

超强厄尔尼诺已至，供给冲击沿链传导

——农林牧渔厄尔尼诺系列专题报告（一）

强于大市（维持）

2026 年 10 月 29 日

行业核心观点：

本轮厄尔尼诺已确认为超强级别，且将成为有系统性监测以来最强事件。厄尔尼诺的气候冲击将沿产业链渐次传导，东南亚、南亚高温干旱叠加巴拿马运河通行受限，从产量与到岸成本两端冲击农产品供给；中游品种受影响路径分化明显，棕榈油减产概率最高但兑现时点最远，白糖净影响取决于巴西制糖比，玉米受低库存放大弹性，橡胶则需持续跟踪产区库存与下游需求；下游种业、农化与养殖滞后约一年。当前板块天气预期定价已较充分，后续超额收益取决于减产兑现，配置上宜聚焦产区集中、库存偏薄且政策同向的品种。

投资要点：

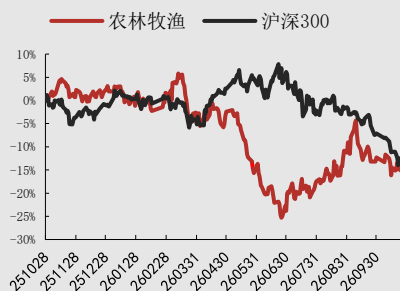
本次厄尔尼诺事件已确认步入“超强”。厄尔尼诺是赤道中东太平洋海温异常偏暖改变全球大气环流的气候现象，将导致东南亚、南亚高温干旱，南美西岸降水增多，影响全球农作物生产；同时，中美洲干旱压低巴拿马运河加通湖水位，吃水与通行限制趋严，美国至亚洲谷物航线的到岸成本随之抬升。本轮厄尔尼诺事件中，ONI 于 2026 年春季进入上升通道后拉升迅速，2026 年 10 月 9 日国家气候中心确认 9 月已正式形成超强厄尔尼诺事件，且此次事件将成为有系统性监测以来最强，预计峰值将出现在秋末冬初。

厄尔尼诺的冲击沿产业链传导，各环节的影响路径与节奏分化明显。大宗品种上，棕榈油经性别分化、花序败育、果串发育三条时间线减产，减产概率高但兑现时点较远；橡胶会由于东南亚干旱，橡胶树树势受损导致减产；白糖则呈北半球减产、南半球丰产的对冲格局，净影响取决于巴西制糖比；玉米与大豆通常趋于丰产，但此次超强事件可能导致的南美渍涝，以及美国产区当前的干旱均会对作物产量造成影响。产业端，种业起于种植者抗逆偏好上升，干旱预期强化抗逆品种的选育与推广需求，改善经订单向收入确认传导；农化系于农户种植预算，粮价上行改善种植收益后，农药、化肥需求随之扩张，预算调整需等待一个完整种植季；养殖方面，豆粕等原料涨价抬升饲料成本，加深养殖亏损，进而加速产能去化，对应约 10 至 12 个月后的商品猪供给收缩。

投资建议：当前农牧板块天气定价已较为充分，β 行情基本走完，超额收益取决于减产兑现节奏。品种端，相对收益将主要取决于产量损失能否验证、库存安全垫的厚薄以及政策与减产方向是否一致；产业链端，出口链最先兑现，需求刚性农资防御属性突出。我们维持农牧行业“强于大市”评级，建议关注两条主线：1) 受益于农产品价格可能上行相关产业链公司；2) 极端天气下抗逆品种需求可能增加的种业公司，以及出口链与需求刚性的农资公司。

风险因素：厄尔尼诺强度与持续时间不及预期的风险；库存与政策对冲的风险；下游需求与传导不及预期的风险。

行业相对沪深 300 指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

能繁母猪去化超预期，猪价拐点有望出现
猪价下行板块承压，分化加剧结构突围
农牧重仓比例有所下滑，行业仍处筑底阶段

分析师：

陈雯

执业证书编号：S0270519060001

电话：18665372087

邮箱：chenwen@wlzq.com.cn

分析师：

李滢

执业证书编号：S0270522030002

电话：15521202580

邮箱：liying1@wlzq.com.cn

分析师：

叶柏良

执业证书编号：S0270524010002

电话：18125933783

邮箱：yeb1@wlzq.com.cn

研究助理：

夏博文

电话：15216638505

邮箱：xiabw@wlzq.com.cn

正文目录

1 农牧板块整体涨幅较高，内部分化明显	4
1.1 农牧板块相对收益显著，可大致分为两阶段	4
1.2 农牧子板块分化明显，催化各不相同	5
2 本次厄尔尼诺事件已确认步入“超强”历史级别	6
2.1 厄尔尼诺的底层物理机制与国际判定基准	6
2.2 海温指数拉升迅速，超强厄尔尼诺已正式形成	7
3 产业链影响机制：从气候异常到供需重构	9
3.1 上游传导：全球气候模式的重塑与差异化冲击	9
3.1.1 大气循环机制与全球气候重塑	9
3.1.2 我国宏观气候格局：“南涝北旱”的现实映射	10
3.1.3 巴拿马运河效应：隐性物流瓶颈加剧全球供需错配	11
3.2 中游大宗品种：气候冲击对不同作物的影响路径具有明显分化	12
3.2.1 棕榈油	13
3.2.2 天然橡胶	14
3.2.3 白糖	14
3.2.4 玉米与大豆	15
3.3 下游衍生赛道：种业、农化与养殖成本端	16
3.3.1 种业	16
3.3.2 农化	18
3.3.3 养殖业	19
4 投资建议	20
5 风险提示	21

图表 1：2026 年 7 月以来农牧板块涨幅较大，相对收益显著	4
图表 2：本轮农牧行情可大致分为估值修复及天气预期两大阶段	5
图表 3：农牧子板块分化明显，涨幅呈清晰梯度	5
图表 4：农牧子板块催化各不相同	6
图表 5：ENSO 大气环节--正常年份沃克环流截面	6
图表 6：ENSO 大气环节--厄尔尼诺年份沃克环流截面	7
图表 7：2025-2026 年厄尔尼诺指数（ONI）月度演变图	8
图表 8：2026 年 8 月四大 Niño 监测区海温距平对比（℃）	8
图表 9：主要机构对本轮厄尔尼诺的公开定调	9
图表 10：2026 年 9 月至 2027 年 2 月 Niño3.4 区多模型预测图	9
图表 11：2026 年 10-11-12 月全球陆地表面气温异常预测图	10
图表 12：2026 年 10-11-12 月全球降水概率预测图	10
图表 13：El Nino 在衰退期影响我国降水的物理过程	11
图表 14：El Nino 在发展期影响我国降水的物理过程	11
图表 15：厄尔尼诺干旱胁迫下巴拿马运河最大允许吃水深度调整轨迹（米）	12
图表 16：气候冲击对不同农产品的影响程度有很大区别	13
图表 17：棕榈油减产概率较高，但兑现时点也最远	13
图表 18：雨季割胶受阻及干旱减产两种机制均能影响橡胶产出	14
图表 19：厄尔尼诺将导致白糖北半球减产，南半球丰产	15
图表 20：玉米库消比处于历史低位，而大豆库消比则相对健康	16

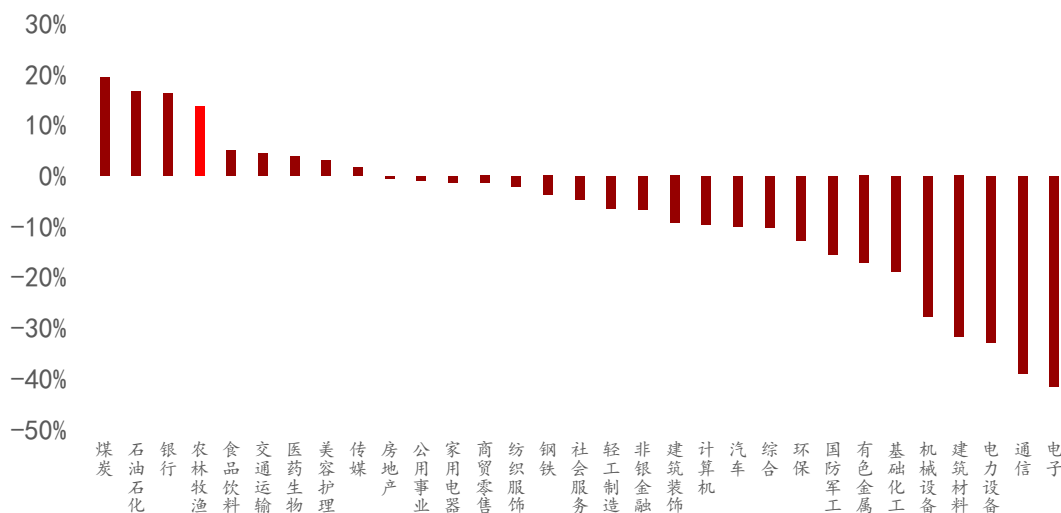
图表 21: 转基因玉米/大豆推广面积 (万亩)	17
图表 22: 转基因玉米/大豆渗透率 (%)	17
图表 23: 种业 2026H1 合同负债 (万元) 及同比增速 (%)	17
图表 24: 近一年农化价格变化 (元/吨)	18
图表 25: 粮价 VS 农药价格传导时滞	19
图表 26: 粮价 VS 复合肥价格传导时滞	19
图表 27: 2026 年 6 月农药出口金额达 11.2 亿美元	19
图表 28: 豆粕、玉米价格 (元/吨)	20
图表 29: 能繁母猪存栏量 (万头)	20

1 农牧板块整体涨幅较高，内部分化明显

1.1 农牧板块相对收益显著，可大致分为两阶段

2026年7月以来农牧板块涨幅较大，相对收益显著。2026年7月1日至2026年10月21日，农牧板块累计上涨13.6%，涨幅仅次于煤炭(19.4%)、石油石化(16.6%)和银行(16.2%)，在31个申万一级行业中排名第4；同期申万一级行业中有22个下跌，电子、通信、电力设备、建筑材料、机械设备跌幅均超过20.0%，农牧板块相对收益较为突出。

图表1: 2026年7月以来农牧板块涨幅较大，相对收益显著

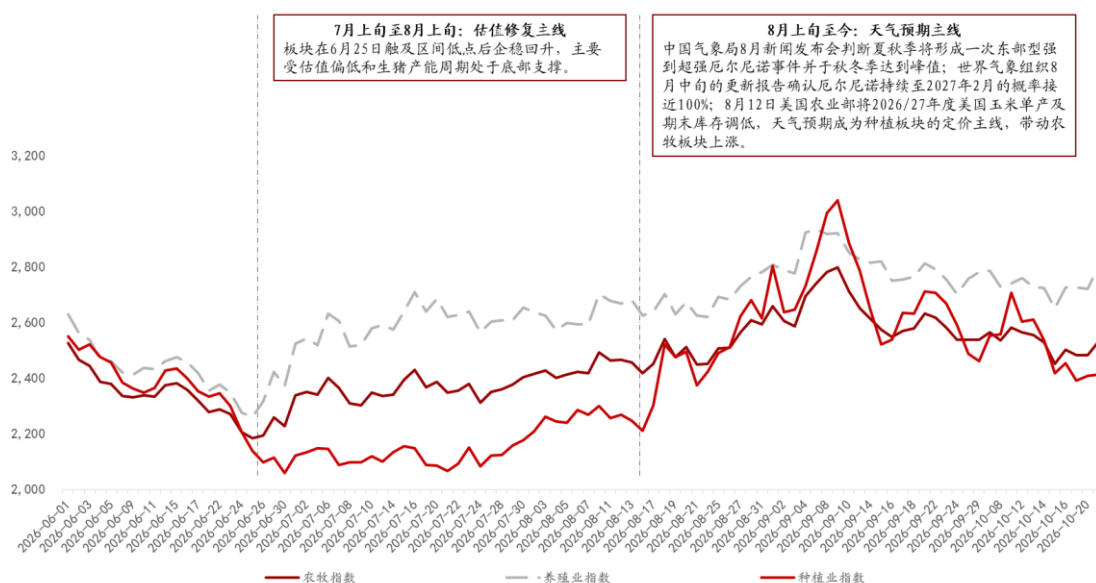


资料来源: 同花顺iFinD、万联证券研究所

注: 涨幅数据为2026年7月1日至2026年10月21日。

本轮农牧行情可大致分为估值修复及天气预期两大阶段。6月25日农牧板块达到区间低点，随后在7月上旬至7月底进入估值修复阶段，彼时国内官方对厄尔尼诺尚无强事件定调，驱动力主要来自板块自身估值与生猪产能周期的底部位置，农牧板块指数跟随养殖业指数波动上行。8月上旬起，随着官方定调密集落地，农牧板块开始进入天气预期定价阶段。中国气象局在8月发布会判断夏秋季将形成东部型强到超强厄尔尼诺事件、秋冬季达到峰值；世界气象组织9月3日公报进一步确认事件将持续至2027年2月、概率接近100%；美国NOAA监测显示，ONI三个月滑动值自春季以来陡峭攀升，从MAM（3-5月）的+0.5℃升至JJA（6-8月）的+1.8℃。商品端，8月12日美国农业部将2026/27年度美国玉米单产下调至180.7蒲/英亩，期末库存调低至16.5亿蒲；FAO食品价格指数8月升至133.3点，环比+1.9%。商品价格上涨与天气预期形成共振，资金在农业板块内部向种植链集中，种植业成为这一阶段农牧板块上行的主要驱动。

图表2：本轮农牧行情可大致分为估值修复及天气预期两大阶段



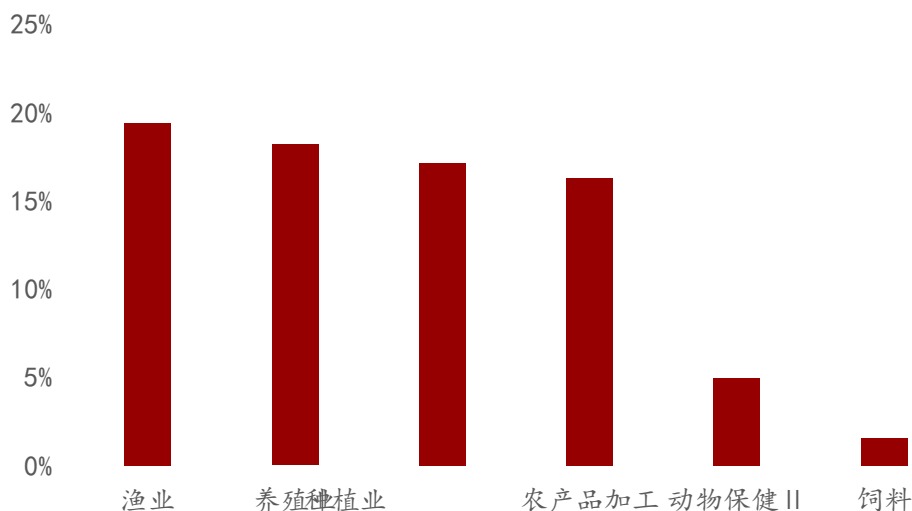
资料来源：同花顺iFinD、万联证券研究所

注：涨幅数据截至2026年10月21日

1.2 农牧子板块分化明显，催化各不相同

农牧子板块分化明显，涨幅呈清晰梯度，且催化各不相同。从结构来看，农牧二级子板块中渔业/养殖业/种植业/农产品加工分别上涨19.4%/18.2%/17.1%/16.3%，较板块整体+5.8pct/+4.6pct/+3.5pct/+2.7pct；动物保健/饲料分别上涨4.9%/1.6%，明显低于板块。总体来看，种植业核心是天气预期与全球低库存的共振，厄尔尼诺的供给扰动在低库存背景下被价格放大；渔业由政策支持与水产产能出清双轮驱动；农产品加工的收益主要取决于企业自身的原料库存敞口；养殖业由生猪深度亏损下的产能去化主导，与厄尔尼诺的直接关联有限；饲料与动物保健则受原料涨价与下游需求收缩的双重压制，涨幅落后于板块整体。

图表3：农牧子板块分化明显，涨幅呈清晰梯度



资料来源：同花顺iFinD、万联证券研究所

注：涨幅数据为2026年7月1日至2026年10月21日，林业成分股数量过少，未列入统计范围内

图表4: 农牧子板块催化各不相同

子板块	行情核心驱动
种植业	厄尔尼诺事件持续发酵，市场对全球白糖及东南亚油脂减产的担忧升温，板块受益于相关品种价格预期上行。
渔业	政策上，2026 年中央一号文件将水产纳入国家“菜篮子”体系与多元化食物供给战略且 2026 年 3 月《求是》刊发《推动海洋经济高质量发展》。供需上，水产养殖行业经历两年多下行周期，深度亏损倒逼产能出清，2026 年投苗量整体仍处低位。
农产品加工	加工环节的盈利主要来自产品定价与原料成本之间的价差。
养殖业	产能去化持续，受猪周期影响较大。
饲料	豆粕等原材料上升，压缩饲料企业毛利，行业仍缺乏独立的向上催化。
动物保健	产品的采购主要取决于养殖环节的盈利水平，由于生猪养殖仍处于亏损阶段，养殖户优先压缩防疫与保健等弹性投入，行业仍缺乏独立的向上催化。

资料来源：同花顺iFinD、新华社、卓创资讯、Mysteel农产品、万联证券研究所

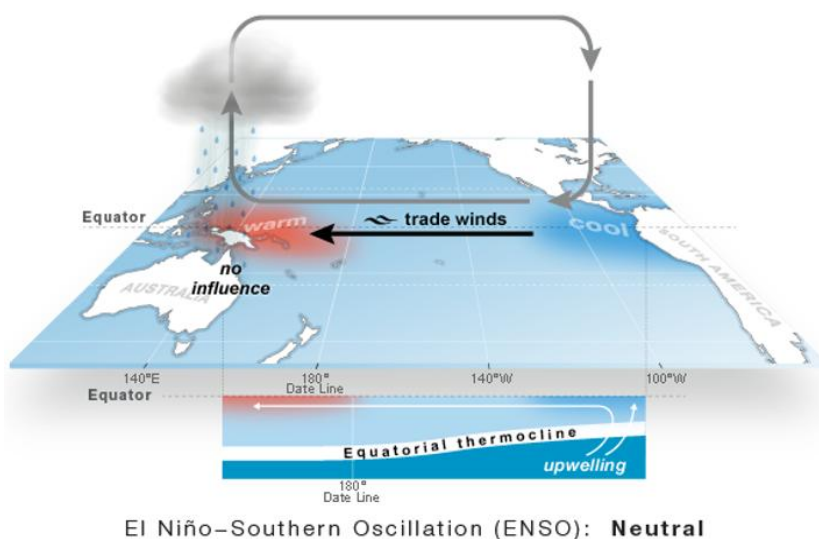
2 本次厄尔尼诺事件已确认步入“超强”历史级别

2.1 厄尔尼诺的底层物理机制与国际判定基准

厄尔尼诺-南方涛动（ENSO）是一种反复出现的气候模式，涉及中部和东部热带太平洋水温的变化。其中，厄尔尼诺特指赤道中东太平洋表层海水大范围、持续性异常变暖的暖位相状态（其相反的冷位相为拉尼娜现象），南方涛动则由气象学家吉尔伯特·沃克提出，反映了热带西太平洋（印尼/达尔文）与热带东南太平洋（塔希提）之间气压场呈现的反向跷跷板式升降振荡。ENSO 作为地球上影响力最为深远的气候驱动引擎，本质上是赤道太平洋中东部海洋表面温度与赤道信风的周期性异常互动。

在正常的“ENSO 中性”阶段，强劲的赤道信风（东风）作为传送带，会将太平洋表层的暖海水持续吹向西太平洋（印尼、澳洲一带），导致西太平洋对流旺盛、降水充沛；同时，南美洲西海岸（秘鲁、智利一带）的深层冷水随之上翻，形成相对干冷的气候。

图表5: ENSO大气环节--正常年份沃克环流截面

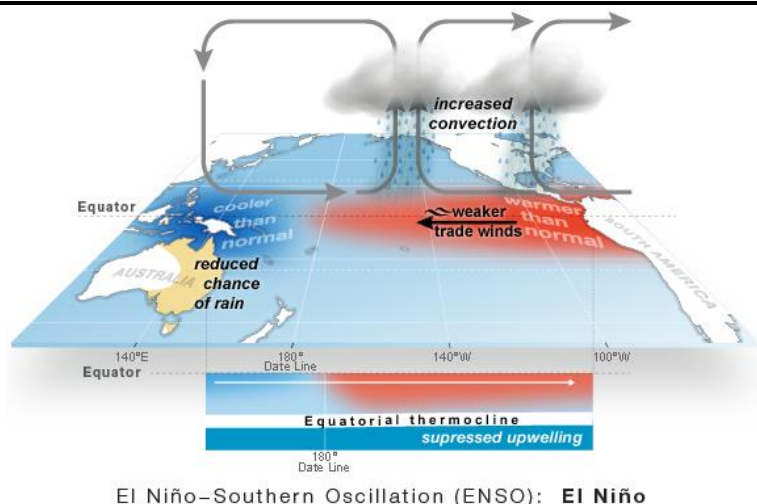


© Commonwealth of Australia 2013.

资料来源：澳大利亚气象局，万联证券研究所

然而,当发生厄尔尼诺(ENSO 暖位相)时,这一平衡被彻底打破。学界主流以“Bjerknes 正反馈”理论来解释其增长机制:赤道信风异常减弱甚至出现西风倒灌,沃克环流随之减弱并东移,导致原本堆积在西太平洋的暖水向东回流。这一过程不仅抑制了东太平洋深层冷水的上翻,更使得赤道中东太平洋海表温度(SST)出现大面积、长时间的异常偏暖。

图表6: ENSO大气环节--厄尔尼诺年份沃克环流截面



© Commonwealth of Australia 2013.

资料来源: 澳大利亚气象局, 万联证券研究所

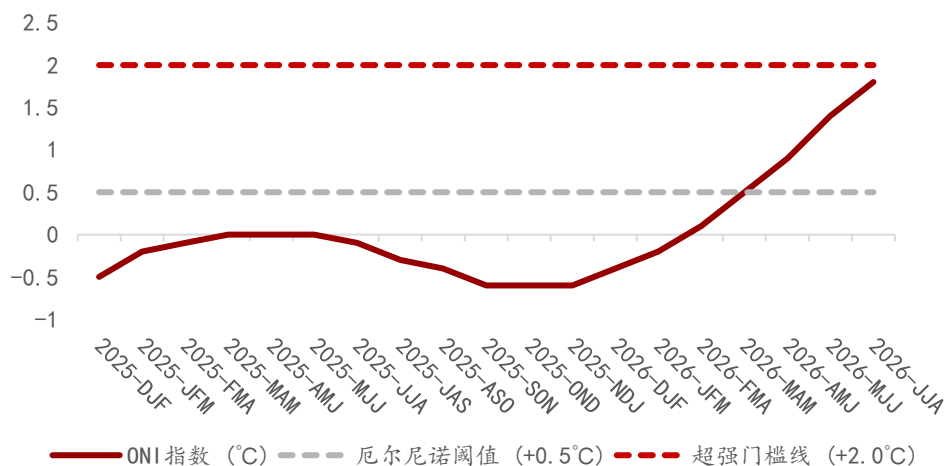
在国际气象学界,判定厄尔尼诺的通行量化基准为海洋厄尔尼诺指数(ONI),即基于赤道中东太平洋Niño3.4区(南纬5°至北纬5°、西经120°至170°)海表温度偏离正常水平的幅度,计算得出的三个月滑动平均值。根据NOAA气候预测中心(NOAA CPC)的标准,当该区域海表温度连续5个滑动期偏高超过0.5℃时,即可正式宣告厄尔尼诺事件的成立。而辅助指标南方涛动指数(SOI)若同步呈现显著负值,则印证了大气环流已对海洋异常增暖做出耦合响应。根据中国国家气候中心标准,峰值ONI达到2.5℃及以上的事件为超强厄尔尼诺事件;峰值ONI达到2.0℃但低于2.5℃的为强厄尔尼诺事件;峰值ONI达到1.3℃但低于2.0℃的为中等厄尔尼诺事件。

2.2 海温指数拉升迅速, 超强厄尔尼诺已正式形成

基于NOAA2026年9月发布的最新CPC诊断简报,当前全球气候已处于明确的“厄尔尼诺警报(El Niño Advisory)”状态,且多项核心指标显示其强度正在持续升级。

ONI指数上升明显,海水升温斜率陡峭。从时间序列来看,2025年底至2026年初,ONI指数尚处于负值区间。然而,自2026年春季开始,海水升温斜率变得异常陡峭,按照3个月滑动平均(ONI)的官方口径,从MAM(3-5月)的+0.5℃,到JJA(6-8月)的+1.8℃,海温正以每个月近0.4℃的罕见速度加热。

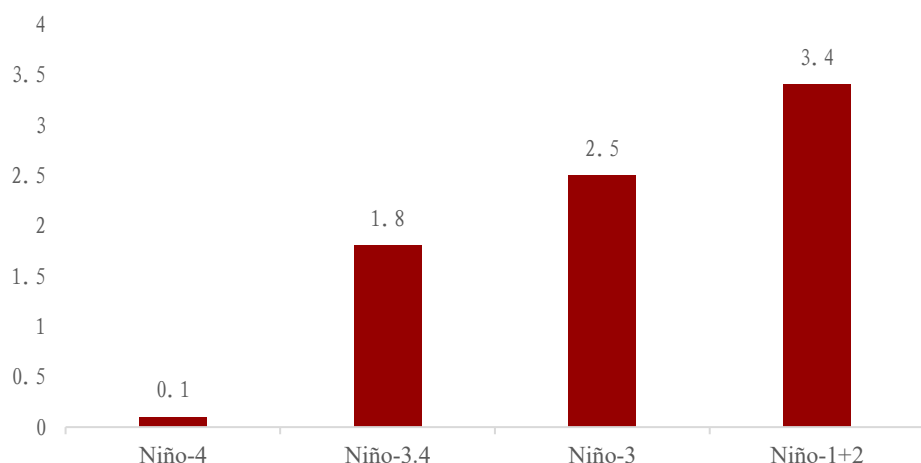
图表7: 2025-2026年厄尔尼诺指数 (ONI) 月度演变图



资料来源: 同花顺iFind、万联证券研究所

各细分尼诺区的数据有所分化, Niño-1+2 区极值预警。截至 2026 年 8 月, 尽管核心监测区 Niño3.4 指数为+1.8°C, 但最靠近南美洲西海岸的 Niño-1+2 区指数已达+3.4°C, 秘鲁和厄瓜多尔沿岸的海水升温明显, 且南美西岸将面临极端的暴雨与洪涝威胁。

图表8: 2026年8月四大Niño监测区海温距平对比 (°C)



资料来源: NOAA、万联证券研究所

国家气候中心认定超强级别厄尔尼诺已正式形成。国内外主流气象机构的监测模型对本轮厄尔尼诺事件峰值的预测指向高度一致, 均表明本轮事件跨过“超强”门槛的概率极高。2026年9月10日, NOAA指出厄尔尼诺现象正在继续加强, 8月Niño3.4区海温距平约达+1.8°C, 预计9月至12月出现“超强”级别事件的概率超过90%, 且在2026年10-12月期间, 3个月ONI值达到或超过+2.5°C概率高达75%; 2026年10月9日, 国家气候中心确认2026年9月已正式形成一次超强厄尔尼诺事件, 且未来三个月赤道中东太平洋海表温度将继续升高, 在秋末冬初达到峰值, 此次厄尔尼诺事件将成为有系统性监测以来最强厄尔尼诺事件。

图表9：主要机构对本轮厄尔尼诺的公开定调

机构	时间	核心表述	强度	持续期
国家气候中心	2026 年 10 月	2026 年 9 月已正式形成一次超强厄尔尼诺事件，且未来三个月赤道中东太平洋海表温度将继续升高，在秋末冬初达到峰值，此次厄尔尼诺事件将成为有系统性监测以来最强厄尔尼诺事件。	超强	至 2027 年春
NOAA	2026 年 9 月	厄尔尼诺继续加强；8 月 Niño3.4 约 +1.8℃；秋冬达 “very strong” 概率>90%；OND 历史级概率约 75%。	very strong	北半球秋冬季至冬春
WMO	2026 年 8 月	厄尔尼诺现象已牢固形成；持续至 2026 年 9 月至 11 月及 2026 年 12 月至 2027 年 2 月的可能性极高；将在年底达到峰值前达到非常强烈的强度。	very strong	至少至 2027 年 2 月，影响或更长

资料来源：NOAA、世界气象组织、中国气象局国家气候中心、万联证券研究所

3 产业链影响机制：从气候异常到供需重构

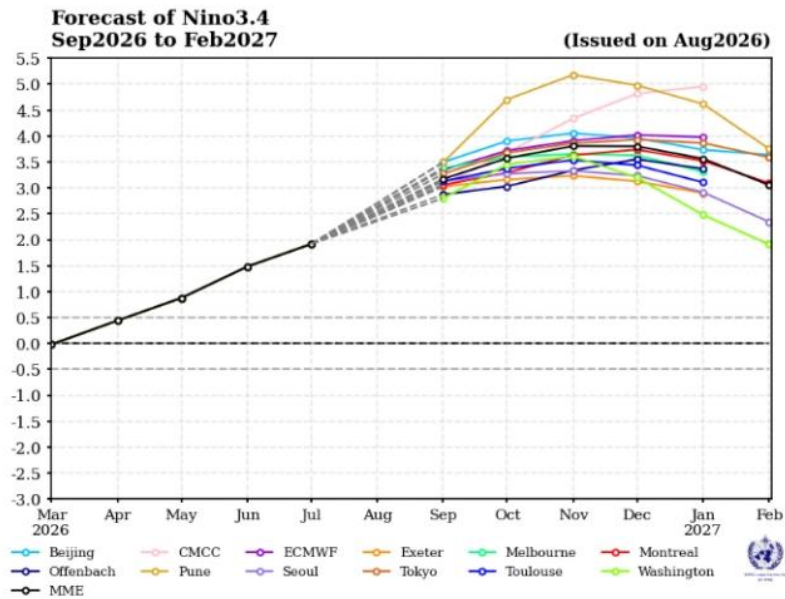
3.1 上游传导：全球气候模式的重塑与差异化冲击

气候异常作为底层宏观与自然变量，正在通过重塑全球大气环流、区域水热分布及海运大动脉，对农林牧渔上游产业链施加刚性的、大范围的宏观冲击。

3.1.1大气循环机制与全球气候重塑

从基础物理气候来看，厄尔尼诺事件通过“Bjerknes正反馈”机制颠覆了全球海气耦合系统。伴随本轮ONI指数以超常规斜率飙升并向超强级别挺进，赤道信风异常减弱甚至出现西风倒灌，沃克环流随之减弱并向东偏移。

