.11%；跌幅排名前五的个股依次为 C 晓鸣、华绿生物、香梨股份、正邦科技、华资实业，跌幅分别为 -27.75%/-21.44%/-12.50%/-10.03%及 -9.39%。

表 4：农林牧渔板块本周个股涨跌幅排行榜（4.12-4.16）

涨幅前五 证券代码	证券简称	周涨跌幅%	跌幅前五 证券代码	证券简称	周涨跌幅%
600257.SH	大湖股份	61.32	300967.SZ	C 晓鸣	-27.75
002852.SZ	道道全	9.35	300970.SZ	华绿生物	-21.44
002321.SZ	华英农业	8.08	600506.SH	香梨股份	-12.50
002868.SZ	绿康生化	7.79	002157.SZ	正邦科技	-10.03
600097.SH	开创国际	7.11	600191.SH	华资实业	-9.39

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

附表：重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	2021年4月 16日 收盘价	EPS			PE		
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
002311.SZ	海大集团	买入	74.93	1.04	1.58	1.98	72	47	38
002714.SZ	牧原股份	买入	101.02	2.82	7.30	9.21	36	14	11
300999.SZ	金龙鱼	买入	72.20	1.11	1.48	1.54	65	49	47
002982.SZ	湘佳股份	买入	48.35	2.98	1.71	2.16	16	28	22
002299.SZ	圣农发展	未评级	25.55	3.30	1.87	1.59	8	14	16
000998.SZ	隆平高科	买入	17.18	-0.23	0.03	0.31	-75	573	55
300087.SZ	荃银高科	买入	21.33	0.22	0.31	0.48	97	69	44
002041.SZ	登海种业	买入	15.58	0.05	0.13	0.15	312	120	104
002385.SZ	大北农	未评级	8.07	0.12	0.50	0.57	67	16	14
601952.SH	苏垦农发	买入	10.26	0.43	0.49	0.68	24	21	15
600737.SH	中粮糖业	买入	9.53	0.27	0.43	0.58	35	22	16
688526.SH	科前生物	买入	39.20	0.67	1.16	1.43	59	34	27
600201.SH	生物股份	买入	20.26	0.20	0.38	0.57	101	53	36
603566.SH	普莱柯	买入	20.59	0.34	0.63	0.84	61	33	25

数据来源：Wind、国信证券经济研究所整理预测（未评级公司盈利预测采用万德一致预期）

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032