

# 象屿股份 (600057.SH) 农业物流行业

评级：买入 首次评级

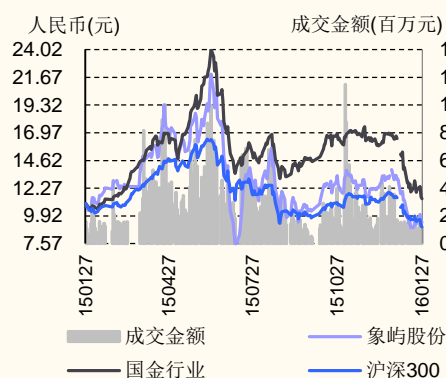
公司研究

市场价格 (人民币): 9.38 元  
目标价格 (人民币): 13.00-15.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

|                |            |
|----------------|------------|
| 已上市流通 A 股(百万股) | 553.33     |
| 总市值(百万元)       | 10,981.91  |
| 年内股价最高最低(元)    | 21.94/7.57 |
| 沪深 300 指数      | 2930.35    |
| 上证指数           | 2735.56    |



## 进军粮食产业链，打造粮贸流通新龙头

### 公司基本情况(人民币)

| 项目          | 2013    | 2014     | 2015E    | 2016E    | 2017E    |
|-------------|---------|----------|----------|----------|----------|
| 摊薄每股收益(元)   | 0.281   | 0.274    | 0.353    | 0.513    | 0.760    |
| 每股净资产(元)    | 2.10    | 3.64     | 3.72     | 3.88     | 4.20     |
| 每股经营性现金流(元) | -5.44   | -4.64    | 0.09     | 0.16     | 0.13     |
| 市盈率(倍)      | 33.41   | 34.29    | 26.56    | 18.29    | 12.34    |
| 行业优化市盈率(倍)  | 16.52   | 29.22    | 50.16    | 50.16    | 50.16    |
| 净利润增长率(%)   | 110.20% | 17.42%   | 29.10%   | 45.19%   | 48.20%   |
| 净资产收益率(%)   | 13.36%  | 7.51%    | 8.66%    | 11.09%   | 14.03%   |
| 总股本(百万股)    | 859.84  | 1,036.25 | 1,036.25 | 1,036.25 | 1,036.25 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

- **开辟种植—贸易—物流一体化业务，打造粮食供应链综合服务供应商：**公司业务包括种植、仓储、物流三大部分，其中种植业务为合作种植和种植服务，赚取种子肥料农机、资金贷款等分销利润，仓储业务可获得政府临储代收补贴，进而北粮南运通过物流渠道将粮食运往东南沿海，赚取仓储及流通费用。农业供应链过去3年复合增速49%，未来将保持更快速增长。
- **象屿股份与农户合作，开辟综合化种植服务平台：**象屿股份向农户提供土地流转资金，种子，化肥，农机等，农户收成后每年带来稳定粮源，预计实现年产量约100万吨。按过去3年营业收入增速30%计算，象屿股份6年内将占据国内农产品市场10%的份额，成为国内农业全产业链龙头企业之一。
- **打造黑龙江依安、富锦仓储中心，收购鹏屿物流，仓储能力将达到1千万：**公司2014年4月收购黑龙江依安县的鹏屿物流，得以快速实现“一个物流中心，六个收购中心”的粮食仓储网络布局。目前公司在黑龙江仓储面积在3百万吨左右，与黑龙江政府签订5年1千万吨的仓储战略合作协议。预计未来3年仓储粮食收入复合增速达到40%。
- **北粮南运大趋势逐渐形成，公司粮食流通规模将超过600万吨：**布局铁路公路和港口，采用多种运输方式在南通、宁波、南昌、厦门、上海、徐州、泰州、云浮8个城市已构建出大规模的成熟粮食运输物流网络。2015年公司在大连港运输的销量已接近150万吨，预计公司未来北粮南运的规模未来将以30%以上增速扩张，5年内达到600多万吨的粮食销量。

### 投资建议

- 我国种植业正处于工业化初期，由土地制度改革带来的规模效应正在显现，龙头企业构建综合性粮食服务商趋势正在形成。公司拟推3亿元的员工股权激励计划，粮食供应链发展空间巨大。

### 估值

- 保守预计公司2015/2016/2017年EPS预测0.35/0.51/0.76元，当前股价对应PE为27/18/12倍。考虑到公司业绩稳定，粮食仓储物流未来发展潜力巨大，给予公司“买入”评级，2016年28x P/E，给予目标价14元。

### 风险

- 玉米价格大幅降低，粮食流通进展低于预期，临储补贴政策大幅调整。

苏宝亮 分析师 SAC 执业编号: S1130516010003  
(8610)66216815  
subaoliang@gjzq.com.cn

戴亚雄 联系人  
(8621)61038200  
daiyaxiong@gjzq.com.cn

## 内容目录

|                             |    |
|-----------------------------|----|
| 公司概况：转型农业供应链，公司规模 30%增长     | 4  |
| 国企背景，公司股权结构明晰               | 4  |
| 象屿农产崛起，公司由金属向农产品供应链业务转型     | 4  |
| 规模扩张迅速，象屿农产促使公司盈利快速增长       | 5  |
| 开辟粮食供应链综合服务提供商              | 8  |
| 根植黑龙江，玉米大豆产量全国第一            | 9  |
| 非公开发行，开辟合作种植新模式             | 11 |
| 建立依安收购中心，收购鹏屿物流开展业务         | 12 |
| 粮食仓储战略布局，行业强力竞争者            | 13 |
| 象屿股份未来五年占据 10%份额，行业成长最快的竞争者 | 13 |
| 打造富锦仓储中心，全面扩建黑龙江仓容          | 15 |
| 国家临时收储政策补贴，贡献仓储业务稳定利润       | 17 |
| 以大连港为中心，打造北粮南运粮食物流网络        | 18 |
| 北粮南运大趋势逐渐形成，千万吨市场规模有待开发     | 18 |
| 以大连港为运输中心，构建多元物流运输网络        | 19 |
| 盈利预测                        | 19 |

## 图表目录

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 图表 1：象屿股份股权结构及主要子公司             | 4  |
| 图表 2：象屿股份主要产品                   | 5  |
| 图表 3：象屿股份发展沿革                   | 6  |
| 图表 4：2011-2015Q3 象屿股份营业收入情况     | 6  |
| 图表 5：2011-2015Q3 象屿股份净利润情况      | 6  |
| 图表 6：2015H2 象屿股份各项业务营业收入占比      | 7  |
| 图表 7：2011-2015H2 象屿股份各项业务毛利率    | 7  |
| 图表 8：2011-2015 象屿股份盈利比率         | 7  |
| 图表 9：2011-2015H2 象屿股份供应链及物流业务收入 | 8  |
| 图表 10：2011-2015H2 象屿股份园区开发业务收入  | 8  |
| 图表 11：象屿股份公司战略                  | 8  |
| 图表 12：2011-2014 象屿股份各供应链营业收入    | 9  |
| 图表 13：2013-2014 公司各供应链毛利率       | 9  |
| 图表 14：2014 象屿农产在象屿股份中收入和净利润占比   | 9  |
| 图表 15：2014 年我国粮食产量排名            | 10 |
| 图表 16：1995-2014 黑龙江粮食产量         | 10 |
| 图表 17：1995-2014 黑龙江及全国玉米和豆类产量   | 10 |
| 图表 18：象屿股份合作种植业务模式              | 11 |
| 图表 19：象屿农业合作种植及种植服务平台模式         | 12 |

|  |    |
|--|----|
| 图表 20: 2014 年象屿股份对于依安仓储中心及粮食种植项目的非公开发行计划 ..... | 12 |
| 图表 21: 象屿股份依安粮食供应链合作模式 .....                   | 13 |
| 图表 22: 依安地区粮食收购和仓储网络 .....                     | 13 |
| 图表 23: 中粮集团全产业链产品 .....                        | 14 |
| 图表 24: 中粮集团净利润和同比增长 .....                      | 15 |
| 图表 25: 中粮集团玉米基地分布 .....                        | 15 |
| 图表 26: 国内粮商营业收入情况 (亿元) .....                   | 15 |
| 图表 27: 象屿股份所占市场份额 .....                        | 15 |
| 图表 28: 富锦和依安中心地理位置 .....                       | 16 |
| 图表 29: 富锦市粮食仓储库 .....                          | 16 |
| 图表 30: 富锦市现代大型农机合作社 .....                      | 16 |
| 图表 31: 富锦交通运输情况 .....                          | 17 |
| 图表 32: 象屿股份粮食储藏业务模式 .....                      | 17 |
| 图表 33: 2015 年象屿农产获得国家补贴金额 .....                | 17 |
| 图表 34: 我国北粮南运运输路线图 .....                       | 18 |
| 图表 35: 象屿股份物流网点 .....                          | 19 |
| 图表 36: 象屿股份 2013-2017 年收入分拆及预测 .....           | 20 |

## 公司概况：转型农业供应链，公司规模 30%增长

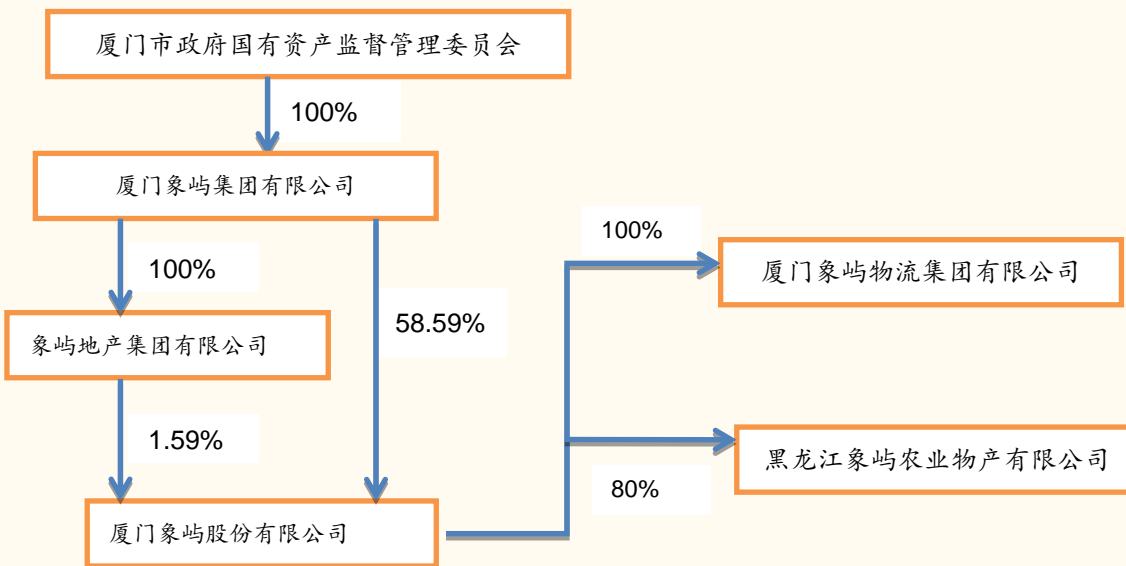
### 国企背景，公司股权结构明晰

象屿股份有限公司于 2011 年 8 月于上交所借壳夏新电子上市，截至 2016 年 1 月公司总股本为 10.36 亿股，市值达到 136 亿元。公司在现有的大宗商品采购供应、综合物流服务、物流园区平台开发运营“三大平台”基础上，已经初步构筑起农产品、金属材料、塑化产品、林业产品和金属汽车“五大核心产品供应链体系”的战略布局。

公司的实际控制人为厦门市国有资产监督管理委员会，其 100% 控股的厦门象屿集团直接持有象屿股份 58.59% 的股份，厦门国资委还通过象屿地产集团有限公司间接控股 1.59%。

公司旗下最主要的子公司为象屿农产和象屿物流，象屿农产主要在黑龙江打造公司“粮食供应链综合服务提供商”的战略目标，着力开辟象屿股份在农产品，特别是玉米在种植—仓储—物流—贸易的一体化业务，公司控股 80%。象屿物流则负责公司在物流和供应链相关的业务，公司控股 100%。

图表 1：象屿股份股权结构及主要子公司



来源：公司公告，国金证券研究所

### 象屿农产崛起，公司由金属向农产品供应链业务转型

公司业务通过整合“三大平台”，形成了农产品供应链、金属材料供应链、塑化产品供应链、林产品供应链、进口汽车供应链“五大核心产品供应链体系”。

**农产品供应链：**公司以象屿农产为核心，形成了从粮食种植、收购、运输到销售全过程的粮食供应链综合服务平台，并在供应链每个环节都建立了稳定且富有增长空间的运营模式。

**金属材料供应链：**公司以上海、天津、唐山、张家港、临沂、重庆等地经营的仓储物流资源为切入点，形成从原料采购、成品销售服务到仓储物流服务的供应链盈利模式。

**林业供应链：**依托进出口物流服务的传统优势，公司将林场资源控制与贸易物流服务平台有机结合，2014 年公司在新西兰、美国成立了多家林业子公司，提升林产资源获取能力。

**进口汽车供应链：**公司借助福州保税港区开展整车进口的契机，依托集装箱租赁打通运输环节，综合利用既有堆场资源，通过整合进口汽车资源形成了进口汽车供应链综合服务平台。

**化工产品供应链：**公司塑化产品供应链市场分布广、终端渗透强、客户资源多，然而随着行业供需结构、产业政策、竞争格局的变化，模式转型、资源整合和结构调整势在必行。

**图表 2：象屿股份主要产品**

| 五大供应链   | 主要产品  |
|---------|---|
| 农产品供应链  | 粮食谷物（大米、小麦、玉米、高粱、大麦、大豆等）、食品原料（油脂、白糖、奶粉等）、饲料原料（鱼粉、乳清粉、豆粕、菜粕、棕榈粕、玉米酒精粕等）。 |
| 金属材料供应链 | 钢铁（长材、板材、型材）、有色金属（铜、铝、锌、镍、铬）、各类矿产（矿砂）、煤炭。                               |
| 塑化产品供应链 | 塑料（PE、PP、PVC、PS、ABS、EVA、PA6、PA66）、化工（甲醇、甲苯、二甲苯、苯乙烯、纯苯）、聚酯原料（PTA、MEG）。   |
| 林产品供应链  | 辐射松、铁杉等原木、锯材和木浆。  |
| 进口汽车供应链 | 进口汽车。   |

来源：公司公告，国金证券研究所

公司 2011 年借壳上市后，主营业务为金属和化工类产品供应链服务，两者收入总和在公司 2012 年营业收入中占比为 51%和 31%。然而 2012 年全球经济持续回落，美国经济放缓和欧债危机使得国内外大宗商品价格出现“慢升快跌”的“过山车”行情，公司收入同比下降 13.5%。

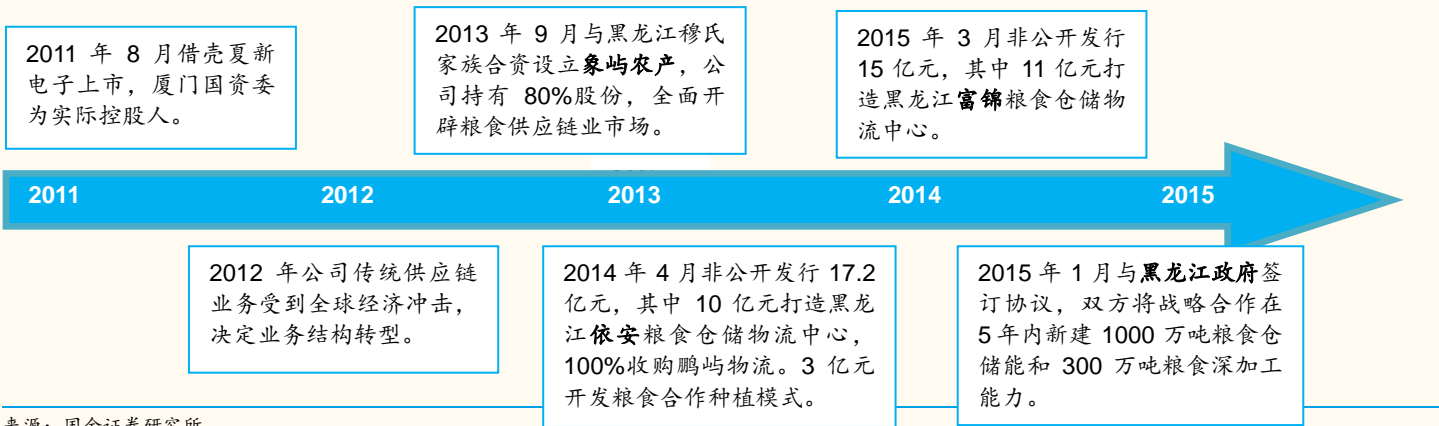
因此公司 2013 年 9 月迅速向农产品综合性供应链转型，成立象屿农产子公司，力求在农产品仓储和物流业务取得结构调整和突破。截至 2014 年底，农产品相关业务成为象屿股份最具有竞争力和前景的业务，农产品供应链业务收入大幅增长，其增量已经占到公司营收增量比重的 60%以上。

### 规模扩张迅速，象屿农产促使公司盈利快速增长

象屿股份近两年公司规模呈现高速扩张态势，近两年营业收入增长率达到 30%以上增长率。公司 2015 年第三季度营业收入为 438 亿元，同比增长 34.3%。预计公司 2015 年营业收入能够达到 550 亿元以上，近 5 年的复合增长率为 13%。公司 2014 年净利润 3.55 亿元，同比增长 32%。2015 年前 3 季度净利润为 2.8 亿元。



图表 3: 象屿股份发展沿革



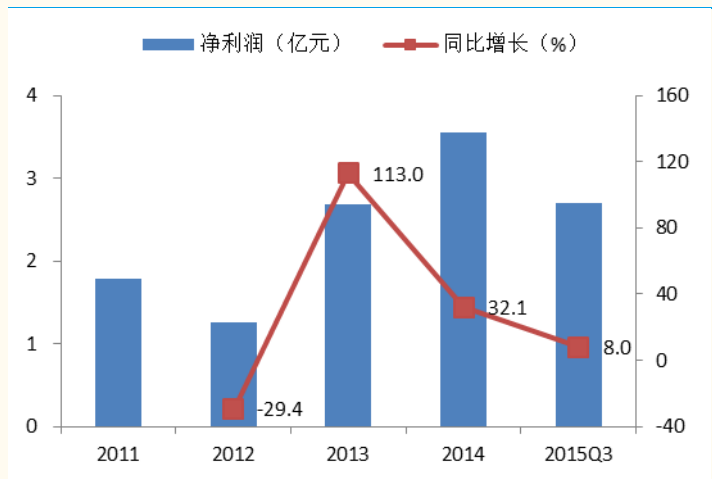
来源: 国金证券研究所

图表 4: 2011-2015Q3 象屿股份营业收入情况



来源: 公司公告, 国金证券研究所

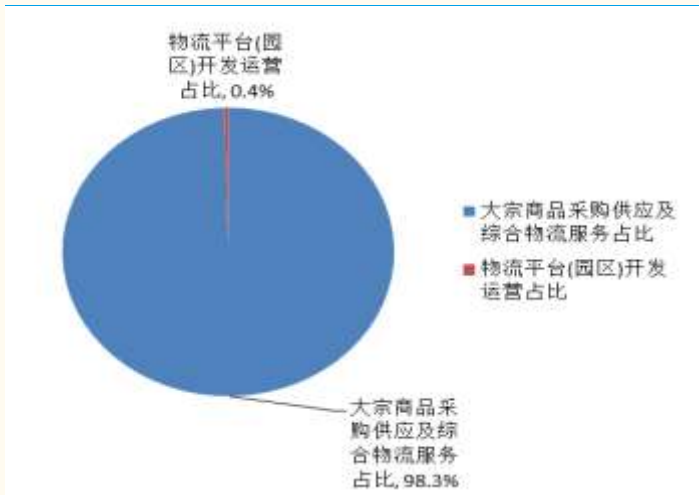
图表 5: 2011-2015Q3 象屿股份净利润情况



来源: 公司公告, 国金证券研究所

象屿股份营业收入构成中, 大宗商品采购供应和物流业务占公司所有业务收入的 98.3%, 物流平台的开发收入占比为 0.4%。在过去 5 年, 象屿股份的总毛利率和大宗商品采购供应物流业务的毛利率相近, 2015 年半年报显示为 4.6%和 4%, 物流平台开发的毛利率达到 0.4%。

图表 6: 2015H2 象屿股份各项业务营业收入占比



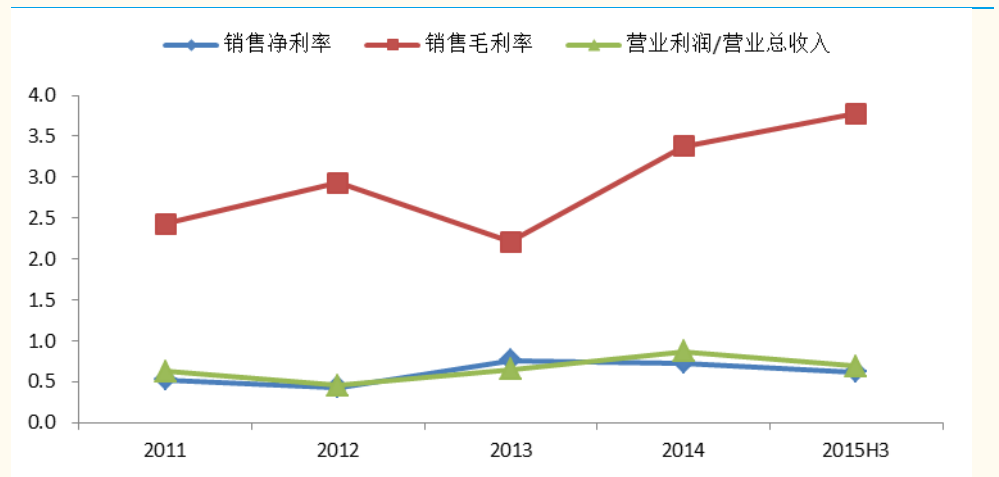
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 7: 2011-2015H2 象屿股份各项业务毛利率



来源: 公司公告, 国金证券研究所

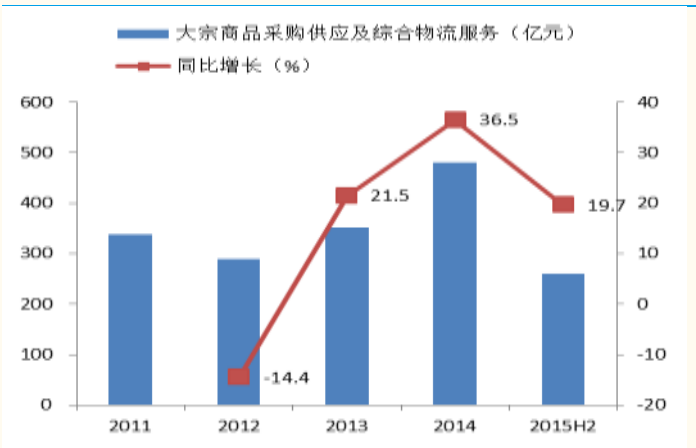
图表 8: 2011-2015 象屿股份盈利比率



来源: 公司公告, 国金证券研究所

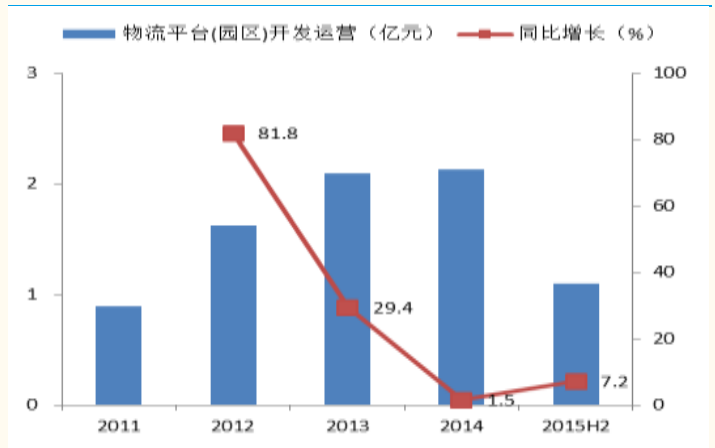
象屿股份 2011-2015 年大宗商品采购供应和物流业务同比增长与总收入增速相近。2015 年半年报显示其同比增长 19.7%，预计未来将保持 20%以上的增速。公司进行套期保值保证了大宗商品供应链的稳定增长，套期保值反应在投资收益中，2014 年公司投资收益达到 4.97 亿元。2015 年物流平台开发业务的增速为 7.2%，与 2014 年相比略有小幅增长。

图表 9：2011-2015H2 象屿股份供应链及物流业务收入



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 10：2011-2015H2 象屿股份园区开发业务收入



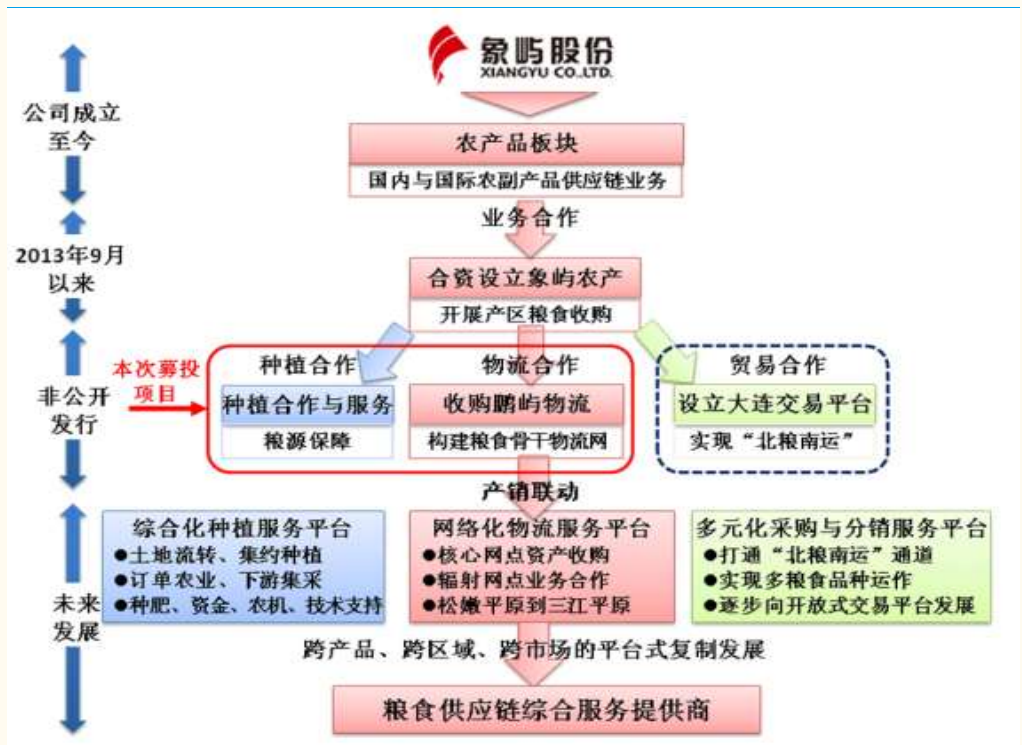
来源：公司公告，国金证券研究所

### 开辟粮食供应链综合服务提供商

公司 2013 年 9 月在黑龙江合资设立象屿农产有限公司，注册资本 5 亿元，公司股权占比 80%，全面推进粮食供应链的综合服务商平台建造。公司与在黑龙江与多年从事粮食供应链业务并形成较大规模优势的穆氏家族合作，其持股象屿农产 20%。

公司着力打造农业品供应链“种植—仓储—物流”服务，象屿股份逐渐成为立足粮食上游核心产区、下游主要销区的粮食供应链综合服务提供商。目前公司具备了综合化种植服务能力、网络化仓储物流服务能力、多元化采购和分销能力，目前正朝着成为全国粮食全产业链经营龙头企业的方向快速发展。

图表 11：象屿股份公司战略

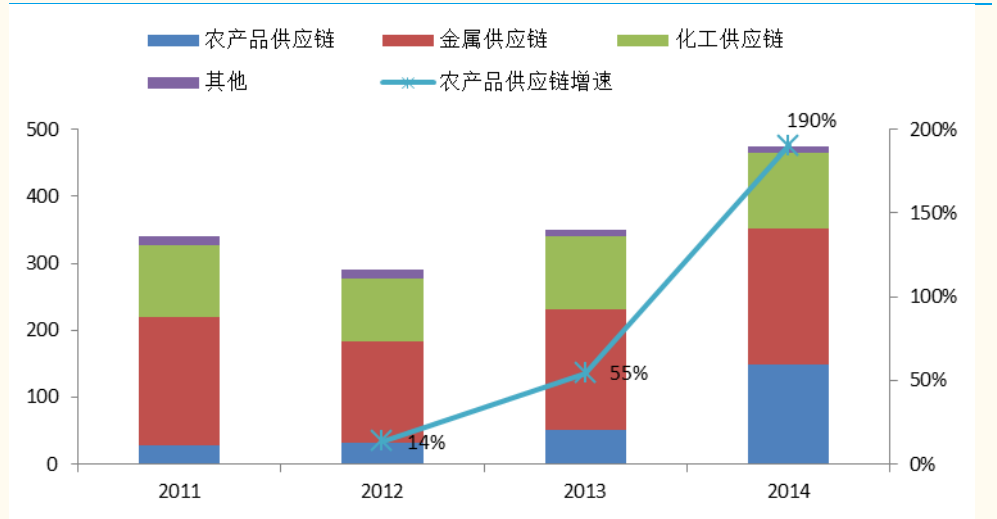


来源：国金证券研究所



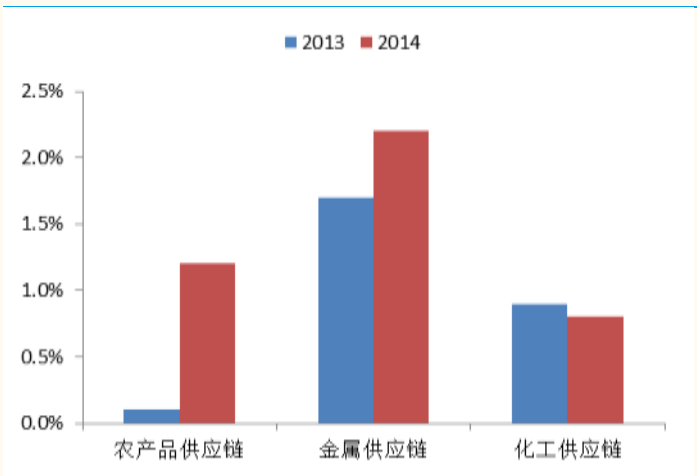
由于公司从金属等其他供应链向农产品大举转型，象屿农产等农产品业务为公司带来了高速营业增长。2014年公司农产品供应链的营业收入增速的达到190%，公司农产品的毛利率由2013年的0.1%增长至2014年的1.2%，净利润占比达到75%以上，象屿农产逐渐成为公司收入的核心动力。

图表 12：2011-2014 象屿股份各供应链营业收入



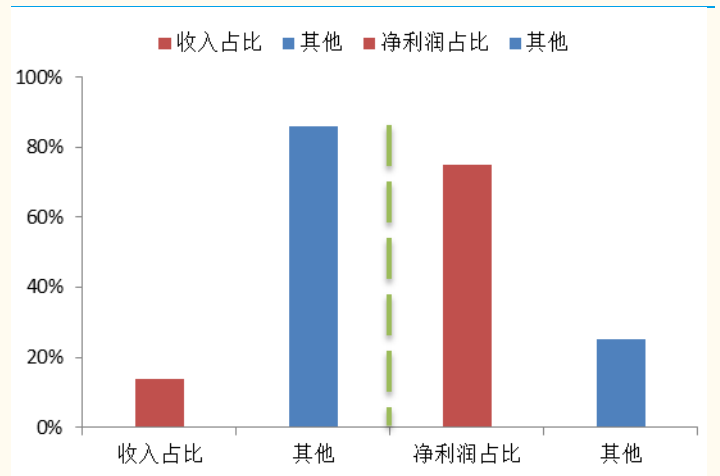
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 13：2013-2014 公司各供应链毛利率



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 14：2014 象屿农产在象屿股份中收入和净利润占比



来源：公司公告，国金证券研究所

### 根植黑龙江，玉米大豆产量全国第一

黑龙江省已是我国名副其实的粮食生产第一大省，每年其耕地面积和粮食产量均居于全国首位。黑龙江是玉米，大豆和水稻等作物的主要产区，玉米和大豆的产量在全国最大，水稻排名第四，2014年黑龙江粮食产量已达到6242万吨，产量已接近第6名安徽的2倍，成为我国最主要的粮食生产大省。

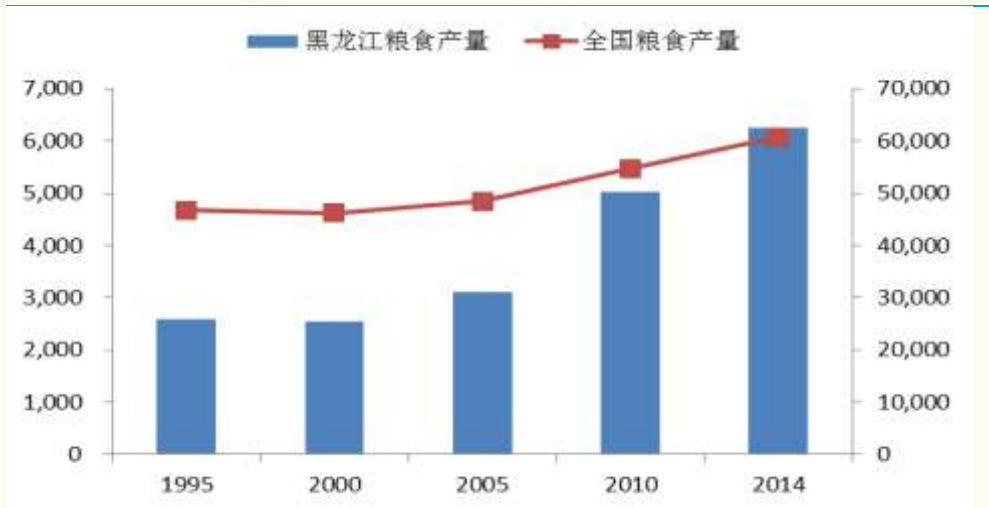
图表 15: 2014 年我国粮食产量排名

| 排名 | 省份  | 播种面积 (公顷) | 单位面积产量 (千斤/公顷) | 总产量 (万吨) |
|----|-----|-----------|----------------|----------|
| 1  | 黑龙江 | 11696     | 5337           | 6242     |
| 2  | 河南  | 10210     | 5654           | 5772     |
| 3  | 山东  | 7440      | 6178           | 4597     |
| 4  | 吉林  | 5001      | 7065           | 3533     |
| 5  | 江苏  | 5376      | 6493           | 3491     |
| 6  | 安徽  | 6629      | 5153           | 3416     |
| 7  | 四川  | 6467      | 5218           | 3375     |

来源: 公司公告, 国金证券研究所

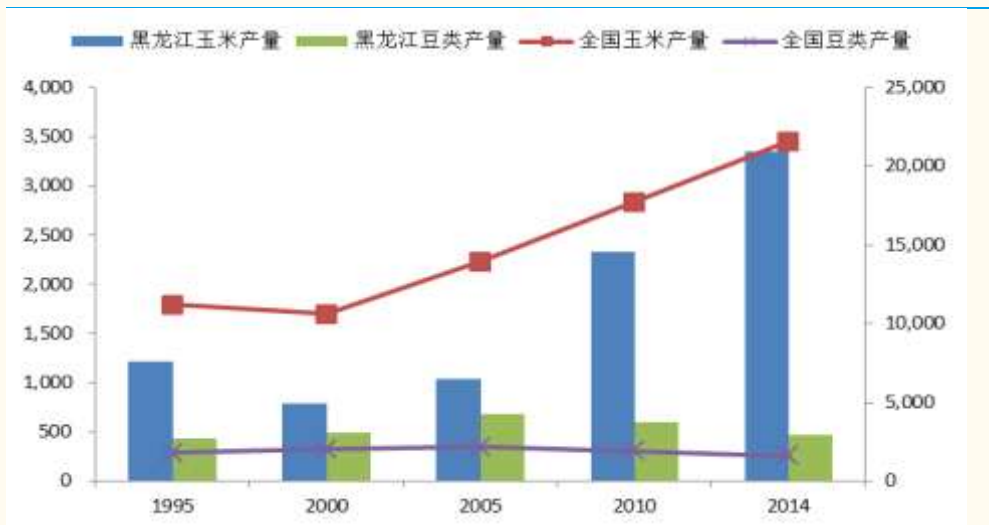
黑龙江粮食产量占据全国粮食产量的十分之一以上。2014 年黑龙江玉米产量超过 33 万吨, 占全国玉米产量的 15%, 豆类产量为 470 万吨, 占全国产量 30%。近几年黑龙江的粮食生产作用愈发明显, 使得全国逐渐形成了北粮南运的粮食转移格局, 这也给象屿股份等农产品物流业务公司带来了巨大契机。

图表 16: 1995-2014 黑龙江粮食产量



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 17: 1995-2014 黑龙江及全国玉米和豆类产量



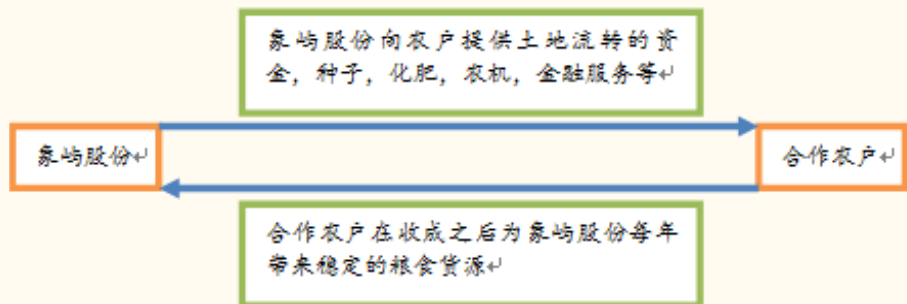
来源: 公司公告, 国金证券研究所

### 非公开发行，开辟合作种植新模式

象屿农产通过与依安当地及周边种植大户、各类合作社签订《合作协议》，主要合作种植品种为玉米。象屿股份能够通过与合作农户合作，开辟一种“综合化种植服务平台”。

该平台将通过订单农业、合作种植、下游集采等多种粮食产销合作模式，向种植合作方提供包括资金、种、肥、农机、技术服务、保险等系列综合服务，实现利益共享。项目总投资为 73,300 万元，项目实施后，预计实现年产量约 75 万吨。

图表 18：象屿股份合作种植业务模式



来源：国金证券研究所

#### ■ 提升粮食源头获取能力，稳定仓储物流业务粮食来源。

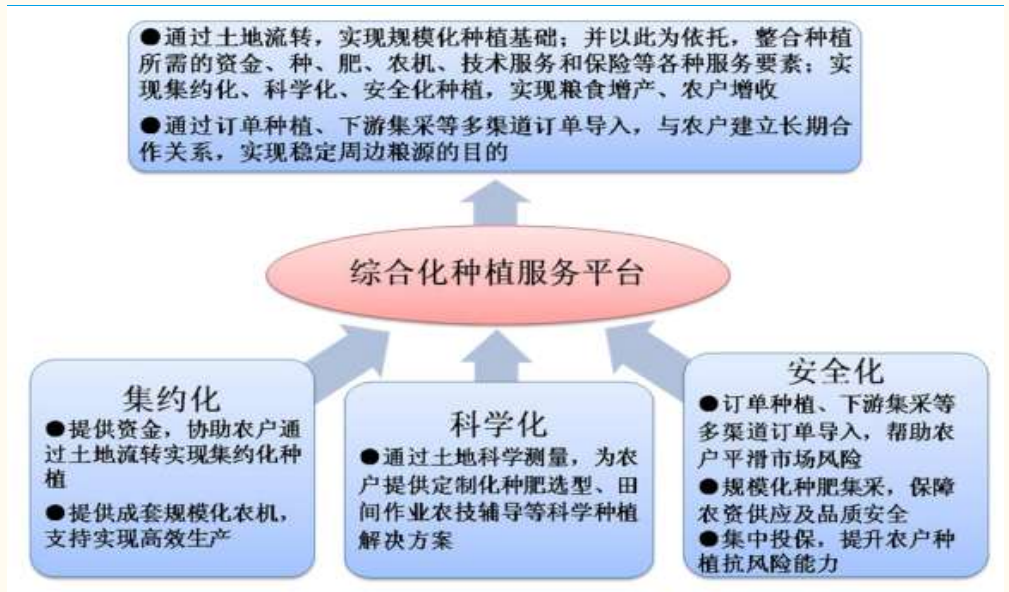
对于象屿股份的粮食仓储物流业务而言，提升源头粮食资源的获取能力，获得更多、更优质的原粮供应，能够有效提升企业盈利。为了有效锁定周边稳定的粮食源头，公司充分发挥合作股东在粮食收储运营方面的能力和经验，利用象屿农产平台整合上游粮食资源，与种植大户、农业专业合作社直接开展合作。

#### ■ 通过搭建全方位综合种植服务平台，增强农户粘性，实现价值共赢和长期发展。

通过向农户提供成套规模化农机设备，帮助农户实现高效规模化农业生产；通过专业技术人员土地科学测量，为农户提供定制化种子、化肥、药剂选型、田间作业农技辅导等科学种植解决方案；通过订单种植、下游集采等多渠道订单导入的产销合作模式，帮助农户平滑市场风险，实现价值共赢和农企合作长期发展。

公司与黑龙江粮食大户建立合作，未来将在更多方面为农户提供资源，合作将越来越紧密。同时象屿农产也与当地政府和农村合作社建立良好的合作关系，从而规避可能存在的农户违约风险。

图表 19：象屿农业合作种植及种植服务平台模式



来源：公司公告，国金证券研究所

### 建立依安收购中心，收购鹏屿物流开展业务

象屿股份 2014 年 4 月非公开发行 12.8 亿元收购位于齐齐哈尔市依安县的鹏屿物流 100% 股权。鹏屿物流的资产主要由开展粮食供应链业务的土地（约 148 万平米）、仓储设施（仓容约 206 万吨）、烘干设备（日烘干能力约 1.3 万吨）等构成。2012 年依安县粮食总产量达到 144 万吨，其中玉米 113 万吨。随着未来交通网络的完备以及粮食产业的发展，依安县有建设成为东北地区粮食外运节点的潜力。

图表 20：2014 年象屿股份对于依安仓储中心及粮食种植项目的非公开发行计划

| 序号 | 项目名称         | 项目总投资<br>(亿元) | 拟投入募集资金<br>(亿元) | 象屿农产其他股东<br>同比增资(亿元) | 项目实施主体 |
|----|--------------|---------------|-----------------|----------------------|--------|
| 1  | 依安粮食仓储物流中心项目 | 12.8          | 10.0            | 2.5                  | 象屿农产   |
| 2  | 粮食种植合作与服务项目  | 7.3           | 3.0             | 0.8                  | 象屿农产   |
| 3  | 补充流动资金       | 4.2           | 4.2             | -                    | 象屿股份   |
|    | 合计           | 24.3          | 17.2            | 3.3                  | -      |

来源：公司公告，国金证券研究所

象屿农产将对鹏屿物流实行吸收合并，完整承接穆氏家族位于依安的粮食供应链业务核心资产，借以打造依安粮食仓储物流中心，并以此为基础通过核心网络继续向外辐射，形成高覆盖率的粮食种植服务、收购、仓储、物流一体化的供应链网络。

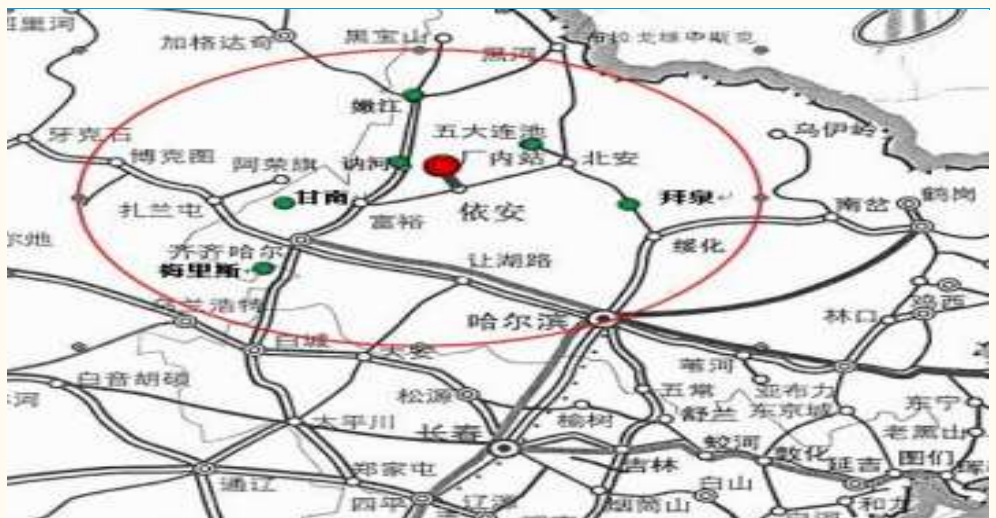
图表 21：象屿股份依安粮食供应链合作模式



来源：国金证券研究所

收购鹏屿物流后，象屿农产得以快速实现“一个物流中心，六个收购中心”的粮食仓储物流产业基地核心网络布局。“一个物流中心”即依安物流中心，主要承担收购周边 80 公里以内的依安本地、富裕、克山、克东的粮食，以及储备、集并、中转外运功能；“六个收购中心”即嫩江、甘南、讷河、梅里斯、五大连池和拜泉收购中心，环绕在依安中心周边，并向其周边地区辐射，形成具有三级粮食收购网络的物流服务平台。

图表 22：依安地区粮食收购和仓储网络



来源：公司公告，国金证券研究所

### 粮食仓储战略布局，行业强力竞争者

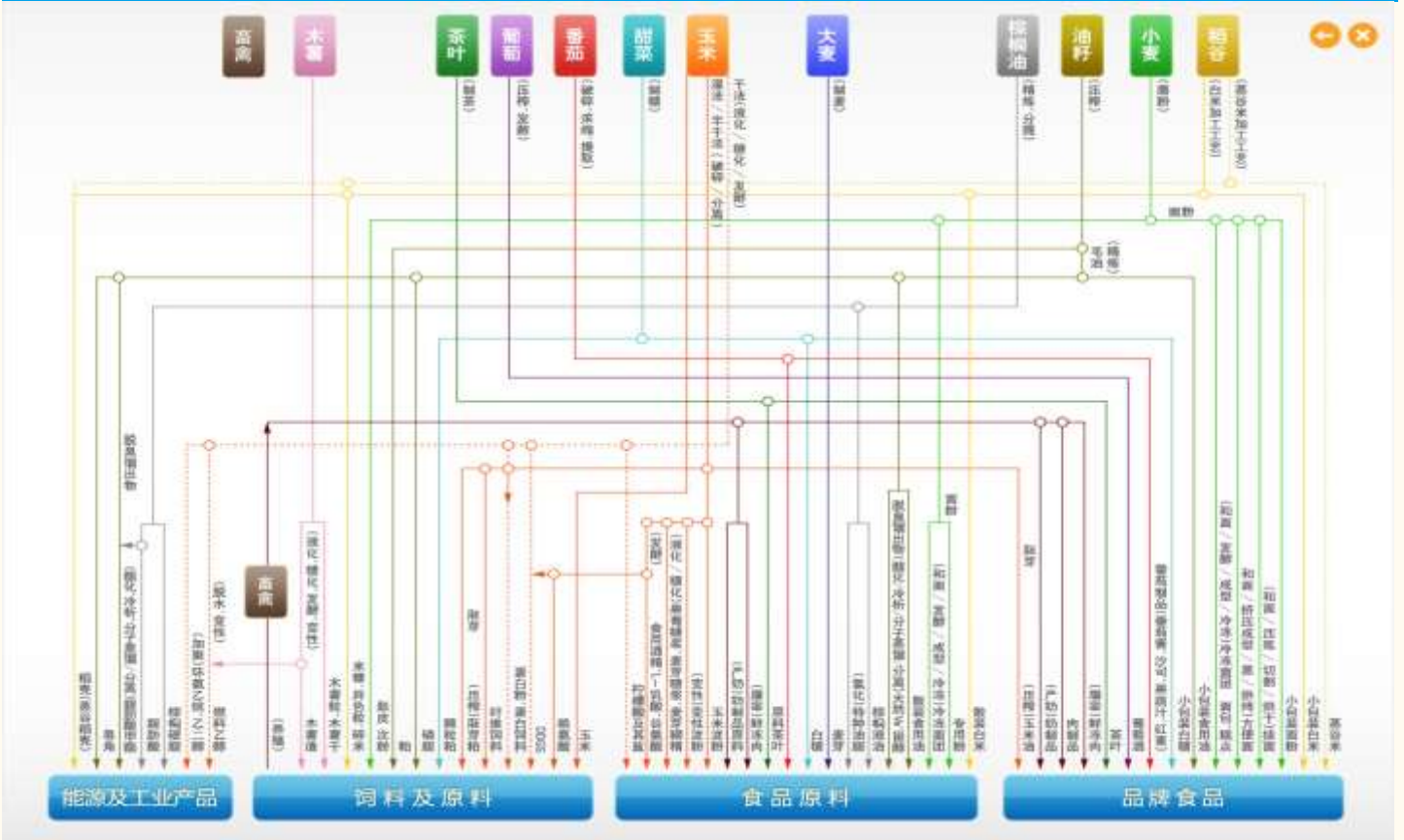
#### 象屿股份未来五年占据 10%份额，行业成长最快的竞争者

中粮和中储粮是我国国内最大的两国有粮食企业，其资产分别达到 4 千亿和 5 千亿元以上，营业收入在我国农产品行业中分别位于第一和第三，2014 年达到 2400 亿元和 1900 亿元。



中粮集团在全球进行农产品贸易，将农产品进行初加工和深加工，为食品加工商提供食品原料的同时，还打造出了具有影响力的品牌食品业务，其主要的产品包括农产品、粮油食品、番茄果蔬、饮料、酒业、糖业、饲料、肉食以及生物质能源。

图表 23：中粮集团全产业链产品



来源：国金证券研究所

在粮食仓储物流方面，中粮集团拥有 300 万吨容量的粮库、175 万吨的中央储备粮储备能力，80 座粮库，500 家购销网点，自有港口（码头）吞吐量 1000 万吨/年。上述设施遍布国内 16 个省市自治区，涵盖了粮食主产区、主销区和关键物流节点。

中粮集团 2013 年净利润由于甲醇等深加工链亏损而大幅下降，净利润同比下降 93%。在玉米业务上，2010 年，经营规模 1191 万吨，其中贸易 673 万吨，加工 518 万吨。在玉米加工环节上，11 家玉米加工厂、640 万吨/年生产能力让中粮成为中国生物质能源的主要提供者和领导者。

图表 24：中粮集团净利润和同比增长



来源：国金证券研究所

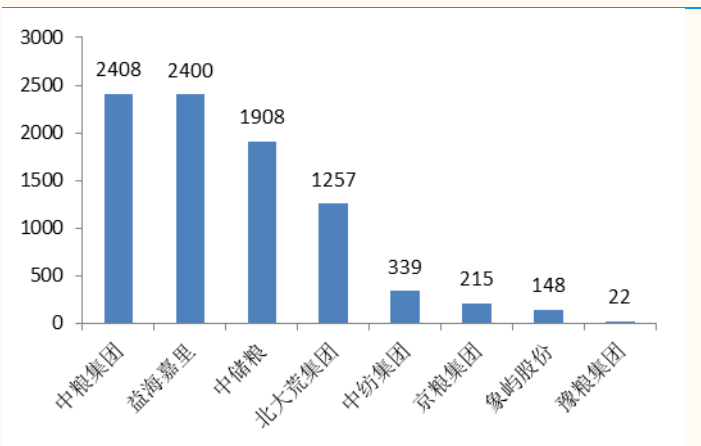
图表 25：中粮集团玉米基地分布



来源：国金证券研究所

象屿股份在黑龙江富锦建立的粮食仓储中心将对中粮集团和中储粮等企业产生有力竞争。2014 年，象屿股份总资产 208 亿元，总营收为 484 亿元，其中农产品收入为 148 亿元，象屿农产总营收为 70 亿元。目前象屿股份在全国农产品市场份额占据 2%，按照过去 3 年营业收入增速达到 30%来计算，象屿股份 6 年内将占据国内农产品市场 10%的份额，成为国内农业全产业链龙头企业之一。

图表 26：国内粮商营业收入情况 (亿元)



来源：国金证券研究所

图表 27：象屿股份所占市场份额



来源：国金证券研究所

### 打造富锦仓储中心，全面扩建黑龙江仓容

富锦作为国家现代农业示范区，具有“中国东北大米之乡”的美誉，是名副其实的“北国粮都”，是黑龙江省耕地面积最大、粮食商品化率最高的产粮大市，拥有耕地总面积 920 万亩，占全国 1/200，全省的 1/20。

2015 年象屿股份与黑龙江省粮食局签署关于粮食仓储物流和深加工的战略合作协议，进一步在富锦合资建设粮食仓储物流基地，公司通过委托贷款的方式将 11 亿元资金投入富锦象屿金谷，用于富锦粮食仓储物流基地 59 栋粮食仓储库（合计仓储能力 195 万吨）、8 座日烘干能力 1000 吨的烘干塔、年发运量 300 万吨物流配套设施建设，以进一步拓展粮食供应链业务。

图表 28: 富锦和依安中心地理位置



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 与富锦及周边粮源丰富、近年粮食产量连续增长矛盾的是, 当地有效仓容缺口较大。

根据富锦粮食部门统计, 当地现在粮食仓容约 160 万吨, 其中部分仓储设施建设年代久远, 设施陈旧落后。当地政府有意积极加快国有粮食企业仓储设施项目建设工作, 从而给予公司良好的进入契机, 以进一步完善粮食供应链核心网点布局。

图表 29: 富锦市粮食仓储库



来源: 国金证券研究所

图表 30: 富锦市现代大型农机合作社



来源: 国金证券研究所

- 富锦市交通运输条件便利, 有利于实现“北粮南运”战略。

富锦港区现有面积 5 万平方米, 承担着松花江下游和黑龙江流域的客货转运任务, 能够停泊千吨级船舶, 年吞吐能力 100 万吨。富锦口岸新港正在筹建中, 新港建成后将新增年吞吐能力 160 万吨。未来依托富锦港运输优势, 可将粮食运往销区, 实现“北粮南运”战略。



图表 31: 富锦交通运输情况

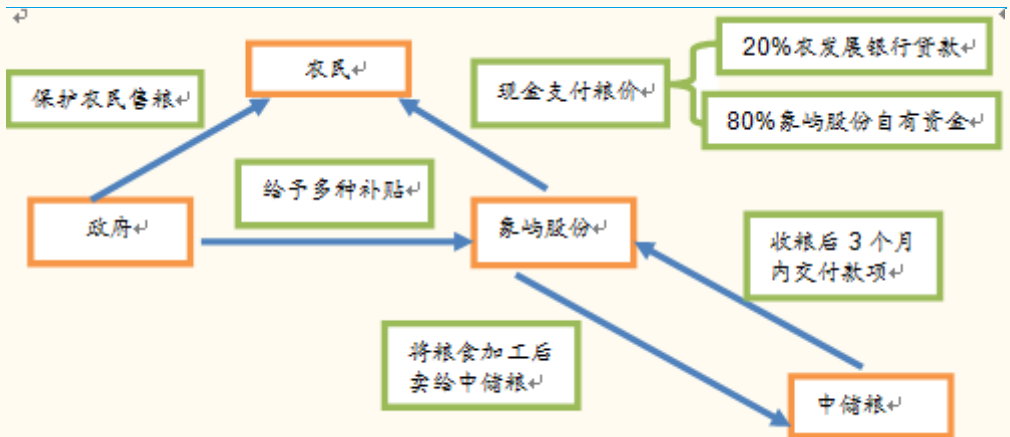
| 交通情况 | 达到运力  |
|------|---|
| 公路   | 境内 2 条公路<br>3 条跨境公路穿过<br>距离佳木斯机场 110 公里           |
| 铁路   | 4 个铁路战略装车点<br>铁路年货物吞吐量达到 200 万吨                   |
| 水路   | 国家一类口岸<br>富锦港区面积 5 万平方米<br>年吞吐 100 万吨, 160 万吨口岸在建 |

来源: 国金证券研究所

国家临时收储政策补贴, 贡献仓储业务稳定利润

象屿农产的业务模式满足国家临时收储补贴政策。该业务模式涉及象屿农产, 农民和政府三方。象屿农产按照国家规定价格向农民购买粮食后, 会将粮食储存在粮仓中, 烘干加工。购买粮食的现金 20% 是农业发展银行贷款提供的资金, 其余为自有资金。中储粮在象屿农产加工之后收入粮库, 3 个月内结算, 国家补贴的回款在下一粮季之前到账。

图表 32: 象屿股份粮食储藏业务模式



来源: 公司公告, 国金证券研究所

从盈利来看, 代收国储的补贴为象屿农产利润来源的一部分。2015 年 11 月国家粮食局就已发布关于 2015 年东北国家临时存储玉米收购问题的通知, 期限为 2015 年 11 月 1 日至 2016 年 4 月 30 日。通知中规定临储玉米每年的库存保管费用补贴为 86 元/吨, 收购补贴为 50 元/吨 (通知中规定为 2.5 元/斤) 露天仓库的补贴为 70 元/吨, 再加上另外 30 元/吨的出入库费用, 每吨的补贴后收入大约在 166 元/吨左右。

图表 33: 2015 年象屿农产获得国家补贴金额

| 补贴项目       | 补贴金额   |
|------------|--------|
| 收购补贴       | 50 元/吨 |
| 进出库        | 30 元/吨 |
| 库存保管费用补贴   | 86 元/吨 |
| 露天仓储设施搭建补助 | 70 元/吨 |

来源: 公司公告, 国金证券研究所

### 黑龙江政府达成协定，未来 5 年仓储量达到 1000 万吨

双方合作在黑龙江省内合理布局，力争在五年内新建 1000 万吨粮食仓储能力和 300 万吨粮食深加工能力，打造全国最大的粮食全产业链经营龙头企业。

通过粮食仓储物流与深加工的优势互补，缓解黑龙江省粮食仓容不足的压力，促进农民余粮的顺畅流通和就地转化，优化产业结构，提升产业质量。

公司作为象屿集团旗下农产品供应链业务的主要平台，在黑龙江政府的帮助下也可以获得相关粮食仓储物流项目，以及稳定的仓储粮源，规避仓储粮食不稳定风险。完善在黑龙江省的粮食产业链布局，促进农产品供应链业务发展。

### 以大连港为中心，打造北粮南运粮食物流网络

#### 北粮南运大趋势逐渐形成，千万吨市场规模有待开发

在过去的 30 年里，曾经肥沃的鱼米之乡——长江三角洲和珠江三角洲从传统的粮食主产区，蜕变成了现代的工业城，那些经济相对落后的中西部地区，以及东北部地区则承担起了粮食主产区的重任。

图表 34：我国北粮南运运输路线图



来源：国金证券研究所

目前全国的粮食流通总量近 2 亿吨，除了粮食品种结构性调节所必要的流通外，其中约 1 半左右是“北粮南运”。以“北米南运”为例，近两年东北每年调出的水稻（粳米）已接近 200 亿公斤。根据全国各省区人均粮食计算，近几年的 5 个粮食输出省份包括黑龙江、吉林、内蒙古、安徽、江西，其中绝大部分的输出是黑龙江、吉林和内蒙古，三省（区）2014 年的粮食总产超过 1.25 亿吨，占全国粮食总产的 1/5 强。

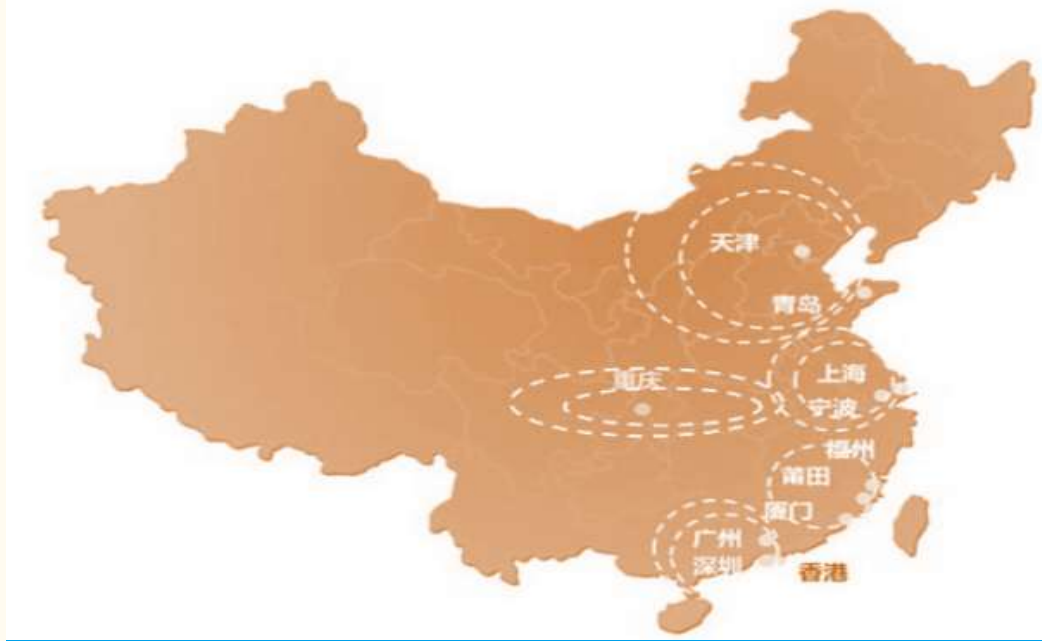
缺粮的省份主要集中在珠三角、长三角等沿海省份。根据统计，上海、北京、天津、广东、浙江、福建、青海、海南成为最缺粮的 8 个省份，其中又以上海为最，其自给率不到 13%，严重不足。



### 以大连港为运输中心，构建多元物流运输网络

由于北粮南运格局的形成，象屿股份在东北三省的玉米主要通过铁路销往临近省份和通过水路销往南方各省。公司拥有强大的农产品物流能力，从而保证在黑龙江地区收购和仓储的玉米可以高效运输到南方港口定点城市。象屿股份布局铁路公路和港口，多种运输方式加强公司的物流网络建设。2015 年公司在大连港运输的销量已接近 150 万吨，公司未来北粮南运的规模将不断扩大。

图表 35：象屿股份物流网点



来源：国金证券研究所

目前象屿股份在南通、宁波、南昌、厦门、上海、徐州、泰州、云浮等 8 个城市已构建出大规模的成熟粮食运输物流网络，公司通过多种运输方式将粮食运至南方港口城市。

- 铁路：公司拥有 1000 节以上铁路槽车的使用权，可以直接运输粮食。公司铁路网络可以覆盖我国东北地区，其中包括了公司自有槽车 500 节。
- 公路：公司运输车辆达到 200 量以上，拥有超过 1000 量以上车辆的使用权，公司每年的运输能力达到 600 吨。
- 港口：在大连设立公司的物流公司，在大连、营口和锦州分别布局，建立完善的港口运输网络，将粮食源源不断运往南方港口城市。

### 盈利预测

象屿股份未来将持续 30% 以上的营业收入增长率。对于合作种植服务，由于其收购鹏屿物流，并已成功非公开发行股票为依安和富锦粮食基地募集建设资金，未来合作种植面积预计每年增长 70 万亩。合作种植的净利润在未来保持在 2015 年 120 元每亩左右，未来可能会由于玉米价格下降而小幅减小，我们预计在 110 元左右。

对于合作种植服务，未来毛利收入比率基本保持不变，预计 2015、16、17 年每

亩毛利分别为 22、23、24 元每亩，而种植服务面积受到合作种植面积快速增长的提振，每年可以保持 30% 的增速，合作种植新模式和种植服务的盈利是未来的新型农业的一大看点。

对于粮食仓储业务，象屿股份与黑龙江政府达成未来 1000 万吨仓储量的合作协议，再加上象屿股份在黑龙江战略性布局依安和富锦粮食基地，预计每年临储代收的粮食在 200 吨以上，我们预计 2015、16、17 年临储代收数目分别为 420、630、780 吨。未来自营收粮和临储代收的净利润快速增长，复合增速将达到 28%。

对于物流贸易服务，2014 年公司销售粮食 400 万吨，未来将持续 2014 年 15%-30% 的增长率。我们预计 2015、16、17 年粮食销量分别为 463、534 和 584 吨。

**图表 36：象屿股份 2013-2017 年收入分拆及预测**

| 项目   | 2013         | 2014 | 2015E | 2016E  | 2017E  |
|------|--------------|------|-------|--------|--------|
| 合作种植 | 种植面积（万亩）     | 140  | 210   | 280    | 350    |
|      | 每亩净利润（元）     | 100  | 120   | 110    | 110    |
|      | 合作种植净利润（百万元） | 140  | 252   | 308    | 385    |
| 种植服务 | 种植服务面积（万亩）   | 250  | 325   | 422.5  | 549.25 |
|      | 每亩毛利（元）      | 20   | 22    | 23     | 24     |
|      | 种植服务毛利（百万元）  | 50   | 71.5  | 97.175 | 131.82 |
| 粮食仓储 | 临储代收（万吨）     | 210  | 420   | 630    | 780    |
|      | 自营收粮（万吨）     | 700  | 900   | 1100   | 1300   |
|      | 净利润（百万元）     | 164  | 238   | 312    | 375    |
| 物流贸易 | 粮食销量（万吨）     | 400  | 463   | 534    | 584    |
|      | 净利润（百万元）     | 75   | 97    | 132    | 160    |

来源：国金证券研究所

我国种植业正处于工业化初期，由土地制度改革带来的规模效应正在显现，龙头企业构建综合性粮食服务商趋势正在形成。公司拟推 3 亿元的员工股权激励计划，粮食供应链发展空间巨大。保守预计公司 2015/2016/2017 年 EPS 预测 0.35/0.51/0.76 元，当前股价对应 PE 为 27/18/12 倍。考虑到公司业绩稳定，粮食仓储物流未来发展潜力巨大，给予公司“买入”评级，2016 年 28x P/E，给予目标价 14 元。

**附录：三张报表预测摘要**

| 损益表 (人民币百万元)          |               |               |               |               |               |               | 资产负债表 (人民币百万元)  |              |               |               |               |               |               |
|-----------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|                       | 2012          | 2013          | 2014          | 2015E         | 2016E         | 2017E         |                 | 2012         | 2013          | 2014          | 2015E         | 2016E         | 2017E         |
| <b>主营业务收入</b>         | <b>29,356</b> | <b>35,402</b> | <b>48,384</b> | <b>60,964</b> | <b>78,034</b> | <b>98,322</b> | 货币资金            | 714          | 799           | 806           | 252           | 267           | 274           |
| 增长率                   |               | 20.6%         | 36.7%         | 26.0%         | 28.0%         | 26.0%         | 应收款项            | 939          | 1,614         | 3,170         | 3,428         | 4,388         | 5,529         |
| 主营业务成本                | -28,497       | -34,620       | -46,751       | -59,074       | -75,537       | -95,078       | 存货              | 1,688        | 2,911         | 3,536         | 4,208         | 5,381         | 6,773         |
| %销售收入                 | 97.1%         | 97.8%         | 96.6%         | 96.9%         | 96.8%         | 96.7%         | 其他流动资产          | 1,481        | 5,627         | 9,524         | 10,929        | 11,558        | 12,361        |
| 毛利                    | 859           | 782           | 1,633         | 1,890         | 2,497         | 3,245         | 流动资产            | 4,823        | 10,951        | 17,036        | 18,817        | 21,593        | 24,936        |
| %销售收入                 | 2.9%          | 2.2%          | 3.4%          | 3.1%          | 3.2%          | 3.3%          | %总资产            | 71.4%        | 82.9%         | 81.9%         | 83.4%         | 84.8%         | 86.2%         |
| 营业税金及附加               | -38           | -36           | -52           | -50           | -50           | -50           | 长期投资            | 1,036        | 1,455         | 1,626         | 1,626         | 1,626         | 1,626         |
| %销售收入                 | 0.1%          | 0.1%          | 0.1%          | 0.1%          | 0.1%          | 0.1%          | 固定资产            | 244          | 336           | 1,481         | 1,628         | 1,762         | 1,881         |
| 营业费用                  | -397          | -499          | -674          | -950          | -1,250        | -1,600        | %总资产            | 3.6%         | 2.5%          | 7.1%          | 7.2%          | 6.9%          | 6.5%          |
| %销售收入                 | 1.4%          | 1.4%          | 1.4%          | 1.6%          | 1.6%          | 1.6%          | 无形资产            | 609          | 364           | 496           | 490           | 491           | 491           |
| 管理费用                  | -116          | -149          | -211          | -350          | -489          | -673          | 非流动资产           | 1,928        | 2,255         | 3,757         | 3,745         | 3,878         | 3,998         |
| %销售收入                 | 0.4%          | 0.4%          | 0.4%          | 0.6%          | 0.6%          | 0.7%          | %总资产            | 28.6%        | 17.1%         | 18.1%         | 16.6%         | 15.2%         | 13.8%         |
| 息税前利润 (EBIT)          | 308           | 99            | 696           | 540           | 708           | 922           | <b>资产总计</b>     | <b>6,751</b> | <b>13,206</b> | <b>20,793</b> | <b>22,562</b> | <b>25,472</b> | <b>28,934</b> |
| %销售收入                 | 1.0%          | 0.3%          | 1.4%          | 0.9%          | 0.9%          | 0.9%          | 短期借款            | 1,353        | 5,988         | 6,874         | 5,598         | 5,388         | 5,007         |
| 财务费用                  | -223          | -220          | -697          | -276          | -249          | -148          | 应付款项            | 3,163        | 4,653         | 6,432         | 8,303         | 10,623        | 13,377        |
| %销售收入                 | 0.8%          | 0.6%          | 1.4%          | 0.5%          | 0.3%          | 0.2%          | 其他流动负债          | 82           | 138           | 1,708         | 2,358         | 2,447         | 2,554         |
| 资产减值损失                | -13           | -112          | -107          | -100          | -100          | -100          | 流动负债            | 4,597        | 10,779        | 15,014        | 16,260        | 18,458        | 20,938        |
| 公允价值变动收益              | -25           | 34            | 31            | 0             | 0             | 0             | 长期贷款            | 450          | 348           | 289           | 291           | 293           | 295           |
| 投资收益                  | 88            | 429           | 497           | 410           | 450           | 500           | 其他长期负债          | 9            | 12            | 49            | 0             | 0             | 0             |
| %税前利润                 | 52.1%         | 167.0%        | 96.7%         | 59.1%         | 46.9%         | 36.9%         | <b>负债</b>       | <b>5,056</b> | <b>11,140</b> | <b>15,353</b> | <b>16,551</b> | <b>18,751</b> | <b>21,233</b> |
| 营业利润                  | 134           | 229           | 420           | 574           | 809           | 1,174         | <b>普通股股东权益</b>  | <b>1,539</b> | <b>1,808</b>  | <b>3,773</b>  | <b>4,224</b>  | <b>4,794</b>  | <b>5,615</b>  |
| 营业利润率                 | 0.5%          | 0.6%          | 0.9%          | 0.9%          | 1.0%          | 1.2%          | 少数股东权益          | 156          | 259           | 1,667         | 1,787         | 1,927         | 2,087         |
| 营业外收支                 | 34            | 28            | 94            | 120           | 150           | 180           | <b>负债股东权益合计</b> | <b>6,751</b> | <b>13,206</b> | <b>20,793</b> | <b>22,562</b> | <b>25,472</b> | <b>28,934</b> |
| 税前利润                  | 168           | 257           | 514           | 694           | 959           | 1,354         | <b>比率分析</b>     |              |               |               |               |               |               |
| 利润率                   | 0.6%          | 0.7%          | 1.1%          | 1.1%          | 1.2%          | 1.4%          |                 | 2012         | 2013          | 2014          | 2015E         | 2016E         | 2017E         |
| 所得税                   | -42           | 12            | -159          | -208          | -288          | -406          | <b>每股指标</b>     |              |               |               |               |               |               |
| 所得税率                  | 25.0%         | -4.7%         | 30.8%         | 30.0%         | 30.0%         | 30.0%         | 每股收益            | 0.134        | 0.281         | 0.274         | 0.353         | 0.513         | 0.760         |
| 净利润                   | 126           | 269           | 355           | 486           | 671           | 948           | 每股净资产           | 1.790        | 2.102         | 3.641         | 3.718         | 3.878         | 4.202         |
| 少数股东损益                | 11            | 28            | 72            | 120           | 140           | 160           | 每股经营现金净流        | 0.550        | -5.443        | -4.637        | 0.087         | 0.156         | 0.132         |
| <b>归属于母公司的净利润</b>     | <b>115</b>    | <b>241</b>    | <b>284</b>    | <b>366</b>    | <b>531</b>    | <b>788</b>    | 每股股利            | 0.000        | 0.000         | 0.000         | 0.050         | 0.050         | 0.050         |
| 净利率                   | 0.4%          | 0.7%          | 0.6%          | 0.6%          | 0.7%          | 0.8%          | <b>回报率</b>      |              |               |               |               |               |               |
| <b>现金流量表 (人民币百万元)</b> |               |               |               |               |               |               | 净资产收益率          | 7.46%        | 13.36%        | 7.51%         | 8.66%         | 11.09%        | 14.03%        |
|                       | 2012          | 2013          | 2014          | 2015E         | 2016E         | 2017E         | 总资产收益率          | 1.70%        | 1.83%         | 1.36%         | 1.62%         | 2.09%         | 2.72%         |
| 净利润                   | 126           | 269           | 355           | 486           | 671           | 948           | 投入资本收益率         | 6.61%        | 1.23%         | 3.81%         | 3.18%         | 4.00%         | 4.96%         |
| 少数股东损益                | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | <b>增长率</b>      |              |               |               |               |               |               |
| 非现金支出                 | 69            | 171           | 177           | 213           | 226           | 240           | 主营业务收入增长率       | -13.49%      | 20.60%        | 36.67%        | 26.00%        | 28.00%        | 26.00%        |
| 非经营收益                 | -45           | -307          | 112           | -136          | -347          | -530          | EBIT 增长率        | 43.70%       | -67.95%       | 604.94%       | -22.41%       | 31.16%        | 30.16%        |
| 营运资金变动                | 323           | -4,813        | -5,449        | -464          | -357          | -480          | 净利润增长率          | -35.29%      | 110.20%       | 17.42%        | 29.10%        | 45.19%        | 48.20%        |
| <b>经营活动现金净流</b>       | <b>473</b>    | <b>-4,680</b> | <b>-4,805</b> | <b>99</b>     | <b>193</b>    | <b>177</b>    | 总资产增长率          | -1.48%       | 95.63%        | 57.44%        | 8.51%         | 12.90%        | 13.59%        |
| 资本开支                  | 62            | -89           | -108          | -103          | -110          | -80           | <b>资产管理能力</b>   |              |               |               |               |               |               |
| 投资                    | -178          | 48            | -1,414        | 0             | 0             | 0             | 应收账款周转天数        | 6.1          | 8.2           | 13.0          | 14.0          | 14.0          | 14.0          |
| 其他                    | 79            | 130           | 180           | 410           | 450           | 500           | 存货周转天数          | 21.1         | 24.2          | 25.2          | 26.0          | 26.0          | 26.0          |
| <b>投资活动现金净流</b>       | <b>-38</b>    | <b>89</b>     | <b>-1,343</b> | <b>307</b>    | <b>340</b>    | <b>420</b>    | 应付账款周转天数        | 11.3         | 11.6          | 11.6          | 11.6          | 11.6          | 11.6          |
| 股权募资                  | 0             | 102           | 3,031         | 0             | 0             | 0             | 固定资产周转天数        | 2.2          | 3.0           | 10.3          | 8.8           | 7.2           | 6.0           |
| 债权募资                  | -473          | 4,752         | 3,774         | -715          | -209          | -379          | <b>偿债能力</b>     |              |               |               |               |               |               |
| 其他                    | -225          | -171          | -618          | -245          | -310          | -211          | 净负债/股东权益        | 64.19%       | 267.47%       | 116.86%       | 93.77%        | 80.54%        | 65.28%        |
| <b>筹资活动现金净流</b>       | <b>-698</b>   | <b>4,684</b>  | <b>6,187</b>  | <b>-960</b>   | <b>-518</b>   | <b>-590</b>   | EBIT 利息保障倍数     | 1.4          | 0.4           | 1.0           | 2.0           | 2.8           | 6.2           |
| <b>现金净流量</b>          | <b>-263</b>   | <b>92</b>     | <b>39</b>     | <b>-554</b>   | <b>15</b>     | <b>7</b>      | 资产负债率           | 74.89%       | 84.35%        | 73.84%        | 73.36%        | 73.61%        | 73.38%        |

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

| 日期        | 一周内         | 一月内         | 二月内         | 三月内         | 六月内         |
|-----------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 买入        | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 增持        | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 中性        | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 减持        | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| <b>评分</b> | <b>0.00</b> | <b>0.00</b> | <b>0.00</b> | <b>0.00</b> | <b>0.00</b> |

来源：朝阳永续

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD