

# 神农集团 (605296.SH)

**买入**

## 2022 年报及 2023 一季报点评：养殖生产成绩表现优异，生猪出栏有望稳步扩张

### 核心观点

**优质生猪养殖标的，2022 年及 2023Q1 业绩受养殖行情影响阶段性承压。**公司 2022 年营收 16.58 亿元，同比-18.5%，归母净利 1.2 亿元，同比-17.5%。公司 2023Q1 营收 3.9 亿元，同比+15.46%，归母净利 0.23 亿元，同比-12.0%，2023 年一季度猪价重回历史低位，导致 2022 年及 2023Q1 下游养殖盈利较差，饲料需求降低，因此导致公司整体业绩阶段性承压，后续有望受益后周期景气回暖逐步回升。

**养殖成本表现优异，位于行业第一梯队。**公司在生猪产业链深耕二十余年，以饲料业务起家，分别于 2002 年和 2005 年开始拓展生猪养殖与生猪屠宰业务。2022 年公司养殖、屠宰、饲料收入占比分别为 52.96%、25.97%、17.24%。目前公司养殖业务主要分布在云南和广西两省。公司重视生猪防疫及健康保健，生猪养殖成绩处于行业前列。公司 60% 的存栏母猪群为蓝耳、PED、伪狂犬双阴母猪群，未来健康保障相关的疫苗、动保费用将持续降低，猪只生产速度提升。成本方面，公司 2022 年育肥猪完全成本为 16.7 元/公斤、养殖成本为 15.4 元/公斤，位列行业第一梯队。2022 年度仔猪平均断奶成本约 380 元/头，成本优势显著。据公司公告，其 2023 年平均完全成本目标为 <15.8 元/公斤、平均养殖成本目标为 <15 元/公斤，未来通过满负荷生产、疫病净化、优化考核指标等一系列措施有望进一步实现成本降低。

**远期出栏目标达 500 万头，生猪产能稳步放量。**公司 2022 年实现生猪出栏 92.9 万头，同比+42.11%，截止 2022 年末，公司能繁母猪数量约 6.3 万头；PSY 年平均水平超过 27 头。目前公司已有产能为 150 万头，未来 2-3 年全部产能释放后可达到 300 万头以上的产能。公司 2022 年新增在建母猪场 5 个（对应母猪存栏规模约 5.6 万头），分别位于云南、广西、广东区域，计划于 2023 年内陆续建成投产。此外，在养殖产能储备上，公司结合 2027 年出栏 500 万头生猪的战略目标，目前正在考察或者商谈的储备地块还有 6 块，分别位于云南、广西和广东等南方区域，如全部建设，可再增加 5.6 万头母猪产能，将进一步助力集团战略目标实现。

**风险提示：**养殖过程中发生不可控疫情，粮食价格大幅上涨增加饲料成本。

**投资建议：**优质生猪养殖先锋标的，首次覆盖，给予“买入”评级。预计公司 23-25 年归母净利润为 4.34/10.31/6.70 亿元，对应 EPS 为 0.83/1.97/1.28 元，对应当前股价 PE 为 29.2/12.3/18.9 X。

### 盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,779	3,304	4,218	6,301	7,516
(+/-%)	2.0%	18.9%	27.7%	49.4%	19.3%
净利润(百万元)	245	255	434	1031	670
(+/-%)	-78.4%	4.1%	69.8%	137.7%	-35.1%
每股收益(元)	0.61	0.49	0.83	1.97	1.28
EBIT Margin	12.7%	9.3%	10.7%	16.9%	8.6%
净资产收益率 (ROE)	5.5%	5.5%	8.7%	18.3%	11.1%
市盈率 (PE)	39.4	49.6	29.2	12.3	18.9
EV/EBITDA	19.4	25.6	19.8	10.6	16.1
市净率 (PB)	2.15	2.71	2.54	2.25	2.09

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 农林牧渔·养殖业

**证券分析师：鲁家瑞**      **证券分析师：李瑞楠**  
 021-61761016                  021-60893308  
 lujiarui@guosen.com.cn      lirui@guosen.com.cn  
 S0980520110002                S0980523030001  
**联系人：江海航**  
 010-88005306  
 jianghaihang@guosen.com.cn

