

农林牧渔

农业周观点：能繁母猪正常保有量调降，去产能逻辑强化

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 (-0.20%)，申万行业排名 (24/31)；

上证指数 (0.74%)，沪深 300 (1.38%)，中小 100 (4.37%)；

涨幅前五	华资实业	金健米业	农发种业	秋乐种业	双塔食品
	16.2%	12.1%	11.9%	11.8%	10.1%
跌幅前五	中基健康	*ST 天山	万辰集团	巨星农牧	佩蒂股份
	-6.7%	-5.7%	-5.7%	-4.7%	-4.7%

◆ 简要回顾观点

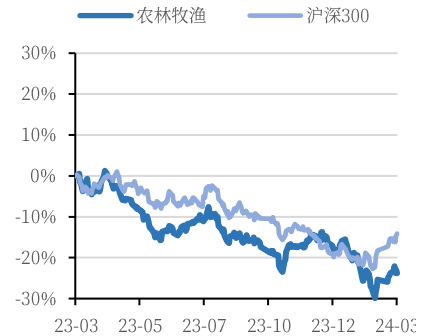
行业周观点：《节后猪价下探，仔猪行情难改去化趋势》、《备货需求抬升，生猪行情仍望催化》、《肉鸡和生物育种的两个催化》。

◆ 本周核心观点

近日，农业农村部印发《生猪产能调控实施方案（2024 年修订）》，《方案》做了全国能繁母猪正常保有量调减等相关修改。我们认为，方案有利于保障生猪产业长期稳定发展，推动行业能繁母猪产能合理调减，生猪板块去产能逻辑有望强化。

新版方案发布，保障产业稳定发展。3月1日，农业农村部官网公告关于印发《生猪产能调控实施方案（2024 年修订）》（以下简称《方案》）的通知。《方案》贯彻了 24 年一号文件“促进畜牧业稳定发展”的精神，落实了“完善生猪产能调控实施方案，适度放宽调控绿色区间下限”等相关要求。新版《方案》主要做了以下修订：1) 将全国能繁母猪正常保有量目标从 4100 万头调整为 3900 万头。2) 将能繁母猪存栏量正常波动（绿色区域）下限从正常保有量的 95%调整至 92%。同时，《方案》优化了地方生猪稳产保供责任落实，强化了引导生产和市场预期等重点举措，完善了监测预警、产能调控等保障措施。我们认为，新版行动方案是应对行业变化及时有力措施，有助于保障生猪产业长期健康稳定发展，推动行业能

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 分析师

SAC 执业证书：S0640523080001

联系电话：010-59562522

邮箱：chenyyjs@avicsec.com

相关研究报告

农业周观点：节后猪价下探，仔猪行情难改去化趋势 —2024-02-25

农业周观点：春节期间行情变化支持养殖链催化 —2024-02-19

农业周观点：猪价回暖不改去化趋势，增配生猪板块 —2024-02-05

繁母猪产能合理调减。19年非洲猪瘟影响以来，生猪行业产能不断恢复，效率不断提高。据涌益资讯，截至2023年涌益样本规模场生猪指标MSY为18.72，同比增长3.1%，较19年提高17.1%。意味着，一定量的行业能繁母猪保有对应出栏生猪也在逐年增加，而整体市场猪肉消费需求相对稳定，同样数量的产能保有就会偏高。新《方案》的出台给了行业新的科学指引。

能繁存栏偏高，产能去化趋势不改。截至24年1月，官方全国能繁母猪存栏量为4067万头。按照本次新修订的《方案》，全国能繁母猪正常保有量为3900万头，当前产能是正常保有量的104.3%，处于绿色区间。但当前行业产能仍较正常保有目标高167万头，且距离黄色调控区间（正常保有量105%—110%）接近，意味着行业能繁母猪合理调减仍需重视，产能去化趋势不改。此外，本周仔猪行情有所缓和，截至24年2月29日当周，涌益样本规模场15公斤仔猪出栏均价555元/头，周环比降7.96%，养殖利润回归，有望进一步推动产能调减。

