2022 年 12 月 17 日
证券研究报告|行业研究|行业点评

农林牧渔

行业周观点：母猪存栏收缩，猪股价值显现

投资评级 增持

维持评级

报告摘要

◆ 本周行情

申万农林牧渔行业（0.80 %），申万行业排名（3/28）；

上证指数（-1.22 %），沪深 300（-1.10 %），中小 100（-1.91 %）；

涨幅前五	佳沃食品	国投中鲁	退市昌鱼	梅花生物	西部牧业
	18.1%	8.6%	7.9%	6.4%	6.2%
跌幅前五	中牧股份	立华股份	祖名股份	普莱柯	回盛生物
	-4.2%	-5.9%	-6.2%	-6.4%	-8.1%

◆ 简要回顾观点

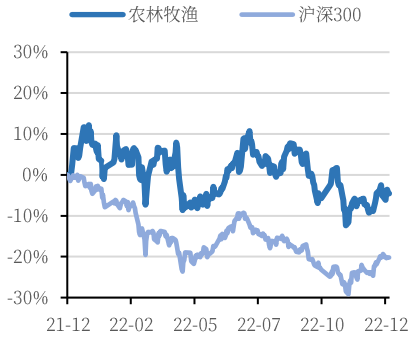
行业周观点:《猪企进入业绩兑现期，行业补栏延续》、《生猪补栏相对理性》、《生猪自繁自养利润年内新高》。

◆ 本周核心观点

我们认为，生猪行业产能补栏较为理性，11 月或已经边际收缩。鉴于经历调整后，当前生猪板块相关标的估值性价比显现，建议持续关注产能变化中生猪板块的博弈和配置机会。

1）生猪周期方面，生猪周期的演化进入后期，随着年底腌腊逐步释放和疫情压制需求，生猪价格短期有所调整。据涌益资讯，截至 12 月 16 日，生猪全国样本平均价 19 元/公斤，猪价周环比跌 8.3%。受行业利润回落和远期价格预期不足，11 月全国样本能繁母猪 115.52 万头，环比首次下降 0.05%。考虑 12 月猪价延续调整，当月产能可能继续调减。2）**板块博弈方面，**我们在年初的报告中就提出生猪板块的博弈已进入 3.0 阶段。即猪价越跌，产能去化的逻辑就越强，资本市场对生猪远期的周期价格预期就越高，猪股表现就越好。我们认为，当前随着生猪价格的持续调整和产能去化，生猪板块演绎有望向强势转化。**3）猪股估值性价比显现。**据我们测算，生猪板块上市企业头均估值已经回到历史性价比较高的阶段。我们攫取前两轮周期低点（21 年 10 月 10 日、18 年 5 月 10 日）的市值和当年的

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：11 月猪企销售量增价减，看好养殖链 —2022-12-11

行业周观点：年末腌腊启动，短期猪价支撑 —2022-12-04

行业周观点：海外禽流感催化，白鸡周期演绎加速 —2022-11-27

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

出栏为参照，当时头部猪企牧原、温氏头均市值均值大体在 4600 元、5900 元的水平，而截至 12 月 16 日，头部猪企估值已经回到了 4600 元，对于部分出栏规模较小的上市猪企看，头均估值甚至已经回到千元的水平。



交易上，鉴于生猪板块相关标的估值安全边际已经显现，且板块博弈可能随着价格调整和产能去化重新回到强势轨道，建议持续关注产能变化中生猪板块的博弈和配置机会。**建议关注：**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】，具有养殖扩张、优化潜力的【巨星农牧】、【傲农生物】等。

【养殖产业】

生猪方面：量上，11 月上市猪企（11 家）生猪销量共计 1107.21 万头，环比增加 7.1%，除正邦、傲农和金新农出栏减量外，其余企业均保持增势，其中牧原股份和温氏股份月销量分别环比增 8.2%和 18.9%。**价上**，受中主要猪企出栏加速和大猪入市，整体供给短期增加，生猪行情调整明显。据涌益资讯，截至 11 月 30 日生猪全国均价 22.13 元/公斤，较前期高点调整-22.4%。各大上市猪企销价环比也有 10%左右的跌幅。**出栏均重上**，11 月猪价有所调整，行业延续大猪出栏态势。主要上市猪企（除新希望）出栏均重环比有所上升，牧原股份和温氏股份销售均重分别环比增 2.5%、0.9%。**利润上**，生猪价格虽有回调，行情仍处景气区间。据 wind 资讯，截至 12 月 9 日生猪自繁自养利润、外购仔猪养殖利润分别为 574.04 元/头、419.56 元/头，仍然处于较好的利润水平。

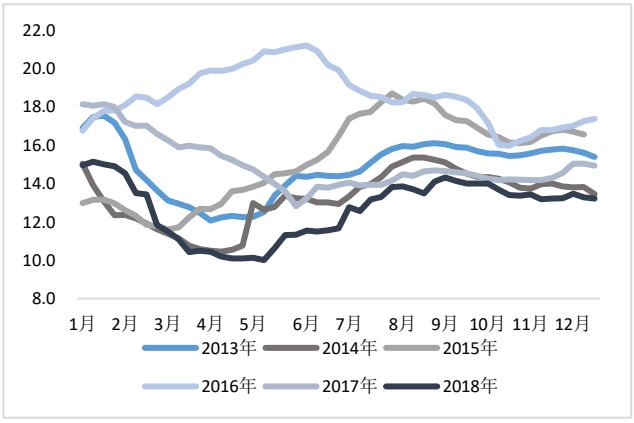
2022年11月生猪上市企业销售情况追踪

	11月生猪出栏（万头）			1-11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）	
	11月	环比	同比	1-11月	同比	出栏目标	完成度	均价	环比	同比	均重	环比
牧原股份	517.1	8.2%	33.5%	5517.40	56.6%	6100	90%	23.33	-10.4%	46.2%	123.0	2.5%
温氏股份	196.44	18.9%	64.3%	1603.54	33.7%	1800	89%	24.11	-9.7%	40.3%	125.3	0.9%
新希望	169.1	16.2%	87.0%	1304.70	46.5%	1400	93%	23.3	-9.8%	50.7%	88.4	-7.9%
天邦食品	46.02	19.3%	-18.7%	393.77	0.6%	450	88%	23.6	-11.5%	47.5%	94.9	21.5%
正邦科技	29.58	-54.0%	-70.5%	795.94	-43.6%	800	99%	22.95	-9.2%	54.4%	125.6	12.7%
傲农生物	44.99	-10.6%	9.6%	467.62	65.3%	550	85%	-	-	-	-	-
大北农	49.45	30.3%	8.9%	387.81	0.6%	450	86%	23.69	-10.4%	42.3%	131.3	3.9%
唐人神	23.81	14.3%	154.4%	186.95	31.9%	200	93%	-	-	-	-	-
天康生物	17.78	22.7%	45.0%	182.84	25.6%	220	83%	22.67	-9.2%	48.6%	125.4	1.4%
金新农	12.94	-2.9%	9.9%	121.73	41.1%	130	94%	23.63	-12.7%	41.3%	128.5	3.6%
东瑞股份	5.51	3.4%	49.3%	47.25	44.2%	60	79%	27.21	-7.5%	38.1%	98.7	11.4%

数据来源：wind，公司公告，中航证券研究所农业组整理

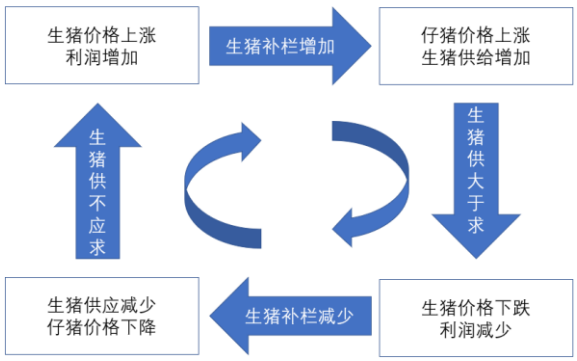
交易上，生猪企业持续维持较好利润，此外禽养殖有望向好演绎，带动动保、饲料等养殖链板块业绩提升。建议关注：**动保板块**——非瘟疫苗项目进展顺利的【普莱柯】、国内老牌动保龙头【中牧股份】、禽苗、宠物医疗领先企业【瑞普生物】等，**饲料板块**——国内饲料头部优质标的【海大集团】、酒糟饲料蓝海领航者【路德环境】、饲料和鳗鱼养殖优势企业【天马科技】等。

图1 猪价季节波动（单位：元/公斤）



资源来源：Wind，中航证券研究所

图2 生猪周期博弈逻辑



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 11 日，白羽肉鸡 9.63 元/羽，较年初上涨 21%，肉鸡苗 3.75 元/羽，较年初上涨 2.77 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。动保板块周期景气推动、非瘟疫苗催化【普莱柯】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渐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（2022.12.10-2022.12.16）

