

第一创业研究所

王皓宇 S1080209110061

联系人：郑振源

电话：0755-82485176

邮件：zhengzhenyuan@fcsc.cn

一波未平，一波将起

——2011 年粮食价格展望

报告要点：

- **全球粮价暴涨，恶劣天气作祟。**11 年 2 月联合国粮农组织 FAO 食品价格指数达到 236，10 年下半年以来累计上涨 45%，并超越 08 年最高峰。本轮全球粮价暴涨起因于 10 年下半年，当时俄罗斯、澳大利亚等粮食主要生产国相继遭受干旱、水灾等恶劣天气影响，小麦大幅减产，出口更是明显萎缩。两方面的因素导致全球粮价遭受明显冲击：一方面，短期供给冲击对全球粮食贸易格局的边际影响较高。这不仅在于全球粮食用于出口的占比并不高，还在于全球粮食出口格局存在不均衡、集中于少数国家的特征。另一方面，全球粮价之间存在明显的联动效应。不同粮食品种之间具有可替代性，一种粮食价格上涨会推动另一种粮食价格的上涨，这是本轮全球粮价普遍暴涨的另一因素。
- **旧动力尚未消除，粮价上涨仍有支撑。**近期俄罗斯农业部表示，俄罗斯小麦出口禁令很可能延续到 2011 年底，这就意味着，短期内来自俄罗斯的小麦出口依旧难以回升。此外，虽然在高粮价吸引下，第一大小麦出口国——美国 11 年预计大量增加小麦种植面积，但根据美国农业部预测，在始于 2011 年收割季的农事年里，小麦，甚至是大豆和玉米的供应紧张“在一个甚至两个产季内不会得到完全缓解”。引起本轮小麦价格暴涨的供求紧张形势，在 2011 年无法得到快速改善，将继续支撑粮价的上涨。
- **库存水平为 1974 年以来最低，玉米价格高度将超越油价上涨的 07/08 年。**本轮粮价暴涨起因于小麦，但玉米价格却涨得最多。我们认为，这与当前玉米的全球库存较低有关。10 年全球玉米的库存消费比仅为 14.7%，远低于 24% 的历史平均水平，为 74 年以来的最低水平。如此低的库存水平下，全球玉米价格不仅难以下行，未来上涨高度更可能超越油价上涨的 07/08 年，理由如下：第一，当前库存水平明显低于 07/08 年，玉米价格的上涨弹性加大。07 年初到 08 年中玉米价格上涨 106%，花了 15 个月，而 10 年下半年到 11 年 2 月，本轮玉米价格同样上涨 106%，仅花了 8 个月。第二，油价的负面冲击将强于 07/08 年。经过研究我们认为，当油价在 70-80 美元时，乙醇燃料生产将有利可图，并将消耗大量玉米，从而形成对玉米供给的负面冲击。根据美国农业部预计，11 年美国乙醇燃料的玉米消耗占比将从 08 年的 30% 提升至 43%，也就是说，11 年乙醇燃料生产将要消耗比 07/08 年更多的玉米。一旦当前油价持续上涨，乙醇燃料将对玉米供给形成比 07/08 年更大的负面冲击。综上，虽然当前玉米价格已接近 08 年最高点，但主要由前期小麦减产的联动效应所致，油价的负面因素并未充分体现，结合当前极低的库存水平，因此我们认为玉米价格后续仍有继续上涨的空间，并将经由联动效应，推动其他粮食品种价格的上涨。



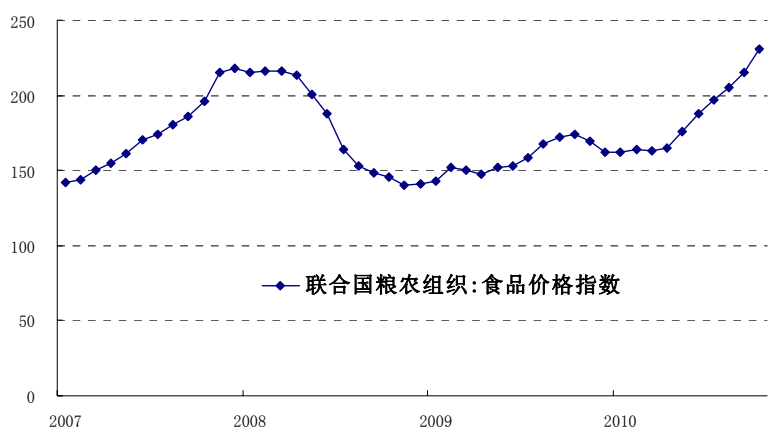
- **供给冲击难消，需求增长较快，油价易涨难跌。**供给方面，地缘政治冲击因素难以消除。政治危机往往伴随着的是严峻的经济问题。对于利比亚等政治危机，全球食品通胀导致底层人民生活更加困苦，成为诱发政治危机的经济因素。当前情况下，除阿联酋之外，OPEC 前七大产油国的通胀形势令人担忧(最低为沙特 5%，最高为委内瑞拉 27%)，而这可能成为动荡蔓延的载体。沙特、科威特均已开始显现政治动荡迹象。需求方面，本轮油价上涨背后有强劲的需求作为支撑，尤其是产业链攀爬下新兴国家石油消费能力的不断提升。国际能源署预计，由于新兴国家需求增长较快，11 年全球石油需求将超过 08 年的高峰。综上我们预计，11 年油价将维持易涨难跌的格局，均价维持在 100 美元以上。
- **对外虽有“隔离墙”，国内粮价难“独善其身”。**由于我国长期关注粮食安全问题，主要粮食品种的自给自足率较高，基本达到 100%，因此中国拥有对全球粮价暴涨的“隔离墙”。不过国内粮价并不能完全地“独善其身”。一方面，10 年粮食进口量逐渐加大，玉米更是近 5 年来首次转为净进口，全球粮价上涨的直接影响逐渐加大。此外更为重要的是，我国原油对外依存度较高(10 年为 55%)，油价上涨对国内粮食生产成本，乃至粮价的影响比较大。另一方面，国内粮食也有自身的内在压力。除了天气灾害推升粮价的上涨预期，占据粮食生产成本三分之一强的劳动力成本，其持续提升更是成为粮价上升的长期因素。



一、本轮全球粮价暴涨的起因及原理

3月3号联合国粮农组织表示，2月FAO食品价格指数达到236，自10年7月以来连续8个月累计上涨近45%，更是超过08年3月粮食危机最高水平8.3%。而全球粮食价格的暴涨，不仅导致发展中国家通胀高企，更是频频引发了政治动荡，发达国家在金融危机后也重新面临通胀上行的风险。本文目的就在于探究全球粮价暴涨的起因、未来走势及影响，也在于分析中国会相应受到什么样的影响。

图 1: FAO 食品价格指数已超越 08 年高点



资料来源：FAO 第一创业整理

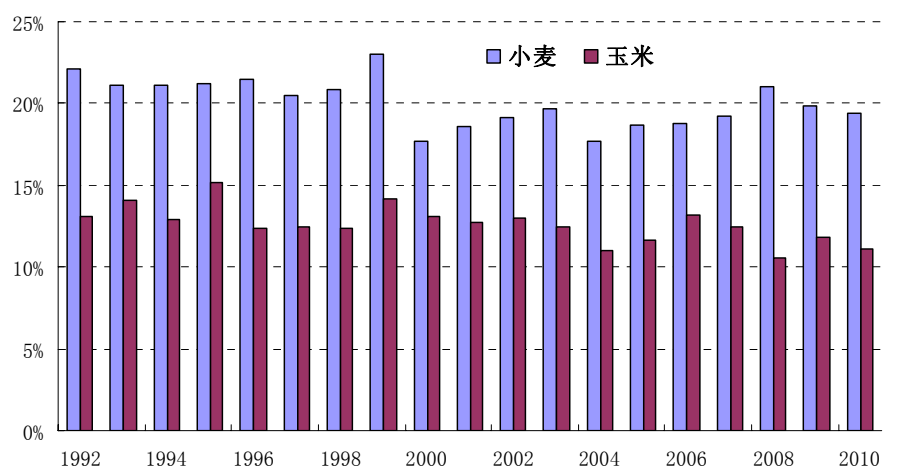
本轮全球粮价暴涨起因是恶劣天气。10年下半年，俄罗斯、澳大利亚分别遭遇史上最严重的干旱和洪水侵袭，两国小麦生产遭受重创。由于两国是全球重要的小麦出口国，07-09年俄罗斯、澳大利亚分别占全球小麦出口的11%和9%，因此两国小麦减产及对出口的限制大大推升了全球小麦价格。不仅如此，包括玉米、大豆等其他粮食品种的价格也随着小麦价格暴涨。始于俄罗斯小麦减产到全球粮价的普遍暴涨，我们认为以下两个关键原理能够让我们更好地理解。

1、短期供给冲击对全球粮食贸易格局的边际影响较高

全球粮价是在粮食贸易中形成的，因此粮食贸易格局决定了全球粮价的整体走势。当前全球粮食贸易格局存在两个特点：一是总量问题，全球粮食的出口占比并不高。与1992年相比，2010年小麦、玉米的全球产量分别增加15%、25%，但出口占产量的比重却均下降2个百分点左右，分别只有19%和11%。全球小麦、玉米用于出口的比重并不高。在这种情况下，恶劣天气等短期供给冲击因素导致全球粮食减产，导致用于出口的粮食减少时，全球粮价的敏感性就会较高。这是本轮粮价上行迅猛的重要原因。



图 2: 全球小麦、玉米的出口占产量比



资料来源: 美国农业部 (USDA) 第一创业整理

二是结构问题, 全球粮食贸易格局存在不均衡现象。从国别来看, 不同的粮食品种, 主要出口国不同, 但相同之处都在于集中度较高。

经过长期的发展, 目前全球粮食的主要出口国集中于两类: 地域广阔的发达国家和具备地理优势的传统农业大国。第一类, 首当其冲是美国。目前美国占据全球小麦出口份额约 24%, 玉米出口份额约 60%, 大豆出口份额约 46%, 可谓是全球粮食出口的霸主。其他的还有诸如加拿大、澳大利亚等。第二类, 有代表性的如巴西、阿根廷、泰国等。这些国家坐拥地理优势, 在不同的粮食领域中占据主导地位。如泰国占据全球大米出口份额约 30%, 巴西占据全球大豆出口份额约 34%。

表 1 的结果说明, 全球粮食出口格局不均衡的特点十分明显。因此, 当其中某个粮食主要出口国遭受严重灾害时, 对应粮食品种的出口很可能遭受明显负面影响, 并推升粮价的上涨。而这正是去年下半年俄罗斯、澳大利亚遭受严重旱情、水灾时, 全球小麦价格所受到的影响。

表 1: 06-08 年全球粮食主要出口国占比

玉米主要出口国	美国	阿根廷	巴西
	60.00%	15.00%	8.60%
小麦主要出口国	美国	加拿大	俄罗斯
	23.50%	14.70%	11.40%
稻米主要出口国	印度	泰国	越南
	13.00%	30.00%	17.00%
大豆主要出口国	美国	巴西	阿根廷
	46.64%	33.84%	14.01%

资料来源: FAO, 《全球粮食价格展望》, 2010 年 11 月, 第一创业整理

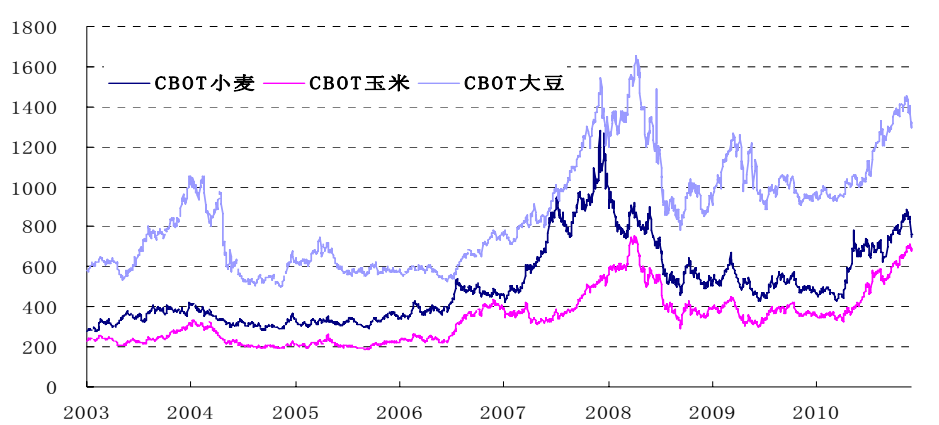


2、替代性促发不同粮食价格之间的联动效应

从历史情况来看，全球不同粮食品种价格之间的联动性相当强，这种联动性的连接点在于不同粮食品种之间的可替代性。根据简单的经济学原理，我们知道在竞争比较完全的市场，如果两种商品之间存在替代性，那么一种商品价格的上涨，将推动对替代品需求的提升，从而导致替代品价格也出现上涨，出现联动效应。竞争越充分，替代性越强，那么联动效应也就越明显。竞争较为充分的全球粮食市场即是如此。

不管是在满足人类基本生活需求，还是作为饲料用粮方面，小麦、玉米、大米和大豆等之间的替代性是较强的。因此，当其中某一品种价格，如小麦价格上涨时，对其他粮食品种的需求会上升。此外，从供给角度来说，小麦的种植面积将增加，在耕地有限的情况下，会挤占其他粮食品种的种植面积，并减少它们的供给。需求上升，供给下降，其他粮食品种价格也就随之上涨。最终，粮食价格就产生了联动效应，也解释了为何小麦出事，而玉米、大豆等同样暴涨。

图 3: 全球粮食价格历史走势



资料来源: wind 第一创业整理

二、天气过后，粮价还能走多远？

本轮全球粮价暴涨，起因主要是恶劣天气等短期因素，不过虽然当前火已灭、水已退，但我们认为 2011 年粮价并未就此迎来持续下行的通道。

1、旧动力的负面影响尚未消除

近期俄罗斯农业部表示，俄罗斯小麦出口禁令很可能延续到 2011 年底，这就意味着，短期内来自俄罗斯的小麦出口依旧难以回升。

对于新增小麦供给来说，虽然高粮价将吸引两大小麦出口国增加小麦生产，但短期内依旧难以明显化解小麦紧张局势。

美国农业部预测，虽然 11 年美国预计大量增加小麦种植面积，但在始于 2011



年收割季的农事年里，小麦，甚至是大豆和玉米的供应紧张“在一个甚至两个产季内不会得到完全缓解”。此外，第二大小麦出口国加拿大小麦局表示，2011 年加拿大小麦总产量将在 2380 万吨左右，较 10 年仅增加 60 万吨。相比于 10 年俄罗斯减少的 1400 万吨小麦，这样的增幅显得杯水车薪。

总体来看，引起本轮小麦价格暴涨的供求紧张形势，在 2011 年无法得到快速改善，将继续支撑粮价的上涨。

2、库存水平 1974 年以来最低，11 年玉米价格将超越 07/08 年

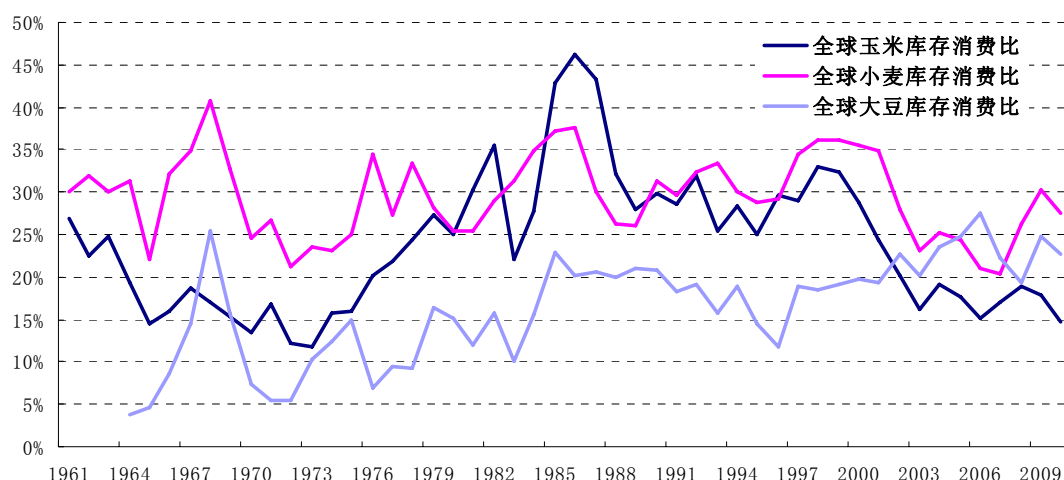
(1) 低库存下，玉米价格难有下行空间

当前玉米全球库存水平为 1974 年以来的最低。从下图可以看出，2010 年玉米、小麦、大豆的库存水平都开始向下调整。只不过，玉米的库存情况要明显不如小麦和大豆。10 年全球玉米的库存消费比为 14.7%，为 1974 年以来的最低水平，且明显低于历史平均水平。相比之下，小麦和大豆库存水平尚可。10 年小麦、大豆的库存消费比分别为 27.5%、23%，而历史平均水平则分别为 29.5%和 16.2%。

低库存导致本轮玉米价格上涨最多。本轮全球粮价上涨始于小麦，但最终玉米价格上涨幅度最大。自 10 年 7 月以来，大豆、小麦、玉米的最高累计涨幅分别为 90%、53%及 106%。

此外，库存水平较低也解释了，为何 11 年以来相比于小麦和大豆，玉米价格较晚较慢回落。11 年小麦、大豆自 2 月以来分别整体回落 20%、10%左右；而玉米价格则从自 3 月以来整体回落 7%左右。我们认为，如此低的库存水平下，11 年玉米价格很难有下行的空间。