去化逻辑望强化，建议逢低积极配置。我们认为，生猪行情远期预期和板块推动的核心驱动仍是行业能繁母猪产能的调降。生猪行业已经积累了较大的经营压力，未来行情仍难言强势，有望推动行业产能持续调减，建议在估值性价比区间积极配置。交易上，建议关注：国内具有明显成本优势的规模养殖龙头【牧原股份】、稳健扩产降本提效的【温氏股份】，具有养殖扩张、优化潜力的【巨星农牧】、【华统股份】等。

【养殖产业】

1月猪企销售情况：量上，从已公告10家猪企销售数据看，24年1月生猪销量共计711.57万头，环比减少0.71%。其中，东瑞股份、新希望环比上涨，涨幅为67.5%、24.1%；天邦食品、温氏股份本月出栏环比下降，降幅17.0%、11.1%。价上，腌腊旺季及元旦备货过后消费萎缩，但1月供应端有明显增量，故而供应端压力凸显，利空中上旬价格明显回落。据涌益咨询，24年1月份全国生猪出栏均价14.27元/公斤，较上月下跌0.07元/公斤，月环比降幅0.49%，年同比降幅3.25%。出栏均重上，24年1月各养殖主体整体出栏节奏较快，一是价格处于成本之下，养殖主体降重减亏，二是因临近春节销售空窗期，受此影响，月内生猪交易均重呈下滑表现。据涌益咨询，1月全国生猪出栏均重123.31公斤，较12月下降0.49公斤，月环比降幅0.40%。养殖利润上，行业养殖利润延续亏损。据iFinD数据，截至24年2月9日，自繁自养和外购仔猪养殖利润分别为-108.15元/头，34.62元/头。

2024年1月生猪上市企业销售情况追踪

	1月生猪出栏（万头）			出栏均价（元/公斤）			出栏均重（公斤/头）	
	1月	环比	同比	均价	环比	同比	均重	环比
温氏股份	263.74	-11.1%	66.2%	13.76	0.4%	-6.6%	116.9	3.1%
新希望	172.48	17.0%	33.6%	13.30	1.8%	-10.7%	94.1	-1.0%
天邦食品	70.15	-17.0%	83.1%	12.92	-3.8%	-10.8%	70.5	-13.6%
正邦科技	42.98	-6.1%	-23.9%	12.69	6.5%	-0.2%	132.4	2.3%
大北农	63.50	4.0%	30.4%	13.66	1.8%	-5.2%	114.6	-2.8%
唐人神	32.82	-8.6%	24.4%	-	-	-	-	-
天康生物	23.21	-17.0%	45.9%	13.07	-0.9%	-6.8%	112.1	3.2%
金新农	13.32	34.1%	165.9%	13.46	0.6%	-5.9%	75.9	-20.0%
东瑞股份	5.78	67.5%	-27.8%	15.36	-5.1%	-17.7%	96.9	-9.9%
华统股份	23.59	2.3%	45.8%	13.81	0.1%	-11.2%	109.6	-6.7%

数据来源：iFinD，公司公告，中航证券研究所农业组整理

交易上，鉴于生猪养殖行业经营压力仍较大，行业难言强势，产能去化仍望延续，关注生猪板块的机会。建议关注，国内具有明显成本优势的规模养殖龙头【牧原股份】、稳健扩产降本提效的【温氏股份】，具有养殖扩张、优化潜力的【巨星农牧】、【华统股份】等。

肉鸡方面：产能下滑趋势已成，白鸡景气有望兑现。整体量上，22年受海外禽流感疫情等影响，我国祖代引种受阻，形成缺口。据博亚和讯，2022年祖代更新总量88.83万套，同比下降33%。结构上，22年祖代存栏中科宝和SZ901分别增至39.96%、26.79%。由于种群体质和养殖配套等因素，祖代的生产效率整体偏低。量和结构因素决定产能下滑趋势，随着代次的传导，白鸡行情有望演绎兑现。

建议关注：白羽肉鸡养殖、屠宰、食品加工全链一体化企业【圣农发展】、白羽肉鸡种苗龙头【益生股份】等。

建议持续关注养殖周期给动保板块带来的投资机会。理由如下：1) 动保行业有望伴随养殖经营改善复苏。从历史看，周期养殖利润较好的年份动保销售额都较高。2) 动保行业竞争优化。行业周期叠加新版GMP验收，落后产能退出，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。22年8月，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。目前已有公司向农业农村部提交了兽药应急评价申请，相关评审工作正在进行。

建议关注：关注国内动保头部优势企业【中牧股份】、【生物股份】、非瘟疫苗等多线研发创新进展的【普莱柯】、【金河生物】等。

饲料行业，上游原料周期缓和成本压力，下游养殖周期带动饲用需求。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】

地缘政治扰动下重视全球粮食供需。根据 USDA 报告对 23/24 年度全球粮食供需的最新预测，新增 2023/24 年度小麦、水稻、玉米、大豆预期产量均有调整。

【小麦】预计 2023/24 年全球小麦供应、消费、贸易上调，而期末库存下调。由于初始库存和产量增加，全球供应量增加了 50 万吨，达到 10.57 亿吨，主要是因为伊拉克和阿根廷的产量增加。全球消费量增加了 110 万吨，达到 7.98 亿吨，主要用于印度更大规模的食物、种子和工业（FSI）用途，印度政府正在继续出售储备以应对价格上涨。世界贸易增加了 120 万吨，达到 2.11 亿吨，乌克兰、阿根廷、澳大利亚和土耳其的出口增加，抵消了英国和巴西出口的减少。由于印度、中国和乌克兰的库存减少，预计 2023/24 年期末库存减少 70 万吨，至 2.60 亿吨，为 2015/16 年以来的最低水平。

【水稻】2023/24 年度全球水稻供应和消费增加，贸易适度增加，期末库存下调。全球总供应量增加了 70 万吨，达到 6.90 亿吨，主要是由于印尼和越南的初始库存增加。随着斯里兰卡从两年的低产量中复苏，供应量也因产量的增加而增加。2023/24 年世界消费量增加了 80 万吨，达到创纪录的 5.23 亿吨，其中印尼、沙特阿拉伯和菲律宾的消费量增长最快。由于巴基斯坦和美国的出口增加，2023/24 年全球贸易量增加了 10 万吨，达到 5160 万吨。由于中国库存减少至 2016/17 年以来的最低水平，印尼、印度和泰国的库存增加部分抵消了中国库存的减少，预计全球期末库存小幅下降 10 万吨，至 1.67 亿吨，主要由于中国的减少和印度尼西亚的增加。

【玉米】2023/24 年度全球玉米产量和期末库存有所下调。2023/24 年全球玉米总产量减少 316 万吨，达 12.33 亿吨，主要由于中国、印度和巴拉圭的产量增加，远远抵消了巴西的减产。2023/24 年全球玉米期末库存为 3.22 亿吨，减少了 316 万吨。

【大豆】2023/24 年度全球大豆期末库存上调增加、产量和出口下调。2023/24 年全球 2023/24 年度大豆产量下调 77 万吨，调至 3.98 亿吨，因阿根廷、美国、俄罗斯、中国、巴拉圭和玻利维亚的产量预测上调被巴西产量下调所抵消。2023/24 年全球大豆出口减少 37 万吨，至 1.71 亿吨，原因是美国的出货量减少。由于美国和巴西的库存增加，2023/24 年全球大豆期末库存增加了 14 万吨，达到 1.16 亿吨。

种植板块重点关注种业振兴。政策上，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》，种业振兴系列政策持续推进。

技术上，生物育种商业化不断推进。2023年10月，农业农村部公示第五届全国农作物品种审定委员会第四次审定会议初审通过转基因玉米、大豆品种，相关品种通过审定，落地推广在即。

交易上，种业振兴下行业扩容和格局重塑有望持续演绎。建议关注，生物育种优势企业【大北农】、【隆平高科】，以及优势品种企业【登海种业】。

【宠物产业】

宠物食品赛道短长逻辑兼具。1) 短期上，我国较多宠物食品企业有相当部分出口业务，进口国汇率走强有利于宠物海外需求提升。2) 长期上，宠物经济趋势不改，国内宠物食品企业纷纷扩增产能、加码自主品牌建设，产销扩增和品牌溢价将支持国内宠物食品企业未来成长逻辑。

