

2022 年 07 月 30 日

证券研究报告|行业研究|行业点评

农林牧渔

行业周观点：粮油加工有望边际改善

报告摘要

◆ 本周行情

申万农林牧渔行业（1.39%），申万行业排名（6/28）；

上证指数（-0.51%），沪深 300（-1.61%），中小 100（-0.59%）；

涨幅前五	*ST 华资	ST 景谷	正虹科技	圣农发展	国投中鲁
	11.9%	10.0%	9.6%	9.0%	8.5%
跌幅前五	益客食品	金龙鱼	生物股份	佳沃食品	绿康生化
	-4.1%	-4.2%	-4.7%	-6.3%	-7.1%

◆ 简要回顾观点

6 月周报《珍惜生猪周期磨底区间，建议积极布局》、《产能去化不是一蹴而就，生猪板块望趋势向上》。

6 月 26 日发布行业报告《拥抱周期蓄势起，大猪小猪落玉盘》。

7 月周报《猪价强势，禽将共舞》、《生猪 6 月出栏量缩价涨，强势望延续》、《Q2 养殖盈利明显改善，望延续向好》、《生猪板块尚有空间》。

◆ 本周核心观点

压榨利润有望边际改善，下游消费回暖、小包装油价格稳定，粮油加工行业经营向好。

中小企业加速出清，周期最差或过去。原料成本高企，叠加下游消费较弱，粮油企业压榨利润承压。截至 7 月 22 日，大连国内和进口大豆压榨利润分别为-1213 元/吨、-735 元/吨，压榨利润持续低位。中小企业和加工作坊经营困难退出市场，产业加速出清。据欧睿国际，2021 年我国食用油 CR5 为 60.3%，同比提升 4.6pcts。细分来看，近三年菜籽油企业注销 536 家（自 2019 年成立），且 2021 年菜籽油企业新注册数量大幅下降，较 2020 年减少 1365 家，市场竞争格局优化。

粮油压榨利润有望边际改善。周期压力或将缓和：1) 上游看，上半年南美干旱、俄乌冲突等因素推动上游大豆等油料行情。下半年核心驱动

投资评级

增持

维持评级

行业走势图



作者

彭海兰 分析师

SAC 执业证书: S0640517080001

联系电话: 010-59562522

邮箱: penghl@avicsec.com

陈翼 研究助理

SAC 执业证书: S0640121080014

联系电话: 010-59562522

邮箱: chenyyjs@avicsec.com

相关研究报告

行业周观点：生猪板块尚有空间 —2022-07-24

行业周观点：Q2 养殖盈利明显改善，望延续向好 —2022-07-17

行业周观点：生猪 6 月出栏量缩价涨，强势望延续 —2022-07-10

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦

中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

走弱，上游油料价格压力有望缓和，压榨成本端改善。2) 下游看，养殖周期景气带动豆粕等饲料原料需求，压榨持续亏损下，产能出清和低开机率带来供给收缩，也有望支撑豆粕行情。油脂方面，虽然俄乌事件和印尼高库存给油脂行情带来一定压力，但全球油脂整体库存不高，国内消费需求向好，油脂行情持续走弱可能性不大。

油脂精炼环节利润明显提升。上游油脂大宗价格下行，截至7月底，国内油脂价格指数较6月高点下降了19%，以精炼为主的小包装粮油加工企业成本端压力有所减轻；下游疫情缓和带动消费复苏，食用油需求回暖。二季度油脂和食用油价差明显修复。细分看菜籽油加工行业，四级菜籽油和食用菜籽油零售价差超6元/升，较前低增100%。

交易上，建议把握粮油加工板块受益周期改善、消费向好、行业集中的机会。关注板块精炼环节业务聚焦、产能释放的**道道全**等。

【养殖产业】

未来猪价仍有望保持强势。下半年是前期母猪产能去化的兑现期，生猪供应或延续收紧，叠加下半年猪肉消费复苏、旺季临近，猪价在基本面支撑下仍有望保持强势。

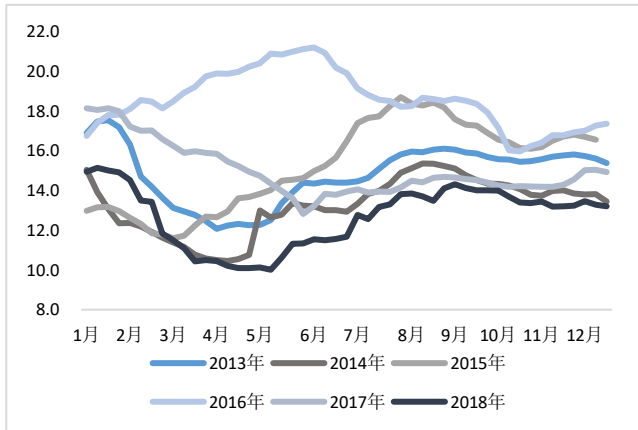
从经营数据看，去年生猪产能去化兑现、冬季仔猪存活率降低供给收缩驱动猪价上涨，**猪企盈利改善**。量上，养殖周期推算近月整体出栏收缩，叠加去年冬季仔猪存活率下行给短期供给造成较大压力。五大上市猪企6月合计出栏855万头，环比减少8.7%。同时行业存在一定出栏节奏调整。据涌益咨询，15个主要养猪省份6月平均出栏完成率为96%，部分养殖户存压栏现象。出栏均重上，压栏情绪有所抬升，出栏均重环比上行。涌益数据显示6月商品猪出栏均重124.22公斤，环比增加5.18%。价上，受益于短期供给收缩和消费向好，6月猪价上涨强势。据中国养猪网，全国生猪外三元价格6月涨幅达27%，养殖逐渐进入盈利区间。

