



农业

2010.12.07

投资涨价受益与产业演进

—农业行业 2011 年投资策略


秦军
 021-38676768
 qinjun@gtjas.com
 S0880206080312

本报告导读：

未来一年国内农产品价格将温和上涨，农业子行业演进呈现不同特征，根据不同时间长度投资涨价受益与产业演进，重点推荐：新希望/海大集团/敦煌种业/隆平高科

摘要：

- **农业股表现创造历史。**农业指数相对收益在时间（连续 5 个季度）、空间（年度超额收益）两个维度上都取得历史最佳表现，种子、海参、重组等类股票表现突出。
- **长期看涨农产品的逻辑。**农产品与其他大宗商品价格表现在不同时段表现不一，长期特征是波动更小，而“农产品价格抗通胀”是伪命题。纸币购买力系统性下降即可解释商品价格(包括农产品)长期上涨。
- **国内粮价明年将温和上涨。**劳动力成本在 2010 年的加速上升导致所有劳动密集型产业的成本压力骤增，加上农户顺周期存粮、游资炒作，农产品价格易涨难跌。2010 年粮食继续增产，预计 2011 年农产品价格温和上涨。
- **农业股的新变化**
 - 1、新势力崛起：“中小板+创业板”市值、净利润占比超四成，近 1/4 的公司在 09 年 7 月之后发行；
 - 2、产业演进：基础农业生产极度分散，初现集中趋势；农产品加工走向规模/集约，且进行产业链延伸；农业服务业呈现高科技特征，服务与产品并重成为新特点。
- **行业评级增持，投资涨价受益与产业演进。**

涨价受益：
猪价上涨带动养殖饲料景气上行，正邦科技/海大集团/圣农发展/雏鹰农牧；粮价上涨惠及大宗加工，金德发展、东凌粮油；海参受益资产泡沫、消费升级，东方海洋/好当家。

产业演进：
养殖呈现集约及模式创新，雏鹰农牧/大康牧业；饲料行业走向集中并体现服务价值，新希望/海大集团/大北农/通威股份；种子行业服务体现商业价值，隆平高科/荃银高科/敦煌种业/登海种业。
- **重点推荐：新希望/海大集团/敦煌种业/隆平高科**

评级：**增持**

上次评级：**增持**

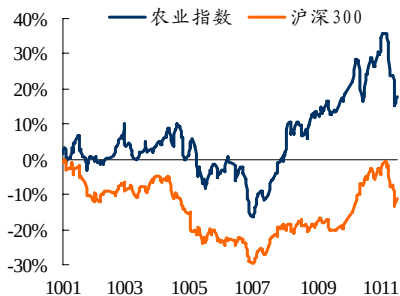
细分行业评级

基础农业生产	增持
农产品加工	中性
农业服务业	增持

重点公司评级

新希望/000876	增持
海大集团/002311	增持
正邦科技/002157	增持
天宝股份/002220	增持
安琪酵母/600298	增持
好当家/600467	增持
隆平高科/000998	谨慎增持
獐子岛/002069	谨慎增持
登海种业/002041	谨慎增持
圣农发展/002299	谨慎增持
绿大地/002200	谨慎增持
农产品/000061	谨慎增持
金宇集团/600201	谨慎增持
通威股份/600438	谨慎增持

行业指数（YTD）



相关报告

行业月报：《寻找“硬资产”》	2010.10.11
行业月报：《农产品牛市？农业股高烧！》	2010.08.19
中期策略：《上涨动力不足，警惕补跌风险》	2010.06.18

目 录

1. 概述.....	3
2. 行业表现：创造历史.....	4
3. 农产品价格：通胀相关.....	5
3.1. 农产品价格长期驱动因素分析.....	5
3.2. 国内农产品价格将温和上涨.....	8
4. 农业股新变化.....	9
4.1. 新势力崛起.....	9
4.2. 产业演进.....	10
5. 行业策略：投资涨价受益与产业演进.....	11
5.1. 涨价受益：养殖、饲料相关.....	11
5.2. 产业演进：服务体现价值.....	11

图 表

图 1: 农业指数 2010 年走势 (YTD)	3
图 2: 农业指数季度相对收益 (沪深 300 为基准)	4
图 3: 农业指数年度收益率.....	4
图 4: 农业指数前三季度均有超额收益.....	4
图 5: 农产品、原油、金属现价相比金融危机前高点.....	5
图 6: CRB 指数 2010 年涨幅 (2010 年初=100)	6
图 7: CRB 指数 2009 年以来涨幅 (2009 年初=100)	6
图 8: IMF Primary Commodity Prices.....	6
图 9: 全球粮食长期需求.....	7
图 10: 全球谷物与油料作物总产量 CAGR 构成.....	7
图 11: 中国粮食作物总产量 CAGR 构成.....	7
图 12: 农产品相对于 MUV 的实际价格长期下降.....	8
图 13: 粮食生产成本构成 (2008)	8
图 14: 中国粮食总产量.....	8
图 15: 农村居民人均纯收入结构.....	9
图 16: 人均纯收入增量构成.....	9
图 17: 农业股新变化：新势力崛起.....	9
图 18: 农业及相关产业关系简图.....	10
图 19: 全国生猪收购均价 (元/公斤)	11
图 20: 猪粮比.....	11
图 21: 饲料行业集中度持续提升.....	12
图 22: 饲料行业公司数量持续减少.....	12

1. 概述

本文的标题“投资涨价受益与产业演进”实际上给出了两个不同时间长度的投资策略，涨价受益是短期的，产业演进是长期的。

原因也很容易理解，农产品名义价格长期虽然是上升趋势，但对投资具有指导意义的是 1-2 年价格变化，这样波动就有了价值；产业演进是工业化、城镇化、人口老龄化等大背景下的技术进步与制度创新导致产业升级，从经济角度而言就是体现出更大的商业价值。

