

2009.06.16

重新审视三要素，超额收益需等待

2009 年中期投资策略

秦军

021-38676768

qinjun@gtjas.com

本报告导读：重新审视三要素，相对估值处于高位，粮价、政策向好预期并不强烈，阶段性超额收益机遇仍需等待，行业评级“中性”。

投资要点：

- **农业指数今年以来持续弱于大盘。**累计落后市场近 30 个百分点。走势落后并未导致估值溢价缩小，一季度整体业绩下滑使绝对估值水平超过 50 倍，估值溢价高达 2.2 倍，仍然处于历史高位。
- **油价重上 60 影响农产品价格预期。**农产品价格早于原油止跌，现在重新跟随原油上涨，在时间、幅度上也会更弱。国内粮价在夏粮丰收背景下，难以大涨。结合价格周期、存栏量、消费旺季等因素，猪价见底反弹的时间很可能在今年四季度。
- **农业子行业景气。**
景气较好或上行：种植业、制糖、种业、动物疫苗、农产品流通；
景气中性：渔业、水产品加工、果蔬加工；
景气仍在下行：畜牧业、饲料。
- **重新审视三要素。**“估值、粮价、政策”中最核心的是相对估值。历史表明，农业股相对大盘在时间、空间上经过充分的调整后，才具备阶段性超额收益的条件。目前农业股相对估值仍处于历史高位，粮价、政策向好预期并不强烈，尚不具备明显强于大盘的条件。
- **行业评级“中性”。**我们看好的股票是基本面稳健、业绩增长明确的绿大地、天宝股份、安琪酵母、农产品、北大荒，另外业绩相对稳定、估值水平不高的顺鑫农业、金宇集团、好当家也值得关注。

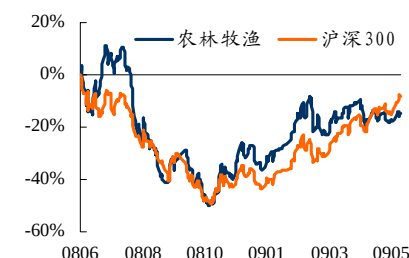
细分行业评级

农业服务业	增持
基础农业生产	增持
农产品加工	中性

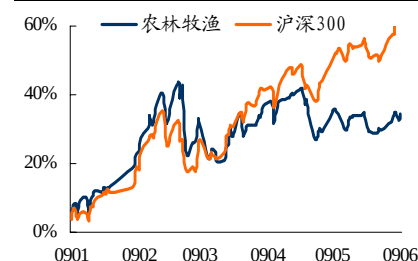
重点公司评级

绿大地/002200	增持
天宝股份/002220	增持
安琪酵母/600298	增持
北大荒/600598	增持
农产品/000061	谨慎增持
顺鑫农业/000860	谨慎增持
好当家/600467	谨慎增持
通威股份/600438	谨慎增持
金宇集团/600201	谨慎增持
中牧股份/600195	谨慎增持

行业指数（前 12 个月）



行业指数（2009 年）



数据来源：Wind

相关报告

行业更新报告： 重新评估“三要素”	(09.06.04)
2009 年 2 季度策略： 等待机遇	(09.04.15)
2009 年度策略： 业绩增长、估值与资产属性	(08.11.28)

目 录

1. 投资摘要.....	3
2. 行业表现：昨日明星成配角.....	4
3. 农产品价格.....	5
3.1. 结论.....	5
3.2. 国际：粮价需看原油脸色.....	5
3.3. 国内：粮价难以大涨.....	6
4. 行业策略.....	9
4.1. 年报及季报回顾.....	9
4.2. 行业景气.....	9
4.3. 重新审视三要素.....	10
4.4. 推荐组合.....	11

图 表

图 1：农业指数走势（2007.1-2009.6）.....	3
图 2：农业指数 2009 年以来走势.....	4
图 3：农业指数月度相对收益（沪深 300 为基准）.....	4
图 4：农业股动态 PE.....	4
图 5：农业股相对估值（沪深 300 为基准）.....	4
图 6：美元下跌，商品上涨.....	5
图 7：基础商品现货价格指数（2005=100）.....	6
图 8：CRB 现货价格指数（2009 年）.....	6
图 9：油价过 60，粮价与之重新挂钩？.....	6
图 10：主要农产品、原油期货均价同比.....	6
图 11：国内农产品期货价格（元/吨）.....	7
图 12：国内主要农产品收购价.....	7
图 13：国内粮油批发综合价格指数.....	7
图 14：夏粮连续第六年增产.....	7
图 15：全国生猪、猪肉、仔猪均价（2007-09）.....	8
图 16：全国平均猪粮比（2007-09）.....	8
图 17：2000-09 年猪肉价格走势.....	8
图 18：2000-09 年猪粮比.....	8
图 19：农业股 ROE 水平显著低于整体 A 股.....	11

