2022 年 11 月 26 日
证券研究报告|行业研究|行业点评

农林牧渔

投资评级 增持
维持评级

行业周观点：海外禽流感催化，白鸡周期演绎加速

报告摘要

◆ 本周行情

申万农林牧渔行业（-1.43 %），申万行业排名（15/28）；

上证指数（0.14 %），沪深 300（-0.68 %），中小 100（-3.03 %）；

涨幅前五	绿康生化	国投中鲁	退市昌鱼	天马科技	中水渔业
	18.8%	9.3%	7.9%	5.6%	4.5%
跌幅前五	普莱柯	瑞普生物	中牧股份	ST 天山	国联水产
	-9.8%	-8.4%	-8.0%	-7.6%	-7.6%

◆ 简要回顾观点

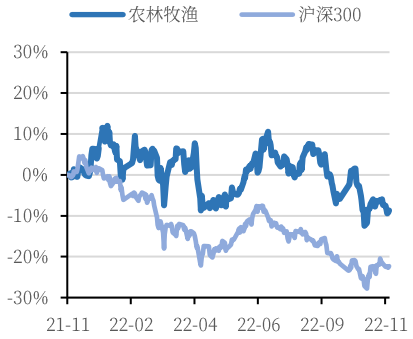
行业周观点:《白鸡行情望逐步改善》、《种业业务年度数据强势，有望延续》、《历史维度看生猪板块应当乐观一些》。

◆ 本周核心观点

我们认为，海外禽流感疫情持续催化，我国白羽肉鸡引种不确定性增加，叠加今年既定的引种缺口和行业生产性能偏弱，白鸡周期演绎加速，关注优先受益的白鸡种苗和商品白鸡板块机会。

白鸡方面：1）海外禽流感持续演进：美国农业部 24 日发布数据显示，禽流感导致美国今年 5054 万只禽鸟死亡，禽鸟死亡数量超过先前最高纪录 2015 年的 5050 万只。**2）我国白羽鸡引种断档：**受海外疫情影响，我国白鸡行业 5-7 月海外引种断档，8-9 月恢复引种但量很少，10 月海外引种也为 0，截至 10 月祖代累计更新不足 70 万套，全年预计少于 90 万套，低于行业 100-110 万套的均衡需求量。**3）行业生产性能偏弱：**引种换羽因素致今年国内父母代种鸡生产性能下降明显，其产蛋率下降约 10%、死淘率上升至 2%(正常 1.2%)。后期整体供给能力和产能弹性或进一步抑制。**4）明年白鸡行情有望强势。**供给上，按照养殖周期推算，今年年中白鸡引种断档和整体生产性能问题将较大影响 23 年下半年供给水平。需求上，随着疫情防控的优化，餐饮消费有望逐步复苏。前期消费疲软下的行业供给缺口

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：种业业务年度数据强势，有望延续 —2022-11-20

行业周观点：10 月猪企实现量价齐升，望提升动保、饲料景气度 —2022-11-13

行业周观点：Q3 经营数据反映种业较好趋势 —2022-11-06

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

或进一步显现。

交易上，在下游养殖需求驱动和上游引种断档情况下，父母代、商品代种苗环节优先受益，关注白羽肉鸡种苗龙头**【益生股份】等；**此外，白羽鸡未来供需矛盾或进一步显现，把握白鸡周期景气机会，关注白羽肉鸡养殖、屠宰、食品加工全链一体化企业【圣农发展】等。

【养殖产业】

1）从生猪销售数据看：量上，10 月上市猪企（11 家）生猪销量共计 1033.8 万头，环比增加 6.8%，除正邦、大北农和天康出栏减量外，其余企业均保持增势，其中金新农、新希望月销量分别环比增 47.8%和 24.7%。价上，受中上旬生猪供应缩减和二次育肥进场影响，猪价创年内新高 28.59 元/公斤。据涌益咨询，10 月商品猪出栏价为 26.81 元/公斤，环比上涨 13.31%，各大上市猪企（除东瑞）销价也环比涨超 10%。出栏均重上，10 月猪价强势，带动前期压栏产能兑现利润，出栏体重抬升至 129.43 公斤/头，环比上涨 1.01%。随着年底腌腊旺季临近，大猪有望供需两旺，未来生猪出栏体重或继续上升。**利润上，**生猪行情景气推动养殖利润达年内高位。据 wind 资讯，10 月份生猪自繁自养利润、外购仔猪养殖利润分别为 1098.75 元/头、1118.78 元/头，处历史较高盈利水平。**2）从产能数据看，**10 月涌益口径能繁母猪存栏环比增加 1.73%，与同等利润区间下的增幅相比低 0.54 个百分点，行业补栏维持谨慎，未来产业周期波动将在政策引导下趋于理性。

