

草甘膦行业快评

国内外补库需求叠加成本支撑，草甘膦行业景气度触底回升

超配

◆ 行业研究 · 行业快评

◆ 基础化工 · 农化制品

◆ 投资评级：超配（维持评级）

证券分析师： 杨林
联系人： 王新航

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

执证编码：S0980520120002

wangxinhang@guosen.com.cn

观点：

1) 供给端：行业新增产能有限，供给主要取决于开工率和库存。据百川盈孚，截至2023年7月初，我国草甘膦产能合计81万吨/年。国外产能方面，拜耳（孟山都）拥有37万吨/年IDA法的草甘膦产能，全球产能共计118万吨。在建产能方面，目前国内只有润丰股份拥有2.5万吨/年的在建产能，预计2024年投产，供给端增量有限。2023年上半年草甘膦行业开工率下行，库存维持高位，目前已有所改善。据百川盈孚，2023年上半年国内草甘膦产量约22.85万吨，较2022年上半年（31.565万吨）减少8.715万吨，减幅27.61%；与此同时草甘膦行业开工率持续走低，2023年上半年国内草甘膦行业开工率每月均不及60%。伴随开工率下行的是库存提升，据百川盈孚，国内草甘膦工厂总库存在2023年5月12日达到自2017年以来的最高点，达8.6万吨，同期海外终端库存也处于高位。受库存高企及需求疲软影响，2023年上半年主流采购市场以消化库存为主，草甘膦市场价格也随之走低。2023年6月国内草甘膦行业开工率为56%，截至7月7日国内草甘膦工厂总库存为5万吨，均较前期有所改善。

2) 需求端：短期国内外补库需求回升，中长期转基因作物商业化有望拉动草甘膦需求。短期看，6月以来，草甘膦市场交易有所回暖，主流企业库存减少，供应商多惜售推涨，下游制剂商、贸易商抄底拿货，采购积极，国内订单增加。同时，草甘膦价格下行叠加汇率走贬使得草甘膦出口价格优势显现，海外拿货需求增加，而近年来国内生产的草甘膦平均70%-80%都用于出口。**中长期看**，全球转基因作物种植面积不断增长，将大幅拉动草甘膦使用量。据国际农业生物技术应用服务组织数据，2019年全球转基因作物种植面积已达到1.9亿公顷，其中80%-90%的转基因作物均耐草甘膦。近年来，国内转基因育种政策持续出台，商业化即将落地，有望拉动草甘膦需求增长。随着我国转基因作物种植试点工作的不断推进，转基因作物品种特性优良、节本增效等优势将逐步显现，转基因品种的商业化进程有望加快，将带动转基因作物面积增长，长期看将拉动草甘膦除草剂的需求增长。

3) 价格端：上半年原料价格走跌，近期成本端支撑有所增强。甘氨酸路线原材料主要包括甘氨酸、甲醇、黄磷、多聚甲醛、液氨等，原材料在总成本中占比约85%~90%，草甘膦和甘氨酸价格联动性较强。2023年上半年，上游黄磷、甘氨酸、亚氨基二乙腈、双甘膦等重要原料价格整体呈跌势，草甘膦成本下降。进入夏季，高温或会出现企业限电情况，不仅会导致黄磷价格推涨使草甘膦成本走高，也会导致草甘膦本身开工受限供应减少，从而在成本及供应双重利好条件下支撑价格上涨。如无限电情况，夏季高温也是企业检修高发期，产量快速扩张存在一定约束。甘氨酸方面，据百川盈孚，甘氨酸价格自6月份以来平稳运行，当前甘氨酸供需较为稳定，库存较年初有所下降，成本端近期上游醋酸价格有所上调，甘氨酸成本走高，进而支撑下游草甘膦价格上行。

相关标的：建议关注草甘膦行业龙头企业：【兴发集团】。目前兴发集团具备23万吨/年草甘膦产能，位列国内第一，全球第二，将有望充分受益于此次草甘膦行业景气回升，我们看好公司具备产业链一体化、原料自给配套优势，竞争优势将更为显著。

风险提示：草甘膦价格波动风险，市场需求不及预期，转基因商业化推广受阻，农产品价格下降等。

评论：

◆ 供给端：行业新增产能有限，供给主要取决于开工率和库存

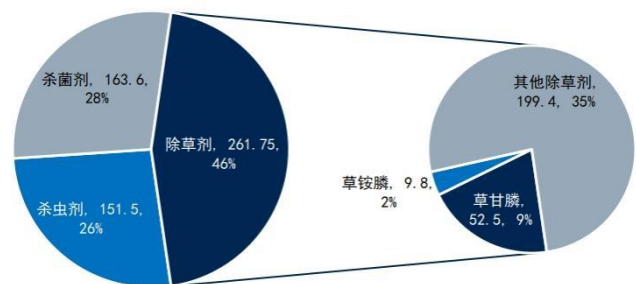
草甘膦是最大的除草剂品种，也是全球第一大农药。草甘膦是孟山都（现拜耳）公司于 1971 年开发的一种氨基酸类除草剂，其商品名为农达(Roundup)。由于草甘膦兼具高效广谱、低毒安全等特性，属于高性价比的农药品种，被广泛用于田间、坡地以及草坪等防除杂草。据 Phillips McDougall，2019 年全球草甘膦销售额为 52.51 亿美元，占全球除草剂市场规模的 20%，占全球作物用农药销售额的 9%，使用量达 73 万吨，占全球农药使用量的 17%，是最大的除草剂品种，也是全球第一大农药。

图1：2012-2022 年全球农药市场规模



资料来源：Phillips McDougall，国信证券经济研究所整理

图2：2019 年全球作物用农药市场结构



资料来源：Phillips McDougall，国信证券经济研究所整理

环保政策趋严，草甘膦新增产能有限。草甘膦作为有机磷农药，其供给端的生产会受到环保约束和安全生产规范的影响。2013 年，环保部发布《关于开展草甘膦(双甘膦)生产企业环保核查工作的通知》，要求到 2015 年底前基本完成对草甘膦行业全面环保核查；经历 2015 年以来的 4 轮高压环保核查、督察以及安全检查，我国开启了草甘膦高质量发展之路。2017-2019 年国内草甘膦行业几乎无新增产能，供给端落后产能逐步出清，开工企业数近十年期间从 30 多家缩减合并至现在的 10 家企业左右。据百川盈孚，截至 2023 年 7 月初，我国草甘膦产能合计 81 万吨/年。国外产能方面，拜耳（孟山都）拥有 37 万吨/年 IDA 法的草甘膦产能，暂无新增产能。因此，全球草甘膦有效产能合计 118 万吨/年，主要集中在中国。

根据《市场准入负面清单（2022 年版）》与《产业结构调整指导目录（2019 年本）》，草甘膦属于限制类项目。根据《“十四五”全国农药产业规划》，草甘膦属于适度发展的农药品类，政策及环保约束使得草甘膦供给端新增产能有限。据百川盈孚，目前国内只有润丰股份拥有 2.5 万吨/年的在建产能，预计 2024 年投产。此外，2023 年和邦生物公告拟向不特定对象发行可转债募集资金不超过 46 亿元，用于“年产 50 万吨双甘膦项目”建设，该项目总投资 167.13 亿元，建设周期 2 年，若按 1.5 吨双甘膦可以产出 1 吨草甘膦计算，和邦生物 50 万吨/年产能双甘膦每年可以满足 33.33 万吨草甘膦生产需求。

表1：国内草甘膦生产企业产能统计

企业	产能（万吨/年）	工艺路线
兴发集团	23	甘氨酸法
福华通达	15	甘氨酸法
新安股份	8	甘氨酸法
好收成韦恩	7	IDA 法
江山股份	7	IDA 法 4 万吨，甘氨酸法 3 万吨

广信股份	6	甘氨酸法
和邦生物	5	IDA 法
扬农化工	4	IDA 法
河南红东方	3	甘氨酸法
其他	3	IDA 法
合计	81	甘氨酸法 58 万吨，IDA 法 23 万吨

资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

2023 年上半年草甘膦行业开工率下行，库存维持高位，目前已有所改善。据百川盈孚，2023 年上半年国内草甘膦产量约 22.85 万吨，较 2022 年上半年（31.565 万吨）减少 8.715 万吨，减幅 27.61%；较 2022 年下半年（25.424 万吨）减少 2.574 万吨，减幅 11.26%。与此同时草甘膦行业开工率持续走低，2023 年上半年国内草甘膦行业开工率每月均不及 60%。伴随开工率下行的是库存提升，据百川盈孚，国内草甘膦工厂总库存在 2023 年 5 月 12 日达到自 2017 年以来的最高点，达 8.6 万吨，同期海外终端库存也处于高位。受库存高企及需求疲软影响，2023 年上半年主流采购市场以消化库存为主，草甘膦市场价格也随之走低。2023 年 6 月国内草甘膦行业开工率为 56%，截至 7 月 7 日国内草甘膦工厂总库存为 5 万吨，均较前期有所改善。

图3：草甘膦行业月度产量及开工率情况



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图4：草甘膦行业工厂库存情况



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

◆ 需求端：短期国内外补库需求回升，中长期转基因作物商业化有望拉动草甘膦需求

短期：国内外补库需求阶段性回升。

6月以来，草甘膦市场交易有所回暖，主流企业库存减少，供应商多惜售推涨，下游制剂商、贸易商抄底拿货，采购积极，国内订单增加。

草甘膦价格下行叠加汇率走贬使得草甘膦出口价格优势显现，海外拿货需求增加。中国是草甘膦生产和出口大国，近年来国内生产的草甘膦平均 70%-80%都用于出口到巴西、美国、阿根廷等转基因农作物生产大国。2019 年我国出口草甘膦约 39 万吨，出口量占国内总产量的 71%，出口额约为 10.8 亿美元。2023 年上半年，人民币兑美元汇率整体呈下行趋势，叠加同期草甘膦去库存价格下行，草甘膦出口价格加速下跌，据百川盈孚，2023 年 6 月 19 日，中国草甘膦 FOB 离岸价跌至 3480 美元/吨，该价格已是自 2020 年 9 月以来的最低点，截至 7 月 12 日，中国草甘膦 FOB 离岸价回升至 3970 美元/吨，但仍处于近两年多来的相对低点。草甘膦离岸价持续走低使得国内草甘膦价格优势凸显，从而使得贸易商、海外客户抄底拿货需求增加，据百川盈孚，2023 年 6 月上旬国内出口量增加，7 月初海外南美、东南亚、欧洲、非洲均有订单下发，下游制剂商订单多排至 8 月，对原粉拿货积极，支撑价格上涨。

图5：草甘膦价格及汇率走势

图6：其他非卤化有机磷衍生物出口情况



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

中长期：我国转基因育种商业化即将开启，有望打开草甘膦需求增长空间。

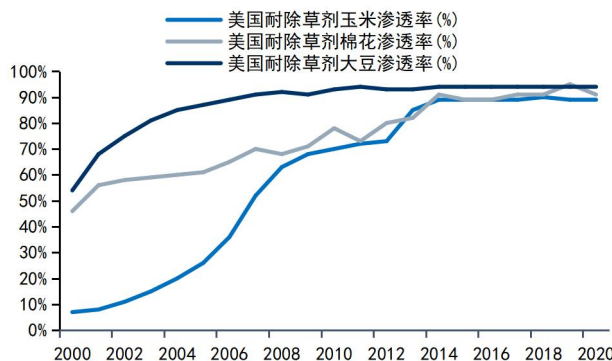
全球转基因作物种植面积不断增长，大幅拉动草甘膦使用量。由于转基因作物的新品种持续研发、商业化推广，全球转基因作物种植面积不断增长，据国际农业生物技术应用服务组织数据，2019 年全球转基因作物种植面积已达到 1.9 亿公顷，其中 80%-90% 的转基因作物均耐草甘膦。以美国为例，美国一直是全球主要的转基因作物种植国家，以转基因大豆、玉米和棉花的种植面积最广，2022 年，美国耐除草剂大豆、玉米和棉花的应用率已超过 95% 以上。草甘膦是美国农业中应用最广泛的除草剂，美国草甘膦使用量随着转基因作物推广呈倍数增长，据《美国草甘膦除草剂在美国和全球的使用趋势》文中介绍，2014 年美国草甘膦使用量达 12.54 万吨，约是美国转基因作物推广前夕 1995 年的 7 倍。目前已经商业化应用的抗草甘膦基因有 7 种，涉及 10 种作物，其中玉米涵盖 6 种基因，抗草甘膦玉米的转化事件远远大于其他作物，是商业化程度最高的作物，其次是大豆和棉花。

图7：全球转基因作物种植面积（亿公顷）



资料来源：国际农业生物技术应用服务组织，国信证券经济研究所整理

图8：2000-2020 年美国主要耐除草剂转基因作物渗透情况



资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

表2：目前已商业化应用的抗草甘膦基因

基因类型	作物类型	转化事件
2mepsps	棉花	7
	大豆	4
	玉米	2
cp4epsps (aroA:CP4)	玉米	82

	大豆	18
	棉花-陆地棉	15
	阿根廷油菜-甘蓝型油菜	12
	紫花苜蓿-苜蓿	4
	马铃薯	4
	波兰油菜籽-芸苔	3
	甜菜	2
	葡萄草	1
	小麦	1
epspsgrg23ace5	玉米	1
gat4601	阿根廷油菜	1
	大豆	1
gat4621	玉米	4
	阿根廷油菜	2
goxv247	玉米	8
	阿根廷油菜	3
	波兰油菜	3
	甜菜	1
mepsps	玉米	50

资料来源：岳荣生, 程兴茹, 李俊等.《全球抗草甘膦基因专利分析与技术展望》[J]. 生物技术通报, 2022, 38 (12) : 324-333. , 国信证券经济研究所整理

国内转基因育种政策持续出台，商业化即将落地，有望拉动草甘膦需求增长。2019 年以来，我国连续颁发 4 个转基因玉米和 3 个转基因大豆的生物安全证书；2020 年中央经济工作会议和 2021 年中央一号文件中亦明确提出要有序推进生物育种产业化应用；2021 年农村农业部对《主要农作物品种审定办法》等三部种业规章的部分条款予以修改，意味着转基因农作物品种审定将并入新品种审定大类，转基因作物特定审定办法不再另行制定；2022 年 3 月，修改后的《中华人民共和国种子法》开始实施；2022 年 6 月，农业农村部官网发布《国家级转基因玉米品种审定标准（试行）》《国家级转基因大豆品种审定标准（试行）》并开始实施。2023 年 2 月，中央一号文件提出要全面实施生物育种重大项目，加快玉米、大豆生物育种产业化步伐，有序扩大试点范围。此外，2023 年 2 月发布的《农业农村部关于落实党中央国务院 2023 年全面推进乡村振兴重点工作部署的实施意见》指出，要加快生物育种产业化步伐，进一步扩大转基因玉米大豆产业化应用试点范围，依法加强监管。2023 年 4 月 28 日，农业农村部发布《2023 年农业转基因生物安全证书批准清单》，批准了 113 个农业转基因生物安全证书（生产应用），其中有 112 个为转基因棉花品种。在我国，一个转基因品种要想获得商业化种植许可，必须要经过品种审定，虽然在今年年初我国农业农村部组织了相关转基因品种审定会议，但截至目前我国仍未批准任何转基因玉米或大豆品种可以进行商业化种植，我国的转基因作物种植仍处于试点阶段。我们认为，随着我国转基因作物种植试点工作的不断推进，转基因作物品种特性优良、节本增效等优势将逐步显现，同时随着世界各国对转基因认识的转变，转基因品种的商业化进程有望加快，将带动转基因作物面积增长，长期看将拉动草甘膦除草剂的需求增长。

表 3: 我国转基因育种相关政策

时间	文件	主要内容
2020 年 2 月	《中共中央、国务院关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见》（中央一号文件）	加强农业生物技术研发, 大力实施种业自主创新工程, 实施国家农业种质资源保护利用工程, 推进南繁科研育种基地建设。
2021 年 1 月	《关于全面推进乡村振兴加快农业农村现代化的意见》（中央一号文件）	提升粮食和重要农产品供给保障能力、打好种业翻身仗、强化现代农业科技和物质装备支撑等。
2021 年 7 月	《种业振兴行动方案》	提出了实施种质资源保护利用、创新攻关、企业扶优、基地提升、市场净化等五大行动, 一要全面加强种质资源保护利用、二要大力推进种业创新攻关、三要扶持优势种业企业发展、四要提升种业基地建设水平、五要严厉打击套牌侵权等违法行为。
2021 年 11 月	《主要农作物品种审定办法》	转基因农作物品种审定将并入新品种审定大类，转基因作物特定审定办法不再另行制定。

2021 年 12 月	《中华人民共和国种子法》修订案	2022 年 3 月 1 日起正式施行, 转基因植物品种的选育、试验、审定和推广应当进行安全性评价, 并采取严格的安全控制措施。
2022 年 2 月	《关于做好 2022 年全面推进乡村振兴重点工作的意见》(中央一号文件)	贯彻落实种子法, 实行实质性派生品种制度, 强化种业知识产权保护, 依法严厉打击套牌侵权等违法犯罪行为。
2022 年 4 月	《2022 年农业转基因生物监管工作方案》	加强研究试验监管, 严格南繁基地监管, 严格品种审定管理, 强化种子生产经营监管, 做好种植区域跟踪监测。
2022 年 6 月	《国家级转基因玉米、大豆品种审定标准(试行)》	发布了转基因玉米、大豆的品种审定标准, 即转化体真实性要求、转基因目标性状有效性要求、对回交转育的转基因品种的要求。
2023 年 2 月	《关于做好 2023 年全面推进乡村振兴重点工作的意见》(中央一号文件)	加快玉米大豆生物育种产业化步伐, 有序扩大试点范围, 规范种植管理。
2023 年 2 月	《农业农村部关于落实党中央国务院 2023 年全面推进乡村振兴重点工作部署的实施意见》	加快生物育种产业化步伐, 进一步扩大转基因玉米大豆产业化应用试点范围, 依法加强监管。
2023 年 4 月	《2023 年农业转基因生物安全证书批准清单》	批准了 113 个农业转基因生物安全证书(生产应用)。

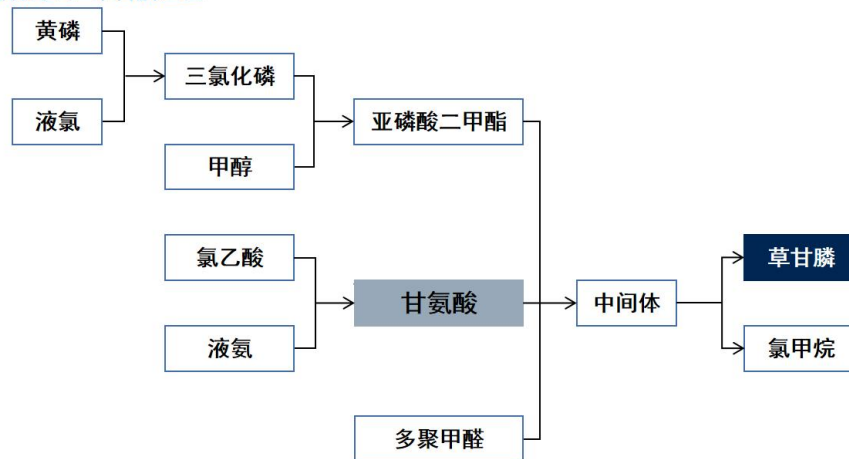
资料来源: 各部门官网, 国信证券经济研究所整理

◆ 价格端: 上半年主要原料价格走跌, 近期成本端支撑有所增强

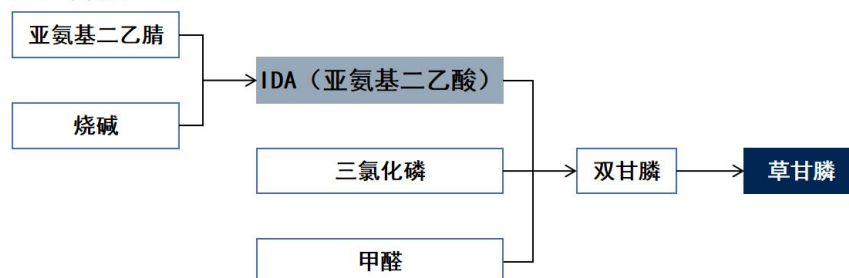
草甘膦的生产工艺可分为甘氨酸法和 IDA 法。按所用原材料分类, 国内草甘膦主要有两种生产工艺路线: 甘氨酸法和 IDA 法。甘氨酸法路线因为初始投资成本低而被国内多数厂商采用, 甘氨酸路线的缺点是产生的污染物较多, 环保成本高; 而 IDA 法属于环境友好工艺, IDA 法最初由孟山都(现拜耳)公司研发, 并拥有 37 万吨/年产能, 受原材料来源和技术的影响, IDA 路线在国内的发展不快。据百川盈孚, 截至 2023 年 7 月初, 我国甘氨酸法草甘膦法产能为 58 万吨/年, 占比 71.6%, IDA 法草甘膦法产能为 23 万吨, 占比 28.4%。从生产成本角度, 草甘膦的 2 种生产工艺成本差别不大, 甘氨酸路线原材料主要包括甘氨酸、甲醇、黄磷、多聚甲醛、液氨等, 原材料在总成本中占比约 85%~90%, 故草甘膦价格和主要原料价格存在较强相关性, 尤其是草甘膦和甘氨酸价格联动性较强。

图9: 草甘膦生产工艺路线图

甘氨酸法生产草甘膦工艺



IDA法生产草甘膦工艺



资料来源：吴剑，《李钟华. 中国农药研究与应用全书：农药产业》[M]. 北京：化学工业出版社，2019:636-639.、百川盈孚，国信证券经济研究所整理

上半年原料价格涨跌，近期成本端支撑有所增强。2023 年上半年，上游黄磷、甘氨酸、亚氨基二乙腈、双甘膦等重要原料价格整体呈跌势，草甘膦成本下降。进入夏季，高温或会出现企业限电情况，不仅会导致黄磷价格推涨使草甘膦成本走高，也会导致草甘膦本身开工受限供应减少，从而在成本及供应双重利好条件下支撑价格上涨。如无限电情况，夏季高温也是企业检修高发期，产量快速扩张存在一定约束。甘氨酸方面，据百川盈孚，甘氨酸价格自 6 月份以来平稳运行，当前甘氨酸供需较为稳定，库存较年初有所下降，成本端近期上游醋酸价格有所上调，甘氨酸成本走高，进而支撑下游草甘膦价格上行。

图10：甘氨酸法生产草甘膦价格价差图



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理
注：甘氨酸法价差=草甘膦价格-0.58*甘氨酸价格-0.35*黄磷价格-1.32*甲醇价格-0.49*多聚甲醛价格-1.17*液氯价格

图11：IDA 法生产草甘膦价格价差图



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理
注：IDA 法价差=草甘膦价格-1.5*双甘膦价格

图12：2023 年以来甘氨酸市场价格及库存情况



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图13：2023 年以来醋酸价格走势

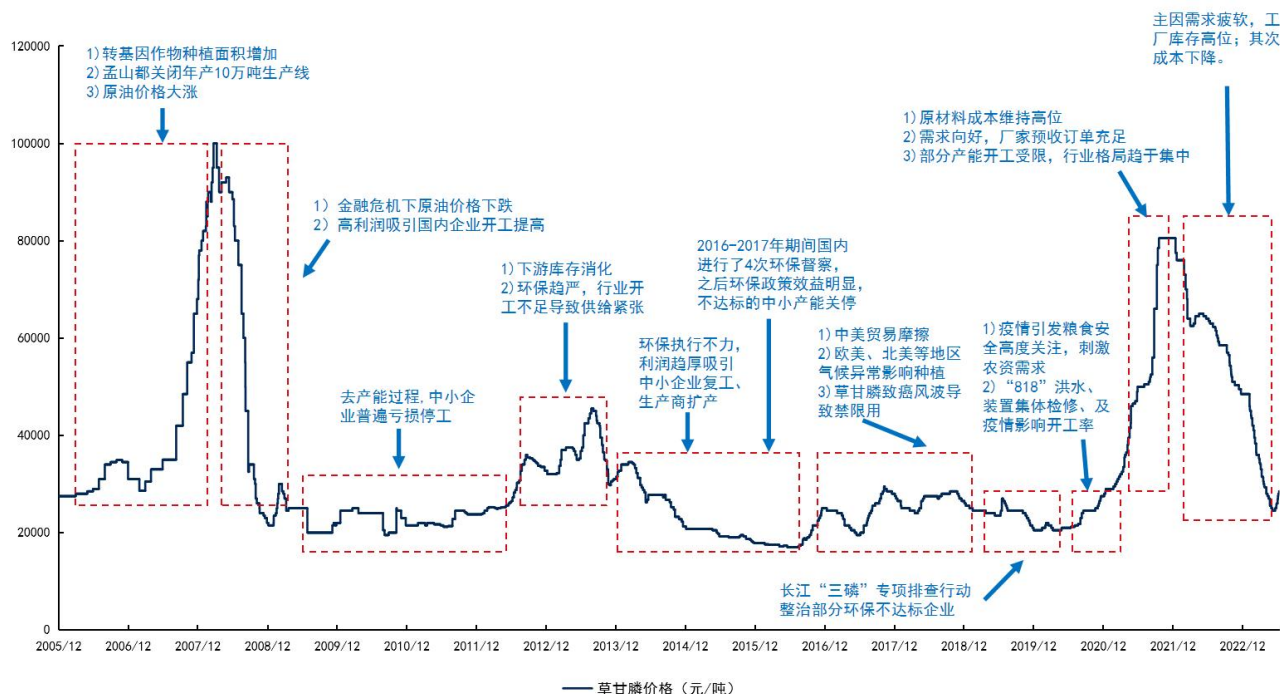


资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

2007 年至今草甘膦价格复盘：2007-2008 年中期，在下游应用领域，尤其是大豆、玉米等转基因作物大面积种植的带动下，草甘膦需求稳步增长，而与此同时，全球最大的草甘膦生产企业孟山都关闭了一条年产 10 万吨的草甘膦生产线，这直接导致了国际草甘膦市场的供应紧张，加之国际油价大幅上涨提升成本，草甘膦价格大幅走高，一度达到 10 万元/吨的峰值。2008 年中期之后，金融危机爆发导致原油价格下跌，草甘膦原材料成本下移，加之高利润吸引国内产能短期内释放，草甘膦价格进入下滑通道。2009 至 2012 年之间，草甘膦价格维持低位徘徊，不具成本、规模优势的中小企业普遍亏损停工。2012 年之后，随着下游库存消化，行业开工不足导致供给紧张，草甘膦价格震荡上行，2013 年 9 月价格曾达到 4.5 万元/吨，为行业平均成本 1.8 万元/吨的 2.5 倍。随后，利润趋厚导致中小企业复工、生产厂家不断扩产，草甘膦价格又随之一路下滑到 2016 年的最低点 1.69 万元/吨。2016-2018 年，国内环保政策趋严，多家不达标的中小产能陆续关停，行业供给端收缩，草甘膦价格震荡上行。2019 年受中美贸易摩擦，欧美和北美等地区气候异常、禁限用加大等诸多因素影响，全球草甘膦需求受挫，我国草甘膦出口量价齐跌，期间受到三磷排查行动的影响，价格曾小幅反弹至 2.5 万元/吨，随后国内草甘膦行情持续向下。2020 年在疫情之下，全球粮食安全被高度关切，刺激了包括巴西、阿根廷等在内的粮食生产大国的农资需求，同时，伴随全球经济逐步复苏，海内外的草甘膦需求出现了恢复性增长，加之受疫情、洪水、以及供应商集体检修装置的影响，下半年草甘膦供应缩减，价格大幅上涨。

进入 2021 年，在全球农作物的价格上涨提高农民的种植热情、冰醋酸-甘氨酸及黄磷等基础化学品原料价格上涨、草甘膦行业环保趋严后行业集中度明显提高且短期无新新增产能投放，以及随着全球粮食安全战略升级与国产主粮领域转基因作物连续获批的背景下，草甘膦价格开启了大幅上涨的态势，价格最高涨至 2022 年年初的超 8 万元/吨。2022 年草甘膦价格整体下调走势，这一趋势一直延续到 2023 年 6 月，主因需求疲软，厂商受前期高价刺激开工率提升，同时工厂库存维持高位，行业进入去库存周期，此外原料端上游甘氨酸价格下探，对草甘膦成本支撑减弱，草甘膦价格最低跌至 2023 年 6 月初的 2.45 万元/吨，接近历史低位。6 月中旬以来，草甘膦价格趋势为触底后反弹，需求面国内出口量增加，下游制剂商、贸易商拿货积极，国内订单增多，工厂库存下降，支撑价格上涨。成本面上游黄磷、甘氨酸价格有所上调，草甘膦生产成本提高。

图 14：2007 年以来草甘膦价格复盘



资料来源：百川盈孚、卓创资讯，国信证券经济研究所整理

◆ 相关标的：

建议关注草甘膦行业龙头企业：【兴发集团】。目前兴发集团具备 23 万吨/年草甘膦产能，位列国内第一，全球第二，将有望充分受益于此次草甘膦行业景气回升，我们看好公司具备产业链一体化、原料自给配套优势，竞争优势将更为显著。

◆ 风险提示：

草甘膦价格波动风险，市场需求不及预期，转基因商业化推广受阻，农产品价格下降等。

相关研究报告：

《转基因作物商业化有望提振除草剂需求》——2021-11-20

《行业格局继续重塑，草甘膦开启长景气周期》——2021-04-30

免责声明

分析师声明

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032