1. 投资摘要

自 2008 年年底以来我们的两份行业策略报告，对行业都保持了中性的看法。

2009 年年度策略《业绩增长、估值与资产属性》（2008 年 12 月）：

农业股估值水平较高，估值溢价 80%，动态 PE 为 27 倍，以公司平均素质而言，板块整体估值偏高，因此维持行业整体“中性”评级。

2009 年第 2 季度策略《等待机遇》（2009 年 4 月）

“估值、粮价、政策”三要素可以较好的解释农业股的阶段性超额收益，在相对估值处于高峰、粮价难涨、政策平淡的情况下，农业股二季度难以明显强于大盘。

实际结果是，农业指数自 3 月份以来持续弱于大盘，今年以来落后沪深 300 近 30 个百分点。但走势落后并未导致估值溢价减小，1 季度整体业绩下滑使绝对估值水平超过 50 倍，估值溢价也高达 2.2 倍，仍然处于历史上较高的水平。

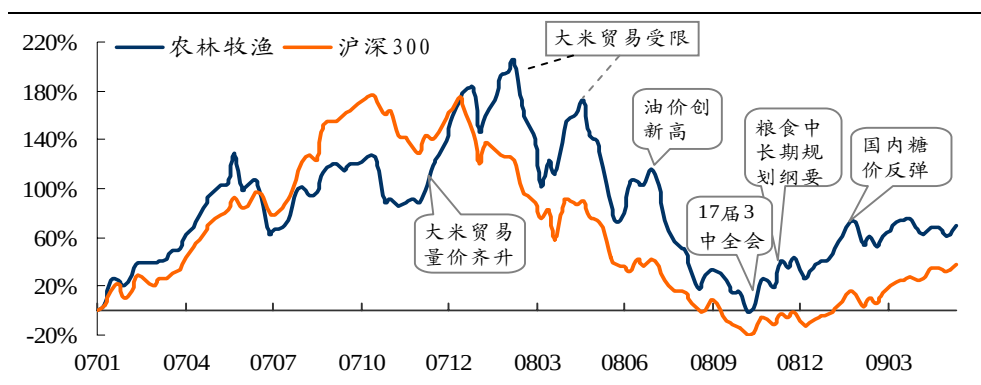
油价重上 60 恐怕是最近最引人注意的事件，对农产品价格的意义也很重要。农产品价格早于原油止跌，现在重新跟随原油上涨，在时间、幅度很可能也会更弱。国内粮价在夏粮丰收背景下，难以大涨。结合价格周期、存栏量、消费旺季等因素考虑，猪价见底反弹的时间很可能在今年四季度。

农业子行业中景气较好或处于上行趋势的包括：种植业、制糖、种业、动物疫苗、农产品流通；行业景气中性的包括：渔业、水产品加工、果蔬加工；行业景气仍在下行的包括：畜牧业、饲料。

三要素中，最核心的要素是相对估值，过去 3 年的历史告诉我们，农业股相对大盘在时间、空间上经过充分的调整后，才具备阶段性超额收益的条件。目前农业股相对估值仍处于历史较高的位置，且粮价、政策向好预期不如去年强烈，未来明显强于大盘的条件仍不具备。

行业“中性”评级基础上，我们看好的股票是基本面稳健、业绩增长明确的绿大地、天宝股份、安琪酵母、农产品、北大荒，另外业绩相对稳定、估值水平不高的顺鑫农业、金字集团、好当家也值得关注。

图 1：农业指数走势（2007.1-2009.6）



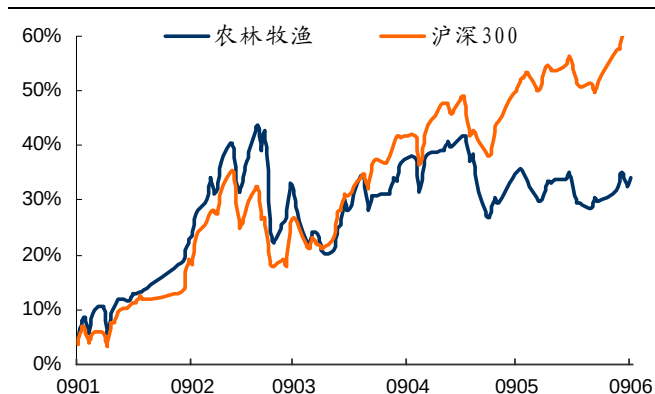
数据来源：Wind，国泰君安证券

2. 行业表现：昨日明星成配角

2008 年的最后两个月，农业股在市场的反弹中表现出色，两个月领先沪深 300 指数 16%，如果再加上 09 年 1-2 月微弱跑赢指数，4 个月领先沪深 300 约 21%。然而，自那以后，农业股就成为了本轮反弹行情的旁观者，一直被市场冷落，与 08 年备受追捧的情形对比鲜明。到目前为止，农业指数 12 个月落后沪深 300 指数 6 个百分点，今年以来的情况更糟，已经落后了 27.4%。

