

# 关注大麦成本变化带来的投资机会

——永顺泰（001338.SZ）

农林牧渔/农产品加工



申港证券  
SHENGANG SECURITIES

## 投资摘要：

公司销售和采购端的定价存在时间差，即使采用成本加成定价，也可能出现阶段性的利润波动。

我们判断 23 年大麦价格大概率稳中有降，增厚公司利润。中国大麦现货价格已经较前期高点明显回落，同比增速更是大幅降低，验证了这一观点。而 23 年全球大麦价格亦没有上涨的基础。

23 年啤酒麦芽长协价格+15~20%，使麦芽/大麦价差走阔，麦芽行业获益。啤酒行业多数公司已经在 22 年末签署了 23 年的麦芽长协，锁定的价格较 22 年同比增加 15%~20%。在大麦成本可能企稳回落的背景下，这将显著增厚麦芽公司利润水平。麦芽行业整体利润率较低，永顺泰近年的净利润率约在 3% 左右，因此销售价格 15~20% 的增长或将显著提高永顺泰的利润水平。

为什么大麦价格下行，而麦芽长协反而提价？有几方面原因：

麦芽长协签订时大麦价格处于高位。麦芽长协在上一年 3、4 季度签订，尤其在年底居多。22 年第 52 周的大麦现货价格为 3109 元，同比+18%，恰好对应了该期麦芽长协价格同比+15~20% 的增幅。22 年底大麦价格仍处在高位，有利于麦芽行业与啤酒行业谈判过程中争取更高的销售价格。

大麦价格在 21、22 年两年大幅增长，麦芽长协价未能覆盖该涨幅，麦芽行业在这一过程中自身利润受损，保障了啤酒行业的盈利水平。我们判断啤酒集团出于长期商业合作考虑，允许麦芽公司 23 年适度盈利。

永顺泰与中国主要啤酒集团合作历史较长，合作关系较为稳固。而麦芽作为啤酒中至关重要的原料，会很大程度上影响啤酒的口感、味道。因此我们判断啤酒集团对于更换麦芽供应商会较为慎重。永顺泰作为国内龙头，其工艺水平、麦芽品质等均处于行业领先水平，不会被轻易替换。

投资建议：我们预测公司 22-25 年的营业收入分别为 38.1 亿元、43.4 亿元、42.8 亿元、44.7 亿元，对应增速分别为 26%、13.9%、-1.4%、4.5%；同期公司归母净利润预计分别为 1.3 亿元、6.2 亿元、5.5 亿元、5.6 亿元，对应增速分别为 -12.7%、377.5%、-11.8%、2.5%。对应期间的 EPS 分别为 0.26 元、1.24 元、1.09 元、1.12 元，当前股价对应的 PE 分别为 67 倍、14 倍、15.9 倍、15.5 倍。我们维持此前对该公司的“买入”评级不变。

风险提示：原材料价格波动的风险；行业竞争加剧及麦芽销售价格不及预期的风险。

## 财务指标预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2,825.80	3,024.82	3,810.38	4,339.91	4,280.11
增长率（%）	-3.82%	7.04%	25.97%	13.90%	-1.38%
归母净利润（百万元）	135.04	148.93	130.09	621.18	547.76
增长率（%）	-5.90%	10.28%	-12.65%	377.52%	-11.82%
净资产收益率（%）	6.35%	6.54%	5.13%	19.68%	14.79%
每股收益（元）	0.36	0.40	0.26	1.24	1.09
PE	48.25	43.43	67.00	14.03	15.91
PB	3.07	2.87	3.44	2.76	2.35

资料来源：公司财报、申港证券研究所

评级

买入（维持）

2023 年 03 月 21 日

汪冰洁

分析师

SAC 执业证书编号：S1660522030003

张弛

研究助理

SAC 执业证书编号：S1660121120005

Zhangchi03@shgsec.com

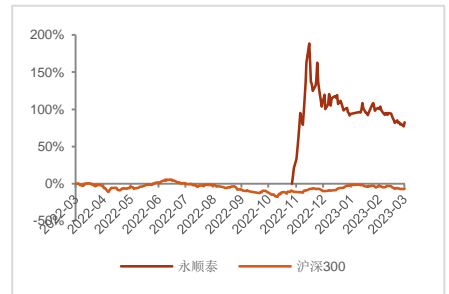
17621838100

## 交易数据

时间 2023.3.21

总市值/流通市值（亿元）	89.96/22.49
总股本（万股）	50,173.08
资产负债率（%）	38.31
每股净资产（元）	6.37
收盘价（元）	17.93
一年内最低价/最高价（元）	31.19/8.18

## 公司股价表现走势图



资料来源：申港证券研究所

## 相关报告

1、《永顺泰首次覆盖报告：价差走阔 麦芽景气周期或将启动》2023-03-02

## 1. 大麦成本边际变化 麦芽行业迎来景气周期

### 1.1 公司盈利模式简况

公司是中国麦芽行业龙头。公司的商业模式相对简单，上游采购大麦（90%来自进口，主要来自加拿大、法国、阿根廷及澳大利亚等），经加工制成麦芽后销售给下游的啤酒公司。麦芽行业集中度较高，按 21 年产量计算的 CR5 约为 66%。公司是行业龙头，21 年产能 85 万吨，产量 88 万吨，产量市占率约 27%。

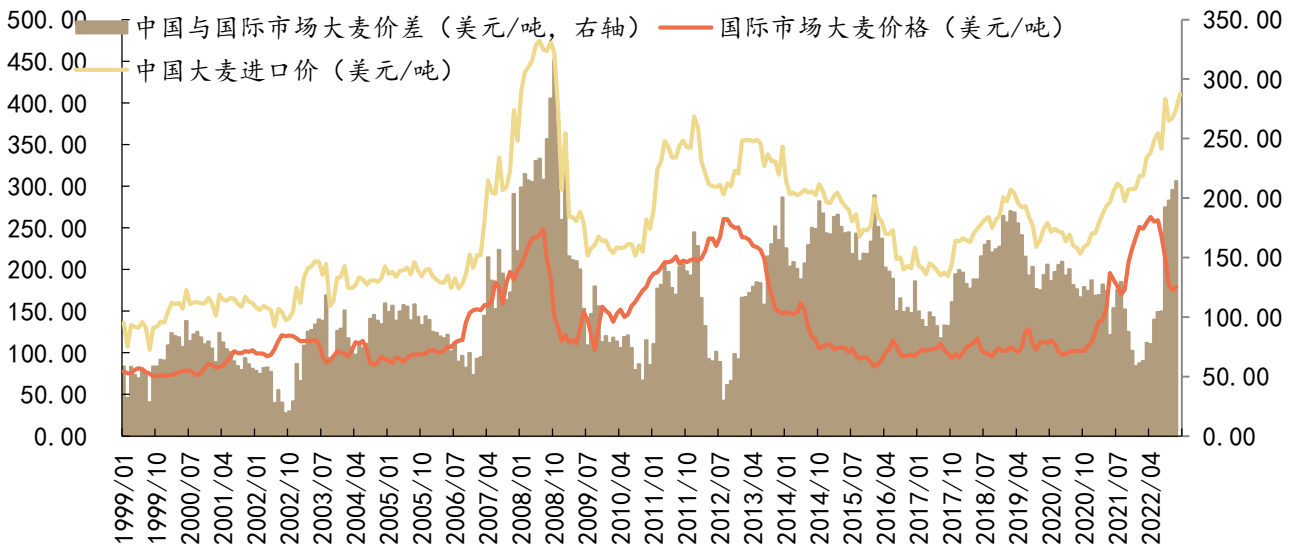
公司销售和采购端的定价存在时间差，即使采用成本加成定价，也可能出现阶段性的利润波动。据招股书披露，公司每年末与各啤酒集团签订长协，锁定次年全年的麦芽品种、销量、价格，其中价格根据成本加成定价。而成本端的大麦价格在次年可能出现波动，当次年大麦价格明显低于长协签订时的价格，公司利润有可能增厚。

### 1.2 麦芽/大麦价差走阔 公司或将迎来利润释放之年

我们判断 23 年大麦价格大概率稳中有降，增厚公司利润。

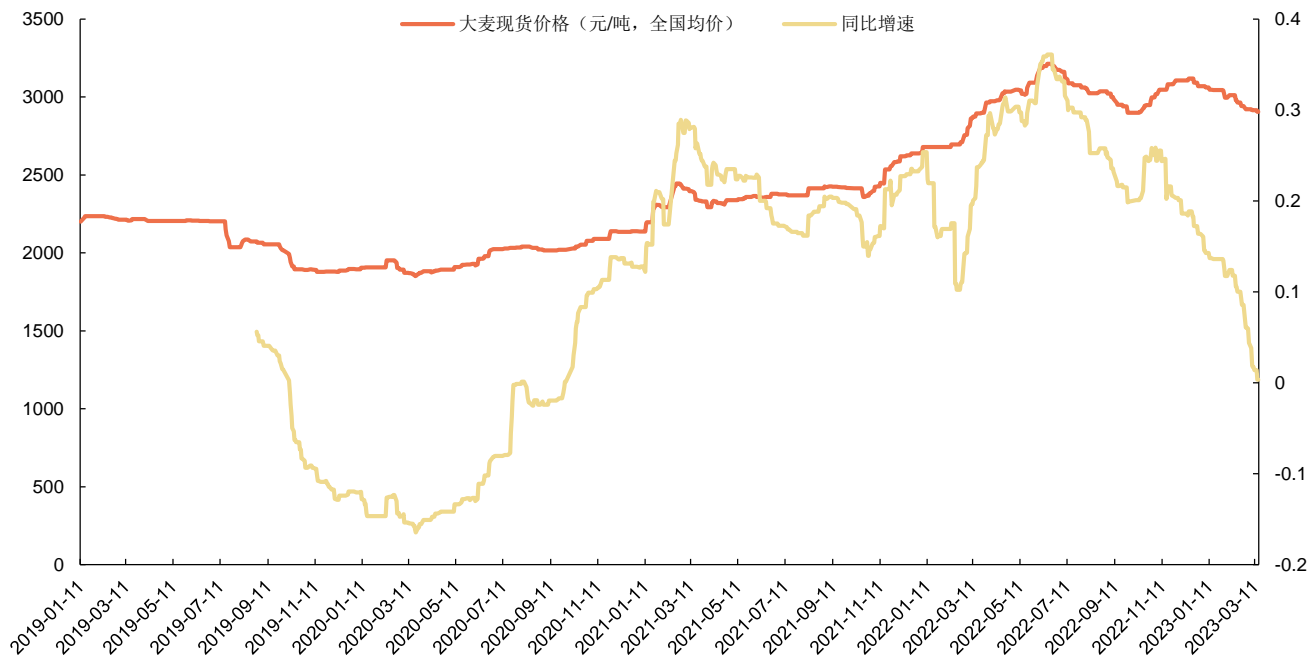
- ◆ 22 年中以来，中国大麦进口价格与全球大麦价格走势背离，致二者价差大幅增加，达到 08 金融危机后最大值。我们判断二者价差将有望收敛。
- ◆ 历史数据观察，中国大麦进口价滞后全球价格 1-2 个季度，因此判断中国大麦进口价回落时间或将出现在 23H1。