图表10：2026年9月至2027年2月Niño3.4区多模型预测图

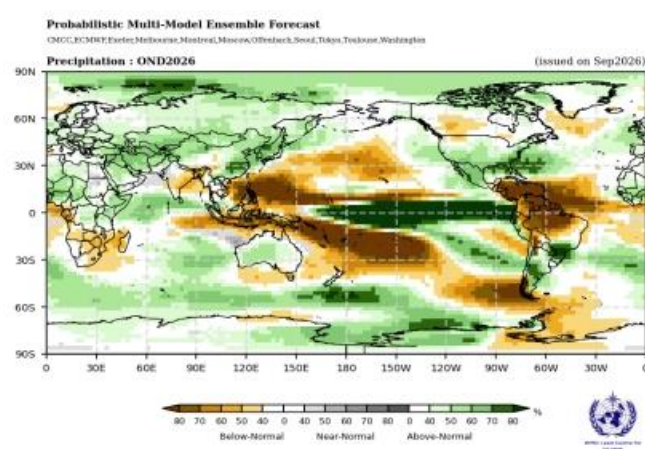
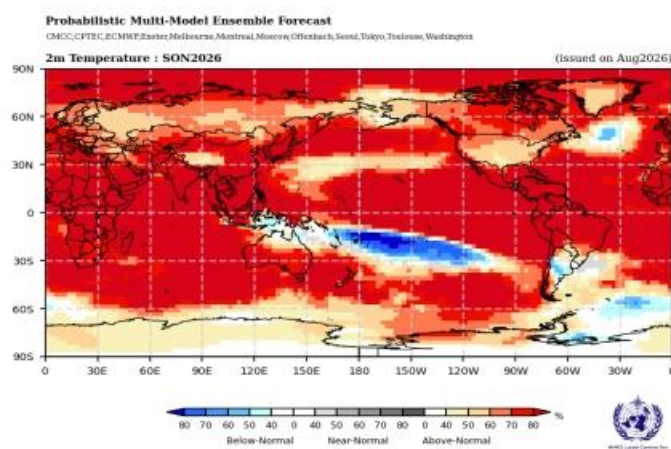


资料来源：世界气象组织、万联证券研究所

大范围暖水的东移直接引发了全球气象格局的极端分化。由全球陆地表面气温异常预测可见，欧亚大陆、非洲、南美洲及北美大部分陆地区域被大范围深红色（Above-Normal，气温偏高概率超70%-80%）的强暖信号绝对主导，彰显出强烈的全球变暖与厄尔尼诺的叠加增温效应。结合全球降水概率预测分析，太平洋热带中东部日界线以东呈现出极高概率的绿色多雨带，而与之形成鲜明对照的是，南亚、东南亚、澳大利亚北部及南美洲西北部大片区域被显著的棕黄色（Below-Normal，降水偏少概率区）横向带状包裹。这印证了上升气流遭到压制、季风降雨带东移后，上述核心农业带将大范围出现持续性的降水偏少与高温干旱。而在南北美洲一侧，美洲西海岸深层上升流被严重抑制，海表温度异常高企，引发沿岸暴雨与洪涝风险，而南美东南部及部分区域则面临不同的水热扰动。这种跨洋的能量与水汽再分配，构成了全球农产品主产区差异化供给冲击的自然根源。

图表11：2026年10-11-12月全球陆地表面气温异常预测图

图表12：2026年10-11-12月全球降水概率预测图



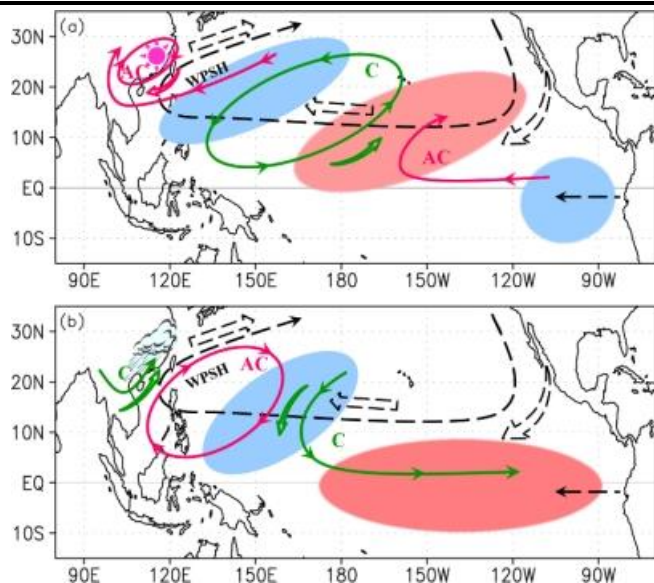
资料来源：世界气象组织，万联证券研究所

资料来源：世界气象组织，万联证券研究所

3.1.2我国宏观气候格局：“南涝北旱”的现实映射

放眼国内，厄尔尼诺事件的演变对我国的农业生态空间形成了深远且鲜明的气候映射。在厄尔尼诺发展当年，赤道中东太平洋大范围暖水异常会通过大气-海洋耦合激发低层异常反气旋性环流，促使西北太平洋副热带高压（WPSH）明显增强并向西、向南扩展。这种副高的强盛和位置调整，会持续向我国陆地区域输送充沛水汽。国家气候中心历史统计表明，此阶段易出现我国长江以南地区夏秋季降水较常年偏多、全国大部气温偏高的情况。厄尔尼诺对我国降水的影响在次年夏季则更为突出，极易导致长江流域洪涝风险增加，而华北部分地区则更容易出现阶段性干旱。此外，在厄尔尼诺成熟的冬季，东亚冬季风往往减弱，不利于冷空气南下，导致我国大部分地区更容易出现暖冬现象。在厄尔尼诺发展年内，西北太平洋台风的生成位置显著向东南方向偏移，在移动到中纬度地区之前拥有更长的海上路径与更高海温条件，从而有利于台风能量积蓄、强度增强及强台风比例上升。

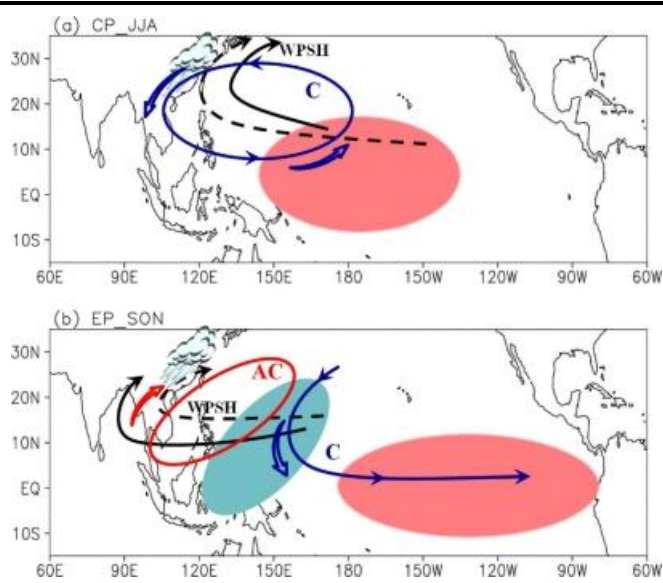
图表13: El Nino在衰退期影响我国降水的物理过程



资料来源: 国家气候中心, 万联证券研究所

注: (a) 为中部型El Nino春季, (b) 为东部型El Nino春季

图表14: El Nino在发展期影响我国降水的物理过程



资料来源: 国家气候中心, 万联证券研究所

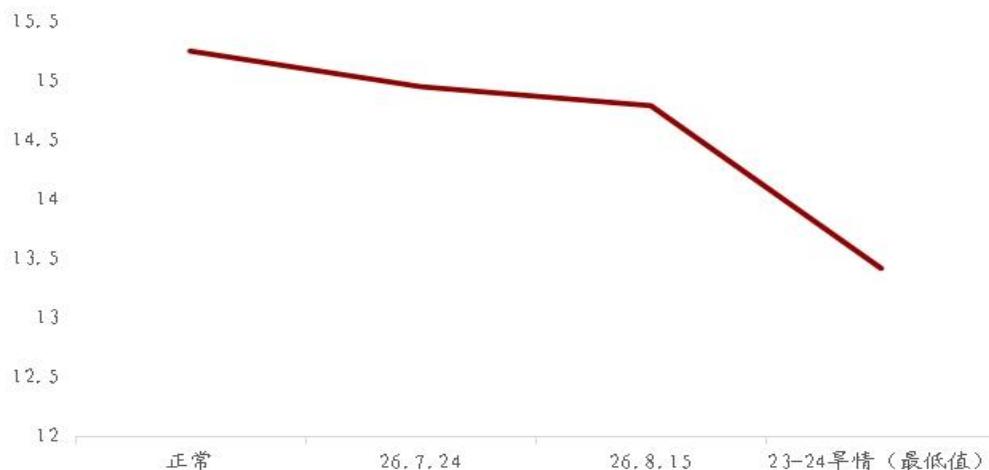
注: (a) 中部型El Nino夏季, (b) 东部型El Nino秋季

厄尔尼诺引发的“南涝北旱”与极端天气，直接对我国农业生产及上游成本传导构成了多维度的现实冲击。长江中下游及华南地区在厄尔尼诺次年降水显著增多，需高度警惕阶段性暴雨、农田渍涝等一系列风险。华北、黄淮及东北南部在厄尔尼诺影响下需防范持续高温和阶段性干旱带来的玉米等主粮减产风险。此外，除了本土气象扰动，我国还将承受国际供应链层面的次生冲击，如东南亚棕榈油与天然橡胶若减产将波及国内食用油与轮胎产业等。