#### 基础数据

投资评级	买入(首次评级)
合理估值	
收盘价	24.20 元
总市值/流通市值	12688/1599 百万元
52 周最高价/最低价	32.70/23.22 元
近 3 个月日均成交额	29.53 百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

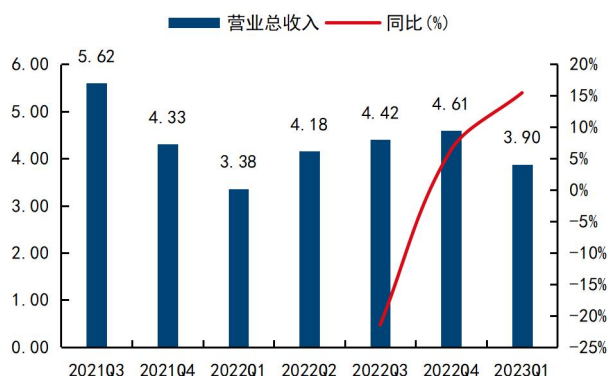
公司 2022 年及 2023Q1 业绩阶段性承压,看好后续养殖后周期景气回暖。公司 2022 年营收 16.58 亿元,同比-18.5%,归母净利 1.2 亿元,同比-17.5%。公司 2023Q1 营收 3.9 亿元,同比+15.46%,归母净利 0.23 亿元,同比-12.0%,公司 2022Q1 盈利基数受到政府补助影响,2022Q1 收到政府补助 680 万元(税后影响额 510 万元),计入当期营业外收入。2022 年全年饲料原料价格高位震荡,且 2022 上半年生猪价格处于低位,下半年猪价行情虽然有所回升,但 2023 年一季度猪价重回历史低位,导致 2022 年及 2023Q1 下游养殖盈利较差,饲料需求降低,因此导致公司整体业绩阶段性承压,后续有望受益后周期景气回暖逐步回升。

图1: 神农集团营业收入及增速(单位:亿元、%)



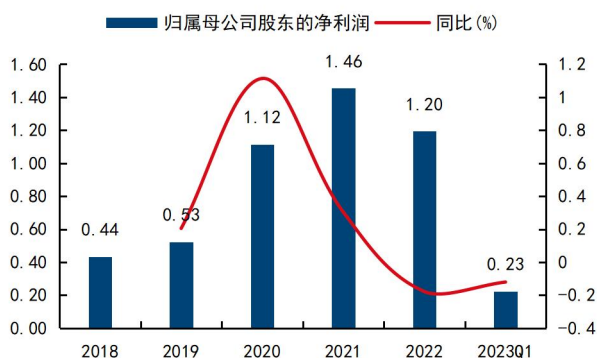
资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 神农集团单季营业收入及增速(单位:亿元、%)



资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 神农集团归母净利润及增速(单位:亿元、%)



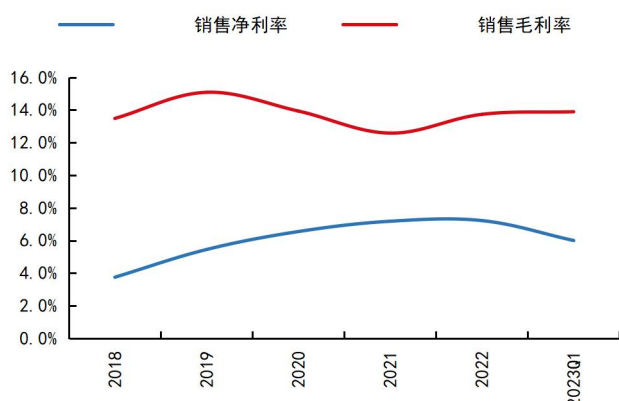
资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 神农集团单季归母净利润及增速(单位:亿元、%)

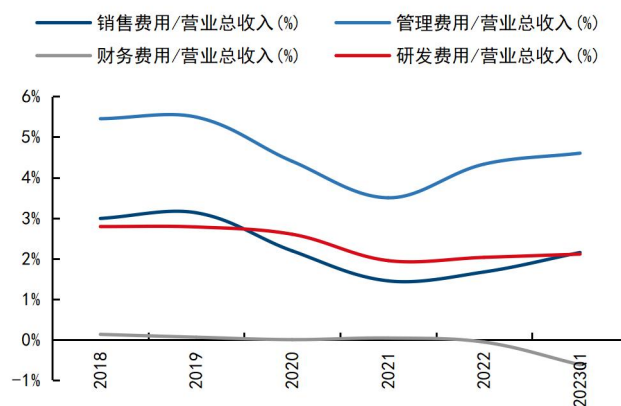


资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

毛利率随生猪价格周期波动,财务费用率上升明显。2022 年及 2023Q1 公司销售毛利率分别为 13.73%、13.89%,整体稳步提升;销售净利率分别为 7.22%、6.00%,2023Q1 净利率受到下游养殖业绩承压影响有所下滑。另外,2022 年及 2023Q1 公司费用率整体保持稳定,2023Q1 销售费用率达 2.15%(同比+0.17pct),管理费用率 4.60%(同比+0.67pct),财务费用率-0.62%(同比-0.71pct),三项费用率合计 6.13%,同比+0.13pct。其中,管理费用增幅较大主要系管理人员薪酬增加以及办公费用增加;财务费用降幅较大主要系募集资金到账后,存款利息增加所致。

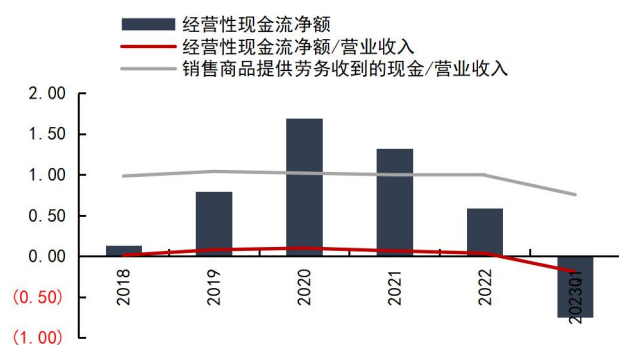
**图5: 神农集团毛利率、净利率变化情况**


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

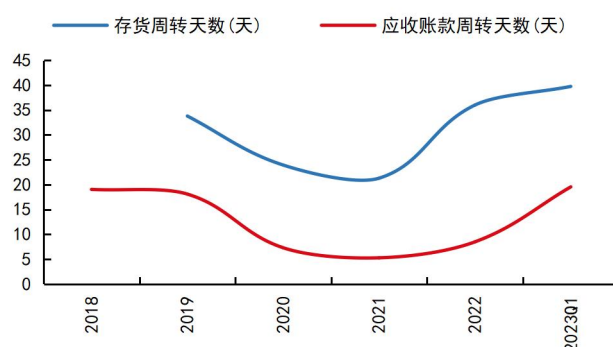
**图6: 神农集团费用率变化情况**


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**经营性现金流收缩明显, 应收及存货周转率小幅提升。**2022 年公司经营性现金流净额 0.59 亿元(同比-55%), 经营性现金流净额占营业收入比例为 4%(同比-45%), 销售商品提供劳务收到的现金占营业收入比例为 99%(-1%), 现金流状况受下游养殖行情低迷影响而整体承压明显。在主要流动资产周转方面, 2022 年公司应收周转天数达 8.47 天(+61%), 存货周转天数达 35.99 天(+69%)。

**图7: 神农集团经营性现金流情况**


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**图8: 神农集团主要流动资产周转情况**


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

## 盈利预测

### 假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

**(1) 养殖业：**生猪养殖业务是公司主要发力布局的板块，产能处于快速上量期，2023-2025 年收入增速预计分别为 44%、78%、24%，成本未来也仍有较大改善空间，预计毛利率主要会随猪价周期波动而改变，预计 2023-2025 年毛利率分别为 23.3%、31.2%、18.6%。

**(2) 屠宰业：**近年公司屠宰量保持较为稳健的增速，我们预计 2023-2025 年收入增速分别为 10%、5%、5%，屠宰盈利较为稳定但也会受到猪价波动影响，预计 2023-2025 年毛利率分别为 17%、15%、17%。

**(3) 饲料业：**由于公司生猪业务快速发展，由此自供饲料量增加，外销饲料业务增速收缩。预计 2023-2025 年收入增速分别为 10%、10%、10%，基本保持稳健增速，毛利率预计随饲料原材料价格下降，及下游养殖盈利回暖有所增长，预计 2023-2025 年毛利率分别为 12.0%、13.0%、13.0%。