图1：大麦价格走势



资料来源：wind，海关总署，国际货币基金组织，申港证券研究所

- ◆ 中国大麦现货价格已经较前期高点明显回落，同比增速更是大幅降低。23 年第 10 周大麦吨价 2916.5 元，同比+5.5%，同比增速明显降低（22 年第 10 周大麦吨价 2765 元，同比+14.61%）；大麦价格与增速均较 22 年底有明显回落（22 年底大麦吨价 3109 元，同比+17.99%）。

**图2：大麦现货价格日度数据**


资料来源：ifind，汇易网，申港证券研究所

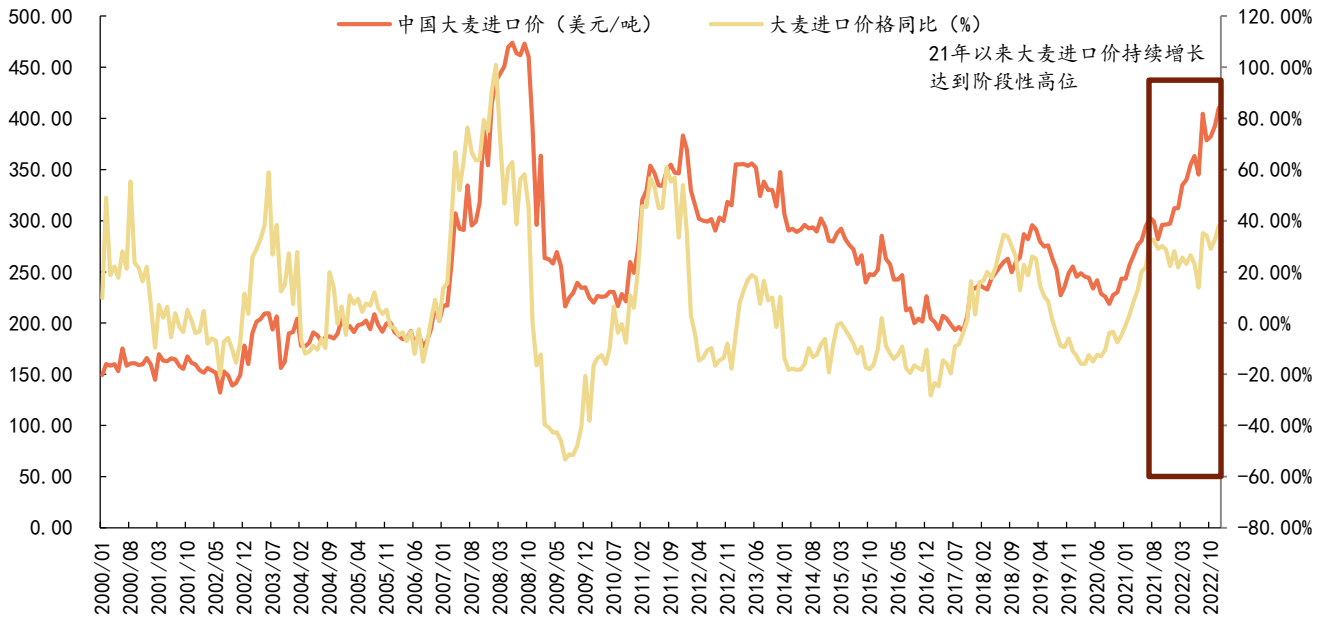
**23年全球大麦价格亦没有上涨的基础。**21、22年全球大麦价格异常的上涨，主要由于21、22年连续两年的黑天鹅事件。21年东欧大旱，22年俄乌冲突，均对大麦的生产、运输造成较大影响。东欧、乌克兰、俄罗斯均是全球大麦主产区。而即使22年俄乌冲突下，全球大麦产量也较21年微增。我们判断，即使俄乌冲突在23年延续，只要不额外发生黑天鹅事件，全球大麦产量大概率稳中有增，大麦价格预计企稳回落。

**23年啤酒麦芽长协价格+15~20%，使麦芽/大麦价差走阔，麦芽行业获益。**据我们调查了解，啤酒行业多数公司已经在22年末签署了23年的麦芽长协，锁定的价格较22年同比增加15%~20%。在大麦成本可能企稳回落的背景下，这将显著增厚麦芽公司利润水平。麦芽行业整体利润率较低，永顺泰近年的净利润率约在3%左右，因此销售价格15~20%的增长或将显著提高永顺泰的利润水平。