建议关注：国内宠物食品领跑者【乖宝宠物】、【中宠股份】、【佩蒂股份】等。

风险提示：消费复苏不及预期，政策变化和技术迭代等。

一、市场行情回顾（2024.02.24-2024.03.01）

（一）农林牧渔本期表现

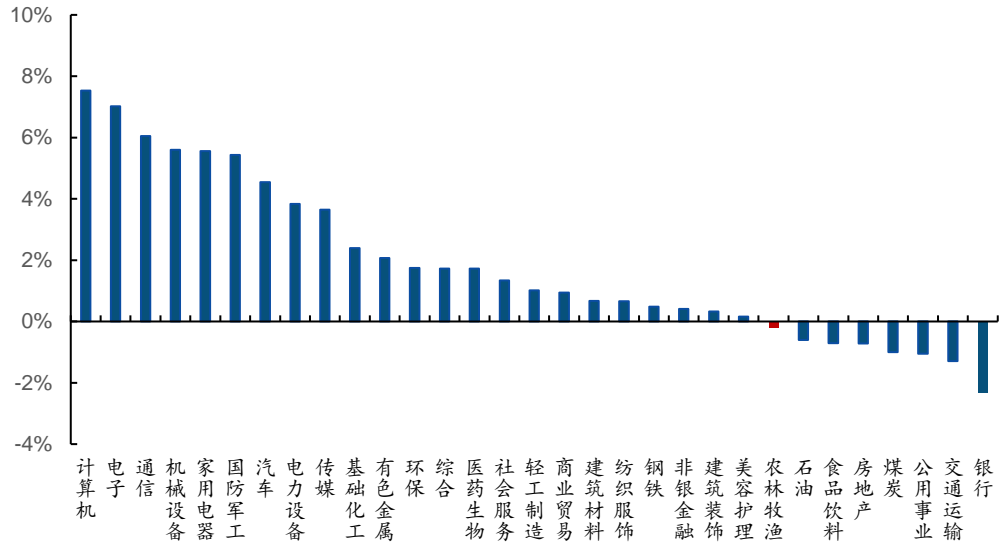
本期（2024.02.24-2024.03.01）上证综指收于 3027.02，本周涨 0.74%；沪深 300 指数收于 3537.80，本周涨 1.38%；本期申万农林牧渔行业指数收于 2592.91，本周跌 0.20%，在申万 31 个一级行业板块中涨跌幅排名 24 位，二级板块动物保健、畜禽养殖、种植业、渔业、饲料、农产品加工的周涨跌幅分别为 0.77%、-1.20%、2.47%、-0.05%、-1.20%、2.18%。

图1 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	农产品加工	农林牧渔, 申万	中小 100	沪深 300
近一周涨跌	0.77%	-1.20%	2.47%	-0.05%	-1.20%	2.18%	-0.20%	4.37%	1.38%
月初至今涨跌	-0.36%	-1.27%	-1.07%	0.09%	-1.23%	-1.04%	-1.12%	1.04%	0.62%
年初至今涨跌	-20.41%	-8.01%	-4.85%	-19.45%	-12.75%	-6.59%	-9.41%	-3.03%	3.11%
收盘价	3,814.82	3,014.02	2403.24	697.98	3890.99	2016.68	2592.91	5838.14	3537.80

资料来源：iFinD，中航证券研究所

图2 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、2024 年 1 月未能繁母猪存栏 4067 万头

近日农业农村部、国家发展改革委、商务部、海关总署、国家统计局联合发布 2024 年 1 月份生猪产品数据。2024 年 1 月未能繁母猪存栏 4067 万头，环比下降 1.8%，同比下降 6.9%。2024 年 1 月份规模以上生猪定点屠宰企业屠宰量 3725 万头，环比下降 6.4%，同比上涨 28.6%。

2、华储网：收储 3.31 万吨，放储 0.91 万吨！

27 日，华储网分别发布关于 2024 年 2 月 28 日和 29 日中央储备冻猪肉轮换收储和出库竞价交易有关事项的通知。

出库通知指出，根据前期轮换出入库情况，按照等量轮换的要求，本次轮换出库竞价交易挂牌 0.91 万吨，以实际挂牌为准。目前 2024 年国家已启动 10 轮中央储备冻猪肉放储，累计放储 21.14 万吨。