2022年10月生猪上市企业销售情况追踪

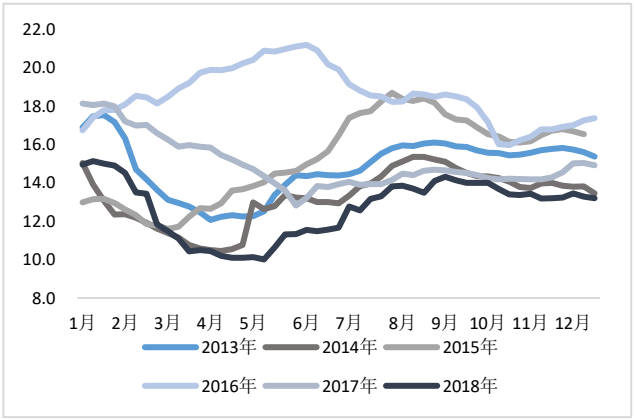
	10月生猪出栏（万头）			1-10月出栏（万头）		22年目标完成		出栏均价（元/公斤）			出栏均重（公斤/头）	
	10月	环比	同比	1-10月	同比	出栏目标	完成度	均价	环比	同比	均重	环比
牧原股份	477.9	7.1%	-9.1%	5000.30	59.4%	5600	89%	26.05	13.0%	119.3%	-	-
温氏股份	165.24	4.3%	-9.2%	1407.10	30.3%	1800	78%	26.69	11.7%	126.4%	124.1	1.9%
新希望	145.55	24.7%	22.2%	1135.59	41.9%	1400	81%	25.83	12.5%	127.8%	96.0	-14.9%
天邦食品	38.56	4.5%	-28.1%	347.74	3.9%	450	77%	26.67	11.6%	114.0%	-	-
正邦科技	64.3	-5.4%	-49.9%	766.36	-41.6%	800	96%	25.27	16.5%	137.1%	111.5	13.2%
傲农生物	50.34	8.0%	37.1%	422.63	74.8%	550	77%	-	-	-	-	-
大北农	37.95	-7.5%	-15.9%	338.36	-0.5%	450	75%	26.44	13.0%	110.5%	126.3	2.3%
唐人神	20.83	1.2%	21.2%	163.14	23.3%	200	82%	-	-	-	-	-
天康生物	14.49	-28.4%	25.7%	165.06	23.8%	220	75%	24.97	11.7%	114.2%	123.6	2.3%
金新农	13.32	47.8%	9.5%	108.79	46.0%	130	84%	27.06	13.7%	119.8%	124.0	2.2%
东瑞股份	5.33	21.7%	34.3%	41.74	43.5%	60	70%	29.43	-0.4%	77.2%	-	-

数据来源：wind，公司公告，中航证券研究所农业组整理

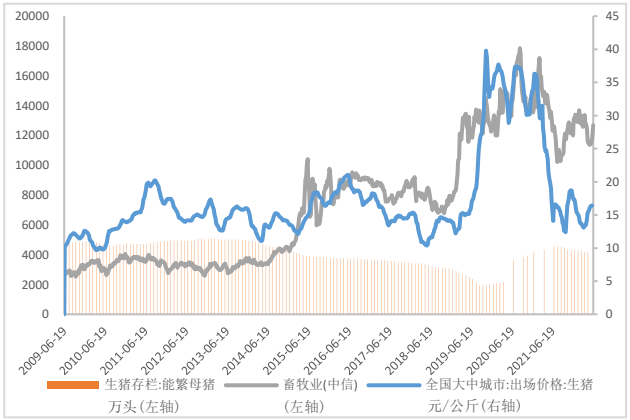
我们认为，近期受保价稳供政策和猪肉投储影响，生猪价格高位回落。中短期看，大猪出栏、政策、疫情等因素对猪价形成部分压制作用，但年底腌腊需求仍有望支撑生猪行情。**交易上，**生猪价格持续高位带动动保、饲料景气度，**动保板块建议关注**非瘟疫苗项目进展顺利的**【普莱柯】**、国内老牌动保龙头**【中牧股份】**、禽苗、宠物医疗领先企业**【瑞普生物】等，饲料板块建议关注**国内饲料头部优质标的**【海大集团】**、饲料和鳗鱼养殖优势企业**【天马科技】**等。

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



资源来源：Wind，中航证券研究所



资源来源：Wind，中航证券研究所

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）养殖端盈利改善，动保板块有望景气上行。从历史看，周期养殖利润较好的年份动保销售额都较高，据中国兽药协会数据，2016、2020 年养殖利润处于周期高点，兽用疫苗销售额分别为 50 亿元、57 亿元，也处于较高水平。2）动保行业竞争优化，行业周期影响，叠加新版 GMP 验收，淘汰行业落后产能，中小企业加速离场，行业集中度不断提升，研发实力突出的规模优势企业获益。3）国内动保企业市场空间潜力较大。一是宠物兽药领域有望加速国产替代。据中研普华，21 年国内宠物药品市场 47.2 亿元，规模不断扩大，年复合增长率为 15.77%。8 月 3 日，农业农村部要求加快宠物用新兽药生产上市步伐。政策支持下，国产疫苗在宠物领域的替代有望加速。二是非洲猪瘟疫苗有望落地扩容。非洲猪瘟亚单位疫苗研发合作项目已取得积极进展。农业农村部对应急评价征求意见已结束，后续将完善实验研究，加快推进上市进程。

肉鸡方面：供需支撑白羽肉鸡行情改善。截至 11 月 18 日，白羽肉鸡 9.72 元/羽，较年初上涨 22%，肉鸡苗 4.04 元/羽，较年初上涨 3.06 元/羽。1）供给高峰期逐渐过去。在产祖代鸡存栏从 21 年 9 月高点约 130 万套开始下降，同时去年下半年后备父母代种鸡存栏回落，按扩繁周期推演，白鸡供应峰值过去，压力有望缓解；此外，今年科宝种鸡产蛋等性能不佳，影响行业整体效率，供给或进一步改善。2）海外疫情和禽流感催化。一方面航班和疫情影响，4 月底至 7 月美国祖代引种为零。另一方面近期美欧禽流感蔓，也将阻断肉禽进口。据 10 月 9 日财联社消息，欧洲爆发史上最严重禽流感，今年累计发生 2467 起，海外引种减少将进一步弱化未来肉鸡供给。3）消费或边际改善。疫情影响有望边际缓和，餐饮逐步恢复有望提振白鸡消费需求。交易上，把握白鸡周期机遇，关注白羽肉鸡养殖、屠宰、食品加工全链一体化企业圣农发展等。此外，把握行业补栏给上游种苗行情带来推动，关注白羽肉鸡种苗龙头益生股份等。