农业指数在 2010 年创造了两个记录：从 09 年 3 季度到 10 年 3 季度，连续 5 个季度强于沪深 300 指数，超额收益 66.8%；2010 年以来超额收益近 30%，明显超过 05-09 年均值。

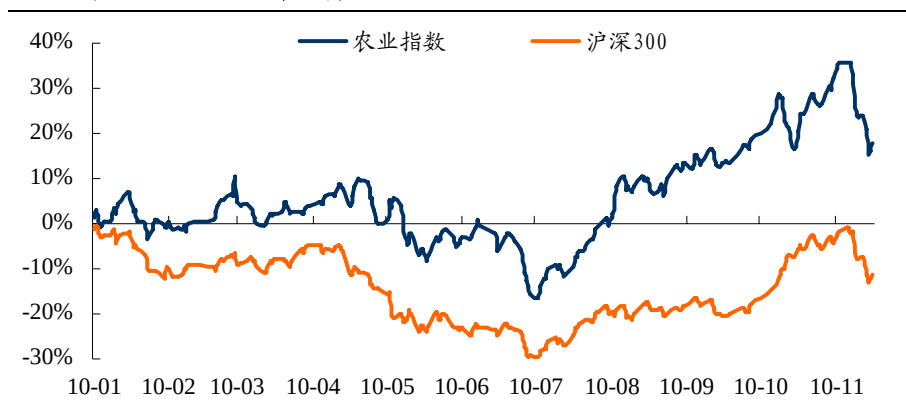
农产品价格抗通胀依然是重要的投资主题，但根据对不同时段的数据跟踪，农产品价格长期特征是波动小，“农产品价格抗通胀”是伪命题。成本推动、流动性、顺周期库存等因素看涨农产品价格，2010 年粮食仍将增产，预计明年农产品价格涨幅温和。涨价受益的公司包括：正邦科技、海大集团、新希望、圣农发展、通威股份……

驱动农业股上涨的因素中，传统的主题投资依然存在，由于新股的不断发行，农业行业出现了一些新变化，产业演进带来长期投资机遇。

基础农业生产初现规模化趋势，农产品加工行业的集中化、服务增值、产业链延伸，农业服务业的高科技特征、生产过程管理服务带来长期投资机遇，相关受益公司：新希望、海大集团、雏鹰农牧、隆平高科、

重点推荐组合：新希望/海大集团/敦煌种业/隆平高科

图 1：农业指数 2010 年走势（YTD）

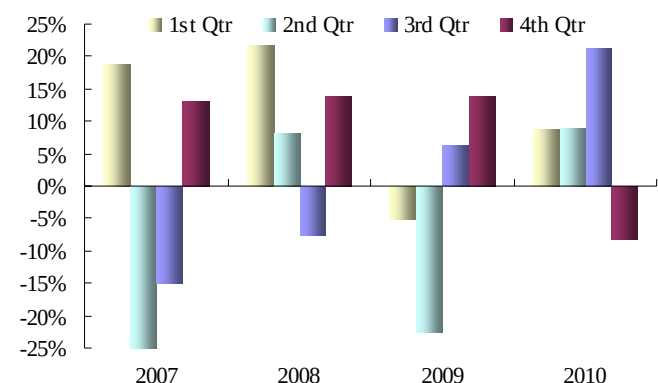


数据来源：Wind，国泰君安证券

2. 行业表现：创造历史

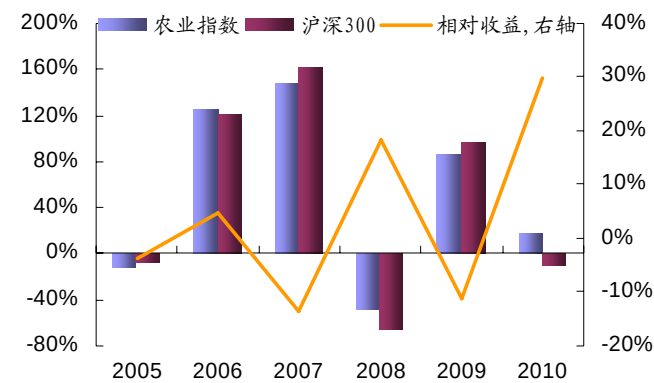
2010 年到目前为止，农业指数创造了两个记录。第一是连续 5 个季度（3Q09-3Q10）实现超额收益，在这五个季度当中，农业指数上涨 159.6%，同期沪深 300 上涨 92.7%，超额收益 66.8 个百分点。第二是年初以来的超额收益接近 30 个百分点，远远超过 2005-09 年的最好水平。

图 2：农业指数季度相对收益（沪深 300 为基准）



数据来源：Wind，国泰君安证券

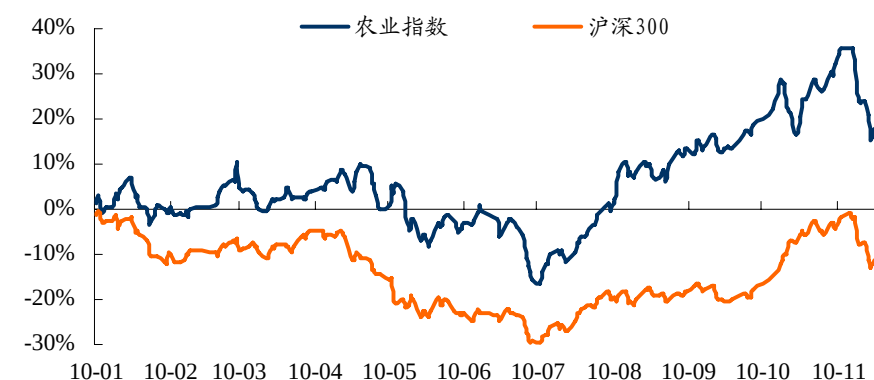
图 3：农业指数年度收益率



数据来源：Wind，国泰君安证券

农业指数的超额收益在上半年表现为抗跌，3 季度以来则是更快的上涨。上半年沪深 300 跌幅近 28.3%，同期农业指数下跌 13%；下半年沪深 300 上涨 26%，农业指数涨幅为 36%。尤其是第三季度，农业指数上涨 36%，超额收益 21 个百分点。

