

聚焦业绩持续增长逻辑与预期

——2011年农业行业投资策略



赵金厚 A0230203100019 王 琦
李宏鹏 A0230210080001
2010. 11



转型中期 · 2011申银万国周
In Transition · 2011 SWS WEEK

投资要点

- 投资主题：聚焦业绩持续增长预期与逻辑
 - 中国农业生产方式、组织模式、农业政策等正在发生变化，集约化趋势明显，农产品价格将长期走高
 - 2011年看好子行业：种业、海洋养殖、畜禽养殖及屠宰、动物疫苗、发酵（酵母）
谨慎看好：饲料、果汁加工、制糖
 - 2011年重点关注上市公司：
 - ✓ 2011年主导产品销售量增长： 东方海洋（002086）、好当家（600467）、獐子岛（002069）、敦煌种业（600354）、登海种业（002041）
 - ✓ 产能继续外延扩张（或购并）： 海大集团（002311）、圣农发展（002299）、安琪酵母（600298）、隆平高科（000998）、荃银高科（300087）、中牧股份（600195）
 - ✓ 价格上涨或回升（通货膨胀）： 果汁：中粮屯河、新中基；糖、油：南宁糖业、东凌粮油
猪（鸡）肉：雏鹰农牧、民和股份、益生股份
木材：中福实业、永安林业
 - ✓ 业务整合：新希望（000876）、丰原生化（000930）、通威股份（600438）、五洲明珠（600873）

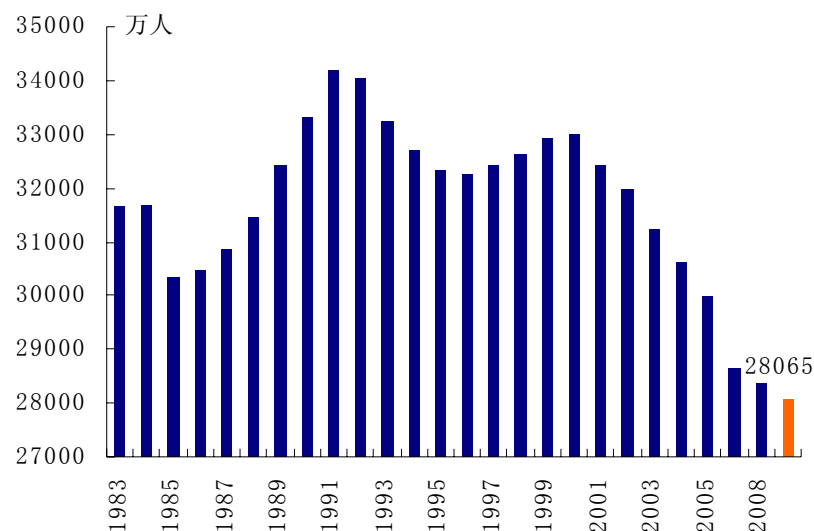
主要内容

1. 中国农业正在发生变革
2. 2011年主要农产品价格及子行业看法
3. 投资策略：聚焦业绩持续增长逻辑与预期

1.11 生产方式：机械化程度大幅提高

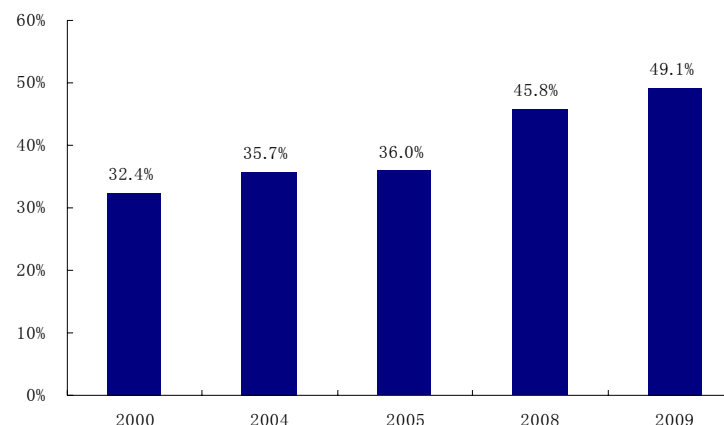
- 实际从业人员减少
- 生产成本（尤其是劳动力成本）呈上升态势

中国农业从业人员减少



资料来源：农业部

中国主要农田机械化作业水平



中国主要粮食机械化作业水平

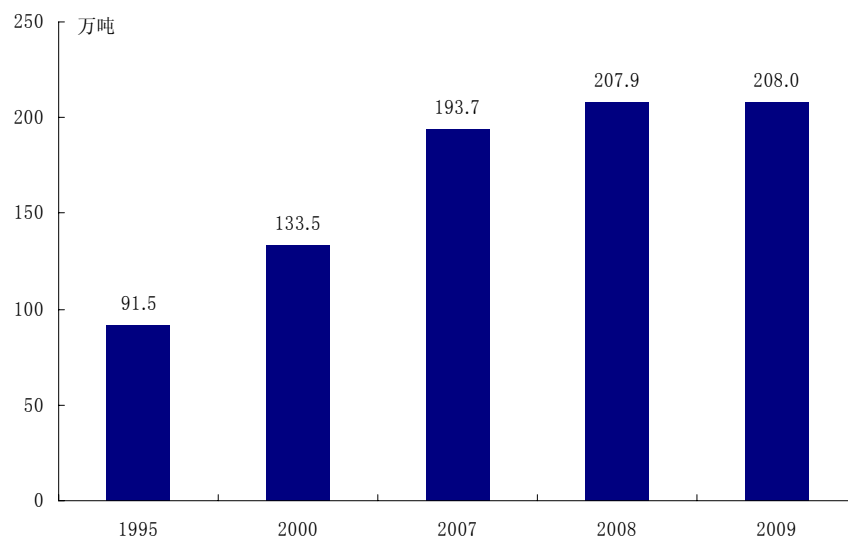
品种	机械化作业面积比例
小麦	
机耕	90.62%
机播	84.37%
机收	86.07%
水稻	
机耕	82.93%
机械种植	16.71%
玉米	
机耕	60.44%
机播	72.48%
机收	16.91%

资料来源：国家统计局

1.12 生产方式：先进农业生产技术应用加快

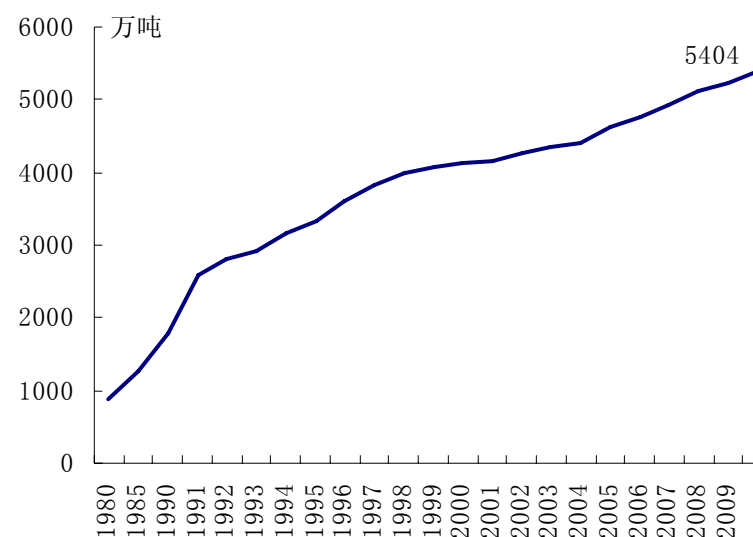
- 良种覆盖率大幅提高，已达到95%
- 设施农业大面积推广，2009年地膜覆盖面积1550万公顷，亩均化肥施用量22.71公斤（2009）

农用薄膜施用量持续增加



资料来源：中国农村统计年鉴

农用化肥施用量持续增加

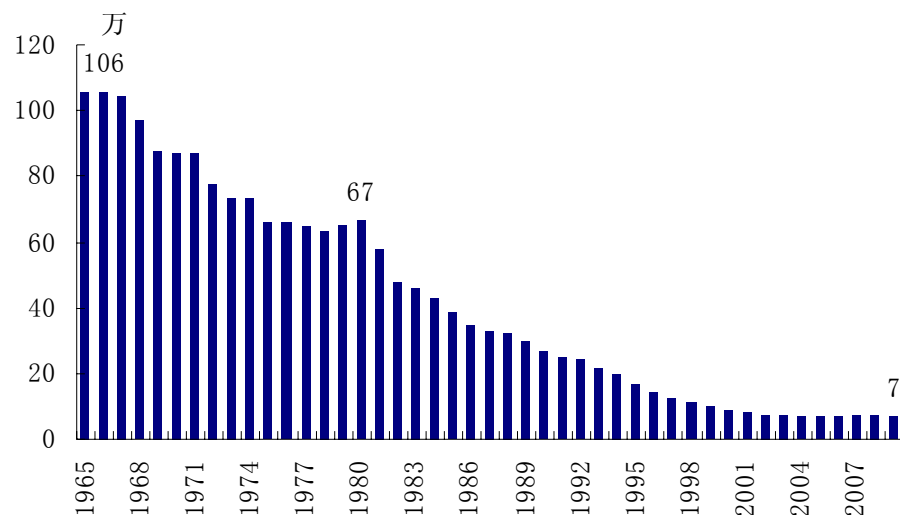


资料来源：国家统计局

1.2 组织模式：集约化、产业化程度提高

- 生产逐步集约化是趋势
- 农产品安全催生产业化发展

美国养猪场个数变化



资料来源：USDA

农业产业化组织数量大幅增长

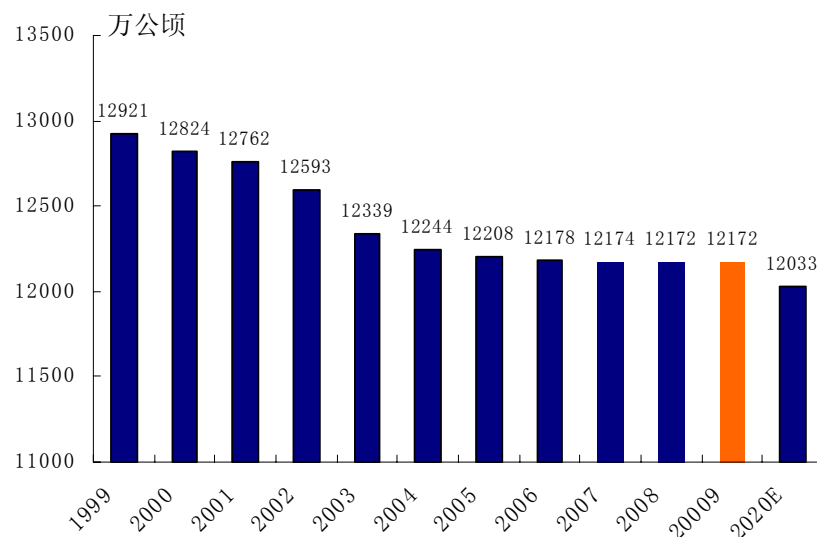
	1999	2006	2008
农业产业化组织 (万个)	3.0	15.5	20.2
参与农户 (万户)	3900	3837	9808
参与农户比例	15.0%	15.6%	38.2%

