2023 年 01 月 28 日
证券研究报告|行业研究|行业点评

农林牧渔

行业周观点：春节种养殖行情支持板块催化

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（0.61 %），申万行业排名（26/31）；

上证指数（2.18 %），沪深 300（2.63 %），中小 100（2.84 %）；

涨幅前五	隆平高科	ST 中基	华资实业	民和股份	瑞普生物
	8.6%	8.1%	6.2%	6.2%	5.5%
跌幅前五	正邦科技	道道全	佳沃食品	益客食品	福成股份
	-15.6%	-8.3%	-6.0%	-5.8%	-5.7%

◆ 简要回顾观点

行业周观点:《把握产能去化中的生猪板块机会》、《种业业务年度数据强势，有望延续》、《海外禽流感催化，白鸡周期演绎加速》。

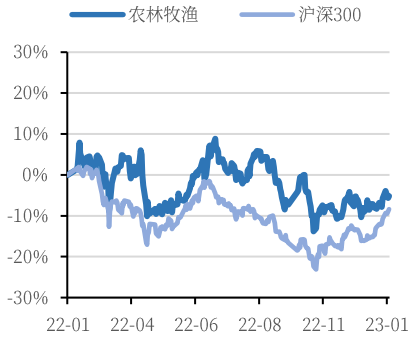
◆ 本周核心观点

春节期间，生猪价格小幅反弹行情仍低迷，产能去化支持养殖板块演绎。外盘粮食大宗受供需和俄乌局势催化走强，种植板块有望支撑。白羽鸡、鳗鱼等品种价格节前走强，相关标的受益。

1）生猪养殖：春节期间价格反弹，行情仍低迷，去化撑预期。春节期间生猪价格小幅反弹。据涌益资讯，截至 1 月 27 日，生猪样本全国均价 15.12 元/公斤，较节前涨 4.2%。整体行情仍显低迷，养殖仍处亏损区间。截至 1 月 20 日，生猪自繁自养和外购仔猪养殖利润分别为-317.8、-397.90 元/公斤。节后需求收缩，行情或延续低迷，养殖亏损下，产能去化料持续。考虑仔猪腹泻、非瘟等季节性疾病高发、存活率下降，远期供给或进一步收缩，支撑未来生猪行情。建议把握产能去化中生猪板块机会。**建议关注：**【温氏股份】、【牧原股份】、【巨星农牧】、【傲农生物】等。

2）种植种业：春节期间外盘粮食大宗行情整体走强，关注一号文件和种业振兴相关政策落地给种业板块带来的催化。截至 1 月 27 日，CBOT 玉米、小麦、大豆连续合约较当周一分别涨 2.5%、3.8%、1.4%。消息面

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：把握产能去化中的生猪板块机会 —2023-01-15

行业周观点：猪企出栏节奏分化，关注产能调减催化 —2023-01-08

2023 年农林牧渔行业策略：变局中的确定性，行业细分看点多 —2023-01-03

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

上，俄乌局势在春节期间持续催化。德国政府 25 日发布通报称，德国将继续加大对乌克兰的军事支持，决定向乌方提供“豹 2”主战坦克。此外乌克兰谷物协会主席表示由于农户削减播种面积，预计 23 年该国玉米产量不会超过 1800 万吨（21 年产量 4211 万吨），小麦产量不会超过 1600 万吨（21 年产量 3218 万吨）。种植行情有望带动种业景气，叠加生物育种产业化推进，关注种业板块机会。中央农村工作会议上强调“要抓住耕地和种子两个要害”“把种业振兴行动切实抓出成效，把当家品种牢牢攥在自己手里”。我们认为，随着 23 年一号文件和种业振兴相关政策落地，种业板块或得到进一步催化。**建议关注：**【大北农】、【隆平高科】、【登海种业】等。