图 4：农业指数前三季度均有超额收益



数据来源：Wind，国泰君安证券

今年以来农业股累计涨幅前十名当中，所有五个制种企业都在其中，在行业（生物制种进入七大战略新兴行业）、个股（公司业绩明显改善）的双重因素推动下，制种行业成为表现最好的子行业。

其他表现较好股票的则更多由个股因素推动：獐子岛、天宝股份的业绩自 09 年下半年明显好转；民和股份业绩三季度明显改善；新希望、金德发展由于资产注入导致基本面发生根本变化；东方海洋、好当家、壹桥苗业则由于海参行业需求旺盛、价格上涨……

表 1: 农业股季度、年度涨幅排行

	1Q		2Q		3Q		YTD (11-25)	
	股票简称	涨幅	股票简称	涨幅	股票简称	涨幅	股票简称	涨幅
1	罗牛山	55.7	登海种业	39.2	新希望	118.5	獐子岛	152.2
2	金德发展	48.4	天宝股份	12.3	壹桥苗业	89.6	金德发展	115.9
3	獐子岛	36.6	敦煌种业	12.1	东方海洋	84.9	登海种业	104.6
4	天宝股份	27.9	獐子岛	8.9	好当家	75.8	壹桥苗业	96.6
5	正邦科技	21.0	农产品	8.6	獐子岛	67.9	敦煌种业	86.7
6	圣农发展	20.3	安琪酵母	6.8	绿大地	67.0	天宝股份	75.0
7	正虹科技	16.3	中牧股份	3.1	敦煌种业	50.5	民和股份	67.3
8	大湖股份	14.0	绿大地	-2.0	顺鑫农业	48.9	荃银高科	66.7
9	新中基	13.4	顺鑫农业	-3.9	中粮屯河	46.3	隆平高科	60.6
10	中牧股份	13.2	正邦科技	-5.9	民和股份	43.2	丰乐种业	56.0

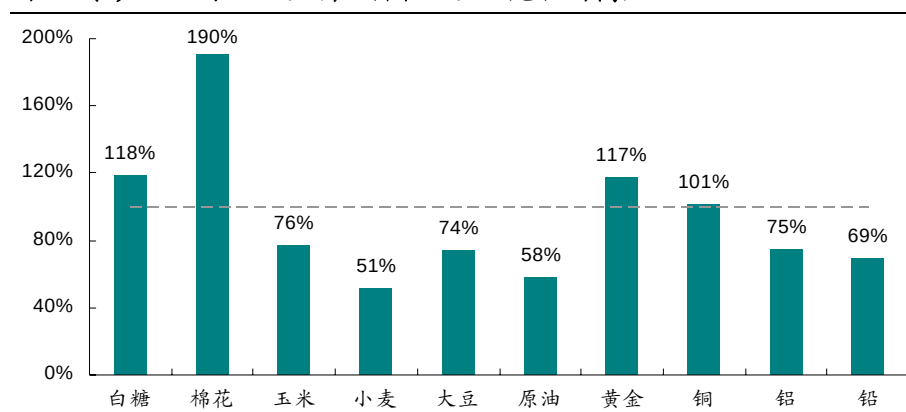
3. 农产品价格：通胀相关

3.1. 农产品价格长期驱动因素分析

2010 年 7 月，由于旱情影响，俄罗斯宣布下调小麦产量预测，随后又限制小麦出口，这一事件成为了国际大宗农产品价格暴涨的导火线。在此之前，国内玉米价格自 2009 年秋粮上市后，累计涨幅大约 20% 左右。一时间，农产品涨价预期被大大强化。

在看涨农产品价格的理由中，除了流动性、减产之外，还有“补涨论”。我们统计了一些大宗商品的价格，跟金融危机前的高点相比，大宗农产品如玉米、大豆的价格比危机前高点低 25% 以上，这与黄金、铜以及白糖、棉花的表现形成了反差。美国农业部在 10 月份的供需报告中调低了产量、库存预期，使市场上充满对于玉米、大豆补涨的需求。

图 5: 农产品、原油、金属现价相比金融危机前高点

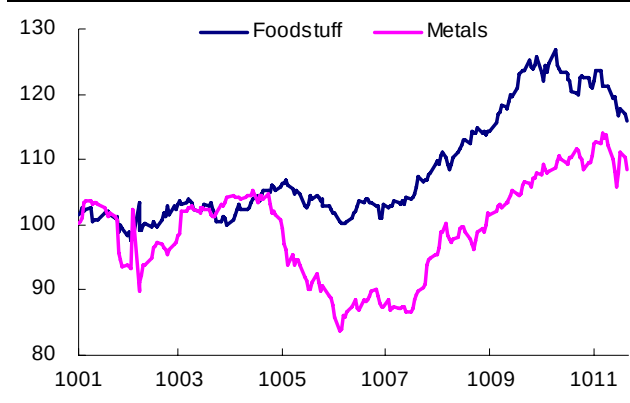


数据来源：Wind，国泰君安证券

与前几年一样，农产品涨价预期强化时，“农产品价格抗通胀”的论调就会开始流行。通过对历史数据的分析，我们在最近两年的各种报告中已经反复论述过，“农产品价格抗通胀”是伪命题！我们重新统计了一些数据，再次确认了这个结论。