3、日本东电宣布将于 28 日开始第四轮核污染水排放

当地时间 2 月 26 日，日本东京电力公司宣布，将于 28 日开始对福岛第一核电站的核污染水进行第四次排放。

自去年 8 月至今，东电已进行 3 轮核污染水排海，累计排放约 23400 吨核污染

水。

2011年3月11日，日本东北部海域发生9.0级地震并引发特大海啸，受地震、海啸双重影响，福岛第一核电站大量放射性物质泄漏。

2021年4月13日，日本政府正式决定将核污染水过滤并稀释后排入大海。在日本政府决定启动福岛核污染水排海后，国际社会予以强烈批评和反对。多国人士和媒体指出，日方行为极不负责、危害无穷，敦促其立即撤回排海决定。2023年8月24日，日本不顾国际社会强烈反对，启动了福岛第一核电站核污染水排海。

(二) 公司资讯

1、牧原转债下跌 2.1%，转股溢价率 30.42%

2月28日，牧原转债盘中下跌2.1%，报107.6元/张，成交额7240.75万元，转股溢价率30.42%。

资料显示，牧原转债信用级别为“AA+”，债券期限6年(第一年0.20%、第二年0.40%、第三年0.80%、第四年1.20%、第五年1.50%、第六年2.00%)，对应正股名称为牧原股份，转股开始日为2022年2月21日，转股价46.55元。

2、温氏股份 2023 年净利大降 219.66% 生猪业务深度亏损

27日晚间，温氏股份披露2023年度业绩快报，报告期内公司实现营收899.18亿元，同比增长7.4%；归属于上市公司股东的净利润为-63.29亿元，上年同期为52.89亿元，同比下降219.66%。

3、路德环境：2023 年归母净利润 2779.16 万元，白酒糟生物发酵饲料业务收入增加较明显

路德环境2月26日发布2023年度业绩快报，2023年，公司实现营业总收入3.50亿元，较上年同期增长2.24%；实现归属于母公司所有者的净利润2779.16万元，同比增长7.20%；基本每股收益0.29元。

报告期内，受建筑工程开工减少及杭州亚运会影响，公司工程泥浆处理服务业务收纳、处置的泥浆量减少，同时，公司积极响应环保监管政策，工程泥浆处理尾水处理达标后纳管排放，单方处理成本有所增加，导致该业务业绩下滑明显。

报告期内公司河湖淤泥处理服务业务存在新增订单量少、回款逾期等多种不利因素，导致公司应收账款账龄跨期，信用减值损失计提大幅增加；公司白酒糟生物发酵饲料业务规模的不断扩大，报告期内公司的相关期间费用有所增长。上述费用和损失

的增加影响了公司白酒糟生物发酵饲料业务增长带来的增量收益。

报告期内，公司白酒糟生物发酵饲料业务收入增加较为明显，归属于母公司所有者的净利润和归属于母公司所有者的扣除非经常性损益的净利润较上年同期实现了增长。

4、佩蒂股份：公司在新西兰建设的年产 4 万吨高品质主粮产线即将进入大规模生产和商业化运营阶段

佩蒂股份 2 月 24 日在互动平台表示，公司目前在越南、柬埔寨和新西兰等国均建有大型生产基地，其中越南生产基地建设较早，运营成熟，目前约有 1.5 万吨宠物零食产能；柬埔寨工厂于 2022 年正式投用，约有 1.12 万吨宠物零食产能，目前正处于产能爬坡阶段；公司在新西兰建设的年产 4 万吨高品质主粮产线已经完成了试生产工作，即将进入大规模生产和商业化运营阶段，目前已经有部分在手订单。

5、东瑞股份：公司拟回购不超过 200.00 万股公司股份

东瑞股份 2 月 20 日发布股份回购公告，公司拟于 2024 年 2 月 19 日至 2025 年 2 月 7 日完成本次公司股份回购计划，本次回购价格不超过 25.00 元/股，回购总金额不超过人民币 5000.00 万元人民币，若全额回购且按回购总金额上限和回购股份价格上限测算，预计可回购股份数量不超过 200.00 万股，拟回购股份数量上限占公司总股本比例为 0.78%，具体回购股份的数量以回购期满或终止回购时实际回购的股份数量为准。

公告称，基于对公司内在价值的认可和发展前景的信心，为完善公司的长效激励约束机制，促进公司长远健康发展，公司拟使用自有资金以集中竞价交易方式回购公司已在境内发行上市人民币普通股(A 股)股票的部分社会公众股，并将回购的股份全部用于实施员工持股计划或股权激励计划。

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 1.24%，玉米期货价格较上周涨 0.33%。

小麦：小麦现货平均价周环比跌 0.28%。

大豆：大豆现货平均价周环比跌 1.13%，CBOT 大豆期货价格周环比涨 0.55%。

豆粕：豆粕现货平均价周环比跌 1.85%，豆粕期货价格较上周涨 3.00%。

图3 玉米现货平均价（元/吨）

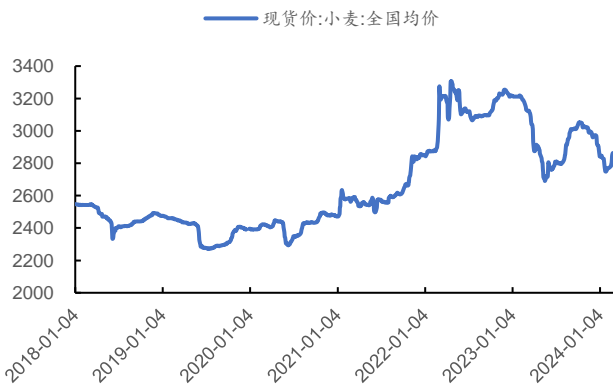
图4 黄玉米期货收盘价（元/吨）



资料来源: iFinD, 中航证券研究所

图5 小麦现货均价 (元/吨)


资料来源: iFinD, 中航证券研究所

图6 大豆现货均价 (元/吨)


资料来源: iFinD, 中航证券研究所

图7 CBOT 大豆期货收盘价 (元/吨)


资料来源: iFinD, 中航证券研究所

图8 豆粕现货均价 (元/吨)


资料来源: iFinD, 中航证券研究所

图9 豆粕期货收盘价 (元/吨)


资料来源: iFinD, 中航证券研究所

图10 豆油期货收盘价 (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

(二) 生猪产业

生猪价格: 二元母猪均价周环比涨 1.27%。

饲料价格: 育肥猪配合饲料均价周环比跌 0.27%。

养殖利润: 自繁自养利润及周环比跌 21.89%，外购仔猪养殖利润周环比跌 309.77%。

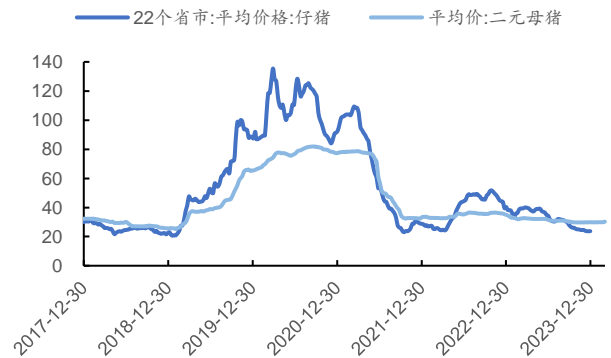
注: 全国外三元生猪市场价参考中国养猪网

图11 全国生猪价格 (元/公斤)



资源来源: iFinD, 中航证券研究所

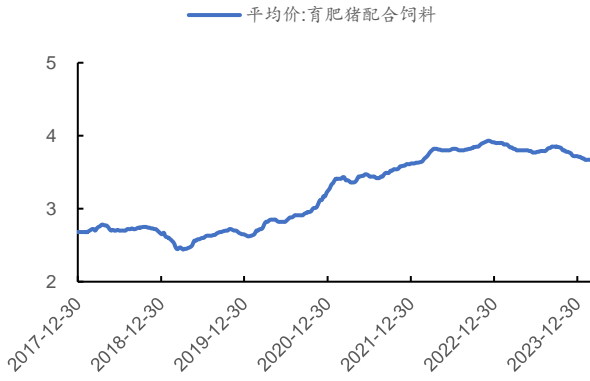
图12 全国仔猪、二元母猪价格 (元/公斤)



资源来源: iFinD, 中航证券研究所

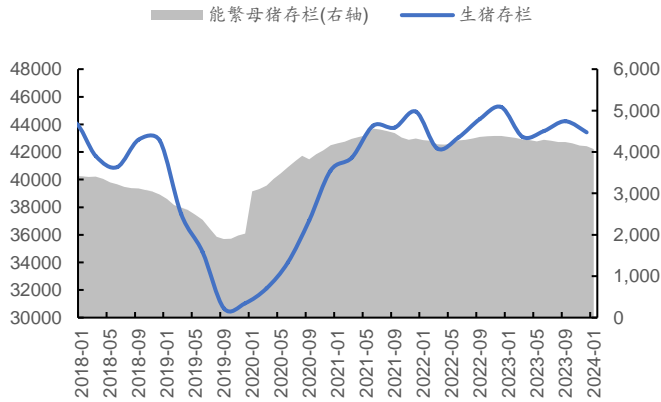
图13 育肥猪配合饲料均价 (元/公斤)

图14 猪料比价

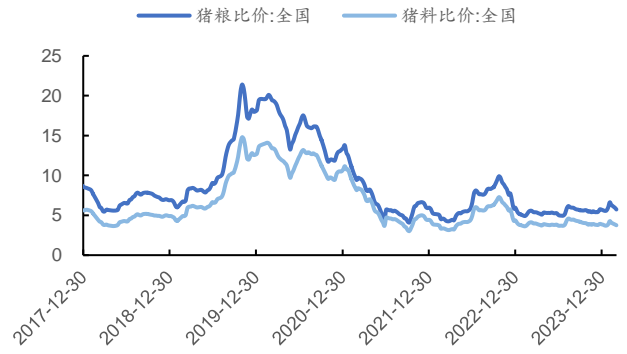


资源来源：iFinD，中航证券研究所

图15 生猪、能繁母猪存栏量（万头）

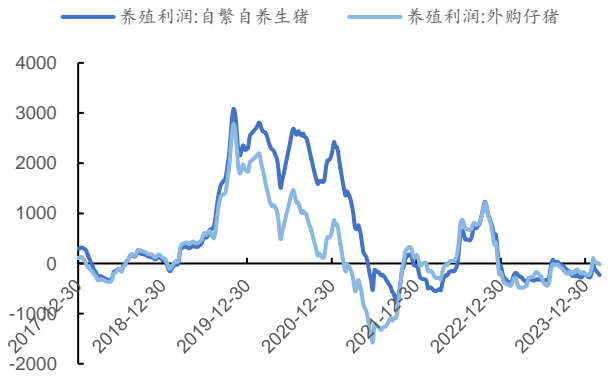


资源来源：iFinD，中航证券研究所



资源来源：iFinD，中航证券研究所

图16 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跌 3.74%，白条鸡平均价周环比跌 2.03%，肉鸡苗平均价周环比跌 16.51%。