图 4：全球主要粮食品种的库存消费比



资料来源：美国农业部 (USDA) 第一创业整理



(2) 11 年玉米价格有望超越 07/08 年

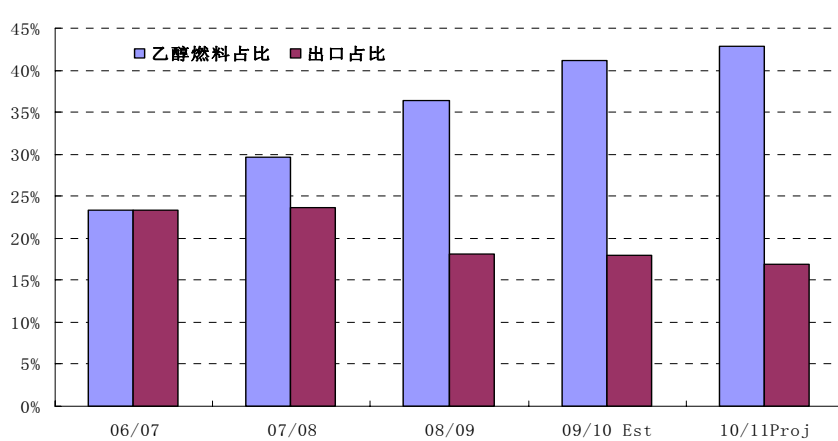
第一，库存水平低于 07/08 年，玉米价格上涨弹性加大。10 年 14.7% 的玉米库存消费比，要明显低于 07/08 年 18.4% 的平均水平。库存水平越低，负面供给冲击所导致的价格上涨弹性越大，从本轮玉米价格上涨与 07/08 年相比可以看出。07 年初到 08 年中，玉米价格上涨 106%，花了 15 个月，而 10 年下半年到 11 年 2 月，玉米价格同样上涨 106%，却仅花了 8 个月。

第二，油价的负面冲击将强于 07/08 年。我们知道，当油价达到一定高度后，经过研究认为 70-80 美元以上之后，乙醇燃料的生产将有利可图。而乙醇燃料的主要原材料就是玉米。因此，油价的上涨会催生对乙醇燃料的需求，从而导致大量玉米转向工业用，出口减少，从而形成对全球玉米供给的负面冲击。

与 07/08 年相比，一方面，2011 年美国继续实行鼓励生物乙醇的税收减免政策，生产乙醇燃料仍有相当大的政策吸引力；另一方面，更重要的是，乙醇燃料所消耗的玉米占比在逐年提高。根据美国农业部预计，11 年美国乙醇燃料的玉米消耗占比将从 08 年的 30% 提升至 43%，也就是说当前乙醇燃料生产将要消耗比 07/08 年更多的玉米。因此，一旦油价持续上涨，由于乙醇燃料生产对玉米供给所形成的负面冲击将要强于 07/08 年。

综上，虽然当前玉米价格已接近 08 年高点，但主要有前期小麦减产的联动效应所致，油价的负面因素并未充分体现。而在极低库存水平下，11 年玉米价格不仅难有下行空间，更可能超越 07/08 年，并经由联动效应，再次推动新一轮的全球粮食价格上涨。

图 5：美国玉米用途中，乙醇燃料和出口占国内消费比重



资料来源：美国农业部 (USDA) 第一创业整理

3、油价易涨难跌，预计均价维持在 100 美元以上

我们预计 11 年油价整体维持易涨难跌的格局，很可能持续在 100 美元以上。主要基于以下几点：

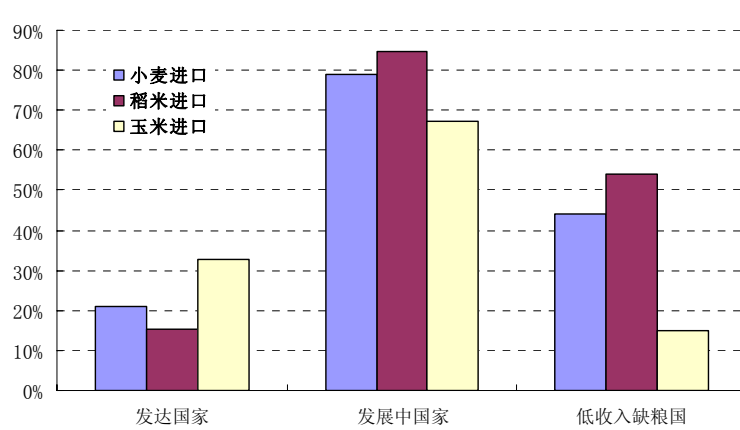


(1) 供给方面，地缘政治因素的冲击仍可能继续

市场更担忧的是地缘政治危机的蔓延。2 月中下旬以来，受北非和中东地区政治局势动荡影响，油价加快了破位上行的角度。布伦特原油期货价格突破 100 美元，持续上涨至当前的 110 美元以上。细细分析下去，我们发现，虽然利比亚是 OPEC 第九大产油国，但 09 年利比亚的石油产量仅占世界石油总产量不到 2% 的份额，因此单纯的利比亚危机并不会对世界石油出口产生实质影响。油价的反应，说明了市场更加担忧的是这种危机的蔓延。

高通胀或成政治危机蔓延的载体。10 年下半年以来全球粮价暴涨，发展中国家，包括北非和中东地区，所遭受的负面影响要远远大于发达国家。一方面，由于粮食对外依存度高，发展中国家的通胀问题更加严重。除了主要的传统农业大国之外，大部分发展中国家的粮食自给自足存在很大问题，需要大量进口粮食。根据 FAO 统计，07-09 年发展中国家在全球小麦、稻米、玉米的进口占比分别达到 80%、85% 和 67%。因此，全球粮价的暴涨很大程度上将需要收入较低的发展中国家人民来承担。另一方面，发展中国家对通胀的承受能力更低。相比于发达国家，发展中国家不仅人均收入较低，而且食品在消费支出中的占比较高，因此严重的食品通胀问题，会让他们难以承受。即使是那些依靠石油出口致富的产油国，由于贫富差距严重，食品通胀依旧构成居民的沉重压力。由于负面影响严重，因此高通胀问题往往成为发展中国家政治动荡的引爆器。

图 6: 06-08 年发达国家、发展中国家和低收入缺粮国的全球粮食进口占比



资料来源：FAO，《全球粮食价格展望》，2010 年 11 月，第一创业整理

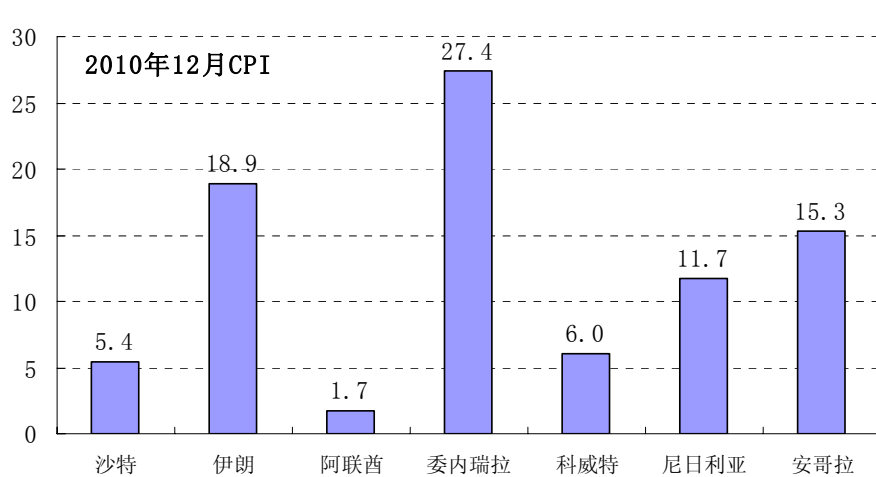
未来不排除再度出现地缘政治危机，冲击石油供给，冲击油价。根据上述分析，通胀是催生利比亚等国政治动荡的背后经济因素，而当前 OPEC 前七大产油国的通胀问题却很难让人放心。除了阿联酋的通胀水平维持在 2% 以下之外，其他六个国家的通胀水平均处于较高的水平，最低的是沙特 (5.4%)，最高的是委内瑞拉 (27.4%)。沙特、科威特已开始显现政治动荡迹象。

虽然影响政治危机的因素错综复杂，猜测哪些国家何时会出事，纯属枉然，



但我们至少可以肯定的是，通胀越高，一国出现政治动荡的经济因素更强。依托强大的石油财富，沙特发放了 370 亿美元的通胀补贴“红包”，这种花钱买人心的做法，效果尚且不说，也不是所有 OPEC 产油国都有能力和意愿去做的。

图 7: OPEC 前七大国家的通胀形势(产量高于利比亚，不包括伊拉克，按产量大小从左到右)



资料来源：国际能源署 第一创业整理

(2) 需求旺盛将是支撑油价上行的动力

油价上涨的背后是有强劲的需求在支撑。北非和中东地区政治局势紧张，只是短期激化了油价上涨的势头，需求才是油价持续上行的动力。

短期内，自 10 年四季度以来美国经济的持续复苏和改善；长期内，包括中国、印度、巴西等新兴国家的产业链攀爬过程在不断进行，经济增长迅速，对石油需求十分旺盛。新兴国家石油消费能力的快速提升，弥补了发达国家石油消费能力的下降，使得油价上涨得到需求面的支撑。

从表中可以看出，09 年以来，虽然发达国家石油需求缓慢下降，但以中印巴为代表的新兴国家石油需求却增长快速，整体需求呈现继续增长的势头。国际能源署预计，由于新兴国家需求增长较快，11 年全球石油需求将超过 08 年的高峰。

表 2: 发达国家和新兴国家的石油需求

	石油需求 (百万桶每天)			
	2008	2009	2010	2011
美国 (50 个州)	19.5	18.77	18.98	18.93
欧盟	9.43	8.93	8.76	8.69
日本	4.79	4.37	4.31	4.19
欧美日合计	33.72	32.07	32.05	31.81
中国	7.75	8.37	9.13	9.52
印度	3.09	3.26	3.34	3.45
巴西	2.53	2.57	2.71	2.81
中印巴合计	13.37	14.2	15.18	15.78

上述总计	47.09	46.27	47.23	47.59
------	-------	-------	-------	-------

资料来源：国际能源署

由于 11 年预计油价易涨难跌，且均价在 100 美元以上，因此前述玉米低库存因素将受到进一步激化，导致玉米价格上行。此外，原油构成了粮食种植重要的生产成本，如原油是农业薄膜、化肥等的最初原料，也是农业机械等设备的消耗燃料。因此，原油价格的上涨也会直接增加粮食的生产成本，加大粮食的涨价压力。

三、全球粮价上涨对国内粮价影响几何？

1、直接输入影响相对较小

由于对外依存度较低，全球粮价对国内粮价的直接影响相对较小。我们知道，国际商品价格对国内商品的影响，需要借助于贸易的渠道。国内参与国际贸易市场的程度越高，那么国际定价产生的外部价格对国内影响就会越大。参与程度高低一般可用对外依存度(或用自给自足率)来衡量。对外依存度越高，外部价格对国内定价的影响就会越大。

观察历史，我们看到国内粮价走势与国际粮价之间存在不同程度的联动性，其中大豆的联动性最高，而小麦、玉米等相对较低。联动性不同，主要归结于对外依存度不同。除大豆之外，国内主要粮食的自给自足率十分高，对外依存度很低。10 年我国稻谷、小麦、玉米的自给自足率分别达到 100.1%、98.9%和 99.2%。

由于对外依存度较低，全球粮价暴涨对国内粮价的直接影响整体较小。这一点可以从 07/08 年看出。07 年初到 08 年中，国际小麦、玉米价格分别上涨 93%、106%，相比之下，国内小麦、玉米价格则仅分别上涨 10%、13%。而同期对外依存度高达 70%以上的国内大豆价格则上涨 120%，接近国际 135%的涨幅。本轮全球粮价同样产生类似影响。

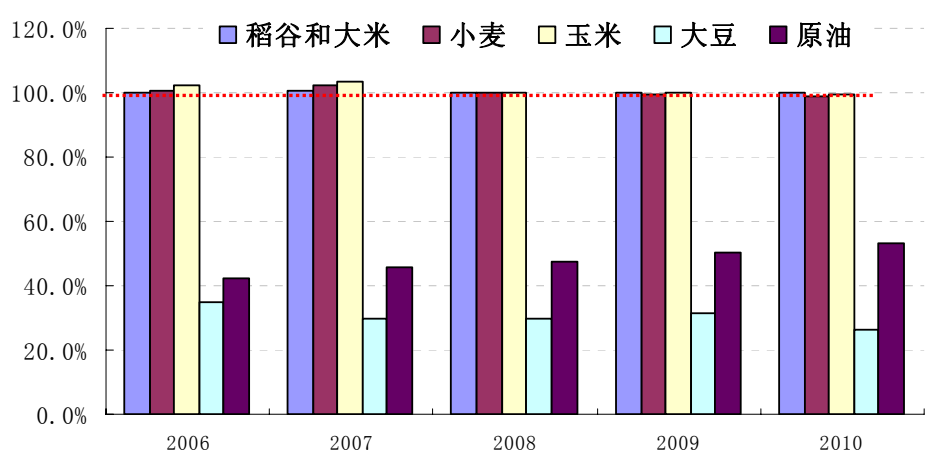
表 3：两轮全球粮价暴涨时期，国内粮价上涨幅度

	07/08 年		10.07/11.03	
	国际	国内	国际	国内
玉米	106%	12%	106%	5%
小麦	93%	10%	70%	15%
大豆	135%	120%	48%	6%

资料来源：wind 第一创业整理



图 8: 我国主要粮食品种和原油的自给自足率



资料来源: 国家统计局 中国海关 第一创业整理

由于粮食生产持续遭受灾情影响, 10 年我国玉米自 97 年以来首次转变为净进口国, 虽然 150 万吨的整体进口量, 相对于 17250 万吨的产量而言较小, 但这仍表明未来国际粮价上涨对国内粮价的直接影响将逐渐加大。

2、间接输入影响不可小觑

我国原油对外依存度较高, 油价上涨的输入性通胀将较为明显。10 年我国原油对外依存度达到 55%, 而原油是国内粮食生产的重要生产原料。从历史来看, 油价与化肥价格之间的联动性较高, 油价上涨将导致化肥价格上涨。此外, 油价上涨也会提高使用机械设备的燃料成本。

因此未来油价上涨将推动国内粮食生产成本的提升, 从而形成另一种输入性的食品通胀因素。相比于国际粮价上涨, 油价上涨对国内粮价更具杀伤力。

表 4: 三种粮食的成本构成

2009 年成本占比	劳动力	化肥	机械设备	三种成本之和
三种粮食	38.8%	24%	21%	83.80%

资料来源: 《2010 年全国农产品成本收益资料汇编》 第一创业整理

3、国内粮价的自身上涨因素

天气灾害推动粮价上涨预期。虽然 10 年后半年以来, 国内北方地区, 尤其是河南、河北、山东等小麦主产区持续遭受干旱的影响, 灾情却未必对粮食整体供给形势造成实质性影响。除了本次灾情并未严重于历史情况以外, 灾情下实现增产的例子也比比皆是。不过, 减产预期仍会推升粮价继续上行, 尤其是在高通胀形势下。

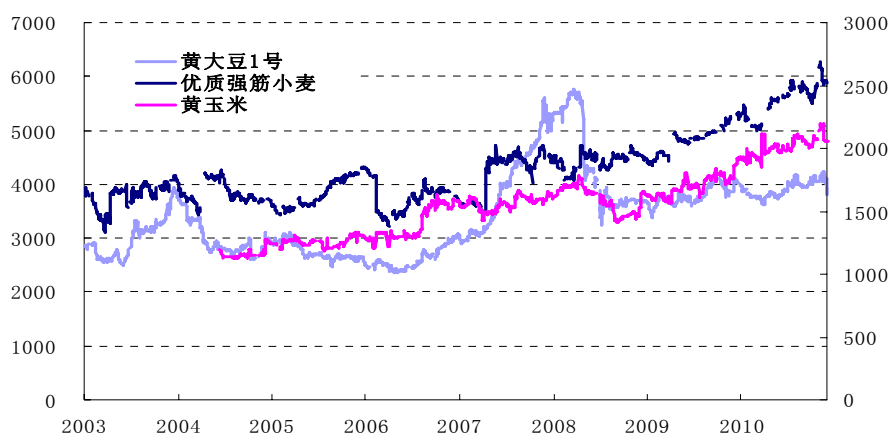
国内劳动力成本的持续提升将是粮价长期上行的背后动力。由于劳动力供给步入刘易斯拐点, 以及新一代农民工就业观念的改变, 沿海地区招工难度在不断增加, 低端劳动力成本的上提已是大趋势。粮食生产的劳动密集度较高, 成本提



升会对其产生较大的价格上涨压力。表 4 中，劳动力成本占据粮食生产成本的三分之一强。

我国粮食已连续 7 年增产，当前库存消费比大大高于 18% 的国际警戒线，但粮食价格从 04 年以来整体稳步上升，我们认为劳动力成本持续提升是重要原因。

图 9：国内主要粮食品种价格走势



资料来源：wind 第一创业整理

综上，对中国而言，虽然粮食自给自足率较高，使得中国拥有对全球粮价暴涨的“隔离墙”，但这不代表国内粮价就能“独善其身”。国际油价上涨，国内劳动力成本提升等都会使国内粮价面临继续上涨的压力，食品通胀的压力仍然很大。



免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我公司及其所属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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内, 股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120