**为什么大麦价格下行，而麦芽长协反而提价？**有几方面原因：

麦芽长协签订时大麦价格处于高位。麦芽长协在上一年3、4季度签订，尤其在年底居多。22年第52周的大麦现货价格为3109元，同比+18%（图3），恰好对应了该期麦芽长协价格同比+15~20%的增幅。22年底大麦价格仍处在高位，有利于麦芽行业与啤酒行业谈判过程中争取更高的销售价格（图4）。

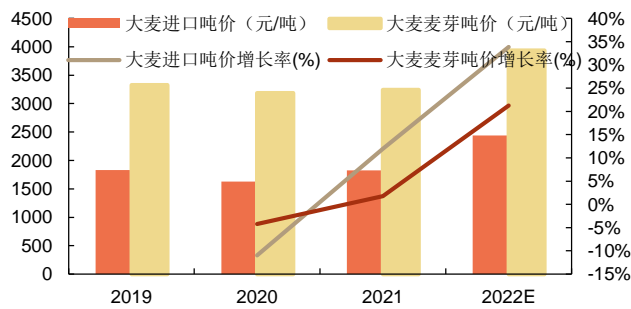
图3：中国大麦进口价在 2022 年处于高位



资料来源：ifind，海关总署，申港证券研究所

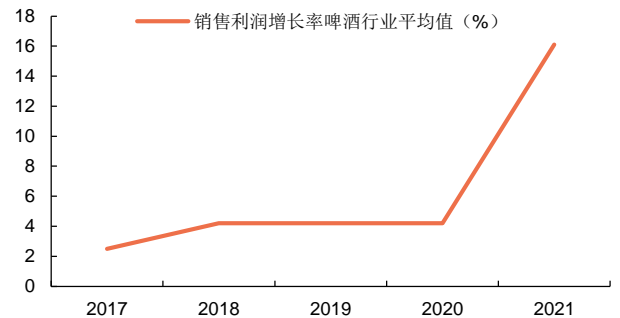
大麦价格在 21、22 年两年大幅增长，麦芽长协价未能覆盖该涨幅，麦芽行业在这一过程中自身利润受损，保障了啤酒行业的盈利水平。我们判断啤酒集团出于长期商业合作考虑，允许麦芽公司 23 年适度盈利。

图4：大麦和麦芽吨价对比



资料来源：ifind，海关总署，申港证券研究所

图5：近年啤酒行业销售利润增长率平均值



资料来源：ifind，申港证券研究所

永顺泰与中国主要啤酒集团合作历史较长，合作关系较为稳固。而麦芽作为啤酒中至关重要的原料，会很大程度上影响啤酒的口感、味道。因此我们判断啤酒集团对于更换麦芽供应商会较为慎重。永顺泰作为国内龙头，其工艺水平、麦芽品质等均处于行业领先水平，不会被轻易替换。

表1：永顺泰与各啤酒公司的合作

合作年限	合作公司
30 年	燕京啤酒、珠江啤酒、青岛啤酒
>20 年	百威英博、嘉士伯
>10 年	华润啤酒、喜力啤酒

资料来源：ifind，申港证券研究所

## 2. 调整盈利预测 看好公司未来业绩表现

上调公司 23-25 年的利润预测。随着对麦芽行业的进一步了解，我们对行业及公司的认识有所深化。因此，我们调整了盈利预测，更新后的盈利预测结果如下。相较此前的盈利预测，公司的收入预测没有明显变化，24、25 年的归母净利润预测有超过 40% 的调整。

表2：永顺泰指标预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	2,825.80	3,024.82	3,810.38	4,339.91	4,280.11	4,473.73
增长率 (%)	-3.82%	7.04%	25.97%	13.90%	-1.38%	4.52%
归母净利润 (百万元)	135.04	148.93	130.09	621.18	547.76	561.25
增长率 (%)	-5.90%	10.28%	-12.65%	377.52%	-11.82%	2.46%
净资产收益率 (%)	6.35%	6.54%	5.13%	19.68%	14.79%	13.16%
每股收益(元)	0.36	0.40	0.26	1.24	1.09	1.12
PE	49.81	44.83	69.15	14.48	16.42	16.03
PB	3.17	2.96	3.55	2.85	2.43	2.11

资料来源: ifind, 申港证券研究所

表3：公司业绩预测变化情况

指标	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	0.0%	-2.8%	3.2%	2.2%
归母净利润 (百万元)	10.6%	2.5%	49.1%	46.6%
每股收益(元)	10.6%	2.5%	49.1%	46.6%

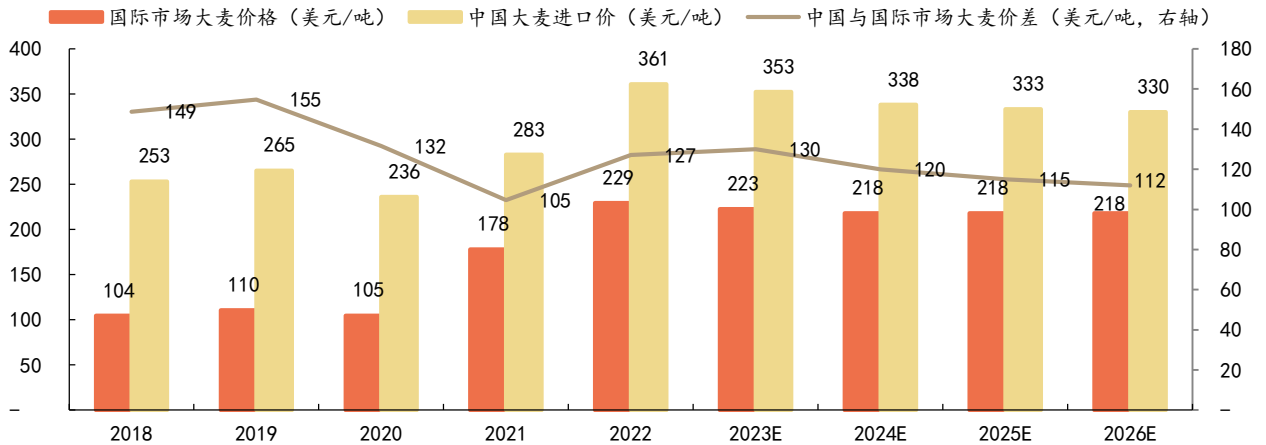
资料来源: ifind, 申港证券研究所

因本次盈利预测结果较前次有较大的变化，我们将本次调整的各明细项调整理由说明如下：

**将 23 年产销率由 103% 调低至 100%。**理由：麦芽不宜存放，因此判断不会有太多库存。全年规模来看，公司有披露数据的 19、20、21 年产销率分别为 100.7%、99.3%、99.2%，均在 100% 左右。22H1 产销率达到 111.2%，但上半年是旺季，全年还是可能回落。所以 23 产销率调低至 100%。

**调整 23 年及此后的大麦进口吨价预测。**理由：(1) 如前文所述，我们预测 23 年全球大麦价格稳中有降，并会在 23Q2 末开始体现在公司业绩中，持续至 24Q2 中。21、22 是异常年份，尤其 22 年大麦吨价高达 229 美金，此前的 13-21 年大麦吨价均在 200 美金以内。所以预测 23-26 年全球大麦吨价稳中有降。(2) 预测中国大麦进口价与全球价格收窄。假设 23-26 年价差分别为 130/120/115/112 美金。(3) 假设人民币贬值。美联储加息概率进一步提升，要考虑到人民币贬值对公司大麦采购成本端的压力。所以上调美元/人民币的汇率至 7.0-7.2 的水平。据上述逻辑及假设调整大麦进口吨价预测。

图6：调整后大麦吨价及价差预测



资料来源: ifind, 海关总署, 申港证券研究所

考虑制麦收得率因素, 调整公司吨麦芽消耗的大麦成本。理由: 因 100 斤大麦一般只能制作 80 斤麦芽, 所以在成本预测中, 需要将该因素考虑在内, 对应调整每吨麦芽需要的大麦成本 (即: 在原基础之上, 上调 25%)

表4: 调整前模型核心参数

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
销量 (万吨)	86	85	88	92	95	94	100	105
大麦进口吨价 (美元/吨)	265	236	283	361	360	355	350	345
当年汇率	6.90	6.90	6.45	6.76	6.80	6.80	6.80	6.80
大麦进口吨价 (元/吨)	1830	1629	1824	2442	2448	2414	2380	2346
大麦麦芽吨价	3328	3188	3244	3893	4477	4114	4030	3946
麦芽-大麦吨价价差	1498	1559	1420	1451	2029	1700	1650	1600
推算营收 (用大麦麦芽吨价推算)	2845	2701	2843	3579	4233	3869	4048	4134

资料来源: ifind, 申港证券研究所

表5: 调整后模型核心参数

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
销量 (万吨)	86	85	88	92	92	94	100	105
大麦进口吨价 (美元/吨)	265	236	283	361	353	338	333	330
当年汇率	6.90	6.90	6.45	6.76	7.00	7.20	7.20	7.20
大麦进口吨价 (元/吨)	1830	1629	1824	2442	2468	2434	2398	2376
大麦成本价 (考虑制麦率后推算, 元/吨)	2287	2036	2280	3052	3084	3042	2997	2970
大麦麦芽吨价	3328	3188	3244	3893	4477	4253	4126	4084
麦芽-大麦吨价价差	1041	1152	964	841	1393	1211	1128	1114



	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
推算营收 (用大麦 麦芽吨价推算)	2845	2701	2843	3579	4110	4000	4144	4279

资料来源: ifind, 申港证券研究所

表6: 模型调整变化率

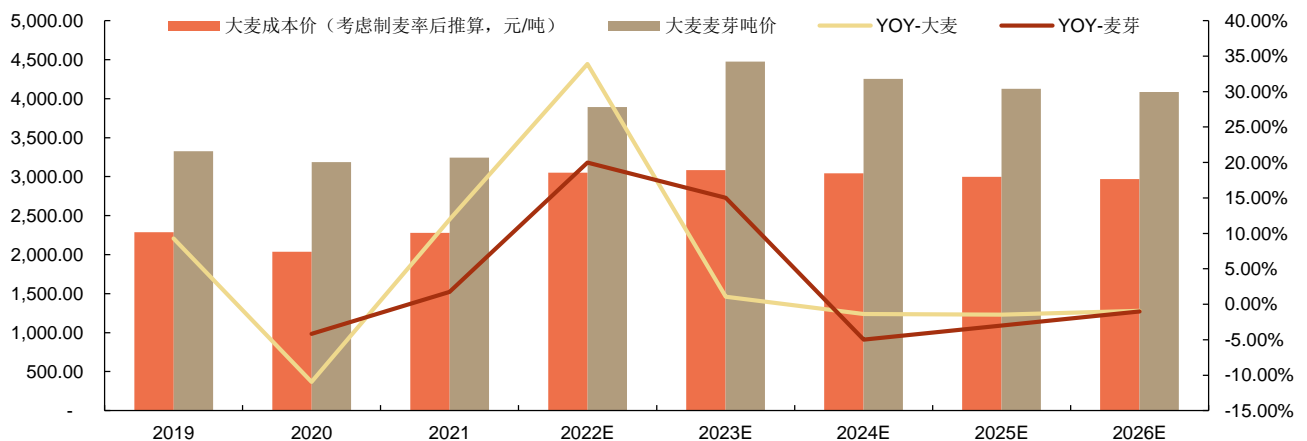
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
销量 (万吨)	0%	0%	0%	0%	-3%	0%	0%	0%
大麦进口吨价 (美 元/吨)	0%	0%	0%	0%	-2%	-5%	-5%	-4%
当年汇率	0%	0%	0%	0%	3%	6%	6%	6%
大麦进口吨价 (元/ 吨)	0%	0%	0%	0%	1%	1%	1%	1%
大麦麦芽吨价	0%	0%	0%	0%	0%	3%	2%	4%
麦芽-大麦吨价价差	-31%	-26%	-32%	-42%	-31%	-29%	-32%	-30%
推算营收 (用大麦 麦芽吨价推算)	0%	0%	0%	0%	-3%	3%	2%	4%

资料来源: ifind, 申港证券研究所

注: 麦芽-大麦吨价价差有较大变化, 主要因为考虑制麦收得率后, 每吨麦芽消耗的大麦增加所致。

调整 24 年以后的麦芽吨价假设。假设逻辑: 参考当年大麦价格的波动定价, 预测 24-26 年大麦吨成本波动分别为-1.4%/-1.5%/-0.9%, 对应调整麦芽销售价格预测 -5%/-3%/-1%。设定该数据的理由: 我们判断麦芽行业在与啤酒行业的谈判中处于相对更弱势的地位, 当麦芽行业利润率提升, 啤酒行业将通过压降麦芽价格的方式获取更多利润。因此, 我们对麦芽销售价格的降幅假设略超过大麦成本的降幅假设。

图7: 考虑制麦率后的大麦及麦芽吨价预测



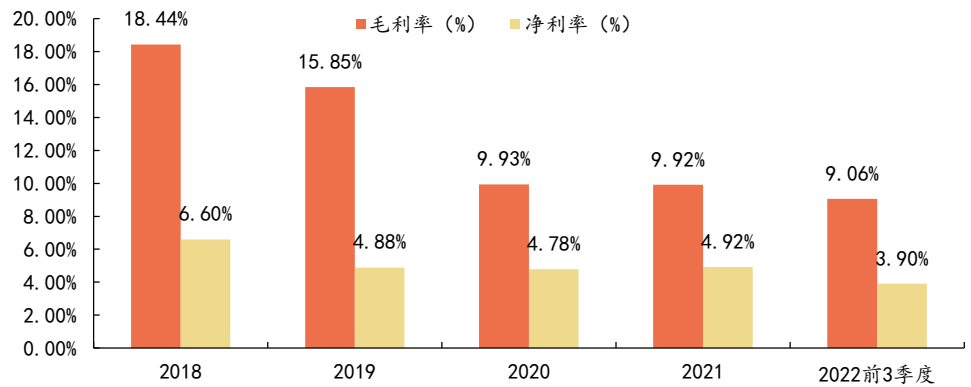
资料来源: ifind, 申港证券研究所

### 3. 常见问题探讨

为什么公司的毛利率在 2020 年后明显降低？

主要是会计政策调整所致，实际没有显著变化。公司报表端毛利率在 19-20 年度由 15.9% 下滑至 9.9%，主要受会计政策调整，运费由销售费用调整至营业成本所致。20 年公司毛利率同比-6pct，而同期销售费用率同比-4.3pct，证明了这一点。公司实际盈利水平没有明显变化，最终的净利率同比仅-0.1pct。

图8：公司利润率变化情况



资料来源: ifind, 申港证券研究所

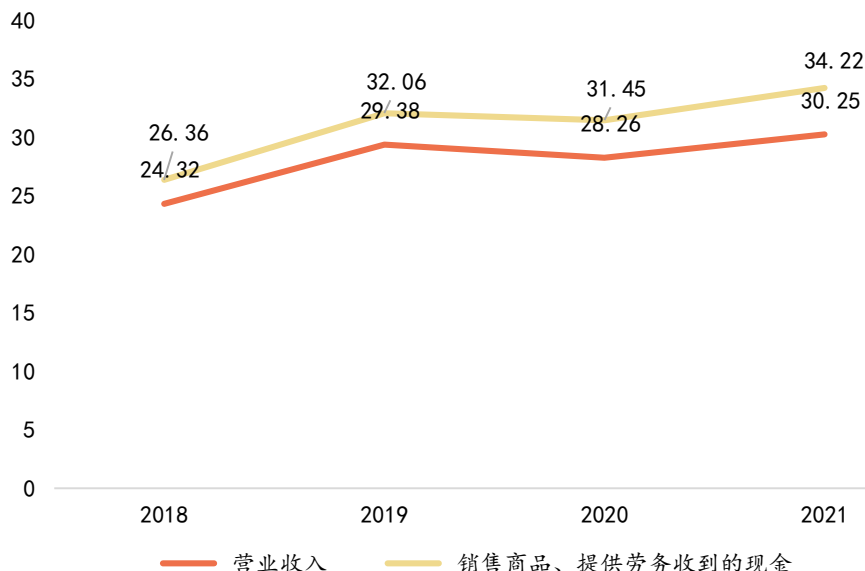
公司的营业成本主要来自原材料成本。据公司招股书披露，统一运费口径后，19-21 年及 22H1 的原材料占主营业务成本的比重 83.63%、82.23%、81.69%和 83.20%，并没有显著变化，亦证明了这一点。

为什么公司的净利润与经营性净现金流严重不匹配？

按照报表口径，公司的销售商品、提供劳务收到的现金与营收规模相匹配，但经营性净现金流远大于净利润。

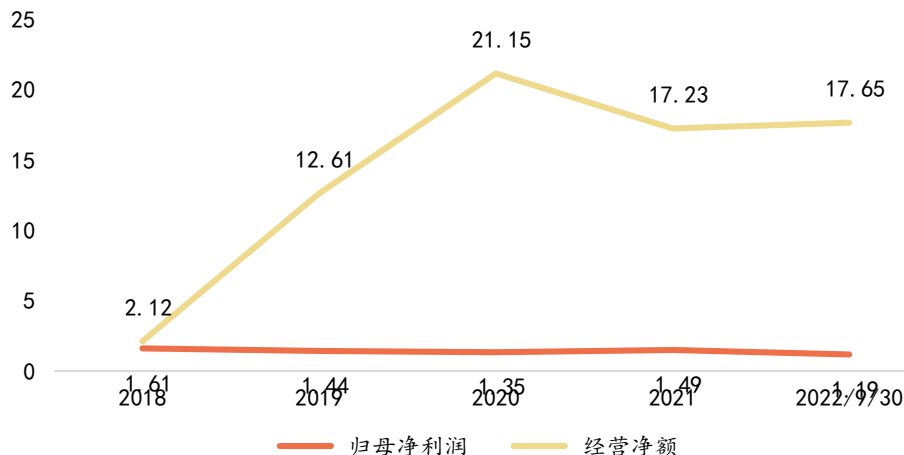


图9: 收入现金流对比 (亿元)



资料来源: ifind, 申港证券研究所

图10: 利润现金流对比 (亿元)



资料来源: ifind, 申港证券研究所

该差异主要由于贸易融资模式下, 记账方式带来的误解。公司在采购大麦时先由银行支付给贸易商大麦采购款, 公司随后将该款项支付银行。该款项未被记入购买商品现金支出, 而是被记为筹资性现金流出, 导致经营性净现金流失真。

#### 4. 盈利预测与估值分析

基于前文所述的分析, 我们预测公司 22-25 年的营业收入分别为 38.1 亿元、43.4 亿元、42.8 亿元、44.7 亿元, 对应增速分别为 26%、13.9%、-1.4%、4.5%; 同期公司归母净利润预计分别为 1.3 亿元、6.2 亿元、5.5 亿元、5.6 亿元, 对应增速分别为 -12.7%、377.5%、-11.8%、2.5%。本次预测较上次预测的变化详见报告第

2 部分。

## 5. 风险提示

风险 1：原材料价格波动。假设 23 年开始大麦进口价格（美元计价）上涨 10%，公司的经营指标变为如下结果：

表7：原材料价格上涨后的经营指标变化

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	2,825.80	3,024.82	3,810.38	4,339.91	4,280.11	4,473.73
对应原指标变化				0.00%	0.00%	0.00%
归母净利润（百万元）	135.04	148.93	130.09	340.82	257.09	248.72
对应原指标变化				-45.13%	-53.07%	-55.69%
净资产收益率（%）	6.35%	6.54%	5.13%	11.85%	8.21%	7.35%
每股收益(元)	0.36	0.40	0.26	0.68	0.51	0.50

资料来源：ifind，申港证券研究所

风险 2：行业竞争加剧。假设 23 年起，麦芽销售吨价较预期降低 100 元，公司主要经营指标变为如下结果：

表8：麦芽售价降低后的经营指标变化

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	2,825.80	3,024.82	3,810.38	4,248.11	4,096.71	4,183.31
对应原指标变化				-2.12%	-4.28%	-6.49%
归母净利润（百万元）	135.04	148.93	130.09	534.52	372.90	280.23
对应原指标变化				-13.95%	-31.92%	-50.07%
净资产收益率（%）	6.35%	6.54%	5.13%	17.41%	10.83%	7.53%
每股收益(元)	0.36	0.40	0.26	1.07	0.74	0.56

资料来源：ifind，申港证券研究所

**表9: 公司盈利预测表**

利润表		单位:百万元					资产负债表					单位:百万元					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	2826	3025	3810	4340	4280	<b>流动资产合计</b>	1737	1988	2261	2408	2705						
<b>营业成本</b>	2545	2725	3495	3502	3529	货币资金	243	161	76	65	343						
营业税金及附加	16	16	21	24	23	应收账款	673	628	859	971	937						
营业费用	13	12	14	15	14	其他应收款	2	3	4	5	5						
管理费用	101	86	107	117	111	预付款项	3	70	70	70	70						
研发费用	14	15	19	22	21	存货	790	1090	1190	1226	1283						
财务费用	-18	-3	7	6	-1	其他流动资产	3	22	34	42	41						
资产减值损失	10	21	-13	-17	-20	<b>非流动资产合计</b>	860	1088	1437	1858	2254						
公允价值变动收益	-1	0	0	0	0	长期股权投资	0	0	0	0	0						
投资净收益	-10	-4	0	0	0	固定资产	712	711	1050	1408	1705						
<b>营业利润</b>	1	-6	0	0	0	无形资产	37	52	54	57	60						
营业外收入	137	153	134	637	561	商誉	0	0	0	0	0						
营业外支出	0	1	0	0	0	其他非流动资产	1	1	1	1	1						
<b>利润总额</b>	1	1	0	0	0	<b>资产总计</b>	2597	3076	3698	4266	4960						
所得税	136	153	134	637	561	<b>流动负债合计</b>	469	741	1099	1046	1191						
<b>净利润</b>	1	4	4	16	13	短期借款	76	241	342	71	0						
少数股东损益	135	149	130	621	548	应付账款	189	242	307	307	310						
归属母公司净利润	0	0	0	0	0	预收款项	21	11	202	419	633						
EBITDA	135	149	130	621	548	一年内到期的非流动负债	0	9	9	9	9						
<b>EPS (元)</b>	216	261	180	696	618	<b>非流动负债合计</b>	1	56	64	64	64						
<b>主要财务比率</b>						长期借款	0	49	49	49	49						
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	应付债券	0	0	0	0	0						
<b>成长能力</b>						<b>负债合计</b>	470	797	1163	1110	1256						
营业收入增长	-3.82%	7.04%	25.97%	13.90%	-1.38%	少数股东权益	0	0	0	0	0						
营业利润增长	-5.88%	11.36%	-12.61%	376.54%	-12.00%	实收资本(或股本)	376	376	502	502	502						
归属于母公司净利润增长	-12.65%	377.52%	-12.65%	377.52%	-11.82%	资本公积	1140	1143	1143	1143	1143						
<b>获利能力</b>						未分配利润	604	753	877	1466	1987						
毛利率(%)	9.93%	9.92%	8.27%	19.32%	17.54%	归属母公司股东权益合计	2127	2279	2535	3156	3704						
净利率(%)	4.78%	4.92%	3.41%	14.31%	12.80%	<b>负债和所有者权益</b>	2597	3076	3698	4266	4960						
总资产净利润(%)	5.20%	4.84%	3.52%	14.56%	11.04%	<b>现金流量表</b>						单位:百万元					
ROE(%)	6.35%	6.54%	5.13%	19.68%	14.79%		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E						
<b>偿债能力</b>						<b>经营活动现金流</b>	2115	1723	64	723	784						
资产负债率(%)	18%	26%	31%	26%	25%	净利润	135	149	130	621	548						
流动比率						折旧摊销	96	112	0	47	53						
速动比率						财务费用	-18	-3	7	6	-1						
<b>营运能力</b>						应付帐款减少	0	0	-231	-112	34						
总资产周转率	1.10	1.07	1.12	1.09	0.93	预收帐款增加	0	0	191	217	214						
应收账款周转率	4	5	5	5	4	<b>投资活动现金流</b>	-102	-216	-377	-458	-435						
应付账款周转率	11.10	14.03	13.88	14.14	13.88	公允价值变动收益	-10	-4	0	0	0						
<b>每股指标(元)</b>						长期股权投资减少	0	0	0	0	0						
每股收益(最新摊薄)	0.36	0.40	0.26	1.24	1.09	投资收益	1	-6	0	0	0						
每股净现金流(最新摊薄)	0.07	-0.22	-0.17	-0.02	0.55	<b>筹资活动现金流</b>	-1988	-1590	228	-276	-70						
每股净资产(最新摊薄)	5.65	6.06	5.05	6.29	7.38	应付债券增加	0	0	0	0	0						
<b>估值比率</b>						长期借款增加	0	0	0	0	0						
P/E	48.25	43.43	67.00	14.03	15.91	普通股增加	209	0	125	0	0						
P/B	3.07	2.87	3.44	2.76	2.35	资本公积增加	-135	3	1	0	0						
EV/EBITDA	29.55	25.54	50.11	12.62	13.63	<b>现金净增加额</b>	25	-82	-85	-11	278						

资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

### 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

### 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，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。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司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相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。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头寸并进行交易，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。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

## 行业评级体系

### 申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

### 申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上