综上所述，预计 2023-2025 年的公司整体营收分别为 42.18/63.01/75.16 亿元，同比增速为 69.8%/137.7%/-35.1%，毛利率 19.9%/26.1%/17.6%，毛利为 8.40/16.45/13.19 亿元。

表1：神农集团业务拆分

单位：亿元，%	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>养殖业</b>						
收入	14.99	15.27	17.50	25.12	44.78	55.67
同比	173%	2%	15%	44%	78%	24%
毛利	9.83	3.11	3.89	5.86	13.97	10.34
毛利率(%)	65.55%	20.40%	22.22%	23.32%	31.20%	18.56%
<b>屠宰业</b>						
收入	5.12	7.11	6.13	8.61	8.58	9.44
同比		39%	-14%	40%	0%	10%
毛利	1.03	2.14	2.72	1.21	1.47	1.70
毛利率(%)	20.22%	30.13%	44.31%	14.03%	17.15%	17.00%
<b>饲料业</b>						
收入	5.00	4.49	5.96	17.48	5.70	6.27
同比		-10%	33%	193%	-67%	10%
毛利	0.62	0.66	0.81	1.73	0.68	0.75
毛利率(%)	12.46%	14.79%	13.56%	9.88%	11.90%	12.00%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

## 未来 3 年业绩预测

表2: 未来 3 年盈利预测表

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	3304	4218	6301	7516
营业成本	2693	3379	4656	6197
销售费用	41	52	76	92
管理费用	232	292	435	504
研发费用	23	33	52	58
财务费用	(9)	(18)	(23)	(43)
营业利润	271	477	1089	690
利润总额	252	457	1089	690
归属于母公司净利润	255	434	1031	670
EPS	0.49	0.83	1.97	1.28
ROE	5%	9%	18%	11%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件, 我们得到公司 2023-2025 年收入分别为 42.18/63.01/75.16 亿元, 归属母公司净利润 4.3/10.3/6.7 亿元, 利润年增速分别为 69.8%/137.7%/-35.1%。每股收益分别为 0.83/1.97/1.28 元。

## 盈利预测的敏感性分析

表3: 情景分析 (乐观、中性、悲观)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>乐观预测</b>					
营业收入(百万元)	2,779	3,304	4,228	6,336	7,569
(+/-%)	2.0%	18.9%	27.9%	49.9%	19.5%
净利润(百万元)	245	255	471	1088	743
(+/-%)	-78.4%	4.1%	84.6%	130.9%	-31.7%
摊薄 EPS	0.61	0.49	0.90	2.08	1.42
<b>中性预测</b>					
营业收入(百万元)	2,779	3,304	4,218	6,301	7,516
(+/-%)	2.0%	18.9%	27.7%	49.4%	19.3%
净利润(百万元)	245	255	434	1031	670
(+/-%)	-78.4%	4.1%	69.8%	137.7%	-35.1%
摊薄 EPS(元)	0.61	0.49	0.83	1.97	1.28
<b>悲观的预测</b>					
营业收入(百万元)	2,779	3,304	4,200	6,232	7,410
(+/-%)	2.0%	18.9%	27.1%	48.4%	18.9%
净利润(百万元)	245	255	359	919	526
(+/-%)	-78.4%	4.1%	40.6%	155.8%	-42.8%
摊薄 EPS	0.61	0.49	0.69	1.75	1.00
总股本(百万股)	400	524	524	524	524

资料来源: 国信证券经济研究所预测

## 估值与投资建议

公司股票合理估值区间在 27.6-29.6 元, 给予买入评级。

考虑公司的业务特点, 我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

**绝对估值: 28.4-29.4 元**

未来 5 年估值假设条件见下表:

表4: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
营业收入增长率	57.20%	2.02%	18.89%	27.66%	49.37%	19.28%	5.00%	8.00%
营业成本/营业收入	50.86%	78.52%	81.48%	80.09%	73.89%	82.44%	86.00%	84.00%
管理费用/营业收入	4.62%	6.17%	6.89%	6.79%	6.82%	6.63%	6.75%	6.73%
研发费用/营业收入	0.62%	1.02%	0.70%	0.78%	0.83%	0.77%	0.79%	0.80%
销售费用/销售收入	1.33%	1.15%	1.23%	1.24%	1.20%	1.22%	1.25%	1.23%
营业税及附加/营业收入	0.24%	0.28%	0.27%	0.26%	0.27%	0.26%	0.26%	0.27%
所得税税率	0.47%	5.80%	-1.36%	5.00%	5.35%	3.00%	4.45%	4.26%
股利分配比率	10.09%	43.21%	39.32%	30.88%	37.81%	36.00%	34.89%	36.23%

资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所预测

表5: 资本成本假设

无杠杆 Beta	1.26	T	5.00%
无风险利率	2.50%	Ka	11.32%
股票风险溢价	7.00%	有杠杆 Beta	1.28
公司股价 (元)	24.15	Ke	11.43%
发行在外股数 (百万)	524	E/(D+E)	98.74%
股票市值 (E, 百万元)	12662	D/(D+E)	1.26%
债务总额 (D, 百万元)	162	WACC	11.35%
Kd	5.30%	永续增长率 (10年后)	2.0%

资料来源: 国信证券经济研究所假设

## 绝对估值的敏感性分析

表6: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

		WACC 变化				
		11.2%	11.3%	11.43%	11.5%	11.6%
永续 增长 率变 化	2.2%	30.01	29.63	29.25	28.87	28.51
	2.1%	29.83	29.44	29.07	28.70	28.34
	<b>2.0%</b>	29.64	29.27	<b>28.90</b>	28.54	28.18
	1.9%	29.46	29.09	28.73	28.37	28.02
	1.8%	29.29	28.92	28.56	28.21	27.87

资料来源: 国信证券经济研究所分析



## 相对估值：27.6–29.6 元

公司以生猪养殖、屠宰、饲料经营为主业，我们采用 PE 法进行相对估值，主要选取与公司同行业的养殖产业链公司进行比较，分别为唐人神、大北农、巨星农牧。

1) 唐人神：公司主营饲料、生猪养殖、肉制品加工等生猪养殖产业链全环节，考虑到唐人神的养殖成本略高于神农集团，且发展进入成熟期后出栏增速趋缓，未来盈利弹性稍弱，其 PE 估值水平理应低于神农集团。

2) 大北农：公司当前主营业务包括猪饲料、生猪养殖等板块，同时积极布局转基因玉米性状研发，未来有望进一步打开公司利润成长空间，考虑到市场对公司转基因新业务有期权市值预期，因此公司的 PE 水平在同行业中处于偏高水平。

3) 巨星农牧：公司当前主营业务包括猪饲料、生猪养殖等板块，其同样为生产成本位列第一梯队的优质生猪养殖企业，2022 年公司生猪出栏 153.01 万头，同比增加 75.66%，保持快速扩张趋势，市场认可度较高，公司的 PE 水平在同行业中处于偏高水平。

综合上述分析，以上行业可比公司 2024 年 PE 平均值为 12，考虑到公司凭借优异的养殖生产成绩以及卓越的非瘟防控能力，有望在非瘟持续扰动下保持较好的生产稳定性，叠加公司产能的快速放量，有望受益于中期猪价量价齐升的红利，我们给予公司 2024 年 14–15 倍 PE，此外，我们预计神农集团 2023–2025 年 EPS 分别为 0.83/1.97/1.28，综合考虑，合理预计神农集团的合理股价区间为 27.6–29.6 元。

表7: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值			EPS			PE			投资评级
			亿元	22E	23E	24E	22E	23E	24E			
002567.SZ	唐人神	7.81	108	0.8	0.96	–	10	8	–	买入		
002385.SZ	大北农	7.02	291	0.32	0.41	0.33	22	17	24	买入		
603477.SH	巨星农牧	31.21	158	1.24	3.26	3.12	25	10	3	买入		
<b>均值</b>							19	12				

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测

## 投资建议

通过多角度估值，得出公司 2024 年合理估值区间 27.6–29.6 元，相对目前股价有 15%–25% 的溢价空间。预计神农集团 2023–2025 年 EPS 分别为 0.83/1.97/1.28，利润增速分别为 70%/140%/–35%，首次覆盖给予“买入”评级。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1080	996	800	1371	2171	营业收入	2779	3304	4218	6301	7516
应收款项	97	85	116	155	227	营业成本	2182	2693	3379	4656	6197
存货净额	813	1082	1292	1775	2454	营业税金及附加	8	9	11	17	20
其他流动资产	68	172	247	284	390	销售费用	32	41	52	76	92
<b>流动资产合计</b>	<b>2710</b>	<b>2474</b>	<b>2555</b>	<b>3685</b>	<b>5342</b>	管理费用	175	232	292	435	504
固定资产	1896	2345	2984	3182	3060	研发费用	28	23	33	52	58
无形资产及其他	128	126	122	118	114	财务费用	(4)	(9)	(18)	(23)	(43)
投资性房地产	436	523	523	523	523	投资收益	16	7	1	1	1
长期股权投资	0	0	0	1	3	资产减值及公允价值变动	104	42	5	0	0
<b>资产总计</b>	<b>5170</b>	<b>5469</b>	<b>6185</b>	<b>7510</b>	<b>9042</b>	其他收入	(230)	(119)	(33)	(52)	(58)
短期借款及交易性金融负债	50	23	162	26	24	营业利润	276	271	477	1089	690
应付款项	339	375	558	724	970	营业外净收支	(16)	(19)	(20)	0	0
其他流动负债	140	221	275	867	1685	<b>利润总额</b>	<b>260</b>	<b>252</b>	<b>457</b>	<b>1089</b>	<b>690</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>528</b>	<b>619</b>	<b>996</b>	<b>1617</b>	<b>2679</b>	所得税费用	15	(3)	23	58	21
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	145	171	211	273	315	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>245</b>	<b>255</b>	<b>434</b>	<b>1031</b>	<b>670</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>145</b>	<b>171</b>	<b>211</b>	<b>273</b>	<b>315</b>	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>负债合计</b>	<b>674</b>	<b>791</b>	<b>1207</b>	<b>1890</b>	<b>2994</b>	净利润	245	255	434	1031	670
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	100	(50)	22	6	(1)
股东权益	4496	4678	4978	5620	6048	折旧摊销	180	217	250	301	328
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5170</b>	<b>5469</b>	<b>6185</b>	<b>7510</b>	<b>9042</b>	公允价值变动损失	(104)	(42)	(5)	0	0
						财务费用	(4)	(9)	(18)	(23)	(43)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	营运资本变动	(118)	(354)	(18)	266	248
每股收益	0.61	0.49	0.83	1.97	1.28	其它	(100)	50	(22)	(6)	1
每股红利	0.26	0.19	0.26	0.74	0.46	<b>经营活动现金流</b>	<b>203</b>	<b>76</b>	<b>660</b>	<b>1599</b>	<b>1246</b>
每股净资产	11.23	8.92	9.49	10.72	11.54	资本开支	0	(654)	(901)	(501)	(201)
ROIC	11%	8%	9%	21%	14%	其它投资现金流	(371)	511	40	0	0
ROE	5%	5%	9%	18%	11%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(371)</b>	<b>(143)</b>	<b>(861)</b>	<b>(502)</b>	<b>(203)</b>
毛利率	21%	19%	20%	26%	18%	权益性融资	0	56	0	0	0
EBIT Margin	13%	9%	11%	17%	9%	负债净变化	(60)	0	0	0	0
EBITDA Margin	19%	16%	17%	22%	13%	支付股利、利息	(106)	(100)	(134)	(390)	(241)
收入增长	2%	19%	28%	49%	19%	其它融资现金流	1302	127	139	(136)	(2)
净利润增长率	-78%	4%	70%	138%	-35%	<b>融资活动现金流</b>	<b>970</b>	<b>(18)</b>	<b>5</b>	<b>(526)</b>	<b>(243)</b>
资产负债率	13%	14%	20%	25%	33%	<b>现金净变动</b>	<b>802</b>	<b>(84)</b>	<b>(196)</b>	<b>571</b>	<b>800</b>
股息率	0.8%	0.8%	1.1%	3.1%	1.9%	货币资金的期初余额	278	1080	996	800	1371
P/E	39.4	49.6	29.2	12.3	18.9	货币资金的期末余额	1080	996	800	1371	2171
P/B	2.1	2.7	2.5	2.3	2.1	企业自由现金流	0	(479)	(240)	1075	1002
EV/EBITDA	19.4	25.6	19.8	10.6	16.1	权益自由现金流	0	(352)	(84)	961	1042

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测



## 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提及的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