

2011年10月20日

农林牧渔

证券研究报告--行业深度报告

政策孕育机会 龙头企业或将发力加速

研发和兼并重组诞生行业龙头

行业评级：强于大市(重申)

TMT 组：邱俊灏

执业证书编号：S0890511070002

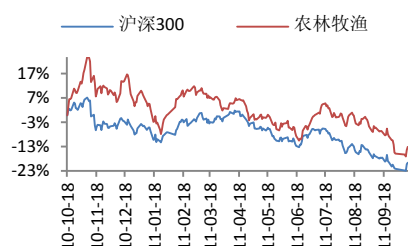
电话：021-50122125

邮箱：qiujunhao@cnhbstock.com

联系人：毛雪梅

电话：021-50122432

行业走势图



相关研究报告

1 《猪肉价格还将上涨 相关公司持续受益》，2011.08.02

◎投资要点：

◆全球种业巨头扩张凶猛。全球种业巨头近二十年扩张迅猛。前几名种业公司控制全球近 50% 的市场份额。

◆重视研发和兼并收购成为跨国巨头发展之捷径。研究跨国种业公司发展历程，重视研发和兼并收购成为成功发展之路径。

◆我国种业正处于加速发展期。经历 20 多年发展，目前我国种业正处于加速发展期。据经验，此阶段行业龙头将会加速发展。

◆政策、研发和规模是行业龙头诞生之必要路径。各国经验表明研发和兼并是行业龙头诞生必由之路。

◆重点公司推荐。我们长期看好登海种业、隆平高科。中期重点关注敦煌种业和丰乐种业。

◎与众不同的观点：

◆综合成本上升和耕地面积底线催生优质种子品种的需求

◆规模化生产的种植户会加大对优质种子品种需求。

◆售后服务将成为产品忠诚度的关键。

◎ 风险提示：

◆中小种子企业退市或将落后于预期。

◆外资种业巨头加剧市场竞争。

◆良种优势消褪 重返价格竞争老路。

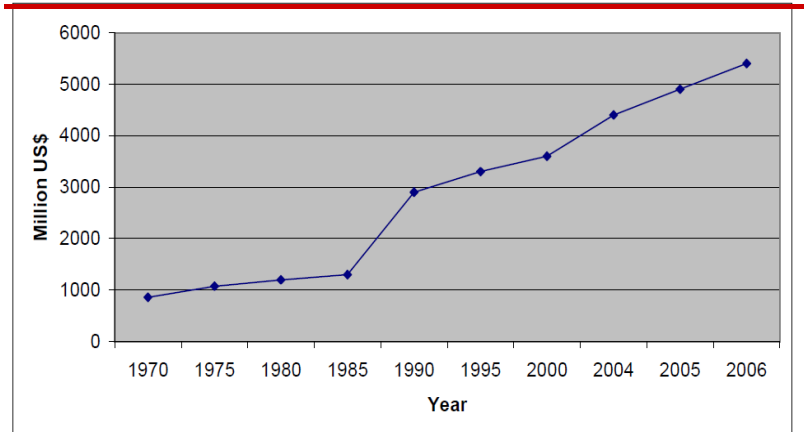
重点公司				EPS(元)				P/E			
股票代码	股票名称	收盘价(元)	投资评级	2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E
600354	敦煌种业	20.45	持有	0.16	0.43	0.72	1.05	142.18	101.27	36.29	24.91
000713	丰乐种业	13.51	中性	0.30	0.32	0.38	0.48	45	56.34	37.31	29.47
000998	隆平高科	29.68	尚未评级								
002041	登海种业	28.36	尚未评级								

1.全球种业巨头扩张迅猛

1.1.全球种子贸易增长迅速

全球种子贸易呈现逐步上升趋势。从 1985 年的 20 年增长接近 6 倍。目前全球每年种子交易的份额在 420 亿美元左右。

图 1 全球种子贸易



资料来源：ISF、华宝证券研究所

以上数据我们可以发现全球种子贸易呈现一个稳步增长趋势。特别是从上世纪 80 年代开始，种子交易迅速增加。

1.2.全球种业巨头占据市场 50%的份额

据国际种子贸易联合会（IFS）公布：全球十大种子企业为美国的先锋种子、孟山都种子、美国的圣尼斯种子、美国的保尔种子、荷兰的先正达种子、法国的利马格兰种子、德国的 KWS 种子、日本的龙井种苗株式会社、阪田种苗株式会社、瑞典的 SW 等种子，美国的种业巨头占 2/3。

经过几轮兼并，国际市场的集中度不断提高。据统计，国际前五大种子企业占据种子市场约 50% 份额。而像玉米、蔬菜和小麦等主要农作物种子市场份额基本被孟山都、杜邦、先正达、利马格兰等集团占据。

中国也是世界最大种子需求国之一。但是国内种业公司的市场集中度远逊于国际行业巨头。

2. 重视研发和兼并收购成为国际巨头发展必由之路

2.1. 全球种业发展之路回顾

自 1742 年法国维尔莫兰种子子公司成立开始经营种子，世界种子企业已有 250 多年的历史。但二战后才有较大的发展，尤其近一二十年，企业资本运作加剧，企业重组越来越频繁。企业国际化、垄断化经营趋势明显，而一些发展中国家也建立了自己的种业体系、区域间、国际间的合作与贸易不断加快，全球种业呈现了有史以来最辉煌的新纪元。

美国的农业发展就是一部种业发展史，美国种业在过去的 256 年里也经历了翻天覆地的变化，1784 年戴维兰德斯在费城建立了美国第一家种子子公司，当时主要经营蔬菜种子。美国种子子公司比法国晚 42 年，但发展却很快，1850 年，美国约有 45 家种子子公司，到目前约有大小种子子公司近千家，种子经营方式从最初为零售和邮购等小量销售方式，1883 年 6 月成立美国种子贸易协会（ASTA），它将种子生产、批发及零售结合在一起，是美国种业发展的重要里程碑。

20 世纪 80 年代初，蔬菜种子占全部种子贸易的 34%，金额为 9000 万美元；当时占 22% 的贸易是草籽和饲料种子金额为 3300 万美元；粮食作物种子，占整个种子贸易金额的 44%，为 1.28 亿美元。当时世界 10 大种子子公司中，美国的先锋、迪卡白、嘉吉等 3 家种子子公司种子贸易额达 18.35 亿美元，占世界 10 大种子子公司贸易总额 43.3 亿美元的 42.3%。

目前欧洲有竞争力的大型种子企业主要有法国利马格兰和瑞士先正达等公司。法国利马格兰 2010 年营业额达 13 亿欧元，其主要种子业务：玉米、甜菜、蔬菜、花卉、牧草种子；瑞士先正达公司，2000 年由经营化学产品的巨头三都士公司和诺华公司的种子业务先后重组及购并后（包括美国的罗杰斯种子子公司、荷兰的扎杜尼和斯鲁特公司、法国的下拉尔公司）而迅速发展起来的世界级种子产业集团公司，主要种子业务：玉米、高粱、蔬菜、花卉、牧草等。

2.2. 跨国种子企业兼并发展路径

在全球种子市场，经历过多次并购活动，产生了以杜邦（Du Pont）、孟山都（Monsanto）、先正达（Syngenta）、利马格兰（Limagrain）等为首的大型跨国种子企业，其业务范围遍及全球。跨国种子企业一系列收购、兼并活动的展开，正推动全球种业整合与重组不断向纵深发展，国际种子市场正在被杜邦、孟山都、先正达等若干家大型跨国企业所主宰。目前国际种子市场的一个突出特点，就是跨国种子企业的主导作用明显增强。

2.2.1. 跨国种业巨头孟山都、先正达和利马格兰发展历程

孟山都创始于 1901 年，初创时主要生产用于食品业和制药业的产品。1960 年，孟山都农业部门成立，研发出了农达和阿畏达除草剂，成为农化产品供应商。但是，直到 1969 年收购了 Farmers Hybrid 公司之后，孟山都才开始涉足种子行业。在此之后，孟山都不断采取并购形式扩展种子业务。通过一系列的收购和兼并活动，孟山都取代杜邦成为世界最大的种子公司。

孟山都公司发展历程

年份	历史
1901 年	约翰·奎尼以他妻子的姓 Monsanto 为公司命名，建立了最初的孟山都公司
1945 年	生产、销售农业化学产品
1960 年	农业部门成立
1964 年	推出毒草安除草剂
1975 年	在农业部门设立细胞生物学研究项目
1981 年	生物技术被确定为孟山都的战略研究核心
1982 年	收购了以大豆种子业务闻名的 Jacob Hartz 种子公司。
1996 年	1. 收购了 Agracetus 公司植物生物技术资产，并购买了另一家生物研究公司 Calgene 的部分股份)； 2. 推出抗农达大豆，这种产品可以抗农达和其他草甘膦基除草剂； 3. 推出保铃抗虫棉花，通过种内基因技术，抵抗棉花螟蛉、番茄蚜虫和粉螟蛉的侵害
1997 年	1. 推出保丰抗玉米螟玉米，应用种内基因技术对抗欧洲玉米螟； 2. 收购 Asgrow 的经济类作物种子业务。收购 Holden 旗下的基础种子公司和全国玉米杂交服务公司，后者为玉米种业提供优质的基础型种子

1998 年	1. 完成对迪卡（DeKalb）生物科技公司的收购； 2. 推出抗农达玉米，这种玉米可以抗农达和其他草甘膦基除草剂。推出保丰抗玉米螟虫和抗农达玉米，成为第一家推出组合基因产品的公司
2001 年	孟山都推出抗农达玉米 2 代，成为第一家推广第二代生物技术产品的农业公司
2004 年	1. 成立了美国种子子公司(ASI)，控股大部分的玉米和大豆种子产品； 2. 美国种子子公司(ASI)收购 Channel Bio Corp.和它的三个种子品牌：Crows Hybrid Corn, idwest Seed Genetics 和 Wilson Seeds
2005 年	1. 收购了全球领先的蔬菜和水果种子子公司 Seminis； 2. 收购 Stoneville 公司的棉花业务，包括它的 NexGen 品牌； 3. 孟山都子公司美国种子子公司（ASI）收购总部在内布拉斯加州首府林肯市的 NC+杂交作物公司。
2006 年	孟山都推出了抗农达 Flex 棉花。这个新品种可以节省更多劳作，让农民们轻松应对整个作物生长期。

数据来源：公司公告、华宝证券研究所整理

利马格兰公司发展历程

年份	历史
1942 年	公司成立
1979 年	公司改名为利马格兰 在法国成立玉米研究中心并在美国也成立玉米研究中心。兼并 Vilmorin 进入蔬菜种子研究领域
1986 年	成立 Biosem 法国第一家植物生物技术实验室
1992 年	成立 Ulice 基因创新和改良 兼并 Nickerson 家谷物研究

1993 年	把 Vilmorin and Cie 单独上市
1994 年	成立北美玉米研究中心
1999 年	兼并 Clause (法国)和 Harris(美国)
2003 年	兼并 Hazera 公司 (以色列)
2004 年	兼并 WestHove (法国)

数据来源：公司公告、华宝证券研究所整理

先正达是由诺华（Novartis）和阿斯特拉捷利康（Astra Zeneca）部分业务单元合并组建的。2000 年 11 月 13 日，阿斯特拉捷利康的农化业务以及诺华的作物保护和种子业务分别从原公司中独立出来，合并组建了全球最具实力的专注于农业科技的先正达。而阿斯特拉捷利康本身也是并购的产物，1999 年由瑞典原阿斯特拉公司（Astra）和英国原捷利康公司（Zeneca）合并成立

通过发展历程分析，重视研发特别是生物基因技术的研发和兼并收购成为种业巨头迅速发展的必由之路。兼并收购不同领域和不同国家优秀的种子公司，确立了这些跨国企业的核心竞争优势。

2.2.2.先进管理体系确保种子行业健康发展

种子行业的健康迅速发展除了企业的积极投入,良好的法制环境和管理体制也是一个必要条件。美国先进的种子管理体系能为我国种业健康发展提供一个良好的参照。

➤ 种子科研育种体制与品种研发

美国在 1970 年前,其大多数品种是公立科研机构培育而成,并供企业和用户无偿使用;随着 1970 年《植物新品种保护法》颁布实施,美国的农作物品种科研格局发生了显著变革。由于品种选育者的权益得到充分保障,私立种子公司积极开展新品种培育,享有品种独占权,获取高额回报,私立种子公司的品种培育开发力量迅速壮大,新品种的投放数量大大增加。目前美国生产上应用的品种绝大多数是私立种子公司培育的品种,形成了选育开发、繁殖推广的良性循环机制。近年来,随着生物科学技术的进步,孟山都、先锋等几家大的种子公司先后在玉米、大豆、棉花等大宗农作物上育成了转基因品种,并在生产上大面积推广,获得了巨额利润,同时也吸引了一些大财团(如杜邦公司等)涉足种业,从而为推动种业的进一步升级打下了基础。

➤ 种子经营与推广

美国是市场经济高度发达的国家，从事种子贸易没有特殊要求，种子经营主体多元化格局明显，种子贸易十分活跃。种子的贸易集中度和专业化程度不断提高，据资料显示，2000 年全球种子销售额前十大种子公司中美国占据 4 席，其中美国的先锋公司占据国内和全球玉米市场的 43%、22% 份额。生产营销主要是由种子公司组织生产、加工、销售，品种是自有知识产权的保护品种。

➤ 品种准入和质量管理

美国的品种管理主要针对受保护的新品种，受新品种保护法律调整；而对进入市场的品种不要求进行登记注册，更无须审定，完全由企业自行决定。种子质量管理方面，《联邦种子法》也没有对种子认证和质量作具体要求。但是美国通过十分严格的种子标签管理来实现品种和质量管理，要求品种特性、种子质量在标签中明示，如果与标签标注情况不相符，将给予企业较重的处罚。

种子认证是种子质量控制的有效途径，各州种子法规仅对进出口种子要求实施认证，尽管如此，美国种子企业仍非常重视国内销售种子的认证，把认证作为保证质量、提高信誉、赢得用户的重要手段。开展认证的种子企业在严格按照种子生产规程组织生产同时，委托具有认证资格的机构对种子进行认证。

➤ 种子法规建设与种子管理体系

美国种子法规体系主要由《联邦种子法》和各州种子法以及与种子相关的《知识产权保护法》、保护种子产业免受害虫和杂草影响的法规等组成，《联邦种子法》是其最基本的种子法律。美国的种子管理体系主要在国家与州两级。在国家级，农业部设有种子管理机构，负责联邦种子法的贯彻实施，同时还设有国家种子监测中心（检验机构）、官方种子认证机构等，负责种子质量监督检验。在州一级，农业厅设有相应的种子管理机构，负责联邦种子法和州种子法的贯彻实施与管理；同时设有官方种子检验机构，如 ICIA 就是伊利诺伊州农业厅指定的种子检验机构。国家或州的种子检查员被授权对市场销售的种子进行抽样供官方检测，如发现种子质量与标签不符，有权要求停止销售。联邦和州种子法均规定，法院是种子法实施的仲裁机构，消费者受到损失，应当通过民事法庭裁决。

中美种业管理体系比较

	美国	中国	差距
科研育种体制与品种研发	1970 年前科研单位为主; 1970 年《植物新品种保护法》研究产权得到保护 私人公司进入市场 新种子品种快速增加	计划经济转变过程中 2000 年《种子法》刚颁布后 私人公司进入种子研究。但整体实力偏弱	种子品种产权保护力度不够。具有“育繁推”一体化综合实力的企业偏小偏弱。科研投入相对较少
经营与推广	- 种子经营主体多元化格局明显, 种子贸易十分活跃; - 集中度和专业化程度不断提高, 美国的先锋公司占据国内和全球玉米市场的 43%、22% 份额	- 受计划经济惯性影响, 种子经营主体多、小、全; - 截止 2010 年, 全国共有种子公司 8700 余家	行业集中度差 龙头公司市场份额小 市场影响力弱
品种准入和质量管理	- 美国的品种管理主要针对受保护的新品种; - 十分严格的种子标签管理来实现品种和质量管理。如果与标签标注情况不相符, 将给予企业较重的处罚。	《种子法》规定 主要农作物品种进入市场需通过省级以上审定, 实行的是准入制度; - 农业行政主管部门承担种子质量管理责任, 实行监督抽检。 - 种子认证在我国进	- 美国只对新品种进行保护但种子标签管理十分严格。市场化的运作倒逼种子企业质量优先; - 中国目前实行准入制, 质量由行政管理部门监管。但缺少种子认证制度。这会导致人为因素影响较多。未来我们预计将

		行了多年的试点，尚未制订相应的规范，处于探索阶段。	会逐步转向市场化监管趋势
法规建设与管理体系	- 美国《联邦种子法》是其最基本的种子法律； - 美国的种子管理体系主要在国家和州两级。在国家级，农业部设有种子管理机构，负责联邦种子法的贯彻实施。在州一级负责联邦种子法和州种子法的贯彻实施与管理； - 法院是种子法实施的仲裁机构，消费者受到损失，应当通过民事法庭裁决	2000 年 7 月颁布的《中华人民共和国种子法》，标志着我国种子产业发展进入了一个新的历史阶段； - 各省、直辖市、自治区根据当地实际，相继制定颁布了地方性法规	- 现行种子法规体系不完善。由于颁布时间不一，农业部部门规章和地方法规在某些方面规定不一致现象一定程度存在； - 但随着农业部种子管理局的成立 未来管理体系将会进一步理顺。这是龙头种子企业未来发展的契机。

数据来源：《产业整合与我国种业发展的路径》、华宝证券研究所整理

3.中国种子行业正进入快速发展期

我国的种子行业发展由于受到历史发展因素的影响，从纯粹由不同部门分裂的推广，到出现商业化的公司进行“育繁推”一体化的形式。

3.1.中国种业即将正进入快速发展期

根据我国种业发展历程，我们粗略分为以下几个阶段：

第一阶段：传统计划经济时代

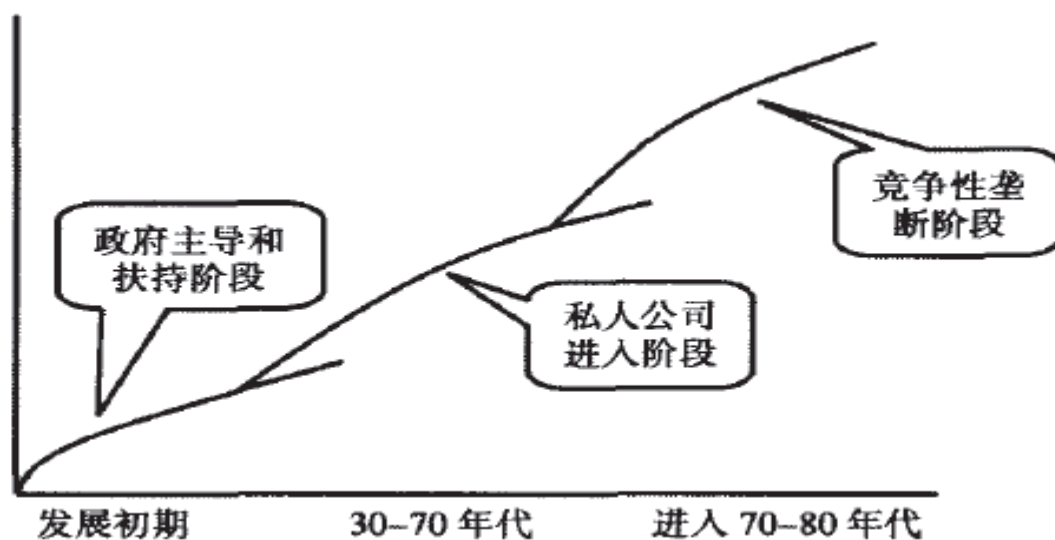
那个时代我国的种业从科研、生产到销售分属不同的专业部门，品种选育以科研机构为主，种子生产经营以国有种子公司为主渠道，经过各级技术推广机构销售到农户。当

时，全国共有 2700 多家国有种子公司(2200 多个县级公司、500 多个地区级公司和 31 个省级种子公司)占有大田作物种子市场份额的 70%。

第二阶段：《种子法》颁布 种子行业进入市场化阶段

直到 2000 年出台《种子法》，种业国家垄断的局面才被打破。《种子法》主要解决了两个方面的问题：一是政企分开，增加种子经营企业的自主权；二是放开国内种子经营市场，为种子企业提供一个相对公平的竞争环境。中国种业市场化改革的起点和重点，是将原来隶属于农业行政主管部门的国有种子企业，或者转变成为隶属于国有资产管理部门的新的国有种子企业，或者转制成为民营种子企业。

这将拉开中国种业竞争的序幕。通过研究美国种业发展的历程，可以发现我国种业正处于从发展初期向转向快速发展期这样一个阶段。



数据来源：《农业经济研究》、华宝证券研究所

这个阶段的特点具有规模和科研实力的种子公司发展迅速，市场集中度不断提高，毛利率不断提升，并最终形成具有超级实力的种子企业。

3.2.政策配合 龙头企业或将更快发展

我们还是以美国市场发展作为参照，健全的法律规范是美国种子行业发展的基石。美国的《品种保护法》使得竞争都在法律的轨道上进行，保障了有序、公平的竞争环境。

我国在 2010 年发布的《农作物种子生产经营许可管理办法（征求意见稿）》2011 年 8 月 25 日农业部正式发布了《农作物种子生产经营许可管理办法》。该政策的出台，将带来行业内一轮兼并整合的大潮，也同样预示着国家对于种子行业发展的推动和支持已经进入实质性的执行阶段。

具体的影响有以下三方面：

- 重点品种的种子生产和经营将会提高规模和资金要求。对新品种产权的保障将确保龙头子公司健康快速发展。申请杂交玉米和杂交水稻的生产和经营许可证要求注册资本分别为 3000 万元。申请“预繁推”一体的许可证要求注册资本为 1 亿元。目前中国一共有 8700 家大小种子企业，这两个政策将注定会淘汰大量中小企业。对于拥有水稻和玉米等优质品种的龙头公司将会是长期利好。
- 经营许可证的重新颁发将会进一步提高行业门槛。按照“新政”的要求，在 2012 年 4 月将有第一批生产许可证到期，2012 年 9 月 25 将有第一批经营许可证到期。在 2012-2015 年间，企业生产和经营许可证将逐渐到期，达不到生产和经营要求的中小企业将被限制。这将导致行业兼并整合逐渐展开，龙头公司将会明显受益。
- 对种子企业的扶植和科研单位的整合将会是下阶段重点关注。根据国务院年初发布的《国务院关于进一步加快推进现代农作物种业发展的意见》，后期对于种子企业的扶持、种业中长期发展规划、对科研单位投入的调整都将成为行业的看点。

从我国种业发展所处的历史阶段以及相关政策导向，我们认为种业目前正处于快速发展期。

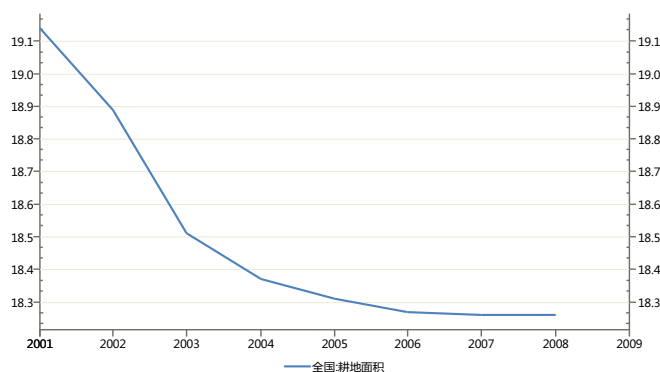
4. 未来种业发展趋势

4.1. 土地资源有限 优良种子需求增加

随着中国城市化进程的加速，中国可耕地面积持续下降。目前已经达到了 18 亿亩的红线标准了。而且全国农用地面积下降的更快。这都表明中国可耕地面积正面临严峻的挑战。

其次，随着外出务工人员增加，平均常驻人口和每劳动力负担人口也呈现明显下降趋势。这都表明未来中国粮食安全的保障更多依靠种植技术的提高以及优良品种带来的粮食增产。

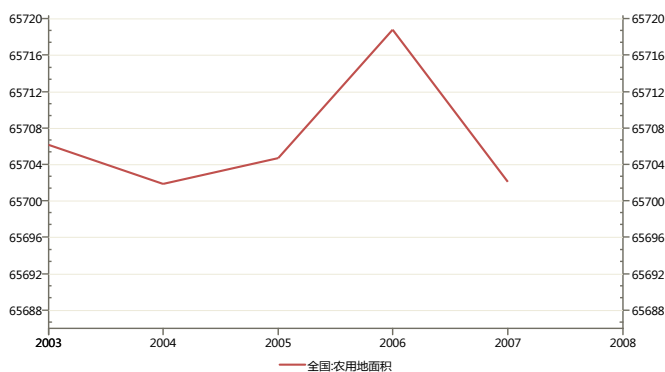
图 1 全国耕地面积



数据来源: Wind资讯

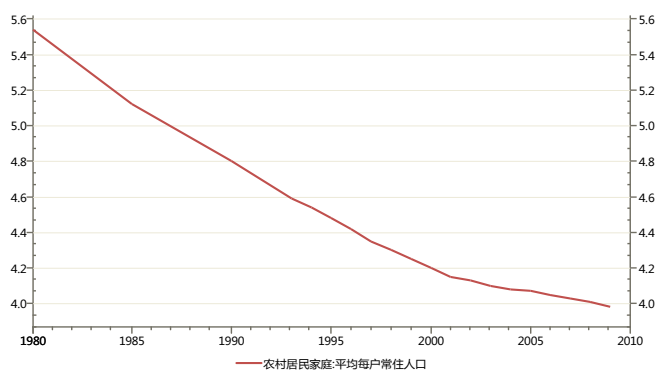
资料来源: WIND、华宝证券研究所

图 2 全国农用地面积



数据来源: Wind资讯

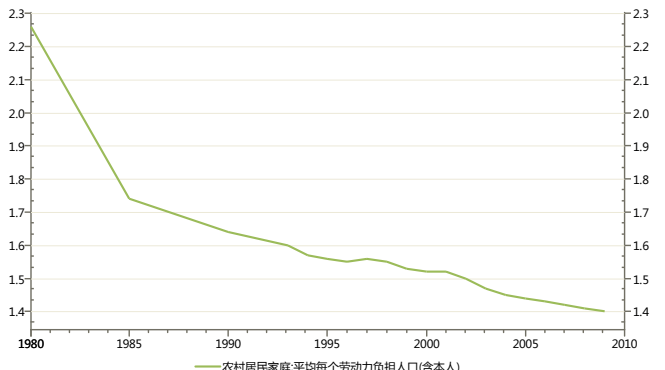
图 3 农村居民家庭平均每户常住人口



数据来源: Wind资讯

资料来源: WIND、华宝证券研究所

图 4 农村居民家庭平均每个劳动力负担人口

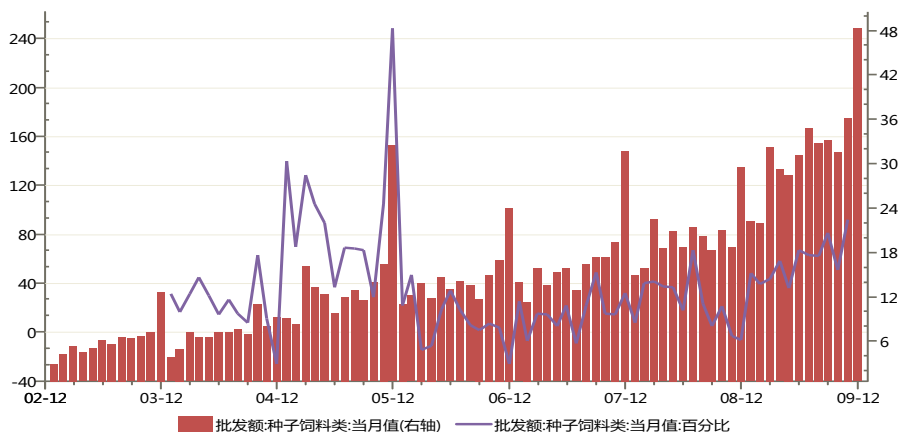


数据来源: Wind资讯

4.2. 过去十年 中国种业整体发展迅速

中国种业在过去十年发展迅速, 种子生产总值增长 150%, 而且综合毛利率同步提高。

图 5 种植饲料批发额



数据来源: Wind资讯

数据来源: WIND、华宝证券研究所

图6 种子生产总收入

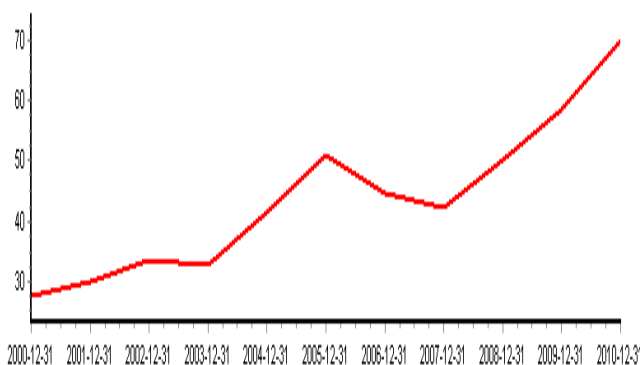
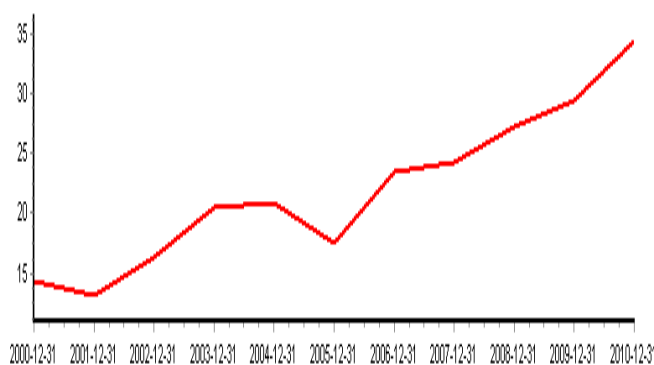


图7 种子销售毛利率



资料来源：WIND、华宝证券研究所

整个种子行业一共有 8 家上市公司。所有的种子公司都生产和销售多种产品，但各有侧重不同。

登海种业和敦煌种业以玉米种子研究、生产销售为主。隆平高科以杂交水稻为主，丰乐种业以水稻和甜瓜种子为主。荃银高科也是以水稻种子为主。万向德农以种子贸易为主，自有核心技术不足。

4.3.重点公司推荐

我们长期看好登海种业和隆平高科。通过对美国 and 全球种业巨头的发展史了解，拥有研发品种优势、销售渠道良好以及优质售后服务网络体系的公司将会在未来行业整合中获得行业领导地位。

我们长期看好的公司：

选择公司标准： 科研投入占销售比例、行业中地位、销售网络和方式。核心产品是重点，侧重于科研、生产和销售都强的龙头公司。我们看好隆平高科和登海种业。

隆平高科的优势：

- 公司在水稻品种上优势明显。公司核心的资产就是杂交水稻，最高时曾经占据市场 25-30% 的市场份额，目前市场占有率约在 15-20%；
- 公司最大的亮点在于获取了微笑曲线的两端：**研发+营销**。目前国内种子的研发体系主要是靠自有、合作和外购育种。由于从原先计划体系转变过来，科研单位的研发效率不高。好品种基本是靠单个育种家花费毕生精力培养。而公司由中国杂交水稻之父的袁隆平建立。对水稻品种的研究处于领先地位。最近由袁隆平院士指导的超级稻第三期目标亩产 900 公斤高产攻关获得成功，其隆回县百亩试验田亩产达到 926.6 公斤；

- 营销是隆平高科是另一个利器。原先种业的推销主要是依靠经销商和基层农技站进行。鉴于中国目前所处的阶段，农业生产还是以小、散农户为主。虽然也想拥有良好品种，但更多的是对价格的敏感。种子经销商也是根据厂商的返点数来推销种子。但隆平高科通过与农民建立售后培训体系，帮助农民了解对种子科学使用，使得公司的产品对于农业具有很高的粘性。

登海种业的优势：

- 公司中国玉米种子领军人物李登海先生创立的公司。玉米品种研究上拥有核心技术，研发能力特别强，新品推出的力度也大；
- 与先锋公司建立的合资企业生产使得公司盈利快速增加。先玉 335 的品种继续受到市场追捧，销量持续增加；
- 新品种“登海 605”虽个别批次被农业部抽检“出芽率不合格”而未及销售预期，但是我们预期下半年销售将会回升，未来 2-3 年将会成为销售主力品种；
- 公司拥有良好的品牌和销售渠道。公司注重对农民的后续服务。这一点与隆平高科非常相似；
- 中国未来玉米消费巨大。这对拥有良好玉米品种的公司而言将会是巨大机会。

我们中期看好的公司：

我们选股的标准：种子主业强 但其因素造成亏损而形成的投资机会。区域性特点明显但未来具备扩张潜力。我们看好敦煌种业。

敦煌种业的优势：

- 公司目前种子行业中营业收入最大的种子生产企业；
- 公司最大的利润来源是与先锋公司合资企业；
- 公司 2011 年上半年亏损主要缘于食品加工；
- 我们预计先玉 335 在西北市场份额还将持续扩大，未来公司还将以 25%以上的速度增长。

投资评级的说明

- 行业评级标准

报告发布日后3个月内，以行业股票指数相对同期中证800指数收益率为基准，区分为以下四级：

强于大市 A--：行业指数收益率强于相对市场基准指数收益率5%以上；

同步大市 B--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%~5%之间波动；

弱于大市 C--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%以下；

未评级 N--：不作为行业报告评级单独使用，但在公司评级报告中，作为随附行业评级的选择项之一。

- 公司评级标准

报告发布日后3个月内，以股票相对同期行业指数收益率为基准，区分为以下五级：

买入：相对于行业指数的涨幅在15%以上；

持有：相对于行业指数的涨幅在5%-15%；

中性：相对于行业指数的涨幅在-5%-5%；

卖出：相对于行业指数的跌幅在-5%以上；

未评级：研究员基于覆盖或公司停牌等其他原因不能对该公司做出股票评级的情况。

机构业务部咨询经理

上海

宋歌

021-5012 2086

138 1882 8414

北京

程楠

010 -6708 5220

159 0139 1234

深圳

袁月

0755-3665 9385

158 1689 6912

风险提示及免责声明：

★ 市场有风险，投资须谨慎。

★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。

★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司就不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。

★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。