

2025 年 10 月 07 日

证券研究报告|行业研究|行业点评

农林牧渔

周观点：国庆猪价走低或助去产能，美豆话题再升温

报告摘要

◆ 本期行情 (09.21-10.07)

申万农林牧渔行业 (-1.83%)，申万行业排名 (24/31)；

上证指数 (1.64%)，沪深 300 (3.08%)，中小 100 (4.27%)；

涨幅前五 (09.27-10.07)	天马科技	华绿生物	宏辉果蔬	万辰集团	生物股份
	7.3%	6.0%	4.1%	3.7%	3.2%
跌幅前五 (09.27-10.07)	ST 景谷	晓鸣股份	京粮控股	立华股份	傲农生物
	-9.7%	-5.3%	-5.3%	-5.1%	-4.0%

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：《渐入旺季猪价不旺，“去化”逻辑支撑生猪板块》、《Q2 猪价低迷，猪企业绩提升，关注板块演绎》、《25H1 宠食板块业绩延续增长，持续关注验证》。

◆ 本周核心观点

【核心观点】国庆期间生猪价格继续走低，猪价低迷或助行业产能去化，推升猪价回暖预期。此外，近期特朗普再提中美大豆贸易问题，大豆作为重要饲料原料，中美博弈或影响催化养殖链板块。

【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。

国庆猪价走低，或助行业去产能。据中国猪业，截至 10 月 7 日全国生猪（外三元）均价 12.55 元/公斤，较节前跌 1.6%。此前，9 月全国生猪已经历 10% 左右的跌幅创年内次低，自繁自养模式下每头猪亏损高达 54 元，外购仔猪育肥的养殖户更是头均亏 128 元。生猪价格走低、养殖利润减少将有利于行业产能去化，在生猪反内卷推动下，未来有望支撑猪价回暖，养殖回归合理利润。

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

：周观点：生猪产能优化推进，关注反内卷下板块演绎—2025-09-22

：周观点：渐入旺季猪价不旺，“去化”逻辑支撑生猪板块—2025-09-16

：周观点：Q2 猪价低迷，猪企业绩提升，关注板块演绎—2025-09-07

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

美豆问题再升温，关注中美博弈对养殖链的影响。据观察者网，当地时间 10 月 1 日，美国总统特朗普在社交媒体发文称，他将在四周后举行的亚太经合组织（APEC）峰会上会晤中方领导人，大豆问题将是主要讨论议题之一。据 USDA，新销售季节已开始数周，中国买家尚未预订一艘美国大豆货轮。去年，中国价值超过 120 亿美元，占美国大豆出口总值半数以上。我们认为，对美大豆贸易将成为中美重要博弈，若作为筹码放宽从美国进口大豆，将从原料成本端改善饲料和养殖的盈利预期，关注中美谈判事件演绎。

【养殖产业】

8 月猪企销售增加：量上，从已公告 12 家猪企销售数据看，8 月生猪销量共计 771.26 万头，环比增 4.43%。9 家猪企月出栏环比上涨，其中，温氏股份、大北农、正邦科技 7 月出栏环比涨幅 38.3%、67.5%，152.6%。价上，8 月全国生猪均价有所上升。从已公告 12 家猪企销售数据看，8 月生猪出栏均价为 13.72 元/公斤，环比跌 6.06%。出栏均重上，8 月生猪出栏均重有所下降。从已公告 12 家猪企销售数据看，8 月生猪出栏均重为 103.5 公斤，环比涨 2.24%。其中，正邦科技、神农集团 8 月生猪出栏均重环比降幅 10.8%、2.8%。养殖利润上，据 iFinD 数据，截至 09 月 26 日，自繁自养和外购仔猪养殖利润分别为-74.11 元/头，-236.57/头。

2025年8月生猪上市企业销售情况追踪

	8月生猪出栏（万头）			1-8月累计出栏（万头）		出栏均价（元/公斤）			出栏均重（公斤/头）	
	6月	环比	同比	1-6月	同比	均价	环比	同比	均重	环比
牧原股份	700.10	10.2%	12.2%	5175.00	15.5%	13.51	-5.5%	-31.5%	125.3	-2.2%
温氏股份	325.57	2.9%	38.3%	2435.24	27.8%	13.90	-4.7%	-32.0%	106.6	0.9%
新希望	133.78	2.7%	4.7%	1108.97	-1.2%	13.54	-6.2%	-32.7%	95.1	-0.8%
大北农	70.05	17.9%	67.5%	512.91	37.4%	13.55	-6.1%	-32.7%	118.1	2.9%
正邦科技	69.97	0.6%	152.6%	497.15	137.2%	13.75	-3.9%	-30.3%	66.4	-10.8%
唐人神	40.61	15.5%	33.8%	335.13	35.6%	-	-	-	-	-
天邦食品	52.97	-1.3%	2.4%	402.45	-1.0%	13.71	-6.1%	-32.5%	85.5	-2.3%
天康生物	26.38	18.0%	10.1%	201.54	8.2%	12.79	-6.1%	-32.8%	112.6	2.3%
神农集团	16.64	-4.8%	-4.2%	188.06	28.4%	13.87	-5.8%	-30.0%	123.5	-2.8%
傲农生物	15.01	5.3%	26.9%	107.59	-33.8%	-	-	-	-	-
东瑞股份	9.48	-21.1%	21.1%	98.00	96.7%	13.97	####	-35.7%	120.8	38.2%
金新农	10.80	36.0%	7.8%	81.98	3.5%	13.84	-7.6%	-31.6%	81.0	-0.4%

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。近年来动保行业竞争激烈，落后产能望逐步退出，中小企业加速离场，行业集中度有望提升，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。二是非洲猪瘟疫苗审批应用不断推进。目前

已有动保企业获得非洲猪瘟亚单位疫苗临床试验批件，非瘟疫苗上市渐行渐近。

建议关注：非瘟疫苗研发审批进展的头部动保企业【生物股份】、【中牧股份】，研发创新优势企业【瑞普生物】、【普莱柯】、【金河生物】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 25/26 年度全球粮食供需的最新预测，新增 2025/26 年度小麦、水稻、玉米、大豆预期产量均有调整。

【小麦】全球 2025/26 年的消费量增加了 500 万吨，达到了 8.145 亿吨，主要是由于欧盟、澳大利亚、加拿大、俄罗斯和乌克兰的饲料和剩余使用量增加，以及几个国家的食品、种子和工业用途的相对较小的增加。全球贸易量增加了 120 万吨，达到 2.147 亿吨，澳大利亚和美国的更大出口量弥补了俄罗斯和乌克兰的减少。预计 2025/26 年全球期末库存增加了 400 万吨，达到 2.641 亿吨，主要是由于几个出口国的库存增加。

【水稻】2025/26 年全球稻米展望本月预计供应、贸易、消费和库存均有所增加。全球供应量增加 80 万吨，达到创纪录的 7 亿 2950 万吨，因为较高的期初库存部分抵消了减产。贸易预计几乎没有变化，缅甸的出口增加被巴基斯坦和其他几个国家的减少所抵消。全球稻米消费量略微上调，增加 20 万吨，达到 5 亿 4220 万吨，印度的增加部分被缅甸的减少所抵消。预计 2025/26 年世界期末库存为 1 亿 8730 万吨，增加 60 万吨，主要由于巴基斯坦和美国的库存增加。

【玉米】2025/26 年全球粗粮贸易的主要变化包括美国和赞比亚的玉米出口增加，但塞尔维亚、欧盟、俄罗斯和坦桑尼亚的出口减少。欧盟、马拉维和津巴布韦的玉米进口量上调，但印度的进口量减少。国外玉米年末库存被削减，主要反映中国和俄罗斯的减少，部分被南非和乌克兰的增加所抵消。全球玉米年末库存为 2.814 亿吨，减少 110 万吨。

【大豆】全球大豆供需预测包括较低的期初库存、较低的生产量、较低的压榨量、更高的出口量和减少的期末库存。期初库存的减少主要是对上一营销年度阿根廷出口量的上调。全球大豆生产量减少 50 万吨，降至 4.259 亿吨，原因是印度、欧盟和塞尔维亚的生产下降，而俄罗斯和美国的生产上升对此有所抵消。2025/26 年度的大豆出口量上升，主要是阿根廷、俄罗斯和加拿大的出口量增加，而美国和乌克兰的出口量减少对此有所抵消。土耳其、巴西、埃及、欧盟和塞尔维亚的进口量增加。全球大豆期末库存减少 90 万吨，降至 1.24 亿吨，原因是阿根廷、玻利维亚和加拿大的库存下降，而美国和巴西的库存上升对此有所抵消。

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。农业农村部已公示多个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，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。三是部分头部宠物食品企业，积极推进全球化战略，产能和品牌在全球范围多元布局，不仅能够灵活应对关税风险，也将有力支撑海外业务拓潜，国货宠食企业有望向全球宠食企业叙事演绎。

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（2025.09.21-2025.10.07）

（一）农林牧渔本期表现

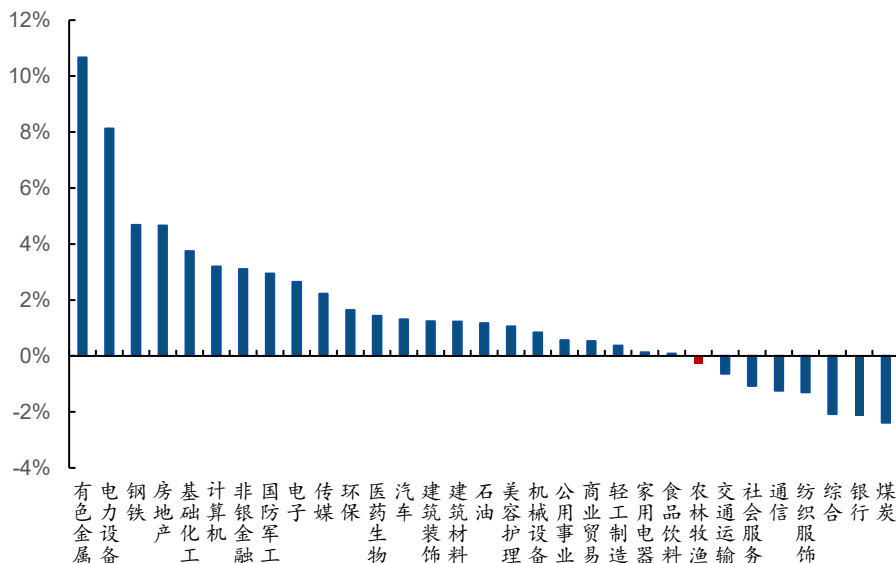
本期（2025.09.21-2025.10.07）上证综指收于 3882.78，本期涨 1.64%；沪深 300 指数收于 4640.69，本期涨 3.08%；本期申万农林牧渔行业指数收于 2964.24，本期跌 1.83%，在申万 31 个一级行业板块中涨跌幅排名 24 位，二级板块动物保健、畜禽养殖、种植业、渔业、饲料、农产品加工的周涨跌幅分别为 0.06%、-2.33%、-1.67%、-3.37%、-0.85%、-2.16%。

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	0.06%	-2.33%	-1.67%	-3.37%	-0.85%	-2.16%	-1.83%	4.27%	3.08%
月初至今涨跌	-2.24%	-0.92%	-1.51%	-3.08%	1.29%	-5.06%	-1.21%	7.71%	3.20%
年初至今涨跌	30.92%	19.14%	2.28%	4.31%	19.47%	18.39%	17.12%	31.31%	17.94%
收盘价	4,475.77	3,357.31	2531.81	773.81	4948.13	2375.60	2964.24	8380.38	4640.69

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、2025 年三季度仔猪价断崖下跌

2025 年三季度，我国仔猪价格剧烈下探，7 公斤仔猪均价从 7 月初 431 元 / 头跌至 9 月中旬 279 元 / 头，跌幅超 35%，部分产区成交价跌破 260 元 / 头，击穿中小场 300 元 / 头成本线，行业陷入“卖一头亏一头”困境，补栏近乎停滞。相较 2024 年，此次下跌拐点提前 2 个月、峰值低 19.9%，9 月均价创近三年同期最低，市场预期悲观。价格暴跌源于供需双重压力。供应端，2024 年猪价回暖推动能繁母猪连续 12 个月扩张，2025 年存栏持续高位，三季度断奶仔猪供应同比增 12.3%；且规模化猪场二元母猪占比升至 80%，繁殖效率提升进一步加剧供应过剩。需求端，7 月下旬起育肥环节深度亏损，9 月头均盈利 -128.92 元，叠加“9-10 月补栏、春节后出栏（历史同期价跌 18%）”的周期陷阱，补栏积极性同比降 40%，形成恶性循环。

2、2025 年我国主要农作物种子生产形势良好，供应有保障

从农业农村部获悉，今年我国主要农作物种子生产形势向好，供应充足有保障。其中，粮油作物主要制种基地现代化水平、加工生产能力均有提升，制种技术落实到位且气候条件总体正常，预计制种单产较常年提高，种子质量良好；具体来看，冬小麦制种收获面积 1410 万亩，可供种量 69.1 亿公斤，抗寒抗倒伏、高产优质等品种表现突出，冬油菜制种收获面积 27.6 万亩，可供种量 3849.1 万公斤，高产高油、宜机收、抗性强等优质品种表现突出。

3、国内玉米进入新旧交接期：供应切换、库存低位、需求分化

当前国内主产区玉米逐步成熟收割，东北玉米粮质优良且增产预期强；随着新粮上市临近，陈粮供应逐步让位，进口玉米拍卖已停止（本轮累计成交 157.7 万吨，成交率 31.6%），中储粮公开竞价交易也暂停。同时中下游库存降至低位，深加工企业、饲料企业玉米库存分别为 234 万吨、26.16 天，北方港口库存 67.5 万吨（近年同期最低），南方港口内贸玉米库存 30.8 万吨。替代方面，小麦与玉米价差扩大至 80 元 / 吨、政策稻谷价高，替代优势减弱，且玉米进口量低迷（8 月仅进口 3.6 万吨，1-8 月累计同比降 93%），其他谷物进口也同比下滑。需求端呈现分化，养殖端生猪存栏短期难减、禽类存栏居高不下，支撑饲料需求偏强；深加工端淀粉、酒精企业虽亏损缩小，但开机率仍处近年偏低水平，需求一般。整体来看，玉米市场处于新旧交接阶段，价格或延续底部震荡，需关注后续购销情绪。

4、崖州湾国家实验室团队在《细胞》发表大豆研究成果，揭示驯化传播轨迹并建基因平台

10 月 1 日晚，崖州湾国家实验室大豆种子创新团队（首席科学家田志喜为通讯作者，博士后朱舟、王亚琳为共同第一作者）在《细胞》发表研究论文，该研究利用 8105 份覆盖野生型、地方品种和现代栽培品种的大豆种质资源基因组信息，开展系统比较基因组分析，为大豆进化研究和分子设计育种提供理论基础。研究首次明确黑豆在野生与驯化品种间的过渡地位，提出大豆在中国黄淮海地区和西北地区存在两个独立驯化中心的假说；阐明不同国家大豆育种的地区偏好性（如裂荚性、生长习性相关基因选择差异）及中国不同年代品种改良目标转变（建国初重高蛋白，近年重高产高油抗逆），还定位到品质改良新候选基因 GmSWEET30a；同时构建高密度大豆全基因组变异图谱、数量性状核苷酸库，并开发面向全球的在线数据库。该研究得到崖州湾国家实验室、国家自然科学基金等项目支持，为作物驯化规律研究和种质资源利用奠定基础。

（二）公司资讯

1、温氏股份：受“桦加沙”台风影响 公司在广东区域局部资产出现一定损失

人民财讯 9 月 29 日电，温氏股份 9 月 29 日在互动平台表示，受“桦加沙”台风影响，公司在广东区域局部资产出现一定损失，但损失规模较小，未达到信息披露标准。得益于公司提前部署的应急预案与完善的风险保障体系，相关资产已投保，目前正对接保险公司推进理赔事宜。当前公司各项生产经营活动正常开展。8 月份，公司肉猪养殖综合成本为 6.1 元—6.2 元/斤。

2、违规“老毛病”难改！天邦食品再因信披问题领监管函

9月29日，天邦食品（002124.SZ）公告称，公司及董事长张邦辉、董秘章湘云收到宁波监管局《行政监管措施决定书》，因公司未及时披露2025年1月13日收到的股权回购纠纷一案判决书，违反《上市公司信息披露管理办法》，公司被出具警示函，张邦辉、章湘云被要求监管谈话，深交所亦下发监管函，公司表示将整改且称不影响日常经营。这并非其首次合规“触线”，2025年4月因未按时归还11.6亿元闲置募集资金收监管措施，2023年因业绩预告不准确、未及时披露关联担保收监管函，章湘云曾同为责任人，2017年、2018年也曾收监管函，违规问题反复出现。作为以养殖为核心的企业，其2025年上半年销售生猪295.82万头（A股第6位），营收46.93亿元（同比增8.69%，6成来自生猪养殖），归母净利润4.52亿元（同比降58.14%，主因去年同期有9.95亿元投资收益），扣非净利润2.4亿元（同比扭亏）。当前公司更面临债务挑战，2024年8月进入预重整后两度延期至11月9日，2025年上半年资产负债率69.83%，货币资金仅2.34亿元，短期借款28.66亿元，货币资金与流动负债比值3.07%，偿债压力较大。

3、唐人神：随着后期公司母猪产能利用率的提升，饲料配方的持续优化、猪群健康度的提升等积极因素的影响，公司养殖成本有望逐步下降

公司回答投资者问题表示，公司2025年6月份“公司+农户”模式下的自有仔猪育肥生产成本为12.71元/公斤（不包括外采仔猪成本费用）。随着后期公司母猪产能利用率的提升，饲料配方的持续优化、猪群健康度的提升等积极因素的影响，公司养殖成本有望逐步下降。目前，公司正在制定2026年财务预算，具体数据请及时关注公司相关公告。

4、大北农：安全证书研发投入计入研发支出

投资者提问：董秘您好，我想咨询关于转基因性状的安全证书审定费用（包含国内和国外），贵公司在财务上是如何处理的，入研发费用还是管理费用？或者有其他处理方式呢？

大北农回复：您好，安全证书申报过程中研发投入为验证产品特性所进行的一系列检测测试。财务核算计入研发支出（费用化）或研发支出（资本化），其中研发支出（费用化）直接计入当期损益“研发费用”，研发支出（资本化）计入“开发支出”，待后续满足无形资产确认条件后结转无形资产，分期摊销转入“研发费用”。详细信息请您关注公司在指定信息披露网站巨潮资讯网上披露的定期报告，感谢您的关注。

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 0.15%，玉米期货价格周环比跌 0.19%。

小麦：小麦现货平均价周环比涨 0.12%。

大豆：大豆现货平均价周环比跌 1.80%，CBOT 大豆期货价格周环比涨 0.62%。

豆粕：豆粕现货平均价周环比跌 0.23%，豆粕期货价格周环比跌 3.49%。

图3 玉米现货平均价（元/吨）



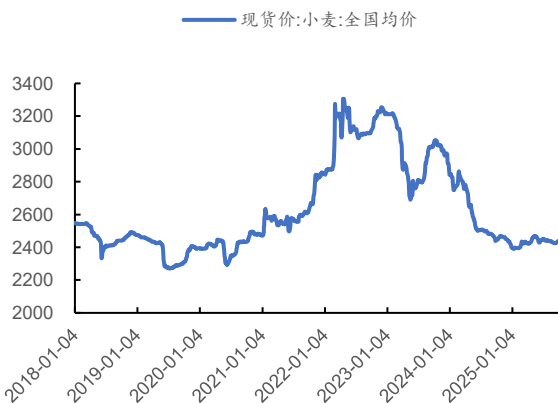
资源来源：iFinD，中航证券研究所

图4 黄玉米期货收盘价（元/吨）



资源来源：iFinD，中航证券研究所

图5 小麦现货平均价（元/吨）



资源来源：iFinD，中航证券研究所

图6 大豆现货平均价（元/吨）



资源来源：iFinD，中航证券研究所

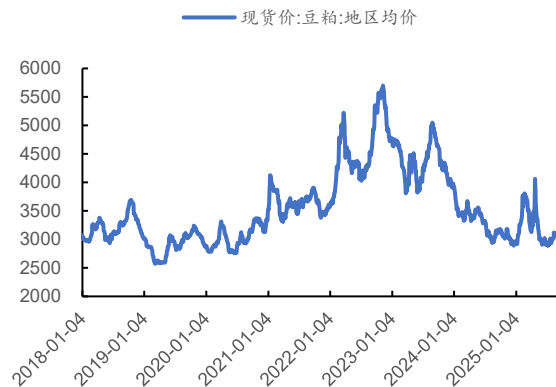
图7 CBOT 大豆期货收盘价（元/吨）

图8 豆粕现货平均价（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 豆粕期货收盘价（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 0.00%。

饲料价格：育肥猪配合饲料均价周环比跌 0.30%。

养殖利润：自繁自养利润及周环比跌 203.16%，外购仔猪养殖利润周环比跌 18.69%。

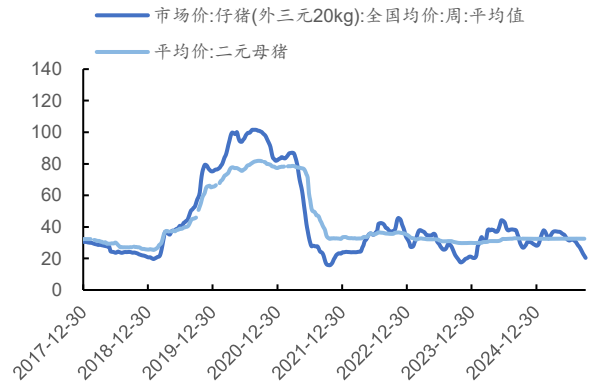
图11 全国生猪价格（元/公斤）

图12 全国仔猪、二元母猪价格（元/公斤）



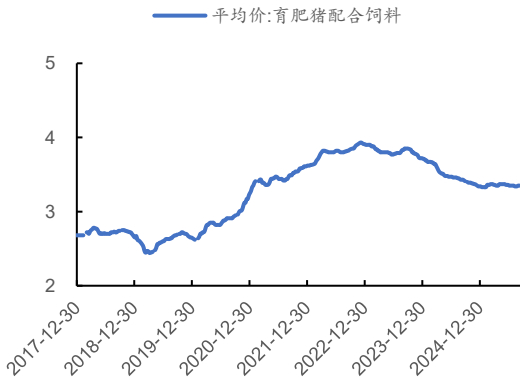
资源来源：iFinD，中航证券研究所

图13 育肥猪配合饲料均价（元/公斤）



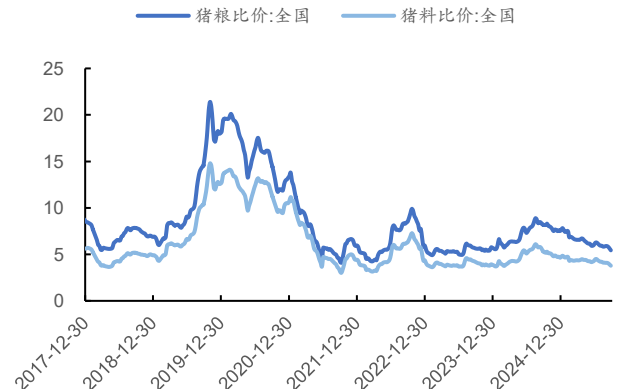
资源来源：iFinD，中航证券研究所

图14 猪料比价



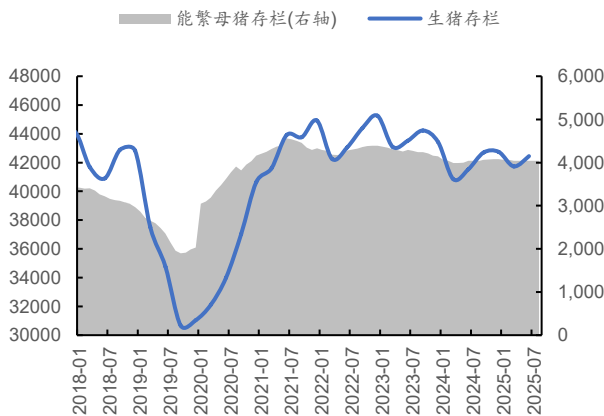
资源来源：iFinD，中航证券研究所

图15 生猪、能繁母猪存栏量（万头）

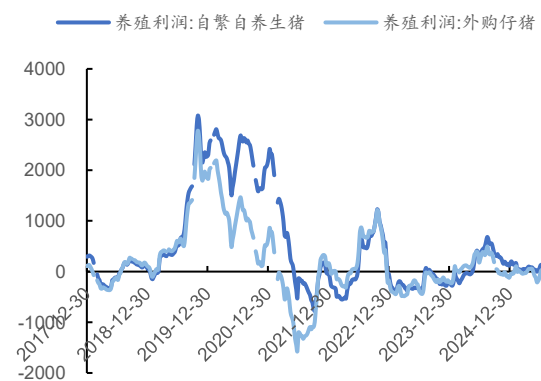


资源来源：iFinD，中航证券研究所

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：主产区白羽肉鸡均价周环比涨 0.29%，白条鸡均价周环比涨 0.70%，肉鸡苗均价周环比涨 4.44%。

饲料价格：肉鸡配合饲料均价周环比涨 0.00%。

养殖利润：毛鸡养殖利润周环比跌 0.66 元/羽。

图17 白条鸡平均价（元/公斤）



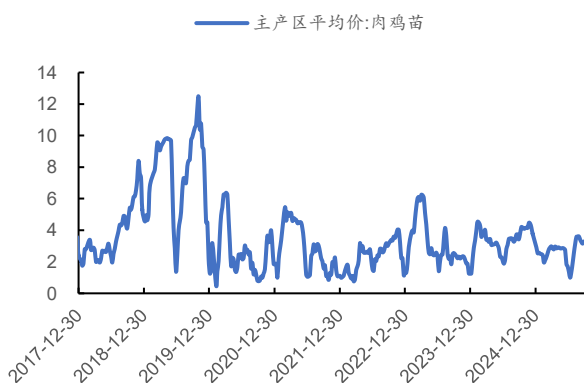
资源来源：iFinD，中航证券研究所

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）



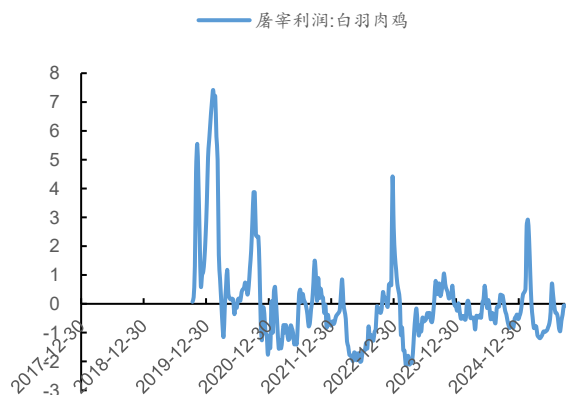
资源来源：iFinD，中航证券研究所

图20 肉鸡配合饲料价格（元/公斤）



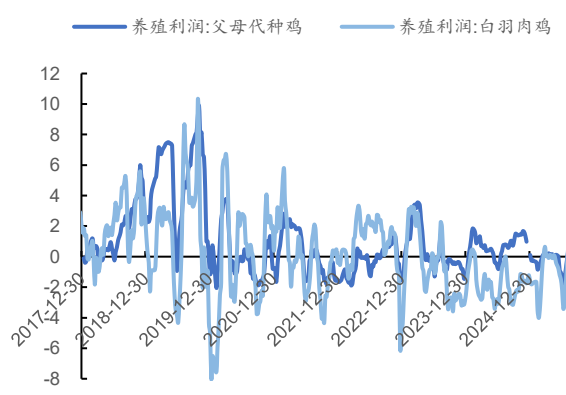
资源来源：iFinD，中航证券研究所

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 3.09%，进口棉价格指数周环比跌 1.06%。

白糖价格：南宁白砂糖现货价周环比涨 0.49%，白糖期货价周环比跌 0.34%。

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。

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:

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003

李裕淇, 18674857775, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

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