资料来源：中国农业年鉴

1.31 供给消费：增产难度加大

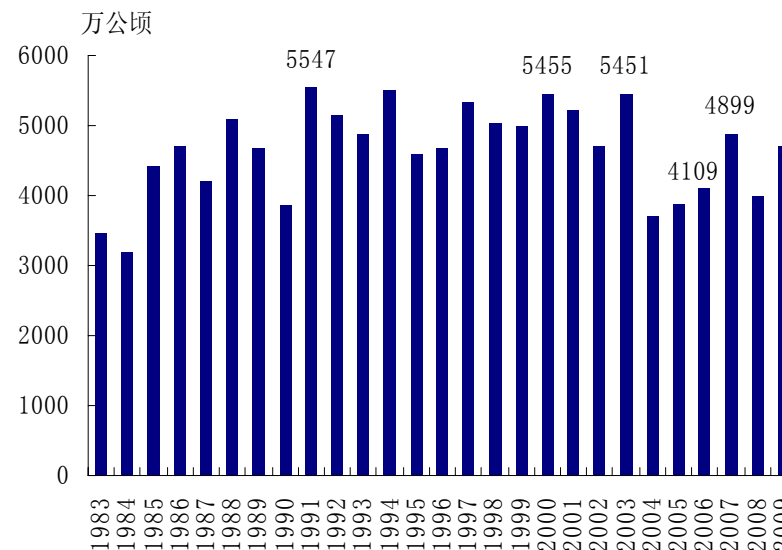
- 耕地制约，耕地面积难以增长
- 自然灾害影响，2010年遭受旱灾、洪灾、雪灾、低温、高温等诸多自然灾害

中国耕地面积变化情况



资料来源：农业部

中国自然灾害受灾面积情况

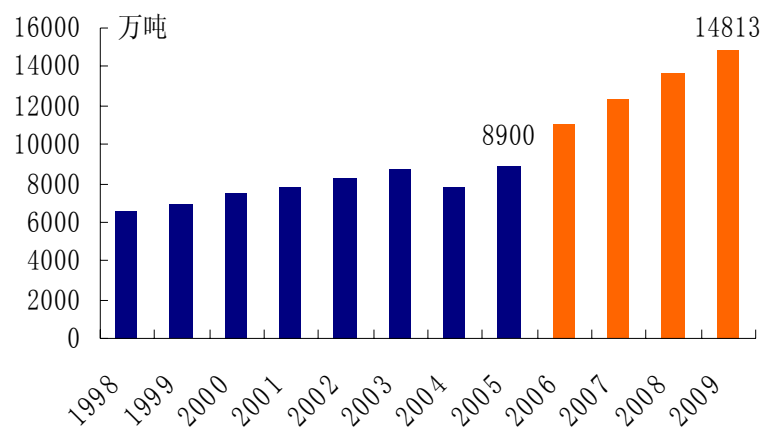


资料来源：农业部

1.32 供给消费：消费刚性持续增加

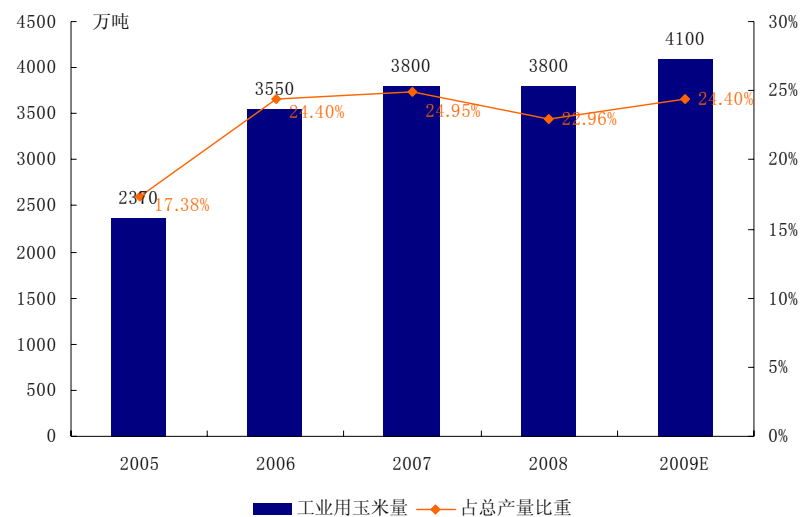
- 消费升级，肉禽蛋奶消费增加（食品工业持续快速增长）
- 工业原料消费（玉米加工等）

中国饲料总产量进入新增长期



资料来源：全国饲料工业统计资料

中国工业用玉米消耗量持续增长

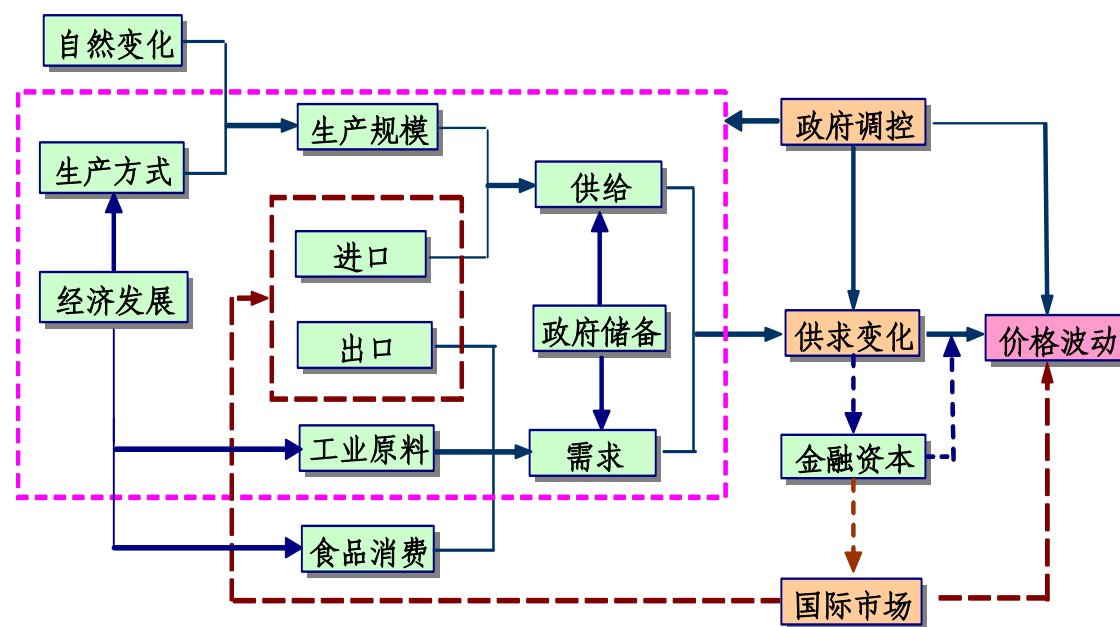


资料来源：中国轻工业年鉴、申万研究

1.4 价格波动：影响因素更加复杂

- 自然因素变化（供求变化）
- 市场化进程加快（流通体系变化）
- 金融资本参与
- 国际、国内联动（期货）

农产品价格波动影响因素分析



1.5 农业政策：保障农业生产效益提高以稳定生产

- 工业反哺农业
- 政府主导下农产品价格长期走高

不断提高最低粮食收购价格 单位：元/50公斤

	2007	2008.2	2008.3	2009	同比	2010	同比	2011	同比
早籼稻	70	75	77	90	16.9%	93	3.3%		
中晚稻	72	75	79	92	16.5%	97	5.4%		
粳稻	75	79	82	95	15.9%	105	10.5%		
混合麦	69	70	72	83	15.3%	86	3.6%	93	8.1%
红小麦	69	70	72	83	15.3%	86	3.6%	93	8.1%
白小麦	69	75	77	87	13.0%	90	3.4%	95	5.6%

政府农业补贴持续增加 单位：亿元

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
粮食直补	116	132	142	151	151	190
良种补贴	29	39	42	51	123	155
农机补贴	1	3	6	20	40	130
农资综合直补	---	---	120	276	716	756
平均补贴（元/亩）	10	11	20	31	64	64
产粮大县奖励		55	85	125	165	