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 1.56 元/羽。

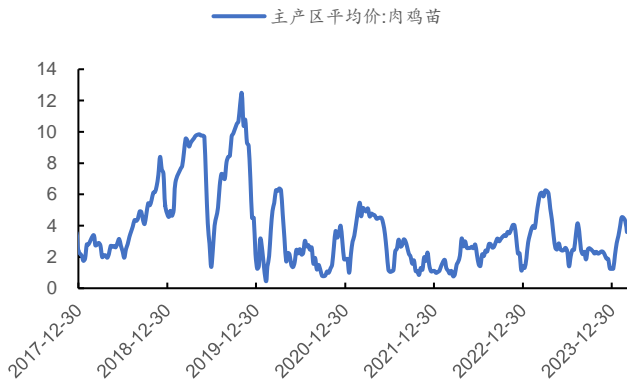
图17 白条鸡平均价（元/公斤）



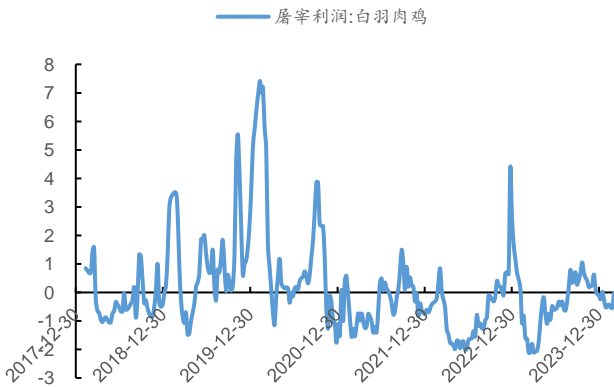
图18 白羽肉鸡平均价（元/公斤）



资源来源: iFinD, 中航证券研究所

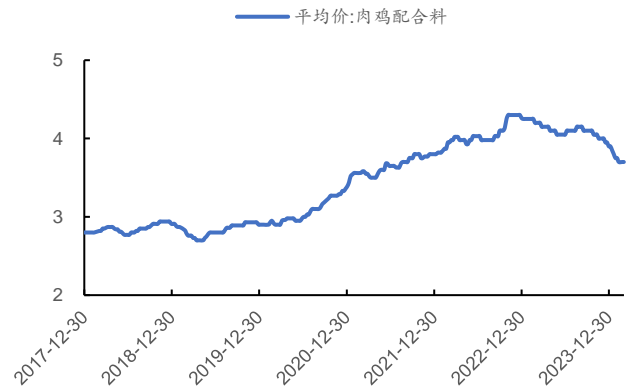
图19 肉鸡苗平均价 (元/羽)


资源来源: iFinD, 中航证券研究所

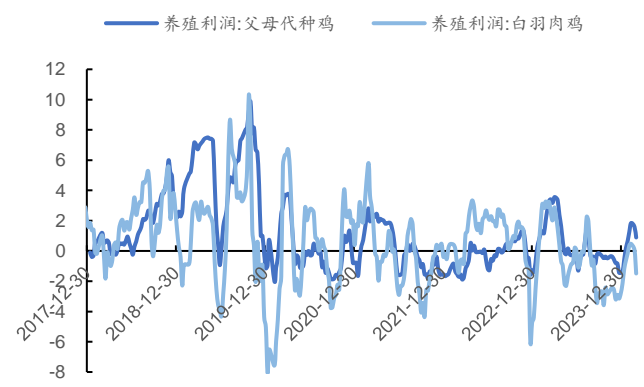
图21 毛鸡屠宰利润 (元/羽)


资源来源: iFinD, 中航证券研究所

资源来源: iFinD, 中航证券研究所

图20 肉鸡配合饲料价格 (元/公斤)


资源来源: iFinD, 中航证券研究所

图22 毛鸡、父母代种鸡养殖利润 (元/羽)


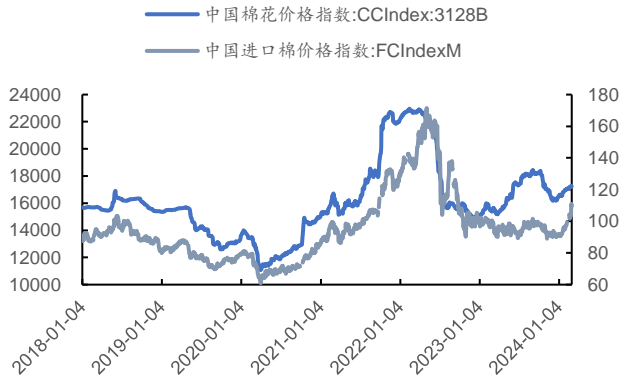
资源来源: iFinD, 中航证券研究所

(四) 其他农产品

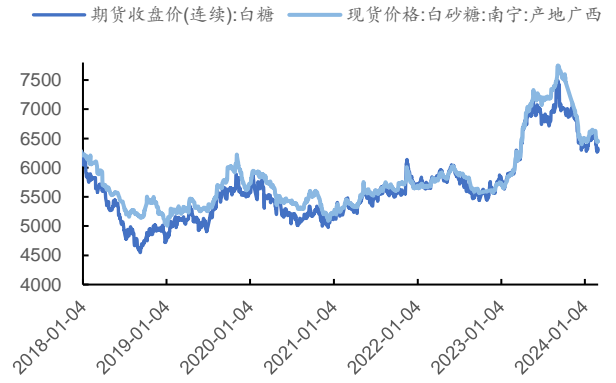
棉花价格: 国棉价格指数 3128B 较上周涨 0.37%, 进口棉价格指数较上周涨 6.32%。

白糖价格: 南宁白砂糖现货价较上周跌 0.63%, 白糖期货价较上周跌 0.77%。

图23 国棉 (元/吨) 与进口棉价格指数 (美分/磅)
图24 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



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