生猪短期博弈延后放量或填补缺口，但总体影响有限，行情有望延续强势。近期猪价快速上涨，养殖户看涨情绪提振，行业内压栏和二次育肥行为增加，其中北方缺猪省市表现或更为积极。短期博弈延后放量将部分填补缺口，但我们认为总体影响有限。一是从前期母猪产能去化节奏看，未来整体理论出栏仍是收缩态势。二是疫情缓和消费向好，猪价仍具有较强支撑。三是海外通胀影响进口猪肉性价比，整体进口量不高。据海关总署，1-5月我国进口猪肉68万吨，同比-65.3%。四是根据国家生猪价格预警机制，在猪粮比触发预期机制后国家会启动储备调控市场，启动或者投放储备更多是生猪周期的引导，对市场供需影响有限。

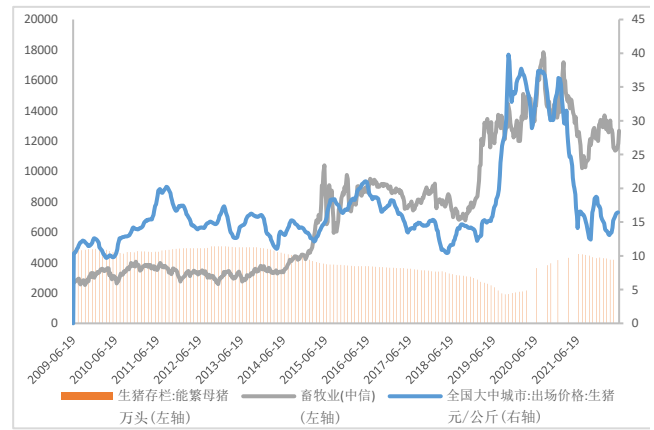
我们认为，生猪周期启动，或有波折，趋势向上。建议珍惜周期向上区间，积极布局生猪养殖链相关板块。

图1 猪价季节波动（单位：元/公斤）

图2 历史生猪周期和板块股价



资料来源：Wind，中航证券研究所



资料来源：Wind，中航证券研究所

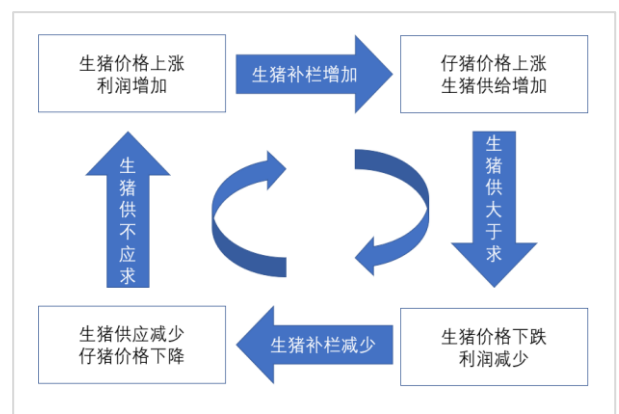
此外，建议持续关注养殖周期向上给动保板块带来的投资机会。理由如下：1) 生猪周期反转带动养殖利润改善，动保需求提升，动保行业亦将反转。从板块历史走势看，生猪和动保板块行情有高度的一致性（见左下图），动保板块启动略有滞后，这也符合产业利润传导的逻辑。2) 纵向看，动保行业整体估值已处于历史低位，性价比高。万得动物保健概念指数 PE-TTM 已经掉至 10 年最低位。3) 横向看，与海外动保企业估值比也存在性价比。全球动保巨头硕腾（Zoetis）5 年的 PE 均值约 42 倍。虽然国内动保企业核心研发、服务等能力尚有差距，但国内企业在动保细分国产替代和海外业务扩展上也具备爆发潜力，估值性价比凸显。关注动保板块相关标的普莱柯等。

图3 历史生猪和动保板块走势

图4 生猪周期逻辑



资料来源：Wind，中航证券研究所



资料来源：中航证券研究所

肉鸡方面：我们认为，肉鸡供需基本面改善，叠加国外禽流感催化行情，行业有望回暖。1) 供给端，黄羽肉鸡产能去化趋势明显。父母代种鸡存栏已降至近 3 年最低水平，2020 年祖代和父母代存栏量达峰值，分别为 153.46 万套和 4302.20 万套，按养殖周期推算，其对应商品代出栏高峰将逐渐过去，黄羽肉鸡供给压力有望减轻。2) 需求端，肉鸡消费改善或持续利好行业。一是疫情好转、消费向暖有望提振肉鸡需求，二是活禽禁售政策有所消化，冰鲜消费趋势提升，未来肉鸡行情或有较强的消费支撑。此外，猪肉价格走强也将抬升禽肉消费性价比，消费替代亦或提升肉鸡行业景气度。

关注立华股份、圣农发展等相关标的。

养殖板块重点推荐：降本提质资金压力较好的【温氏股份】、国内具有明显成本优势的规模养殖龙头【牧原股份】，具有产能优势和扩张潜力的规模养殖新势力【傲农生物】等。

【种植产业】

全球谷物供需或仍将维持紧平衡状态，但较 6 月预测有所缓解。根据 USDA 报告对 22/23 年度全球粮食供需的最新预测，预计全球谷物 22/23 年度库销比为 28.35%，较 6 月预估值增加 0.13pcts，但仍处于近年低位，供需紧张局面或将延续。