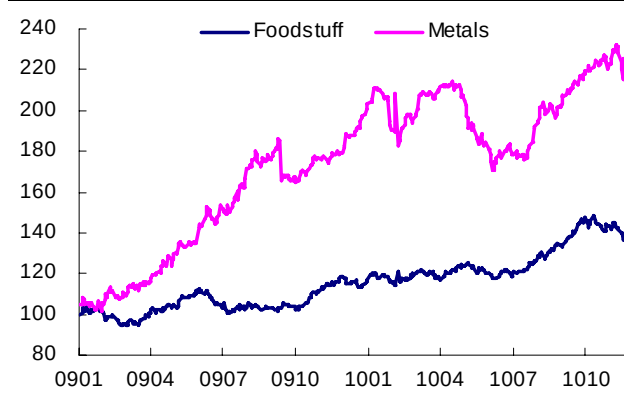
下面两张图显示了 CRB 食品、金属指数在不同时间段的表现。2010 年食品指数的表现明显好于金属指数，似乎佐证了农产品价格抗通胀的结论。但如果从 2009 年开始看，我们发现金属指数的累积涨幅远远高于食品。两个时间段，相反的结论，农产品价格真的抗通胀？

图 6: CRB 指数 2010 年涨幅 (2010 年初=100)



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

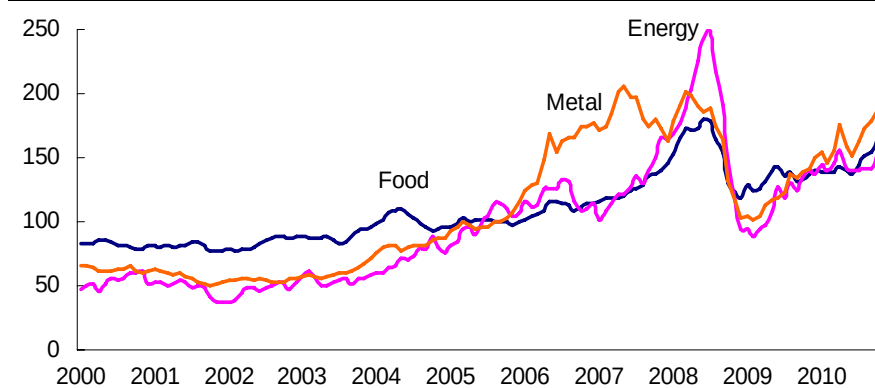
图 7: CRB 指数 2009 年以来涨幅 (2009 年初=100)



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

我们尝试考察更长的数据序列，发现了一个有趣的现象。百年一遇的金融危机给我们观察商品价格提供了一个非常好的样本。总体来说，金属、能源类大宗商品价格比食品/农产品价格表现出更大的波动性，即在上涨阶段涨幅更大，反之亦然。农产品价格在这个阶段中的表现很难用“抗通胀”或不抗通胀来总结，与金属、能源类大宗商品而言，仅仅表现出更小的波动性。

图 8: IMF Primary Commodity Prices



数据来源: IMF, 国泰君安证券

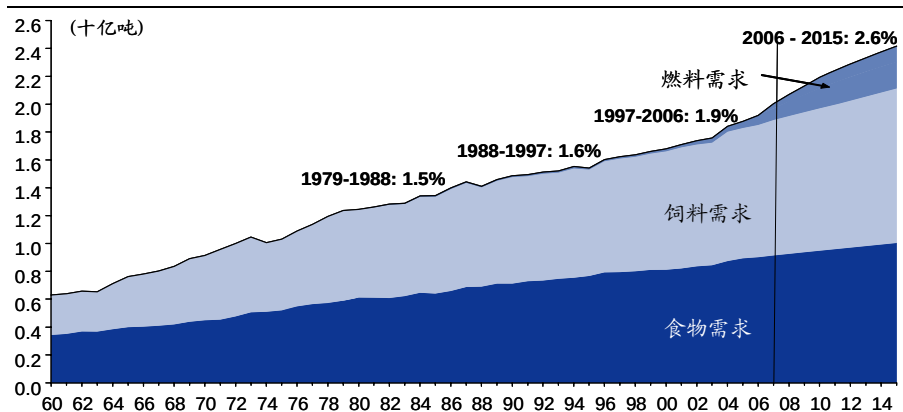
从长期来看，正反两类因素都会影响农产品价格

正面因素

- 1、货币因素：信用货币时代，通胀是常态，纸币购买力的系统性长期下降将导致商品名义价格持续上涨，农产品也不例外；
- 2、人地矛盾：随着人口增长，工业化、城镇化持续占用耕地，环境恶化影响作物生长环境；
- 3、消费升级：经济增长、人均收入提高，导致对动物蛋白需求增长，需要通过饲料、养殖转化；
- 4、生物能源：由于高油价以及技术进步导致生物能源行业具备了商业