（一）农林牧渔本期表现

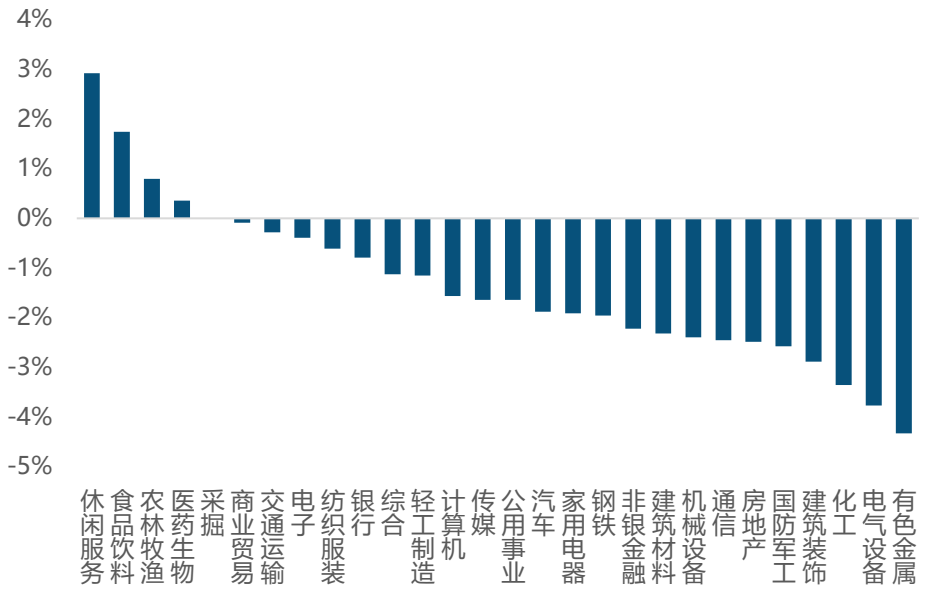
本期（2022.12.10-2022.12.16）上证综指收于 3167.86，本周-1.22 %；沪深 300 指数收于 3954.23，本周-1.10 %；本期申万农林牧渔行业指数收于 3331.75，本周涨 0.80 %，在申万 28 个一级行业板块中涨跌幅排名居第 3 位，二级板块动物保健、畜禽养殖、种植业、渔业、饲料、农业综合、农产品加工、林业的周涨跌幅分别为-0.80%、-1.39%、-0.20%、0.92%、-2.18%、0.00%、2.39%、0.00%。

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	0.33	0.57	1.85	0.30	1.37	0.00	0.68	0.00	0.80	-1.91	-1.10
月初至今涨跌	7.31	6.20	10.77	16.69	5.23	0.00	15.98	0.00	8.04	6.42	12.70
年初至今涨跌	-17.66	-8.10	-8.77	-1.82	-11.08	0.00	-14.12	0.00	-10.44	-24.62	-19.96
收盘价	5261.11	3650.37	3057.05	925.46	5817.09	1968.06	2586.17	1126.44	3331.75	7527.50	3954.23

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、唐仁健：加快建设农业强国

《人民日报》(2022 年 12 月 15 日)刊发中央农办主任，农业农村部党组书记、部长唐仁健题为《加快建设农业强国》的署名文章。文章指出加快建设农业强国几方面的重点任务。一是推进耕地保护建设全方面加强。二是推进农业科技装备全领域突破。三是推进农业绿色发展全过程转型。四是推进农业社会化服务全环节覆盖。五是推进农业产业全链条升级。六是推进农业对外合作全方位展开。

2、猪肉消费已经进入稳定平台期

2021 年二季度生猪产能已经恢复到常态水平，猪肉消费量有所回升，目前我国人均猪肉消费量恢复到 40.1 公斤左右，但是难以再达到 2014 年 42.6 公斤的历史高点。“猪肉消费已经进入稳定期、平台期，猪肉需求量将维持在 5500 万吨-5600 万吨之间。”朱增勇说。

3、农业农村部部署今冬明春应对拉尼娜科学抗灾减损稳产保供工作

近日，农业农村部办公厅印发《今冬明春科学应对拉尼娜全力抗灾减损稳产保供预案》(以下简称《预案》)，要求各地强化风险意识，坚持问题导向，提早准备应对，切实减轻灾害影响，努力赢得粮食丰收主动权，保障蔬菜等“菜篮子”产品稳定供应。

(二)公司资讯

1、温氏股份：目前估计公司 2022 年资本开支 30 亿元左右

温氏股份 12 月 15 日在投资者互动平台表示，受上半年畜禽市场低迷影响，公司控制了资本投资节奏，目前估计公司 2022 年资本开支 30 亿元左右。

2、新希望：公司 11 月常规肥猪完全成本在 16.5 元/KG 左右

新希望 12 月 15 日在投资者互动平台表示，1）公司 11 月份常规肥猪完全成本在 16.5 元/KG 左右；2）公司非公开发行股票申请已经获得发审委审核通过，后续会择机启动发行，届时请关注相关公告。

3、益生股份从美国引进 2 万套祖代肉种鸡

12 月 16 日，益生股份从美国进口的 2 万套利丰祖代肉种鸡顺利抵达公司饲养场区，经场区现场查看，本批雏鸡健康状况良好，采食正常。益生股份本次引种是今年四季度以来，我国从美国引进的唯一一批祖代肉种鸡种源。

