

农林牧渔

农业周观点：母猪存栏涨幅减缓，关注板块配置价值

报告摘要

◆ 本期行情（2024.12.28-2025.01.03）

申万农林牧渔行业（-6.74%），申万行业排名（17/31）；

上证指数（-5.55%），沪深300（-5.17%），中小100（-6.79%）；

涨幅前五	平潭发展	华资实业	乖宝宠物	中宠股份	路斯股份
	9.0%	8.7%	6.7%	4.8%	4.0%
跌幅前五	福成股份	粤海饲料	仙坛股份	ST天山	益客食品
	-17.4%	-16.3%	-14.5%	-14.2%	-13.8%

资料来源：iFind，中航证券研究所整理

◆ 简要回顾观点

行业周观点：《年末猪价偏弱运行，粮食安全偏好抬升》、《农村工作会议强调粮食安全，关注种业》、《猪价景气延续，鸡苗涨势显著》。

◆ 本周核心观点

【核心观点】近期，24年11月官方能繁母猪存栏数据披露，行业产能上涨幅度再度减缓。随着周期运行，产能去化周期有望逐步打开。生猪板块整体估值较低，具备中长期配置价值。

【核心标的】生猪板块：优秀规模养殖集团【牧原股份】、【温氏股份】，具有养殖扩张优化、成长潜力的【神农集团】、【巨星农牧】、【华统股份】等。

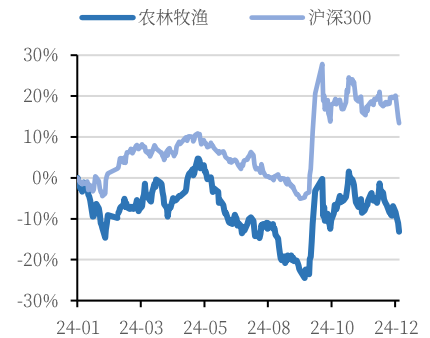
24年11月母猪存栏涨幅减缓，产能去化周期有望逐步打开。近期，国家五部委发布生猪数据，2024年11月末，全国能繁母猪存栏量4080万头，比上个月增加7万头，环比上涨0.2%，同比下降1.9%。全国能繁母猪存栏量上涨幅度减缓，且连续17个月同比下降。近期，下游猪肉需求有所放缓。截至1月2日当周，涌益样本企业周度平均屠宰量188331头/日，周跌3.12%。生猪价格整体偏弱运行，养殖利润也处于近月较低

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 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：年末猪价偏弱运行，粮食安全偏好抬升—2024-12-30

：农业周观点：农村工作会议强调粮食安全，关注种业—2024-12-23

：农业周观点：经济工作首条任务——大力提振消费—2024-12-15

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

的水平。我们认为，生猪行业逐步成熟理性，有望推动行业周期和利润水平在正常范围运行。随着养殖利润收缩，行业产能去化周期有望逐步打开，有望对板块形成一定催化。

生猪板块具备较好中长期配置价值。一是股价先于周期，生猪板块估值水平处于历史低位。截至1月3日，万得猪产业概念指数为1057.57点，整体PB估值2.49倍，处于历史0.29%分位点，估值具备较好性价比。二是生猪行业优势企业红利属性增强。长期稳态下生猪养殖产业整体将保持一定的利润水平，而行业具备养殖管理和成本优势的企业望保持较好盈利能力。头部养殖企业重视并不断提升股东回报，生猪板块和相关标的的长期红利属性和配置价值有望愈加显著。三是随着周期运行，产能去化周期有望逐步打开，有望抬升远期猪价预期，推动板块走势。

【养殖产业】

24年11月猪企销售增加：量上，从已公告13家猪企销售数据看，24年11月生猪销量共计1369.18万头，环比增0.72%。其中，温氏股份、大北农本月出栏环比增加，增幅8.8%、8.1%；本月东瑞股份、金新农出栏环比减少，减幅16.5%、5.4%。价上，月内价格重心震荡走低。整体需求端承接能力较差，反观供给端出栏节奏偏快，供应宽松拖累猪价重心不断下探。据涌益咨询，24年11月份全国生猪出栏均价16.59元/公斤，较上月下跌1.01元/公斤，月环比跌幅5.74%，年同比涨幅13.55%。出栏均重上，月内集团出栏均重先增后减，维持窄幅调整，散户出栏均重呈持续上升。据涌益咨询，24年11月全国生猪出栏均重126.61公斤，较24年10月增加0.66公斤，月环比增幅0.52%。养殖利润上，行业养殖利润实现盈利。据iFinD数据，截至24年12月06日，自繁自养和外购仔猪养殖利润分别为172.31元/头，-47.10元/头。

2024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月累计出栏(万头)		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	均价	环比	同比	均重	环比
牧原股份	638.30	-1.8%	20.5%	6302.70	10.2%	16.22	18.4%	18.4%	116.6	-3.1%
温氏股份	290.80	8.8%	13.0%	2714.21	16.5%	16.71	-5.3%	15.8%	124.69	1.1%
新希望	125.96	0.5%	-14.4%	1493.35	-7.9%	16.49	-5.1%	18.2%	98.70	3.3%
大北农	70.52	8.1%	49.0%	563.36	5.7%	16.34	-5.8%	18.6%	127.5	-0.8%
正邦科技	53.26	-2.0%	11.1%	355.31	-29.2%	16.52	-6.7%	20.4%	138.98	3.9%
唐人神	49.50	-0.5%	31.1%	378.38	12.8%	-	-	-	-	-
天邦食品	46.30	-4.4%	-41.5%	544.90	-13.2%	16.67	-5.2%	19.7%	88.6	-9.5%
天康生物	28.54	0.4%	23.3%	271.37	7.0%	15.76	-6.8%	16.7%	99.38	-5.4%
神农集团	19.34	-4.6%	65.6%	205.98	48.1%	16.71	-4.3%	15.6%	125.94	-0.5%
华统股份	20.10	0.1%	9.3%	235.00	14.0%	16.50	-4.1%	17.9%	123.75	25.5%
傲农生物	9.16	-16.5%	-80.0%	197.20	-63.0%	-	-	-	-	-
东瑞股份	8.18	-16.5%	90.7%	76.16	29.1%	18.34	-4.5%	10.1%	83.32	20.7%
金新农	9.22	-5.4%	57.9%	107.77	13.7%	17.09	-5.7%	17.1%	85.8	13.3%

数据来源：iFinD，公司公告，中航证券研究所农业组整理

建议关注，优秀规模养殖集团【牧原股份】、【温氏股份】，具有养殖扩张优化、成长潜力的【巨星农牧】、【神农集团】、【华统股份】等。

养殖周期带动动保板块。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，下游养殖周期复苏有望带动饲用需求。此外，饲料产业“综合服务”、“养殖延伸”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】、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 24/25 年度全球粮食供需的最新预测，新增 2034/25 年度小麦、水稻、玉米、大豆预期产量均有调整。

【小麦】预计 2024/25 年全球供应、消费和贸易下调，而期末库存上调。预计供应量下降 60 万吨，至 10.60 亿吨，因为全球产量下降抵消了较大的初始库存。预计全球贸易量将下降 100 万吨，至 2.14 亿吨，因为欧盟和俄罗斯出口的减少抵消了美国和乌克兰出口的增加。2024/25 年全球期末库存预计将增加 30 万吨至 2.58 亿吨，但仍为 2015/16 年以来的最低水平。

【水稻】2024/25 年年度全球水稻供应、消费和期末库存下调。由于初始库存减少和产量下降，供应量减少了 30 万吨，降至 7.128 亿吨。2024/25 年世界消费量减少了 10 万吨，降至 5.303 亿吨，因为柬埔寨和尼泊尔的减少仅被巴西和印度尼西亚的增加部分抵消。2024/25 年全球贸易量增加 120 万吨，达到创纪录的 5810 万吨，柬埔寨、越南、泰国和巴西的出口量增加。2024/25 年全球期末库存预计减少 20 万吨至 1.825 亿吨，但仍比 2023/24 年多 300 多万吨，主要是因为印度的库存增加。

【玉米】2024/25 年年度全球玉米产量和期末库存下调，而贸易有所上调。2024/25 年全球玉米总产量将减少 151 万吨，降至 12.18 亿吨。2024/25 年全球贸易量将增加 372 万吨，降至 3.74 亿吨。2024/25 年全球玉米库存为 2.96 亿吨，减少了 770 万吨。

【大豆】2024/25 年度全球大豆产量、贸易和期末库存上调。全球大豆产量下降 174 万吨，至 4.27 亿吨。2024/25 年全球大豆贸易量增加 53 万吨，至 3.60 亿吨，

全球大豆期末库存增加 13 万吨，至 1.32 亿吨。

种植板块重点关注种业振兴。21 年，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。此外，生物育种商业化落地，加速行业扩容和格局重塑。23 年，农业农村部已公示国家农作物品种审定委员会审定的相关转基因玉米、大豆品种，未来落地推广有望持续推进，优势形状和品种企业将充分获益。

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【隆平高科】、【大北农】，以及优势品种企业【登海种业】。

【宠物产业】

看好国产宠物食品企业长逻辑。一是宠物消费大趋势不改。据德勤的《中国宠物食品行业白皮书》，预计到 2026 年宠物主粮、宠物营养品、宠物零食的复合年增长率将分别达到 17%、15%和 25%。二是国产宠物食品企业品牌战略推进，头部化趋势明显，竞争格局有望不断演绎。

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（2024.12.28-2025.01.03）

（一）农林牧渔本期表现

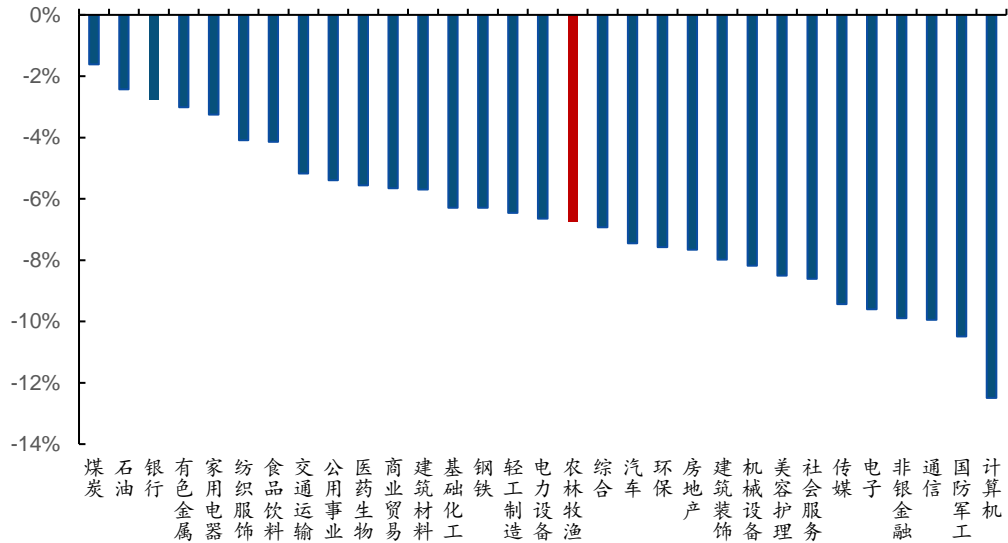
本期（2024.12.28-2025.01.03）上证综指收于 3211.43，本期跌 5.55%；沪深 300 指数收于 3775.16，本期跌 5.17%；本期申万农林牧渔行业指数收于 2426.53，本期跌 6.74%，在申万 31 个一级行业板块中涨跌幅排名 17 位，二级板块动物保健、畜禽养殖、种植业、渔业、饲料、农产品加工的周涨跌幅分别为-7.32%、-6.35%、-9.53%、-10.81%、-4.72%、-7.65%。

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	-7.32%	-6.35%	-9.53%	-10.81%	-4.73%	-7.65%	-6.74%	-6.79%	-5.17%
月初至今涨跌	-4.63%	-3.56%	-6.04%	-6.19%	-3.88%	-4.62%	-4.12%	-4.80%	-4.06%
年初至今涨跌	-4.63%	-3.56%	-6.04%	-6.19%	-3.88%	-4.62%	-4.12%	-4.80%	-4.06%
收盘价	3,260.36	2,717.80	2325.88	695.97	3981.03	1913.97	2426.53	6075.61	3775.16

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、国内玉米产需缺口缩小，预计未来玉米进口继续减少

2020年以来，我国玉米进口保持高位。2020年1月到2024年9月，累计进口玉米1亿吨，对国内玉米价格上涨产生一定压力。但这五年玉米的超配额进口是综合权衡国内外市场等多方面因素后的主动选择，具有一定的阶段性特征。随着我国玉米的连年丰产，国产玉米供应保障能力不断增强，我国玉米产需缺口已经大幅缩小，进口需求已明显减弱，预计进口数量会进一步减少。

短期看，预计2025年玉米进口量明显下降。据农业农村部市场预警专家委员会预测，2024/25年度，我国玉米产需缺口仅不到300万吨，并不需要大量进口玉米，国内玉米市场运行将主要取决于自身供需形势和储备调控政策。如无特殊事件发生，预计2025年玉米进口总量可能会降至配额以内。中长期来看，玉米进口量有望保持较低水平。

2、国家审定推出一批优质高产新品种

日前，农业农村部发布新一批国家级品种审定公告，推出了一批优质绿色水稻、耐密宜机收玉米、高油高产大豆、优质抗虫棉新品种。近年来农业农村部持续加强品种审定规范管理，全年国审品种数量自2022年以来继续保持平稳回落趋势。据了解，本批国审新品种中，水稻优质2级以上品种251个、占比57%，兼具优质、高产、绿色（抗病）的“三好”品种31个，耐盐碱优质稻品种4个；玉米审定推出一批耐密新品种，

每亩种植密度比常规密度提高 1000 株、达到 5500—6000 株，西北春玉米区 70 个品种和东北春玉米区 2 个品种区试亩产超 1000 公斤；大豆新审定 4 个高油高产品种含油量高于 22%、区试亩产 200 公斤左右，5 个高蛋白品种蛋白含量高于 45%；棉花 32 个品种纤维品质达到优质 II 型以上，占比 64%。这些新品种能够更好满足农业生产用种需求。

3、2024 年白羽肉鸡祖代鸡更新 160 万套，同比增长 23.53%

2024 年祖代更新渠道为国外引种和国内自繁，进口国家为美国和新西兰。2024 年 1 季度祖代更新量 41.6 万套，2 季度祖代更新量 37.95 万套，3 季度祖代更新量 36.3 万套，4 季度祖代更新量 44.23 万套。2024 年 1-12 月份祖代更新量为 160.08 万套，同比增长 23.53%；其中，国外祖代引种占比 45.0%，国产品种自繁占比 32.3%，进口品种国内自繁占比 22.7%。

(二) 公司资讯

1、温氏股份：2024 年度业绩预告

温氏股份发布 2024 年度业绩预告，预计归属于上市公司股东的净利润为 90 亿元至 95 亿元，而上年同期为亏损 63.9 亿元。扣除非经常性损益后的净利润预计为 93 亿元至 99 亿元，上年同期为亏损 64.52 亿元。公司预计营业收入将超过 1000 亿元，实现扭亏为盈。

业绩变动的原因主要包括销售肉猪和肉鸡的同比增长，以及毛猪销售均价的上升。公司在基础生产管理和重大疫病防控方面持续发力，核心生产指标不断改善，生产情况良好。同时，饲料原料价格的下降也显著降低了养殖成本，推动了生猪和养鸡业务利润的同比上升。

2024 年前三季度，温氏股份实现收入 754.19 亿元，归母净利润 64.08 亿元。

2、*ST 傲农申请“摘帽”，重整计划执行完毕

12 月 28 日，*ST 傲农发布公告表示，2024 年 12 月 26 日，福建傲农生物科技集团股份有限公司（以下简称“傲农生物”）收到福建省漳州市中级人民法院送达的《民事裁定书》，裁定确认《福建傲农生物科技集团股份有限公司重整计划》（以下简称“重整计划”）执行完毕，并终结傲农生物重整程序。

公告表示，傲农生物通过重整程序，引入重整投资人及争取债权人支持，有效化解债务危机，改善公司资产负债结构和财务状况，最大限度保障了全体债权人和中小投资者的合法权益。

重整完成后，傲农生物将把握重整契机，形成以饲料加工为基本盘，以养殖和食品为辅助的产业格局，坚持稳健经营、稳步推动产业纵向一体化，通过重整投资人各方面的支持和赋能，实现傲农生物经营优化和升级，进一步提升傲农生物的综合竞争力及持续经营能力。本次重整预计将会对傲农生物 2024 年度相关财务数据产生影响，具体数据以公司经审计的财务报表数据为准。

3、ST 天邦：总负债在 100 亿元内，预重整工作仍在推进中

天邦食品股份有限公司披露投资者关系活动记录称，公司总负债降至 100 亿元以内，预重整工作仍在推进中，预计全年出栏生猪 600 万头。

ST 天邦介绍，截至三季度末，资产负债率 73.86%，较年初降低 12.87%。负债下降主要是因 2024 年随着猪价回升及成本下降，经营现金流有较大改善。第一季度，公司出售参股子公司史记生物部分股权也有现金回流。目前，在维持正常生产经营需要的情况下，ST 天邦优先将资金用于养户贷的归还和养户结算款的支付，确保合作养户利益，同时通过和供应商、合作伙伴等协商，获得债务延期、折扣，物资抵扣等支持，通过退租冗余产能减少部分负债。三季度末，ST 天邦总负债为 102 亿元，11 月末，总负债已降至 100 亿元以内。

生猪养殖方面，ST 天邦年内已退租 6 个母猪场，65 个育肥场，产能较年初清退育肥产能 62 万头，母猪产能 3.5 万头。预计 2024 年全年出栏生猪 600 万头，明年出栏量计划会有一定幅度的增长。成本上，2024 年 11 月，育肥完全成本降至 14.07 元/公斤。仔猪断奶成本是 282 元/头。ST 天邦称，后续还会进一步推动人效提升，成本还有下降空间。在不考虑饲料原材料价格波动的情况下，明年整体全成本预计可以降至 13 元/公斤以下。

4、巨星农牧：1 月 2 日获融资买入 927.06 万元

同花顺数据中心显示，巨星农牧 1 月 2 日获融资买入 927.06 万元，占当日买入金额的 10.74%，当前融资余额 1.45 亿元，占流通市值的 1.62%，超过历史 80%分位水平，处于相对高位。

融券方面，巨星农牧 1 月 2 日融券偿还 1900.00 股，融券卖出 0 股，按当日收盘价计算，卖出金额 0.00 元；融券余额 99.45 万，低于历史 10%分位水平，处于低位。

综上，巨星农牧当前两融余额 1.46 亿元，较昨日上升 0.12%，余额超过历史 50%分位水平。

限制性股票合计 2364.33 万股，占公司目前总股本的 0.55%。

5、唐人神：累计回购公司股份 2574700 股

1月2日晚间，唐人神发布公告称，截至2024年12月31日，公司通过股份回购专用证券账户以集中竞价方式回购公司股份2,574,700股，占公司目前总股本的0.18%。

三、农业产业动态

(一) 粮食种植产业

玉米：玉米现货均价周环比涨0.36%，玉米期货价格周环比跌0.71%。

小麦：小麦现货均价周环比跌0.46%。

大豆：大豆现货均价周环比跌0.27%，CBOT大豆期货价格周环比涨0.15%。

豆粕：豆粕现货均价周环比涨0.23%，豆粕期货价格周环比涨0.67%。

图3 玉米现货均价（元/吨）



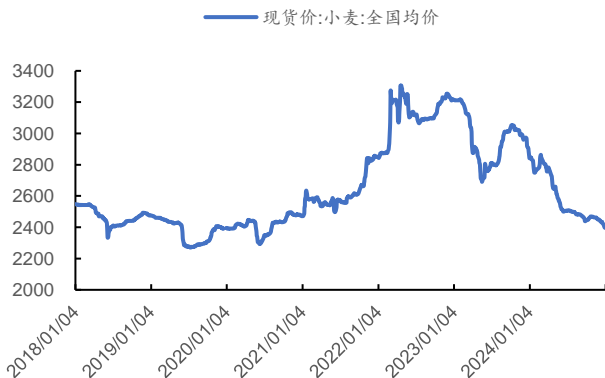
资料来源：iFinD，中航证券研究所

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

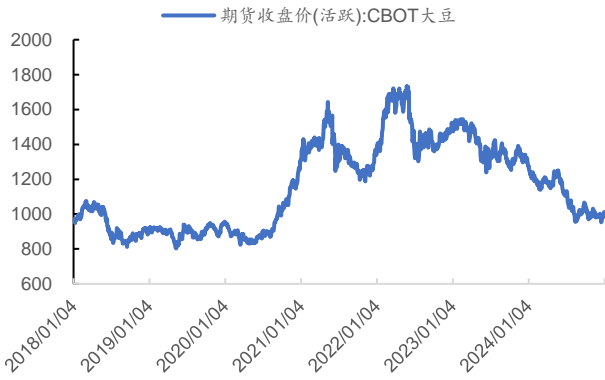
图6 大豆现货均价（元/吨）



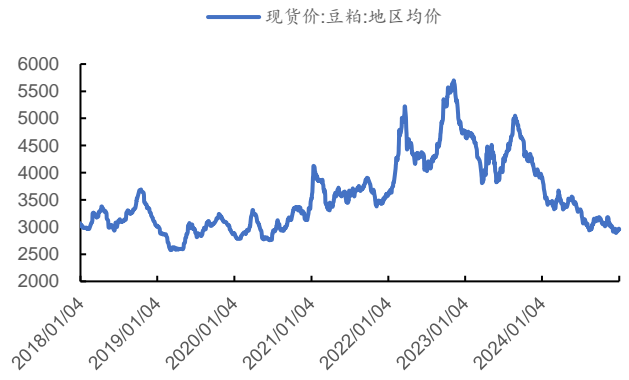
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图7 CBOT大豆期货收盘价（元/吨）

图8 豆粕现货均价（元/吨）



资源来源：iFinD，中航证券研究所

图9 豆粕期货收盘价 (元/吨)


资源来源：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跌 0.01%。

饲料价格：育肥猪配合饲料均价周环比持平。

养殖利润：自繁自养利润及周环比涨 46.34%，外购仔猪养殖利润周环比涨 40.80%。

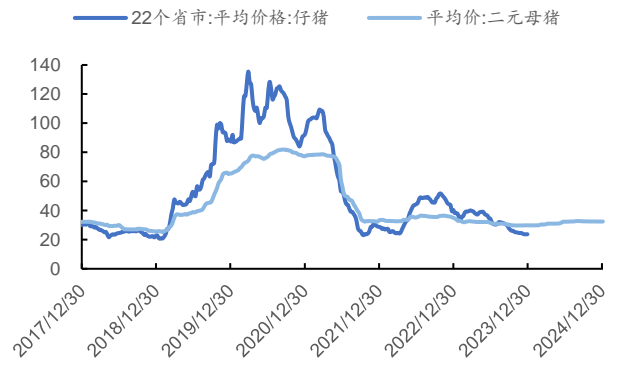
注：全国外三元生猪市场价参考中国养猪网

图11 全国生猪价格 (元/公斤)
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 育肥猪配合饲料平均价 (元/公斤)



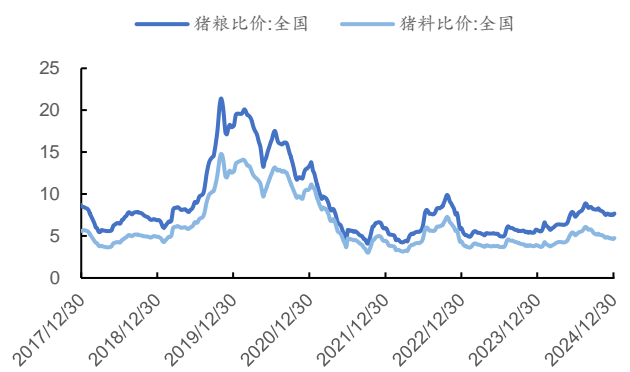
资源来源: iFinD, 中航证券研究所

图14 猪料比价



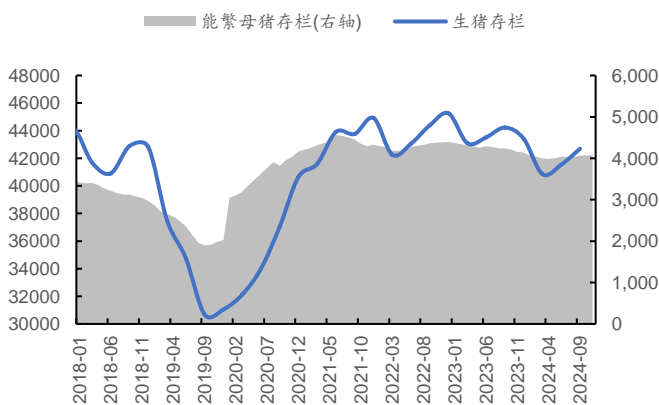
资源来源: iFinD, 中航证券研究所

图15 生猪、能繁母猪存栏量 (万头)

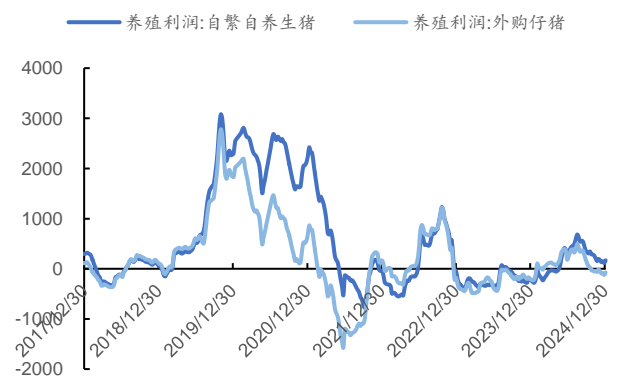


资源来源: iFinD, 中航证券研究所

图16 养殖利润 (元/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

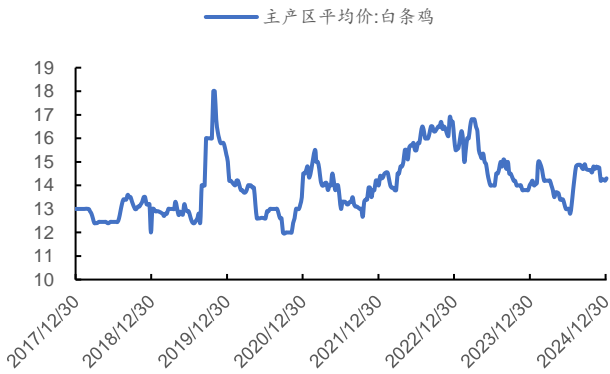
(三) 禽产业

禽价格: 主产区白羽肉鸡平均价周环比跌 0.66%, 白条鸡平均价周环比涨 0.70%, 肉鸡苗平均价较上周跌 9.57%。

饲料价格：肉鸡配合饲料周环比持平。

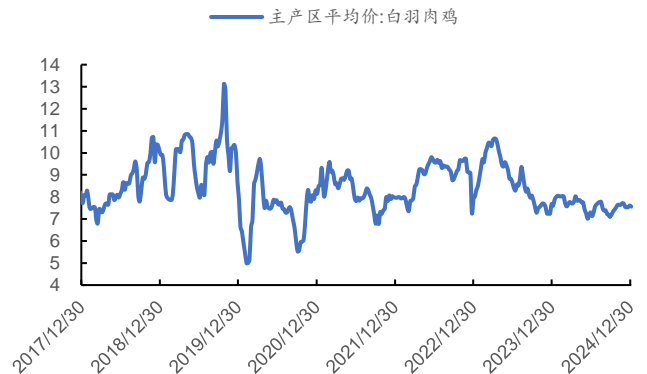
养殖利润：毛鸡养殖利润周环比跌 0.45 元/羽。

图17 白条鸡均价（元/公斤）



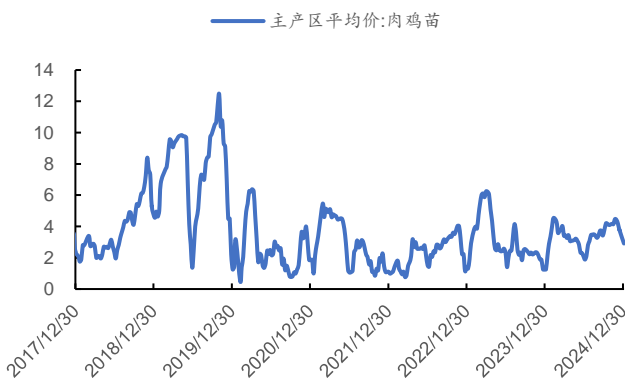
资源来源：iFinD，中航证券研究所

图18 白羽肉鸡均价（元/公斤）



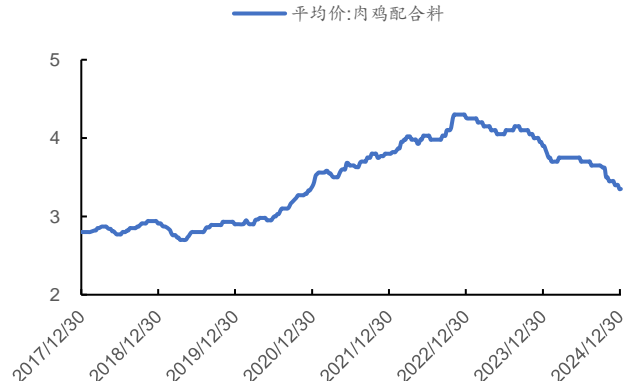
资源来源：iFinD，中航证券研究所

图19 肉鸡苗均价（元/羽）



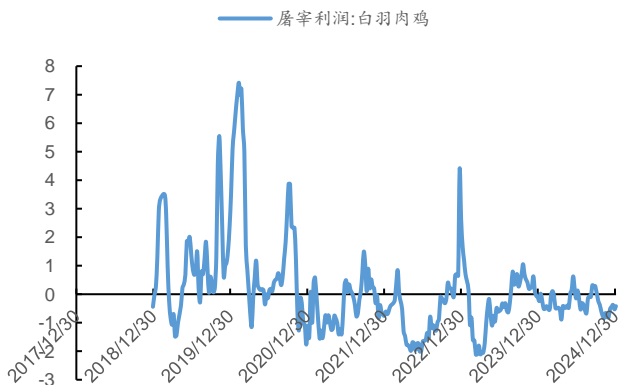
资源来源：iFinD，中航证券研究所

图20 肉鸡配合饲料价格（元/公斤）



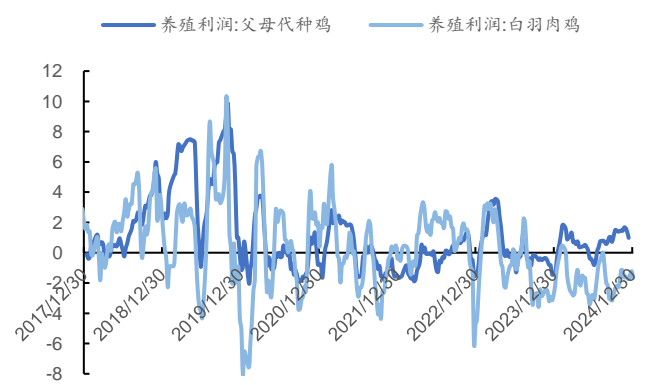
资源来源：iFinD，中航证券研究所

图21 毛鸡屠宰利润（元/羽）



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 周环比跌 0.21%，进口棉价格指数周环比跌 0.37%。

白糖价格：南宁白砂糖现货价周环比涨 0.66%，白糖期货价周环比涨 0.90%。

图23 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

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。
增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。
持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%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