【小麦】 预计 2022/23 年全球小麦供应量和消费量减少，出口和期末库存增加。产量调减至 7.716 亿吨，乌克兰、欧盟和阿根廷产量下降。消费量较上年减少 0.8% 至 7.84 亿吨。全球小麦期末库存上调 70 万吨至 2.68 亿吨，但仍为 2016/17 年以来的最低水平，22/23 年度库销比为 34.11%，较上年下降 1.32pcts。

【水稻】 2022/23 年度全球大米供应量、消费量和库存量减少，贸易量增加。欧盟两大稻米生产国意大利和西班牙遭遇严重干旱，产量将降至 1995/96 年度以来的最低水平，全球供应量调减 130 万吨至 7.014 亿吨，印度和巴基斯坦期末库存预计减少。预计 2022/23 年度全球大米消费量创历史新高，库销比 35.24%，较上年减少 1.01pcts。

【玉米】 2022/23 年度全球玉米产量略微上调，消费量减少，期末库存增加。2022/23 年全球玉米消费减至 11.9 亿吨，较上年下降 1.14%。2022/23 年全球玉米期末库存预计增加为 3.13 亿吨，较上月预测增加 250 万吨，库销比为 26.4%，较上年增加 0.36pcts。

【大豆】 2022/23 年度全球油籽产量、期末库存、出口下降。全球油籽产量减少 370 万吨至 6.431 亿吨，大豆、油菜籽、棉籽和花生产量下降，向日葵籽产量增加。2022/23 年度大豆产量和期末库存分别为 3.914 亿吨和 9961 万吨，较 6 月预测分别略减 1% 和 0.8%。预计 2022/23 年度全球大豆库销比 26.4%，较上年增加 1.93pcts，供需格局有所改善。

我们认为，俄乌局势和气候异常仍有可能持续影响全球粮食总体产量，此外考虑俄乌局势尚未明朗、全球疫情下供应链仍有待修复，仍存化肥、农药等农资成本持续高位、粮食贸易供应扰动的风险。交易上，建议关注种植、种业、农资流通板块的投资机会。

种业迎来“三期叠加”的历史性机遇。政策期，6 月 8 日，农业农村部印发《国家级转基因大豆品种审定标准（试行）》、《国家级转基因玉米品种审定标准（试行）》，转基因审定标准正式落地试行。行业期，粮食大宗价格持续高位，农民种粮意愿上升，玉米、水稻种子库存和供需有所优化，推动种业景气。技术期，22 年生物育种有望落

地推广。预计生物育种推广方案有望明确：1) 方案低版本只涉及内蒙云南地区推广；2) 中版本在低版本基础上还推广东北玉米主产区；3) 高版本将全面放开。我们认为，考虑国家推动种业振兴决心和当前种植实际情况，中版本最终落地有较大概率。

中长期看，我们坚定看好民族种业前景、看好相关种业企业基本面提升。种业振兴大旗下，行业的迭代和重塑是自上而下不断落地的，是确定性很高的。“迭代”就是生物育种技术的迭代，转基因及基因编辑相关政策持续落地，显示政策决心和力度。

“重塑”就是行业格局的重塑，全国种业企业扶优工作推进会中再次强调“做优做强一批具备集成创新能力、适应市场需求的种业龙头企业，打造种业振兴的骨干力量”，科研优势龙头种企会越来越突出。“自上而下”就是种业振兴大旗下从政策、制度到监管执法的落地兑现，整体行业基本面会越来越好。

交易上，我们认为虽然行业兑现存在时间周期，但种业振兴是持续且确定的。兑现周期必然会带来“浮躁”资金了结，引起波动，但同时也给“长期”资金带来了逢低配置的机会。

重点推荐：关注生物育种优势性状企业【大北农】、【隆平高科】，以及优势品种企业【登海种业】。

【宠物产业】

宠物产业是迎合社会发展和消费趋势的优质赛道。据《中国宠物行业白皮书》，国内宠物行业千亿市场规模，年复合增长速度近 20%。当前海外巨头占有国内宠物食品和医疗等细分市场较高份额。我们认为，国产代工企业品牌化将不断加速，对国内传统、现代渠道的理解和深入具有比较优势，宠物产业将迎来国产替代机遇，我们将持续跟踪关注。

重点推荐：国内宠物食品行业领跑者【中宠股份】、【佩蒂股份】。

【粮油产业】

受农产品周期、疫情下全球供应链扰动等因素影响，大豆等油籽价格走高，粮油企业成本端压力突显，经营利润下滑明显。我们认为，随着成本端-未来农产品周期压力边际改善，需求端-迎来疫情缓和后的消费复苏，粮油企业业绩有望提振。