4、天邦食品拟向史记生物转让含山汉世伟公司 100%股权

天邦食品董事会日前通过出售子公司股权议案，拟以 4269.79 万元的价格将含山汉世伟食品有限公司（简称“含山汉世伟”）100%股权转让给史记生物技术（南京）有限公司（简称“史记生物”）。公告显示，含山汉世伟是天邦食品 2020 年 4 月根据属地原则在安徽省马鞍山市含山县境内设立的子公司，主要为配套附近的和县母猪场，目前该项目基本建设完成尚未投产。

5、海大集团 5 名股东合计减持 19.25 万股

海大集团近日发布公告，公司股东程琦、刘国祥、江谢武、米国成、陈中柱以集中竞价交易方式合计减持公司股份 19.25 万股，本次减持价格区间为 59.39－59.71 元/股，套现约 1143.64 万元。

三、农业产业动态

（一）粮食种植产业

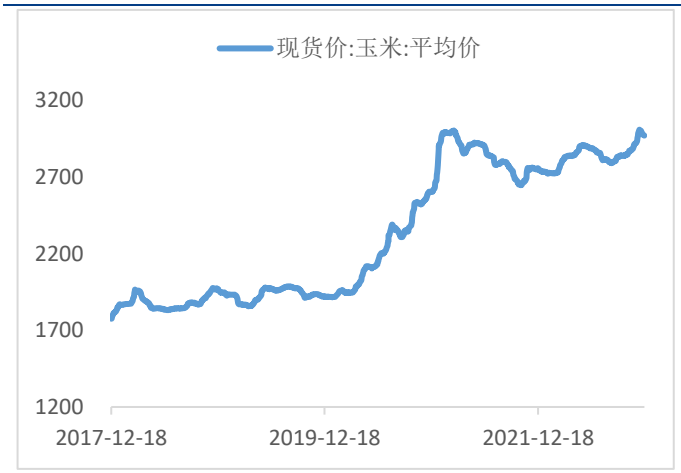
玉米：玉米现货平均价周环比跌 0.4%，DCE 玉米期货价格周环比涨 0.1%。

小麦：小麦现货平均价周环比跌 0.4%。

大豆：大豆现货平均价周环比涨 0.7%，CBOT 大豆期货价格周环比跌 0.2%。

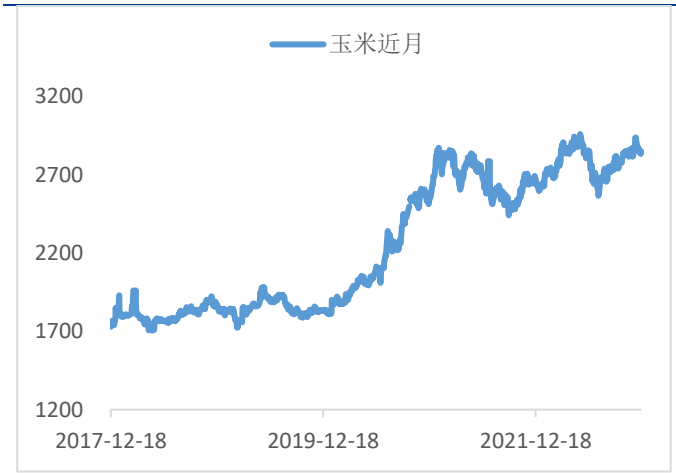
豆粕：豆粕现货平均价周环比跌 3.1%，DCE 豆粕期货价格周环比跌 3.4%。

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）



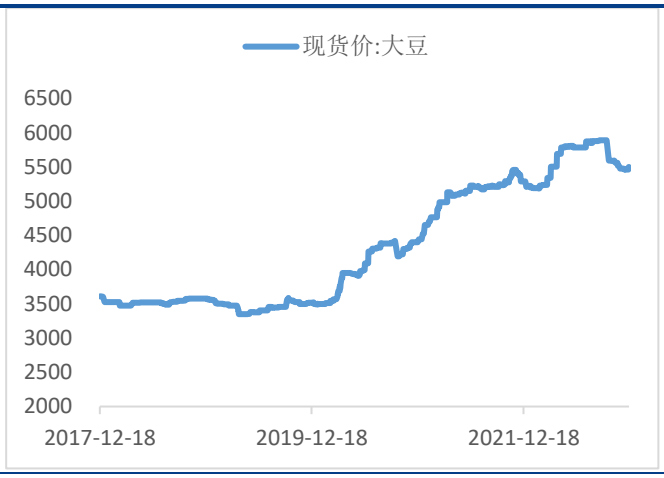
资源来源：Wind，中航证券研究所

图7 小麦现货平均价（元/吨）

图8 大豆现货平均价（元/吨）

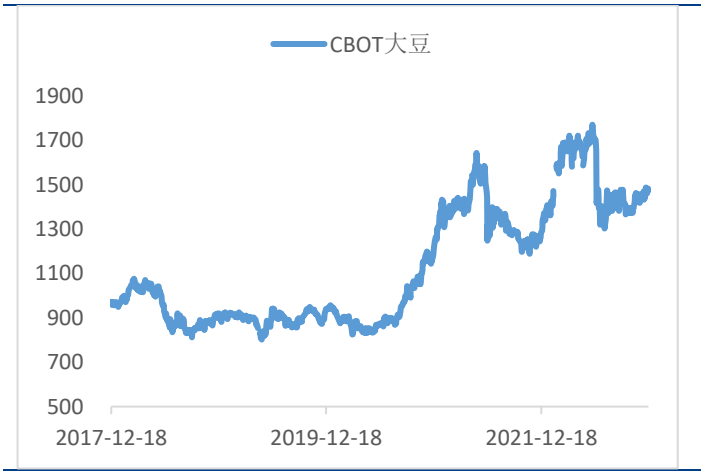


资源来源：Wind，中航证券研究所



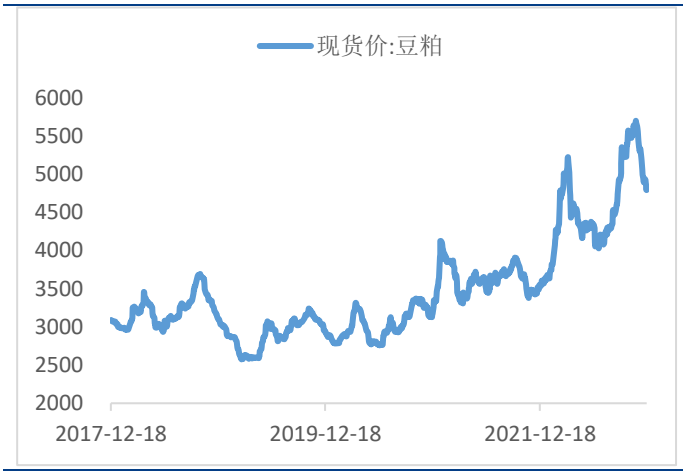
资源来源：Wind，中航证券研究所

图9 CBOT 大豆期货收盘价（元/吨）



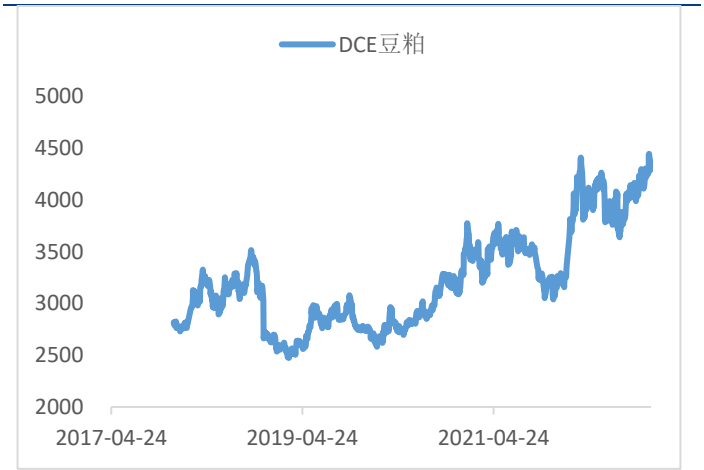
资源来源：Wind，中航证券研究所

图10 豆粕现货平均价（元/吨）



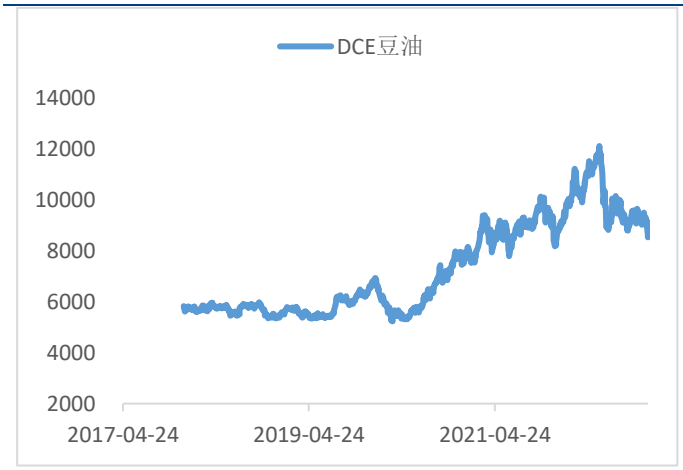
资源来源：Wind，中航证券研究所

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

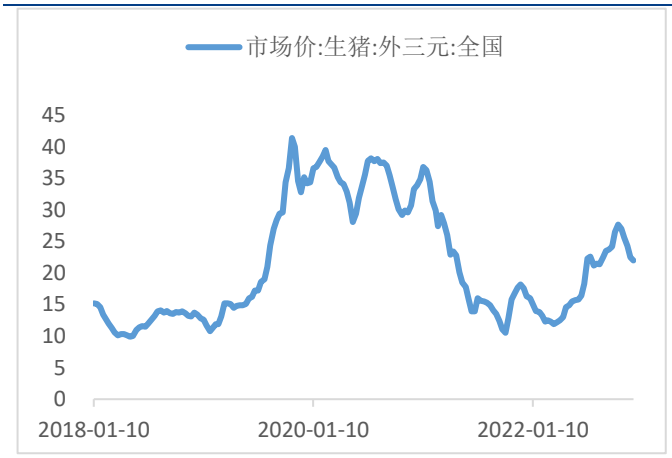
生猪价格：全国外三元生猪市场价较前一期跌 2.2%，二元母猪均价周环比跌 0.4%。

饲料价格：育肥猪配合饲料较前一期跌 0.2%。

养殖利润：自繁自养利润周环比跌 57.8%，外购仔猪养殖利润周环比跌 78.5%。

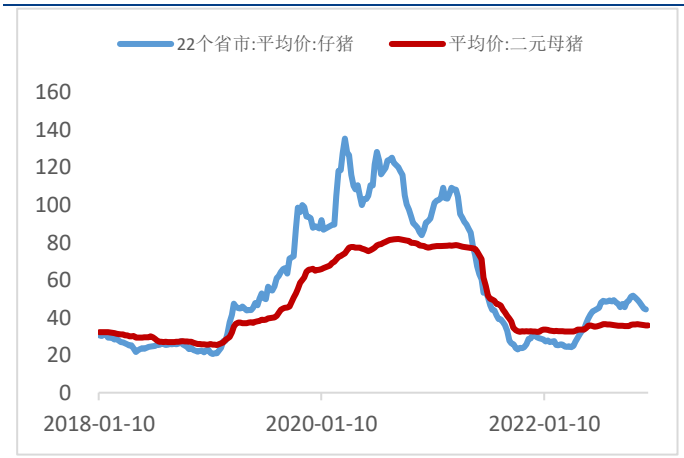
注：全国外三元生猪市场价参考中国养猪网

图13 全国生猪价格（元/公斤）



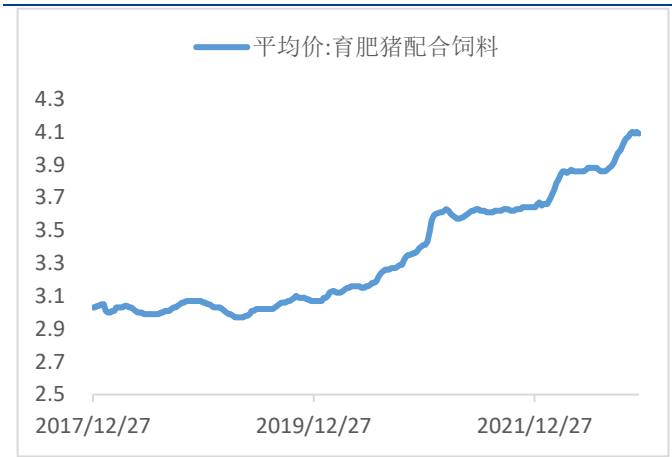
资源来源：Wind，中航证券研究所

图14 全国仔猪、二元母猪价格（元/公斤）



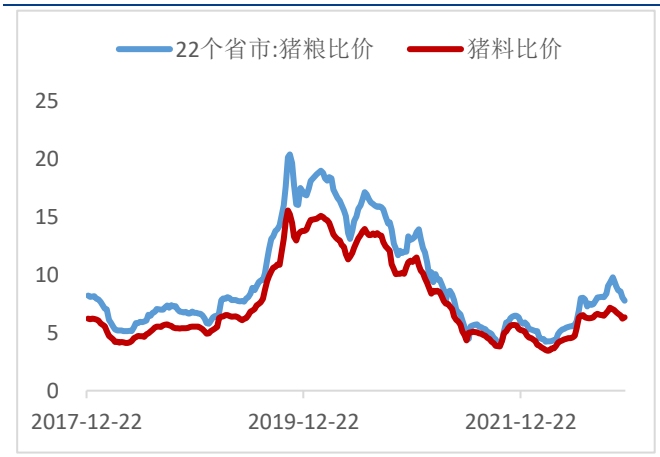
资源来源：Wind，中航证券研究所

图15 育肥猪配合饲料平均价（元/公斤）



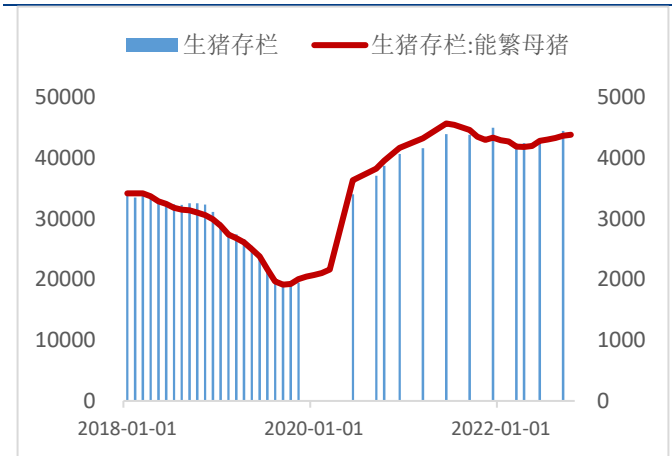
资源来源：Wind，中航证券研究所

图16 猪料比价



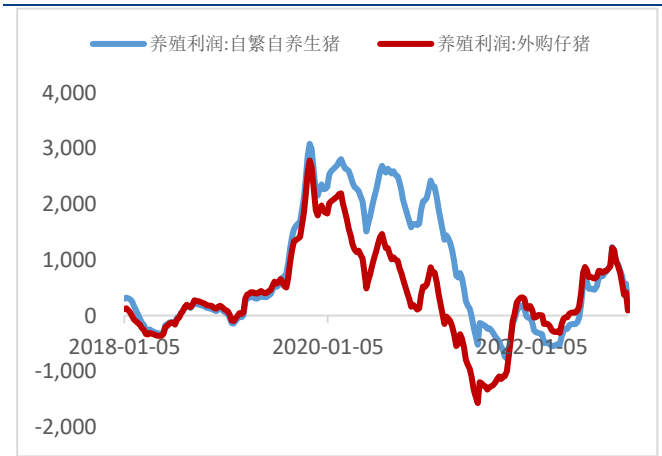
