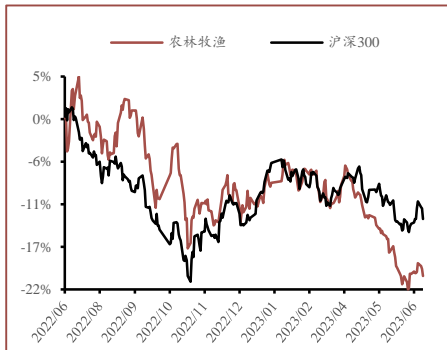


消费支撑不足，养殖信心低迷，产能去化或持续

■ 证券研究报告

投资评级:看好(维持)

最近 12 月市场表现


分析师 余剑秋

 SAC 证书编号: S0160522050003
 yujq01@ctsec.com

相关报告

1. 《6 月 USDA 上调三大作物产量，持续关注厄尔尼诺》 2023-06-23
2. 《仔猪价格下行明显，关注后续产能变化》 2023-06-18
3. 《生猪产能持续去化，鸡苗价格震荡下行》 2023-06-14

农业重点数据跟踪周报

核心观点

❖ **投资建议：本周农林牧渔收于 2930.75，周涨跌幅为-1.96%，沪深 300 周涨跌幅为-2.51%。**本周农林牧渔细分板块普遍下跌，细分板块中动物保健 II 跌幅最大为-3.09%，养殖业跌幅最小为-1.13%。

❖ **生猪养殖：本周猪价略有上行。**需求方面，端午节提振消费对猪价有所支撑，周末节后需求惯性回落，猪价有所调整；供给方面，市场信心依旧不足，出栏体重进一步下行，行业补栏更加消极，母猪及仔猪价格持续下行；按照产能推演并考虑到冬季猪病影响，6 月整体供应压力预计环比 5 月略有缓解。南方进入梅雨季节，本周西南地区猪病情况环比严重，大体重出栏有所增加，需持续关注南方梅雨季节对猪病的影响。产能方面，5 月能繁母猪存栏环比持续下行，6 月至今行业仍持续亏损，企业资金压力仍然较大，或有主动产能优化的可能。中长期，规模场部分放缓规模扩张计划，补栏情绪持续低迷，预计前期周期扩张带来的供给快速释放阶段将结束，后续猪价上行趋势确定性增加，伴随猪肉消费持续恢复，成本随饲料下行逐步进入下行通道，仍看好未来生猪均价及板块盈利水平。**1) 数量端：**5 月能繁母猪存栏环比下行。根据钢联数据，5 月能繁母猪存栏量环比-0.01%，其中规模场能繁母猪存栏量环比+0.002%；根据涌益数据，5 月能繁母猪存栏量环比-0.93%。生猪出栏均重持续下行，根据涌益咨询统计，6 月 21 日全国商品猪出栏均重 120.89kg，90kg 以下占比 4.63%，150kg 以上占比 5.26%。**2) 价格端：本周猪价震荡调整，仔猪价格下行明显。**根据涌益咨询，6 月 21 日，商品猪出栏价为 14.37 元/kg，周环比+0.70%；规模场 15 公斤仔猪出栏价为 502 元/头，周环比-1.18%；猪肉价为 18.44 元/kg，周环比+1.04%。二元母猪价格持续下行，根据 Wind，6 月 16 日，二元母猪平均价 32.08 元/kg，环比-0.19%。**3) 利润端：**6 月 16 日，自繁自养和外购仔猪养殖亏损分别为-326 元/头、-240 元/头。2023 年 4 月，规模养殖生猪头均利润为-243 元/头，散养生猪头均净利润-416 元/头。**相关标的：**牧原股份，温氏股份，新五丰，巨星农牧，唐人神。

❖ **禽类养殖：本周鸡苗及毛鸡价格有所下行。**本周整体供应较为平稳，需求整体支撑不足，毛鸡及鸡苗价格仍有一定下行压力。据钢联统计，2023 年 5 月祖代自繁更新量在 11.74 万套，环比+2.09%，同比+291.33%，其中利丰引种 1 万套，AA+引种 1 万套。维持此前观点，目前祖代产能去化已传导至父母代鸡苗销量，商品代价格上行周期预计 2023 年底启动。截至 6 月 16 日，白羽肉鸡主产区平均价 8.83 元/公斤，周环比为-4.33%；毛鸡养殖利润-0.79 元/羽。截至 6 月 21 日，快大鸡、中速鸡、土鸡、乌骨鸡全国均价分别为 6.23/6.04/7.18/8.00 元/斤。**相关标的：**圣农发展，益生股份。

❖ **动保：景气度持续改善，潜在成长性持续催化。**从养殖周期角度，销量回升持续，业绩改善确定性较强。从行业批签发数据来看，2023 年 Q1/4 月/5 月，

圆环同比+6%/-26%/+42%，伪狂犬同比+16%/+35%/+29%。从产品周期角度，多数公司在产品拓展、产能扩张上有积极变化，行业竞争格局边际改善；非瘟疫苗等新产品研发进展顺利（亚单位疫苗如期上报应急评价申请，兰研所非洲猪瘟疫苗研究正按照首次专家评审意见完善相关资料），有望进一步打开行业成长空间。**相关标的：中牧股份、科前生物、生物股份等。**

❖ **种业：转基因商业化可期，关注试点区域性状效果。**基础农产品方面，根据 wind 数据，玉米现货平均价为 2802 元/吨，周环比上行，6 月 USDA 报告上调全球产量预期；大豆现货平均价为 4746 元/吨，周环比下行，6 月 USDA 报告上调全球产量预期；小麦现货平均价为 2782 元/吨，周环比上行。2023 年转基因商业化落地预期加强，今年试点种植区域和面积均有增加，后续持续关注性状显现效果。**相关标的：大北农、隆平高科、荃银高科等。**

❖ **宠物：**外销方面，随海外客户去库结束环比逐步改善，根据海关数据，2023 年 1-4 月零售包装的狗食或猫食饲料以及未列明配制的动物饲料合计出口 7.8/5.3/8.9/9.2 亿元，同比-26.9%/-15.1%/-6.3%/9.1%，出口环比改善；内销方面，根据魔镜数据，宠物食品（包含猫狗主粮及零食）4 月销售总额同比增长 8.6%，相关上市公司自主品牌依旧维持高速增长。618 线上宠物食品快速增长，根据魔镜数据，2023 年 618 活动中，天猫平台全价猫主粮、全价狗主粮、猫零食、狗零食四大品类合计预售额同比增长 26.9%，预销量同比增速高达 59.2%。另外关注后续宠食公司上市带来的板块效应。**相关标的：佩蒂股份。**

❖ **风险提示：**原材料价格波动风险，动物疾病风险，极端灾害风险。

表 1：重点公司投资评级：

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (06.21)	EPS (元)			PE			投资评级
				2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
300498	温氏股份	1,135.83	17.33	0.82	1.42	1.77	23.92	12.20	9.79	增持
002714	牧原股份	2,305.51	42.15	2.49	3.90	4.48	19.58	10.81	9.41	增持
600975	新五丰	99.68	9.26	-0.09	0.47	0.87	-79.00	19.70	10.64	增持
603477	巨星农牧	161.95	32.00	0.31	1.73	2.07	78.07	18.50	15.46	增持
002299	圣农发展	233.31	18.76	0.33	1.34	1.83	71.33	14.00	10.25	增持
600195	中牧股份	119.68	11.72	0.54	0.61	0.72	21.51	19.21	16.28	增持
688526	科前生物	106.20	22.78	0.88	1.25	1.55	25.45	18.22	14.70	增持
002458	益生股份	119.94	12.08	-0.37	1.22	1.46	-37.57	9.90	8.27	增持
300673	佩蒂股份	34.54	13.63	0.51	0.51	0.62	34.61	26.73	21.98	增持
300087	荃银高科	97.57	10.30	0.35	0.41	0.51	46.00	25.12	20.20	增持

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

内容目录

1	农林牧渔行情概览.....	5
2	生猪养殖数据跟踪.....	5
2.1	数量端：5月母猪存栏持续环比下行.....	6
2.2	价格端：猪价略有上行，二元母猪价格下行.....	7
2.3	利润端：大宗原材料价格涨跌不一.....	8
3	禽类养殖数据跟踪.....	9
4	风险提示.....	11

图表目录

图 1.	自 2022 年 1 月 4 日以来，农林牧渔涨跌幅-24.78%，沪深 300 涨跌幅-21.43%。	5
图 2.	农林牧渔细分板块中，动物保健 II 跌幅最大为-3.09%，养殖业跌幅最小为-1.13%	5
图 3.	个股涨幅 top3 为万辰生物、西王食品、佳沃食品	5
图 4.	个股跌幅 top3 为道道全、鹏都农牧、华绿生物	5
图 5.	4 月能繁母猪存栏量为 4284 万头，环比-0.5%	6
图 6.	5 月猪肉及猪杂碎进口 25 万吨，当月同比+14.20%.....	6
图 7.	2023 年 5 月中央投放（收储）冻猪肉 0 万吨.....	6
图 8.	6 月 21 日，全国商品猪出栏均重 120.89kg，150kg 以上占比 5.26%.....	6
图 9.	各企业 5 月生猪销售情况.....	7
图 10.	各企业 2023 年 1-5 月生猪累计销售情况	7
图 11.	6 月 21 日，商品猪出栏价为 14.37 元/kg，周环比+0.70%.....	7
图 12.	6 月 15 日，二元母猪平均价 32.08 元/kg，周环比-0.19%	7
图 13.	6 月 21 日，规模场 15 公斤仔猪出栏价为 502 元/头，周环比-1.18%	8
图 14.	6 月 21 日，猪肉价为 18.44 元/kg，周环比+1.04%	8
图 15.	6 月 16 日，育肥猪配合饲料平均价为 3.77 元/公斤，周环比-0.53%	8
图 16.	6 月 25 日，上游大宗原材料豆粕、玉米、小麦、大豆现货价为 4021/2802/2782/4746 元/吨.....	8
图 17.	4 月散养生猪和规模养殖生猪头均净利润分别为-416、-243 元/头	9
图 18.	6 月 16 日，自繁自养和外购仔猪养殖亏损分别为-326 元/头、-240 元/头	9
图 19.	6 月 16 日，白羽肉鸡主产区平均价 8.83 元/kg	10
图 20.	6 月 16 日，毛鸡养殖利润-0.79 元/羽	10

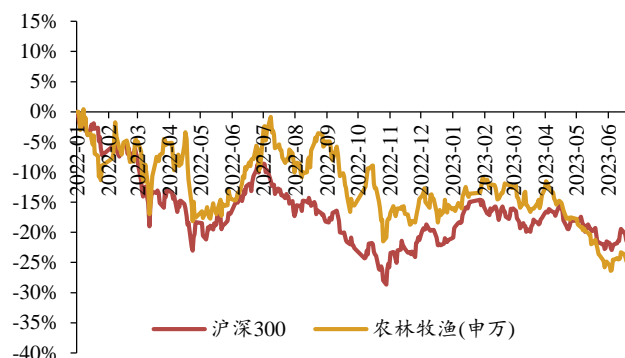
图 21. 6 月 21 日，快大鸡、中速鸡全国均价分别为 6.23/6.04 元/斤	10
图 22. 6 月 21 日，土鸡、乌骨鸡全国均价分别为 7.18/8.00 元/斤	10
图 23. 2023 年第 23 周父母代鸡苗价格周环比+2.20%	11
图 24. 2023 年第 23 周父母代鸡苗销量周环比-8.05%	11
图 25. 2023 年第 23 周祖代种鸡总存栏量周环比-0.48%	11
图 26. 2023 年第 23 周父母代种鸡存栏量周环比+0.22%	11
表 1. USDA2023 年 6 月供需报告	9

1 农林牧渔行情概览

本周农林牧渔收于 2930.75，周涨跌幅为-1.96%，沪深 300 周涨跌幅为-2.51%。

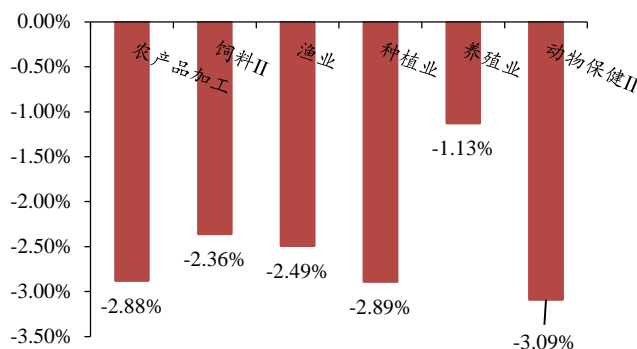
本周农林牧渔细分板块涨跌不一，细分板块中动物保健 II 跌幅最大为-3.09%，养殖业跌幅最小为-1.13%。

图1.自 2022 年 1 月 4 日以来，农林牧渔涨跌幅-24.78%，沪深 300 涨跌幅-21.43%。



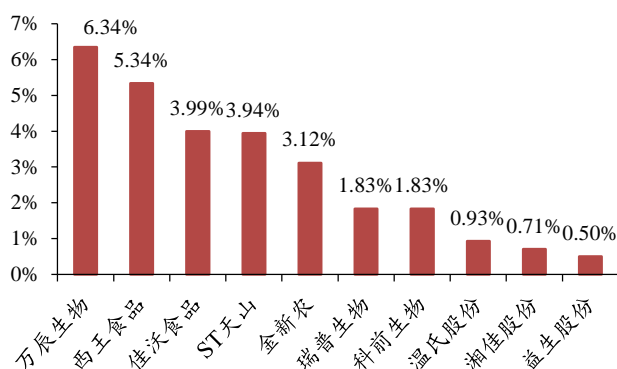
数据来源: Choice, 财通证券研究所

图2.农林牧渔细分板块中，动物保健 II 跌幅最大为-3.09%，养殖业跌幅最小为-1.13%



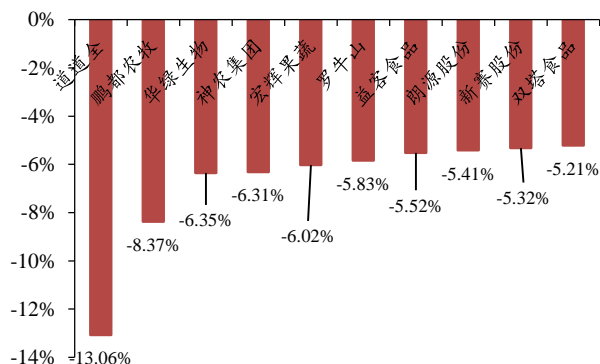
数据来源: Choice, 财通证券研究所

图3.个股涨幅 top3 为万辰生物、西王食品、佳沃食品



数据来源: Choice, 财通证券研究所

图4.个股跌幅 top3 为道道全、鹏都农牧、华绿生物



数据来源: Choice, 财通证券研究所

2 生猪养殖数据跟踪

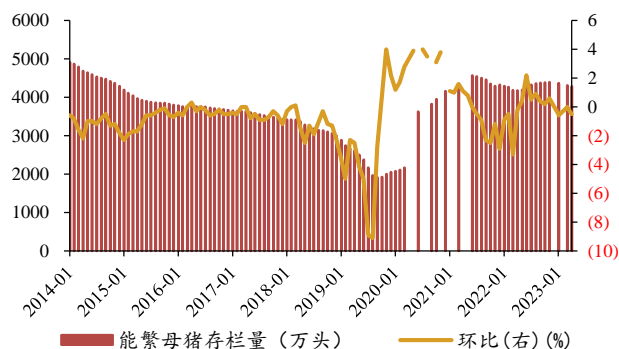
本周猪略有上行。需求方面，端午节提振消费对猪价有所支撑，周末节后需求惯性回落，猪价有所调整；供给方面，市场信心依旧不足，出栏体重进一步下行，行业补栏更加消极，母猪及仔猪价格持续下行；按照产能推演并考虑到冬季猪病影响，6 月整体供应压力预计环比 5 月略有缓解。南方进入梅雨季节，本周西南地区猪病情况环比严重，大体重出栏有所增加，需持续关注南方梅雨季节对猪病的影响。产能方面，5 月能繁母猪存栏环比持续下行，6 月至今行业仍持续亏损，

企业资金压力仍然较大，或有主动产能优化的可能。中长期，规模场部分放缓规模扩张计划，补栏情绪持续低迷，预计前期周期扩张带来的供给快速释放阶段将结束，后续猪价上行趋势确定性增加，伴随猪肉消费持续恢复，成本随饲料下行逐步进入下行通道，仍看好未来生猪均价及板块盈利水平。

2.1 数量端：5月母猪存栏持续环比下行

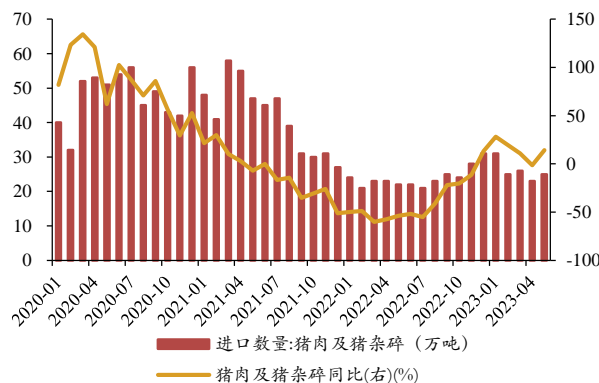
数量端：5月能繁母猪存栏环比下行。根据钢联数据，5月能繁母猪存栏量环比-0.01%，其中规模场能繁母猪存栏量环比+0.002%；根据涌益数据，5月能繁母猪存栏量环比-0.93%。生猪出栏均重本周持续下行，根据涌益咨询统计，6月21日全国商品猪出栏均重120.89kg，90kg以下占比4.63%，150kg以上占比5.26%。

图5.4 月能繁母猪存栏量为4284万头，环比-0.5%



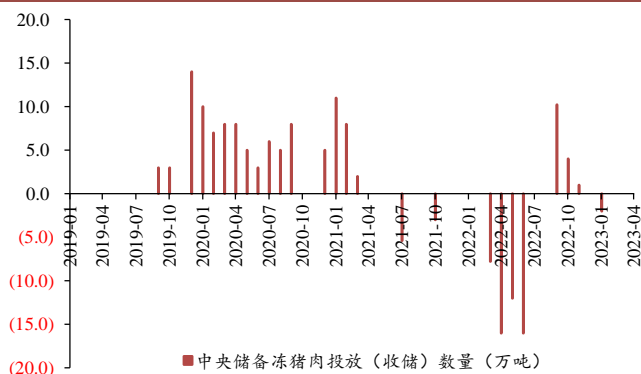
数据来源：农业农村部，Wind，财通证券研究所

图6.5 月猪肉及猪杂碎进口25万吨，当月同比+14.20%



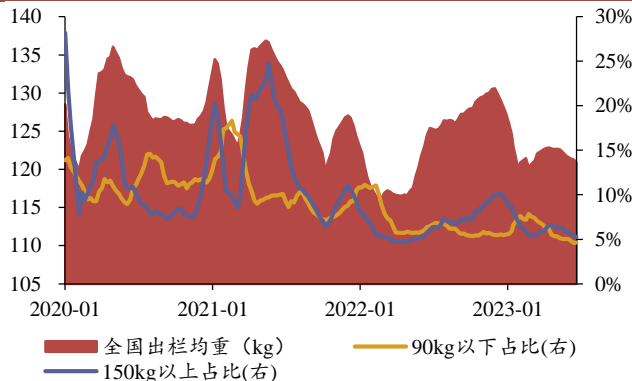
数据来源：海关总署，Wind，财通证券研究所

图7.2023年5月中央投放（收储）冻猪肉0万吨



数据来源：华储网，财通证券研究所

图8.6月21日，全国商品猪出栏均重120.89kg，150kg以上占比5.26%

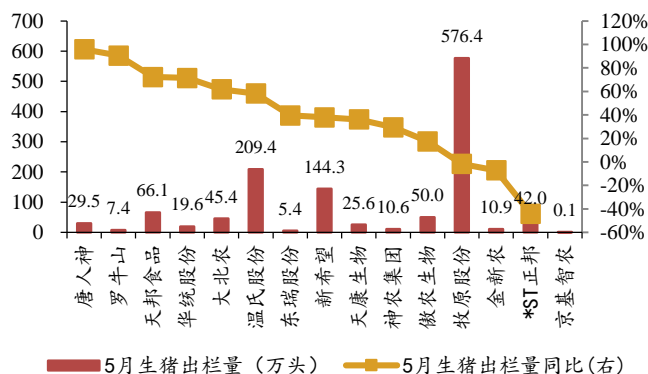


数据来源：涌益咨询，财通证券研究所

企业月度出栏：上市公司发布5月生猪销售情况，出栏量（同比增速）依次为唐人神29.5万头(+95.8%)、罗牛山7.43万头(+90.5%)、天邦食品66.1万头(+72.2%)、

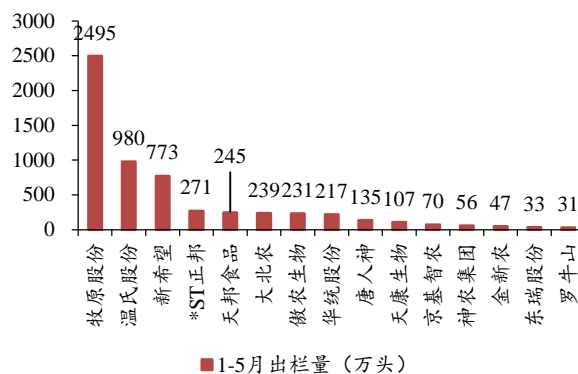
华统股份 19.56 万头(+71.5%)、大北农 45.36 万头 (+61.8%)、温氏股份 209.36 万头 (+58.2%)、东瑞股份 5.43 万头 (+39.6%)、新希望 144.28 万头 (+38.0%)、天康生物 25.6 万头 (+36.2%)、神农集团 10.62 万头 (+29.5%)、傲农生物 49.96 万头 (+17.6%)、牧原股份 576.4 万头 (-1.7%)、金新农 10.85 万头 (-7.1%)、*ST 正邦 41.96 万头 (-44.0%)、京基智农 14.92 万。

图9.各企业 5 月生猪销售情况



数据来源：各公司公告，财通证券研究所

图10.各企业 2023 年 1-5 月生猪累计销售情况



数据来源：各公司公告，财通证券研究所

2.2 价格端：猪价略有上行，二元母猪价格下行

价格端：本周猪价略有上行。根据涌益咨询，6月21日，商品猪出栏价为14.37元/kg，周环比+0.70%；规模场15公斤仔猪出栏价为502元/头，周环比-1.18%；猪肉价为18.44元/kg，周环比+1.04%。二元母猪价格持续下行，根据Wind，6月15日，二元母猪平均价32.08元/kg，环比-0.19%。

图11.6月21日，商品猪出栏价为14.37元/kg，周环比+0.70%



数据来源：涌益咨询，财通证券研究所

图12.6月15日，二元母猪平均价32.08元/kg，周环比-0.19%



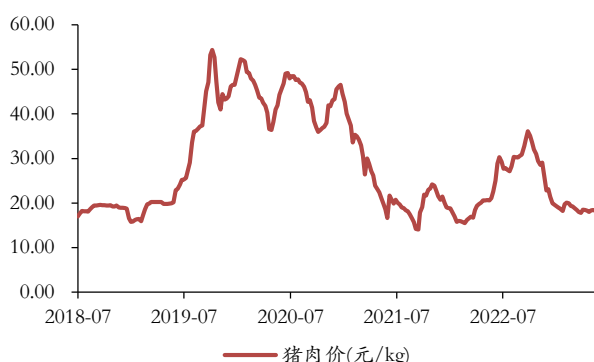
数据来源：Wind，财通证券研究所

图13.6月21日，规模场15公斤仔猪出栏价为502元/头，周环比-1.18%



数据来源：涌益咨询，财通证券研究所

图14.6月21日，猪肉价为18.44元/kg，周环比+1.04%



数据来源：涌益咨询，财通证券研究所

2.3 利润端：大宗原材料价格涨跌不一

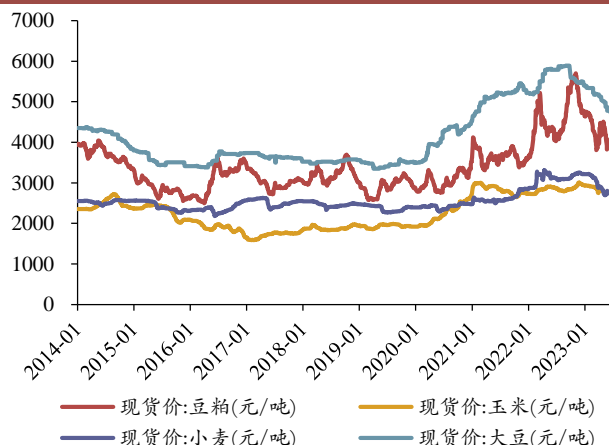
成本端：本周大宗原材料价格涨跌不一。6月25日上游大宗原材料豆粕、玉米、小麦、大豆现货价为4021/2802/2782/4746元/吨，周环比涨跌幅分别为0.50%/0.98%/0.56%/-0.60%，同比分别为-0.80%/-2.81%/-10.88%/-17.98%。6月16日，育肥猪配合饲料平均价为3.77元/公斤。

图15.6月16日，育肥猪配合饲料平均价为3.77元/公斤，周环比-0.53%



数据来源：Wind，财通证券研究所

图16.6月25日，上游大宗原材料豆粕、玉米、小麦、大豆现货价为4021/2802/2782/4746元/吨



数据来源：Wind，中国汇易，财通证券研究所

USDA 发布6月供需报告，上调全球玉米及大豆产量预期：

USDA 玉米6月库消比2023/24预测值相比2022/23预测值上升0.15个百分点。2023/24年度全球玉米产量12.23亿吨，国内消费量12.06亿吨，期末库存3.14亿吨，库消比22.36%，较22/23年度上升0.15个百分点。分国别看，2023/24年度美国玉米产量3.88亿吨，国内消费量3.15亿吨，期末库存0.57亿吨，库消比15.48%，较22/23年度上升4.97个百分点；2023/24年度中国玉米产量2.80亿吨，

国内消费量 3.04 亿吨，期末库存 2.04 亿吨，库消比 67.20%，较 22/23 年度下降 1.46 个百分点。

USDA 大豆 6 月库消比 2023/24 预测值相比 2022/23 预测值上升 3.05 个百分点。

2023/24 年度全球大豆产量 4.11 亿吨，国内消费量 3.86 亿吨，期末库存 1.23 亿吨，库消比 22.08%，较 22/23 年度上升 3.05 个百分点。分国别看，2023/24 年度美国大豆产量 1.23 亿吨，国内消费量 0.66 亿吨，期末库存 0.09 亿吨，库消比 7.93%，较 22/23 年度上升 2.62 个百分点；2023/24 年度中国大豆产量 0.21 亿吨，国内消费量 1.18 亿吨，期末库存 0.38 亿吨，库消比 32.35%，较 22/23 年度上升 0.61 个百分点。

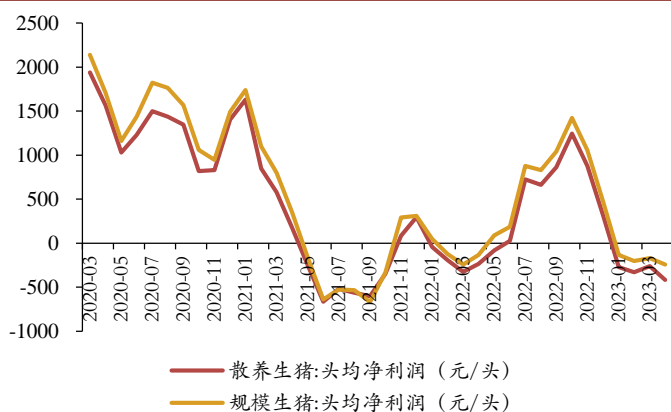
表1.USDA2023 年 6 月供需报告

全球数据	时间	期初库存	产量	进口	国内总需求	出口	期末库存	库消比
玉米（单位：百万公吨）	2021/22	293.07	1218.70	184.49	1201.89	206.53	309.88	22.00%
	2022/23(est.)	309.88	1150.73	175.03	1163.06	176.57	297.55	22.21%
	5月(proj.)	297.41	1219.63	184.50	1204.14	195.26	312.90	22.36%
	6月(proj.)	297.55	1222.77	187.00	1206.35	197.76	313.98	22.36%
	预期调整	0.14	3.14	2.50	2.21	2.50	1.08	0.00%
全球数据	时间	期初库存	产量	进口	国内总需求	出口	期末库存	库消比
大豆（单位：百万公吨）	2021/22	100.06	359.91	156.59	363.82	154.02	98.73	19.07%
	2022/23(est.)	98.73	369.57	165.32	363.82	168.49	101.32	19.03%
	5月(proj.)	101.04	410.59	169.77	386.49	172.41	122.50	21.92%
	6月(proj.)	101.32	410.70	169.82	386.09	172.41	123.34	22.08%
	预期调整	0.28	0.11	0.05	-0.40	0.00	0.84	0.17%

数据来源：USDA，财通证券研究所

利润端：6月16日，自繁自养和外购仔猪养殖亏损分别为-326元/头、-240元/头。2023年4月，规模养殖生猪头均利润为-243元/头，散养生猪头均净利润-416元/头。

图17.4 月散养生猪和规模养殖生猪头均净利润分别为-416、-243元/头



数据来源：发改委，Wind，财通证券研究所

图18.6 月 16 日，自繁自养和外购仔猪养殖亏损分别为-326元/头、-240元/头



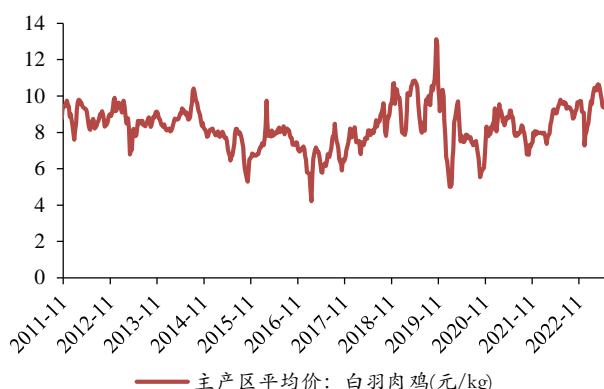
数据来源：Wind，财通证券研究所

3 禽类养殖数据跟踪

谨请参阅尾页重要声明及财通证券股票和行业评级标准

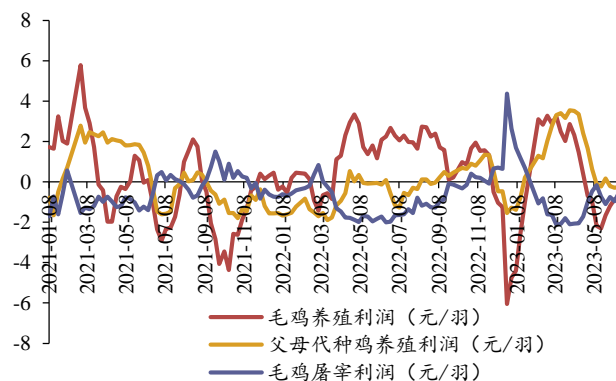
本周鸡苗及毛鸡价格有所下行。本周供应较为平稳，需求整体支撑不足，毛鸡及鸡苗价格仍有一定下行压力。据钢联统计，2023年5月祖代自繁更新量在11.74万套，环比+2.09%，同比+291.33%，其中利丰引种1万套，AA+引种1万套。维持此前观点，目前祖代产能去化已传导至父母代鸡苗销量，商品代价格上行周期预计2023年底启动。截至6月16日，白羽肉鸡主产区均价8.83元/公斤，周环比为-4.33%；毛鸡养殖利润-0.79元/羽。截至6月21日，快大鸡、中速鸡、土鸡、乌骨鸡全国均价分别为6.23/6.04/7.18/8.00元/斤。

图19.6月16日，白羽肉鸡主产区均价8.83元/kg



数据来源：Wind，财通证券研究所

图20.6月16日，毛鸡养殖利润-0.79元/羽



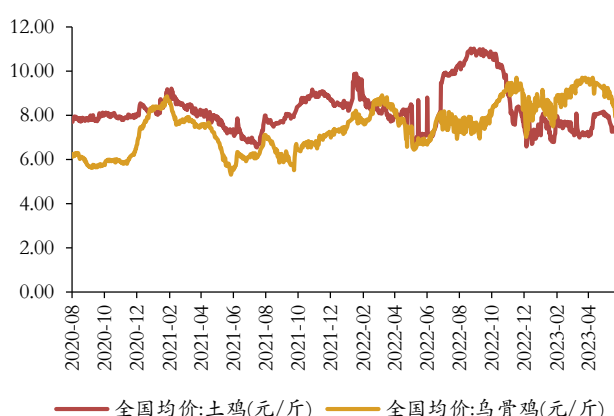
数据来源：Wind，财通证券研究所

图21.6月21日，快大鸡、中速鸡全国均价分别为6.23/6.04元/斤



数据来源：Wind，财通证券研究所

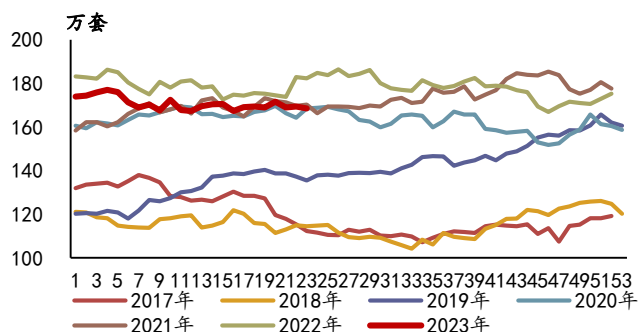
图22.6月21日，土鸡、乌骨鸡全国均价分别为7.18/8.00元/斤



数据来源：Wind，财通证券研究所

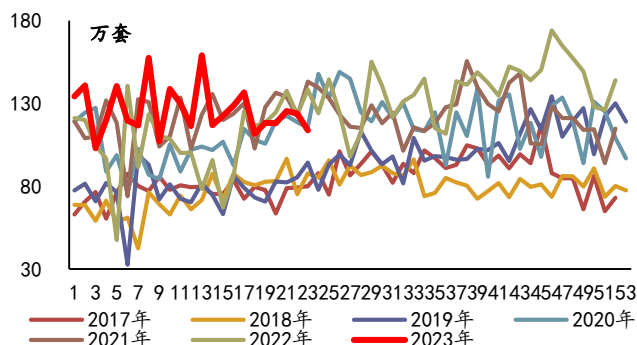
根据畜牧业协会禽业分会，2023年第23周父母代鸡苗销量113.86万套，周环比-8.05%；父母代鸡苗价格59.81元/套，周环比+2.20%。祖代种鸡总存栏量（后备+在产）168.50万套，周环比-0.48%；父母代种鸡存栏量（后备+在产）3748.35万套，周环比+0.22%。

图23.2023 年第 23 周父母代鸡苗价格周环比+2.20%



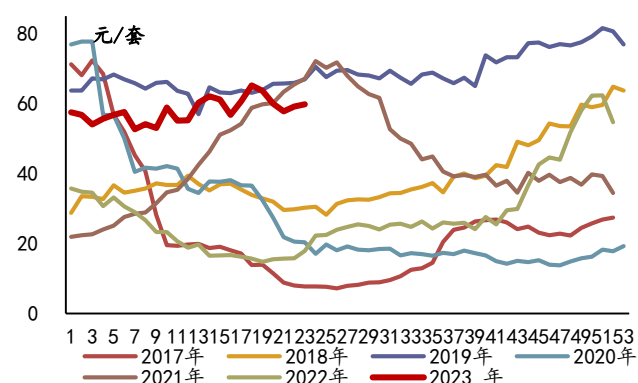
数据来源：中国畜牧业协会，财通证券研究所

图24.2023 年第 23 周父母代鸡苗销量周环比-8.05%



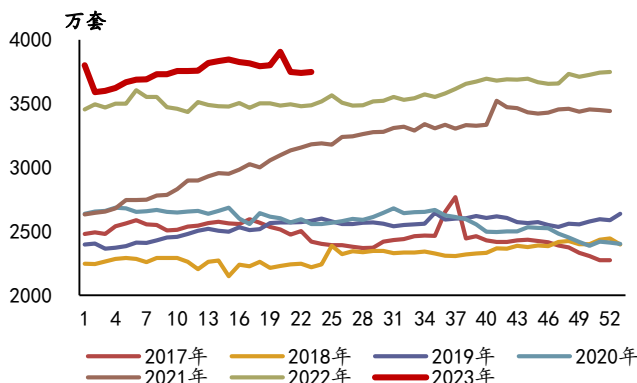
数据来源：中国畜牧业协会，财通证券研究所

图25.2023 年第 23 周祖代种鸡总存栏量周环比-0.48%



数据来源：中国畜牧业协会，财通证券研究所

图26.2023 年第 23 周父母代种鸡存栏量周环比+0.22%



数据来源：中国畜牧业协会，财通证券研究所

4 风险提示

原材料价格波动风险。成本占比较高的主要有玉米、豆粕、小麦、高粱等。饲料原料的国际贸易存在较大不确定性，价格波动的风险将中长期存在。如果全球大宗农产品的供应持续偏紧，价格进一步上行或维持高位，将进一步推高产业链成本，对行业盈利水平产生不利影响。

动物疫病风险。动物疾病的大规模发生与流行，一方面会导致畜禽的疾病甚至死亡，从而导致畜禽出栏量下行，对行业收入和业绩产生明显不利影响；另一方面会影响消费者心理，导致短期内行业需求降速，从而对行业销售量和销售单价产生不利影响。

极端灾害风险。自然灾害和极端气候可能造成行业经营活动无法正常开展；也可能造成原料减产、增加疾病传播风险，从而增加产业链整体成本和疫情防控成本，对行业整体盈利水平产生不利影响。

信息披露**● 分析师承诺**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，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，作者也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。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。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。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、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邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，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。

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，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而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应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，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，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。