重点推荐：关注食用油板块优质标的【道道全】、【金龙鱼】等。

风险提示：经济复苏不及预期，疫情，政策等。

一、市场行情回顾（2022.07.23-2022.07.29）

(一) 农林牧渔本期表现

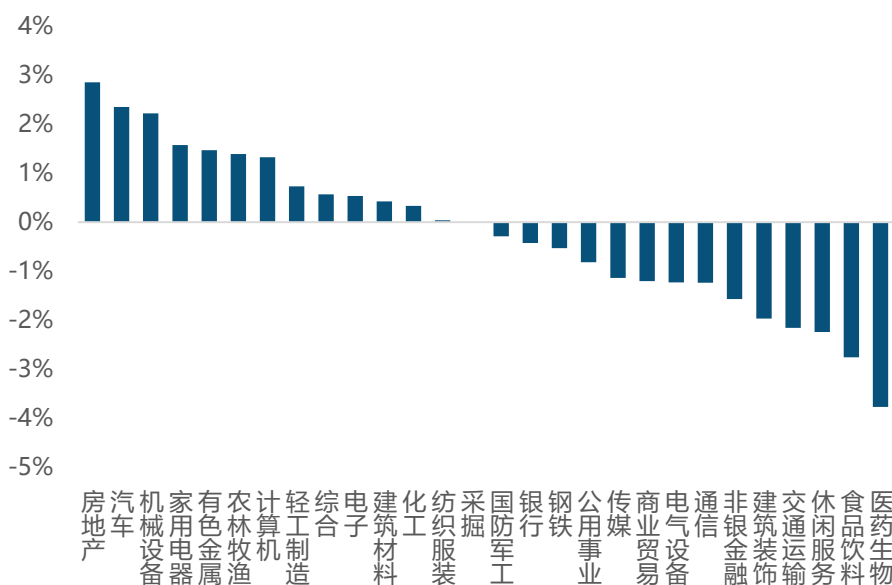
本期（2022.07.23-2022.07.29）上证综指收于 3253.24，本周下跌 0.51%；沪深 300 指数收于 4170.10，本周下跌 1.61%；本期申万农林牧渔行业指数收于 3651.63，本周上涨 1.39%，在申万 28 个一级行业板块中涨跌幅排名居第 6 位，二级板块动物保健、畜禽养殖、种植业、饲料、农业综合、林业跑赢沪深 300。其中，动物保健、畜禽养殖、种植业、渔业、饲料、农业综合、农产品加工、林业的周涨跌幅分别为-0.59%、1.76%、1.18%、-2.67%、3.21%、0.00%、-0.96%、0.00%。

图5 本期 SW 农林牧渔板块表现（单位：%）

	动物保健	畜禽养殖	种植业	渔业	饲料	农业综合	农产品加工	林业	农林牧渔. 申万	中小 100	沪深 300
近一周涨跌	-0.59	1.76	1.18	-2.67	3.21	0.00	-0.96	0.00	1.39	-0.59	-1.61
月初至今涨跌	-0.63	19.50	-16.34	-0.38	11.95	0.00	-5.90	0.00	7.80	5.11	1.92
年初至今涨跌	-27.90	9.91	-12.87	-5.70	-5.31	0.00	-13.48	0.00	-1.84	-16.23	-15.59
收盘价	4606.71	4365.90	2919.44	888.87	6194.51	1968.06	2605.47	1126.44	3651.63	8365.38	4170.10

资料来源：Wind，中航证券研究所

图6 本期申万一级行业板块涨跌幅排行（单位：%）



资料来源：Wind，中航证券研究所

二、重要资讯

(一) 行业资讯

1、农业农村部：加快推进种业科技自立自强、种源自主可控

7月26日，农业农村部表示，下一步，将会同有关部门深入实施种业振兴行动，扎实推动种质资源保护与利用、种业创新攻关、种业基地提升、种业企业扶优、种业市场净化行动，加快推进种业科技自立自强、种源自主可控。同时，将会同有关部门加大工作力度、创新政策措施，加快构建种粮农民收益保障机制；会同有关部门持续加强指导、加大投入，强化对农业产业化重点龙头企业扶持。（农业农村部）

2、农业农村部：完善生猪养殖市场保护机制

7月27日，农业农村部关于做大做强生猪养殖业建议回复，将进一步提升生猪养殖业抗击疫情风险的能力，完善生猪养殖市场保护机制，强化畜禽废弃物处理利用。下一步，农业农村部将继续落实和完善《生猪产能调控实施方案（暂行）》，围绕生猪生产、检疫运输、猪肉消费等环节，强化生猪全产业链监管监测，科学研判猪肉市场供需形势，压实生猪产能分级调控责任，稳定长效性支持政策，引导养殖场户科学安排生产。（农业农村部）

3、农业农村部：进入收获旺季 全国蔬菜生产供应有保障

7月29日，农业农村部最新发布的数据显示，当前全国蔬菜在田面积10572.1万亩，同比增加399.6万亩；7月中旬产量2938.4万吨，同比增加150.4万吨。总体看，当前蔬菜面积基数大，特别是黄土高原、东北、西北等夏秋蔬菜优势区在田蔬菜进入收获旺季，上市量增加较多，全国蔬菜生产供应有保障。（央视网）

(二) 公司资讯

1、牧原股份：生猪存栏 3500 万头左右，不存在猪只断料的情况

7月27日，公司在互动平台上表示，仔猪销售量有所增长主要是因为市场需求旺盛且仔猪销售价格较高。当前公司生猪存栏3,500万头左右。目前，公司向控股股东定向增发事项正有序开展。公司当前原粮饲料储备充分，不存在猪只断料的情况。随着近期市场行情回升，公司现金流已持续好转。公司生猪养殖采用连续生产的模式，高价不抛售，低价不压栏，依据生产节奏，连续安排生产销售计划。

2、天邦食品：拟对两家子公司增资合计 3.5 亿元

7月28日,公司公告,公司下属子公司汉世伟食品集团有限公司拟对全资子公司定远汉世伟食品有限公司增资8000万元,对临泉汉世伟食品有限公司增资2.7亿元。本次对全资子公司进行增资,有利于支持子公司推进业务发展,从而提升公司盈利能力、抗风险能力和整体竞争力,为公司的持续发展提供有力的支撑,符合公司的整体发展战略。

3、新希望：定增申请获证监会审核通过

7月26日,新希望发布公告称,中国证监会发行审核委员会对公司非公开发行股票的申请进行了审核,公司将向控股股东南方希望募资不超过45亿元。根据审核结果,公司该次非公开发行股票的申请获得通过。