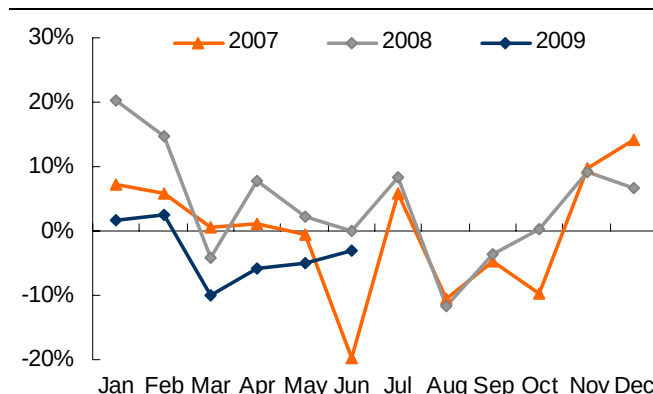
从时间长度看，农业股已经连续 3 个月落后沪深 300。最近 5 年中，最长的记录是 4 个月，最大的幅度是 27%。目前，无论是从时间长度还是幅度上，农业股今年的表现都接近历史最差记录。加之原油价格持续反弹引发农产品跟随上涨，农业股是否能迎来阶段性超额收益，这是本文要回答的问题。

图 2：农业指数 2009 年以来走势



数据来源：Wind，国泰君安证券研究所

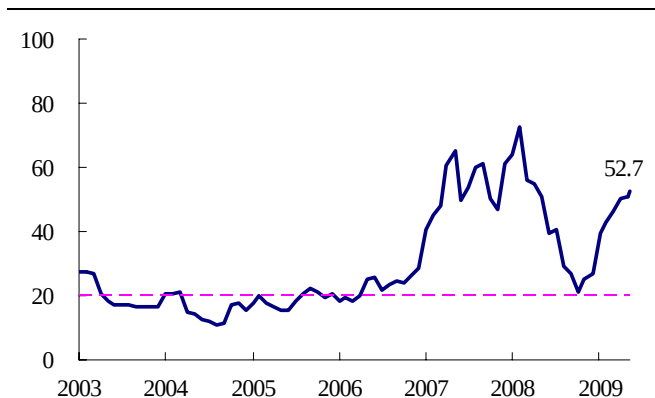
图 3：农业指数月度相对收益（沪深 300 为基准）



数据来源：Wind，国泰君安证券

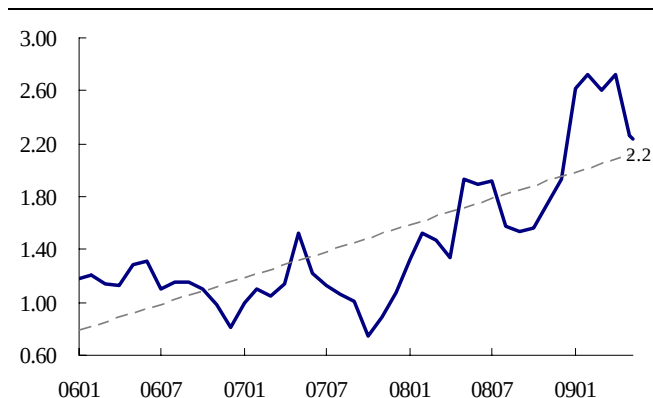
我们认为“估值、粮价、政策”三要素中，相对估值水平是最重要的因素，历史上农业股的阶段性超额收益都是以相对估值水平的充分调整为前奏的。由于一季报业绩大幅下降，农业股动态估值水平升至 50 倍以上，抵消了落后指数所导致的相对估值下降效应。相对估值倍数仍然高达 2.2 倍，是市场中最贵的行业之一。

图 4：农业股动态 PE



数据来源：Wind，国泰君安证券

图 5：农业股相对估值（沪深 300 为基准）



数据来源：Wind，国泰君安证券

3. 农产品价格

3.1. 结论

国际价格：粮价需看原油脸色

油价重上 60 美元改善生物燃料的前景，进而改变粮食需求预期。农产品价格早于原油止跌，目前均价相比 08 年降幅也远逊于原油，现在重新跟随原油上涨，在时间、幅度很可能也会更弱。

国内价格：粮价难以大涨

粮食年度过半，粮价下跌趋势已扭转，前期临时收储量巨大，国储稍晚可能释放储备粮稳定粮价。今年以来稻谷收购均价比 2008 年均价上涨 2.6%，我们仍然维持全年涨幅在 0-5%之间的预测。

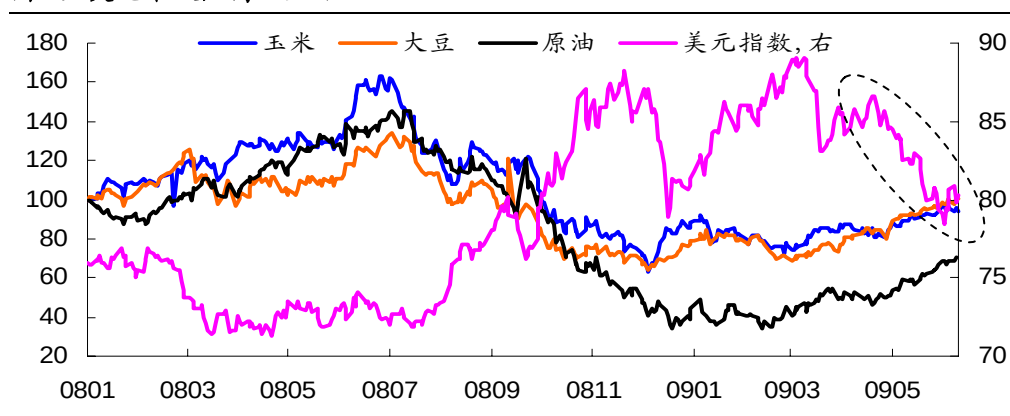
猪价：四季度有望见底反弹

上一轮猪价周期上涨时间、幅度都远超历史均值，堪称超级周期，因此本轮下降过程也会更长。结合价格周期、存栏量、消费旺季等因素考虑，我们认为猪价见底反弹的时间很可能在今年四季度。

3.2. 国际：粮价需看原油脸色

美元与商品价格的反向关系在大多数时间里是成立的。因此，过去几个月美元的走弱加之逐步好转的宏观指标使原油以超乎大多数人预期的速度上涨，突破 60 美元之后又突破 70 美元。农产品价格在原油的带动下，也出现了持续回升，但今年以来的涨幅远远小于原油、金属等商品，从而引发补涨预期。

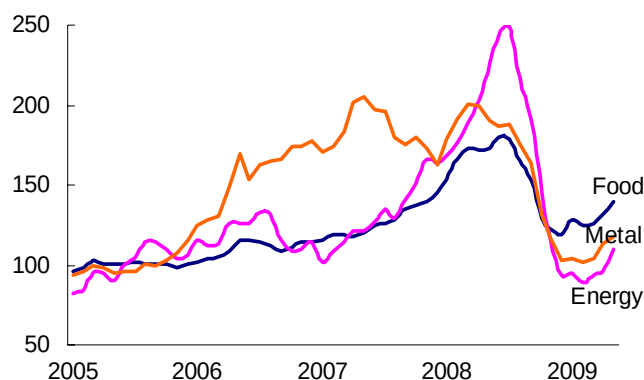
图 6：美元下跌，商品上涨



数据来源：CEIC，Bloomberg，国泰君安证券

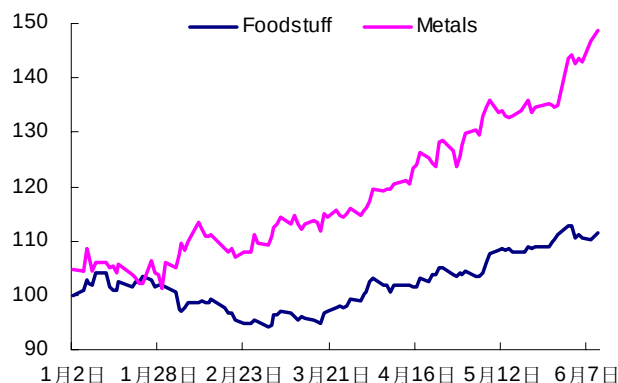
原油价格水平决定生物能源行业的盈利前景，而生物能源又是近几年粮食、油料作物需求的主要增量，二者之间存在正向关系。农产品价格在 2008 年 4 季度原油跌破 60 美元的时候与之脱钩并率先反弹，转而受基本供求、库存等因素影响。今年以来，在原油持续反弹的同时，更能源属性的玉米、糖、大豆等农产品价格比小麦、大米等的表现更胜一筹。但相比能源、金属价格，农产品价格涨幅严重滞后。

图 7: 基础商品现货价格指数 (2005=100)



数据来源: IMF, 国泰君安证券

图 8: CRB 现货价格指数 (2009 年)

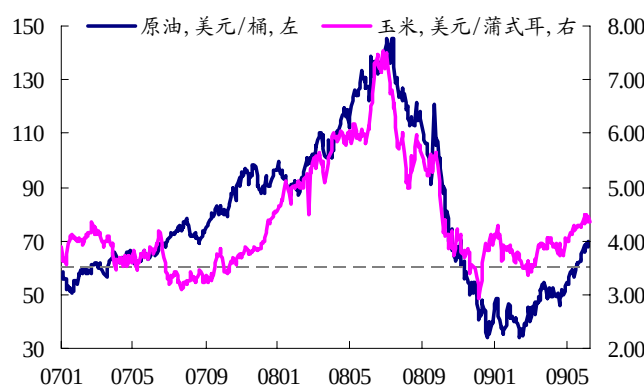


数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

短期来看, 很多商品的价格都跟美元有着密切关系。我们无意越俎代庖去预测美元走势, 不过各国央行的印钞机都在开足马力, 商品价格的上涨难以避免。在宏观数据还算乐观的情况下, 以原油为龙头的各类商品价格很可能会继续上涨, 也包括农产品在内。以玉米为例, 在 60 美元以下与原油脱钩并率先反弹, 目前大家关注的是: 油价重上 60 美元, 玉米等大宗农产品价格会否重新与之挂钩。

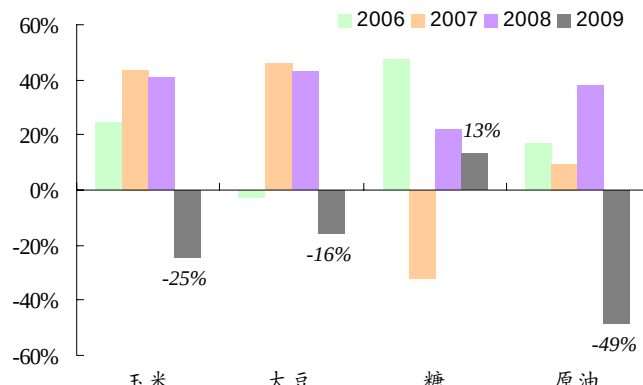
我们的判断是, 油价超过 60 美元改善了生物燃料的前景, 进而改变粮食的需求预期。但农产品价格早于原油止跌, 今年以来的均价相比 08 年降幅也远逊于原油,, 今年以来走势弱于原油也并不令人奇怪。现在重新跟随原油上涨, 在时间、幅度很可能也会更弱。

图 9: 油价过 60, 粮价与之重新挂钩?



数据来源: CEIC, 国泰君安证券

图 10: 主要农产品、原油期货均价同比

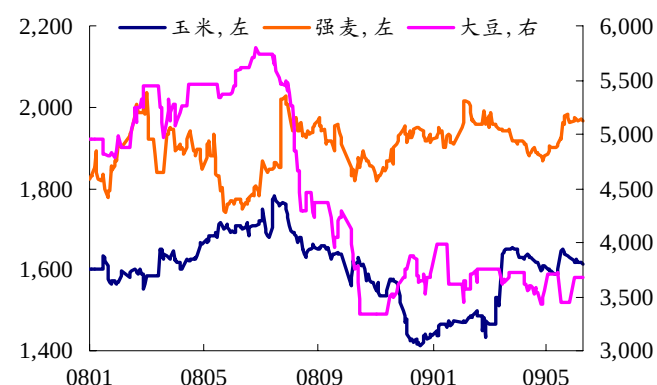


数据来源: CEIC, 国泰君安证券

3.3. 国内: 粮价难以大涨

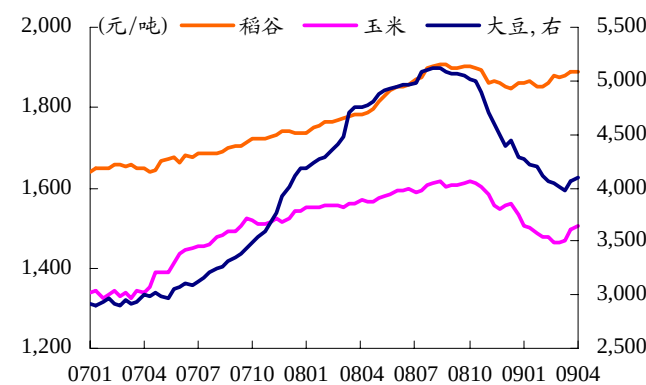
相比国际农产品价格的上涨, 国内的价格表现非常平淡。由于 08 年的下跌比国际价格温和的多, 今年以来的反弹也同样温和。前期国家的临时收储政策确实起到了缓解粮价下跌的作用, 同样, 在通胀预期流行, 资源、商品价格普遍反弹的大环境下, 国内稻谷、玉米等的收购价格也仅仅是轻微反弹。

图 11: 国内农产品期货价格 (元/吨)



数据来源: CEIC, 国泰君安证券

图 12: 国内主要农产品收购价



数据来源: 商务部, 国泰君安证券

历史可追溯至 1998 年粮油批发价格指数显示, 目前的价格水平在历史上看仍属于较高的位置。今年的粮食产量很可能比不上创纪录的 2008 年, 但也不会出现“歉收”的局面。国家粮油中心公布稻谷、玉米、小麦三种粮食 2009 年预测产量为 4.6938 亿吨, 同比仅下降 89 万吨。最近又传出夏粮将史无前例的实现连续第六年增产, 不考虑其他增产因素, 秋粮产量只要超过 3.4592 亿吨, 全年产量即可超过 5 亿吨。2008 年秋粮产量达到 3.7651 亿吨, 因此, 2009 年全年粮食实现供需平衡应该没有悬念。

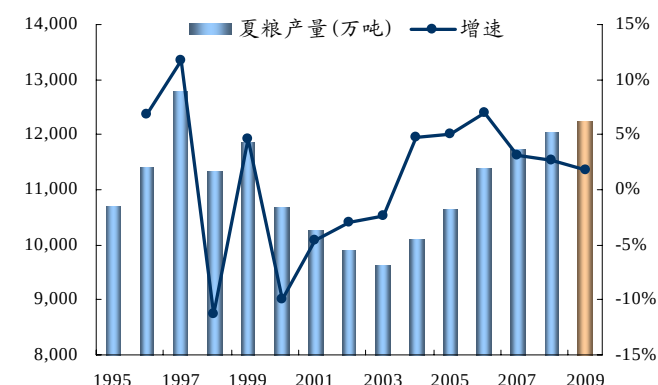
目前粮食年度已经过半, 且粮价下跌趋势已经扭转, 在前期临时收储量巨大的情况下, 我们判断, 国储会在今年晚些时候释放储备粮, 以稳定市场粮价。今年到目前为止, 全国稻谷收购价比 2008 年均价上涨 2.6%, 我们仍然维持全年涨幅在 0-5% 之间的预测。

图 13: 国内粮油批发综合价格指数



数据来源: Wind, 国泰君安证券

图 14: 夏粮连续第六年增产



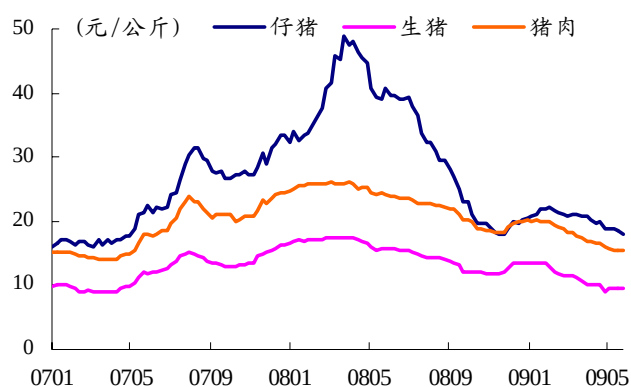
数据来源: 农业部, 国泰君安证券

备受关注的猪肉价格今年以来一直处于下跌过程中, 并且还没有出现止跌的迹象。从存栏数据来看, 能繁母猪的比例仍然比正常水平偏高, 表明今后供应量仍然充裕。最近, 来自各地的报道显示, 由于养殖效益缩水甚至亏损, 又出现了宰杀母猪的现象, 从这个角度看, 猪价的下行周期已到后半程。

最近的新闻是国家开始冻猪肉收储。根据《防止生猪价格过度下跌调控预案》的有关规定，猪粮比连续4周低于6的时候国家将启动三级响应机制，实行冻猪肉的收储工作。而早在5月初，养猪大省四川就开始冻猪肉收储，采取企业贷款、政府贴息的方式运作。与粮食收储一样，冻猪肉收储是为了缓解猪肉跌价，定价采取电子竞价方式。因此，此次收储绝非猪价开始上涨的信号。我们认为，国家收储会对猪价产生一定影响，缓解下跌趋势，但很可能将见底时间延后。

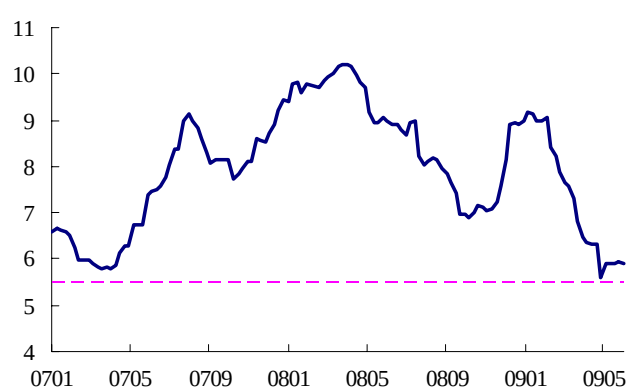
2000年以来的价格历史表明，仔猪价格明显低过猪肉价格，表明猪价下跌接近尾声。实证研究表明，猪价周期呈现余弦形态，下降时间通常为1年。但上一轮猪价周期上涨时间、幅度都远超历史均值，堪称超级周期，其下降过程也会更长一些。结合价格周期、存栏量、消费旺季等因素考虑，我们认为猪价见底反弹的时间很可能在今天的4季度。

图 15: 全国生猪、猪肉、仔猪均价 (2007-09)



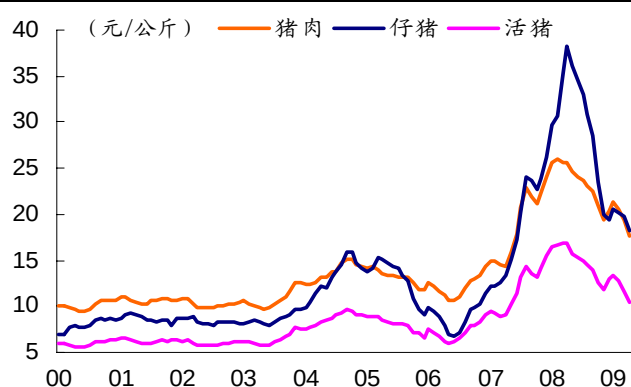
数据来源：农业部，国泰君安证券

图 16: 全国平均猪粮比 (2007-09)



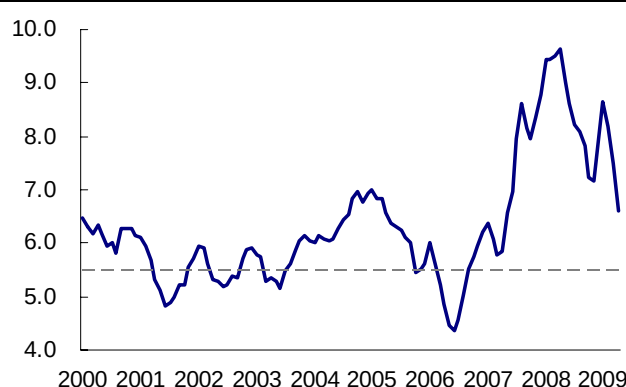
数据来源：农业部，国泰君安证券

图 17: 2000-09 年猪肉价格走势



数据来源：农业部，国泰君安证券

图 18: 2000-09 年猪粮比



数据来源：农业部，国泰君安证券

4. 行业策略

4.1. 年报及季报回顾

尽管被认为是非周期行业，农业板块 2008 年报及 09 年一季报的情况却令人失望，净利润出现了不同程度的下降。不过，仔细考察业绩下降的原因，我们发现业绩下降都集中在个别企业，年报业绩下降前五位净利润合计减少超过 8 亿元，而一季报下降前五位合计减少约 3 亿元。

由于业绩下降主要集中在少数企业，剔除亏损企业之后，农业板块的业绩表现相对稳定。2008 年年报盈利的企业，净利润同比仅仅下滑 2%，从这个角度来看，能够正常持续经营的农业类上市公司，业绩仍能表现出弱周期特性。

农业上市公司利润简表（单位：百万元）

	2007	2008	YoY	1Q08	1Q09	YoY
营业收入	52,693	64,856	23.1%	14,815	13,263	-10.5%
营业成本	42,141	52,573	24.8%	11,739	10,458	-10.9%
毛利率	20.0%	18.9%		20.8%	21.1%	
三项费用	7,286	9,286	27.4%	2,090	2,127	1.8%
三项费用率	13.8%	14.3%		14.1%	16.0%	
营业利润	3,284	2,371	-27.8%	1,162	754	-35.1%
净利润	2,975	2,273	-23.6%	956	591	-38.1%
剔除非经常项的净利润	2,477	1,782	-28.0%	786	527	-32.9%

4.2. 行业景气

行业景气始终是指导投资的要素之一，我们根据基础农业生产、农产品加工、农业服务业的分类，对子行业景气进行了逐一梳理。

行业景气较好或处于上行趋势：种植业、制糖、种业、动物疫苗、农产品流通

这其中种植业景气同比好转受益于粮价稳定、成本下降；制糖业在 3800 元糖价区间盈利情况良好，下榨季仍有涨价预期，企业盈利有望逐季好转；玉米种子行业供需结构经过艰难调整（产品换代、消化库存）已经进入持续改善时期；动物疫苗、农产品流通近几年一直受到国家政策支持，行业景气稳定。

行业景气中性：渔业、水产品加工、果蔬加工

这类行业依赖境外需求，实体经济可能已经过了最坏的时期，来自境外的需求不再恶化，但仍处在较低水平。加之汇率因素前景难定，行业景气难言好转。

行业景气下行：畜牧业、饲料

主要受到产品价格下行与成本上涨双重挤压，行业景气仍处于恶化过程中。产品价格是核心因素，猪价有望四季度见底反弹，届时行业景气有望开始好转。

农业各子行业景气概况

基础农业生产	种植业	粮食价格回暖，化肥等农资价格同比下降，粮食种植效益有望改变前几年连续下降的局面，得到部分修复。
	畜牧业	猪肉价格下行，也不同程度影响其他畜牧产品价格。根据价格周期与消费旺季，猪价有望在四季度见底反弹。
	渔业	上市公司以出口业务为主，境外需求从最低点恢复，仍在较低水平徘徊，汇率也是影响变量之一。
农产品加工	制糖	现货糖在 3800 企稳，消费旺季支撑短期糖价，减产预期强化涨价预期，制糖企业盈利将逐季好转。
	饲料	终端产品价格下行，而粮食等原材料价格率先开始上行，饲料行业受到双重挤压，09 年情况不乐观。
	水产品加工	行业整体情况平平，对境外需求、汇率等变量有依赖，成本管理出色、订单稳定的企业将胜出。
	果蔬加工	行业整体情况一般，对境外需求、汇率等变量有依赖，成本管理出色、订单稳定的企业将胜出。
	其他加工业	/
农业服务业	种业	玉米种子行业供需结构处于持续好转当中，上市公司依赖合资公司的发展业绩将出现回升。
	动物疫苗	国家投入逐年增大，行业景气稳定，突发疫病提供交易性机会，研发、销售有优势的企业值得关注。
	农产品流通	国家重点支持产业，随着各种基础设施的完善，将出现流通成本下降与流通企业获利的双赢局面。
	其他服务业	/

4.3. 重新审视三要素

如我们之前报告中所述，农业股 ROE 水平显著低于整体 A 股，且公司平均素质平平，无法支持其高估值。从长期角度看超额收益不显著，而阶段性超额收益则不乏机会，而“估值、粮价、政策”这三要素能够对相对收益给出较好的解释。农业股持续弱于大盘，能源、金属等商品价格上涨引发市场对农产品价格有期待，农业股是否将迎来超额收益机会，这是我们试图回答的问题。

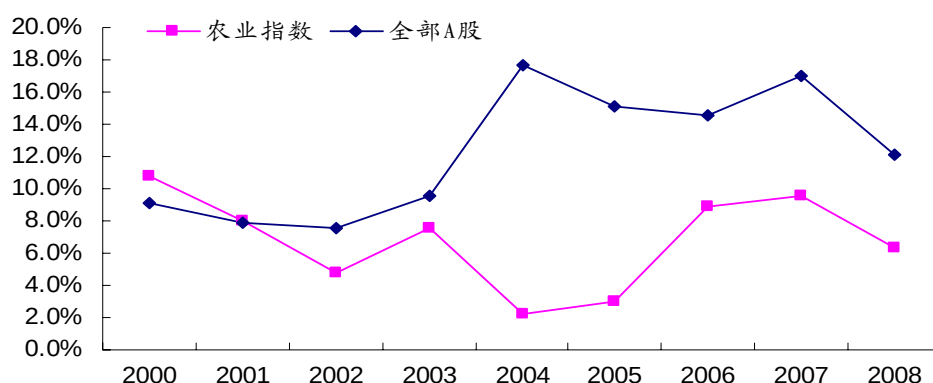
相对估值：一季报的糟糕表现使得农业股绝对估值超过 50 倍，即便连续 3 个月弱于大盘，相对估值水平仍然达到 2.2 倍，且仍在下降趋势中。

粮价：国际粮价跟随油价上涨，时间、幅度上将会更弱。国内粮价前期跌幅小，在夏粮丰收消息刺激下难以大涨。

政策：关于土地、粮食两大问题，08 年 4 季度已有纲领性文件出台，未来的相关政策更多是细化、落实，以及相关的补贴政策，政策难有惊喜。

三要素中，我们认为最核心的要素是相对估值，过去 3 年的历史告诉我们，农业股相对大盘在时间、空间上经过充分的调整后，才具备阶段性超额收益的条件。再加上粮价上涨预期、政策预期，07 年底至 08 年 1 季度的农业股跨年行情才显得顺理成章。目前农业股相对估值仍处于历史较高的位置，且粮价、政策向好预期不如去年强烈，未来明显强于大盘的条件仍不具备。

图 19: 农业股 ROE 水平显著低于整体 A 股



数据来源: Wind, 国泰君安证券

4.4. 推荐组合

我们认为农业股在未来 3-6 个月明显强于大盘的概率不大, 因此行业评级仍然维持中性。尽管如此, 农业股当中仍然有我们看好的公司, 我们沿用春季策略中的两类推荐。

- 1、**基本面稳健, 业绩增长明确:** 绿大地、天宝股份、安琪酵母、农产品、北大荒。绿大地与天宝股份经过几个月的低迷表现, 目前其估值相对大市已经颇具吸引力。安琪酵母、农产品、北大荒动态估值都接近或者超过 30 倍, 更有可能是跟随大市上涨, 获取平均收益。
- 2、**业绩相对稳定, 估值水平不高, 包括:** 顺鑫农业、金宇集团、好当家。尽管这类公司基本面不如第一类稳健, 业绩预测的确定性更低一些, 但其未来业绩改善的几率远大于恶化的几率。在市场回暖的大环境下, 低估值的股票更有可能获得短期超额收益, 至少能够超越行业平均水平。

重点公司盈利预测与投资评级

公司名称	收盘价	EPS (元)			PE			PB	流通市值 (亿元)	总市值 (亿元)	评级
	2009-6-15	08	09	10	08	09	10				
绿大地	18.99	0.57	0.78	1.09	33.1	24.4	17.5	3.7	18.4	28.7	增持
天宝股份	19.02	0.69	1.03	1.27	27.6	18.5	15.0	3.5	6.5	18.6	增持
北大荒	12.78	0.34	0.40	0.42	37.3	32.0	30.2	4.2	219.1	219.1	增持
安琪酵母	17.14	0.39	0.68	0.79	44.5	25.3	21.7	5.2	46.5	46.5	增持
农产品	10.03	0.07	0.32	0.32	145.3	31.0	31.5	2.7	47.8	77.1	谨慎增持
顺鑫农业	11.84	0.50	0.58	0.68	23.7	20.4	17.4	2.2	27.5	51.9	谨慎增持
金宇集团	9.36	0.26	0.36	0.41	36.4	26.3	23.0	3.6	24.5	26.3	谨慎增持
好当家	6.85	0.20	0.20	0.22	34.9	34.4	30.6	3.5	43.4	43.4	谨慎增持
通威股份	9.34	0.15	0.26	0.37	60.8	35.3	25.6	25.6	35.3	64.2	谨慎增持
中牧股份	20.87	0.41	0.49	0.68	50.3	42.2	30.9	6.8	41.9	81.4	谨慎增持
獐子岛	20.59	0.55	0.72	0.93	37.2	28.6	22.0	3.7	21.7	46.6	中性
登海种业	20.45	0.01	0.26	0.37	1,383	77.6	55.7	5.0	33.4	36.0	中性

作者简介:

秦军: 西安交通大学工学学士, 北京大学经济学硕士, 8 年证券从业经历, 现为农林牧渔行业研究员。

免责声明

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。

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。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为国泰君安证券, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安销售交易总部

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com