

# 产品价格淡季不淡，食用菌龙头迎来困境反转

## 雪榕生物(300511)

### 事件概述

2021年，公司实现营业收入20.63亿元，同比下降6.33%；实现归母净利润-3.09亿元，同比下降224.94%，为2011年以来首次出现亏损。2022H1，公司实现营业收入9.74亿元，同比上升4.82%，归母净利润-1.01亿元，同比下降42.59%。公司2021年和2022H1出现亏损是由多方面因素造成：（1）食用菌行情持续低迷；（2）疫情反复，消费尤其是餐饮行业消费受限；（3）原材料价格上涨带来成本上升。2022年7月中下旬以来，受供给端影响，食用菌尤其是金针菇价格出现显著上涨，公司作为食用菌行业龙头，食用菌日产能和金针菇日产能居全国首位，随着主产品价格上涨，公司有望迎来困境反转。

### 分析判断：

#### ► 食用菌龙头营收维稳，低迷行情拖累2021&2022H1业绩

2017-2020年，公司业绩持续向好，营业收入从13.30亿元增长至22.02亿元，CAGR+18.30%；归母净利润从1.22亿元增长至2.47亿元，CAGR+26.51%。由于食用菌价格自2020年四季度开始回落，叠加新冠疫情反复，公司业绩受到影响，2021年公司实现营业收入20.63亿元，同比下降6.33%，实现归母净利润-3.09亿元，同比下降224.94%，为2011年以来首次出现亏损。2022年上半年，食用菌价格持续低迷，且由于公司主要原材料为种植业废弃物及下脚料，据公司公告，受大宗货物贸易影响，主要原材料采购价格上涨明显，公司继续亏损，实现归母净利润-1.01亿元。

#### ► 淡季不淡，多因素推动食用菌价格普涨

今年7月中下旬以来，食用菌价格出现明显上涨，分品类来看，涨幅最大上涨速度最快的为金针菇，杏鲍菇和香菇价格也出现了上涨。从理论上来说，二季度和三季度是金针菇消费的淡季，因为金针菇主要适用于火锅消费，每年的消费旺季是一季度和四季度，因为火锅的消费需求会比较大。金针菇价格在消费淡季的大幅上涨是超预期的，我们认为近期以金针菇为代表的食用菌价格上涨的主要原因为：（1）今年7月份开始毛猪价格维持高位，带动居民未来通胀预期升温，导致所有的生活必需品价格上涨，或者说食品类原材料价格上涨，包括肉类还有蔬菜。（2）8月份全国出现大范围的高温干旱，多地气温持续处于40度以上，损害了蔬菜的生长。另外高温带来电力供应紧张，多地拉闸限电影响了蔬菜储藏和运输，在蔬菜供应受阻的情况下，价格出现上涨，金针菇的价格跟随蔬菜价格上扬；（3）食用菌价格自2020年下半年开始回落，持续低迷，行业陷入亏损出现产能去化；（4）二季度和三季度是消费淡季，大厂存在未满载生产的情况。

### 评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	7.14
股票代码：	300511
52周最高价/最低价：	9.68/5.37
总市值(亿)	35.92
自由流通市值(亿)	24.24
自由流通股数(百万)	339.56



分析师：周莎  
邮箱：zhousha@hx168.com.cn  
SAC NO：S1120519110005  
联系电话：0755-23947349

## ► 生产基地&营销网络遍布全国，产品直达 C 端客户

公司是我国产能最大的食用菌工业化生产企业，截止 2022 年 6 月 30 日，公司在国内已建成吉林长春、山东德州、广东惠州、四川都江堰、贵州毕节、甘肃临洮六大生产基地，在国外建成泰国生产基地。2018-2021 年，公司食用菌日产能由 1060 吨增加至 1345 吨，CAGR+8.26%；公司主产品金针菇日产能由 900 吨增长至 1050 吨，CAGR+5.27%。公司的食用菌日产能和金针菇日产能均居全国之首。营销方面，公司依托合理的产能布局，已在全国布局六个销售大区，建立了覆盖主要人口集中地区的全国性销售网络；公司持续多年推进多渠道销售策略，精耕 KA 渠道，加大对永辉超市、家家悦等大型连锁超市的铺货力度，并持续进行主题推广，强化公司线下品牌力和渠道力；公司也已入驻盒马鲜生、叮咚买菜等生鲜头部平台，发挥自身 7 大生产基地创立“新鲜半径”的优势，每日捷配直供电商仓储，让产品快捷直达 C 端消费者手中。

## 投资建议

我们分析：1) 受益于主产品尤其是金针菇价格上涨，公司作为食用菌生产企业龙头，食用菌总产能和金针菇产能均居全国首位，今年下半年业绩有望改善迎来困境反转。2) 公司生产基地和营销网络布局全国，华中和华东生产基地的新建也在持续推进中，产品直达 C 端客户，目前已入驻多家线上线下平台，配合多样化营销方式与丰富的产品品类，未来业绩有望进一步增厚。考虑到这些因素影响，我们预计，22-24 年公司的营业收入分别为 25.74/30.52/35.79 亿元，归母净利润为 1.03/2.99/3.25 亿元，EPS 为 0.20/0.60/0.65 元，2022 年 9 月 16 日股价 7.14 元对应 22/23/24PE 分别为 35/12/11X，首次覆盖，给予“增持”评级。

## 风险提示

原材料价格波动风险，市场竞争加剧导致产品价格下降风险，销售价格及利润季节性波动风险。

## 盈利预测与估值

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,202	2,063	2,574	3,052	3,579
YoY (%)	12.1%	-6.3%	24.8%	18.6%	17.3%
归母净利润(百万元)	247	-309	103	299	325
YoY (%)	12.2%	-224.9%	133.2%	192.0%	8.4%
毛利率 (%)	21.8%	5.3%	15.2%	21.3%	20.5%
每股收益 (元)	0.57	-0.72	0.20	0.60	0.65
ROE	12.2%	-18.5%	4.7%	12.2%	11.7%
市盈率	12.53	-9.92	35.02	12.00	11.06

资料来源：Wind，华西证券研究所

## 正文目录

1. 食用菌龙头营收维稳，低迷行情拖累 2021&2022H1 业绩.....	4
2. 淡季不淡，多因素推动食用菌价格普涨.....	5
3. 生产基地&营销网络遍布全国，保障产品直达 C 端客户.....	7
4. 盈利预测与投资建议.....	7
5. 风险提示.....	9

## 图表目录

图 1 2017-2022H1，公司营收变化情况.....	4
图 2 2017-2022H1，公司归母净利变化情况.....	4
图 3 2018-2022H1，公司营收构成变化.....	5
图 4 2022H1，公司各业务毛利情况（百万元）.....	5
图 5 2018-2022 年，山东蔬菜批发价格指数（食用菌类）走势.....	5
图 6 2018-2022 年金针菇大宗价格走势.....	6
图 7 2012-2022 年杏鲍菇大宗价格走势.....	6
图 8 2018-2021 年公司产能变化.....	7
图 9 2022H1 主要食用菌生产企业产能情况.....	7
表 1 金针菇主要生产企业单季度业绩弹性.....	6
表 2 雪榕生物主要业务经营预测（单位：百万元）.....	9

## 1. 食用菌龙头营收维稳，低迷行情拖累 2021&2022H1 业绩

公司创建于 1995 年，是一家以现代生物技术为依托，以工业化方式生产农产品的现代农业企业。公司构建了以上海为总部的企业集群，在吉林、四川、山东、广东、贵州等地区投资建设了集科研、生产、销售于一体的综合性食用菌工厂化企业，并走向全国战略发展布局及多品种布局。公司在菌种、工艺、培养基配方等方面，具有核心自主知识产权，并已经完全具备自主发展能力，同时被农业部、发改委、证监会等八部委联合审定为“农业产业化国家重点龙头企业”，公司雪榕牌金针菇被评为“上海市著名商标”。目前，公司的主要产品包括金针菇、真姬菇（蟹味菇、白玉菇等）、杏鲍菇、香菇和鹿茸菌等。

**营收规模持续扩大，低迷行情拖累 2021&2022H1 利润。**2017-2020 年，公司业绩持续向好，营业收入从 13.30 亿元增长至 22.02 亿元，CAGR+18.30%；归母净利润从 1.22 亿元增长至 2.47 亿元，CAGR+26.51%。由于食用菌价格自 2020 年四季度开始回落，叠加新冠疫情反复，公司业绩受到影响，2021 年公司实现营业收入 20.63 亿元，同比下降 6.33%，实现归母净利润-3.09 亿元，同比下降 224.94%，为 2011 年以来首次出现亏损。2022 年上半年，食用菌价格持续低迷，且由于公司主要原材料为种植业废弃物及下脚料，据公司公告，受大宗货物贸易影响，主要原材料采购价格上涨明显，公司继续亏损，实现归母净利润-1.01 亿元。

图 1 2017-2022H1，公司营收变化情况



资料来源：Wind，华西证券研究所

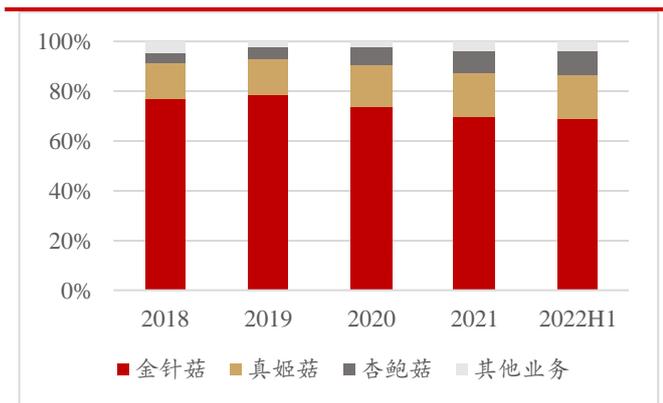
图 2 2017-2022H1，公司归母净利变化情况



资料来源：Wind，华西证券研究所

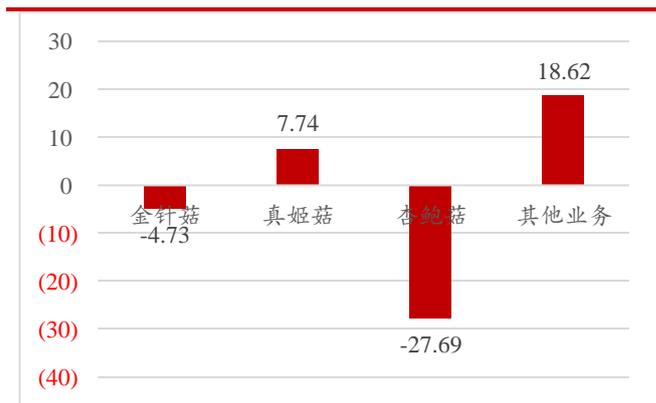
金针菇是公司主要的收入和利润来源，随着真姬菇和杏鲍菇营收占比逐年上升，金针菇占比逐渐下降，但仍接近 70%。从收入占比上看，2022H1，公司金针菇和真姬菇分别实现收入 6.72/1.69 亿元，收入占比分别为 69.06%/17.33%。从毛利占比上看，金针菇是公司毛利的主要来源，2022H1，受食用菌整体行情下行影响，公司整体业务毛利为负，食用菌业务出现较大亏损，其中金针菇业务毛利为-472.60 万元，杏鲍菇业务毛利为-2768.80 万元。

图 3 2018-2022H1，公司营收构成变化



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 4 2022H1，公司各业务毛利情况（百万元）



资料来源：Wind，华西证券研究所

## 2. 淡季不淡，多因素推动食用菌价格普涨

山东省物价局披露的山东蔬菜批发价格指数（食用菌类）显示，2020 年 4 季度以来，食用菌价格出现回落，除 2021 年消费旺季价格有所回暖外，一直处于较低迷的状态，今年 7 月中下旬以来，食用菌价格出现明显上涨。

图 5 2018-2022 年，山东蔬菜批发价格指数（食用菌类）走势



资料来源：山东省物价局，华西证券研究所

分品类来看，涨幅最大上涨速度最快的为金针菇，据农业部统计，北京新发地批发市场农副产品批发价中，金针菇大宗价自今年 7 月 15 日开始强势上涨，由 4.50 元/公斤涨至 9 月 16 日的 8.3 元/公斤，短短两个月每公斤价格涨幅接近 4 元，累计涨幅达 84.44%。杏鲍菇价格次之，7.15-9.16 日，杏鲍菇大宗价由 4.9 元/公斤升至 7.80 元/公斤，涨幅达 59.18%。另外，香菇价格也出现了小幅上涨，据新农村商网，香菇价格自 6.27 日 9.88 元/公斤开始上涨，最高升至 12.61 元/公斤，目前小幅回落至 11.83 元/公斤，6.27 日以来累计涨幅达 19.74%。

图 6 2018-2022 年金针菇大宗价格走势



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 7 2012-2022 年杏鲍菇大宗价格走势



资料来源：Wind，华西证券研究所

从理论上来说，二季度和三季度是金针菇消费的淡季，因为金针菇主要适用于火锅消费，每年的消费旺季是一季度和四季度，因为火锅的消费需求会比较大。金针菇价格在消费淡季的大幅上涨是超预期的，我们认为近期以金针菇为代表的食用菌价格上涨的主要原因为：（1）今年 7 月份开始毛猪价格维持高位，带动居民未来通胀预期的升温，导致所有的生活必需品价格上涨，或者说食品类原材料价格上涨，包括肉类还有蔬菜；（2）8 月份全国出现大范围的高温干旱，多地气温持续处于 40 度以上，损害了蔬菜的生长。另外高温带来电力供应紧张，多地拉闸限电影响了蔬菜储藏和运输，在蔬菜供应受阻的情况下，价格出现上涨，金针菇的价格跟随蔬菜价格上涨；（3）食用菌价格自 2020 年下半年开始回落，持续低迷，行业陷入亏损出现产能去化，例如中山园仔山菌业股份有限公司 8 月发布子公司关停公告；（4）二季度和三季度是消费淡季，大厂存在未满载生产的情况。多因素影响下出现了淡季不淡的现象。

目前金针菇主要生产上市公司雪榕生物/众兴菌业/华绿生物/万辰生物的金针菇日产能约为 1050/745/340/204 吨，假设金针菇单季度价格上涨幅度为 1 元/公斤，企业开工率为 100%，单季度 90 天，我们测算出，雪榕生物/众兴菌业/华绿生物/万辰生物在其金针菇业务上的单季度业绩弹性分别为 8032.50/6705/3060/1836 万元，金针菇价格的大幅上涨，下半年有望给公司贡献大约 1.6 亿元业绩弹性，我们认为公司下半年将迎来困境反转。

表 1 金针菇主要生产企业单季度业绩弹性

公司	日产能（吨）	金针菇价格涨幅（元/公斤）	开工率	单季度业绩弹性（万元）
雪榕生物	1050	1	100%	8032.5
众兴菌业	745	1	100%	6705
华绿生物	340	1	100%	3060
万辰生物	204	1	100%	1836

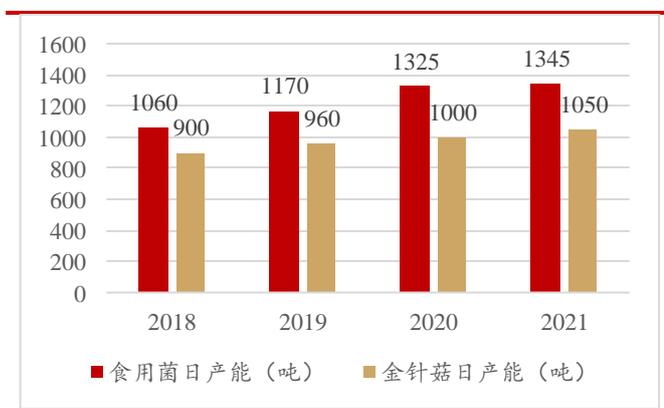
资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 3. 生产基地&营销网络遍布全国，保障产品直达 C 端客户

公司是我国产能最大的食用菌工业化生产企业，据公司 2022 年半年报截止 2022 年 6 月 30 日，公司在国内已建成吉林长春、山东德州、广东惠州、四川都江堰、贵州毕节、甘肃临洮六大生产基地，在国外建成泰国生产基地。2018-2021 年，公司食用菌日产能由 1060 吨增加至 1345 吨，CAGR+8.26%；公司主产品金针菇日产能由 900 吨增长至 1050 吨，CAGR+5.27%。公司的食用菌日产能和金针菇日产能均居全国之首。

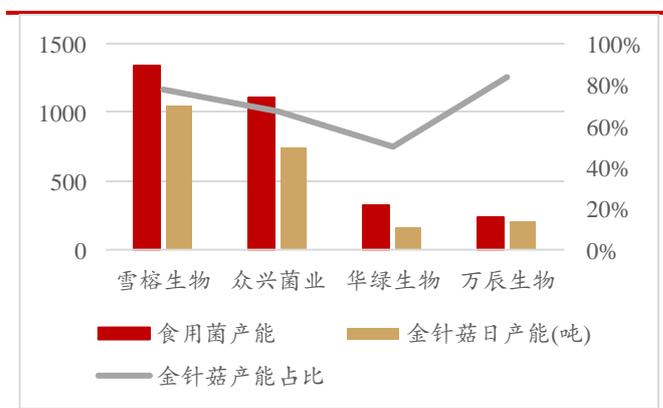
据公司《2020 年度创业板向特定对象发行股票募集说明书》，公司采取了全国布局战略和多品种布局战略，培育新的利润增长点，已完成上海、四川都江堰、吉林长春等七大生产基地战略布局（其中上海基地于 2021 年关停），在国外基本建成泰国生产基地，公司拟通过募投新增安徽和湖北生产基地，且本次募投将增加 240 吨金针菇日产能和 220.11 吨杏鲍菇日产能，进一步强化巩固金针菇、杏鲍菇的市场占有率，进而把握市场主动性，增强市场定价的话语权。据公司 2021 年年报，湖北汉川华中生产基地及安徽和县华东生产基地已取得土地证。

图 8 2018-2021 年公司产能变化



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 9 2022H1 主要食用菌生产企业产能情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

营销方面，据公司官网，公司依托合理的产能布局，已在全国布局六个销售大区，建立了覆盖主要人口集中地区的全国性销售网络；公司持续多年推进多渠道销售策略，精耕 KA 渠道，加大对永辉超市、家家悦等大型连锁超市的铺货力度，并持续进行主题推广，强化公司线下品牌力和渠道力；公司也已入驻盒马鲜生、叮咚买菜等生鲜头部平台，发挥自身 7 大生产基地创立“新鲜半径”的优势，每日捷配直供电商仓储，让产品快捷直达 C 端消费者手中。

### 4. 盈利预测与投资建议

公司主要涉及金针菇、真姬菇和杏鲍菇等业务，假设中的业务部分将分别针对以上业务展开讨论。

金针菇：公司是国内食用菌龙头企业，其食用菌日产能和金针菇日产能均居国内首位；7 月中下旬以来，受供给端影响金针菇价格淡季出现上涨，金针菇作为公司的主要产品，其价格上涨有望改善公司业绩；另外食用菌价格自 2020 年下半年开始回落，2021 年多家公司陷入亏损，在行业亏损下我们认为存在去产能情况，另外四季

度和一季度为金针菇消费旺季，短期来看，金针菇高价有望持续。基于此，我们预计，2022-2024 年公司金针菇收入增速分别为 32.41%/20.00%/18.00%，毛利率分别为 18.00%/27.00%/26.00%。

真姬菇：据公司 2021 年年报，截止 2021 年年末，公司真姬菇日产能为 160 吨，排名前二，公司真姬菇包含蟹味菇、白玉菇和海鲜菇，目前公司山东日产 75 吨真姬菇工厂化生产车间项目正在建设中，未来投产有望进一步提升公司的市占率，我们预计，2022-2024 年公司真姬菇收入增速分别为 11.59%/12.00%/12.00%，毛利率分别为 15%/10.00%/10.00%。

杏鲍菇：公司食用菌和金针菇产能已居国内首位，近年来公司也在推动杏鲍菇业务布局，2018-2021 年杏鲍菇业务占营收比例由 3.81%增长至 8.32%，目前公司正在积极推动华东和华中生产基地，未来杏鲍菇产能将进一步扩大；杏鲍菇价格相对金针菇价格来说较为稳定，据 Wind 数据，2021 年杏鲍菇北京新发地大宗价均价为 6.53 元/公斤，今年上半年为 5.90 元/公斤，截止目前下半年均价为 6.23 元/公斤，出现较小幅上涨。基于此，我们预计，2022-2024 年公司杏鲍菇业务收入增速分别为 9.11%/10.00%/10.00%，毛利率分别为 3.00%/4.00%/5.00%。

表 2 雪榕生物主要业务经营预测 (单位: 百万元)

业务	2021A	2022E	2023E	2024E
金针菇				
收入	1,435.50	1,900.78	2,280.94	2,691.51
成本	1,319.46	1,558.64	1,665.09	1,991.72
毛利	116.03	342.14	615.85	699.79
毛利率	8.08%	18.00%	27.00%	26.00%
真姬菇				
收入	370.541	413.496	463.116	518.689
成本	346.736	351.472	416.804	466.820
毛利	23.805	62.02	46.31	51.87
毛利率	6.42%	15.00%	10.00%	10.00%
杏鲍菇				
收入	171.564	187.200	205.920	226.512
成本	208.647	181.584	197.683	215.186
毛利	-37.083	5.616	8.237	11.326
毛利率	-21.61%	3.00%	4.00%	5.00%
其他菇种				
收入	49.373	72.756	101.858	142.602
成本	65.994	90.95	122.23	171.12
毛利	-16.621	-18.19	-20.37	-28.52
毛利率	-33.66%	-25.00%	-20.00%	-20.00%
其他业务				
收入	35.854	44.818	56.022	70.027
成本	5.483	3.585	5.602	7.003
毛利	30.371	41.232	50.420	63.025
毛利率	84.71%	92.00%	90.00%	90.00%
费用率				
销售费率	1.12%	0.70%	0.87%	0.86%
管理费率	6.40%	5.00%	5.37%	5.45%
财务费率	3.74%	2.79%	2.31%	2.15%

资料来源: Wind, 华西证券研究所

我们分析: 1) 受益于主产品尤其是金针菇价格上涨, 公司作为食用菌生产企业龙头, 食用菌总产能和金针菇产能均居全国首位, 今年下半年业绩有望改善迎来困境反转。2) 公司生产基地和营销网络布局全国, 华中和华东生产基地的新建也在持续推进中, 产品直达 C 端客户, 目前已入驻多家线上线下平台, 配合多样化营销方式与丰富的产品品类, 未来业绩有望进一步增厚。考虑到这些因素影响, 我们预计, 22-24 年公司的营业收入分别为 25.74/30.52/35.79 亿元, 归母净利润为 1.03/2.99/3.25 亿元, EPS 为 0.20/0.60/0.65 元, 2022 年 9 月 16 日股价 7.14 元对应 22/23/24PE 分别为 35/12/11X, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

## 5. 风险提示

原材料价格波动风险, 市场竞争加剧导致产品价格下降风险, 销售价格及利润季节性波动风险。

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,063	2,574	3,052	3,579	净利润	-348	104	308	338
YoY(%)	-6.3%	24.8%	18.6%	17.3%	折旧和摊销	324	240	238	239
营业成本	1,954	2,183	2,402	2,845	营运资金变动	-19	-59	77	-77
营业税金及附加	17	15	18	21	经营活动现金流	247	346	695	577
销售费用	23	18	27	31	资本开支	-579	-378	-397	-397
管理费用	132	129	164	195	投资	-20	-4	-4	-3
财务费用	77	72	71	77	投资活动现金流	-597	-380	-398	-397
研发费用	14	13	15	22	股权募资	23	387	0	0
资产减值损失	-196	-49	-57	-61	债务募资	26	98	109	108
投资收益	1	2	3	3	筹资活动现金流	-68	486	109	108
营业利润	-344	113	318	348	现金净流量	-420	452	406	288
营业外收支	-9	-9	-9	-9					
利润总额	-353	104	309	339	<b>主要财务指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
所得税	-4	0	1	1	<b>成长能力</b>				
净利润	-348	104	308	338	营业收入增长率	-6.3%	24.8%	18.6%	17.3%
归属于母公司净利润	-309	103	299	325	净利润增长率	-224.9%	133.2%	192.0%	8.4%
YoY(%)	-224.9%	133.2%	192.0%	8.4%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	-0.72	0.20	0.60	0.65	毛利率	5.3%	15.2%	21.3%	20.5%
					净利率	-15.0%	4.0%	9.8%	9.1%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	总资产收益率 ROA	-7.1%	2.1%	5.5%	5.3%
货币资金	341	793	1,199	1,487	净资产收益率 ROE	-18.5%	4.7%	12.2%	11.7%
预付款项	35	37	41	49	<b>偿债能力</b>				
存货	384	493	470	668	流动比率	0.54	0.82	0.95	1.07
其他流动资产	116	134	140	159	速动比率	<b>0.24</b>	<b>0.48</b>	<b>0.65</b>	<b>0.72</b>
流动资产合计	875	1,458	1,850	2,362	现金比率	0.21	0.45	0.62	0.67
长期股权投资	13	17	21	24	资产负债率	61.9%	57.1%	55.2%	54.0%
固定资产	2,773	2,839	2,895	2,935	<b>经营效率</b>				
无形资产	328	362	402	445	总资产周转率	0.46	0.55	0.58	0.62
非流动资产合计	3,465	3,544	3,632	3,713	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	4,340	5,002	5,482	6,075	每股收益	-0.72	0.20	0.60	0.65
短期借款	777	876	984	1,093	每股净资产	3.78	4.30	4.89	5.54
应付账款及票据	214	227	252	315	每股经营现金流	0.56	0.69	1.38	1.15
其他流动负债	615	674	712	797	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1,607	1,777	1,949	2,204	<b>估值分析</b>				
长期借款	392	392	392	392	PE	-9.92	35.02	12.00	11.06
其他长期负债	686	686	686	686	PB	2.00	1.66	1.46	1.29
非流动负债合计	1,079	1,079	1,079	1,079					
负债合计	2,686	2,855	3,027	3,283					
股本	442	508	508	508					
少数股东权益	-18	-16	-7	6					
股东权益合计	1,655	2,146	2,454	2,792					
负债和股东权益合计	4,340	5,002	5,482	6,075					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

## 分析师与研究助理简介

周莎：FRM，四川大学应用数学系本科，南开大学应用数据系硕士；四年消费行业买方研究经历，五年农林牧渔卖方研究经历；曾先后任职于红塔红土基金、国海证券、招商证券、国金证券、太平洋证券，带领团队获得2018年中国证券报金牛奖农林牧渔行业第二名。2019年10月加盟华西证券研究所，担任农林牧渔行业首席分析师。2020年获得中国证券报金牛奖、第二节新浪金麒麟农林牧渔新锐分析师第二名、第八届Wind金牌分析师农林牧渔行业第三名、东方财富最佳分析师农林牧渔行业第一名。2021年度获得21世纪金牌分析师农林牧渔行业第五名、第九届Wind金牌分析师农林牧渔行业第四名。

## 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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

## 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但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。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做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。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。