4、东瑞股份：拟出资2850万元成立合资公司

7月26日,公司公告,公司与惠州市兴牧畜牧发展有限公司合作协议并成立合资公司,其注册资本3,000万元人民币,公司以货币方式出资2850万元,占注册资本的95%;惠州兴牧以货币方式出资150万元,占注册资本的5%,为公司控股子公司。

5、金龙鱼：完成发行20亿元超短期融资券

7月25日,公司公告称,公司在《接受注册通知书》的审批范围内,完成了2022年度第三期超短期融资券的发行,实际发行总额人民币20亿元,期限157天,票面利率1.76%,募集资金已于2022年7月25日到账。

三、农业产业动态

(一) 粮食种植产业

玉米：玉米现货平均价周环比跌0.5%，DCE玉米期货价格周环比涨4.1%。

小麦：小麦现货平均价周环比涨0.5%。

大豆：大豆现货平均价周环比持平，CBOT大豆期货价格周环比涨12.2%。

豆粕：豆粕现货平均价周环比涨4.0%，DCE豆粕期货价格周环比涨6.1%。

图7 玉米现货平均价（元/吨）

图8 DCE玉米期货收盘价（元/吨）



资源来源：Wind，中航证券研究所

图9 小麦现货平均价（元/吨）



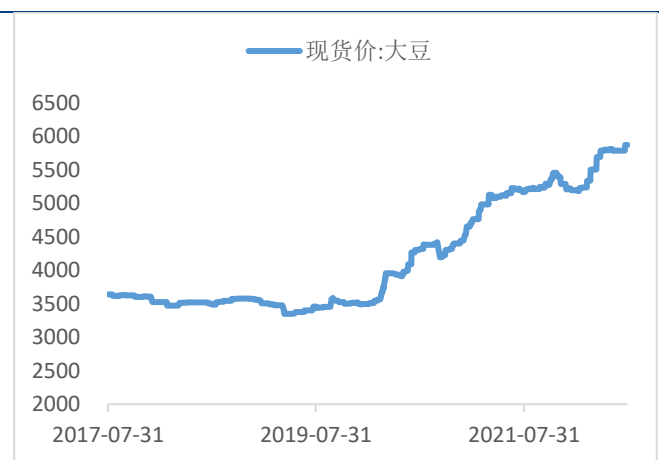
资源来源：Wind，中航证券研究所

图10 大豆现货平均价（元/吨）



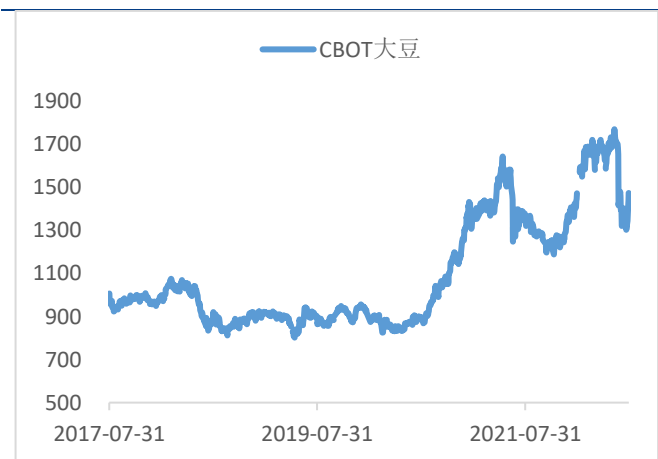
资源来源：Wind，中航证券研究所

图11 CBOT 大豆期货收盘价（元/吨）