3.1.3巴拿马运河效应：隐性物流瓶颈加剧全球供需错配

超强厄尔尼诺的影响经由巴拿马运河对全球农业供应链形成二次约束。除了直接在主产区田间施加气象胁迫外，本轮超强厄尔尼诺还通过一条非传统渠道对全球农业供应链施加重要约束，即巴拿马运河效应。作为连接大西洋与太平洋、承载美洲（美国、巴西、阿根廷）大宗农产品出口至亚洲买家的核心海运大动脉，巴拿马运河与苏伊士运河不同，采用水闸式“阶梯通行”，将会导致部分淡水流入大洋。然而，受本轮持续增强的厄尔尼诺现象影响，加通湖流域持续遭遇严重干旱与降雨偏少，导致加通湖水位下降。为实施“预防性水资源管理”，巴拿马运河管理局不得不频繁下调通行船舶的最大吃水深度限制，导致穿越运河的货轮需减载集装箱，推动单箱运费上升。目前，随着加通湖水文条件改善，管理局已上调允许吃水深度并宣布增加每日预订名额，短期通行约束边际缓解，但若旱情再度演变，运河通行仍可能受限，引发全球农业供应链风险。

图表15: 厄尔尼诺干旱胁迫下巴拿马运河最大允许吃水深度调整轨迹 (米)



资料来源: 新华网, 万联证券研究所

从传导机理看, 运河影响农产品价格并不经过产量, 而是经由运费与船期直接计入进口国的到岸成本。船只吃水深度下调意味着单船装载量下降、单箱运费上升, 进口粮油与食糖的到岸成本随之抬升, 幅度取决于该航线的可替代性, 美国至亚洲的谷物与油脂航线替代路径有限, 绕行将显著拉长航程与船期。这一渠道并不会影响作物的全球总供给, 但会改变同批产品在不同区域间的分配与到岸价格。

3.2 中游大宗品种: 气候冲击对不同作物的影响路径具有明显分化

气候冲击对不同农产品的影响程度有很大区别, 主要受产区集中度、干旱的生理作用点、减产兑现的滞后期与对冲变量影响。农产品的产区集中度决定其价格弹性, 产区越集中, 天气冲击越容易转化为全球性供给收缩, 价格反应也越剧烈; 干旱的生理作用点决定减产的确定性, 不同作物在关键生长期对水分亏缺的敏感度不同, 干旱打在授粉、灌浆或分蘖等不同环节, 对最终产量的影响差异显著, 作用点越接近产量形成的关键期, 减产越确定; 减产兑现的滞后期决定行情的持续性, 一年生作物当季即可验证减产, 而多年生作物从受灾到产量兑现往往需要数个季度甚至数年, 滞后期越长, 预期交易的窗口越宽; 对冲变量决定价格方向是否会被抵消, 库存缓冲、替代品供应、政策调控与进口调节等变量, 都可能削弱甚至逆转天气冲击带来的价格上行。这四个因素叠加, 使得同样强度的气候冲击在不同品种上也能呈现出截然不同的价格弹性与行情节奏。

从以上框架来看, 厄尔尼诺事件对核心农产品的影响特征主要可分为三类。棕榈油及天然橡胶这类东南亚及南亚热带经济作物的主产区极易遭遇高温少雨或降水异常, 且减产兑现普遍滞后, 历史上多次驱动油脂软商品牛市行情; 白糖产区横跨南北半球两大蔗带, 天气影响也有所分化, 最终净影响取决于南北半球对冲, 需关注巴西制糖比的走向; 大豆、玉米在厄尔尼诺年往往多水丰产, 但在本轮厄尔尼诺也面临着美国产区干旱以及巴拿马运河通行受限的干扰。

图表16: 气候冲击对不同农产品的影响程度有很大区别

品种	主产区集中度	生理作用点	减产兑现滞后期	其他主要变量
棕榈油	CR3 为 86.9%, 主要由印尼和马来西亚垄断, 分别占全球产量的 57.3% 和 24.8%	花序败育、雌花比例下降、出油率下滑	性别分化 18-24 个月; 花序败育 6-11 个月; 果串发育 6 个月	印尼 B50 与马来 B15 需求增量
天然橡胶	CR3 为 54.8%, 泰国、印尼、越南分别占全球产量的 32.1%、13.7%、9.0%	抑制排胶、压缩有效割胶天数	事件峰值后一至两个季度	轮胎淡季、合成胶替代
白糖	CR3 为 48.0%, 巴西、印度、欧盟分别占全球产量的 23.5%、16.1%、8.3%	削弱印度西南季风, 冲击甘蔗伸长期	约半年	巴西甘蔗丰产; 制糖比下滑
大豆	CR3 为 80.6%, 巴西、美国、阿根廷分别占全球产量的 42.0%、27.0%、11.5%	开花结荚期 (7-8 月)	当期	美国产区干旱; 巴拿马运河通行受限
玉米	CR3 为 65.7%, 美国、中国、巴西分别占全球产量的 32.5%、22.6%、10.6%	抽雄吐丝与灌浆期 (7-8 月)	当期	美国产区干旱; 低库存比; 巴拿马运河通行受限

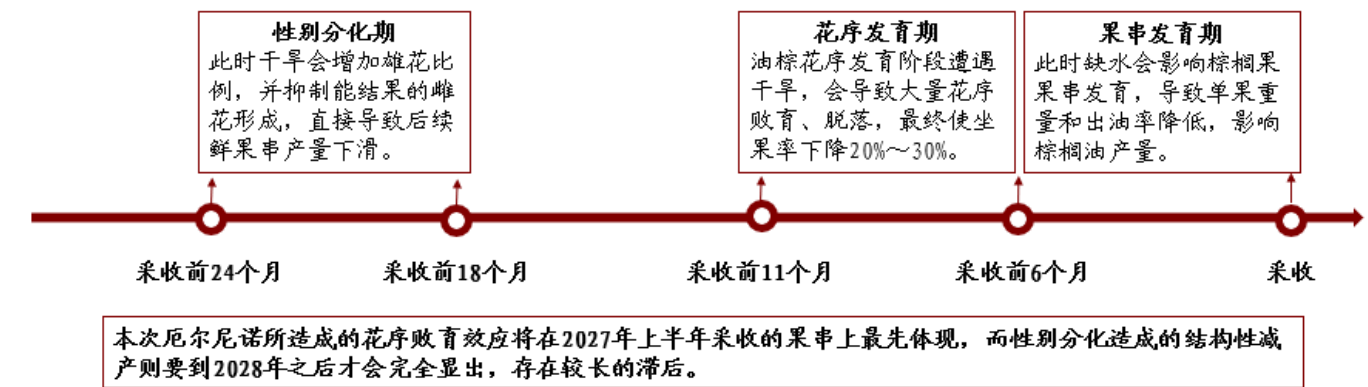
资料来源: USDA、ANRPC、IFFO、万联证券研究所

注: 天然橡胶集中度采用ANRPC2025年口径计算, 棕榈油、白糖、大豆、玉米集中度均采用USDA2025/26年度口径计算。

3.2.1 棕榈油

棕榈油减产概率较高, 但兑现时点也最远。产区集中度上, 印尼和马来西亚合计占全球棕榈油产量的八成以上, 2025/26年度产量分别占全球的57.3%和24.8%, 天气冲击极易转化为全球性供给收缩。根据农学研究, 油棕对水分亏缺的响应存在三个不可逆的窗口, 其中, 性别分化发生在采收前18至24个月, 干旱会增加雄花比例, 并抑制能结果的雌花形成, 直接导致后续鲜果串产量下滑; 花序败育发生在采收前6至11个月, 正在发育的花序如果缺水会直接败育脱落, 导致果串数量减少; 果串发育期在采收前6个月, 缺水会降低单果重量和出油率。因此, 厄尔尼诺所造成的水分亏缺会沿“采收前6个月、6-11个月、18-24个月”三条时间线先后作用于产量, 其中最长的一条要到两年后才完全显现, 这也是油棕产量对天气冲击响应最滞后、且部分损失不可逆的原因。

图表17: 棕榈油减产概率较高, 但兑现时点也最远



资料来源: 期货日报、万联证券研究所

印尼B50及马来西亚B15政策对出口供应形成分流, 并与产量侧的供给收缩形成叠加。印尼B50生物柴油政策于2026年7月1日生效、10月1日起强制执行, 将生物柴油中棕榈油掺混比例提升至50%。据期货日报数据, 2026年B50分配总量为167.5亿升, 对应毛

棕榈油消耗约1540万吨，全年生物柴油端需求增量约150万吨，据IPOSS报告显示，3Q2026印尼国内棕榈油消费预计将达到720万吨，其中生物柴油板块消耗约425万吨，出口供应空间将被显著压缩；马来西亚政府则宣布从B10逐步向B15过渡，按马来西亚种植与原产业部2026年4月公告，B15对应毛棕榈油总用量约80万吨，两国生物柴油政策推进将会对出口供应形成分流。

3.2.2天然橡胶

天然橡胶产区集中度较高，雨季割胶受阻及干旱减产两种机制均能影响橡胶产出。天然橡胶产区集中于东南亚地区，2025年泰国、印尼与越南分别产出479.0万吨/204.1万吨/133.7万吨，占全球产量的32.1%/13.7%/9.0%，CR3达54.8%。从生产机理看，天气对橡胶产出的影响机制可分为雨季割胶受阻及干旱减产两类。其中，雨季割胶受阻对产量的影响往往会立刻显现且可逆，这是因为雨天胶乳易被冲走，且降水增多将减少有效割胶天数，并降低产量，这一扰动不伤树体，雨季结束后割胶即能恢复；干旱则会对树势造成侵蚀，对产量的影响滞后且部分不可逆，主因为橡胶树喜高湿，水分亏缺会使胶乳含水量下降且粘稠度上升，并抑制乳管再生与胶乳合成，消耗树体碳水化合物储备，可能触发提前落叶、延长落叶期，使产胶能力的损伤延续至水分恢复之后，产量缺口通常在事件峰值后一至两个季度体现。当前主产国橡胶产量的下降主要来自雨季割胶受阻，是降水偏多减少有效割胶天数所致的可逆扰动；而本轮厄尔尼诺将使东南亚出现干旱天气，导致橡胶树树势受损，橡胶减产，影响将在2027年上半年起逐步显现。

图表18：雨季割胶受阻及干旱减产两种机制均能影响橡胶产出

	雨季割胶受阻	干旱减产
触发条件	东南亚雨季降雨天数偏多	厄尔尼诺导致东南亚干旱
作用原理	雨天胶乳易被冲走、切口长时间湿润易感染割面病害，割胶须在无雨天气进行，降水增多将减少有效割胶天数。	胶乳含水量下降且粘稠度上升，抑制乳管再生与胶乳合成，消耗树体碳水化合物储备，可能触发提前落叶、延长落叶期。
影响性质	只影响割胶操作，不伤树体，对产量的影响会立即显现，且雨季结束后割胶恢复，产量将会回补。	侵蚀树势，产胶能力的损伤可能延续至水分恢复之后，对产量的影响会在事件峰值后一至两个季度体现。

资料来源：热带作物学报、万联证券研究所

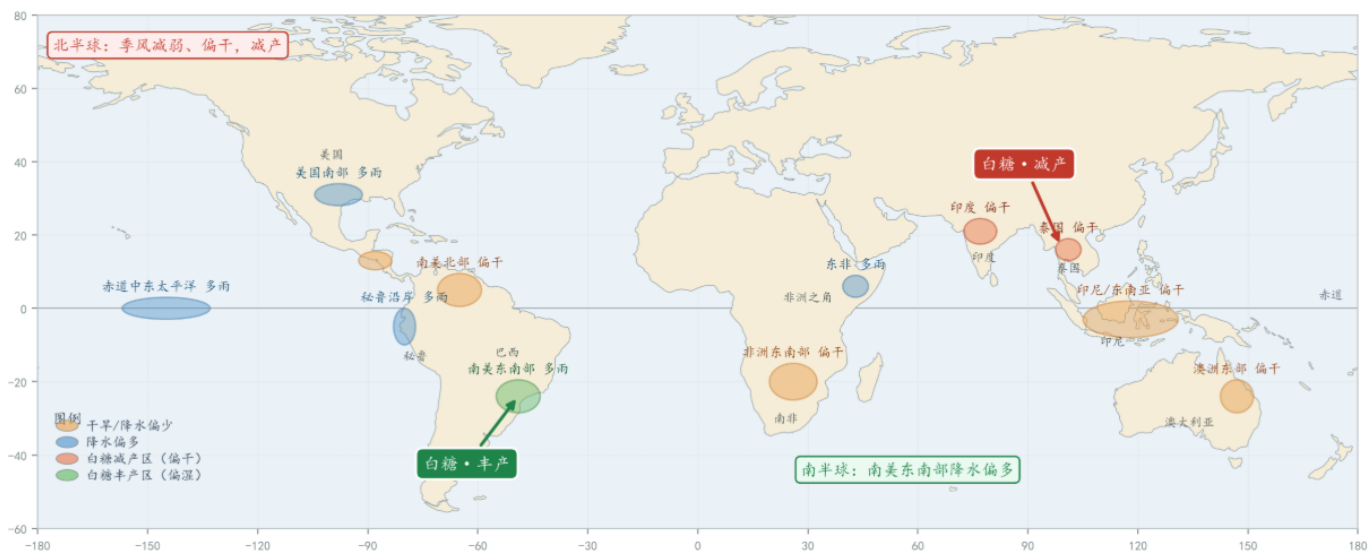
终端需求偏弱及合成橡胶的替代可能延缓减产向价格的传导。当前下游轮胎行业处于淡季，需求偏弱对高价原料形成压制，减产预期可能难以即时向终端传导；此外，天然橡胶与合成橡胶存在替代关系，合成胶价格随原油联动，若原油走弱带动合成胶走低，将削弱天然胶的需求支撑，使减产驱动的价格弹性降低。

3.2.3白糖

白糖产区横跨南北半球两大蔗带，天气影响有所分化。从产区来看，全球白糖产区分布广泛，2025/26年度产量排名前五的国家为印度、欧盟、中国、泰国，分别占全球产量的23.5%/16.1%/8.3%/8.1%，横跨南北半球两大蔗带，受到厄尔尼诺的冲击也有所不同。从生产机理看，白糖的原材料甘蔗有萌芽分蘖期及拔节伸长期两个需水敏感阶段，其中萌芽分蘖期主要影响单位面积有效茎数；拔节伸长期需水最旺，

且是甘蔗的主要生长阶段，对产量影响最大。北半球侧，厄尔尼诺削弱亚洲夏季风系统，导致印度季风区及东南亚蔗区降水同步偏少，使得甘蔗有效分蘖数减少，且在拔节伸长时水分膨压不足，单茎重下降，这一影响将会在新榨季开榨后逐步显现，滞后期约为半年。南半球侧，厄尔尼诺使南美东南部降水偏多，巴西中南部蔗区在拔节伸长时水分充足，反而会导致丰产。因此，全球白糖供给的天气净影响取决于南北半球的产量对冲。

图表19：厄尔尼诺将导致白糖北半球减产，南半球丰产



资料来源：NOAA、万联证券研究所

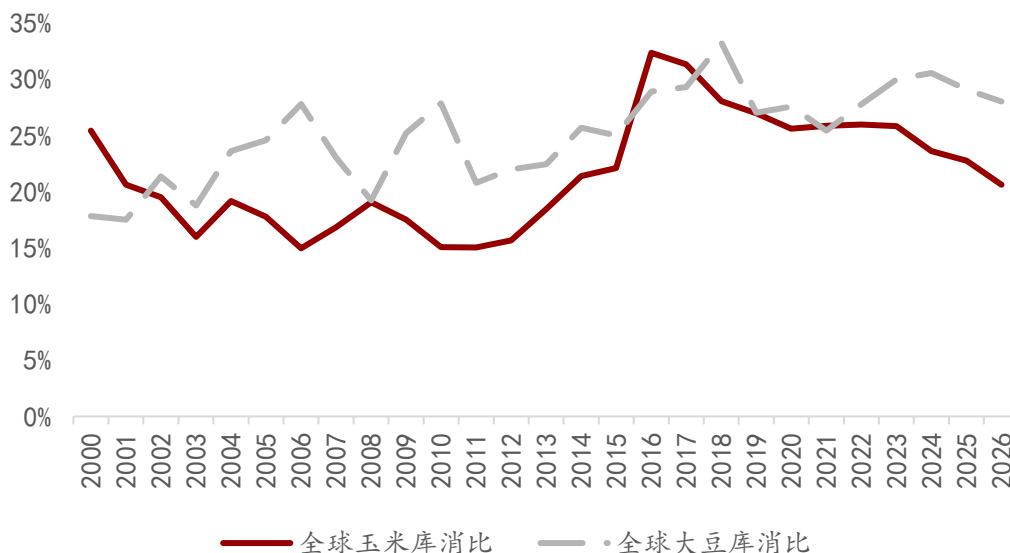
巴西的制糖比也将影响白糖的供给。甘蔗可在制糖与制乙醇间分配，两种产品的收益比较将决定制糖比，当乙醇端收益更高时，甘蔗会更多流向乙醇，即使甘蔗丰产，产糖量也可能下降。2026/27榨季截至8月1日，巴西中南部累计压榨甘蔗3.12亿吨，同比+3.82%，但累计产糖1699万吨，同比-12.11%，制糖比降至44.74%，同比-7.38pct，丰产不丰糖的格局意味着南半球对冲能力有所下降。未来，若巴西制糖比维持低位，厄尔尼诺所带来的极端天气扰动可能推动白糖价格上行。

3.2.4 玉米与大豆

厄尔尼诺对玉米与大豆的丰产预期正受到美国产区干旱及巴拿马运河通行受限的干扰。玉米产区分布较广，2025/26年度美国、中国、巴西产量分别占全球的32.5%/22.6%/10.6%，CR3为65.7%，对于巴西等南美产区而言，厄尔尼诺会导致降水增加，改善土壤墒情，有利于玉米生长，但如果降水过多，可能会形成渍涝，反而导致玉米根系受损；对于美国产区而言，厄尔尼诺年份美国中西部夏季通常出现凉爽湿润天气，有利于玉米授粉，推动单产提升。大豆产区则高度集中于美洲，巴西、美国、阿根廷产量分别占全球的42.0%/27.0%/11.5%，CR3达80.6%，其中巴西南部 and 阿根廷主要在10-12月播种大豆，厄尔尼诺带来的充沛降雨有利于播种和生长；美国产区夏季凉爽湿润的天气则有利于大豆结荚，往往导致大豆丰产。然而，此轮厄尔尼诺却面临着美国产区干旱以及巴拿马运河通行受限的干扰。根据USDA数据，截至2026年9月，美国大豆产区约27%、玉米产区约24%处于干旱，且已导致WASDE连续两月下调玉米单产；同时，厄尔尼诺使中美洲降水偏少，巴拿马运河水源承压，运河通行受限也会影响美国玉米与大豆经运河向亚洲市场的出口运输效率并抬升到岸成本。

玉米与大豆的库消比有所分化，使得两者的价格弹性也有所不同。全球玉米库消比自2016年的32.4%峰值持续震荡走低，2025年已降至23.3%，且预计2026年将进一步降至21.2%，全球玉米供应链冗余度已被压缩至极端敏感区间，抵御气候扰动的容错空间极其有限，价格弹性较强；大豆库消比则相对健康，预计2026年为28.1%，同比-1.0pct，仍处于过去十年的历史中位水平上方，安全垫显著厚于玉米，价格弹性也较弱。

图表20：玉米库消比处于历史低位，而大豆库消比则相对健康



资料来源：同花顺iFind、万联证券研究所

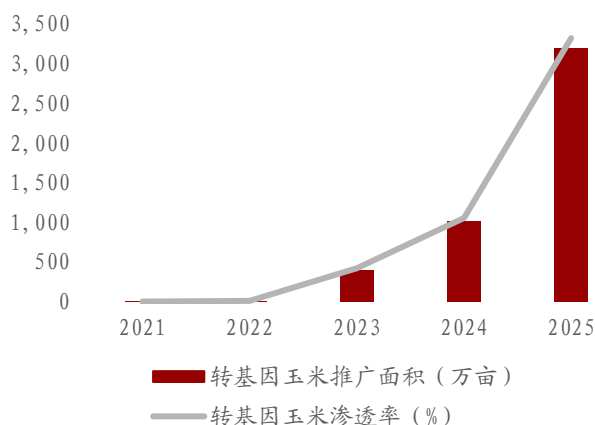
3.3 下游衍生赛道：种业、农化与养殖成本端

气候冲击沿产业链逐级传导，路径清晰度随之递减。气候异常对棕榈油、大豆、玉米、天然橡胶、白糖等大宗农产品的冲击路径相对清晰，即天气扰动经由产量变化作用于价格。沿产业链继续向下，气候影响对种业、农化与养殖业的传导需借由各自的中间环节，链条更长、兑现更慢，方向的不确定性更大。其中，种业需求的锚在于种植者的购种意愿，极端天气抬升减产风险，抗逆品种与普通品种之间的期望收益差随之拉大，但这一偏好变化能否最终转化为种企的订单与收入，仍需在销售季中验证；农化需求则跟随农户收益与农资预算波动，灾害当期最先被压缩的往往是农药这类可推迟、可替代的投入，行业先承受需求收缩，待粮价上行、种植收益改善，农资预算重新扩张，弹性方得以兑现，整体呈先承压、后受益的节奏；养殖业的压力主要来自成本端，豆粕、玉米等饲料原料涨价直接挤压养殖利润、加速产能去化，但板块机会的方向仍取决于猪周期自身的位置，天气更多影响去化的节奏而非方向。

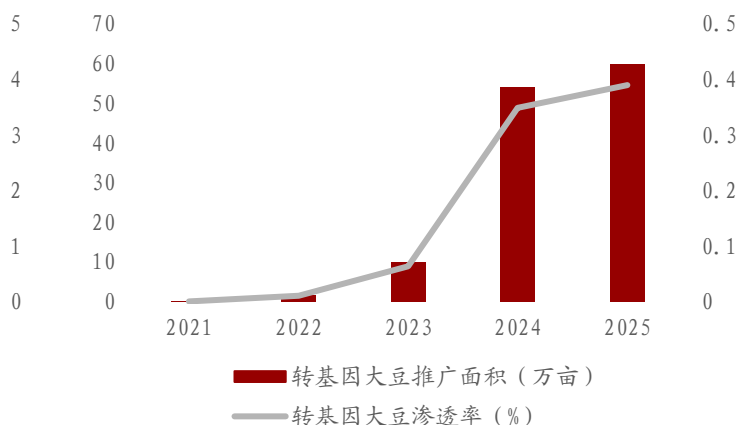
3.3.1 种业

需求端：极端天气重塑购种标准，抗逆溢价期望提升。极端天气系统性抬升减产风险，抗逆品种与普通品种之间的期望收益差随之扩大，种植者为“确定性”付费的意愿相应增强。当前，抗逆性状的供给主要依赖转基因技术，转基因玉米推广面积由2021年的0.1万亩增至2025年的3200万亩，渗透率提升至4.8%，加速态势明显，转基因大豆仍处于起步阶段，2025年推广面积60万亩，渗透率0.4%，节奏慢于玉米。

图表21: 转基因玉米/大豆推广面积 (万亩)



图表22: 转基因玉米/大豆渗透率 (%)



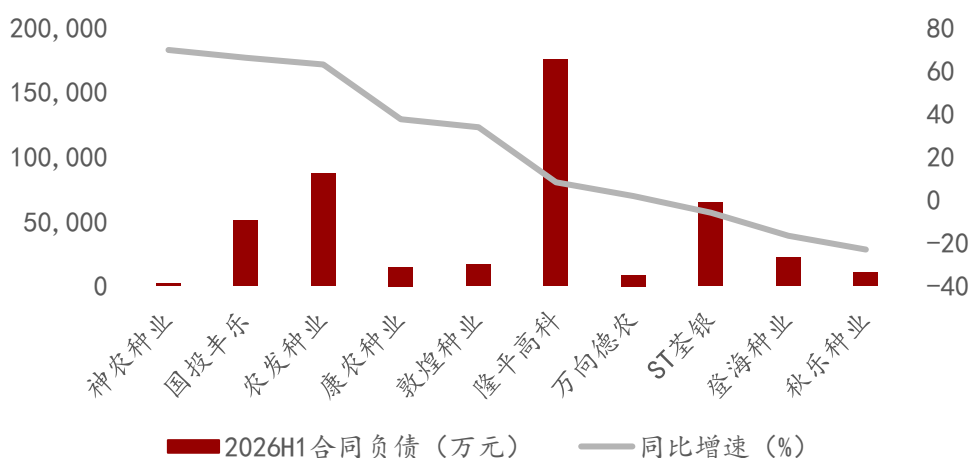
资料来源: 同花顺iFinD, 智种网, 万联证券研究所

资料来源: 同花顺iFinD, 智种网, 万联证券研究所

供给端: 制种收缩与单产受损叠加。极端天气对制种环节的冲击首先是总量层面的, 制种面积持续收缩、种子单产下降, 行业可供量整体收缩。在此之上, 不同品种之间呈现明显的结构分化, 抗逆属性强的品种受损更小, 部分企业甚至逆势扩大制种面积, 普通品种则更多被动压缩制种面积。供给端的结构性收缩与需求端对抗逆品种偏好的上升叠加, 价格与订单向头部抗逆品种集中, 抗逆品种量价与份额同步上升, 普通品种则面临存量收缩。当前供给收缩仍属于结构性紧张, 但渗透率快速抬升导致这一状态可能变化。

落地节奏上, 预期先行, 订单验证在后。种业销售普遍采用“先款后货”的预收模式, 合同负债对应下一销售季的订单规模, 该数值变动领先收入确认约1至2个季度, 是验证需求端逻辑的关键先行指标。2026年上半年, 种子行业上市公司合同负债分化显著: 农发种业、国投丰乐、神农种业同比分别增长62.9%、66.0%、69.6%, 康农种业、敦煌种业分别增长37.4%、33.8%, 体量最大的隆平高科增长8.2%, 登海种业、秋乐种业、ST荃银则分别下降16.6%、23.0%、5.9%。增速领先者以中型与区域型公司为主, 本轮需求端的改善尚未在龙头公司的订单上得到确认。

图表23: 种业2026H1合同负债 (万元) 及同比增速 (%)

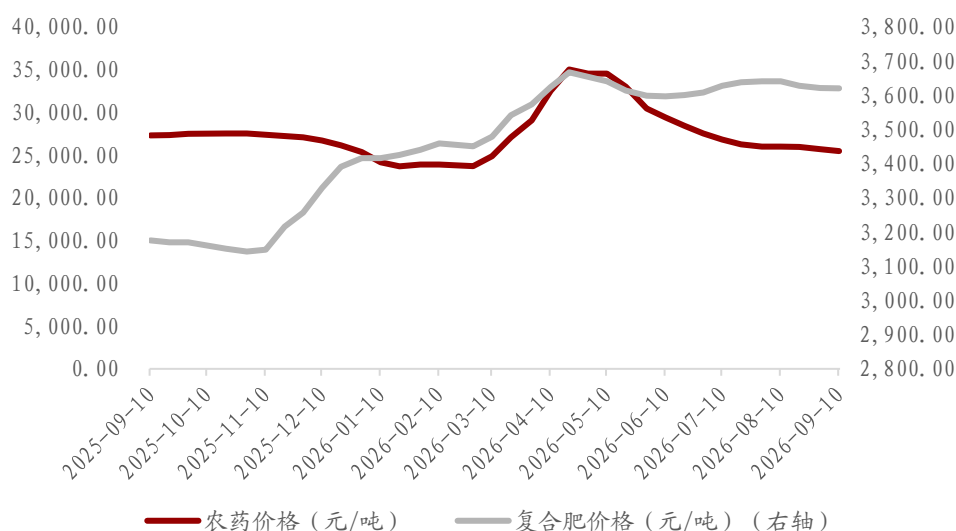


资料来源: 同花顺iFinD, 万联证券研究所

3.3.2 农化

当期国内影响：先承压，后受益。灾害压低当季单产与农户收益，现金流收紧后首先被压缩的是可推迟、可替代的农资支出，并沿亏损加深、投入收缩的链条向农化企业的量价传导。在天气冲击转化为粮价上涨之前，国内农化面对的是需求收缩，当期基本面与种植链方向相反。近一年农药价格剧烈波动，2025年9月为27275.0元/吨，2026年1月20日回落至23678.6元/吨，3至4月快速拉升至4月20日的35000.0元/吨，涨幅达到47.8%，之后再度回落至9月10日的25475.0元/吨，基本回到2026年初水平；复合肥则由2025年9月的3175.8元/吨升至2026年9月的3619.4元/吨，累计上涨14.0%。两类农资的价格属性差异明显，农药的弹性与波动远大于复合肥。对农户而言，农药投入更具推迟与替代的空间，灾害年份农资支出首先被压缩时，农药需求的受损幅度往往大于化肥。当前农药价格已从高点明显回落，若天气情况持续恶化，农户收益与现金流进一步承压，可推迟、可替代的农药支出将首先被压缩，农药价格与需求都将进一步承压。

