

猪肉可能再惹祸！

——猪价底部回升对未来通胀可能会循环加强



研究结论

- **价格周期仍处于背离状态之中：**从价格周期上来说，尽管目前矿产品及煤油电价格已处于高位，农产品价格也正处于快速上涨过程之中，但作为最重要的农产品之一的生猪价格却仍徘徊于价格上涨周期的相对底部。同时，就绝对水平而言，目前猪价已回落至 2007 年 4 月份（上一轮通胀爆发前夕）的水平。因此，如果考虑到这一特殊的价格周期背离的因素，未来猪价的周期性回升将会进一步推升农产品乃至整体通胀水平的上涨。
- **猪价自底部回升将是大概率事件：**无论是从猪周期中存栏——成本——盈利变化对于价格的影响，还是从疫病或政府调控的角度来看，在当前时点，猪价自底部回升都将是大概率事件。目前，生猪价格已经开始触底反弹。
- **新一轮“内外交加”的高通胀或将到来：**种种证据表明，新一轮通胀压力已经在不知不觉中到来。在当前价格周期背离的大背景之下，随着内外部各种通胀因素的纷纷出现，猪价上涨对于未来通胀的循环加强以及干旱的推波助澜将极有可能催生出一场比 2007-2008 年更为严重的“内外交加”的通货膨胀。
- **对冲高通胀风险的农业股将迎来较好的阶段性投资机遇：**回顾 2008 年，在当时高通胀的经济背景下，农林牧渔板块表现极其突出，同时，我们发现，通胀周期中，农业股超额收益最为明显的是由温和通胀转向高通胀的阶段，此后农产品价格的每一次反弹都会体现为农业股较为明显的超额收益，展望未来，在远期通胀水平可能产生跳升的预期下，农业股仍将有成为下一阶段的投资主题。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

东方证券研究所策略团队

王明旭 股票策略资深分析师
8621-63325888 × 6253
wangmingxu@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860209100201

刘俊 组合策略资深分析师
8621-63325888 × 6109
liujun@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860208110153

毛楠 股票策略高级分析师
8621-63325888 × 6107
maonan@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860209100203

王晓李 股票策略分析师
8621-63325888 × 6108
wangxiaoli@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860108081123

杨娜 股票策略分析师
8621-63325888 × 6057
yangna@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860108111177

郑文琦 股票策略分析师
8621-63325888 × 6081
zwq@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860210030005

报告日期 2010 年 5 月 17 日

目 录

一、价格周期仍处于背离状态之中	4
二、猪价自底部回升将是大概率事件	5
2.1 目前仍是猪周期上行阶段	5
2.2 疫病消除、收储政策调控将有助于猪价保持坚挺	6
三、新一轮“内外交加”的高通胀或将到来	9
3.1 猪价上涨周期中的通胀循环加强	9
3.2 西南干旱等异常天气将火上浇油	11
3.3 涨价早已到来——2010: More than 2008	13
3.4 快速增长的货币供应终将转化为通货膨胀	15
四、对冲高通胀风险，农业股迎来投资机遇	19
附：《防止生猪价格过度下跌调控预案（暂行）》	20

图表目录

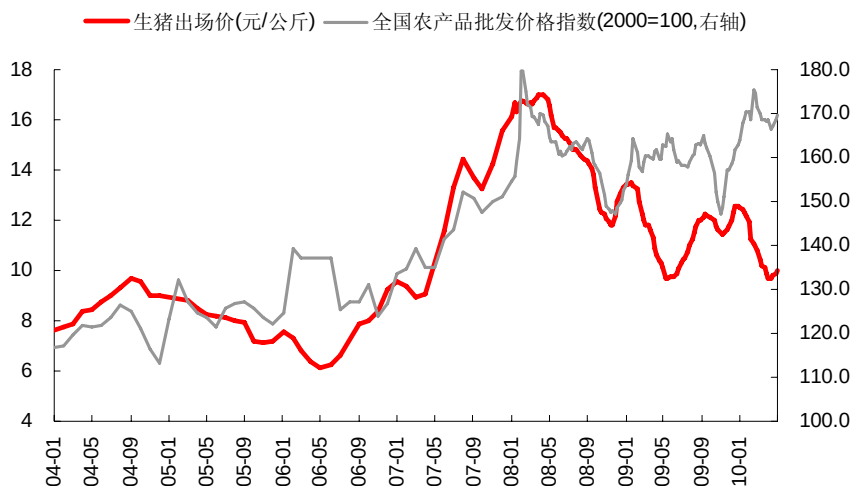
图 1：猪价绝对水平接近于上一轮通胀前的相对低位.....	4
图 2：各类企业商品价格指数比较	4
图 3：生猪存栏数与生猪价格	5
图 4：猪粮比（阴影部分为正常波动区间）	7
图 5：生猪养殖亏损超 200 元/头的局面无法长期持续	7
图 6：肉类价格上涨周期基本一致	9
图 7：肉类价格对物价水平影响较大.....	10
图 8：劳动力成本稳步上升.....	10
图 9：猪价上涨周期中的通胀自加强.....	11
图 10：近年几次旱情与 CPI 同比增速之间的关系（单位：%）	12
图 11：中国农产品批发价格总指数	15
图 12：国际油价已逼近 07 年 11 月水平	14
图 13：PMI 购进价格指数已经大幅上升至上轮通胀高点	14
图 14：广义、狭义货币供应量同比增速（3 月之后数据为预测值，单位：%）	16
图 15：货币供应与 GDP 的比值（单位：%）	16
图 16：货币供应量与 CPI 的季度增速相关系数（L 表示货币的领先期数，单位：%）	17
图 17：农产品价格上涨孕育农业股超额收益	19
表 1：当猪粮比价低于 9：1 时的响应机制	8
表 2：国家生猪价格调控目标	8
表 3：近年来全国或局部干旱情况	12
表 4：各国的经济刺激计划和金融救助计划一览.....	18

一、价格周期仍处于背离状态之中

2009 年 12 月中旬，国内生猪价格开始小幅下降。今年 1 月初、2 月末，在本应是猪肉消费旺季的春节期间，由于疫病爆发引起导致养殖户提前集中出栏，生猪价格不升反降且跌幅较大，这使得今年春节期间物价季节性上涨幅度低于预期，并在一定程度上缓解了市场对于未来通胀的预期。此后，猪价下跌的局面一直持续到了 4 月底。

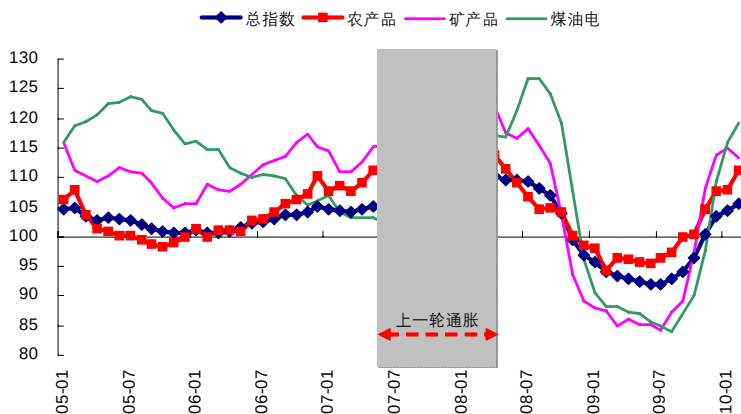
从价格周期上来说，尽管目前矿产品及煤电价格已处于高位，农产品价格也正处于快速上涨过程之中，但作为最重要的农产品之一的生猪价格却仍徘徊于价格上涨周期的相对底部。同时，就绝对水平而言，目前猪价仅回落至 2007 年 4 月份（上一轮通胀爆发前夕）的水平。因此，如果考虑到这一价格周期背离的因素，未来猪价的上升将会进一步加剧农产品乃至整体物价水平的上涨程度。

图 1：猪价绝对水平接近于上一轮通胀前的相对低位



资料来源：农业部，东方证券研究所

图 2：各类企业商品价格指数（CGPI）比较



资料来源：农业部，东方证券研究所

二、猪价自底部回升将是大概率事件

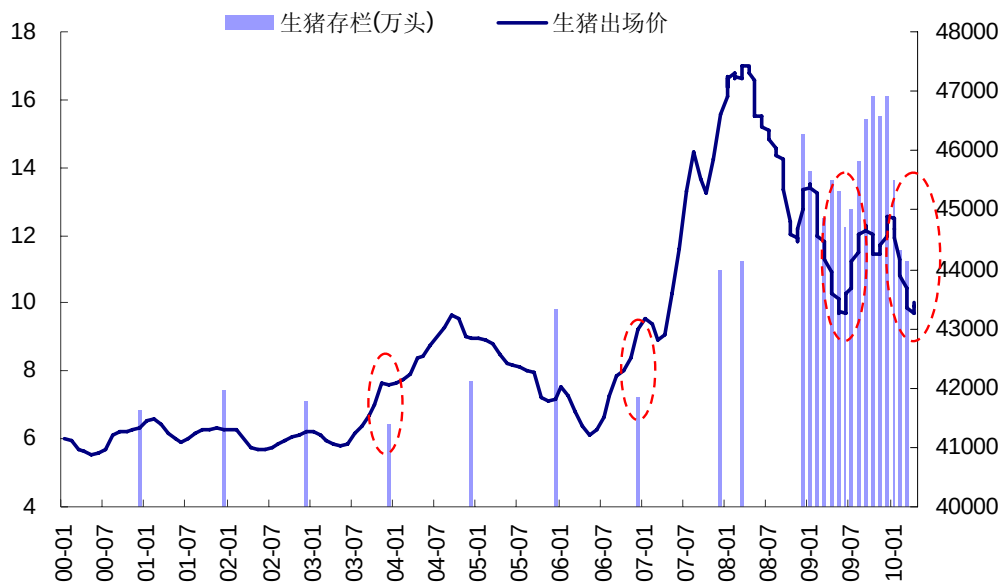
我们认为，在价格周期背离的情况下，无论是从猪周期中**存栏——成本——盈利变化**对于价格的影响，还是从疫病或政府调控的角度来看，在当前时点，猪价自底部回升都将是大概率事件。实际上，目前生猪价格已经开始触底反弹。

2.1 目前仍是猪周期上行阶段

经济学理论基础方面，尼古拉斯·卡尔多的蛛网模型能够很好地解释猪肉价格的周期性波动。当肉价高涨，猪农们会选择多养母猪以扩大产量，但由于长达 1 年左右的养殖周期，从母猪育种到最终成猪出栏量扩大的时候，市场已近饱和，肉价已经开始下跌；而肉价的下跌又迫使猪农们削减母猪以减少产量，当产量下降到一定程度，将再次引起猪肉价格上涨。于是，供给和需求如同蛛网一样，周而复始，永无止境。从价格时间序列的情况来看，目前中国生猪价格正处于周期循环的底部，按照猪周期的循环情况看，2010 年下半年，猪肉价格很有可能进入上升轨道。

微观个体行为层面上，排除季节性所带来的需求波动以外，生猪价格波动主要取决于由当前饲养盈利所驱动的存栏量水平，而盈利又受到饲养成本等各方面因素影响。根据来自农业部生猪存栏报告显示，截至 2010 年 3 月份，我国生猪和能繁母猪存栏量分别为 44130 万头和 4840 万头，能繁母猪在生猪存栏量中所占的比重为 10.97%。尽管从绝对水平上来说，生猪存栏数量维持在较高水平，但考虑到由于 08 年实行能繁母猪补贴后所带来的数字虚报动机，我们仅考虑存栏量变化趋势，那么很显然，目前正处于短期存栏量骤降之后酝酿新一轮价格上涨的过程中。

图 3：生猪存栏数与生猪价格



资料来源：农业部，东方证券研究所

2.2 疫病消除、收储政策调控将有助于猪价保持坚挺

➤ 疫病仅是短期扰动因素

正如前文所述，导致今年生猪价格旺季下跌的主要因素是 1 月份以来全国性的生猪疫病（曾蔓延至生猪大部分主产区）。自 2009 年年底以来，全国 80% 以上的省出现疫情，目前出现严重口蹄疫疫情的地区有广西、广东、福建、四川、浙江、山东、河北、河南、辽宁、吉林。2010 年 2 月下旬，广东省农业厅召开情况通报会表示，涉及的发病生猪数量达 1474 头，扑杀处理共计 8382 头。疫情使得猪肉价格大幅下跌：口蹄疫出现后，为了减少损失，养殖户提前出栏生猪，造成短时间市场供应量剧增。散养农户将活重 80 公斤/头的生猪出栏，与正常情况下 100 公斤/头出栏相比明显减轻。据商务部统计，2010 年 1-2 个月全国规模以上生猪定点屠宰企业生猪屠宰量 5833.3 万头，同比增长 23%，生猪供给激增。于此同时，市场短期的猪肉消费量需求并没有增加，口蹄疫疫情期间，一些居民对于猪肉的消费甚至有所下降，而春节过后本就是蔬菜和肉类的短期消费淡季，这些原因都直接影响了生猪价格的走势。

尽管此次疫情的发生与去年冬天的异常低温天气有关，但我们认为，由于此前疫病致死率不高，大量生猪已集中出栏，同时随着疫病的逐渐消除，后续生猪供给极有可能出现一定的短缺局面，另一方面，疫情过后居民猪肉消费也将恢复稳定，因此，扰动因素将逐渐减小，生猪价格将继续呈现正常的周期性上升特征。

➤ 收储政策启动也将提振猪价

为了稳定猪肉价格，国家也早就建立了配套的猪肉价格调控机制。在 2009 年 1 月 9 日，为落实《国务院关于促进生猪生产发展稳定市场供应的意见》，建立保障生猪生产稳定发展的长效机制，防止生猪价格过度下跌，稳定生猪生产，维护生猪养殖户利益，国家发展和改革委员会、财政部、农业部、商务部、国家工商总局、国家质检总局制定了《防止生猪价格过度下跌调控预案》。

国家加强对生猪等畜禽产品价格监测，采取综合调控措施，促使猪粮比价、仔猪价格、生猪存栏、能繁母猪存栏等指标保持在合理范围内，其主要目标是猪粮比价不低于 5.5 : 1。而当猪粮比价高于 9 : 1 时，按照《国务院关于促进生猪生产发展稳定市场供应的意见》规定，适时投放政府冻肉储备，必要时向城乡低保对象和家庭经济困难的大中专院校学生发放临时补贴。

而猪粮猪粮比的走势看，目前的猪粮比值已经低于 5，离 2006 年 6 月份的低点 4.53 已经不远。从调控机制上看，已经进入价格重度下跌区域。

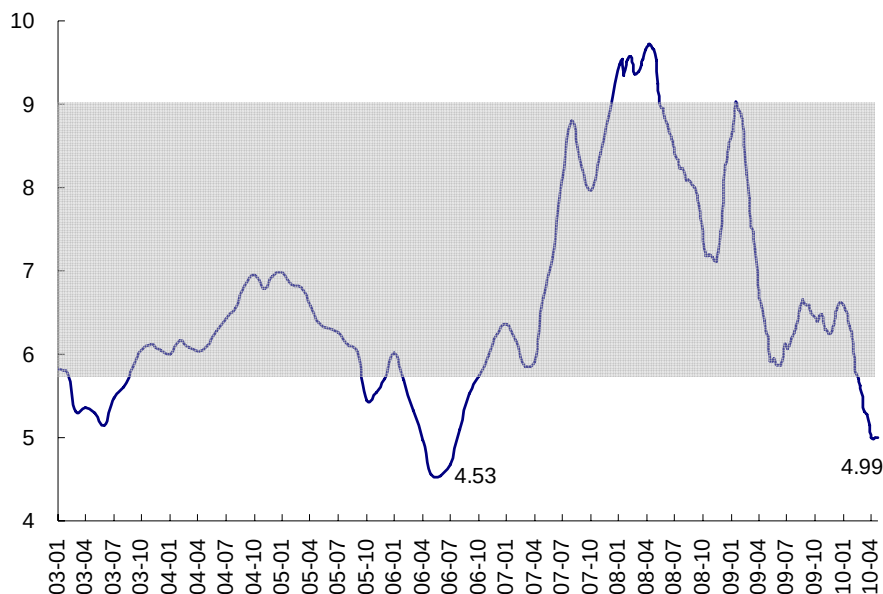
2010 年 4 月 1 日，由于西南严重干旱的原因，云南省率先拉开国内冻猪肉收储序幕，首批定向收储为 3000 吨冻猪肉，云南省商务厅也将启动收储活体和冻肉火腿 10,050 吨计划。随后黑龙江、广西和四川等省也相继出台猪肉收储计划。4 月初，云南和四川公布猪肉收储计划后，全国生猪均价在一周内已由 8.92 元/公斤涨至 9.31 元/公斤。在此后，4 月 13 日国务院批准相关部委可以公开竞价收储 2010 年第一批中央储备冻猪肉，中国华孚贸易发展集团公司（简称华孚集团）通过下属华商储备商品管理中心电子交易系统成功进行了 2010 年第一批 1.7 万吨国产冻猪肉电子收储交易（分割冻猪瘦肉），分别入储到上海、安徽、河北、四川等地区的 4 个存储冷库。

紧接着在 4 月 20 日，商务部宣布，经国务院批准，商务部会同财政部、发展改革委、中国农业发展银行公开竞价收储今年第二批中央储备冻猪肉，并将继续密切关注生猪市场价格变化，组织实施中央储备冻猪肉收储，促使猪粮比价稳步回升到合理区间。

商务部在 4 月 26 日发布的监测显示，近期国家先后两次公开竞价收储中央储备冻猪肉后，全国生猪及猪肉价格恢复上涨，且涨幅有扩大趋势。据商务部商务预报监测显示，4 月 19 日~25 日全国规模以上定点屠宰企业生猪收购价格平均为 9.98 元/千克，连续两周回升，比前一周上涨 1.3%，涨幅比前一周扩大 0.7 个百分点，比 4 月初上涨 1.9%。

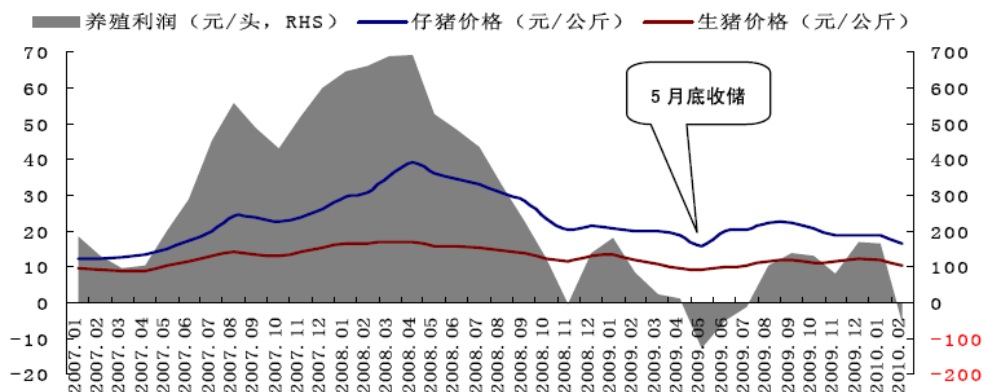
我们认为，相比全国 4800 多万吨的猪肉销量而言，猪肉收储量虽不多，但表明了政府希望价格上升的意图，从 09 年 6 月首次收储的实证看，收储时点基本可认为是生猪价格的最低点，后续出现反弹甚至快速反弹的概率较大。

图 4：猪粮比（阴影部分为正常波动区间）



资料来源：发改委，全国畜牧总站，东方证券研究所

图 5：生猪养殖亏损超 200 元/头的局面无法长期持续



资料来源：发改委，全国畜牧总站，东方证券研究所

表 1：当猪粮比价低于 9：1 时的响应机制

区域界定	猪粮比	响应级别	响应机制
绿色区域 价格正常	比价在 9：1—6：1	无	做好市场监测工作，密切关注生猪生产和市场价格变化情况。各部门根据职责定期发布生猪生产和市场信息。中央和地方正常猪肉储备规模主要用于满足应急和救灾的需要。
蓝色区域 价格轻度下跌	比价在 6：1—5.5：1	三级响应	在中国政府网及时向社会发布生猪市场预警信息，并通过其他媒体向社会发布。
黄色区域 价格中度下跌	比价在 5.5：1—5：1	二级响应	通过财政贴息的形式鼓励大型猪肉加工企业增加商业储备和猪肉深加工规模。
红色区域 价格重度下跌	比价低于 5：1	一级响应	1、当猪粮比价低于 5：1（红色区域）时，较大幅度增加中央冻肉储备规模。 2、增加政府储备后，猪粮比价仍然低于 5：1，而且出现养殖户过度宰杀母猪的情况，月度母猪存栏量同比下降较多时，对国家确定的生猪调出大县的养殖户（场），按照每头能繁母猪 100 元的标准，一次性增加发放临时饲养补贴；对国家确定的优良种猪场的养殖户（场），按每头公种猪 100 元的标准，一次性发放临时饲养补贴。 3、适当限制猪肉进口，减少当期市场供应；完善食品安全体系建设，鼓励猪肉及其制品出口。
生猪价格异常下跌的其他情况			当出现生猪价格异常下跌的其他情况时，及时研究提出调控生猪市场的相应措施。

资料来源：《防止生猪价格过度下跌调控预案（暂行）》，东方证券研究所

表 2：国家生猪价格调控目标

指标	目标
猪粮比	≥5.5:1
仔猪价格与白条肉价格之比	≥0.7:1
生猪存栏量	≥4.1 亿头
能繁母猪存栏量	≥4100 万头

资料来源：《防止生猪价格过度下跌调控预案（暂行）》，东方证券研究所

三、新一轮“内外交加”的高通胀或将到来

正如我们此前一贯以来的判断，根据过去一段时间货币供应情况、物价状况，及未来央行货币政策变化导向进行分析，种种证据都表明，新一轮通胀压力已经在不知不觉中到来。实际上，这种微观层面的物价大幅度上涨早已为大家所切身感知。

然而，市场可能并未意识到的是，在当前价格周期背离的大背景之下，随着内外部各种通胀因素的纷纷出现，猪价上涨对于未来通胀的循环加强以及干旱的推波助澜将极有可能催生出一场比2007-2008年更为严重的“内外交加”的通货膨胀。

3.1 猪价上涨周期中的通胀循环加强

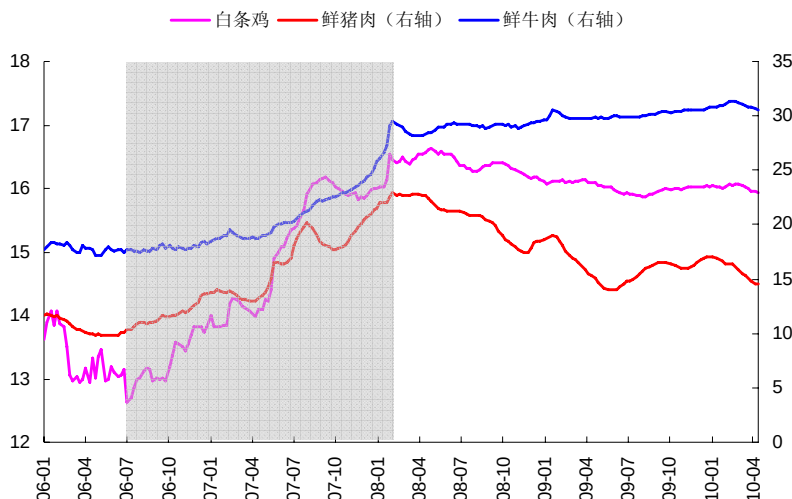
民以食为天，由于我国是世界上最大的猪肉生产国和消费国，猪肉产量约占世界总产量的46%，同时，在中国的肉类消费中，猪肉占日常肉类消费量的比重超过60%，因此，猪肉在中国居民食品消费结构占据着重要的地位。

值得关注的是，在当前价格周期背离的情况下，市场可能并未意识到猪价上涨周期中的通胀循环加强作用。回顾上一轮通胀，我们认为，由于猪肉在居民食品结构中的特殊地位，其价格上涨至少将产生以下两个方面的影响，并进一步加强未来的通胀预期：

➤ 带动其他肉类、以肉类为原料的食品价格及餐饮等一系列消费价格水平上涨

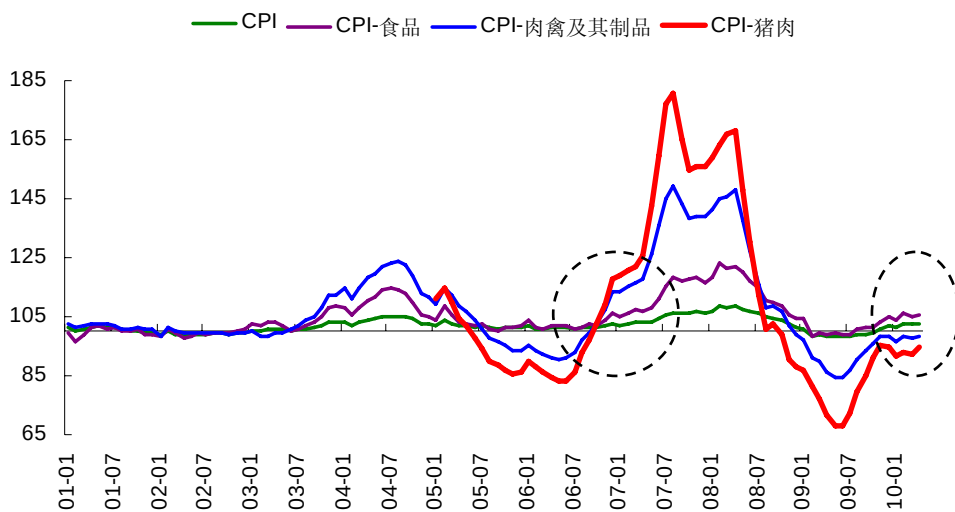
从价格上看，由于我国的CPI构成中食品所占权重为33.6%，而单单肉类就占11%，因此，在通货膨胀的敏感时期，猪肉价格的任何异动都会引来市场的额外关注。自2005年以来，CPI与猪肉价格的同比增速的相关系数达到近0.9。同时，由于猪肉处于食物链中的较高层级，其价格波动会通过需求反作用于成本。因此，猪肉价格在农产品价格乃至整个物价结构中具有很强的影响力。

图6：肉类价格上涨周期基本一致



资料来源：商务部，东方证券研究所

图 7：肉类价格对物价水平影响较大

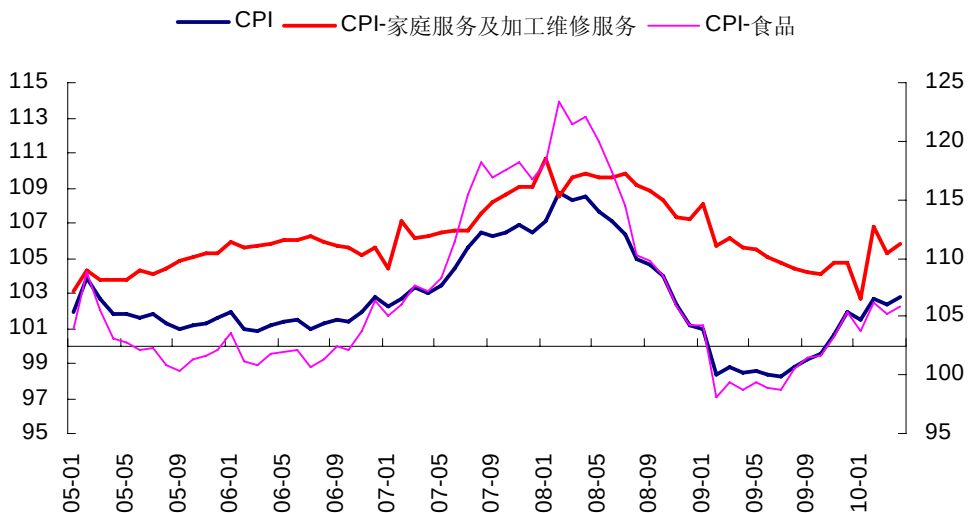


资料来源：商务部，东方证券研究所

➤ 加大低收入人群生活压力，提高居民生活成本，并进一步带动劳动力成本上升

由于低收入人群恩格尔系数远高于全体居民，因此肉类价格上涨及其所带动的食品价格及其他消费价格上涨将对其造成较大生活压力，由此所造成的必需生活成本提高也会进一步带动劳动力成本的上升。

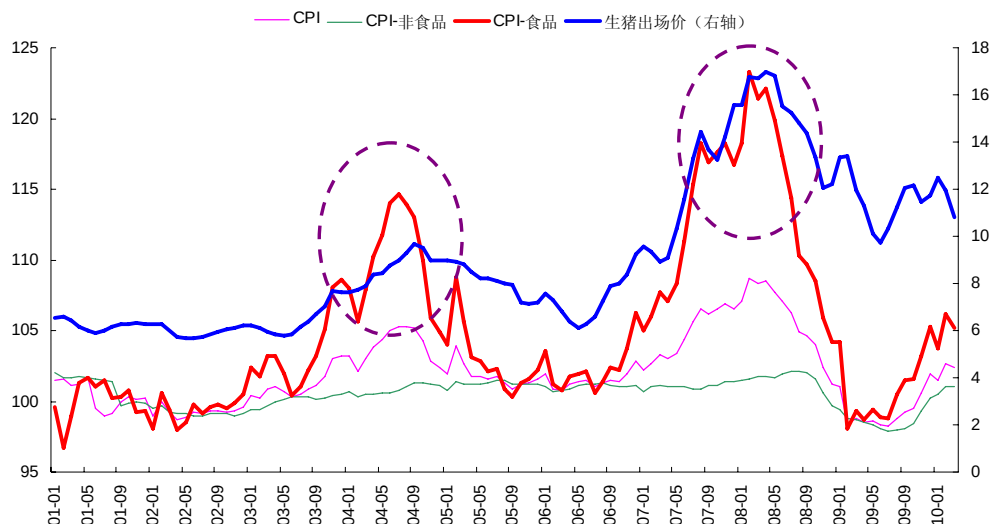
图 8：劳动力成本稳步上升



资料来源：国家统计局，东方证券研究所

考虑到猪价对于物价的巨大影响，我们认为，在当前价格周期背离的情况下，生猪价格的上涨很可能将进一步加剧物价上涨的幅度，并由此形成一种通胀自加强效应。实际上，这种情况在 2008 早已出现，尽管目前仍未显现，但隐忧却依然存在。

图 9：猪价上涨周期中的通胀自加强



资料来源：发改委，全国畜牧总站，东方证券研究所

3.2 西南干旱等异常天气将火上浇油

2009 年入秋以来，中国西南地区由于降水比同期偏少 30-80%，同时气温高蒸发量大，致使云南四川广西贵州重庆五省市遭受旱灾。贵州秋冬连旱总体为 80 年一遇严重干旱，滇中、滇东、滇西部的大部地区以及贵州省中部以西以南地区为 100 年以上一遇。

据国家防总办公室统计，截至 4 月 8 日，云南、贵州、广西、重庆、四川 5 省区市耕地受旱面积 1.01 亿亩，作物受旱 7907 万亩，待播耕地缺水缺墒 2197 万亩；有 2088 万人、1368 万头大牲畜因旱饮水困难。与 3 月底相比，西南旱区饮水困难人口数量有所增加，广西和云南的耕地受旱面积有所减少，贵州省耕地受旱面积有所增加。

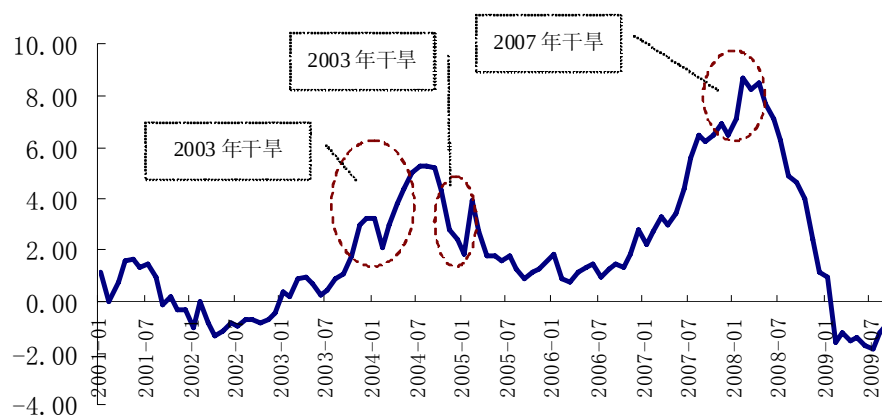
我们推测本次干旱造成粮食价格大涨可能性不大。首先旱灾发生的省区粮食产量占比普遍不高，其中重灾区如云南、贵州和广西 2008 粮食产量仅占全国粮食总产量的 2.87%、2.19%和 2.64%。其次夏粮占比低，本次干旱主要对夏粮作物产生影响，而全国夏粮产量占粮食总产量比例约为 22.8%。

不过，此次干旱仍不可避免的危及粮食供应，将推高居民消费价格。通过将前几次全国或局部旱情和 CPI 走势对比发现，在 2003 年、2004 年、2007 年干旱后，由于食品价格的波动，导致 CPI 在短期都出现明显的上涨。根据气象预报，此次旱情可能还要持续一段时间，因此预计此次干旱将推高未来几个月 CPI，幅度在 0.25 至 0.4 个百分点左右。

表 3：近年来全国或局部干旱情况

年份	具体时间	涉及省市	旱情
2000年	2月-7月间	多省	干旱面积大，达4054万公顷，受灾面积6.09亿亩，成灾面积4.02亿亩。建国以来可能是最为严重的干旱。
2003年	7月初-11月	江南和华南、西南部分地区	江南和华南、西南部分地区发生严重伏秋连旱，其中湖南、江西、浙江、福建、广东等省部分地区发生了伏秋冬连旱，旱情严重
2004年	10月中旬到来年2月中旬	我国南方	遭受53年来罕见干旱，造成经济损失40多亿元，720多万人出现了饮水困难
2005年	04年8月到05年5月	华南南部、云南	现严重秋冬春连旱，云南发生近50年来少见严重初春旱
2006年	5月中旬到7月上旬	重庆	旱灾达百年一遇，全市伏旱日数普遍在53天以上，12区县超过58天。直接经济损失71.55亿元，农作物受旱面积1979.34万亩，815万人饮水困难。
2007年	10月中旬到来年1月下旬	全国22个省	全国耕地受旱面积2.24亿亩，897万人、752万头牲畜发生临时性饮水困难。中央财政先后下达特大抗旱补助费2.23亿元。
2008年	2月初到5月中旬	云南	连续近三个月干旱，云南省农作物受灾面积现达1500多万亩。仅昆明山区就有近1.9万公顷农作物受旱，13多万人饮水困难。
2009年	1月中旬到3月下旬	华北、黄淮等15个省市	连续3个多月，华北、黄淮、西北、江淮等地15个省、市未见有效降水。冬小麦告急，大小牲畜告急，农民生产生活告急。不仅工业生产用水告急，城市用水告急，生态也在告急。

资料来源：东方证券研究所

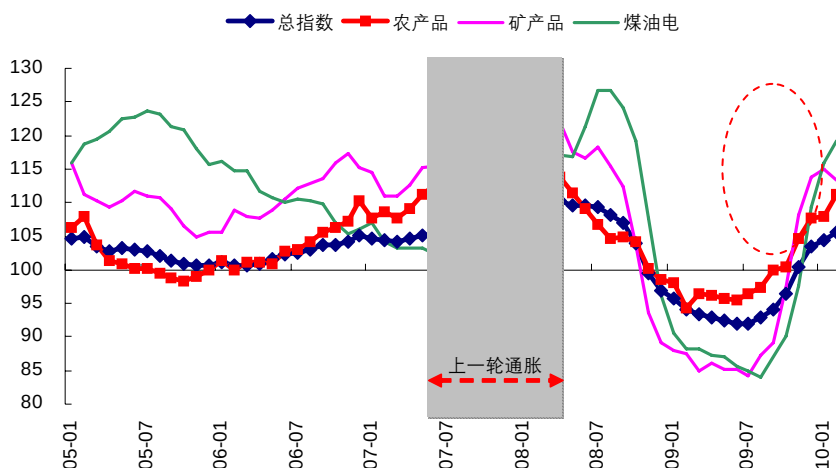
图 10：近年几次旱情与 CPI 同比增速之间的关系（单位：%）


资料来源：中国人民银行，WIND 资讯，东方证券研究所

3.3 涨价早已到来——2010：More than 2008

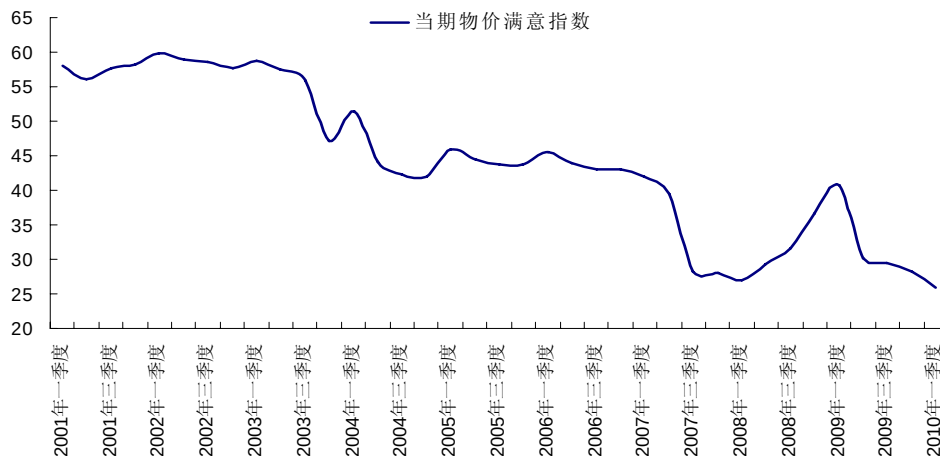
由于统计范围有所偏差等诸多方面原因，国家统计局所公布的 CPI 绝对水平与群众实际感知物价水平有较大差异，因此，我们弃用传统的 CPI，而综合采用三大指标来判断当前的实际通胀水平，具体包括 **PMI 购进价格指数、央行发布的物价满意度、企业商品价格指数（CGPI**，在图 2 中已列出）。目前，无论是从这三个指标，还是从各种价格的绝对水平来看，涨价实际上早已到来。

图 2：各类企业商品价格指数（CGPI）比较



资料来源：农业部，东方证券研究所

图：物价满意指数

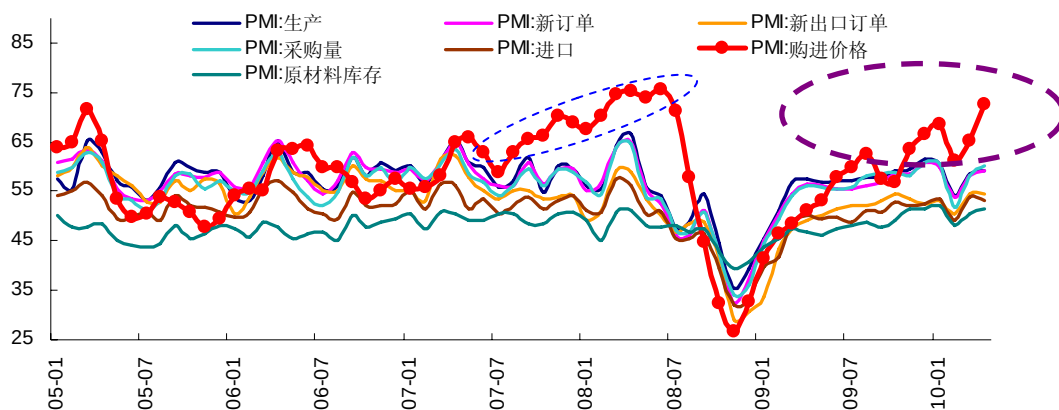


资料来源：《季度全国城镇储户问卷调查综述》，东方证券研究所

大宗商品方面，国际有色金属、石油期货等指数在 08 年 7 月初达到最高点，随后开始下跌。同时，结合 PMI 购进价格指数也可以看出，2008 年 2 月之后，在农产品价格开始回落之后，来自于外部大宗商品价格的全面提高导致了采购成本的上升。因此，从结果上看，在 2008 年的通胀周期中，农产品价格仅对前半段的物价上涨起到了推动作用，而 2 月之后的物价压力则主要体现在国际大宗商品上涨对于企业成本的抬升。

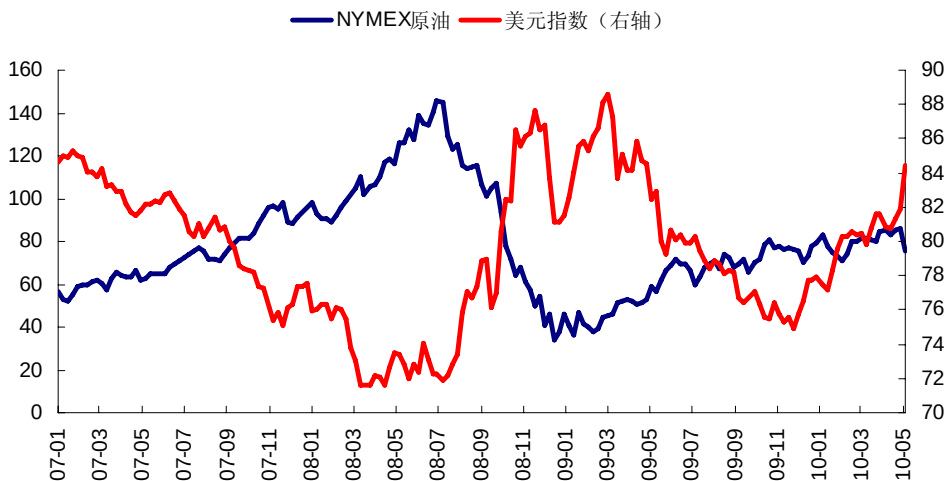
目前，4 月 PMI 购进价格指数的大幅提升表明当前实际企业成本压力已上升至上轮通胀高点，同时，随着未来各国在不同时机开始实现全面的政策退出，全球性的通胀隐忧将更为明显，

图 13：PMI 购进价格指数已经大幅上升至上轮通胀高点



资料来源：WIND，东方证券研究所

图 12：国际油价已逼近 07 年 11 月水平



资料来源：WIND，东方证券研究所

农产品方面：2008 年 1-2 月份，我国南方大部分地区遭遇了罕见的雪灾，造成了大面积的基础设施损坏、农作物受灾、畜禽死亡以及一些重要物资的生产运输困难。受此影响，1 月份的 CPI 同比增长 7.1%，创 1997 年以来月度新高。

从中国农产品批发价格总指数的变化来看，2008 年 1-2 月份，由于受到雪灾和春节农产品消费旺季的影响，批发价格总指数从 2008 年 1 月 4 日的 154.7 上涨至 2 月份的最高点 179.8。但是从全年的变化来看，农产品批发价格自从 2 月份以后一路下跌，12 月 26 日指数已下跌至 152.6。

目前，截止 2010 年 4 月 30 日，中国农产品批发价格总指数达到 169.6，与上轮高点相比已属相对高点。如果考虑后期猪价上涨的因素，那么我们认为，**未来农产品价格超越上轮高点将是大概率事件。**

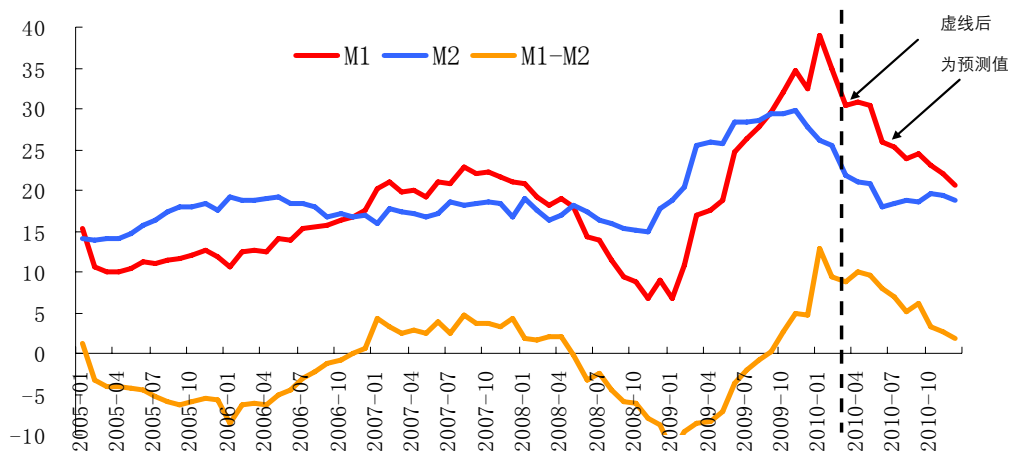
图 11：中国农产品批发价格总指数



资料来源：WIND，东方证券研究所

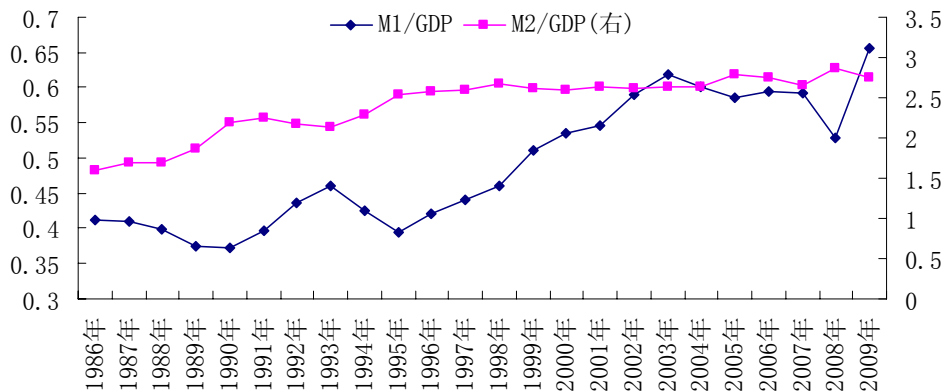
3.4 快速增长的货币供应终将转化为通货膨胀

2010 年 1 月 M1 增速达到 39%，见到本轮周期以来的阶段高点，2 月增速为 35%，开始大幅回落。单从 2 月来看，M1 的回落，是春节和基数效应共同影响的结果。因为过往历史中，春节期间的 M1 绝对额往往都会出现降低的情况，原因在于节前企业会发放奖金，这会导致居民储蓄增加，企业活期存款降低。但从今年全年看，由于去年一二季度末贷款冲规模的影响，去年 3、6 两月 M1 绝对额均出现了超过 1 万亿天量增长，而今年信贷规模受到了严格控制，同时房地产成交量也较去年同期有明显回落，因此 M1 的同比增速将在今年 3、6 月出现大幅度的回落，我们初步估计 3 月 M1 的增速为 30%左右，6 月为 25%左右。M2 的同比增速也将出现类似的回落，预计 3 月 M2 增速为 21%左右，6 月为 17%左右。

图 14：广义、狭义货币供应量同比增速（3 月之后数据为预测值，单位：%）


资料来源：中国人民银行，WIND 资讯，东方证券研究所

尽管同比增速将出现明显的大幅回落，但更多的仍然是 09 年的基数过大引起的。如果我们将 M1 或 M2 的绝对量与 GDP 进行比较，则可以发现，当前的货币供应量相对实体经济的需求而言，仍然是相对充裕的。例如，M1/GDP 在 08 年危机全面爆发后快速回落，但经过 09 年极度宽松的货币政策刺激后，这一指标已经远高于过去的历史平均水平，M2/GDP 的情况较为类似（08 年 11 月开始，M2 就开始快速回升）。

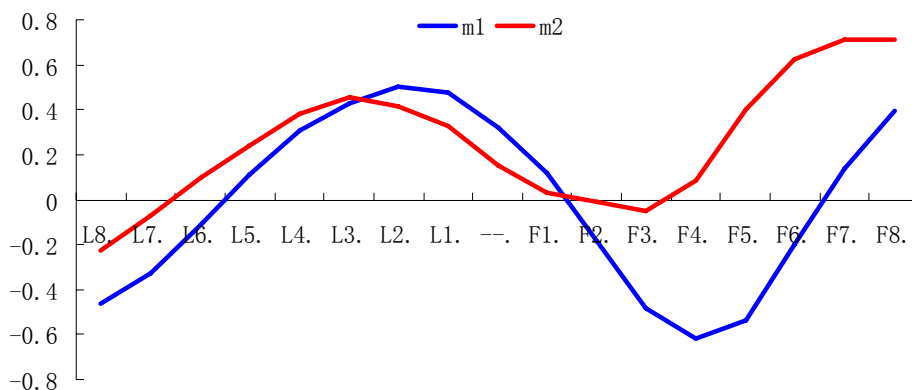
图 15：货币供应与 GDP 的比值（单位：%）


资料来源：中国人民银行，WIND 资讯，东方证券研究所

根据货币数量论的观点，通货膨胀最终都是货币的表现。通过简单的相关系数分析可以发现，自 96 年以来，货币供应量增速平均会领先 CPI 和 PPI 大约 1-3 个季度。尽管更严格的计量分析由于方法选择的不同会有不同的结果，但大致来讲，货币供应的增长最终都会通过或长或短的时间反映到物价上来。如果从广义的通货膨胀角度看，09 年房地产、股票等资产价格的暴涨，实际上已经体现出了明显的“通货膨胀”，这也对普通居民形成通胀预期起到了推波助澜的作用。如果政府未来不采取足够积极的措施进行调控，这种通胀预期很可能演变为真实的通货膨胀，可能对未来经济

的平稳增长造成更大的危害。因此，我们认为，在物价总水平大幅提高之时，来源于货币供应高速增长的原始推动力最终将在未来的 3-6 月内以一种极端的方式全面推高通胀水平。

图 16：货币供应量与 CPI 的季度增速相关系数（L 表示货币的领先期数，单位：%）



资料来源：中国人民银行，WIND 资讯，东方证券研究所

实际上，在去年各国央行高举凯恩斯旗帜向金融危机宣战的那一刻起，通胀的种子已经深深潜伏在未来经济通往复苏的道路之上了。而现在，以美国为首的全球通胀身影则已隐约可见。

在危机发生之初，各国均把稳定金融市场与刺激经济放在首要地位，赤字和未来潜在通胀却不是关注重点，当时全球推出的经济刺激计划和救助金融市场规模超过 6.2 万亿美元之巨。但从根源上来讲，通胀是美国对抗金融危机所采取应对政策的副产品。为了避免 1929-1933 年大萧条重演，美国在本次金融危机中采取了史无前例的反危机财政和货币政策：在不断减税基础上大幅度增加开支，致使 2009 财年的赤字达到 1.8 万多亿的创纪录规模，赤字率将达到 13% 左右；并在一年半时间里将美联储利率从 5.25% 降到历史最低的 0.25%，比格林斯潘时代的 1% 要低得多；利率调节空间用完后，又从 2009 年 3 月开始实行“用直升机撒钱”的“量化宽松”的货币供应政策，向金融机构大量且快速地注入资金；到 2009 年 8 月末，美联储新发行了 1.1 万多亿美元货币，其资产负债表规模迅速于 7 月底突破 2.5 万亿美元。事实上，美联储这种动辄千亿甚至万亿美元购买住房债券或公债的行为，形同于开动印钞机生产美元，加上美国天文数字般的财政赤字，其将累积的是恶性通货膨胀的危险。

表 4：各国的经济刺激计划和金融救助计划一览

国家	经济刺激计划金额		救市计划金额
	金额	基础设施建设部分	
美国	7870 亿美元	2400 亿美元	7000 亿美元
日本	估计 16000 亿美元(150 万亿日元)	不详	1200 亿美元
欧盟	419 亿美元 (300 亿欧元)	不详	
英国	298 亿美元 (200 亿英镑)	不详	5215 亿美元 (3500 亿英镑)
法国	363 亿美元 (260 亿欧元)	147 亿美元(105 亿欧元)	5032 亿美元 (3600 亿欧元)
德国	1145 亿美元 (820 亿欧元)	770 亿美元 (550 亿欧元)	6989 亿美元 (5000 亿欧元)
意大利	1118 亿美元 (800 亿欧元)	232 亿美元 (166 亿欧元)	不详
印度	600 亿美元	200 亿美元	250 亿美元
荷兰	83 亿美元 (60 亿欧元)	不详	不详
西班牙	153 亿美元 (110 亿欧元)	112 亿美元 (80 亿欧元)	419 美元 (300 亿欧元)
俄罗斯	2000 亿美元	不详	不详
澳大利亚	32 亿美元 (47 亿澳元)	32 亿美元 (47 亿澳元)	不详
中国	5844 亿美元 (4 万亿人民币)	3067 亿美元 (2.1 万亿人民币)	不详
合计	35925 亿美元	6960 亿美元	26105 亿美元

资料来源：东方证券研究所

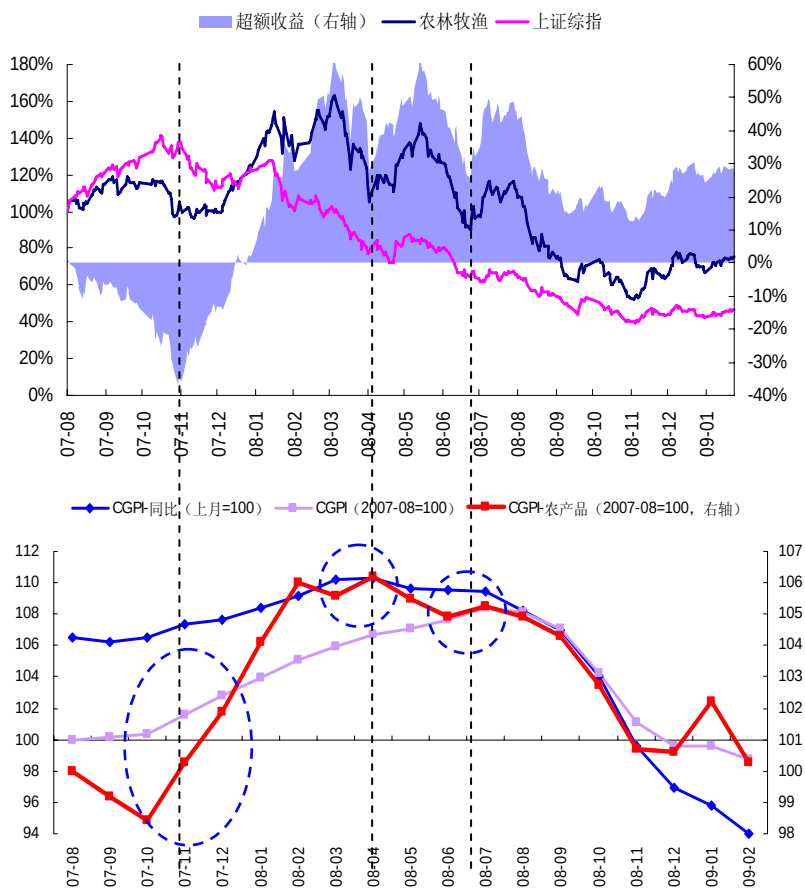
四、对冲高通胀风险，农业股迎来投资机遇

在未来可能出现高通胀的情况下，我们认为，农业股将再次迎来较好的阶段性投资机遇。我们通过，对 2008 年股票市场表现的梳理发现，作为 A 股市场为数不多对冲高通胀风险的行业，农林牧渔板块表现极其突出，其中在部分时间区间甚至可以获得正收益。

从投资时点及相应股价表现的回顾中，我们发现，在通胀周期中，农业股超额收益最为明显的是由温和通胀转向高通胀的阶段，此后农产品价格的每一次反弹都会体现为农业股较为明显的超额收益，具体来说，农业股超额收益最大的阶段正是由温和通胀转向高通胀的 2008 年 1-2 月，随后在 3 月及 6 月两次农产品价格反弹，农业股则分别在 4 月及 7 月取得了较好的相对收益。

由此可以看出，在一轮通胀周期之中，由于农产品价格引发物价上涨，通胀预期加强，投资者为了对冲高通胀会选择超配农业，从而使其获得超额收益。展望下一阶段，我们认为，在远期通胀水平可能产生跳升的预期下，农业股仍将有望成为下一阶段的投资主题。

图 17：农产品价格上涨孕育农业股超额收益



资料来源：WIND，东方证券研究所

附：《防止生猪价格过度下跌调控预案（暂行）》

2009 年 第 1 号

为贯彻落实《国务院关于促进生猪生产发展稳定市场供应的意见》（国发[2007]22 号）文件精神，建立保障生猪生产稳定发展的长效机制，防止生猪价格过度下跌，稳定生猪生产，维护生猪养殖户利益，国家发展和改革委员会、财政部、农业部、商务部、国家工商总局、国家质检总局制定了《防止生猪价格过度下跌调控预案（暂行）》，经国务院批准，现予发布，自发布之日起实施。

附件：《防止生猪价格过度下跌调控预案（暂行）》

国家发展改革委
财政部
农业部
商务部
国家工商总局
国家质检总局

二〇〇九年一月九日

在坚持实施现行扶持生猪生产发展政策的基础上，为建立生猪生产稳定发展的长效机制，防止生猪价格过度下跌，稳定生猪生产，维护生猪养殖户利益，特制定本预案。

一、基本原则

（一）市场主导、政府调控。在尊重市场规律、充分发挥市场机制调节作用的基础上，加强政府调控，调节市场供求，引导市场预期，缓解生猪生产和价格的周期性波动。

（二）统一领导、分级负责。在国务院统一领导下，建立健全分级负责、以属地管理为主的生猪市场调控管理体系，强化“菜篮子”市长负责制，进一步细化“菜篮子”工作的各项具体职责。

（三）分工协作、密切配合。各地区、各有关部门分别负责本行政辖区和部门职责范围内的工作，各司其职，加强协调配合，建立联动机制，努力形成职责明确、信息共享、齐抓共管、综合调控的工作格局。

二、预警指标

国家在判断生猪生产和市场情况时，将猪粮比价作为基本指标，同时参考仔猪与白条肉价格之比、生猪存栏和能繁母猪存栏情况，并根据生猪生产方式、生产成本和市场需求变化等因素适时调整预警指标及具体标准。

三、调控目标

国家加强对生猪等畜禽产品价格监测，采取综合调控措施，促使猪粮比价、仔猪价格、生猪存栏、能繁母猪存栏等指标保持在合理范围内。主要目标是猪粮比价不低于 5.5 : 1；辅助目标是仔猪与白条肉价格之比不低于 0.7 : 1；生猪存栏不低于 4.1 亿头；能繁母猪存栏不低于 4100 万头。

四、预警区域

当猪粮比价高于 9 : 1 时, 按照《国务院关于促进生猪生产发展稳定市场供应的意见》(国发[2007]22 号)规定, 适时投放政府冻肉储备, 必要时向城乡低保对象和家庭经济困难的大中专院校学生发放临时补贴。

当猪粮比价低于 9 : 1 时, 划分为以下五种情况: (一) 绿色区域 (价格正常), 猪粮比价在 9 : 1—6 : 1 之间; (二) 蓝色区域 (价格轻度下跌), 猪粮比价在 6 : 1—5.5 : 1 之间; (三) 黄色区域 (价格中度下跌), 猪粮比价在 5.5 : 1—5 : 1 之间; (四) 红色区域 (价格重度下跌), 猪粮比价低于 5 : 1; (五) 生猪价格异常下跌的其他情况。

五、响应机制

国家加强监测和统计报告工作, 根据猪粮比价的变动情况, 分别或同时启动发布预警信息、增加储备、调整政府补贴、进出口调节等措施。

(一) 正常情况当猪粮比价处于 9 : 1—6 : 1 之间 (绿色区域) 时, 做好市场监测工作, 密切关注生猪生产和市场价格变化情况。各部门根据职责定期发布生猪生产和市场信息。中央和地方正常猪肉储备规模主要用于满足应急和救灾的需要。

(二) 三级响应

1. 当猪粮比价低于 6 : 1 时, 在中国政府网及时向社会发布生猪市场预警信息, 并通过其他媒体向社会发布。

2. 当猪粮比价连续四周处于 6 : 1—5.5 : 1 之间 (蓝色区域) 时, 根据市场情况增加必要的中央和地方冻肉储备, 并着手做好实施二级响应的前期准备工作。

(三) 二级响应

1. 当猪粮比价低于 5.5 : 1 时, 通过财政贴息的形式鼓励大型猪肉加工企业增加商业储备和猪肉深加工规模。

2. 当猪粮比价连续四周处于 5.5 : 1—5 : 1 之间 (黄色区域) 时, 进一步增加中央政府冻肉储备, 同时要求主销区和沿海大中城市增加地方冻肉储备, 还可以适当增加地方政府的活体储备。

(四) 一级响应

1. 当猪粮比价低于 5 : 1 (红色区域) 时, 较大幅度增加中央冻肉储备规模。

2. 增加政府储备后, 猪粮比价仍然低于 5 : 1, 而且出现养殖户过度宰杀母猪的情况, 月度母猪存栏量同比下降较多时, 对国家确定的生猪调出大县的养殖户 (场), 按照每头能繁母猪 100 元的标准, 一次性增加发放临时饲养补贴; 对国家确定的优良种猪场的养殖户 (场), 按每头公种猪 100 元的标准, 一次性发放临时饲养补贴。

3. 适当限制猪肉进口, 减少当期市场供应; 完善食品安全体系建设, 鼓励猪肉及其制品出口。

(五) 其他异常情况

当出现生猪价格异常下跌的其他情况时, 及时研究提出调控生猪市场的相应措施。

六、配套措施

（一）信息发布。在完善生猪信息统计制度的基础上，在中国政府网建立生猪市场调控统一信息平台，各部门根据职责定期在平台发布有关信息，提醒生产者防范市场风险和疫病风险，引导养殖户适时调整养殖规模和养殖结构。

（二）市场监测监管。加强饲料安全和防疫监管工作；加强疫情监测，建立健全重大动物疫情预警机制；按照《国家突发重大动物疫情应急预案》要求及时处理疫情。加强屠宰环节病害猪（肉）无害化处理的监管。强化猪肉检疫和检验制度，严禁未经检疫检验或检疫检验不合格的猪肉流入市场。严肃查处屠宰加工和销售病死猪肉和注水肉等不法行为，规范生猪市场交易行为和流通秩序。清理整顿在生猪饲养、运输、屠宰和猪肉运输、销售等环节的不合理税费。加强生猪市场价格监督检查，维护正常的市场价格秩序。

信息发布分工表

内 容	提供单位	频 率
生猪出场价格	国家发展改革委	每 周
玉米批发价格	国家发展改革委	每 周
仔猪价格	农业部	每 周
生猪存栏量	农业部	每 月
母猪存栏量	农业部	每 月
生猪疫情	农业部	每 月
屠宰企业白条肉出厂价格	商务部	每 周
生猪定点屠宰量	商务部	每 月
屠宰企业病害猪无害化处理量	商务部	每季度

注：以上信息统一由国务院有关部门授权中国政府网发布，并注明信息提供单位。

（三）产销衔接。一是生猪主产区 and 主销区政府之间建立产销合作机制。主销区应当和主产区签订长期、稳定的生猪购销协议，鼓励主销区在主产区建立养殖基地。二是政府鼓励养殖户（场）和肉制品加工企业之间建立产销合作机制。养殖户（场）和屠宰加工企业，屠宰加工企业和大型批发市场、超市之间应当建立长期、稳定的购销合同。鼓励发展生猪订单生产，地方政府应当对采取订单方式采购的加工企业实行必要的扶持政策。

七、组织体系

（一）组织协调。建立生猪市场调控应急会商协调机制，按预案规定的职责分工做好各项日常工作，并按国务院的统一部署，落实各自职责范围内的相关政策。

（二）会商机制。有关部门定期会商，密切关注本预案设定的预警指标变动情况。根据需要报国务院批准后，分别启动三级响应、二级响应或一级响应。当生猪市场出现其他异常波动时，及时会商，向国务院提出政策建议。

（三）地方责任。生猪市场的生产供应责任主要在地方，各地要切实落实“菜篮子”市长负责制，按照国务院的统一部署，具体承担扶持生猪生产、完善生猪疫情防控、保持必要的地方储备、维护市场稳定、保障当地居民正常消费需求的责任。

八、附则

- （一）实际情况发生变化时，由发展改革委同有关部门报国务院批准后修订本预案。
- （二）各地区可结合当地实际情况适当调整预警指标和标准，制定本地区的实施细则。
- （三）本预案自发布之日起实施，由发展改革委负责解释。

东方证券研究所策略团队 2010 年已发布报告一览

定期策略报告	
1 月 05 日	2010 年 1 月份 A 股投资策略——沿着政策指引的方向前行
2 月 02 日	2010 年 2 月份 A 股投资策略：全面认识区域振兴的战略意义
3 月 01 日	2010 年 3 月份 A 股投资策略：追寻“两会”政策风向标指引
4 月 19 日	2010 年 2 季度 A 股投资策略——拥抱世博
1 月 11 日	东方策略周报——风格转化的“最后一根稻草”
1 月 18 日	东方策略周报——盈利、流动性以及 A 股市场
1 月 25 日	东方策略周报——区域振兴打造经济增长重要新引擎
3 月 29 日	东方策略周报——人民币短期不会升值
5 月 07 日	宏观策略报告——复苏、通胀以及政策退出选择
专题策略报告	
1 月 08 日	策略专题报告——美元如何影响世界专题策略系列报告之一：国际货币体系的前世今生
1 月 11 日	策略专题报告——从媒体报道宝钢新疆扩产计划再验证我们前期对于新疆新增投资的测算
1 月 22 日	策略专题报告——不宜过于悲观：对宏观调控、地产新政的解读
1 月 28 日	策略专题报告——冰海“渔”机：渤海湾遭遇 30 年最严重冰灾所蕴含的交易性机会
2 月 04 日	策略专题报告——长风几万里，吹度玉门关：从国家战略高度理解新疆区域振兴
2 月 10 日	策略专题报告——谋局者得天下：“谋”策略在 2010 年的应用
2 月 22 日	战略性新兴产业专题系列投资策略报告之一：推动中国经济增长的下一个支柱产业
2 月 23 日	策略专题报告——股指期货对风格影响并不显著
2 月 24 日	策略专题报告——渤海湾冰冻专题：瀚海百丈冰渐融
2 月 25 日	战略性新兴产业专题系列投资策略报告之二——天生我“材”必有用
3 月 02 日	战略性新兴产业专题系列投资策略报告之三——科技点亮未来
3 月 10 日	策略专题报告——欧元会解体吗？
3 月 15 日	策略专题报告——寻找“投资蓝海”系列之一：国际产业链重构背景下的中国出口升级
3 月 18 日	战略性新兴产业专题系列投资策略报告之四——移动互联网时代，掘金超级终端
4 月 07 日	“世博，科技推动力”专题系列投资策略报告之一：推动产业革命 引领科技未来
4 月 07 日	“世博，科技推动力”专题系列投资策略报告之二：科技让世博更精彩——上海世博科技创新技术应用及展示
4 月 08 日	“世博，科技推动力”专题系列投资策略报告之三：广厦千万间，寒暑俱欢颜——从世博看节能建筑的未来
4 月 08 日	“世博，科技推动力”专题系列投资策略报告之四：冷暖革命——上海世博，新型空调技术应用的普及大使
4 月 09 日	“世博，科技推动力”专题系列投资策略报告之五：飞跃 20 年，通往未来之路——把握世博赋予的新能源汽车发展契机
4 月 09 日	“世博，科技推动力”专题系列投资策略报告之六：争奇斗艳展芳菲——世博新媒体展示技术应用及发展

4月09日	“世博，科技推动力”专题系列投资策略报告之七：一切皆有智能——上海世博智能信息技术应用研究
4月14日	策略专题报告——市值有望为市场所重估：主板公司分拆子公司创业板上市的投资机会
4月19日	一边是火山，一边是海水——冰岛火山喷发所造成的市场影响
4月22日	策略专题报告——玉树震后重建或存短期投资机会
4月23日	“世博，科技推动力”专题系列投资策略报告之八：炫丽的科技展示盛会——世博会试运行初体验及游览攻略
5月05日	策略专题报告——结束还是开始：全球主权债务危机深度研究
5月06日	“2010 国资整合年”专题系列策略报告之一：站在更高的起点，上海国资整合倒计时
5月07日	策略专题研究——除了足球、钻石，还有……：南非世界杯对 A 股的投资影响分析
临时策略/点评报告	
1月04日	策略点评报告——限售股新政改善投资者预期：对个人转让限售股所得征收所得税点评
1月07日	策略点评报告——雪中觅机：A 股各行业在雪灾中的超额收益分析
1月07日	策略点评报告——把握投放节奏，优化信贷结构：央行 2010 年工作会议点评
1月13日	策略简评——近期央行紧缩流动性政策简评：紧缩流动性政策已响三枪
1月20日	策略简评——1月19日国务院全体会议温总理讲话简评：转变发展方式 防范潜在风险
1月26日	策略点评——世界金融监管体系正在变革：奥巴马银行监管新政点评
2月22日	策略点评——中美“刺激政策退出”已经在路上：央行上调存准率与美联储提高贴现率简评
2月25日	国务院六措施推动落实产业调整振兴规划简评——战略性新兴产业迎来突破性发展机遇
3月03日	临时策略报告——防御归来
3月08日	《2010 年政府工作报告》点评——2010 年政府经济工作重心：转方式、调结构
3月10日	策略点评报告——物联网的春天并不遥远：简评物联网国家标准体系建设工作启动
3月15日	2010 年宏观调控挑战：实现三目标融合——十一届人大三次会议记者会温总理回答提问解读
3月25日	尽快启动民间投资有助巩固经济复苏态势——国务院四措施鼓励和引导民间投资健康发展简评
3月26日	静待中央宏观调控政策落实——国务院关于落实《政府工作报告》重点工作部门分工的解读
4月19日	房地产调控，这次请不要怀疑中央的决心——关于近期中央连续出台房地产调控政策的点评
4月21日	策略点评——中央“新疆发展扶持规划”已渐行渐近：中央出台“19 省市对口支援新疆计划”点评
4月25日	从国家战略高度审视振兴新疆的重要意义——中央政治局召开会议研究推进新疆跨越式发展的点评
5月04日	已经听到加息的脚步声：央行年内第三次上调存款准备金率的点评
5月07日	铁腕整治能否达成减排目标？：5月5日全国节能减排工作会议点评
5月11日	为欧元欢呼？：欧盟及 IMF7500 亿欧元援助计划简评
5月14日	好政策还需真正落实执行——国务院出台促进民间投资“新 36 条”点评

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内,分析师基于当时对该股票的研究状况,未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定,研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形;亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性,缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级;分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息,投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究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本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn