

中信证券研究部

核心观点


盛夏
 首席农业分析师
 S1010516110001



熊承慧
 农业分析师
 S1010517070003



彭家乐
 农业分析师
 S1010518080001



联系人：朱欣頔

农林牧渔行业
评级 强于大市（维持）

短期来看，供需双增，猪价三月预计维持高位震荡趋势，难有大幅回调。长期来看，三元母猪繁殖效率低下仍是影响行业产能恢复速度的重要因素，预计全年生猪供给仍然偏紧，本轮周期高猪价时间将被拉长。当前板块龙头公司仍然明显低估，继续推荐生猪养殖行业。

仔猪母猪价格上涨，生猪价格高位震荡。供应方面，除个别地区外，疫情对于交通影响基本消除，散户出栏增多，供应紧张情况缓解。受前期压栏和猪粮比走高影响，出栏均重近期明显增加。下游补栏积极性增加，大养殖集团也积极外购，仔猪和二元母猪供给紧张，价格继续上涨。需求方面，随着国内疫情的好转，各工厂和工地复工率提升，但居民外出就餐仍未有明显增加，需求缓慢回升。短期来看，供需双增，猪价三月预计维持高位震荡趋势，难有大幅回调。长期来看，三元母猪繁殖效率低下仍是影响行业产能恢复速度的重要因素，预计全年生猪供给仍然偏紧，本轮周期高猪价时间将被拉长。

盈利确定性强，继续推荐生猪养殖板块。从出栏量来看，生猪养殖龙头企业不仅自留种，同时也积极外购仔猪和母猪，多数龙头企业母猪存栏已大幅超过疫情前水平，预计二季度开始出栏量将逐步增加，全年出栏量有望高增。从盈利来看，猪价持续维持高位，企业盈利丰厚，并有望在今年享受量价齐升。肺炎疫情将迫使抗风险能力差的养殖户将加速退出行业，龙头集中度有望进一步提升。当前板块龙头公司仍然明显低估，继续推荐生猪养殖行业。

转基因玉米商业化将加速龙头企业成长。转基因玉米商业化持续推进，品种审定办法正在修改当中，预计今年政策密集程度加大。转基因玉米的商业化有望对玉米种子行业带来两方面的影响：1) 种子涨价带动行业扩容。2) 转基因研发时间长、壁垒高，具有转基因技术或品种储备的公司有望快速提升市占率。目前国内的最大的玉米种子龙头企业市占率约 5%-10%，而国外的种子龙头企业市占率可达 30%-40%，仍有较大提升空间。

风险因素：动物疫病大规模爆发；食品安全问题；自然灾害等。

重点公司盈利预测、估值及投资评级

| 简称 | 收盘价 (元) | EPS (元) | | | PE | | | 评级 |
|------|------------|---------|-------|-------|--------|-------|-------|----|
| | | 2018 | 2019E | 2020E | 2018 | 2019E | 2020E | |
| 牧原股份 | 116.7 | 0.17 | 2.82 | 19.69 | 686.47 | 41.38 | 5.93 | 买入 |
| 天康生物 | 11.15 | 0.33 | 0.62 | 2.68 | 33.79 | 17.98 | 4.16 | 买入 |
| 新希望 | 28.23 | 0.4 | 0.8 | 1.56 | 70.58 | 35.29 | 18.1 | 买入 |
| 温氏股份 | 31.48 | 0.75 | 2.64 | 10.81 | 41.97 | 11.92 | 2.91 | 买入 |
| 正邦科技 | 18.02 | 0.08 | 0.75 | 2.8 | 225.25 | 24.03 | 6.44 | 买入 |

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 3 月 20 日收盘价

■ 本周观点

仔猪紧缺价格上涨，继续推荐生猪养殖板块

本周生猪价格下跌 0.86% 至 35.96 元/公斤。其中湖南 37.88 元/公斤 (-1.82%)，山东 35.20 元/公斤 (-1.26%)，河南 35.45 元/公斤 (-0.32%)，四川 37.96 元/公斤 (-1.03%)，广东 40.05 元/公斤 (-0.51%)。本周仔猪价格上涨 3.79% 至 89.70 元/公斤。其中黑龙江 78.65 元/公斤 (3.84%)，湖南 93.95 元/公斤 (2.86%)，山东 84.48 元/公斤 (3.26%)，河南 86.34 元/公斤 (4.86%)，四川 90.45 元/公斤 (4.13%)，广东 112.94 元/公斤 (0.13%)

仔猪母猪价格上涨，生猪价格高位震荡。供应方面，除个别地区外，疫情对于交通影响基本消除，散户出栏增多，供应紧张情况缓解。受前期压栏和猪粮比走高影响，出栏均重近期明显增加。下游补栏积极性增加，大养殖集团也积极外购，仔猪和二元母猪供给紧张，价格继续上涨。需求方面，随着国内疫情的好转，各工厂和工地复工率提升，但居民外出就餐仍未有明显增加，需求缓慢回升。短期来看，供需双增，猪价三月预计维持高位震荡趋势，难有大幅回调。长期来看，三元母猪繁殖效率低下仍是影响行业产能恢复速度的重要因素，预计全年生猪供给仍然偏紧，本轮周期高猪价时间将被拉长。

盈利确定性强，继续推荐生猪养殖板块。从出栏量来看，生猪养殖龙头企业不仅自留种，同时也积极外购仔猪和母猪，多数龙头企业母猪存栏已大幅超过疫情前水平，预计二季度开始出栏量将逐步增加，全年出栏量有望高增。从盈利来看，猪价持续维持高位，企业盈利丰厚，并有望在今年享受量价齐升。肺炎疫情将迫使抗风险能力差的养殖户将加速退出行业，龙头集中度有望进一步提升。当前板块龙头公司仍然明显低估，继续推荐生猪养殖行业。重点推荐牧原股份、天康生物、新希望、温氏股份等。

转基因玉米商业化将加速龙头企业成长

转基因玉米商业化持续推进，品种审定办法正在修改当中，预计今年政策密集程度加大。转基因玉米的商业化有望对玉米种子行业带来两方面的影响：1) 种子涨价带动行业扩容。2) 转基因研发时间长、壁垒高，具有转基因技术或品种储备的公司有望快速提升市占率。2020 年 3 月 6 日农业农村部办公厅发布关于印发《2020 年种业市场监管工作方案》的通知。通知指出要严查非法转基因种子。我们认为知识产权保护得到政策呵护，利好掌握转基因技术的企业在商业化后兑现利润。目前国内的最大的玉米种子龙头企业市占率约 5%-10%，而国外的种子龙头企业市占率可达 30%-40%，仍有较大提升空间。积极推荐大北农，登海种业，荃银高科。

■ 农产品价格及板块表现

【国内现价】大豆价格上涨，中国 328 级棉花、鲍鱼价格下跌（3 月 16 日-3 月 20 日）

本周国内大豆市场价格上涨，因国外的疫情也在不断的扩散，以至于到港的大豆拖延，交付时间推迟，国外进口而来的大豆量不足，国内大豆缺口大，价格上涨。受新冠病毒疫

情影响，目前国内需求不佳，供应压力过大，下游大部分订单到3月底，纺企担忧订单断档，对原料皮棉采购较为谨慎，导致棉花价格下跌。鲍鱼价格下跌是由于新冠疫情影响，国内的是餐饮市场尚未恢复，且最近气温慢慢回升，水温升高，鲍鱼在季节交替时会出现死亡现象，养殖户急于销售，价格大跌。

表 1：国内主要农产品现货价格（按“一周以来”涨跌幅排序）

| 农作物 | 单位 | 本期 | 一周以来 | 一月以来 | 三月以来 | 一年以来 |
|------------|---------|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 大豆 | 人民币元/吨 | 3,655.37 | 2.49% | 3.84% | 6.26% | 2.21% |
| 玉米 | 人民币元/吨 | 1,946.33 | 0.08% | 1.06% | -1.47% | 2.30% |
| 海参 | 人民币元/公斤 | 162.00 | 0.00% | -18.18% | -15.63% | -14.74% |
| 扇贝 | 人民币元/公斤 | 10.00 | 0.00% | 0.00% | 25.00% | 0.00% |
| 早稻 | 人民币元/吨 | 2,460.00 | 0.00% | 0.26% | 8.59% | 7.40% |
| 小麦 | 人民币元/吨 | 2,411.89 | -0.20% | 1.56% | 5.86% | -2.08% |
| 柳州白糖 | 人民币元/吨 | 5,783.33 | -0.41% | -3.46% | 5.80% | 6.60% |
| 生猪 | 人民币元/公斤 | 36.08 | -0.52% | -5.08% | 85.88% | 180.12% |
| 猪肉 | 人民币元/公斤 | 50.42 | -0.79% | 26.87% | 87.71% | 165.23% |
| 中国 328 级棉花 | 人民币元/吨 | 12,198.00 | -3.73% | -5.54% | -12.33% | -22.59% |
| 鲍鱼 | 人民币元/公斤 | 100.00 | -16.67% | -16.67% | -32.43% | -28.57% |

资料来源：Wind，中信证券研究部

【国际期货】橙汁期价上涨，玉米、原糖期价大幅下跌（3月16日-3月20日）

本周橙汁期价上涨是由于巴西橙子收成预计将低于预期，供应量减少导致价格上升。玉米因沙特和俄罗斯爆发油价战，且新冠肺炎疫情在全球蔓延，加剧对全球经济放缓的担忧，价格下跌。原糖近期受原油和汇率拖累，情绪化令交易风险扩大，基金选择离场避险，期价下跌。

表 2：国际主要农产品期货价格（按“一周以来”涨跌幅排序）

| 国际期货 | 单位 | 本期 | 一周以来 | 一月以来 | 三月以来 | 一年以来 |
|------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 橙汁 | 美分/磅 | 100.29 | 3.39% | 2.65% | -1.12% | -27.14% |
| 豆粕 | 美元/短吨 | 306.48 | 3.23% | 0.61% | 1.93% | -1.32% |
| 小麦 | 美分/蒲式耳 | 510.69 | -1.27% | -0.66% | 3.85% | 0.48% |
| 大豆 | 美分/蒲式耳 | 834.75 | -3.69% | -9.44% | -4.39% | -3.39% |
| 豆油 | 美分/磅 | 25.32 | -5.13% | -18.16% | -10.53% | -10.81% |
| 瘦肉猪 | 美分/磅 | 58.05 | -6.11% | -11.59% | -27.67% | 3.13% |
| 棉花 | 美分/磅 | 56.85 | -6.48% | -11.81% | -7.05% | -27.00% |
| 玉米 | 美分/蒲式耳 | 344.60 | -8.23% | -10.26% | -15.62% | -6.68% |
| 原糖 | 美分/磅 | 10.91 | -10.50% | -12.44% | -7.78% | -18.09% |

资料来源：Bloomberg，Wind，中信证券研究部

【国内期货】大连大豆期价上涨，郑州白糖、郑州棉花期价下跌（3月16日-3月20日）

大连大豆期价上涨，随着疫情防控形势好转，市场情绪恢复，且产区优质高蛋白大豆供应偏紧，大豆期价抬高。白糖价格下跌是由于疫情影响以及目前需求较淡。郑棉价格下跌是由于受国外疫情大爆发影响，预计全球服装的消费量将大幅减少，而且宏观带来的系

统性风险也助推了期货的大跌。

表 3：国内主要农产品期货价格（按“一周以来”涨跌幅排序）

| 国内期货 | 单位 | 本期 | 一周以来 | 一月以来 | 三月以来 | 一年以来 |
|--------|--------|-----------|--------|---------|---------|---------|
| 大连大豆 | 人民币元/吨 | 4,278.60 | 3.07% | 25.86% | 25.91% | 18.67% |
| 大连豆粕 | 人民币元/吨 | 2,768.60 | 1.18% | -5.25% | -2.38% | -15.57% |
| 大连玉米 | 人民币元/吨 | 1,995.80 | 0.77% | 7.74% | 3.14% | 5.34% |
| 郑州强筋小麦 | 人民币元/吨 | 2,542.20 | 0.62% | 8.16% | 9.66% | -1.22% |
| 早籼稻 | 人民币元/吨 | 2,619.80 | -0.63% | -3.86% | 7.87% | 4.14% |
| 大连豆油 | 人民币元/吨 | 5,312.00 | -1.23% | -14.67% | -6.75% | -5.74% |
| 郑州白糖 | 人民币元/吨 | 5,450.60 | -2.30% | -2.65% | 2.20% | 6.96% |
| 郑州棉花 | 人民币元/吨 | 11,386.00 | -6.63% | -11.56% | -11.97% | -24.62% |

资料来源：Wind，中信证券研究部

【板块表现】行业指数跑输大盘

表 4：农林牧渔板块及子行业指数表现（均为周度环比涨跌幅，3月16日-3月20日）

| 上证综指 | 沪深300 | 农林牧渔 | 种子 | 种业 | 农产品加工 | 饲料加工 | 动物疫苗 | 畜牧养殖 | 宠物食品 | 水产养殖 | 水产捕捞 |
|-------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|
| -6.08 | -7.53 | -3.04 | -7.61 | 5.73 | -2.50 | -1.33 | -3.59 | -3.25 | -7.61 | -11.34 | -4.45 |

资料来源：Wind，中信证券研究部

盈利预测

表 5：重点公司盈利预测（股价为 2020 年 3 月 20 日收盘价）

| | 股价/元 | EPS | | | | PE | | | | 评级 | |
|------|------|-------|-------|------|-------|-------|------|-----|-----|----|----|
| | | 18A | 19E | 20E | 21E | 18A | 19E | 20E | 21E | | |
| 肉禽养殖 | 圣农发展 | 20.7 | 1.21 | 3.12 | 3.68 | 1.56 | 17 | 7 | 6 | 13 | 买入 |
| | 益生股份 | 16.6 | 1.08 | 3.79 | 2.80 | 1.00 | 15 | 4 | 6 | 17 | 买入 |
| | 民和股份 | 26.4 | 1.26 | 4.35 | 2.95 | 1.62 | 21 | 6 | 9 | 16 | 买入 |
| | 仙坛股份 | 14.6 | 1.30 | 1.83 | 2.16 | 1.18 | 11 | 8 | 7 | 12 | 买入 |
| | 立华股份 | 46.8 | 3.58 | 3.95 | 6.85 | 4.49 | 13 | 12 | 7 | 10 | 买入 |
| 宠物 | 佩蒂股份 | 25.0 | 1.16 | 0.40 | 0.81 | 1.12 | 22 | 63 | 31 | 22 | 增持 |
| | 中宠股份 | 21.4 | 0.56 | 0.46 | 0.69 | 0.95 | 38 | 47 | 31 | 23 | 买入 |
| 动保板块 | 中牧股份 | 13.0 | 0.69 | 0.41 | 0.49 | 0.56 | 19 | 32 | 26 | 23 | 买入 |
| | 生物股份 | 19.7 | 0.67 | 0.21 | 0.41 | 0.57 | 29 | 94 | 48 | 35 | 买入 |
| | 普莱柯 | 17.1 | 0.42 | 0.37 | 0.50 | 0.77 | 41 | 46 | 34 | 22 | 买入 |
| | 瑞普生物 | 14.4 | 0.29 | 0.45 | 0.56 | 0.68 | 50 | 32 | 26 | 21 | 买入 |
| 生猪养殖 | 牧原股份 | 116.7 | 0.17 | 2.82 | 19.69 | 24.40 | 686 | 41 | 6 | 5 | 买入 |
| | 温氏股份 | 31.5 | 0.75 | 2.64 | 10.81 | 4.14 | 42 | 12 | 3 | 8 | 买入 |
| | 天邦股份 | 11.0 | -0.49 | 0.55 | 4.46 | 2.09 | -23 | 20 | 2 | 5 | 买入 |
| | 唐人神 | 7.7 | 0.16 | 0.57 | 1.34 | 1.22 | 48 | 13 | 6 | 6 | 买入 |
| | 正邦科技 | 18.0 | 0.08 | 0.75 | 2.80 | 2.00 | 225 | 24 | 6 | 9 | 买入 |
| | 新五丰 | 7.7 | -0.05 | 0.30 | 1.24 | 0.84 | -154 | 26 | 6 | 9 | 增持 |
| | 天康生物 | 11.2 | 0.33 | 0.62 | 2.68 | 1.60 | 34 | 18 | 4 | 7 | 买入 |
| | 新希望 | 28.2 | 0.40 | 0.80 | 1.56 | 1.48 | 71 | 35 | 18 | 19 | 买入 |
| 饲料 | 海大集团 | 34.8 | 0.90 | 1.08 | 1.45 | 1.99 | 39 | 32 | 24 | 18 | 买入 |

| | 股价/元 | EPS | | | | PE | | | | 评级 | |
|------|------|------|------|------|------|------|-----|-----|-----|----|----|
| | | 18A | 19E | 20E | 21E | 18A | 19E | 20E | 21E | | |
| 大北农 | 7.3 | 0.12 | 0.12 | 0.58 | 0.74 | 61 | 61 | 13 | 10 | 买入 | |
| 苏垦农发 | 8.8 | 0.44 | 0.43 | 0.45 | 0.62 | 20 | 20 | 20 | 14 | 买入 | |
| 种植板块 | 荃银高科 | 11.5 | 0.16 | 0.23 | 0.28 | 0.35 | 72 | 50 | 41 | 33 | 增持 |
| | 登海种业 | 9.4 | 0.04 | 0.09 | 0.15 | 0.31 | 235 | 104 | 63 | 30 | 增持 |

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

■ 风险因素

动物疫病大规模爆发; 食品安全问题; 自然灾害等。

■ 相关研究

- 农林牧渔行业动物疫苗行业深度报告—大浪淘沙, 行业向好 (2020-03-20)
- 农林牧渔行业投资策略—坚守生猪养殖, 布局转基因玉米商业化 (PPT) (2020-03-17)
- 农林牧渔行业动保行业跟踪点评—关注非瘟疫情下动保板块投资机会 (2020-03-04)
- 农林牧渔行业热点跟踪—大北农拟处置荃银股权, 双赢共进 (2020-03-04)
- 农林牧渔行业热点跟踪—政策频发, 继续推荐种业板块 (2020-02-23)
- 农林牧渔行业沙漠蝗虫影响专题—蝗灾蔓延, 关注农产品价格影响 (2020-02-17)
- 农林牧渔行业新型冠状病毒影响专题—短期冲击有限, 长期利于行业集中度提升(2020-02-02)
- 农林牧渔行业热点跟踪—转基因玉米获新进展, 种业龙头迎红利 (2020-01-02)
- 农林牧渔行业 2019 年三季报总结: 生猪养殖业绩高增长, 龙头产能恢复超预期(2019-11-04)

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

| 投资建议的评级标准 | | 评级 | 说明 |
|--|------|------|-------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上 |
| | | 增持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间 |
| | | 持有 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间 |
| | | 卖出 | 相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上 |
| | 行业评级 | 强于大市 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上 |
| | | 中性 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间 |
| | | 弱于大市 | 相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上 |

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告有任何疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。