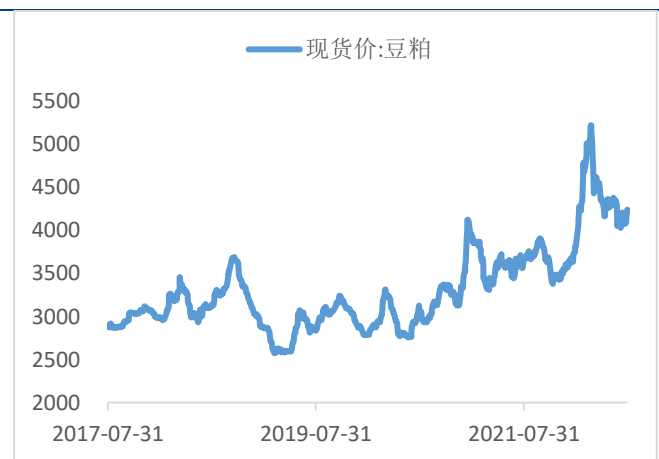
资源来源：Wind，中航证券研究所

图12 豆粕现货平均价（元/吨）



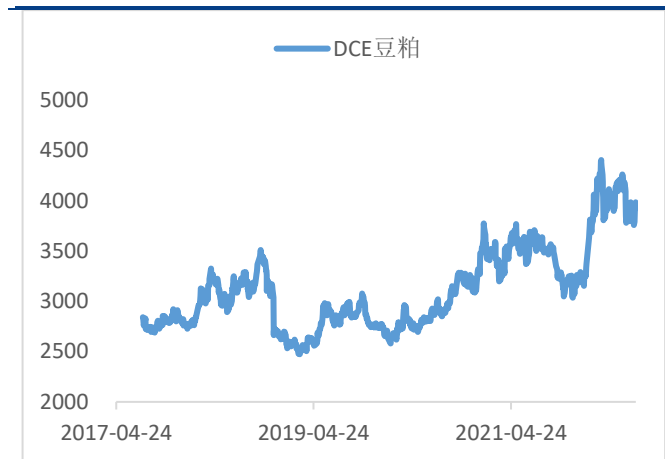
资源来源：Wind，中航证券研究所

图13 DCE 豆粕期货收盘价（元/吨）

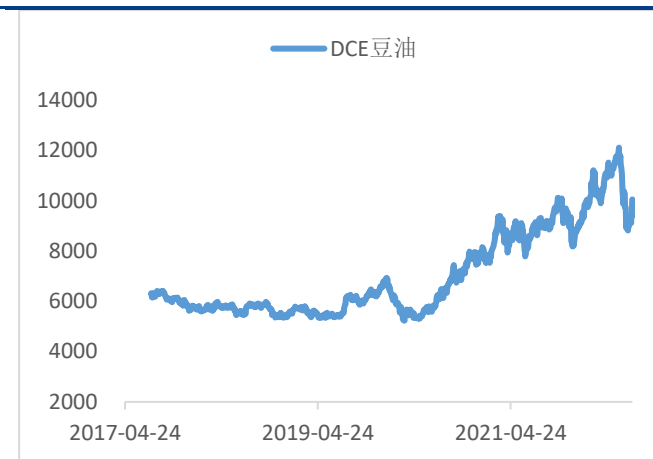


资源来源：Wind，中航证券研究所

图14 DCE 豆油期货收盘价（元/吨）



资源来源: Wind, 中航证券研究所



资源来源: Wind, 中航证券研究所

(二) 生猪产业

生猪价格: 全国外三元生猪市场价周环比跌 7.4%, 二元母猪均价周环比跌 0.2%。

饲料价格: 育肥猪配合饲料较前期持平。

养殖利润: 自繁自养利润周环比跌 20.5%, 外购仔猪养殖利润周环比跌 15.3%。

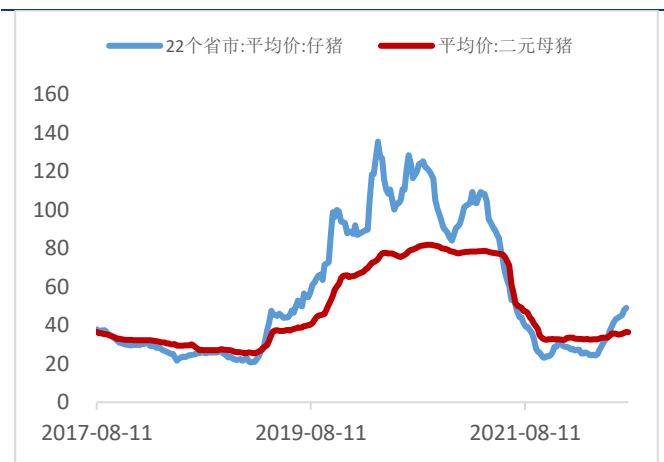
注: 全国外三元生猪市场价周环比数据来源为中国养猪网

图15 全国生猪价格 (元/公斤)



资源来源: Wind, 中航证券研究所

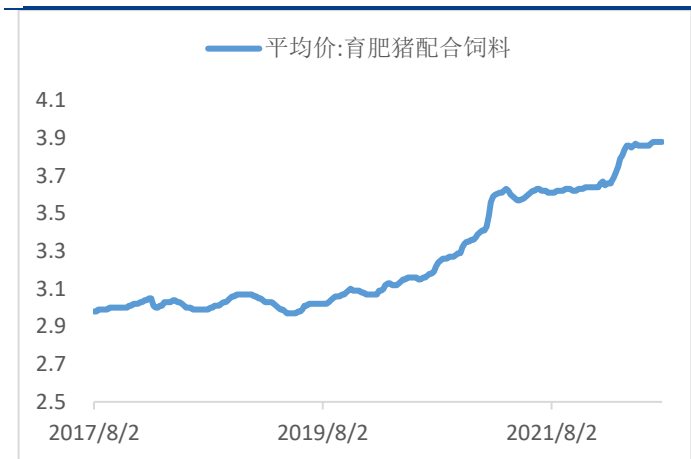
图16 全国仔猪、二元母猪价格 (元/公斤)



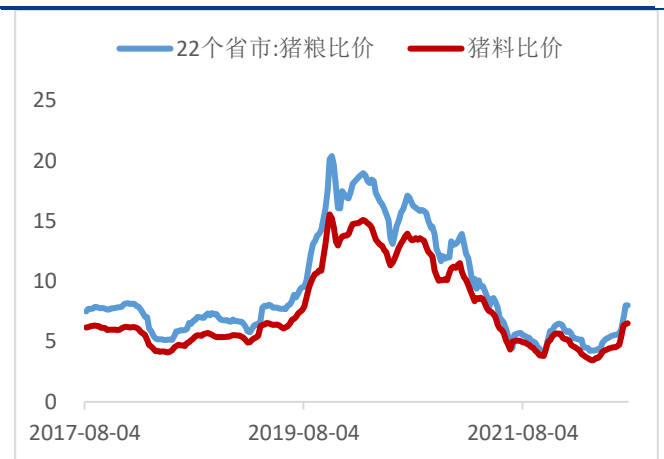
资源来源: Wind, 中航证券研究所

图17 育肥猪配合饲料平均价 (元/公斤)

图18 猪料比价



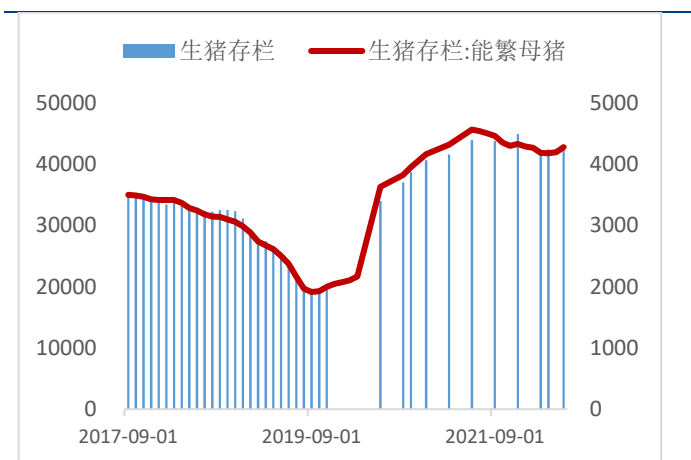
资源来源：Wind，中航证券研究所



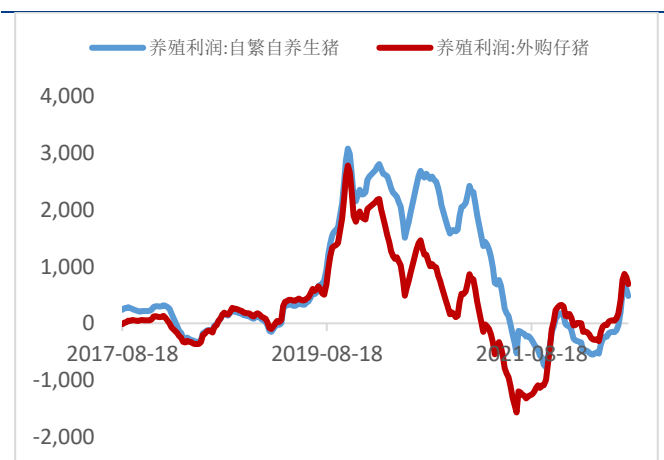
资源来源：Wind，中航证券研究所

图19 生猪、能繁母猪存栏量（万头）

图20 养殖利润（元/头）



资源来源：Wind，中航证券研究所



资源来源：Wind，中航证券研究所

（三）禽产业

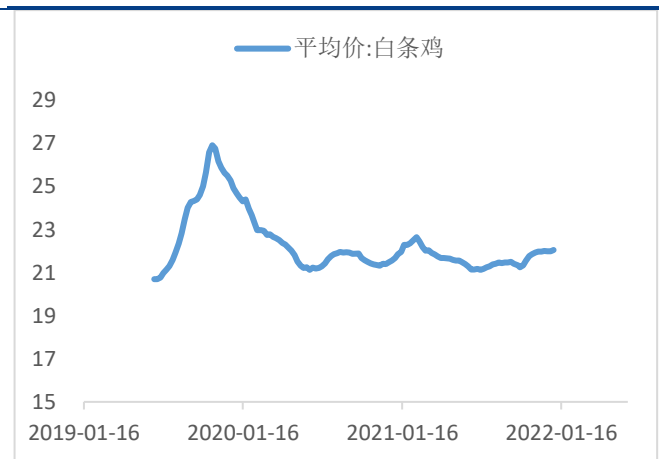
禽价格：主产区白羽肉鸡平均价周环比涨 0.8%，肉鸡苗平均价周环比涨 17.6%。

饲料价格：肉鸡配合饲料周环比持平。

养殖利润：毛鸡养殖利润周环比跌 0.01 元/羽。

图21 白条鸡价格（元/公斤）

图22 白羽肉鸡平均价（元/公斤）



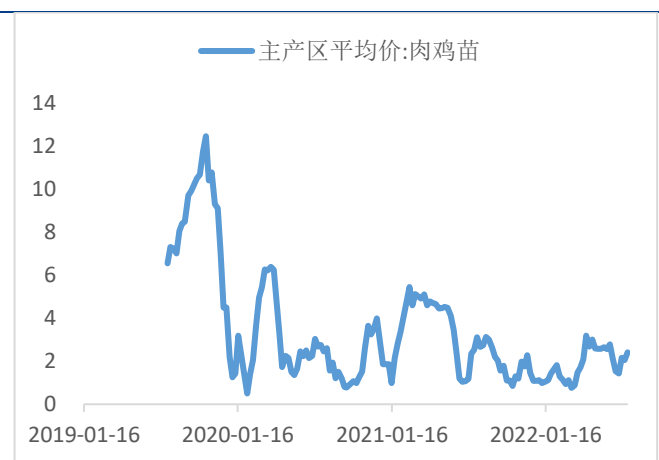
资源来源：Wind，中航证券研究所

图23 肉鸡苗平均价（元/羽）



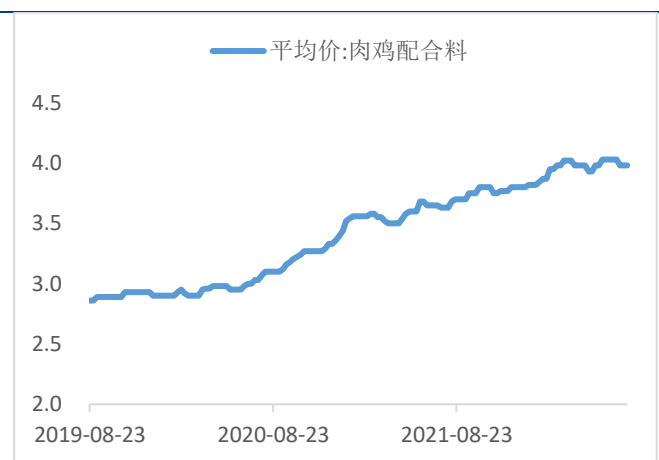
资源来源：Wind，中航证券研究所

图24 肉鸡配合饲料价格（元/公斤）



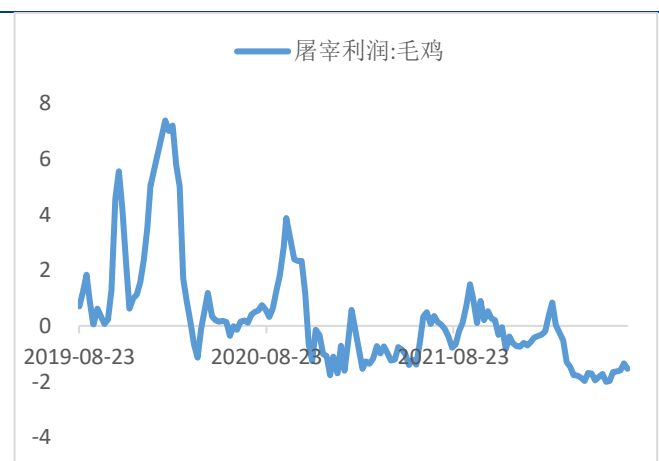
资源来源：Wind，中航证券研究所

图25 毛鸡屠宰利润（元/羽）

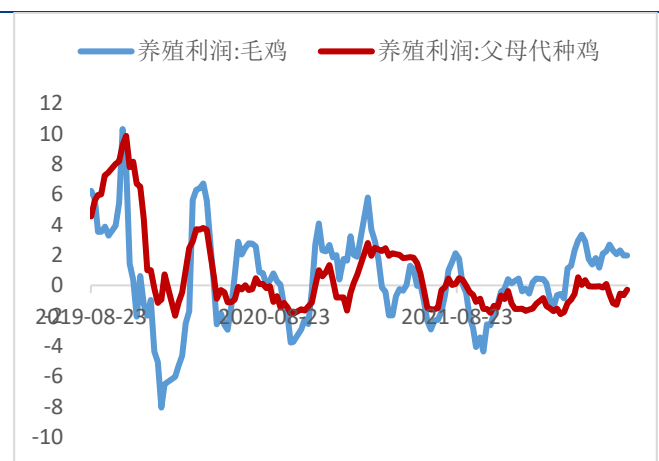


资源来源：Wind，中航证券研究所

图26 毛鸡、父母代种鸡养殖利润（元/羽）



资源来源：Wind，中航证券研究所



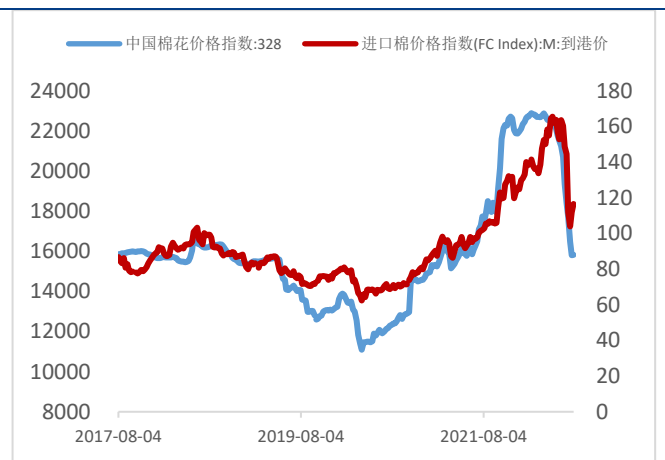
资源来源：Wind，中航证券研究所

（四）其他农产品

棉花价格:中国棉花价格指数 328 周环比涨 0.1%,进口棉价格指数周环比涨 4.1%。

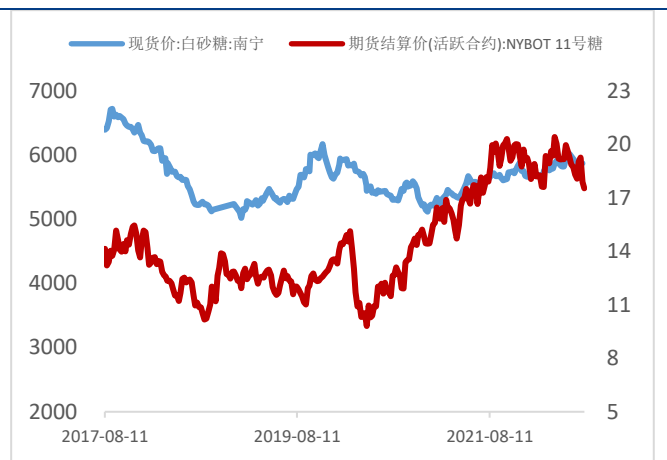
糖价格: 南宁白糖现货价较上一期跌 0.4%, NYBOT11 号原糖价周环比跌 2.0%。

图27 国棉（元/吨）与进口棉价格指数（美分/磅）



资料来源: Wind, 中航证券研究所

图28 白糖现货（元/吨）与 NYBOT11 号糖（美分/磅）



资料来源: Wind, 中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券农林牧渔团队: 农林牧渔行业研究涵盖了细分的畜禽养殖、种业、宠物和粮油饲料等重点板块。团队成员出身国内顶尖农业院校, 在大宗商品方面积累了较深研究经验, 在畜禽养殖、种业等领域拥有丰富的产业投资背景。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 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。

免责声明:

本报告并非针对意图发送或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637