3）白羽肉鸡、鳗鱼行情节前走强，关注相关标的。白鸡方面，据博亚和讯，截至 1 月 20 日，白羽肉鸡均价 8.50 元/公斤，周环比涨 2.04%；鸡苗均价 2.92 元/羽，周环比涨 1.01 元/羽。鳗鱼方面，据中国鳗鱼网，截至 1 月 13 日，中国大陆日本鳗和美洲鳗（2.5P）流通均价为 95 元/公斤、74 元/公斤，周环比涨 18.8%、6.5%。建议关注：【圣农发展】、【益生股份】、【天马科技】等。

【养殖产业】

12 月生猪销售情况：量上，从 11 家上市猪企销售数据看，12 月出栏生猪销量共计 1207.8 万头，环比增加 14.8%。各上市公司出栏节奏出现化，牧原、傲农月环比分别增 16.6%、14.0%，温氏上月出栏加速后本月有所收缩，环比-4.6%。**价上，**猪企出栏整体加速，因腌腊消费兑现后，整体消费不及预期，行情较为疲软。据涌益资讯，截至 12 月 31 日生猪全国均价 18.9 元/公斤，月跌幅 21.35%。披露上市猪企销价环比也有 20%左右的跌幅。**出栏均重上，**腌腊需求高峰过去，大猪有所消化，叠加行情走低，出栏均重趋势下行。主要上市猪企牧原和温氏销售均重分别环比减 4.5%、2.8%。**利润上，**年末需求高峰过去，生猪行情走低，养殖回到亏损区间。据 iFinD 资讯，截至 12 月 30 日生猪自繁自养利润、外购仔猪养殖利润猪养殖利润分别为-44.3 元/头、-175.97 元/头。

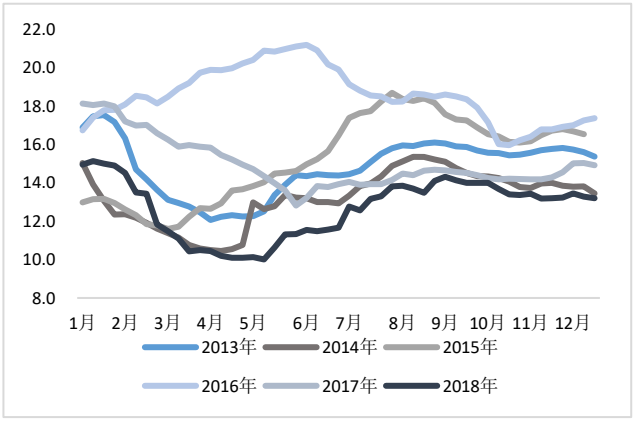
2022年12月生猪上市企业销售情况追踪

	12月生猪出栏（万头）			1-12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）	
	12月	环比	同比	1-12月	同比	出栏目标	完成度	均价	环比	同比	均重	环比
牧原股份	602.7	16.6%	19.9%	6120.10	52.0%	6100	100%	18.61	-20.2%	26.2%	117.5	-4.5%
温氏股份	187.32	-4.6%	52.7%	1790.86	35.5%	1800	99%	18.8	-22.0%	16.0%	121.8	-2.8%
新希望	156.69	-7.3%	46.2%	1461.39	46.5%	1400	104%	18.76	-19.5%	28.0%	97.8	10.7%
天邦食品	48.38	5.1%	31.6%	442.15	3.3%	450	98%	19.35	-27.4%	23.6%	95.0	0.1%
正邦科技	48.71	64.7%	-39.5%	844.65	-43.4%	800	106%	18.86	-17.8%	24.3%	136.7	8.8%
傲农生物	51.31	14.0%	23.1%	518.93	59.9%	550	94%	-	-	-	-	-
大北农	55.31	11.9%	22.0%	443.12	2.9%	450	98%	19.25	-10.4%	42.3%	131.3	3.9%
唐人神	28.84	21.1%	130.4%	215.79	31.9%	200	108%	-	-	-	-	-
天康生物	19.88	11.8%	35.0%	202.72	26.4%	220	92%	17.95	-20.8%	29.4%	121.4	-3.2%
金新农	3.91	-69.8%	-81.0%	125.64	17.5%	130	97%	21.43	-9.3%	37.1%	-	-
东瑞股份	4.78	-13.2%	19.8%	52.03	41.5%	60	87%	24.47	-10.1%	21.5%	97.5	-1.3%

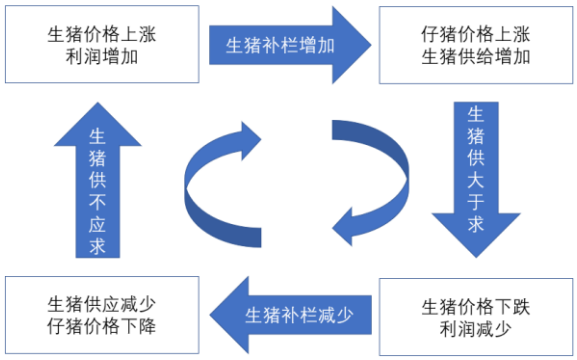
数据来源：wind，公司公告，中航证券研究所农业组整理

图1 猪价季节波动（单位：元/公斤）

图2 生猪周期博弈逻辑



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。

肉鸡方面：供需支撑白羽肉鸡行情改善。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，按扩繁周期推演，白鸡供应峰值过去，压力有望缓解；此外，22 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。**欧美等主要引种国家相继爆发禽流感。22 年祖代更新量 91 万套，同比下降 32% 。**3）消费或边际改善。**疫情影响有望边际缓和，外食、团餐逐步恢复有望提振白鸡消费需求。

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。

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。

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

生猪企业维持较好利润，禽养殖有望向好演绎，将带动饲料需求。此外，饲料

产业 “综合服务”、“养殖延伸”和“酒糟饲料”的趋势将增添新看点。

建议关注：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。

【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。22 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，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，南美干旱、俄乌冲突等因素推动上游大豆等油料行情。未来核心驱动走弱，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（2023.1.14-2023.1.27）

（一）农林牧渔本期表现

本期（2023.1.14-2023.1.27）上证综指收于 3264.81，本周涨 2.18 %；沪深 300 指数收于 4181.53，本周涨 2.63 %；本期申万农林牧渔行业指数收于 3366.50，本周涨 0.61 %，在申万 31 个一级行业板块中涨跌幅排名居第 26 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 1.81%、

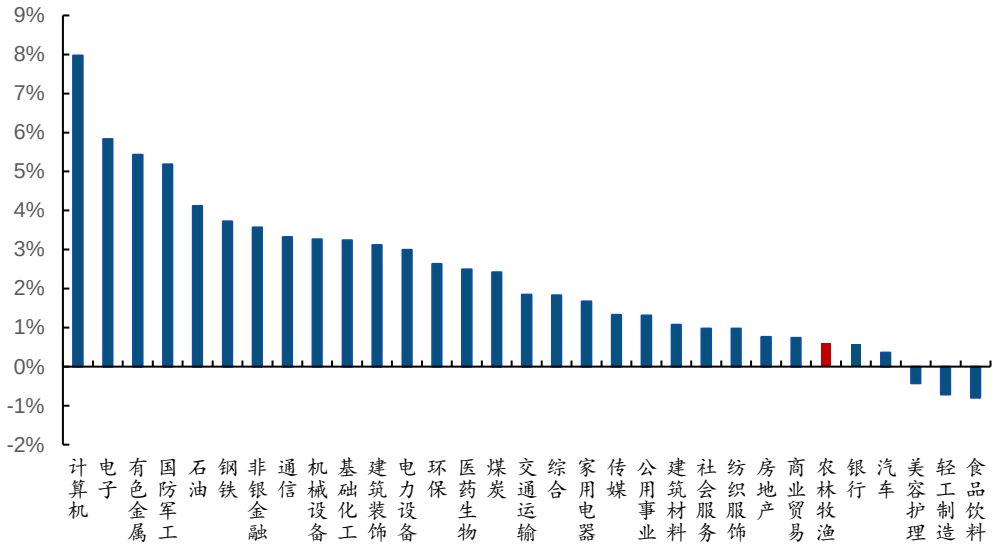
-0.39%、4.24%、0.25%、0.25%、0.00%、0.94%、0.00%。

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	1.81%	-0.39%	4.24%	0.25%	0.25%	0.00%	0.94%	0.00%	0.61%	2.84%	2.63%
月初至今涨跌	10.40%	1.05%	2.76%	-7.51%	3.46%	0.00%	2.00%	0.00%	2.18%	7.06%	8.00%
年初至今涨跌	10.40%	1.05%	2.76%	-7.51%	3.46%	0.00%	2.00%	0.00%	2.18%	7.06%	8.00%
收盘价	5,538.20	3,718.48	3008.47	878.63	5926.54	1968.06	2550.88	1126.44	3366.50	7858.43	4181.53

资料来源：iFinD，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：iFinD，中航证券研究所

二、重要资讯

（一）行业资讯

1、农业农村部：春节后生猪养殖可能进入阶段性亏损，猪价走低趋势明显

1月18日上午，国务院新闻办公室举行2022年农业农村经济运行情况新闻发布会。农业农村部总农艺师、发展规划司司长曾衍德等介绍了2022年农业农村经济运行情况，并答记者问。曾衍德指出，2022年是极不平凡的一年。农业农村部、国家乡村振兴局认真贯彻习近平总书记重要讲话和重要指示批示精神，落实党中央、国务院决策部署，有效应对新冠疫情和严重自然灾害，全力以赴保供给，攻坚克难守底线，凝心聚力促振兴，全面完成年度目标任务，为经济社会大局稳定提供了坚实基础和有力支撑。

粮食生产再获丰收，供给安全基础持续稳固。其中，生猪生产稳定发展。2022年底全国能繁母猪存栏量略高于产能调控绿色合理区域上限。全年猪肉产量5541万吨、比上年增长4.6%。同时，牛羊禽肉、牛奶、水产品全面增产，蔬菜水果供应量足价稳。

2、乌克兰粮食协会：预计今年玉米和小麦产量分别不超1800万吨和1600万吨

据新浪，乌克兰粮食协会表示，由于种植减少，预计该国2023年的玉米和小麦产量将分别不超过1800万吨和1600万吨。

（二）公司资讯

1、牧原股份：饲料原材料价格上涨对生猪养殖完全成本影响在0.9元/kg左右，当前PSY在27左右

1月19日，牧原股份在互动平台上表示，公司2022年12月底生猪养殖完全成本略低于15.5元/kg，相比于年初有明显下降。2022年饲料原材料价格上涨对公司生猪养殖完全成本影响在0.9元/kg左右；2022年公司共销售生猪6,120.1万头，仔猪555.8万头。2022年以来公司PSY有所提升，当前PSY在27左右。从公司全程成活率、PSY、日增重等指标来看，公司成本仍有进一步挖潜空间。

2、正邦科技：公司股票可能被实施退市风险警示

1月17日，正邦科技发布公告称，经公司财务部门测算，预计2022年度期末净资产为负值，公司可能被深圳证券交易所实施退市风险警示。公司已启动预重整，但公司能否进入重整程序存在不确定性。

3、益生股份：2023年2月公司父母代鸡苗报价70多元/套

益生股份1月20日在互动平台表示，据中国畜牧业协会统计，2022年我国白羽鸡祖代鸡苗更新量为96.3万套，同比下降24.5%。其中国内自繁祖代鸡苗占比约65%。

2023 年 2 月公司父母代鸡苗报价 70 多元/套。

4、海大集团：2022 年海大集团营收超 1000 亿元

近日，海大集团发布业绩预告，预计 2022 年营业收入超过 1000 亿元，实现净利润在 28 亿元-31 亿元之间，同比增长 75.43%-94.23%。

5、新希望：2022 年销售饲料超 2800 万吨

1 月 19 日，牧原股份在互动平台上表示，公司 2022 年 12 月底生猪养殖完全成本略低于 15.5 元/kg，相比于年初有明显下降。2022 年饲料原材料价格上涨对公司生猪养殖完全成本影响在 0.9 元/kg 左右；2022 年公司共销售生猪 6,120.1 万头，仔猪 555.8 万头。2022 年以来公司 PSY 有所提升，当前 PSY 在 27 左右。从公司全程成活率、PSY、日增重等指标来看，公司成本仍有进一步挖潜空间。

三、农业产业动态

（一）粮食种植产业

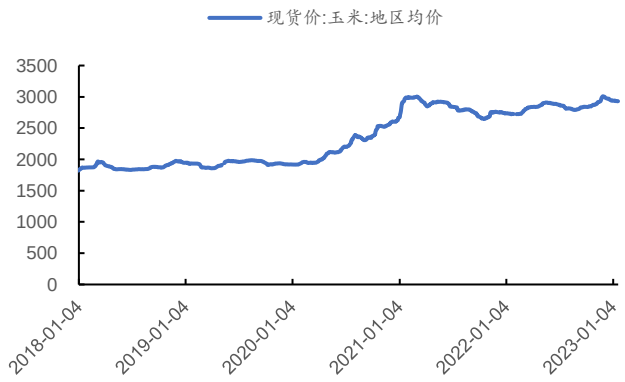
玉米：玉米现货平均价周环比跌 0.09%，玉米期货价格周环比跌 0.24%。

小麦：小麦现货平均价周环比持平。

大豆：大豆现货平均价周环比跌 0.88%，CBOT 大豆期货价格周环比跌 1.28%。

豆粕：豆粕现货平均价周环比跌 0.90%，豆粕期货价格周环比跌 1.92%。

图5 玉米现货平均价（元/吨）



资源来源：iFinD，中航证券研究所

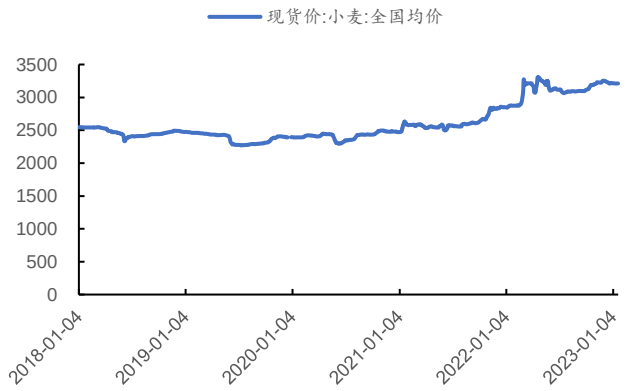
图6 黄玉米期货收盘价（元/吨）



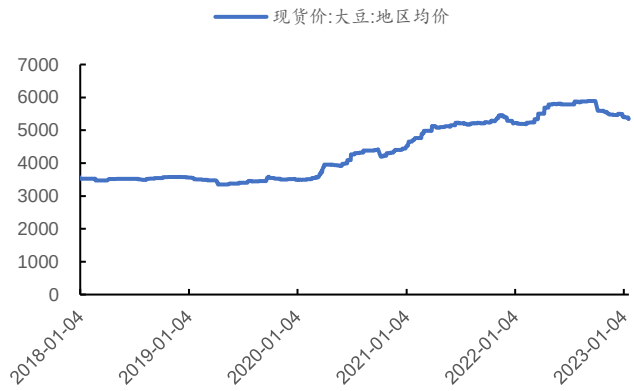
资源来源：iFinD，中航证券研究所

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：iFinD，中航证券研究所



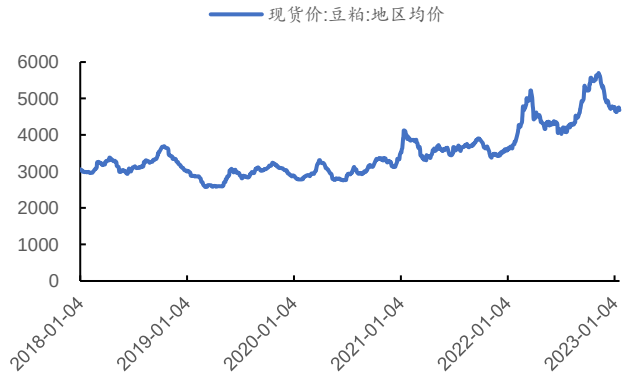
资源来源：iFinD，中航证券研究所

图9 CBOT 大豆期货收盘价（元/吨）



资源来源：iFinD，中航证券研究所

图10 豆粕现货平均价（元/吨）



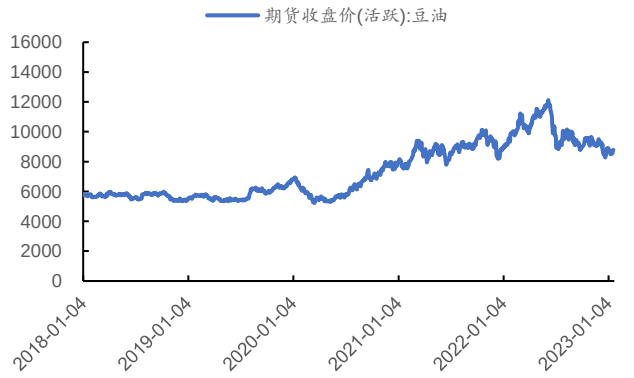
资源来源：iFinD，中航证券研究所

图11 豆粕期货收盘价（元/吨）



资源来源：iFinD，中航证券研究所

图12 豆油期货收盘价（元/吨）



资源来源：iFinD，中航证券研究所

（二）生猪产业

生猪价格：二元母猪均价周环比跌 2.06%。

饲料价格：育肥猪配合饲料均价周环比持平。

养殖利润：自繁自养利润周环比涨 11.26%，外购仔猪养殖利润周环比涨 4.9%。

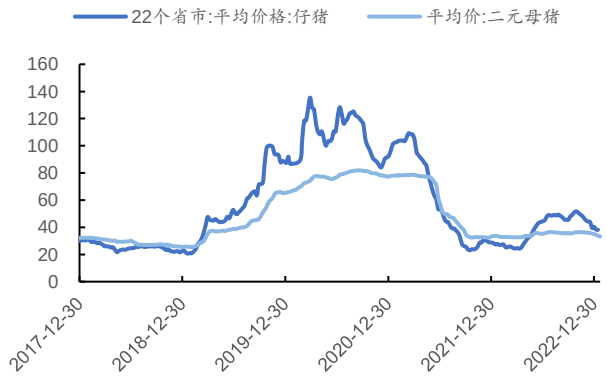
注：全国外三元生猪市场价参考中国养猪网

图13 全国生猪价格（元/公斤）



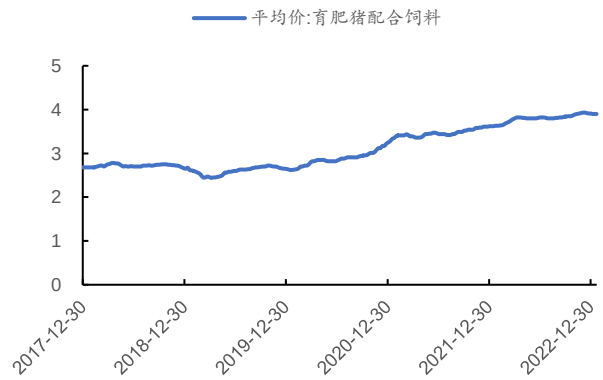
资源来源：iFinD，中航证券研究所

图14 全国仔猪、二元母猪价格（元/公斤）



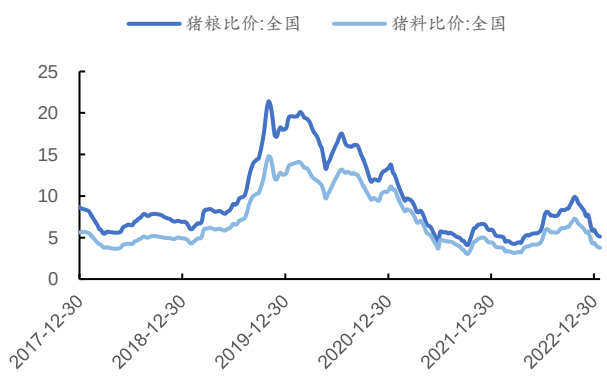
资源来源：iFinD，中航证券研究所

图15 育肥猪配合饲料平均价（元/公斤）



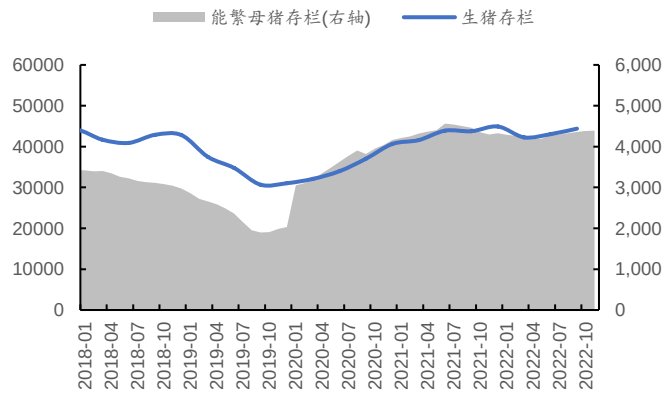
资源来源：iFinD，中航证券研究所

图16 猪料比价



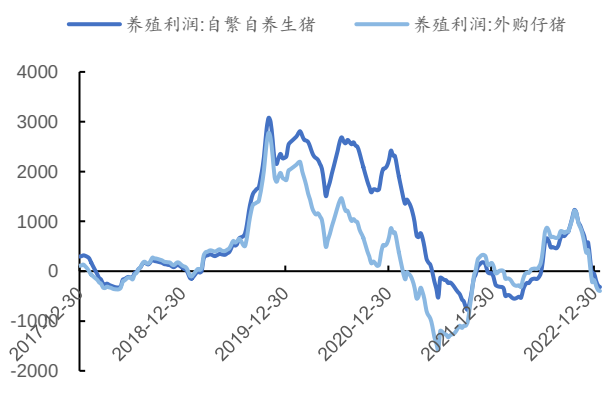
资源来源：iFinD，中航证券研究所

图17 生猪、能繁母猪存栏量（万头）



资源来源：iFinD，中航证券研究所

图18 养殖利润（元/头）



资源来源：iFinD，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 2.04%,白条鸡平均价周环比涨 0.45%,肉鸡苗平均价周环比涨 52.88%。

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涨 1.56 元/羽。

图19 白条鸡平均价（元/公斤）



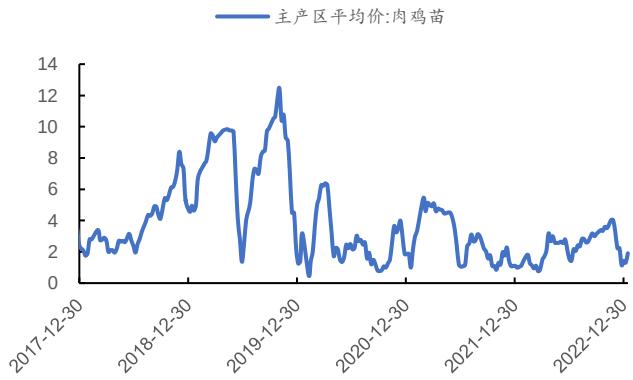
资源来源：iFinD，中航证券研究所

图20 白羽肉鸡平均价（元/公斤）



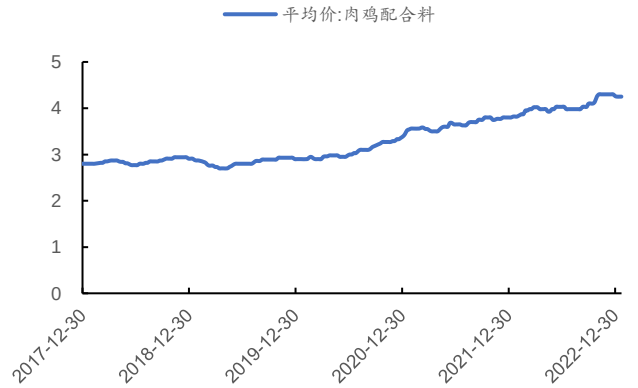
资源来源：iFinD，中航证券研究所

图21 肉鸡苗平均价（元/羽）



资源来源：iFinD，中航证券研究所

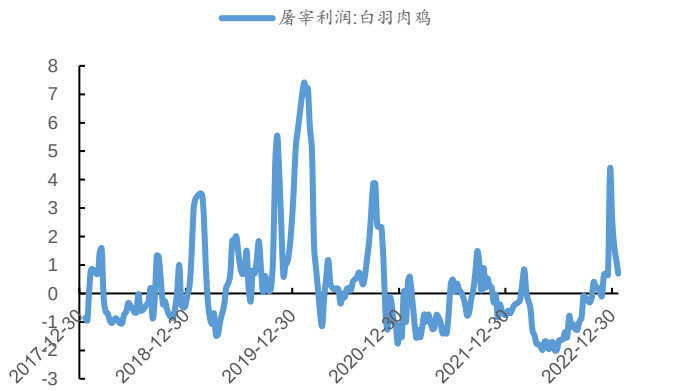
图22 肉鸡配合饲料价格（元/公斤）



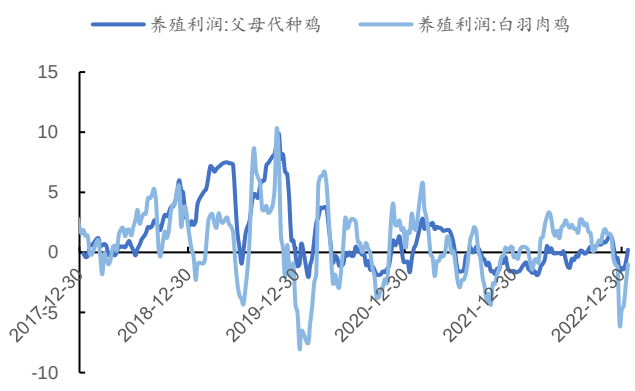
资源来源：iFinD，中航证券研究所

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：iFinD，中航证券研究所



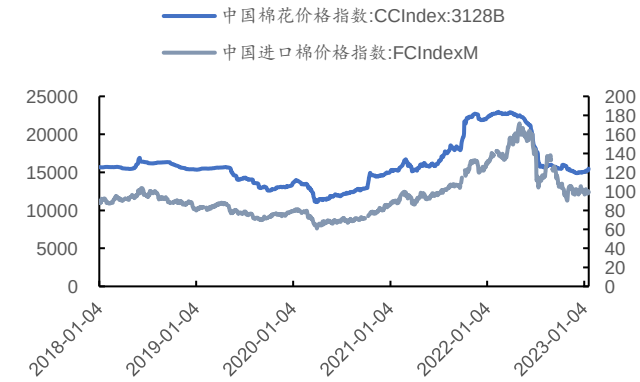
资源来源：iFinD，中航证券研究所

（四）其他农产品

棉花价格：国棉价格指数 3128B 周环比涨 1.75%，进口棉价格指数周环比涨 0.95%。

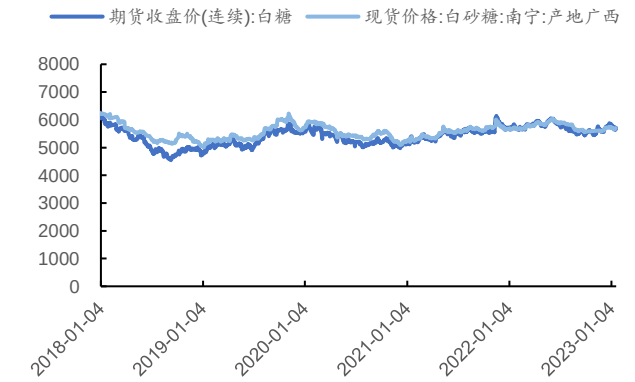
糖价格：南宁白砂糖现货价较前一期跌 0.79%，白糖期货价较前两期跌 0.67%。

图25 国棉（元/吨）与进口棉价格指数（美分/磅）



资源来源：iFinD，中航证券研究所

图26 白砂糖现货（元/吨）与白糖期货（元/吨）



资源来源：iFinD，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