养殖板块重点推荐：白羽肉鸡养殖、屠宰、食品加工全链一体化企业【圣农发展】、白羽肉鸡种苗龙头【益生股份】等。

【种植产业】

全球谷物供需或仍将维持紧平衡状态，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 27.49%，较上月预估值下降 0.1pcts，处于近年低位，全球谷物供需紧张局面或延续。

【小麦】预计 2022/23 年全球小麦产量、消费量和期末库存均有调增。产量调增 98 万吨增至 7.827 亿吨，预计调增澳大利亚、巴西等国小麦产量。预计 2022/23 年全球小麦期末库存将小幅增至 2.678 亿吨，但保持在历史较低水平。

【水稻】2022/23 年度全球大米产量和库存减少，消费下调。9 月预测 2022/23 年全球大米产量 5.037 亿吨，较上月预估值调减 135 万吨。预计全球消费量有所下调，达到 5.178 亿吨。预计 2022/23 年世界期末库存将减少 220 万吨至 1.69 亿吨。

【玉米】2022/23 年度全球玉米产量下调，期末库存减少。预计 2022/23 年全球玉米产量减至 11.684 亿吨，较上月预测下降 35.6 万吨，其中欧美、南非、菲律宾和尼日利亚等国玉米产量下调。2022/23 年全球玉米期末库存已连续三月下调，预计减少为 3.008 亿吨，较上月预测减少 334 万吨，库销比下降为 25.59%。

【大豆】2022/23 年度全球大豆产量下调、期末库存上修。2022/23 年度全球大豆产量较上月调减 46.3 万吨至 3.905 亿吨，大豆期末库存为 1.022 亿吨，较 10 月预测调增 165 万吨。预计 2022/23 年度全球大豆库销比 26.9%，较上月值略增 0.5pcts。

我们认为，俄乌局势和极端天气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，2021 年 7 月，中央全面深化改革委员会第二十次会议，审议通过了《种业振兴行动方案》，种业振兴系列政策望持续推进。**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，**生物育种商业化有序推进。今年 6 月，国家级转基因玉米和大豆品种审定标准（试行）正式印发，意味着转基因大豆、玉米品种鉴定方面有了进一步的政策推进。

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，建议持续关注生物育种商业化有序推进给板块带来的催化。

重点推荐：关注生物育种优势形状企业【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，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】

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，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。

重点推荐：关注食用油板块优质标的【金龙鱼】、【道道全】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（2022.11.19-2022.11.25）

（一）农林牧渔本期表现

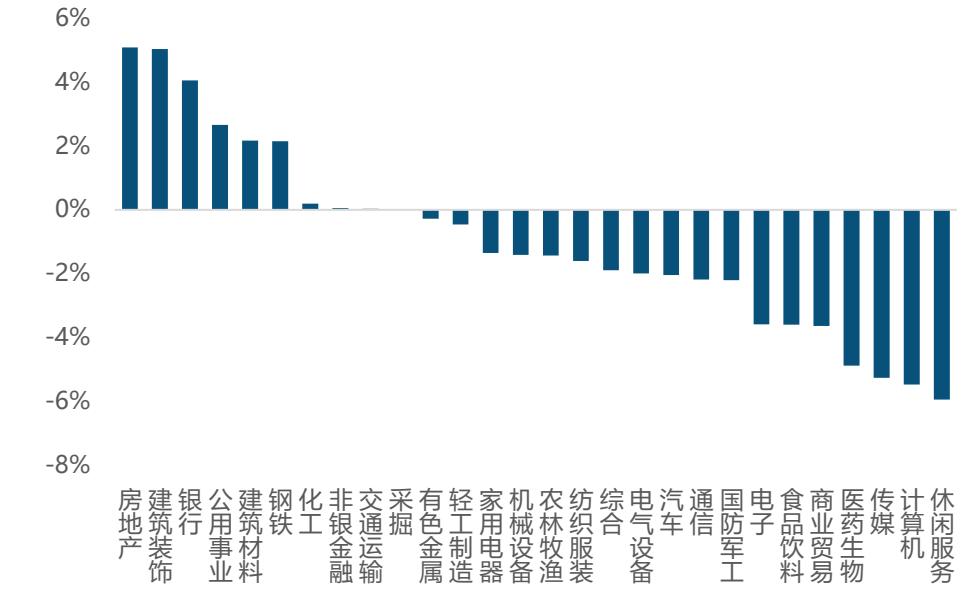
本期（2022.11.19-2022.11.25）上证综指收于 3101.69，本周上涨 0.14 %；沪深 300 指数收于 3775.78，本周上跌 0.68 %；本期申万农林牧渔行业指数收于 3190.84，本周下跌 1.43%，在申万 28 个一级行业板块中涨跌幅排名居第 15 位，二级板块动物保健、渔业、农产品加工跑赢沪深 300，其中，动物保健、畜禽养殖、种植业、渔业、饲料、农业综合、农产品加工、林业的周涨跌幅分别为-4.48%、-1.08%、-0.64%、-2.14%、-1.66%、0.00%、-1.61%、0.00%。