资源来源：Wind，中航证券研究所

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

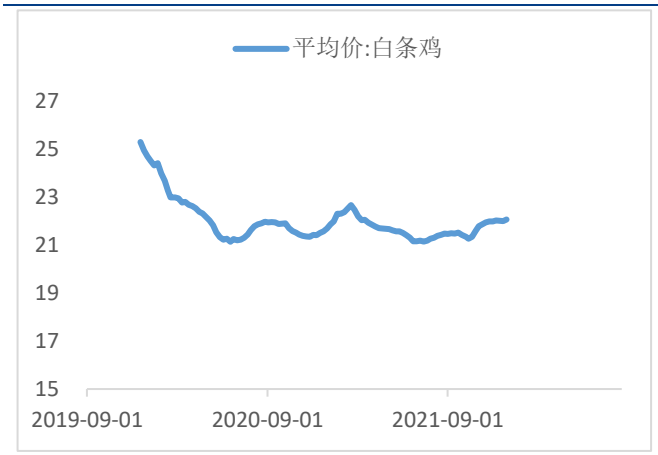
（三）禽产业

禽价格：主产区白羽肉鸡平均价周环比跌 0.3%，肉鸡苗平均价周环比持平。

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 0.21 元/羽。

图19 白条鸡价格（元/公斤）



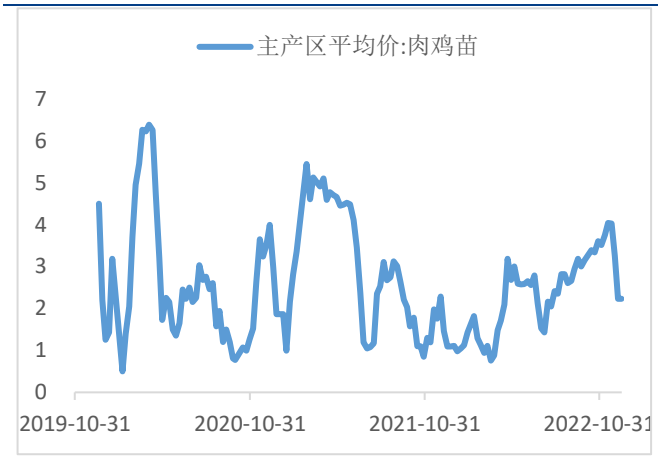
资源来源：Wind，中航证券研究所

图20 白羽肉鸡平均价（元/公斤）



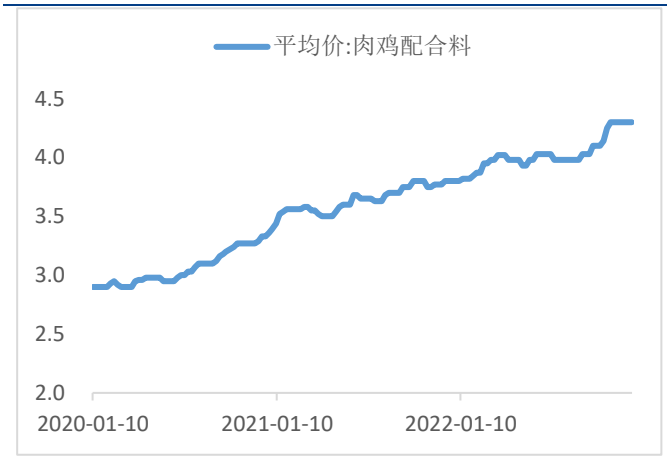
资源来源：Wind，中航证券研究所

图21 肉鸡苗平均价（元/羽）



资源来源：Wind，中航证券研究所

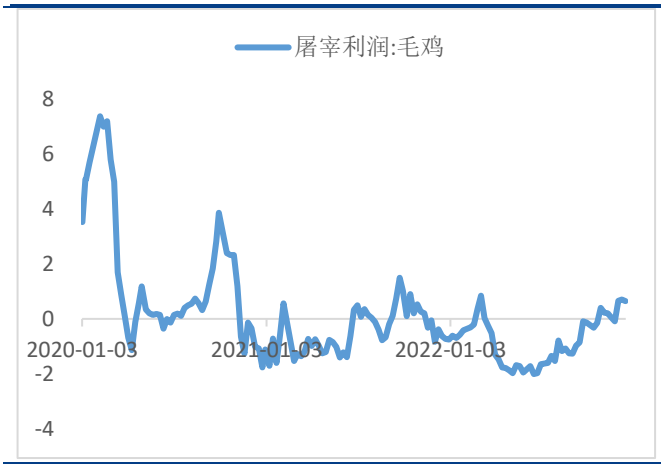
图22 肉鸡配合饲料价格（元/公斤）



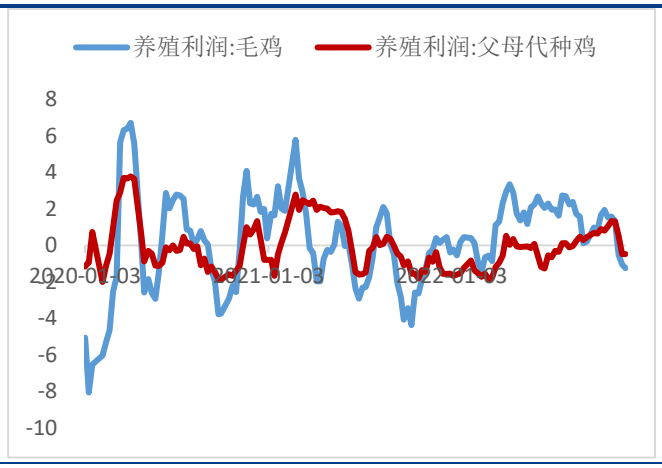
资源来源：Wind，中航证券研究所

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



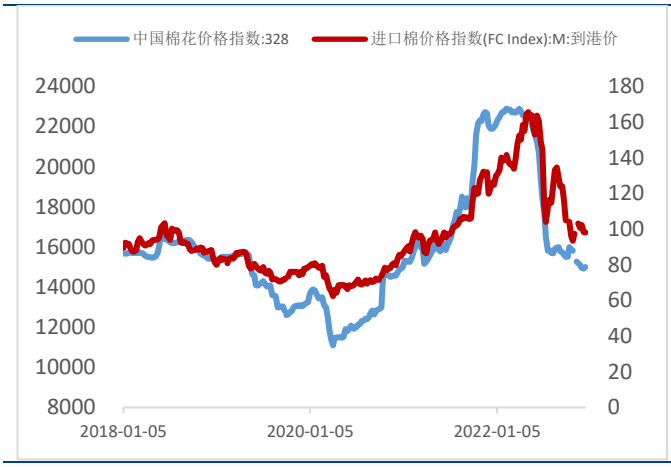
资源来源：Wind，中航证券研究所

（四）其他农产品

棉花价格：国棉价格指数 328 周环比涨 0.5%，进口棉价格指数较上期跌 0.02%。

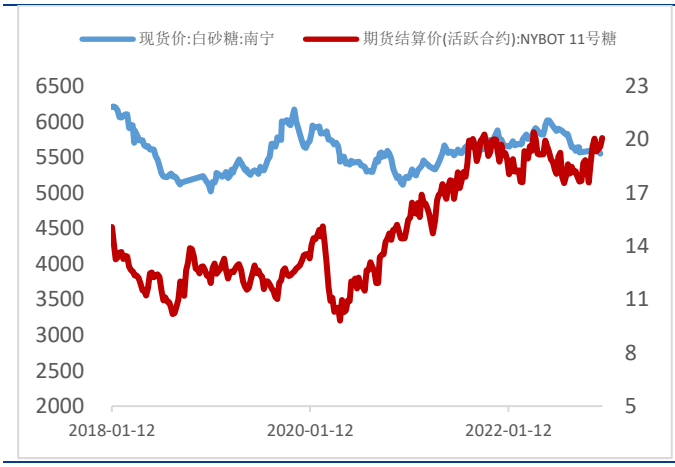
糖价格：南宁白糖现货价周环比涨 3.1%，NYBOT11 号原糖价周环比涨 2.5%。

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