价值，在 Delta 意义上，生物能源需求是粮食总需求增量中占比最大的部分。

图 9：全球粮食长期需求



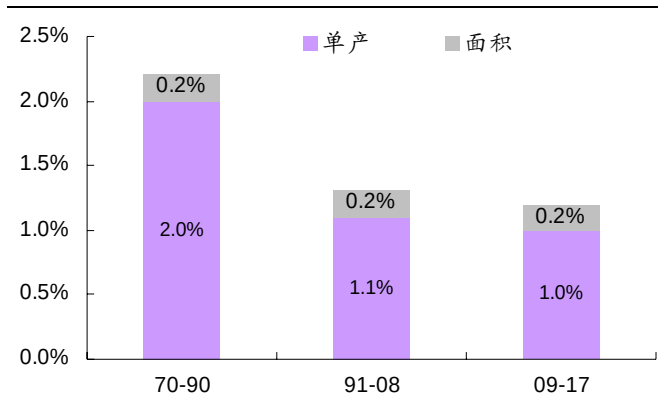
数据来源：FAO, USDA, 国泰君安证券

负面因素

- 5、单位土地产出提高：由于耕作技术进步、农业设施改善等原因造成的单位土地产出效率提高，可以在耕地面积不增长的情况下提高总产出，这一点在中国表现的尤其典型；
- 6、单位劳动生产率提高：城市化导致的农业劳动力减少、生产效率的提高两个因素都会提高单位劳动生产率，有助于解释某些国家的农产品价格相对低廉；
- 7、农业补贴：出口大国的补贴政策是导致价格相对低廉的直接原因，据经合组织估算，美国每 100 美元农业产值中，有 20-30 美元来自政府补贴，个别品种甚至接近 50 美元；
- 8、经济增长价值：长期而言，经济增长的价值更多体现为技术进步、制度创新，才能保持长期的增长动力。就农产品而言，应体现为更有效率的生产、物流等方面，而非农产品价格本身。

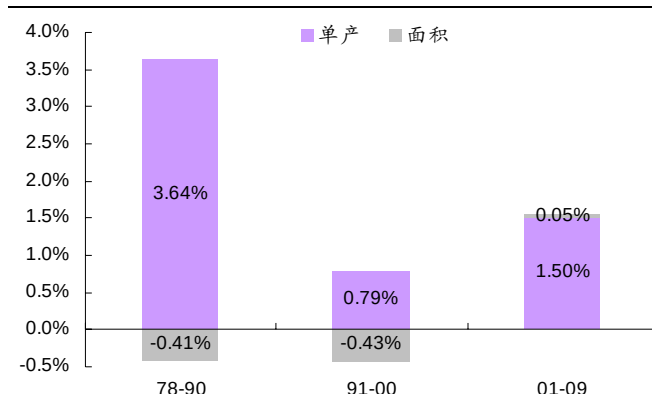
事实上，仅仅上述第一点货币因素，即可得出农产品名义价格长期上涨的结论，然而这个结论本身并没有太多实用价值。所谓抗通胀，应该是指商品价格在通胀环境中比 CPI 上涨更快，且表现优于其他商品，这一点对农产品而言似乎并不成立。

图 10：全球谷物与油料作物总产量 CAGR 构成



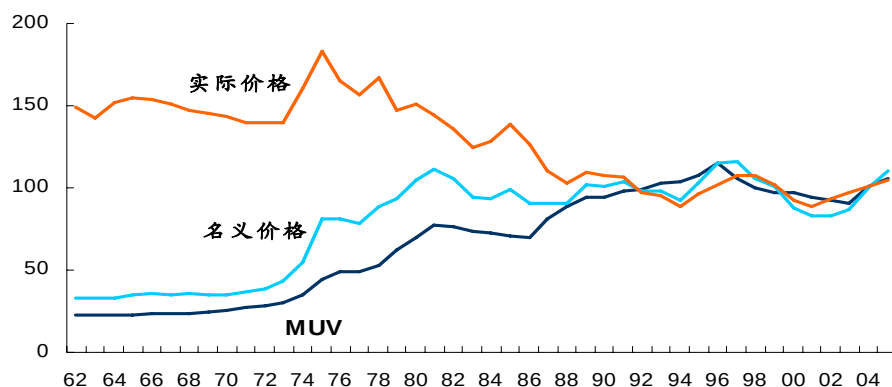
数据来源：FAO, 国泰君安证券

图 11：中国粮食作物总产量 CAGR 构成



数据来源：统计年鉴, 国泰君安证券

图 12: 农产品相对于 MUV 的实际价格长期下降



数据来源: OECD, 国泰君安证券。注: MUV 为单位制造业产品价值

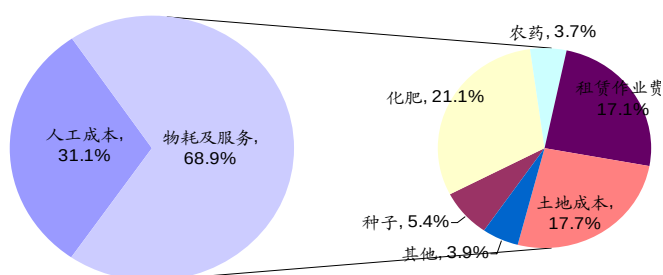
3.2. 国内农产品价格将温和上涨

我们对国内农产品价格 2011 年的总体判断是温和上涨。

- 1、成本推动: 2010 年以来最低工资水平的上升导致所有劳动密集型产业的成本系统性提高, 农产品也不例外。粮食成本中 31% 为人工成本, 对生产管理更高的经济作物的比例更高。
- 2、农户存粮行为: 微观数据显示, 农户的存粮行为显示为顺周期特性, 即上涨时倾向于存粮, 下跌时倾向于卖粮, 这将使粮价的趋势得到自我强化 (CCER, 卢锋)。
- 3、游资介入: 今年以来价格暴涨的绿豆、大蒜等小品种, 都具有可长时间保存的特性, 在减产预期刺激下价格暴涨, 其背后步伐其他领域的资金介入流通领域。

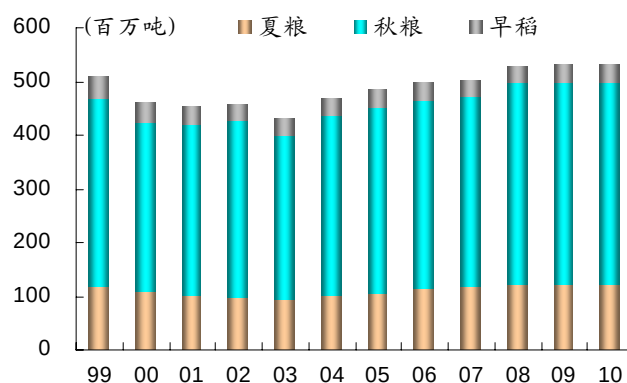
在上述看涨因素的背后, 我们还应该看到连续多年的粮食增产。据农业部最新的消息, 尽管夏粮、早稻由于气候问题出现减产, 秋粮仍然明显增产, 2010 年全国粮食产量仍然高于 2009 年, 市场供应并不是问题。在农产品上涨引发强烈通胀预期之后, 发改委开始出台限价令, 通过限制流通领域炒作、保障供应等手段缓解涨价压力。我们认为, 政府干预仅仅能起到阶段性效果, 且难以逆转趋势。在流动性、成本推动下, 明年农产品价格整体仍将温和上涨。

图 13: 粮食生产成本构成 (2008)



数据来源: 发改委, 国泰君安证券

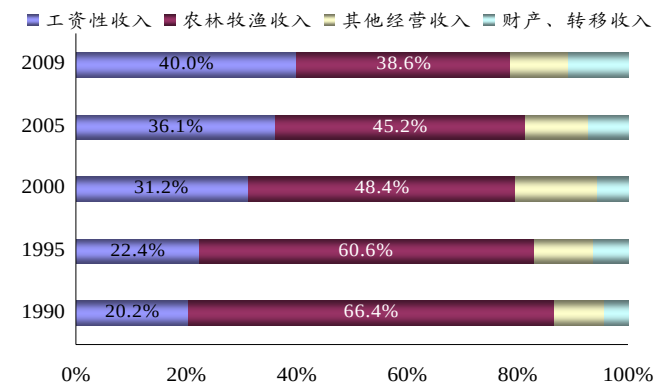
图 14: 中国粮食总产量



数据来源: 统计年鉴, 国泰君安证券

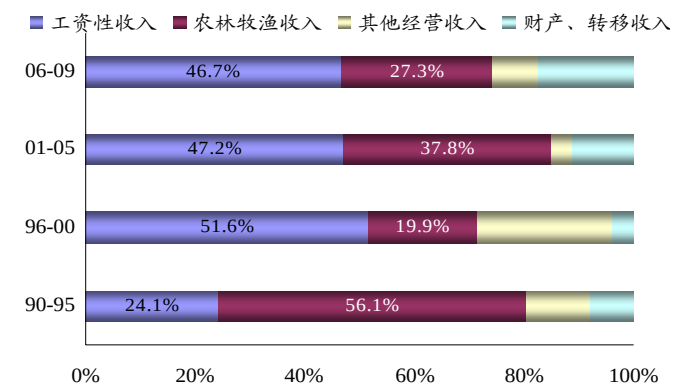
农民增收也时常成为农产品涨价的理由之一，下面两张图很清楚地说明，最近 20 年以来，无论从存量还是增量角度衡量，工资性收入都已经成为农民最主要的收入来源。农产品涨价对农民增收的边际效应不断弱化，但对城市低收入群体的伤害却非常巨大。这样的现实也说明，求解“三农”问题，不能局限于农村，必须放在工业化、城镇化的大背景下统筹考虑。

图 15：农村居民人均纯收入结构



数据来源：统计年鉴，国泰君安证券

图 16：人均纯收入增量构成



数据来源：统计年鉴，国泰君安证券

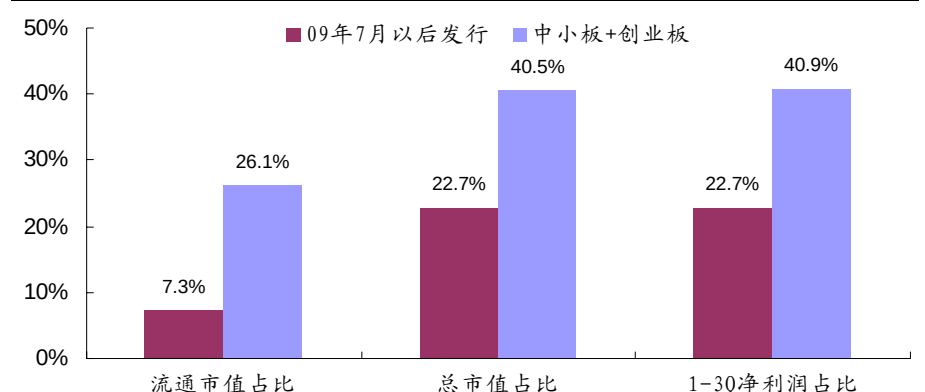
4. 农业股新变化

4.1. 新势力崛起

传统上，农业股一直在市场里扮演配角，“一号文件”、“抗通胀”等等主题会在一年中的某个时段驱动农业股演绎在那一年里唯一的表现机会。2010 年农业股的表现可圈可点，尽管还未完全摆脱主题投资的范畴，但从基本面来看，已经可以看出一些积极的变化。

目前国泰君安农业指数涵盖的 54 只股票，“中小板+创业板”一共 23 只，其中 09 年 7 月之后发行 13 只，即目前农业指数涵盖的 54 只股票中，近 1/4 是过去一年半时间里发行的。从流通市值、总市值、净利润等指标来看，“中小板+创业板”已经成为农业板块非常重要的组成部分。

图 17：农业股新变化：新势力崛起



数据来源：Wind，国泰君安证券。

4.2. 产业演进

目前农业指数涵盖的 54 只股票，按照上下游关系可以分为三个子行业，其中的流通市值、总市值、数量、净利润的统计情况如下表。通过数据可以看到的特征是：

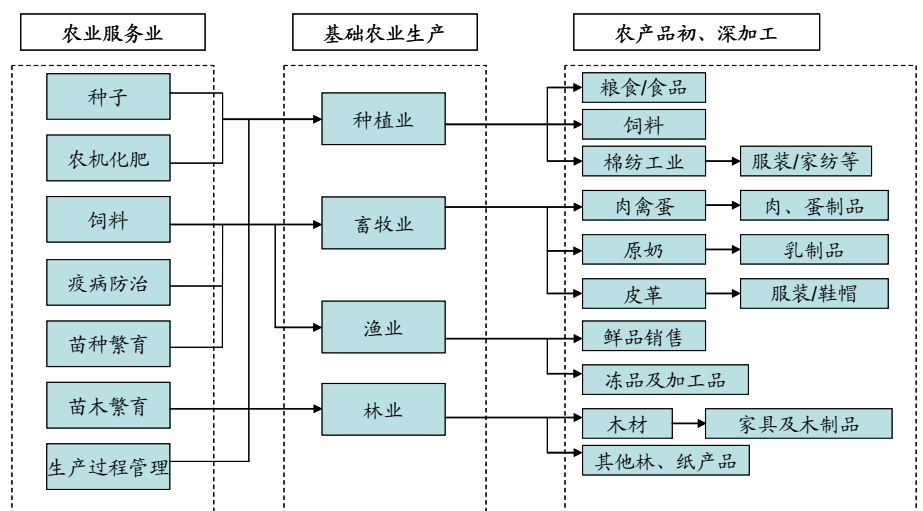
- 1、基础农业生产公司数量最多，但大部分公司都含有农产品加工业务，农产品加工行业的实际占比最大；
- 2、农业服务业与农产品价格的净利润占比高于总市值占比，总体呈现出更好的盈利能力、更低的估值，其中农业服务业更好。

表 2：农业各子行业部分指标统计

	流通市值	总市值	公司数量	1-3Q 净利润
基础农业生产	1,113	1,462	23	13
农业服务业	747	855	11	12
农产品加工	898	1,339	20	17
合计	2,758	3,656	54	42
比例				
基础农业生产	40.4%	40.0%	42.6%	30.3%
农业服务业	27.1%	23.4%	20.4%	28.4%
农产品加工	32.5%	36.6%	37.0%	41.2%

数据来源：Wind，国泰君安证券。

图 18：农业及相关产业关系简图



制图：国泰君安证券。

根据上下游产业关系，农业及其相关产业划分为三个子行业

- 1、基础农业生产：利用土地、水面及类似生产资料，通过作物的自然生长过程获得增值；
- 2、农产品加工：对基础农业生产环节产生的粮食及农副产品，进行初、深加工，产品形式从中间原料到消费品都有；
- 3、农业服务业：为基础农业生产提供种子、农机化肥等生产资料，提供生产过程中所需的产品，并对辅助农户进行生产过程管理，提高生产效率。

这三个子行业目前的现状是

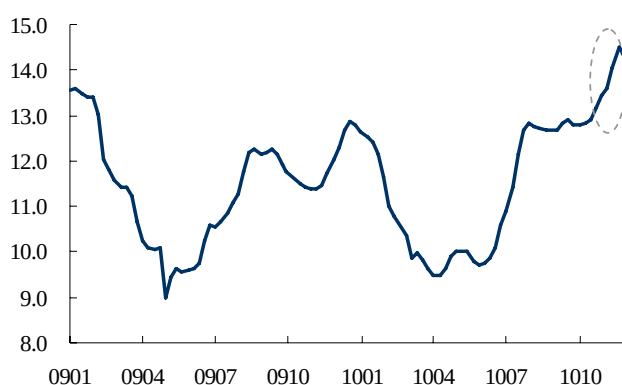
- 1、基础农业生产：由于承包责任制的关系，生产资料较为分散，在国家鼓励土地承包经营权流转的前提下，出现一定程度的集中，但总体而言，在现行产权制度安排下，实现类似制造业的高度集中难度很大。
- 2、农产品加工：很多子行业表现出走向规模化、集约化的特征，部分企业向开始相上下游延伸，打造“从农田到餐桌”一体化产业链；
- 3、农业服务业：类似育种、添加剂等行业呈现高科技特征，在销售产品的同时，出现提供生产过程管理服务的特征，服务与产品并重成为新特点。

5. 行业策略：投资涨价受益与产业演进

5.1. 涨价受益：养殖、饲料相关

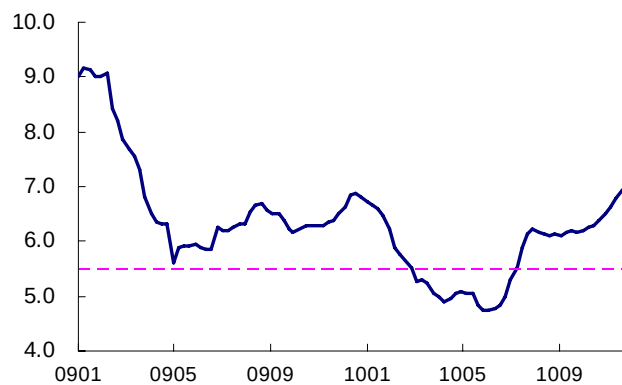
- 1、猪价上涨，养殖饲料相关：我们最近半年的一贯观点是猪价将涨至15-16元区间，目前为14.29元。在旺季效应下，猪价仍将上涨一段时间，在粮价温和上涨的基础上，预计明年养殖效益将好于今年
受益公司：正邦科技/海大集团/圣农发展/雏鹰农牧
- 2、粮价上涨，成本、流动性、顺周期库存等因素将推动粮价上涨，大宗农产品加工行业受益。
制种行业：敦煌种业/登海种业/隆平高科/荃银高科
大宗农产品加工：金德发展/东凌粮油
- 3、海参，受益于资产泡沫、消费升级：东方海洋/好当家

图 19：全国生猪收购均价（元/公斤）



数据来源：农业部，国泰君安证券

图 20：猪粮比



数据来源：农业部，国泰君安证券

5.2. 产业演进：服务体现价值

- 1、养殖行业，企业呈现集约使用“类土地”资源的趋势，并且在“公司+农户”模式上各有创新：雏鹰农牧/大康牧业；
- 2、饲料，产业走向集中、服务增值以及产业延伸，饲料行业正在由工业化走向现代化：海大集团/大北农/通威股份；
- 3、制种，耕地面积限制了行业总量，但从“研发产品为主”到“产品+服务”的转变，大大提升了整个行业的商业价值：隆平高科/荃银高

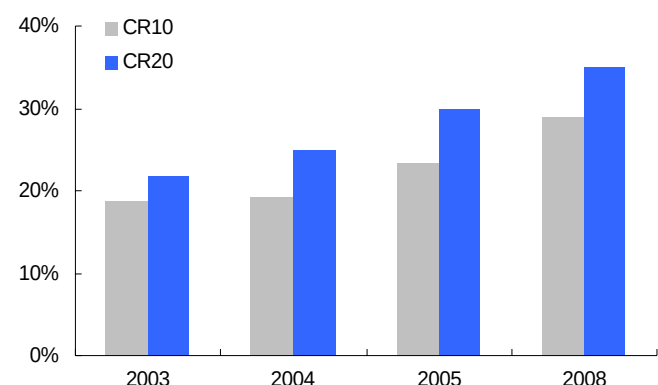
科/敦煌种业/登海种业

4、整体上市/资产重组，给予了一些股票以重新定价的机会：新希望/金德发展。

四季度以来随着周期股上涨，农业指数跑输沪深 300 指数 10 个百分点以上，在对“一号文件”的预期下，以及部分公司业绩可能超预期，我们仍然维持行业“增持”评级，“一号文件”之后需要重新审视对行业的短期评级。

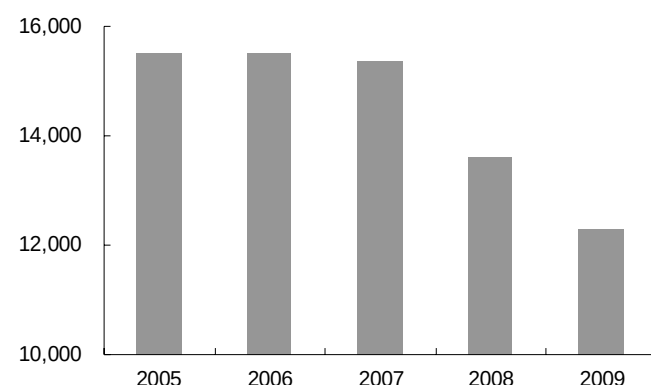
重点推荐：新希望/海大集团/敦煌种业/隆平高科

图 21：饲料行业集中度持续提升



数据来源：饲料工业协会，国泰君安证券

图 22：饲料行业公司数量持续减少



数据来源：饲料工业协会，国泰君安证券

重点公司盈利预测与投资评级

股票简称	收盘价	EPS（元）			PE			PB	总市值	评级
		10E	11E	12E	10E	11E	12E		（亿元）	
基础农业生产										
好当家	14.26	0.20	0.32	0.38	72.6	45.0	37.4	6.8	90.4	增持
獐子岛	44.95	0.85	1.15	1.40	52.9	39.1	32.1	13.1	203.4	谨慎增持
东方海洋	18.70	0.31	0.45	0.67	61.1	41.9	27.7	4.0	45.6	谨慎增持
绿大地	38.67	0.45	0.98	1.50	85.9	39.4	25.8	9.9	58.4	谨慎增持
农产品加工										
新希望	19.02	0.70	0.82	1.05	27.2	23.2	18.1	4.2	158.3	增持
海大集团	32.29	0.73	1.03	1.35	44.3	31.3	23.9	4.3	94.0	增持
正邦科技	16.68	0.40	0.68	0.87	41.8	24.6	19.1	4.9	44.9	增持
安琪酵母	46.18	1.07	1.44	1.67	43.3	32.2	27.7	10.3	141.3	增持
天宝股份	21.30	0.60	0.82	1.06	35.3	26.1	20.0	6.5	41.7	增持
通威股份	10.03	0.32	0.43	0.59	31.2	23.5	16.9	4.8	69.0	谨慎增持
圣农发展	32.40	0.62	0.98	1.34	52.6	32.9	24.2	8.0	132.8	谨慎增持
农业服务业										
敦煌种业	36.72	0.40	0.78	1.10	91.8	47.1	33.4	11.7	68.3	谨慎增持
登海种业	69.60	1.10	1.53	1.92	63.3	45.5	36.2	14.5	122.5	谨慎增持
金宇集团	14.45	0.43	0.52	0.63	33.9	27.9	22.8	5.0	40.6	谨慎增持
农产品	20.23	0.48	0.68	0.88	42.1	29.8	23.0	5.0	155.5	谨慎增持
顺鑫农业	24.98	0.76	0.98	1.24	32.9	25.5	20.1	4.2	109.5	谨慎增持

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		