图3 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	-4.48	-1.08	-0.64	-2.14	-1.66	0.00	-1.61	0.00	-1.43	-3.03	-0.68
月初至今涨跌	4.21	2.43	3.29	10.26	2.51	0.00	6.88	0.00	3.47	3.34	7.61
年初至今涨跌	-20.04	-11.36	-14.93	-7.23	-13.38	0.00	-20.86	0.00	-14.23	-26.80	-23.57
收盘价	5109.19	3520.96	2850.41	874.48	5666.78	1968.06	2383.32	1126.44	3190.84	7309.40	3775.78

资料来源：Wind，中航证券研究所

图4 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、禽流感肆虐，美国5000多万只禽鸟死亡

新华社北京11月25日电 美国农业部24日发布数据显示，禽流感导致美国今年5054万只禽鸟死亡，刷新纪录。路透社援引美国农业部数据报道，美国今年遭遇前所未有的严重禽流感疫情，禽鸟死亡数量超过先前最高纪录2015年的5050万只。

2、秋粮旺季收购已全面展开，主产区收购累计超5000万吨

国家粮食和物资储备局最新发布，秋粮旺季收购已全面展开。目前，主产区已累

计收购超 5000 万吨。当前，各地中晚稻、玉米、大豆等秋粮品种上市量稳步增加。由于行情好、价格高，市场购销较为活跃。截至目前，主产区各类粮食企业累计收购秋粮 5049 万吨，同比增加 691 万吨。为切实保护种粮农民利益，前期，江苏、安徽、河南、湖北、黑龙江等 5 省已启动中晚稻最低收购价执行预案，目前已累计收购 121 万吨，同比增加 11 万吨。

3、国家育种联合攻关工作推进会在京召开

11 月 21 日，国家育种联合攻关工作推进会在北京召开，农业农村部党组成员、副部长张兴旺出席会议并讲话。会议强调，要认真学习贯彻党的二十大精神，落实深入实施种业振兴行动决策部署，扎实推进国家育种联合攻关，加快培育具有自主知识产权的优良品种，用中国种子保障中国粮食安全。

（二）公司资讯

1、大北农：转基因抗虫大豆产品获阿根廷种植许可

阿根廷当地时间 11 月 22 日，阿根廷政府生产劳动部在其官方网站公布，公司控股子公司北京大北农生物技术有限公司研发的转基因抗虫大豆转化事件 DBN8002（DBN-Ø8ØØ2-3）通过安全评价，正式获批种植许可。

2、牧原股份：预计明年生猪出栏量有所增加

11 月 24 日晚间披露投资者关系活动记录表，公司称，随着生猪价格回升，公司现金流持续好转，公司对部分养殖项目复工建设，预计明年生猪养殖产能会进一步提升，出栏量会有所增加。

3、新希望:国外禽流感会使国内的种禽引种受到一定的限制继而使得下游禽产业链各个环节都出现连带的价格波动

新希望 11 月 24 日在投资者互动平台表示，国外禽流感会使国内的种禽引种受到一定的限制，继而使得下游禽产业链各个环节都出现连带的价格波动；禽肉价格的走高会帮助公司禽产业业绩提升。

4、益生股份：公司的主要客户为集团客户、一条龙企业及单批次 30 万以上的大型养殖场

益生股份 11 月 23 日在投资者关系平台上答复了投资者关心的问题。公司的主要

客户为集团客户、一条龙企业及单批次 30 万以上的大型养殖场，这些客户对鸡苗的需求较稳定。感谢您对公司的关注。。

5、瑞普生物：股东李守军质押 1350 万股本公司股份

瑞普生物 11 月 25 日公告，股东李守军于 11 月 24 日将其所持有的 1350 万股本公司股份质押，占公司总股本比例为 2.88%，质权人为国金证券股份有限公司。

三、农业产业动态

（一）粮食种植产业

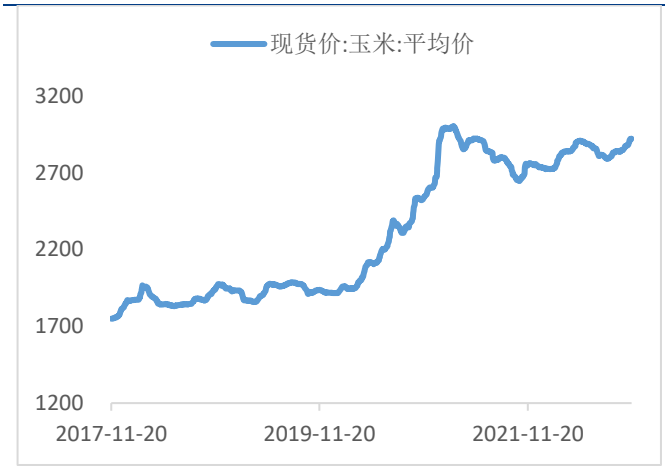
玉米：玉米现货平均价周环比涨 2.2%，DCE 玉米期货价格周环比涨 2.2%。

小麦：小麦现货平均价周环比涨 0.2%。

大豆：大豆现货平均价周环比不变，CBOT 大豆期货价格周环比涨 0.7%。

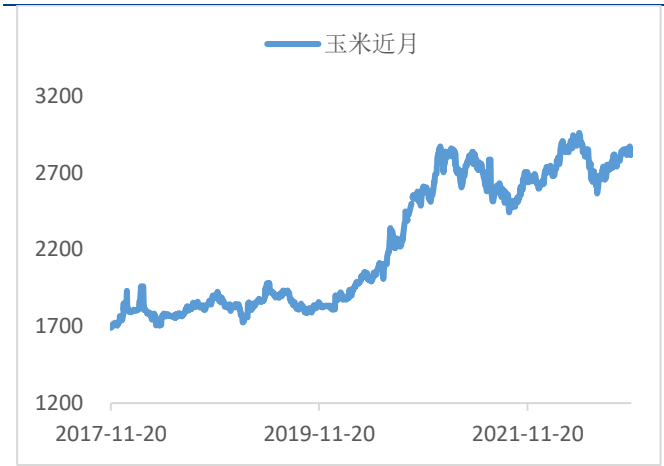
豆粕：豆粕现货平均价周环比跌 1.8%，DCE 豆粕期货价格周环比涨 4.7%。

图5 玉米现货平均价（元/吨）



资源来源：Wind，中航证券研究所

图6 DCE 玉米期货收盘价（元/吨）



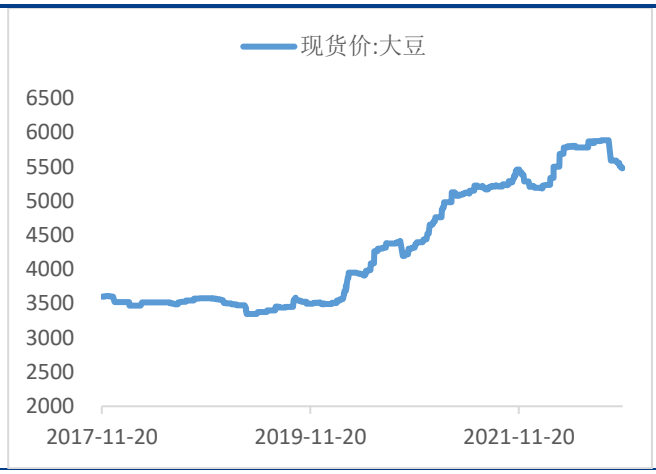
资源来源：Wind，中航证券研究所

图7 小麦现货平均价（元/吨）

图8 大豆现货平均价（元/吨）

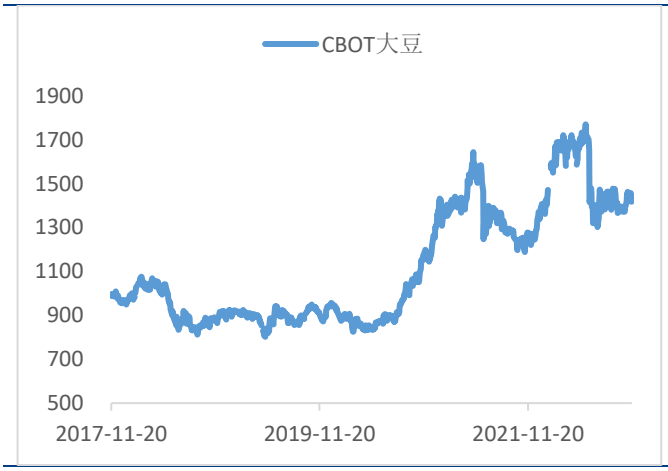


资源来源：Wind，中航证券研究所



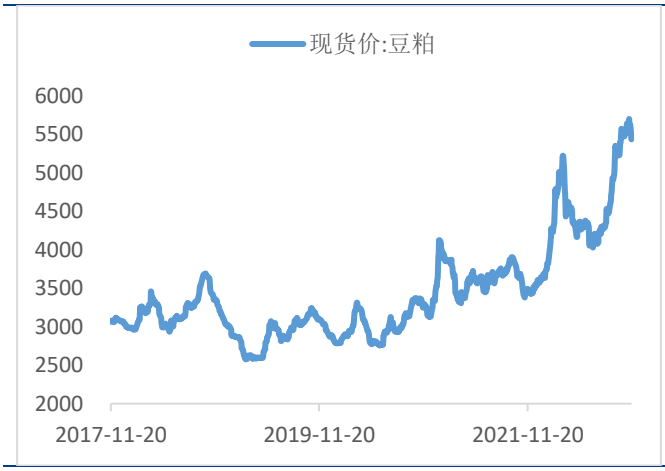
资源来源：Wind，中航证券研究所

图9 CBOT 大豆期货收盘价（元/吨）



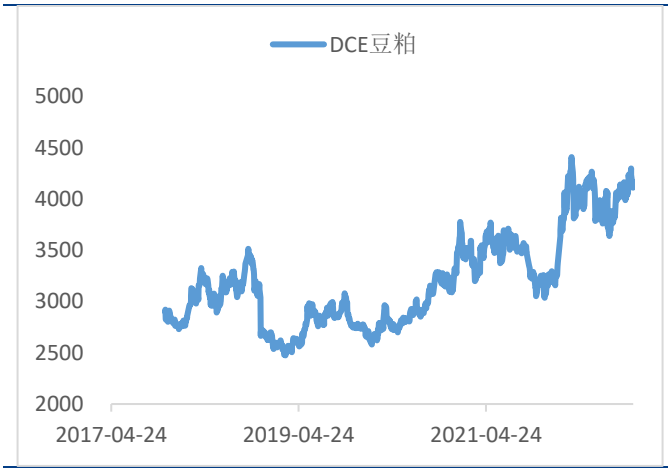
资源来源：Wind，中航证券研究所

图10 豆粕现货平均价（元/吨）



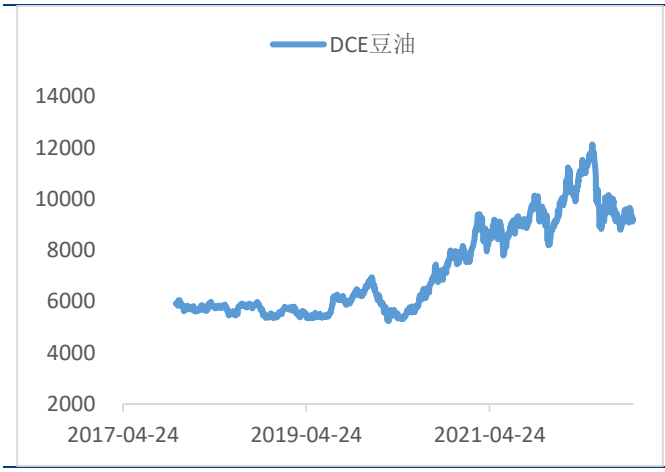
资源来源：Wind，中航证券研究所

图11 DCE 豆粕期货收盘价（元/吨）



资源来源：Wind，中航证券研究所

图12 DCE 豆油期货收盘价（元/吨）



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 5.1%，二元母猪均价周环比跌 0.5%。

饲料价格：育肥猪配合饲料较前一期涨 0.2%。

养殖利润：自繁自养利润周环比跌 12.3%，外购仔猪养殖利润周环比跌 24.1%。

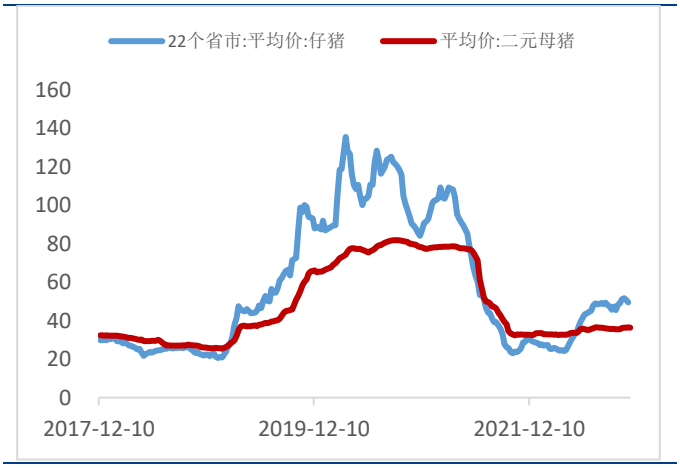
注：全国外三元生猪市场价参考中国养猪网

图13 全国生猪价格（元/公斤）



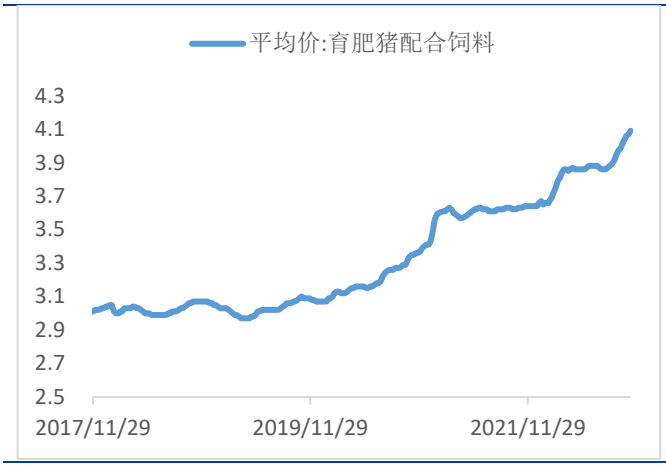
资源来源：Wind，中航证券研究所

图14 全国仔猪、二元母猪价格（元/公斤）



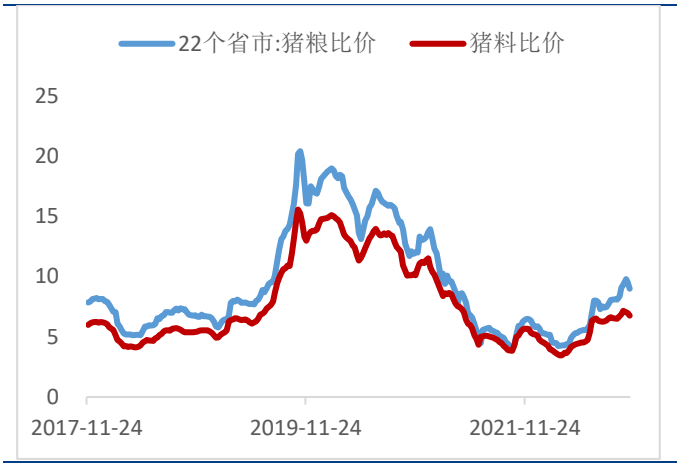
资源来源：Wind，中航证券研究所

图15 育肥猪配合饲料平均价（元/公斤）



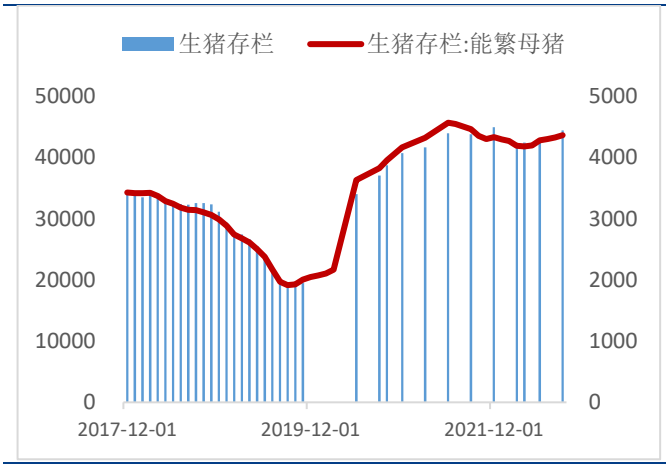
资源来源：Wind，中航证券研究所

图16 猪料比价



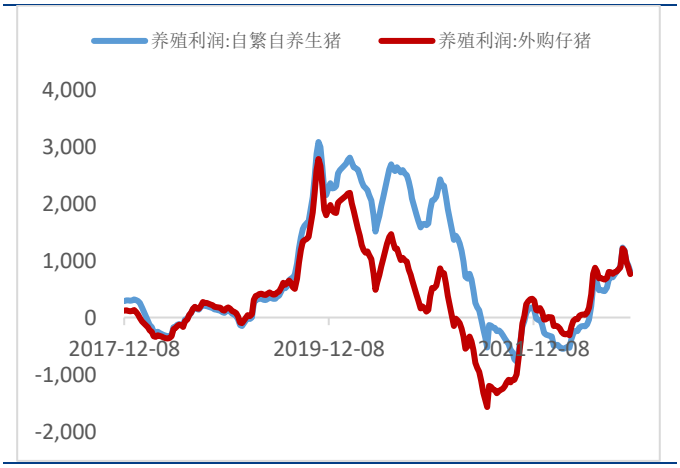
资源来源：Wind，中航证券研究所

图17 生猪、能繁母猪存栏量（万头）



资源来源：Wind，中航证券研究所

图18 养殖利润（元/头）



资源来源：Wind，中航证券研究所

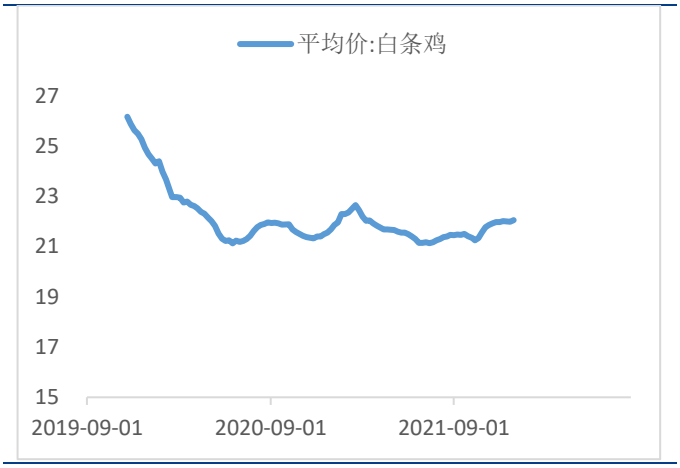
（三）禽产业

禽价格：主产区白羽肉鸡平均价周环比涨 0.1%，肉鸡苗平均价周环比跌 0.5%。

饲料价格：肉鸡配合饲料周环比持平。

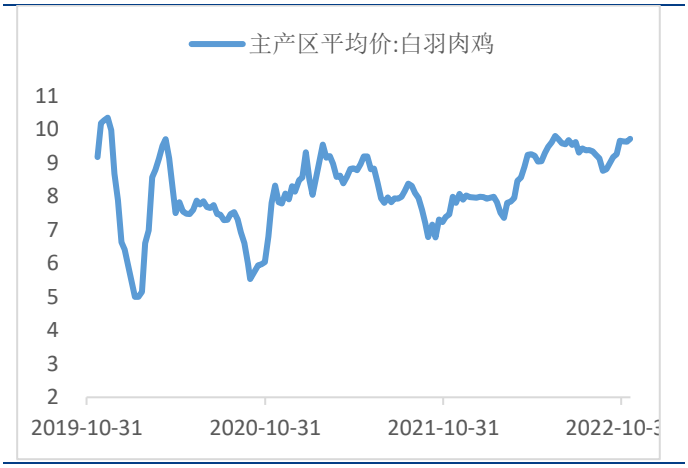
养殖利润：毛鸡养殖利润周环比跌 0.24 元/羽。

图19 白条鸡价格（元/公斤）



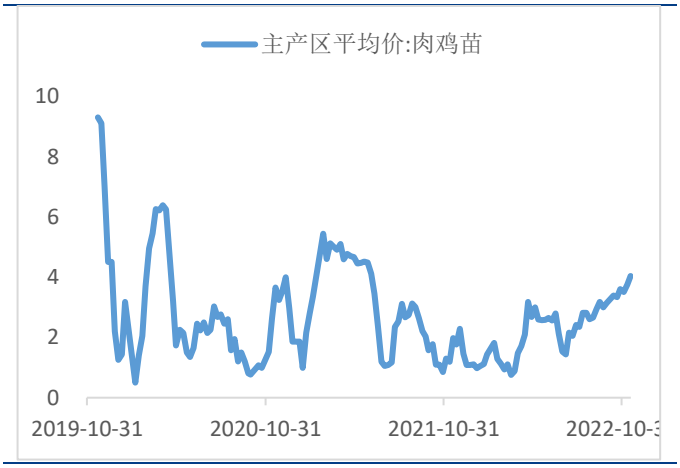
资源来源：Wind，中航证券研究所

图20 白羽肉鸡平均价（元/公斤）



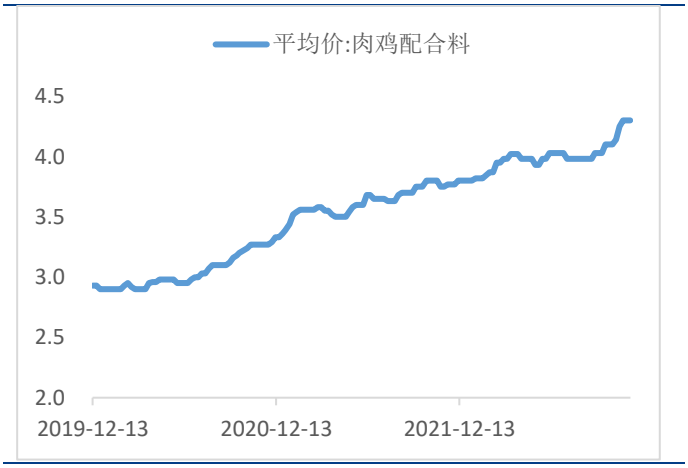
资源来源：Wind，中航证券研究所

图21 肉鸡苗平均价（元/羽）



资源来源：Wind，中航证券研究所

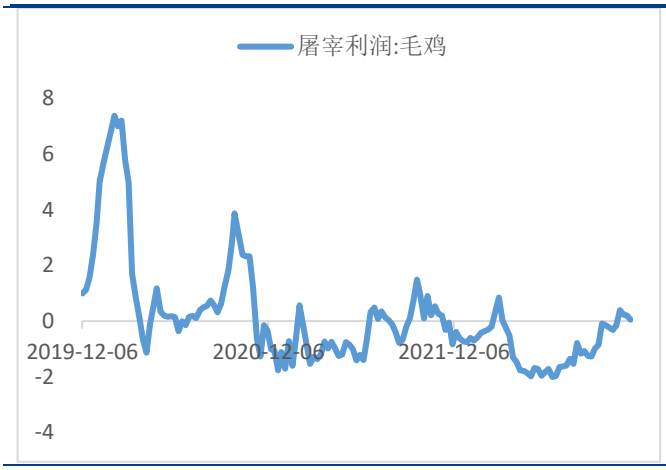
图22 肉鸡配合饲料价格（元/公斤）



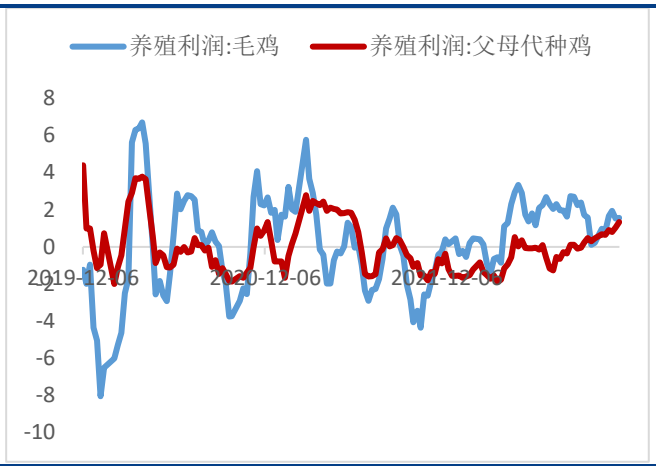
资源来源：Wind，中航证券研究所

图23 毛鸡屠宰利润（元/羽）

图24 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



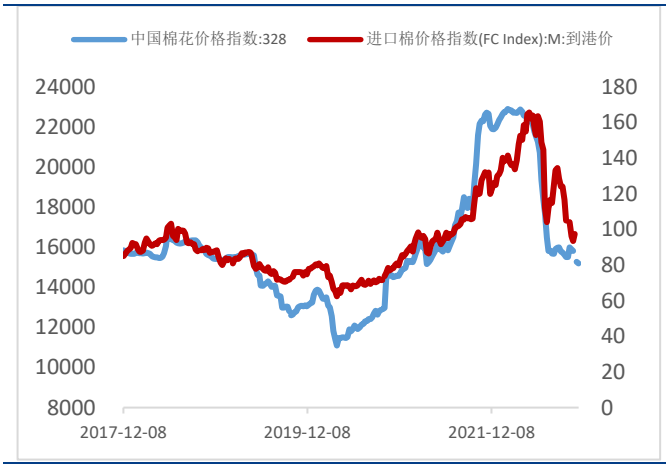
资源来源：Wind，中航证券研究所

（四）其他农产品

棉花价格：国棉价格指数 328 周环比跌 0.6%，进口棉价格指数较上期跌 2.5%。

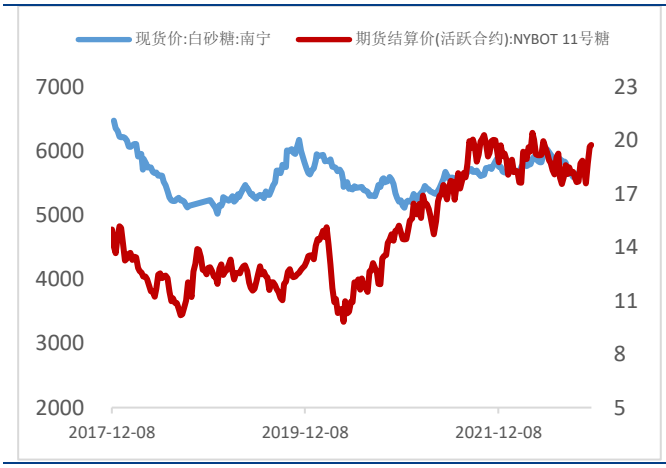
糖价格:南宁白糖现货价较前一期涨 0.5%,NYBOT11 号原糖价周环比跌 2.5%。

图25 国棉（元/吨）与进口棉价格指数（美分/磅）



资源来源：Wind，中航证券研究所

图26 白糖现货（元/吨）与 NYBOT11 号糖（美分/磅）



资源来源：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：

本报告由中航证券有限公司（已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格）制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

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