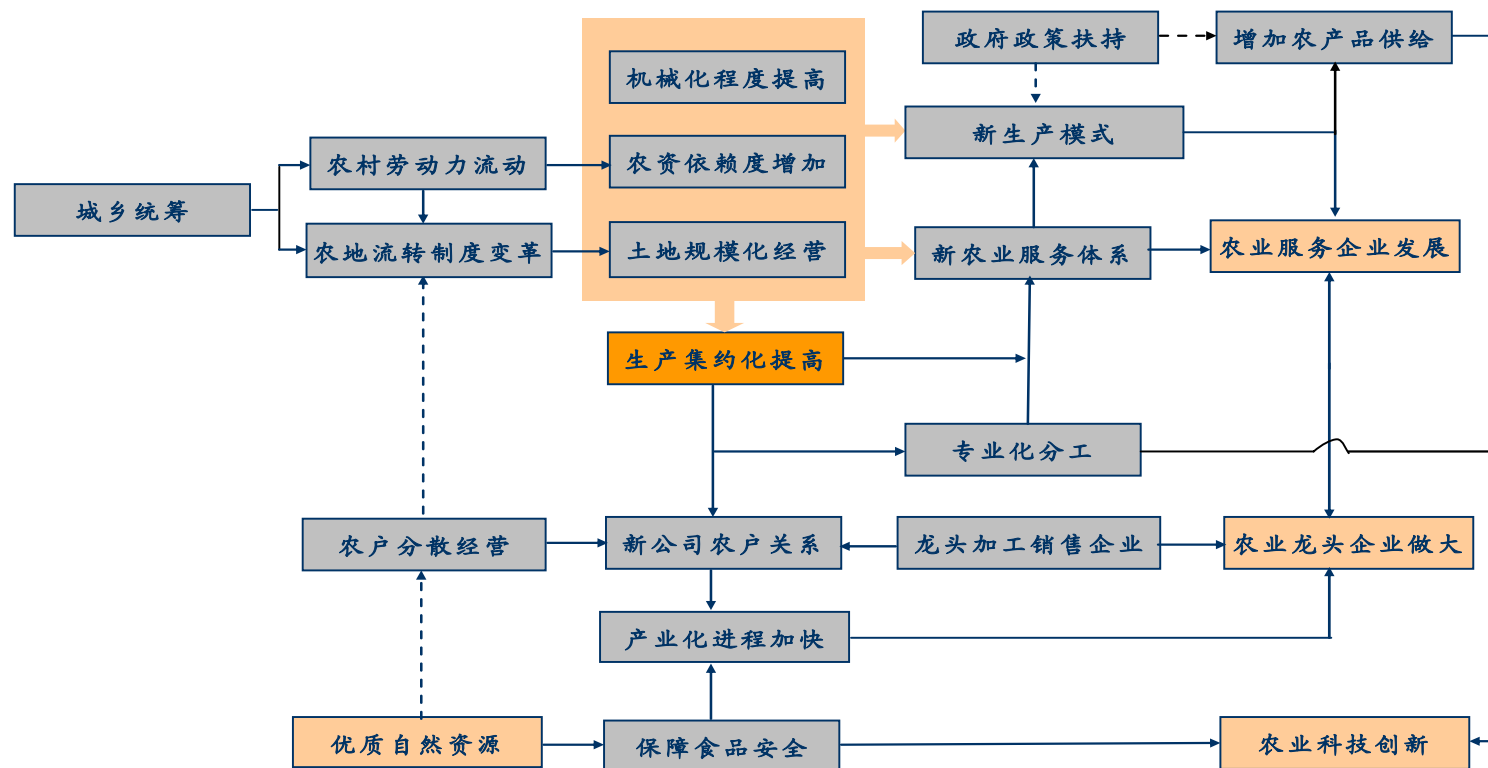
资料来源：农业部

1.6 产业变革催生相关产业发展新机遇

基本趋势：1) 生产集约化；2) 农产品价格长期走高

按产业链顺序：

- 农业集约化：集约化生产、农业服务
- 价格走高：优质自然资源开发、农业科技创新（增产与安全）



资料来源：申万研究

主要内容

1. 中国农业正在发生变革
2. 2011年主要农产品价格及子行业看法
3. 投资策略：聚焦业绩持续增长逻辑与预期

2.1 主要农产品价格走势看法

2011年中国主要农产品价格走势的看法

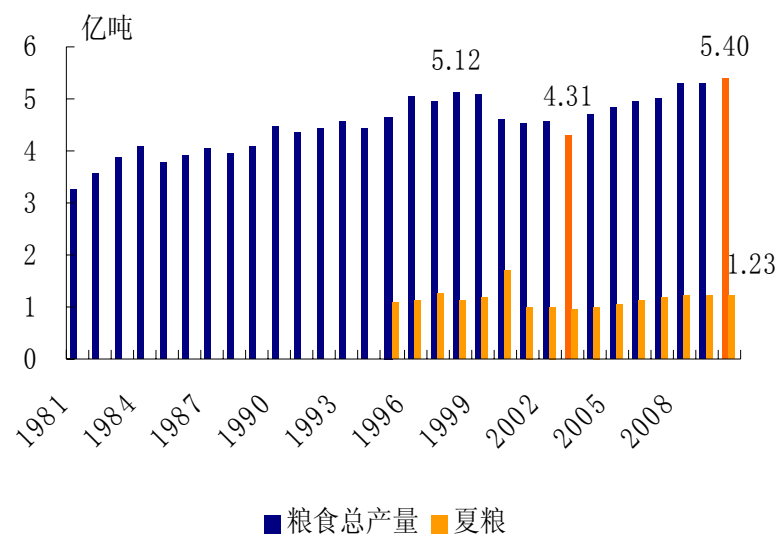
品种	走势研判	主要理由
粮食	稳中有升	成本上升，国家继续提高最低收购价格
种子	上涨	成本上升（受灾单产下降），热销产品提价拉动
生猪（猪肉）	春节后略有回落，下半年继续回升	短期供应增加，但成本上升，养殖效益下滑再次导致养殖规模下降
鸡肉	春节前上涨，春节后略有回落	季节性消费增加
雏鸡	春节前上涨，春节后略有回落	鸡肉价格上涨，养殖效益转好
苹果汁	上涨	苹果原料价格上涨推动
番茄酱	上涨	番茄原料价格上涨推动
糖	上半年高位盘整	新榨季产需仍有缺口，2011/2012榨季产量可能增加
棉花	高位盘整	本年度减产，下游纺织压力加大
海产品	居高难下	消费需求增加
木材	上涨	刚性需求增加，进口成本提高

资料来源：申万研究

2.11 粮食价格：稳中有升，预计上涨15%左右

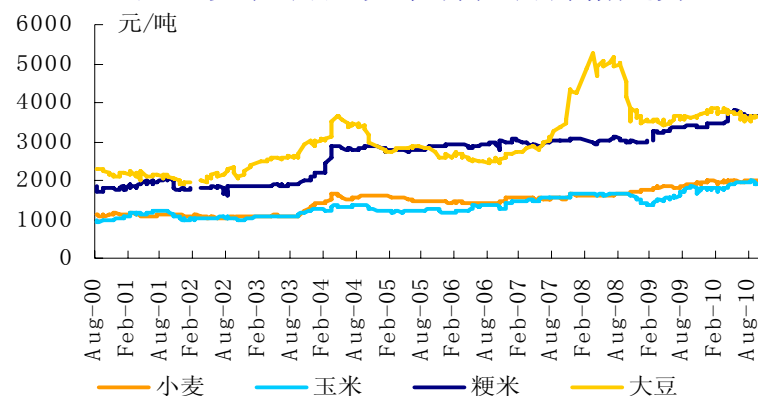
- 秋粮预计获得丰收，全年粮食总产量预计5.4亿吨（10800亿斤），同比增1.7%左右
- 生产成本持续上升

中国粮食总产量连续七年增产



资料来源：国家统计局，申万研究

全国主要粮食批发市场粮食价格走势



全国主要粮食批发市场粮食价格上涨幅度

	2009	09涨幅	09.10	10.10	10年以来涨幅
小麦	1852	12.99%	1912	1995	1.97%
玉米	1618	0.04%	1756	1903	7.78%
粳稻谷	2077	17.82%	-	2553	12.20%
早粳米	3297	9.62%	3375	3680	7.92%
晚粳米	2932	3.28%	3062	3656	20.12%
早籼米	2750	4.30%	2754	3038	9.71%
大豆	3588	-20.98%	3634	3738	-0.38%
豆粕	3358	-11.03%	3454	3423	-3.07%
菜籽油	8028	-29.92%	7862	9162	7.48%
豆油	7440	-32.35%	7325	8561	8.46%

资料来源：国家粮油信息中心

2.132 果汁价格：成本推动价格回升

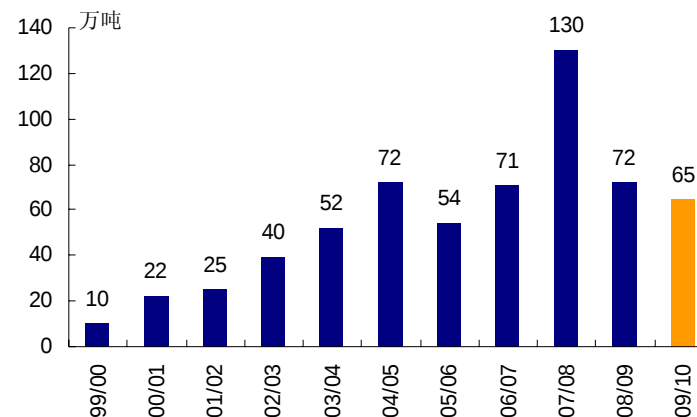
由于受灾，2010年苹果减产，价格上涨：09年550元/吨，2010年700-900元/吨

苹果汁成本：

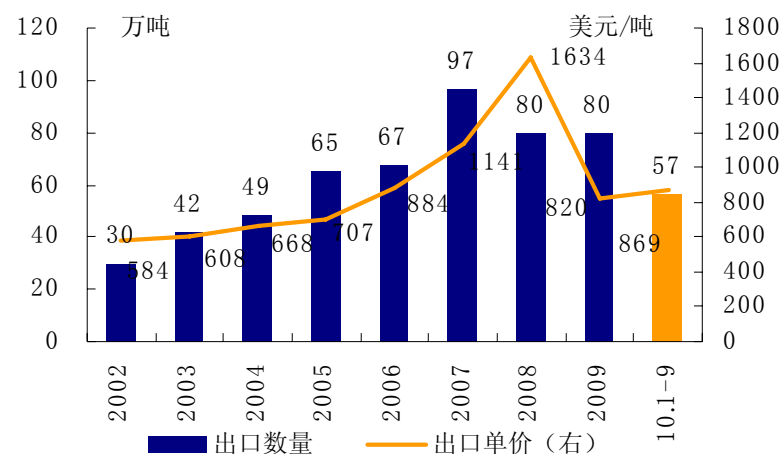
$700(900) \times 6 + 2000 = 6200(7400)$ (元/吨)

$/6.725 = 922(1100)$ (美元/吨)

中国苹果汁产量



中国苹果汁出口价格

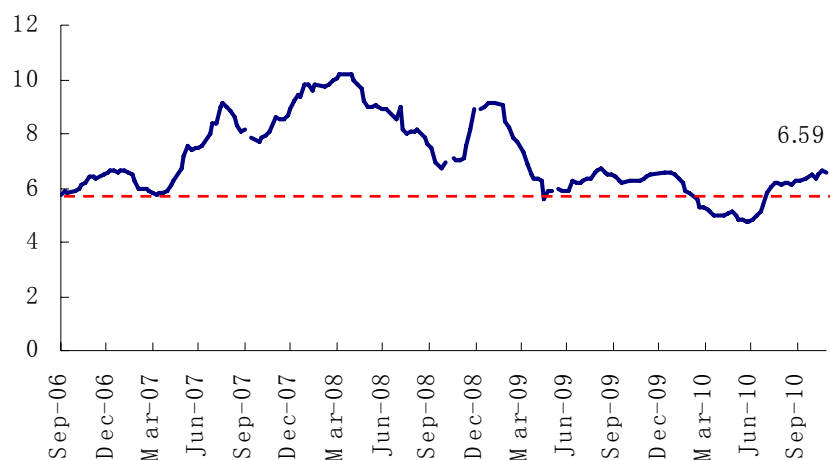


资料来源：海关总署、申万研究

2.121 生猪价格：缓步回升

■ 养殖效益回升，养殖规模增加

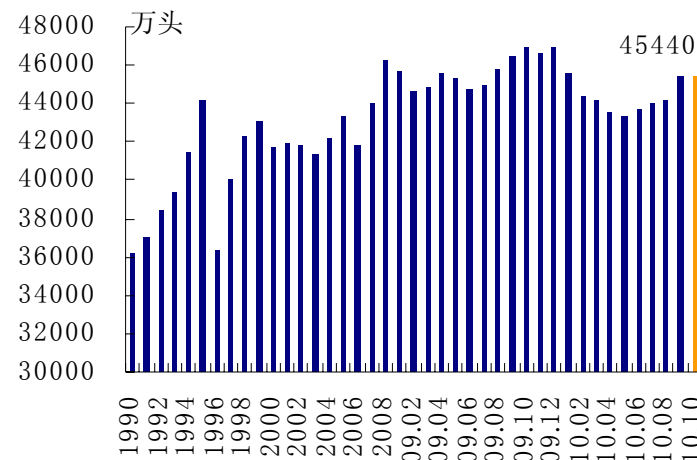
猪粮比回到盈亏平衡点以上



全国能繁母猪存栏量止跌回升



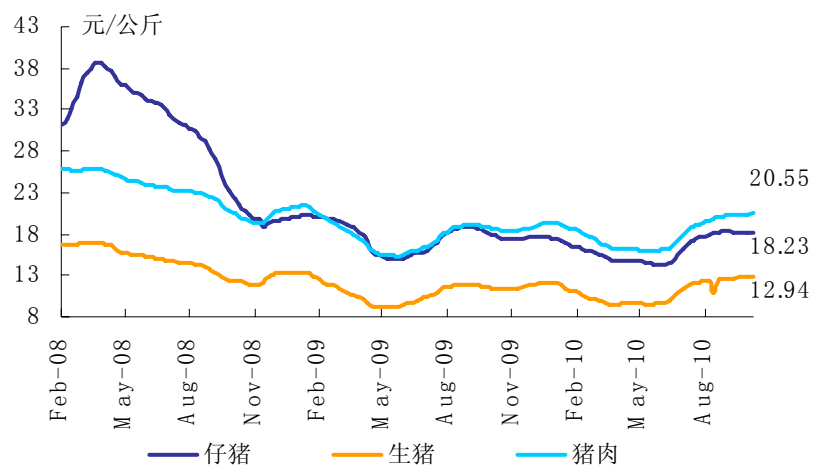
全国肉猪存栏量较为充足



2.122 生猪价格：缓步回升

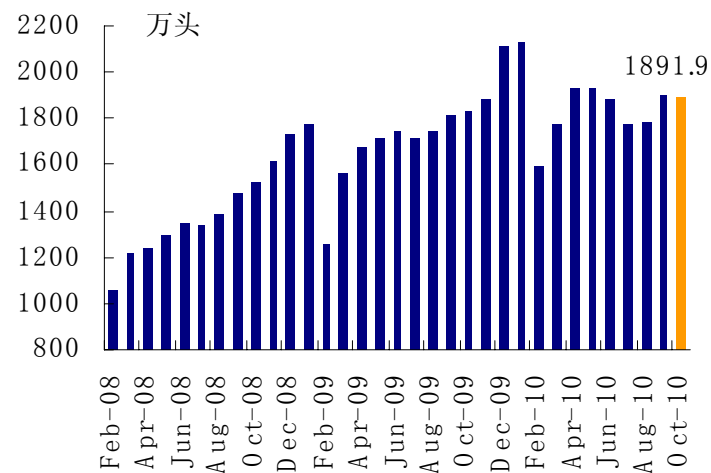
■ 四季度消费增加

生猪（猪肉）价格走势



资料来源：农业部

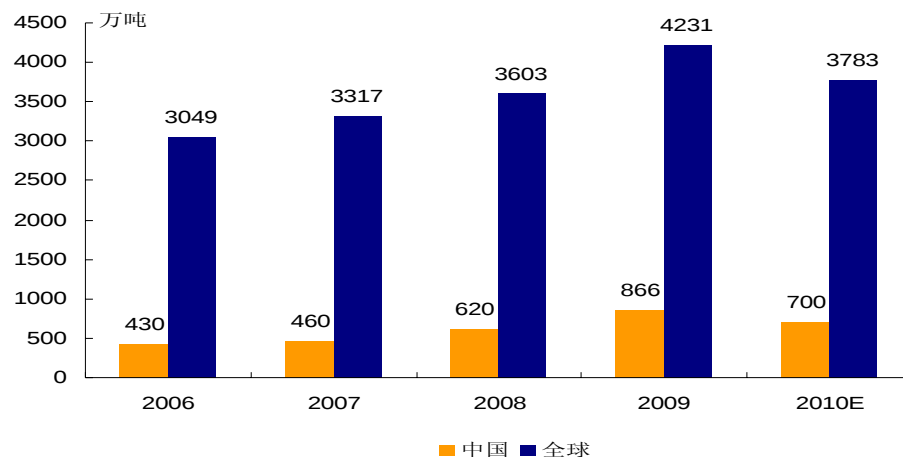
全国生猪定点屠宰企业屠宰量



资料来源：商务部

2.131 果汁价格：成本推动价格回升

2010年加工番茄产量估计

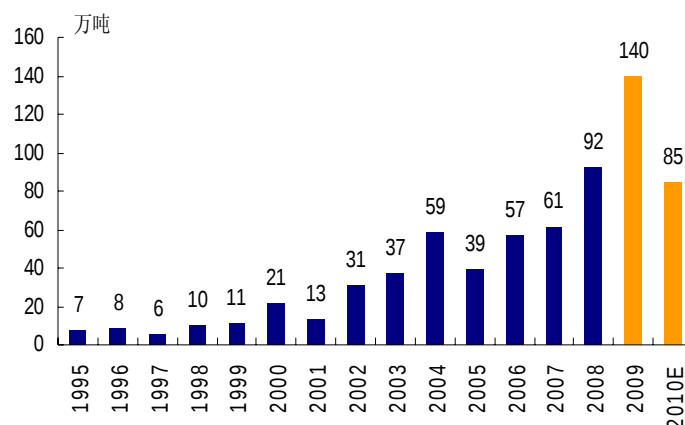


2010.1-9月，出口75万吨（同期49万吨），
库存40万吨左右（屯河20，中基15）

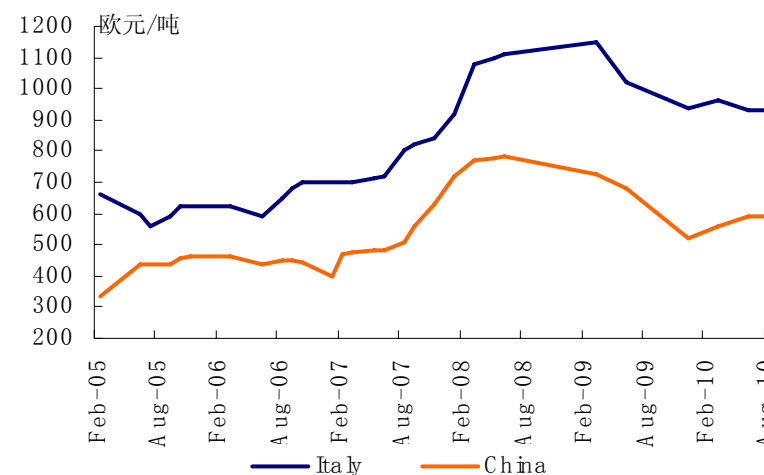
番茄收购价格上涨，350元/吨提高到400-450元/吨，成本750-800美元/吨，上年650美元/吨，目前报价850美元/吨（天津FOB）

国际反倾销

中国番茄酱产量估计



中国番茄酱出口价格



2.141 糖价：新榨季产需仍有缺口，糖价难以下跌

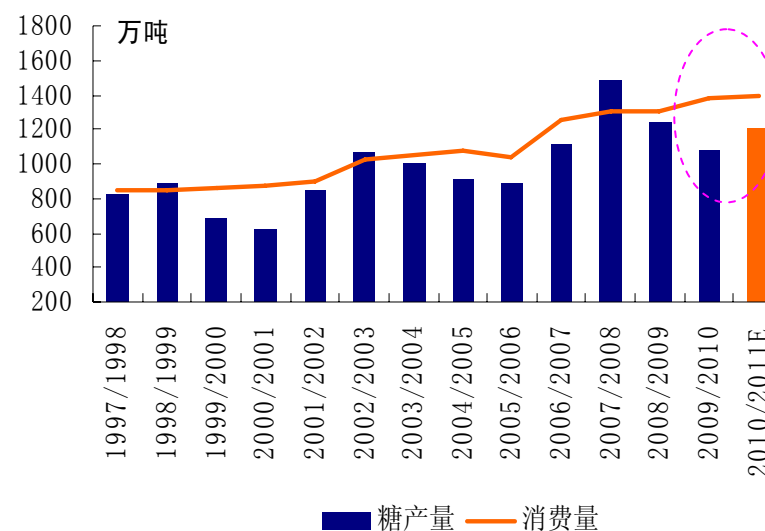
- 09/10制糖期共计产糖1073.83万吨，预计10/11制糖期糖产量约1198万吨左右

2010/2011制糖期糖产量估计 单位：万吨

省区	2008/2009	2009/2010	2010/2011E
全国	1242.9	1073.8	1198.3
全国甘蔗糖	1152.8	1013.8	1099.3
广东	105.9	85.8	105
其中，湛江	92.2	73.0	90
广西	763.0	710.2	760
云南	223.3	177.2	200
海南	46.2	31.8	24
福建	5.9	3.5	3.3
四川	5.3	2.5	3
湖南	1.3	1.5	1.5
南方其他产糖省区	2.0	1.5	2.5
全国甜菜糖	90.1	60.0	99
黑龙江	28.5	9.9	24
新疆	41.2	38.4	52
内蒙古	15.5	7.0	15
河北	3.9	3.2	4.3
北方其他产糖省区	1.0	1.5	3.7

资料来源：糖业协会

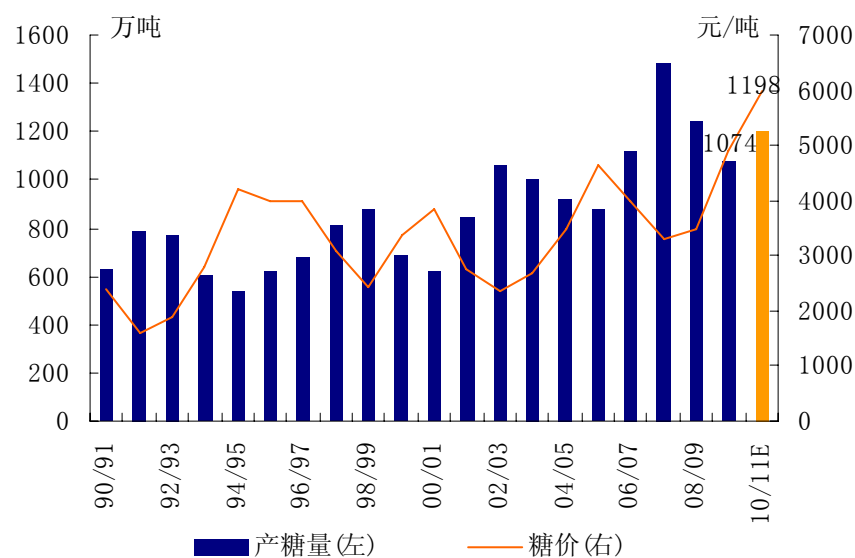
2010/2011制糖期产需仍有缺口



资料来源：申万研究

2.142 糖价：新榨季产需仍有缺口，糖价难以下跌

中国糖产量与糖价的波动关系



资料来源：申万研究

国内外食糖现货价格



资料来源：Bloomberg，昆商糖网

2.2 主要子行业看法

相对看好：种业、海洋养殖、畜禽养殖及屠宰、动物疫苗、发酵（酵母）

谨慎看好：饲料、果汁加工、制糖

2011年农业主要子行业看法

子行业	评级	主要理由	重点关注公司
种业	看好	种子价格预期上涨，优质品种继续热销	敦煌种业、登海种业、隆平高科、丰乐种业、荃银高科
海洋养殖	看好	海珍品消费持续恢复，价格维持高位	东方海洋、獐子岛、好当家
畜禽养殖及屠宰	看好	畜禽产品价格继续上涨，产业化经营进程加快	圣农发展、新希望、雏鹰农牧、民和股份、得利斯
动物疫苗	看好	政府投入持续稳定，新产品提升盈利水平	中牧股份、天康生物、金宇集团
发酵	看好	内外需求稳定增长	安琪酵母、五洲明珠、丰原生化
饲料	谨慎看好	养殖业有所恢复，原料成本上涨压力	海大集团、通威股份、大北农
果汁加工	谨慎看好	成本推动果汁出口价格回升	中粮屯河、新中基、国投中鲁
制糖	谨慎看好	新榨季糖产需仍有缺口，糖价居高难下	南宁糖业
林业	中性	林业企业盈利水平难以改观	中福实业、永安林业

资料来源：申万研究

2.211 种子：进入产业化快速发展时代

- 良种补贴、先锋模式极大地提升了中国种业商品化率和经营水平
- 种子行业进入“品种+品牌”时代，具有新品研发能力的种业企业可望快速成长

部分杂交玉米种子销售价格				单位：	
	元/斤				
	2007	2008	2009	2010	生产企业
郑单958	3.7	4	5	5.5	万向德农
农大108	5.5	6	6.5	7.5	大北农金色农华
浚单20	n.a	5.5	6.5	7	万向德农
先玉335(元/袋)	30	35	43	50	登海先锋、敦煌先锋
登海3622	n.a	6.2	7.5	8	登海种业
登海（661、662、701）（元/袋）				45	登海种业

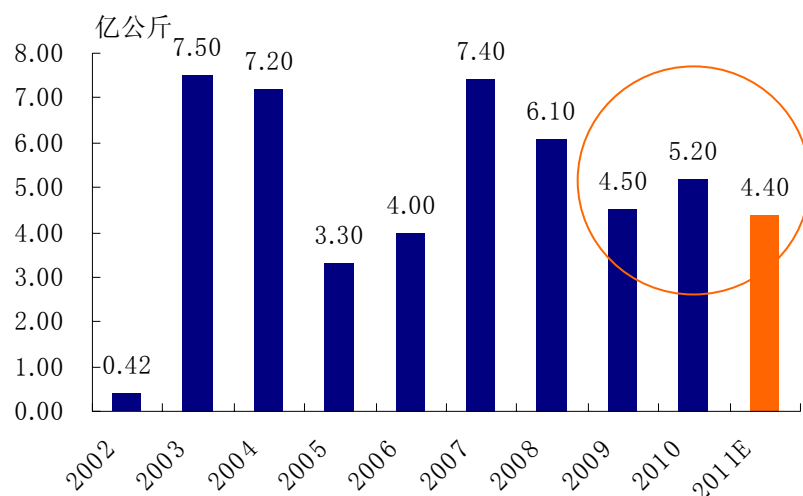
注：先玉335、登海661等价格为元/袋，一袋4400粒，一亩地用种量。约1公斤

资料来源：申万研究

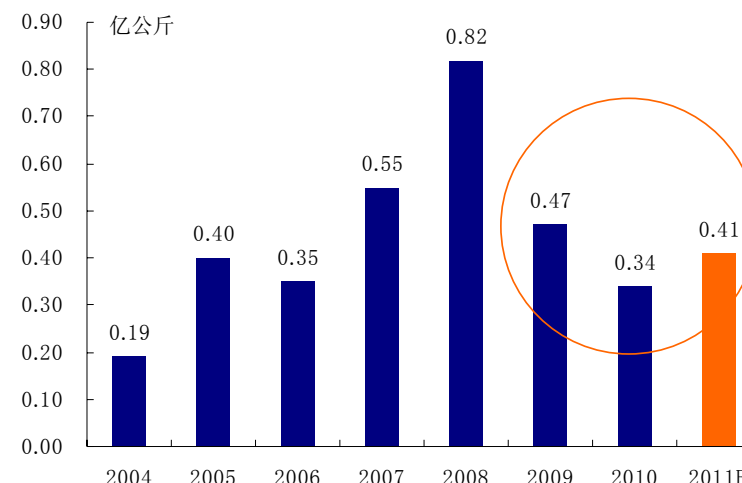
2.212 种子：2011年两杂种子价格继续上涨

- 2010年杂交水稻、杂交玉米制种面积分别为150万亩和388万亩，同比分别增长9.5%和16.5%，杂交水稻、杂交玉米种子产量分别为2.54亿公斤和11.5亿公斤，同比分别增长7%和2%，种子供应总体充足
- 但制种成本上升（受灾单产下降，土地成本上升）、结构性紧缺推动种子价格继续上涨
- 2011年启动新的农作物种子生产经营许可证管理办法，提高了种子企业注册资本要求（杂交水稻、玉米不低于3000万元（原500万元），转基因种子不低于1亿元），种子行业面临并购机会

2011年杂交玉米种子库存预期



2011年杂交水稻种子库存预期

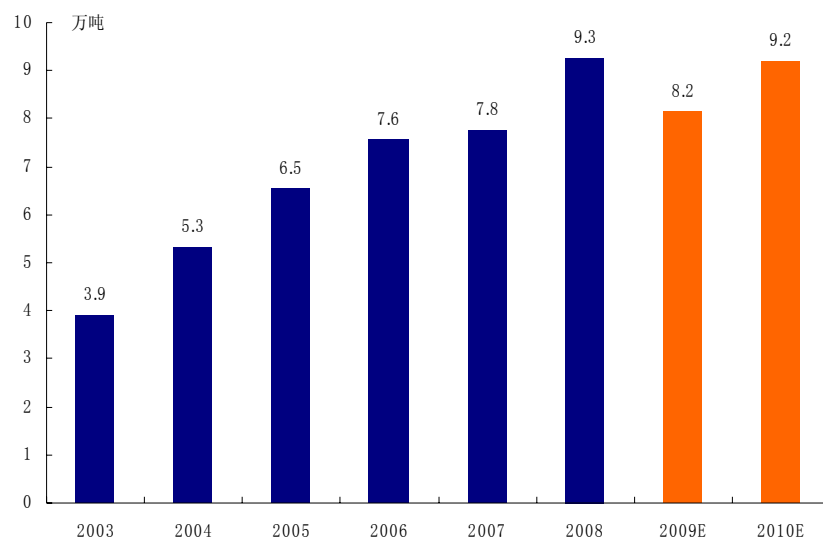


资料来源：全国农业技术推广中心、申万研究

2.22 海洋养殖：消费需求持续增长

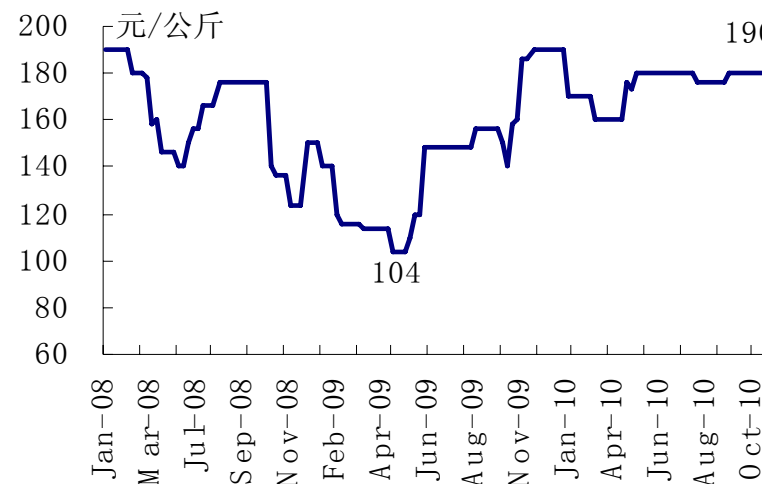
- 消费升级驱动海洋产品消费持续增长
- 海洋水域资源价值逐步凸显

中国海参产量



资料来源：中国渔业年鉴、申万研究

海参（刺参）价格走势

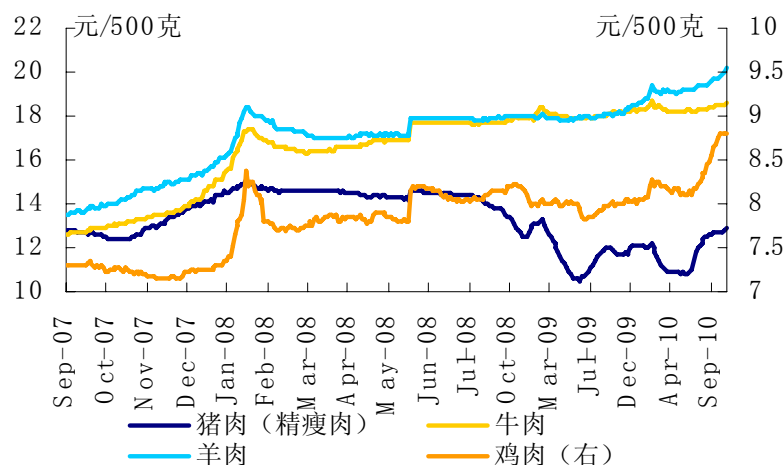


资料来源：威海水产品批发市场

2.23 畜禽养殖：价格维持上涨，集约化进程加快

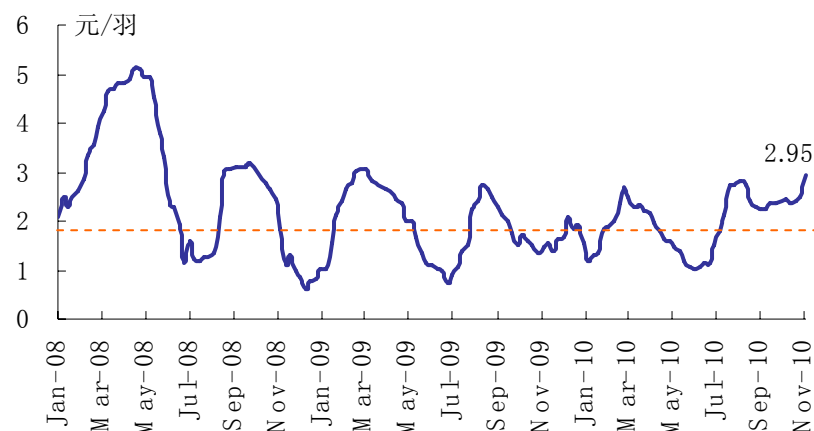
- 畜禽产品价格持续走高
- 生产集约化趋势催生新的成长性企业

畜禽产品价格走势



资料来源：国家发改委

山东地区鸡苗价格走势



资料来源：山东畜禽省畜牧兽医中心

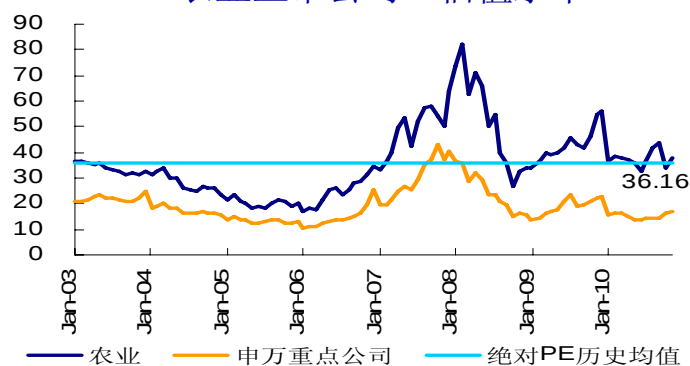
主要内容

1. 中国农业正在发生变革
2. 2011年主要农产品价格及子行业看法
3. 投资策略：聚焦业绩持续增长逻辑与预期

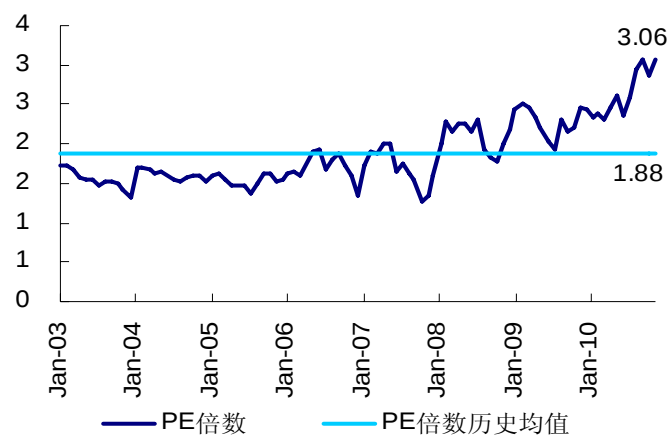
3.1 农业板块估值水平已近合理

■ 生产集约化趋势催生新的成长性企业

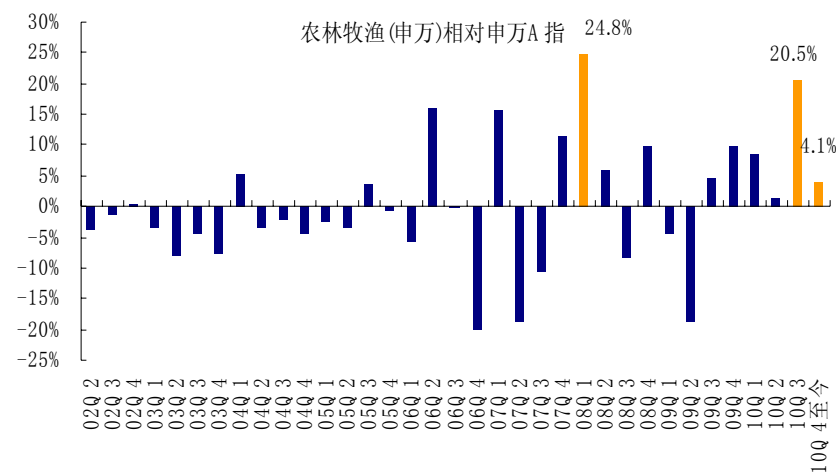
农业上市公司PE估值水平



农业上市公司PE估值倍数



农业板块超额收益情况



资料来源：WIND, 申万研究

3.2 看好农业上市公司

■ 投资主题：聚焦业绩持续增长预期与逻辑

看好2011年业绩持续增长明晰者：

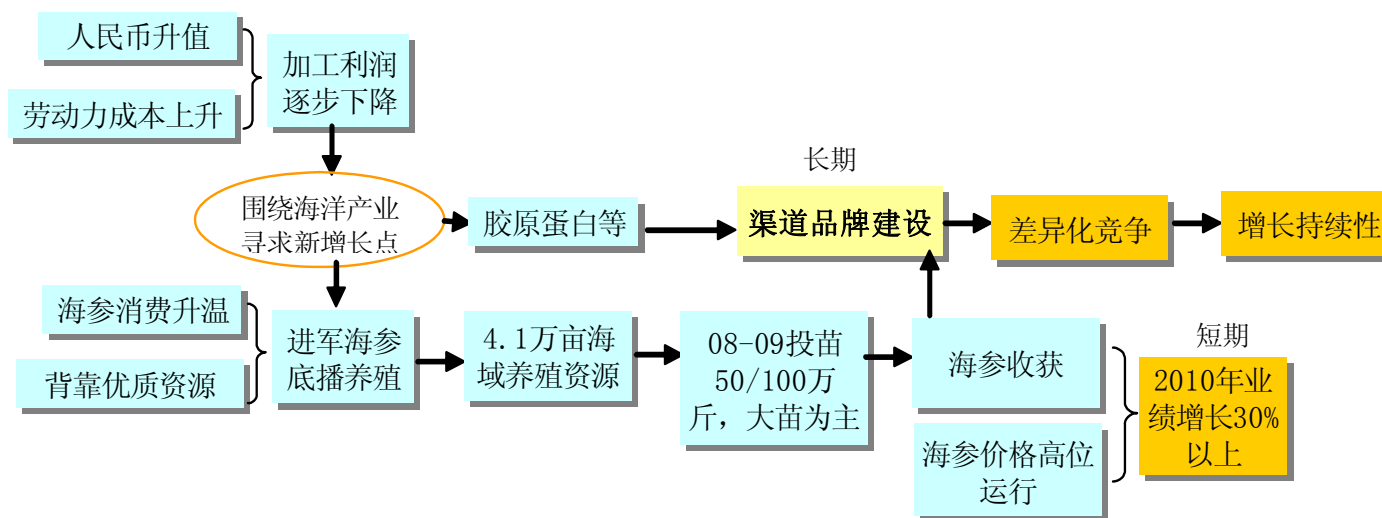
- 2011年主导产品销售量增长：东方海洋（002086）、好当家（600467）、獐子岛（002069）、敦煌种业（600354）
- 产能继续外延扩张（或购并）海大集团（002311）、圣农发展（002299）、安琪酵母（600298）、隆平高科（000998）、荃银高科（300087）、登海种业（002041）、中牧股份（600195）
- 价格上涨或回升（通货膨胀）：果汁：中粮屯河、新中基；糖、油：南宁糖业、东凌粮油
猪（鸡）肉：雏鹰农牧、民和股份、益生股份
木材：中福实业、永安林业
- 业务整合：新希望（000876）、丰原生化（000930）、通威股份（600438）、五洲明珠（600873）

3.31 东方海洋：主业转型，海参养殖规模扩大

东方海洋海参养殖面积

海域	面积（亩）	备注
海阳辛安	836	上市时已确权海域，围堰养殖
	10410	增发确权海域，底播，09年主要收获海域（5000亩改围堰）
牟平	9903	增发确权海域，底播
莱州	10255	增发确权海域，底播，2010年主要收获海域
担子岛	9995	增发项目（其中4925亩为租赁海域），有野生海参60吨
乳山	3000	租赁围堰
合计	44399	

东方海洋业绩增长逻辑



3.32 好当家：海参养殖规模进入新的扩张期

- 2011年上半年预计新增1万亩围堰海域，并于当年产生效益（海蜇养殖）
- 2007年确权深水海域20.31万亩中有8.95万亩适合海参养殖
- 有可能2011年启动再融资事项，预计募集资金投向海参育苗、海域开发

好当家海参养殖面积扩张预期 单位：万亩

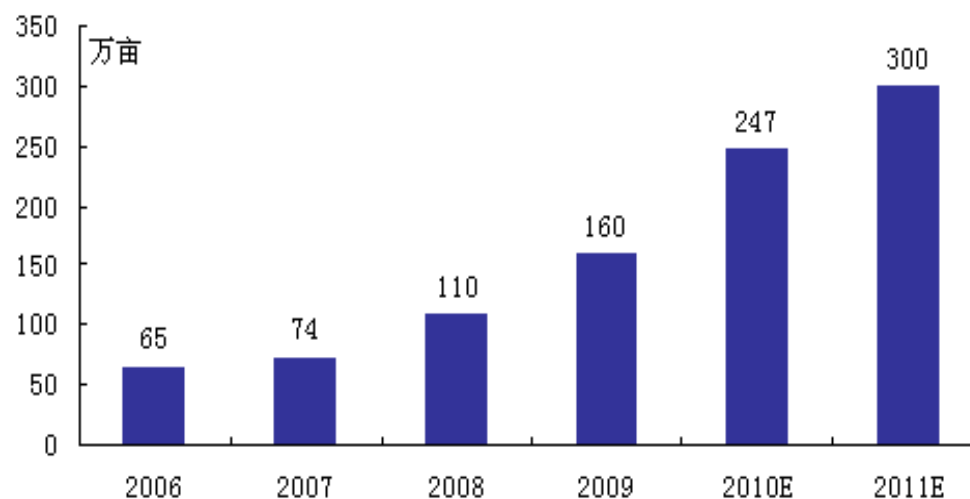
	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
确权海域	4.6	24.0	24.0	24.0	24.0	25.0	25.0	26.5
海参	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	3.6	3.6	5.1
海蜇	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	2.0	2.0	3.5
海带（鲍鱼）	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0

资料来源：申万研究

3.33 獐子岛：资源优势转化为市场优势

- 11年扇贝延续销售良好态势，浮筏养殖由2年贝改为1年贝，市场错位竞争
- 庞大的海域资源

獐子岛海域面积不断增加

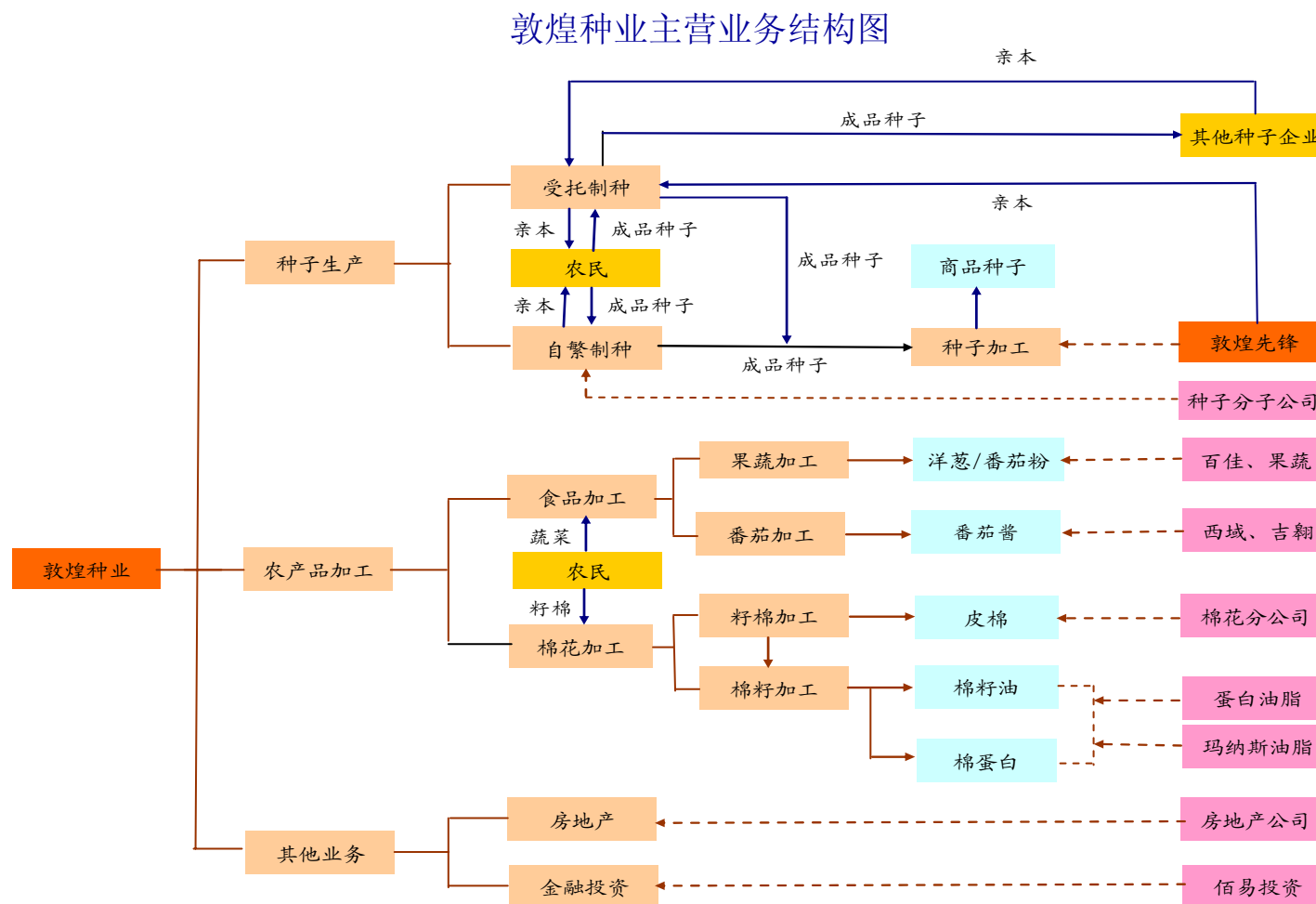


獐子岛在产品规模较大

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E
				65	74	110	160	248	300
底播面积	13.42	13.42	21.14	30.00	28.00	50.00	65.00	65	80
采捕面积	9.52	10.12	13.42	13.42	15.60	18.00	17.00	35.00	45.00
在产品面积	23.54	26.84	34.56	45.99	52.41	84.41	132.41	162.41	197.41

资料来源：申万研究

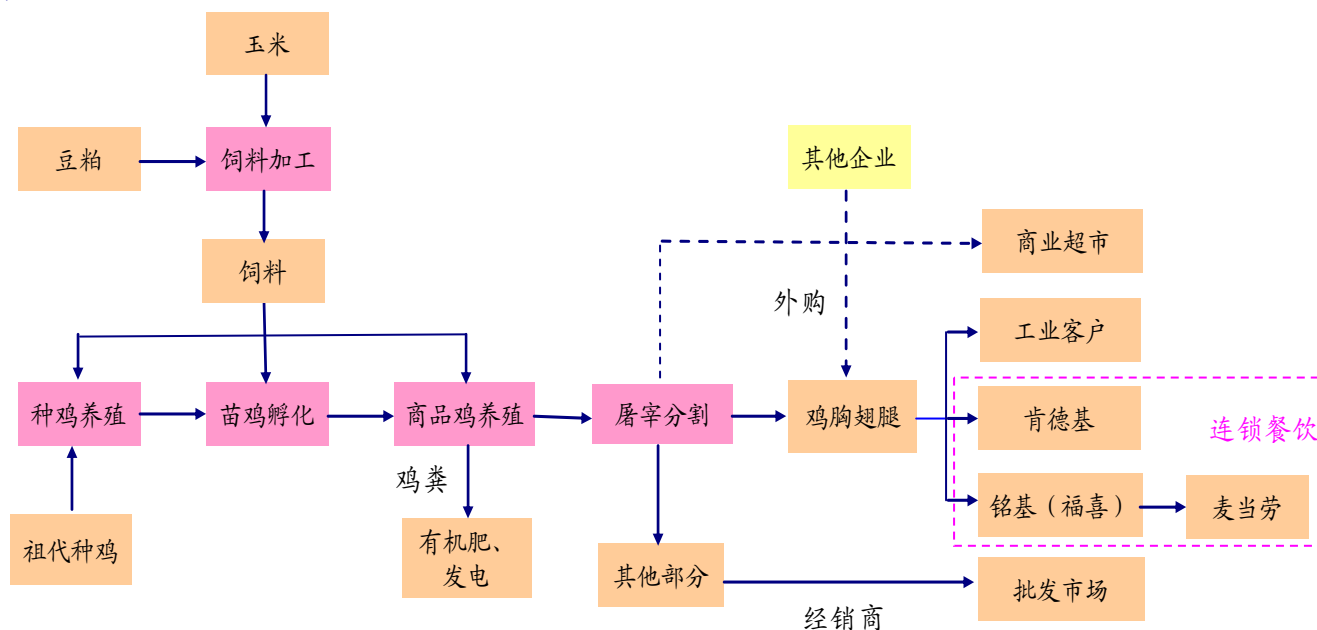
3.34 敦煌种业：业绩回升预期明晰



资料来源：申万研究

3.35 圣农发展：一体化鸡肉生产商

- 养殖业集约化是产业发展趋势，保证产品品质（可溯源），更受到优质客户的青睐
- 业绩增长驱动因素：养殖规模扩大，09年宰杀6770万羽鸡，10年预计9250-9600万羽鸡。再融资项目完成后，肉鸡养殖规模达到1.92亿羽/年，现有产能翻一番

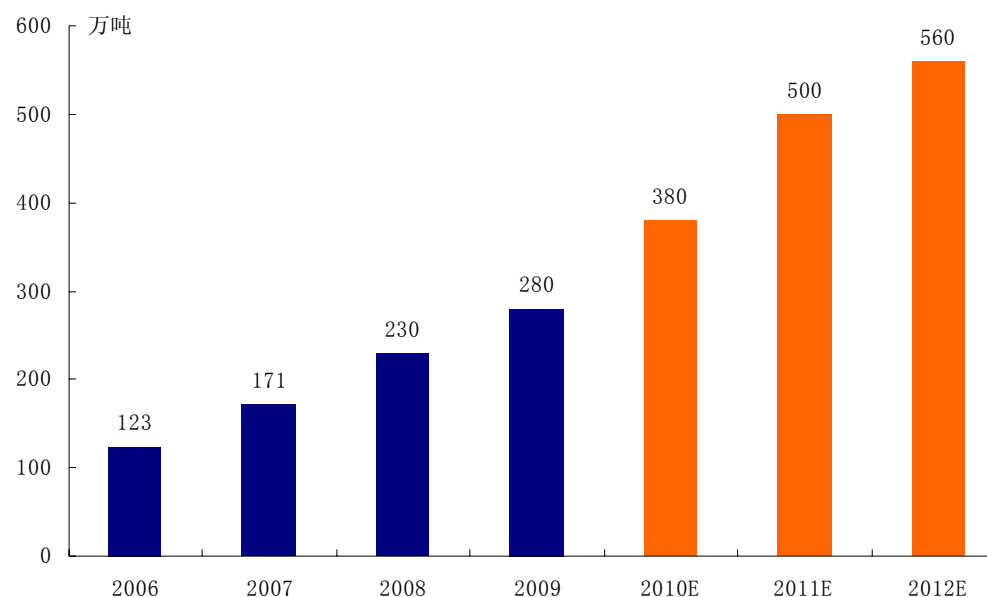


资料来源：申万研究

3.36 海大集团：具有竞争力的水产饲料企业

- 公司的核心竞争优势：研发（养殖方案数据库）+服务（提供全套服务体系）
- 近几年饲料产能快速扩张，2012年饲料产能达到560万吨左右
- 苗种（虾、鱼）、制剂业务新增利润贡献

海大集团饲料产能扩张预期



资料来源：申万研究

3.7 部分农业上市公司估值与投资评级

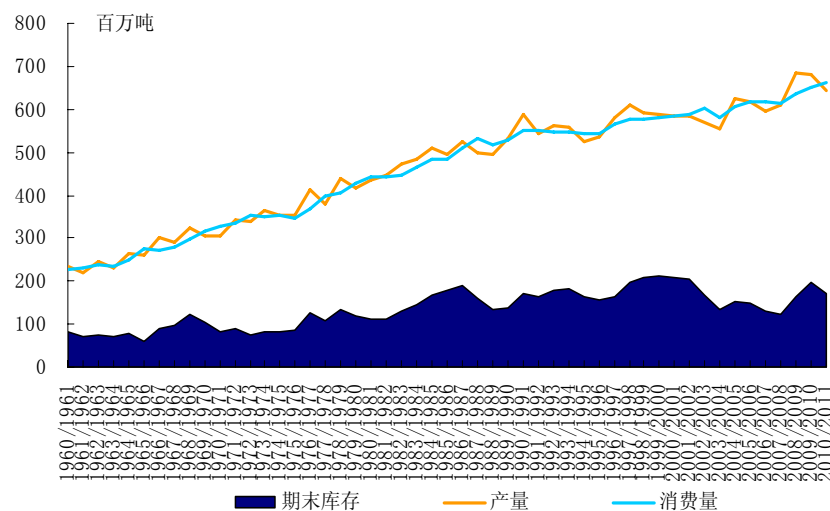
部分农业上市公司估值与投资评级

代码	名称	总股本 收盘价(元)		EPS (元)				PE				PEG	投资评级
		百万股	11-12	09	10E	11E	12E	09	10E	11E	12E		
农业													
种植业													
600598	北大荒	1778	14.99	0.20	0.25	0.34	0.35	74.3	60.0	44.1	42.8	3.3	中性
600108	亚盛集团	1737	6.02	0.07	0.12	0.20	0.25	83.1	50.2	30.1	24.1	1.1	中性
600359	新农开发	321	17.65	0.19	0.20	0.25	0.30	93.6	88.3	70.6	58.8	3.9	中性
600540	新赛股份	233	16.79	0.05	0.08	0.09	0.15	342.0	209.9	186.6	111.9	5.7	中性
种业													
600354	敦煌种业	186	35.44	0.16	0.37	0.83	1.02	219.4	95.8	42.7	34.7	1.5	买入
002041	登海种业	176	69.54	0.53	1.07	1.60	1.97	130.7	65.0	43.5	35.3	1.8	增持
300087	荃银高科	53	59.30	0.64	0.78	1.31	1.87	92.5	76.0	45.3	31.7	1.4	增持
养殖业													
002069	獐子岛	452	48.48	0.46	0.91	1.21	1.42	106.2	53.3	40.1	34.1	2.1	买入
600467	好当家	634	14.79	0.12	0.25	0.42	0.65	124.5	59.2	35.2	22.8	1.0	买入
002086	东方海洋	244	20.06	0.23	0.31	0.47	0.72	88.4	64.7	42.7	27.9	1.2	买入
002447	壹桥苗业	67	78.84	0.64	0.83	1.20	1.79	122.5	95.0	65.7	44.0	2.0	-
300094	国联水产	320	14.80	0.30	0.30	0.50	0.88	49.3	49.3	29.6	16.8	0.7	-
002234	民和股份	108	25.91	-0.39	0.48	0.64	0.70	-	54.0	40.5	37.0	2.6	增持
002299	圣农发展	410	31.87	0.49	0.68	1.03	1.28	65.2	46.9	30.9	24.9	1.3	买入
002477	雏鹰农牧	134	64.70	0.66	0.88	1.32	2.01	97.8	73.5	49.0	32.2	1.4	-
林业													
600189	吉林森工	311	10.89	0.04	0.13	0.19	0.20	292.0	83.8	57.3	54.5	3.5	中性
000663	永安林业	203	11.03	-0.04	0.08	0.15	0.20	-	137.9	73.5	55.2	2.4	中性
600265	景谷林业	130	11.27	-0.71	0.05	0.10	0.12	-	225.4	112.7	93.9	4.1	中性
饲料业													
600438	通威股份	688	9.73	0.21	0.23	0.30	0.43	45.6	42.3	32.4	22.6	1.2	增持
002124	天邦股份	206	10.97	0.26	0.30	0.30	0.32	42.5	36.6	36.6	34.3	11.1	中性
000876	新希望	832	17.53	0.54	0.75	0.95	1.12	32.5	23.4	18.5	15.7	1.1	增持
002311	海大集团	291	30.77	0.53	0.68	1.06	1.32	57.8	45.3	29.0	23.3	1.2	买入
动物保健													
600195	中牧股份	390	26.00	0.58	0.80	1.10	1.37	44.5	32.5	23.6	19.0	1.1	增持
600201	金宇集团	281	12.93	0.24	0.35	0.40	0.48	54.6	36.9	32.3	26.9	2.2	增持
002100	天康生物	227	21.60	0.43	0.48	0.65	0.88	49.7	45.0	33.2	24.5	1.3	增持
其他													
000061	农产品	769	22.16	0.11	0.50	0.55	0.60	200.0	44.3	40.3	36.9	4.6	增持
000930	丰原生化	964	9.25	0.26	0.27	0.31	0.35	35.4	34.3	29.8	26.4	2.5	增持
000860	顺鑫农业	439	25.08	0.37	0.65	0.70	0.75	68.5	38.6	35.8	33.4	5.2	增持
农产品加工													
000972	新中基	482	12.54	0.05	0.10	0.13	0.20	232.7	125.4	96.5	62.7	3.0	增持
600737	中粮屯河	1006	16.19	0.27	0.31	0.40	0.45	60.8	52.2	40.5	36.0	2.5	增持
600962	国投中鲁	202	13.66	0.04	0.10	0.15	0.20	389.2	136.6	91.1	68.3	3.3	中性
600298	安琪酵母	306	38.26	0.69	1.14	1.38	1.56	55.7	33.6	27.7	24.5	2.0	买入
000911	南宁糖业	287	24.20	0.43	0.55	0.75	0.75	56.9	44.0	32.3	32.3	2.6	增持
000833	贵糖股份	296	12.64	0.10	0.30	0.30	0.35	124.8	42.1	42.1	36.1	5.3	增持
002286	保龄宝	104	28.80	0.38	0.50	0.65	0.82	76.3	57.6	44.3	35.1	2.1	增持
002330	得利斯	251	17.74	0.25	0.18	0.45	0.74	70.5	98.6	39.4	24.0	1.0	增持