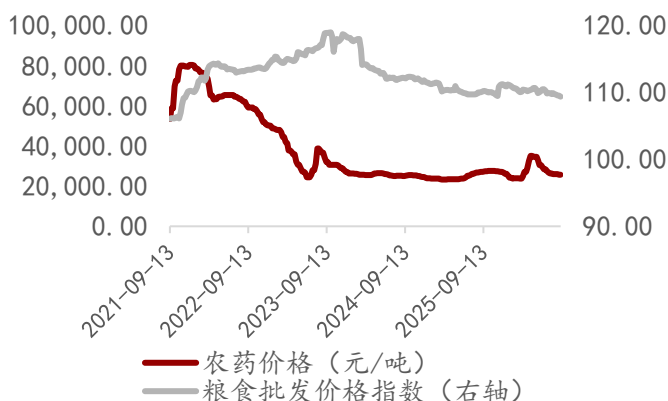
图表24：近一年农化价格变化（元/吨）



资料来源：同花顺iFind，万联证券研究所

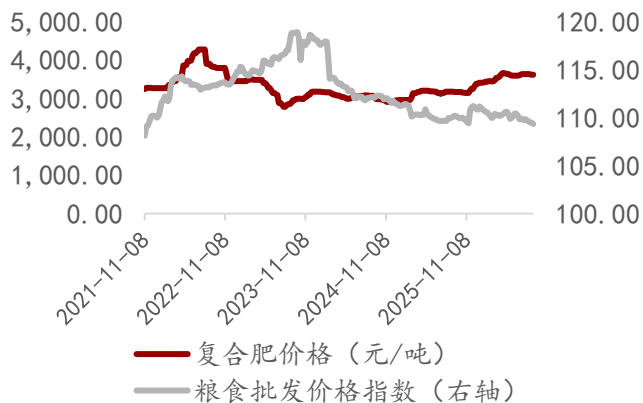
远期国内影响：2027年或迎来弹性兑现期。农化的远期弹性来自粮价上行向农资预算的再传导，粮价上涨、农户收益改善、下一种植季农资预算扩张。从历史数据上看，粮价上行与农资价格走高在时间上有一定的一致性，但存在品种差异。粮食批发价格指数自2021年9月的106.04起上行，复合肥价格同期从3200元/吨升至2022年7月的4280元/吨，涨幅达33.8%，两者上行节奏基本同步；农药价格则在2021年12月见顶80250元/吨后率先回落，走势与粮价背离。粮价上行对农资的带动主要体现在复合肥等需求刚性较强的品种，农药受自身供给与库存周期的影响更大。2024年以来的粮价低位盘整，传导缺乏起点。粮食批发价格指数维持在109至111的窄幅区间，农资预算扩张失去基础，农化价格的变化更多来自成本与供给。近一年复合肥与粮价基本同步，粮价变化领先复合肥价格约3周；农药价格继续与粮价脱钩，2026年1月20日至4月20日自23678.6元/吨升至35000.0元/吨，同期粮价指数基本走平，此后回落至25475.0元/吨。

图表25: 粮价VS农药价格传导时滞



资料来源: 同花顺iFinD, 万联证券研究所

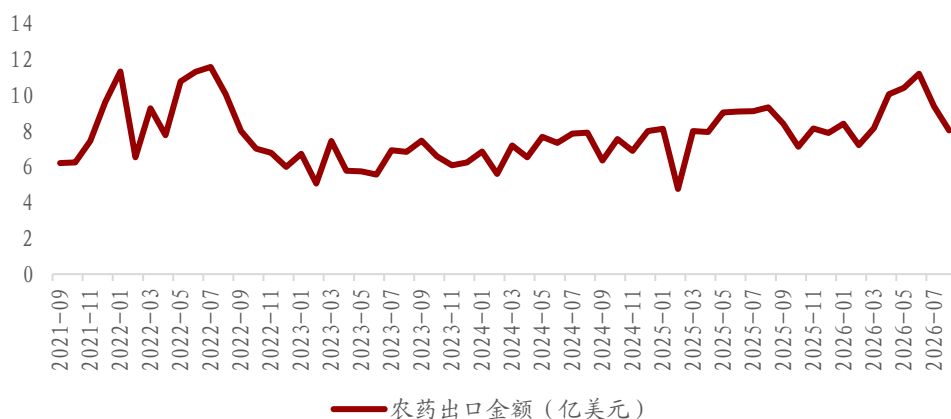
图表26: 粮价VS复合肥价格传导时滞



资料来源: 同花顺iFinD, 万联证券研究所

国外影响: 出口链受益更早、路径更短。根据降水预测, 南美洲东南部、美国南部降水偏多将导致巴西及美国农药需求上升, 且不受国内市场亏损拖累, 以海外出口为主要业务的农化公司有望受益。出口数据已经体现出海外需求的高涨, 2026年6月农药出口金额达11.2亿美元, 逼近2022年7月创下的11.6亿美元高点。与国内先抑后扬的节奏相比, 出口链的受益时间点更早、传导路径更短, 属于本轮中相对确定的增量方向。

图表27: 2026年6月农药出口金额达11.2亿美元

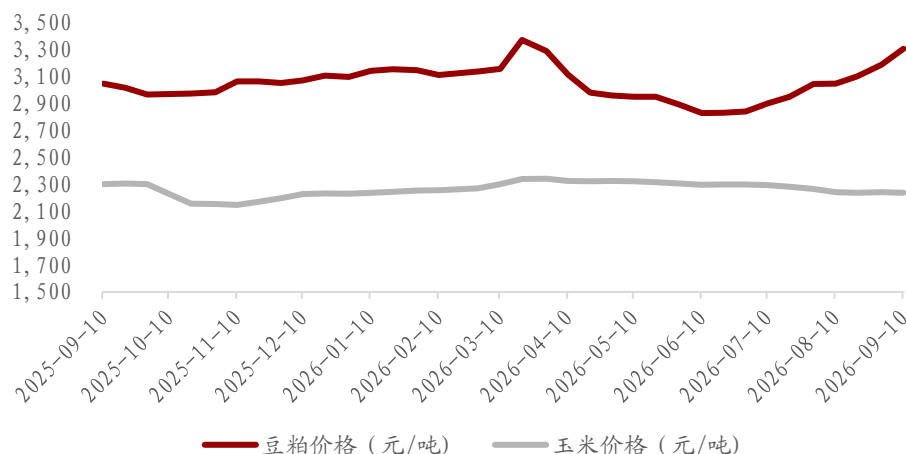


资料来源: 同花顺iFinD, 万联证券研究所

3.3.3 养殖业

养殖当期的压力来自成本端与周期低位的叠加。极端天气推动饲料原料价格上行, 豆粕在饲料配方中具有刚性, 成本抬升难以通过配方调整完全规避, 行业亏损进一步加深。从价格看, 饲料成本的抬升主要由蛋白原料贡献, 豆粕价格自2026年6月10日的低点2827.8元/吨回升至2026年9月10日的3305.8元/吨, 累计上涨16.9%, 已接近3月20日前高3370.3元/吨; 玉米价格自2025年11月10日的2145.9元/吨回升至2026年9月10日的2236.8元/吨, 涨幅约4.2%, 较去年同期仍低约2.7%, 整体处于窄幅震荡。本轮成本冲击集中在蛋白原料一端。其中, 尽管在厄尔尼诺的影响下, 全球大豆供应将较为宽松, 但国内豆粕定价沿“进口大豆到港—压榨—豆粕现货”链条形成, 叠加船期、进口贴水与库存节奏后, 豆粕现货价格仍有较明显抬升; 而饲料配方中的刚性需求又决定了这部分成本难以通过调整配方化解, 只能直接压缩养殖利润。

图表28: 豆粕、玉米价格 (元/吨)



资料来源: 同花顺iFind, 万联证券研究所

产能去化节奏提速, 存栏降至近年低位。能繁母猪存栏自2025年12月的3961万头降至2026年9月的3602万头, 累计减少约9.1%, 其中2026年三季度减少178万头, 较一季度的57万头明显加快。与2021年6月的高点4564万头相比, 当前存栏已下降约21.1%, 处于近年来的低位区间。

周期位置而非天气强度决定养殖股的机会。按生猪繁育周期推算, 当前产能去化对应约10至12个月后的商品猪供给收缩, 2027年起猪价中枢有望逐步抬升。养殖股的机会更多来自周期的位置, 天气通过加速去化影响行情节奏。

图表29: 能繁母猪存栏量 (万头)



资料来源: 同花顺iFind, 万联证券研究所

4 投资建议

天气强度已较充分定价, 后续超额收益取决于兑现节奏旬起, 随着官方定调密集落地, 农牧板块开始进入天气预期定价阶段, 2026年8月10日至2026年9月10日农牧板块累计上涨12.2%, 在31个申万一级行业中排名第1, 其中种植业上涨27.1%, 预期交易已比较充分, 我们判断板块整体的 β 行情在9月中旬已经基本走完, 已经进入

等待兑现的阶段。2026年10月9日，国家气候中心已经确认2026年9月已正式形成一次超强厄尔尼诺事件，且此次厄尔尼诺事件将成为有系统性监测以来最强厄尔尼诺事件，预计品种间的相对收益将主要取决于产量损失能否验证、库存安全垫的厚薄以及政策与减产方向是否一致，配置上宜聚焦产区集中、库存偏薄且政策同向的品种，如棕榈油、白糖、玉米、橡胶等。

产业链端，出口链最先兑现，国内农化与种业滞后约一年。农化出口的传导路径最短，国内农化则先承压、后受益，但农资预算的扩张要等一个完整种植季，预计增量集中在2027年。种业的需求改善目前仍在预期环节，订单端尚未验证。厄尔尼诺的干旱预期首先改变种植者的选种偏好，预计抗逆品种需求上升，再经订单向收入确认传导；验证这一传导的先行指标是合同负债，其确认领先收入1至2个季度。厄尔尼诺对养殖的压力在于饲料成本可能上升，但猪周期的位置是影响投资机会的主要因素。

投资建议：超强厄尔尼诺有望带动部分农产品价格上行，农林牧渔行业景气度向上，维持农牧行业“强于大市”评级。建议关注两条主线：1）受益于农产品价格可能上行相关产业链公司；2）极端天气下抗逆品种需求可能增加的种业公司，以及出口链与需求刚性的农资公司。

5 风险提示

厄尔尼诺强度与持续时间不及预期的风险：厄尔尼诺对农产品造成的冲击与其强度直接相关，若ONI峰值低于预期或事件提前结束，各品种的产量变化幅度与价格弹性可能会相应收窄。

库存与政策对冲的风险：部分农产品库存处于高位，储备投放、进口调节、出口政策及生物柴油政策的执行进度均可能削弱天气冲击向价格的传导。

下游需求与传导不及预期的风险：农化增量取决于农户种植预算的恢复，种业订单尚未在报表端确认，养殖行情取决于产能去化节奏与猪价走势，若需求端持续走弱，中游价格向下游的传导链条可能中断。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。分析师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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场