资料来源：申万研究

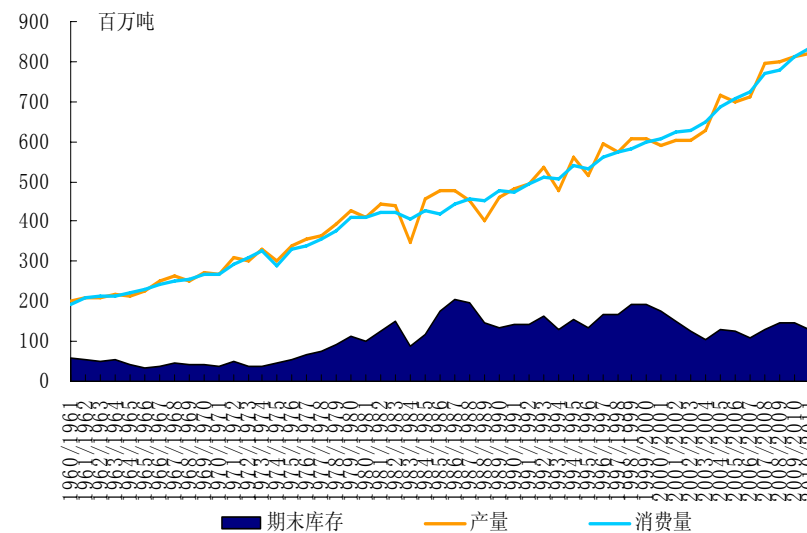
附录1：全球主要粮食品种供求及库存情况

全球小麦供求及库存变化



资料来源：USDA

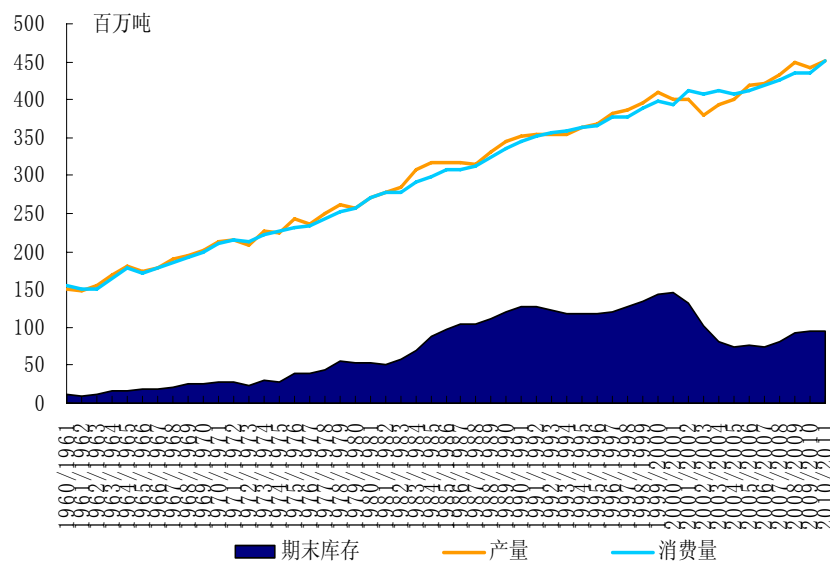
全球玉米供求及库存变化



资料来源：USDA

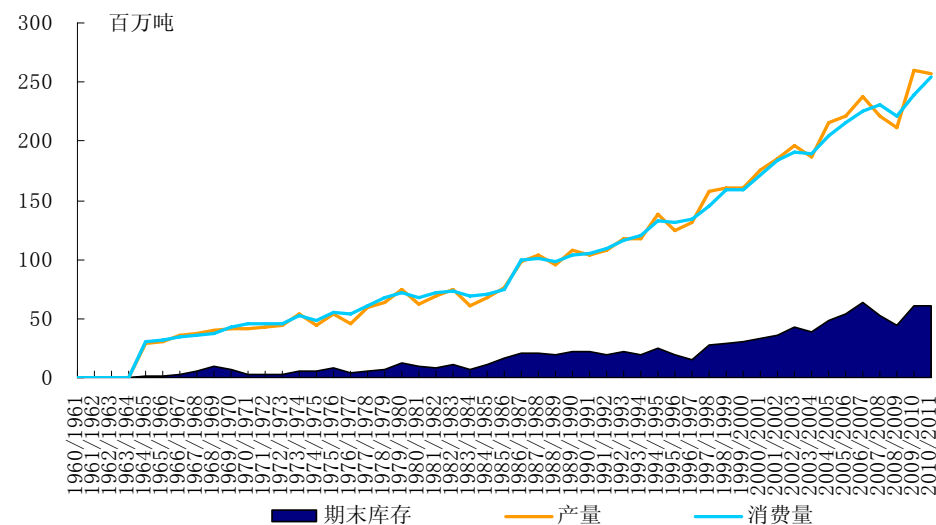
附录2：全球主要粮食品种供求及库存情况

全球稻米供求及库存变化



资料来源：USDA

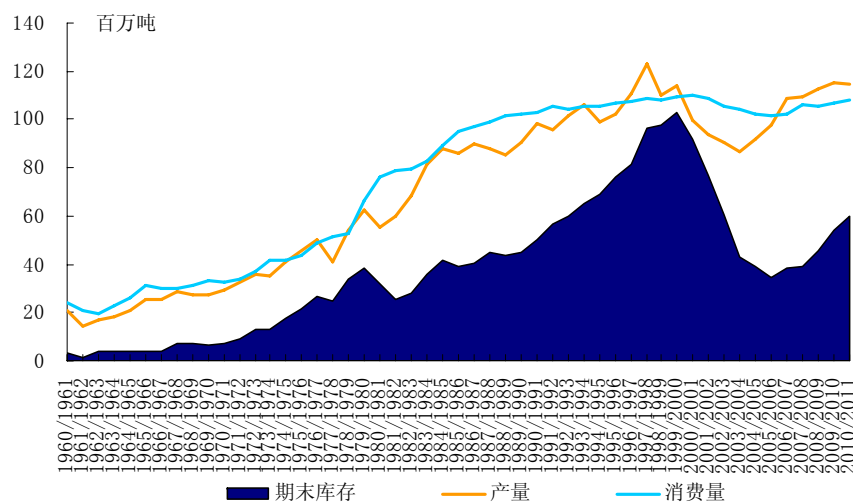
全球大豆供求及库存变化



资料来源：USDA

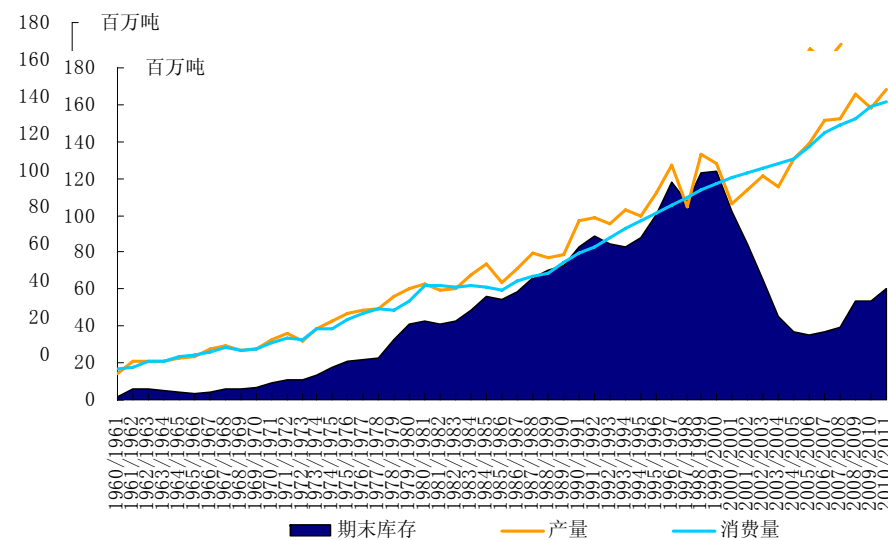
附录3：中国主要粮食品种供求及库存情况

中国小麦供求及库存变化



资料来源：USDA

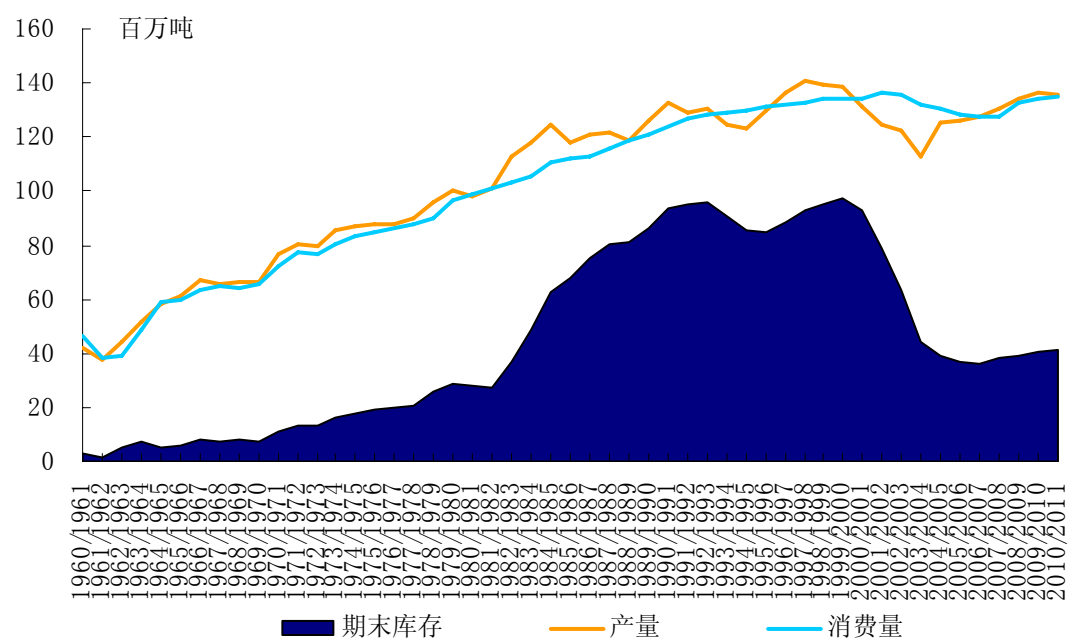
中国玉米供求及库存变化



资料来源：USDA

附录4：中国主要粮食品种供求及库存情况

中国稻米供求及库存变化



资料来源：USDA

信息披露

分析师承诺

赵金厚：农林牧渔

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，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。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 compliance@swsresearch.com。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）：相对强于市场表现20%以上；

增持（outperform）：相对强于市场表现5%~20%；

中性（Neutral）：相对市场表现在-5%~+5%之间波动；

减持（underperform）：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（overweight）：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral）：行业与整体市场表现基本持平；

看淡（underweight）：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司<http://www.swsresearch.com>网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

市场有风险，投资需谨慎。

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。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。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

申万研究 • 拓展您的价值

SWS Research • CHINA Value Revealed

上海申银万国证券研究所有限公司

赵金厚
宏鹏

王 琦

李

zhaojh@swsresearch.com

wangqi@swsresearch.com

lih@swsresearch.com