

广弘控股 (000529.SZ)

肉禽鱼产品行业

评级：买入 首次评级

公司深度研究

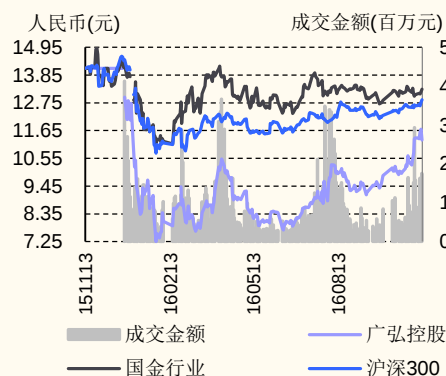
市场价格(人民币): 11.27 元

目标价格(人民币): 17.13 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)	567.20
总市值(百万元)	6,579.32
年内股价最高最低(元)	14.11/7.25
沪深 300 指数	3417.22
深证成指	10878.14



公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.262	0.128	0.185	0.228	0.246
每股净资产(元)	1.82	1.95	2.13	2.36	2.61
每股经营性现金流(元)	0.25	0.09	-0.43	0.50	0.37
市盈率(倍)	34.42	94.03	55.46	45.04	41.79
行业优化市盈率(倍)	32.73	62.02	64.02	64.02	64.02
净利润增长率(%)	90.31%	-51.07%	44.40%	23.14%	7.77%
净资产收益率(%)	14.40%	6.58%	8.68%	9.66%	9.43%
总股本(百万股)	583.79	583.79	583.79	583.79	583.79

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

■ 我们看好公司基于以下三点:

1、大股东混改、高管持股完成, 公司站在新的起点上。去年 12 月大股东广弘资产混改完成, 新锦安旗下的两个合伙公司获得广弘资产 49% 的股权, 新锦安以地产开发为主业, 未来有望盘活公司大量的土地资源。同年 12 月, 年仅 37 岁的蔡颢先生担任广弘控股董事长, 并在半年后包括董事长、总经理在内的核心治理层和管理层通过分级资产管理计划以 9.058 元/股的价格增持公司 1.078% 股份。截至目前, 我们认为各项准备工作逐步到位, 公司有望站在新一轮发展起点上。

2、多路径选择, 护航公司发展: (1) 外延助力, 协同主业。公司于年报提出, “积极探索以并购为主的资本运营工作, 促进企业跨越式发展”, 提出“加快外延式发展步伐, 加大教育、食品行业或相关行业的并购力度, 拓展公司经营的宽度和长度”, 公司有望通过外延助力公司进一步发展。**(2) 借力大股东, 资源协同。**早前, 广弘资产曾提出利用广弘控股加快对广弘资产旗下的绿色食品主业资产整合, 进一步提高企业资本扩张能力和资本升值能力, 公司目前是大股东广弘资产旗下唯一一家上市平台, 平台资源价值较为突出, 也符合广东省国资委提高省属企业资产证券化率目标的方向, 值得关注。

3、公司主业稳定、土地价值重估有望为公司提供安全边际。(1) 公司主业提供安全边际。公司主业主要分为图书发行和食品两大板块, 图书业务板块市场及竞争格局均较为稳定, 年贡献利润 8000 万左右, 养殖、食品业务当中养殖业务受一定周期波动, 食品业务较为稳定。在维持现在业务不变的情况下, 主业盈利有望保持在 1 亿元以上。**(2) 土地价值重估有望为公司提供安全边际。**公司目前拥有超过 1397.37 亩的非商住用地, 分布在广州、佛山、中山等地, 未来有望转为商住用地, 如推进顺利, 按照当地商业用地估值, 公司有望获得 50 亿左右的土地价值, 为公司价值提供了安全边际。

投资建议

■ 综合考虑公司自身变化、9.058 元/股的增持均价以及业绩和土地安全边际等因素, 我们给予目标市值 100 亿, 目标价 17.13 元, 给予“买入”评级。

风险

■ 公司改革速度低于预期、土地重分类速度低于预期。

钟凯锋 分析师 SAC 执业编号: S1130513080003
(8621)60230227
zhongkf@gjzq.com.cn

于杰 分析师 SAC 执业编号: S1130516070001
yujie@gjzq.com.cn

李晓渊 联系人
lixiaoyuan@gjzq.com.cn

申晟 联系人
(8621)60230204
shensheng@gjzq.com.cn

内容目录

混改落地 + 高管增持，公司重现活力	4
广东省国企改革风起，混改落地	4
董事长履新，高管增持计划完成	5
理顺激励机制，为发展蓄势	6
引进来，筑巢引凤；走出去，开疆辟土	6
大股东广弘资产国资背景，旗下资产众多	6
传统主业业绩、土地和高管增持提供安全边际	8
书本、养殖食品业务保障公司利润	8
高管增持彰显信心	13
土地资源为公司提供安全边际	14
投资建议	15

图表目录

图表 1：广弘控股上市历程	4
图表 2：母公司广弘资产混改历程	4
图表 3：广弘控股大股东股权变化图	5
图表 4：董事长简历	5
图表 5：参与增持高管名单、职位	6
图表 6：大股东广弘资产经营公司旗下一级子公司情况	7
图表 7：主营业务稳定增长	9
图表 8：公司毛利稳定增长	9
图表 9：公司发行业务稳定增长	9
图表 10：小学在校人数已经企稳回升	9
图表 11：公司发行业务盈利预测	10
图表 12：控制经营风险，增加冷库经营与物业出租业务	11
图表 13：冷库经营与物业出租业务毛利高	11
图表 14：猪肉价格逐步回落，冻品业务有望重新扩张	11
图表 15：冻品业务盈利预测	11
图表 16：冷库经营业务盈利预测	12
图表 17：物业出租业务盈利预测	12
图表 18：生猪和仔猪价格相对高位有望持续到明年二季度	12
图表 19：玉米、豆粕价格维持低位，助推养殖盈利	12
图表 20：猪苗板块盈利预测	12
图表 21：种猪板块盈利预测	12
图表 22：肉猪板块盈利预测	13
图表 23：加工肉制品板块盈利预测	13
图表 24：种禽板块盈利预测	13

图表 25: 肉鸡板块盈利预测.....	13
图表 26: 公司土地分布及估价.....	14
图表 27: 广州土地位于中心城区, 预计估价 64.74 亿.....	14
图表 28: 近期广州商业用地拍卖价.....	14
图表 29: 佛山土地 1,100 多亩, 估价 28.61 亿.....	15
图表 30: 近期佛山南海区商住用地楼面价.....	15
图表 31: 中山坦洲土地 200.31 亩, 估价 8.68 亿.....	15
图表 32: 2015 年中山商业用地拍卖价.....	15

混改落地 + 高管增持，公司重现活力

- 广弘控股是大型省属国有控股上市公司，广东省 500 强企业。主要经营肉类食品供应和教育出版物发行等业务，于 2009 年通过借壳亏损停牌达三年多之久的“粤美雅”上市。

图表 1：广弘控股上市历程

时间	事件
1992 年 7 月	鹤山毛纺织总厂改造组建为定向募集的广东(鹤山)美雅股份有限公司，原企业原有净资产全部以 1:4.6 溢折成国有股 3,070.72 万股，其他法人和内部职工以溢价 1:6 认购 4317.62 万股，公司总股份 7,338.34 万股。
1993 年 11 月	向社会新增发行 2,550 万股，每股 7.2 元，总股份 9,938.3 万股，于 1993 年 11 月 18 日在深交所上市，简称“粤美雅”，主营业务为毛纺织。
2006 年 5 月	因连续三年亏损，公司股票被深交所暂停上市。
2007 年 12 月	广东省广弘资产经营有限公司作为重组方对公司进行重组。新轻纺将其持有粤美雅 11,769.7 万股份（占公司股本总额的 29.68%），按照每股 1 元转让给广弘公司
2008 年 11 月	公司重大资产重组获证监会通过，粤雅美发行 18,727.4 万股购买广弘持有的注入资产，发行价格每股 2.15 元，公司总股本 58,379 万股
2009 年 6 月	重大重组登记完成，广弘控股比例达 49.4%
2009 年 9 月	公司更名为广弘控股，9 月 11 日恢复上市

来源：公司公告、国金证券研究所

广东省国企改革风起，混改落地

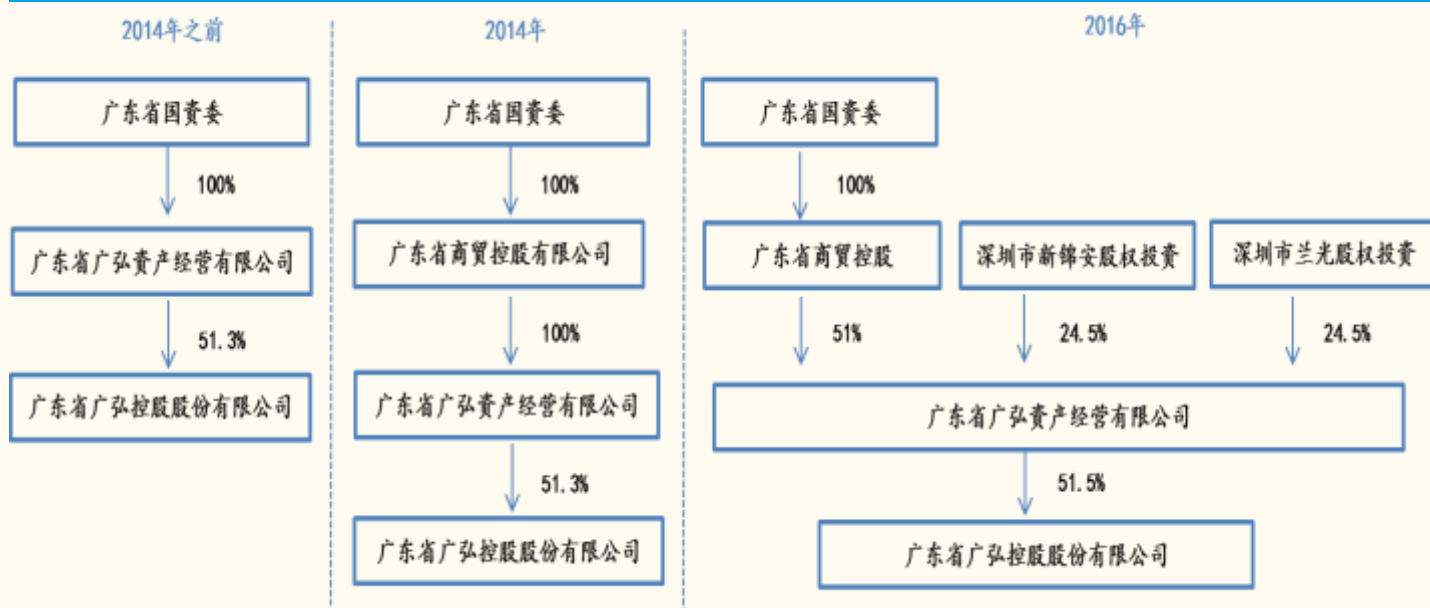
- 混改落地，打响广东省国资混改第一单。2014 年开始，广东省国资委对旗下控股公司进行了一系列的改革，2015 年 12 月 24 日，公司公告称，公司接广弘资产公司通知，称公告期内由深圳市新锦安股权投资合伙企业及深圳市兰光股权投资合伙企业组成的联合体以 29.46 亿元摘得广弘资产公司 49%股权，其中 260,525 万元用于增资扩股，34,069 万元用于受让广弘资产 10%的股权。

图表 2：母公司广弘资产混改历程

时间	事件
2014 年 2 月 28 日	广东省国资委根据《省属企业商贸资产重组方案》，组建广东省商贸控股集团有限公司，广弘资产经营有限公司股东由广东省国资委变更为广东省商贸控股集团，国资委依然为其实际控制人
2015 年 8 月 14 日	因控股股东广东省广弘资产经营有限公司正在筹划混合所有制改革事项，公司停牌
2015 年 12 月 24 日	深圳市新锦安股权投资合伙企业及深圳市兰光股权投资合伙企业组成的联合体以约 29.46 亿元摘得广弘资产公司 49%股权

来源：公司公告、国金证券研究所

图表 3：广弘控股大股东股权变化图



来源：公司公告、国金证券研究所

- 新引入的股东深圳市新锦安股权投资合伙公司和深圳兰光股权投资合伙公司具有相同的普通合伙人-新锦安实业发展(深圳)有限公司，公司主要从事房地产开发经营业务、物业管理业务、停车场等业务。而另一有限合伙人是西部信托有限公司，新锦安实业通过引入信托资金采用杠杆方式入驻广弘资产。此次混改落地后，将有利于广弘土地资源盘活，并为后续公司发展奠定一定基础。

董事长履新，高管增持计划完成

- **大股东提名新董事长。**2015 年 11 月 11 日，公司原董事长周凯先生辞去公司董事长等职务，同年 12 月，蔡飏先生担任广弘控股董事长。从履历看，蔡飏先生年轻有为，在 33 岁时就已经为正处级，37 岁时已经在广东商贸控股担任总经理助理，随后兼任广弘控股的董事长。

图表 4：董事长简历

时间	职位
2015.12	广东广弘控股股份有限公司董事长
2015.10 至今	广东省商贸控股集团有限公司总经理助理、广东省广弘资产经营有限公司副总经理、党委委员、广东广弘控股股份有限公司党委书记
2015.3-2015.10	广东省商贸控股集团有限公司总经理助理、纪委副书记
2014.1-2015.10	广东省商业企业集团公司党委副书记、纪委书记、广东省广弘资产经营有限公司监事会主席
2013.10-2014.1	广东省商业企业集团公司总经理助理、纪委副书记、人力资源部（离退休人员工作部）部长
2013.5-2013.10	广东省商业企业集团公司纪委副书记、人力资源部（离退休人员工作部）部长
2011.3-2013.5	广东省商业企业集团公司纪委副书记、审计处(纪检监察室)处长（主任）
2010.5-2011.3	广东省商业企业集团公司人事处（党群处）副处长
2009.3-2010.5	广东广商现代流通技术服务有限公司副总经理
2004.7-2009.3	广东省商业企业集团公司人事处副科长、科长
2002.8-2004.7	广东省商业企业集团公司人力资源部办事员
1978 年生，中共党员，工商管理硕士，高级人力资源管理师	

来源：公司公告、国金证券研究所

- **高管增持计划完成，彰显对公司未来发展信心。**公司公告截止 2016 年 7 月 27 日，由增持参与人共同参与的“中粮-民生价值成长 1 号分级资产管理计划”已完成增持公司股份。分级资产管理计划分别于 2016 年 7 月 26

日和 7 月 27 日增持了公司股份 6,292,828 股，占公司股份总数的 **1.078%**，增持均价为 **9.058 元**，参与人 6 个月内不减持所持本公司股份。

图表 5：参与增持高管名单、职位

高管	职位
蔡飏	董事长
陈子召	董事、总经理
郭伟亮	党委副书记
潘芸	监事
缪安民	副总经理
朱小宁	副总经理
刘汉林	副总经理
陈增玲	副总经理、财务负责人
苏东明	董秘
李旺	其他核心管理人员

来源：公司公告、国金证券研究所

理顺激励机制，为发展蓄势

引进来，筑巢引凤；走出去，开疆辟土

- 公司半年报提出按照“引进来，筑巢引凤；走出去，开疆辟土”的思路，积极探讨外延式发展新方法，加快发展步伐，积极寻找并购标的充实上市公司发展后劲，想方设法为股东创造效益。其中“引进来，筑巢引凤”：公司将根据具体情况，积极引入不同形式的战略投资者和合作伙伴，促进双方的共同发展，总部经济大楼的招商引资是其中的一个方面。“走出去，开疆辟土”：公司将积极探讨外延式发展的新方法，加快发展步伐，积极寻找并购标的充实上市公司的发展后劲，想方设法为股东创造效益。
- 随着大股东混改完成，高管激励机制完善，根据公司年报提出的思路，外延有望成为助力公司发展的手段之一，公司年报提出，未来公司将积极探索以并购为主的资本运营工作，积极与包括民营企业在内的同行企业对接合作，加快外延式发展步伐，未来有望加大教育、食品行业或相关行业的并购力度，拓展公司经营的宽度和长度，促进企业跨越式发展。

大股东广弘资产国资背景，旗下资产众多

- 广东省广弘资产经营有限公司（简称“广弘资产”）成立于 2000 年 9 月，是广东省国资委直属三大资产经营公司之一，广弘资产经营有限公司持有广弘控股 51.5% 的股权。广弘控股目前是大股东旗下唯一一家上市平台，公司早先曾提出利用广弘控股加快对广弘资产旗下的绿色食品主业资产整合，进一步提高企业资本扩张能力和资本升值能力。¹公司作为大股东旗下唯一一家上市平台，平台资源价值较为突出，也符合广东省国资委提高省属企业资产证券化率目标的方向，值得关注。
- 广弘资产目前致力于发展食品、医药、有色金属三大主业，拥有食品、医药、有色金属，以及建筑房地产、教育出版物发行、旅游酒店等产业。我们预计有色金属业务收入约占广弘资产总收入的 50% 以上，医药业务收入占比约 18% 左右，食品占比约 20% 左右。但是毛利方面，食品板块占据绝对优势，毛利占比预计约 35%，而有色金属业务因以贸易为主，毛利率较低，大约仅占公司总毛利的 15% 左右，医药毛利预计在 25% 左右。

¹ 文字来源：《广东省广弘资产经营有限公司 2012 年度第一期短期融资券募集说明书》P62，积极探索开展多种形式的资本运营工作，全力扶持有品牌、有市场、有效益的骨干企业，充分利用自身的市场网络比较优势和资金比较优势，通过兼并收购，向有价值的主业产业链延伸。抓好生产经营为资本运营创造条件，加大资本运作力度，为生产经营提供更大的空间。其次，充分发挥“广弘控股”上市企业资本市场平台的作用，加快对广弘公司绿色食品主业资产的整合，进一步提高企业资本扩张能力和资本升值能力。

- 在食品产业方面，公司已形成饲料生产销售、畜禽养殖、冷藏加工、粮油加工、饮料生产及贸易配送全产业链布局。医药产业已初步形成药品生产制造、产品研发、物流配送、产品分销和零售连锁经营的业务链条，业务范围涵盖中西药品的生产和中西药品、药材和医疗器械的批发、零售和进出口等，拥有广东省内广泛的医药市场营销网络。目前，公司不断整合自身医药资源，进一步提升医药板块的竞争力。

图表 6：大股东广弘资产经营公司旗下一级子公司情况

	企业名称	注册资本 (万元)	持股比例	主营业务
食品板块	广东广弘控股股份有限公司	58379	52.24%	食品、书籍等
	广东粤冠粮油饲料有限公司	780	100%	小麦、白砂糖等粮油产品及饲料原材料的批发贸易业务
	广东广粮实业有限公司	1000	100%	粮食收购、酒批发、预包装食品、饲料销售
	广东省广弘九江饲料有限公司	2664	90%	配合饲、浓缩料加工、销售；饲料原材料销售
	广东省畜禽生产发展有限公司	500	100%	畜禽生产、场地出租
	佛山市三水家乐饲料有限公司	620	100%	配合料生产销售、代购代销饲料、饲料添加剂、饲料原料
	广东弘业实业开发有限公司	500	100%	粮油、食糖批发、仓库租赁
	广东广之盈贸易有限公司	500	90.20%	农产品、农副产品销售，预包装食品、乳制品批发，货物进出口、技术进出口、国内贸易
医药板块	广东省医疗器械工业公司	2400	100%	医疗器械、病人标识、II 类 6846 植入材料和人工器官、临床检验分析仪器带生产销售
	广东本草药业集团有限公司	22600	49.62%	中药材，中成药，化学原料药、药制剂，抗生素原料药、制剂，生化药品，生物制品等销售
	广东省卫生发展总公司	6495	100%	中药材，中药饮片，中成药，化学原料药、药制剂，抗生素原料药、制剂，生化药品，医疗器械，III 类射线装置等销售
	广东省医药集团有限公司	5000	90%	中药材，中药饮片，中成药，化学原料药、药制剂、抗生素原料药、制剂，生化药品、制品，医疗器械，体外诊断试剂等销售
	广东省制药工业公司	1139	100%	药品，第二类精神药品、药品类易制毒化学品、注射穿刺器械，医疗机械销售
有色金属	广东广弘国际贸易集团有限公司	53000	100%	货物、技术进出口、为投资者选择投资项目
	广东广弘华侨铝加工有限公司	1900	100%	制造、加工、销售日用铝制品、型材
	广东广弘金属物流有限公司	3000	90%	代办货运手续，货物仓储机械租赁，煤炭批发
	广东广弘金属矿产有限公司	3000	100%	销售：金属、矿产品（不含钨、锡、锑）
房地产	广东广弘房产集团有限公司	5000	100%	房地产开发经营，物业管理，自有物业租赁
旅游、酒店	广东省拱北中旅集团有限公司	3246	100%	酒店管理；企业管理咨询
	广东省国际体育旅游公司	150	100%	国内及入境旅游；体育器材、运动服装、体育用品销售；体育咨询、体育团队商业性表演
其他	广东新侨实业有限公司	1000	100%	酒店管理、停车场经营、百货销售、自有物业出租及管理、货物进出口、技术进出口
	广东省教育服务公司	500	100%	国内版图书、报纸、期刊零售
	深圳恒明辉纸品有限公司	300	70%	纸业
	广东广弘创业投资有限公司	3000	100%	创业投资业务、代理创业投资业务
	广东广弘文化体育产业发展有限公司	500	100%	组织、承办国内外文化体育项目运作；会展服务、礼仪婚庆服务，文体场馆设施租赁；文体相关产品经营；制作、发布、代理国内外广告

广东广弘拍卖行有限公司	600	70%	除国家特别规定以外的物品，动产、不动产以及无形资产（含企业产权、股权）的拍卖
广东省广弘商贸集团有限公司	1000	51%	金属材料，矿产品，建筑材料，化工原料，饲料原料，包装材料销售；货物进出口、技术进出口，废旧物资回收；煤炭批发经营

来源：清算所、国金证券研究所

■ 部分主要公司情况简介：

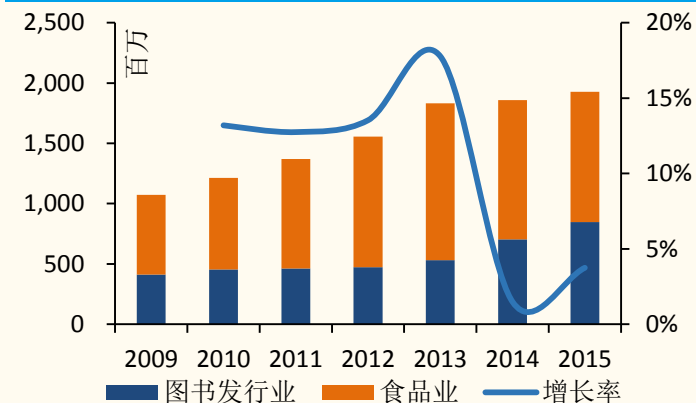
- **广东广粮实业有限公司**现拥有饮料年生产能力超过 13 万吨，产品覆盖碳酸饮料、果汁饮料、凉茶饮料、功能性饮料、谷物类植物蛋白饮料等全系列饮料产品，遍及国内 30 多个省市地区，并远销美国、澳洲、法国、中东、印度等 20 多个国家和地区。同时，还拥有粮油生产加工基地，年生产能力达 6000 吨。估计目前公司收入超过 12 亿。同时公司拥有饮料、粮油、宠物食品等自主品牌产品 10 多项。2011 年，广粮实业与广州医药集团有限公司合作生产老吉品牌饮料，形成了企业生产资源与第三方品牌资源的整合，进一步提升了发行人的竞争力。
- **广东省广弘九江饲料有限公司**占地面积约 6 万平方米，主要经营：鸡、猪、鱼、鸭鹅等配合饲料、畜禽、水产、添加剂、预混浓缩料等产品，共十四个系列五十多个品种，饲料年产量 20 多万吨，估计公司收入超过 5 亿。销售地区主要集中在广东省地区包括：茂名市、开平市、江门市、云浮市、新会市、清远市、四会市和肇庆市等；同时公司还经营农产品国内贸易和进出口国际贸易、是开发、生产、经营、销售于一体，是广东省政府“菜篮子工程”配套项目之一，是全国饲料行业中具有较高知名度的国家二级企业。
- **广东省拱北中旅集团有限公司**是珠海地区最大的集旅游、宾馆、餐饮、物业管理于一体的服务种类齐全的大型旅游酒店企业，其重点经营产品为酒店业务，主要有华侨宾馆、华粤酒店、六和酒店等；旅行社业务范围包括赴台游组团业务、票务业务、会展业务，以及进出口业务等。公司发展方向确立以五星级酒店为龙头的发展格局，通过产业互动加快连锁发展。是珠海地区最大的。

传统主业业绩、土地和高管增持提供安全边际

书本、养殖食品业务保障公司利润

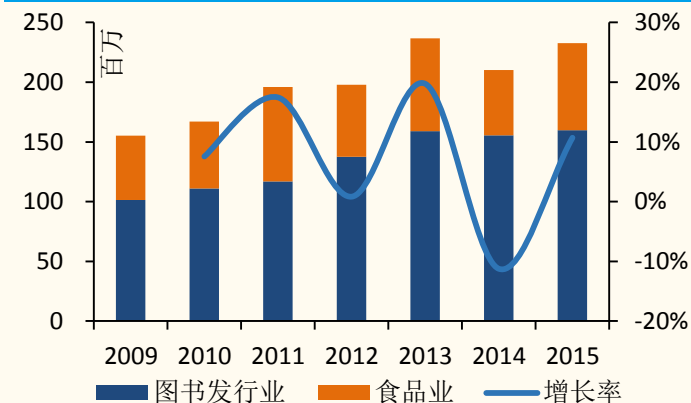
- 公司的主要从事肉类食品业务和教育出版物发行业务，公司主营业务和利润自上市以来均稳定增长。
- 收入方面图书类业务维持 10%-30% 的增长，食品业自上市快速扩张后目前保持相对稳定，食品业收入常年维持在 10 亿以上。
- 利润方面，图书业务净利每年维持 10% 以上的增长，2015 年公司图书净利达到 8708 万元，同比增加 14.7%；养殖食品业务由于养殖周期的影响，利润波动较大，但平均每年为公司提供 2000 万左右的净利。

图表7：主营业务稳定增长



来源：公司公告、国金证券研究所

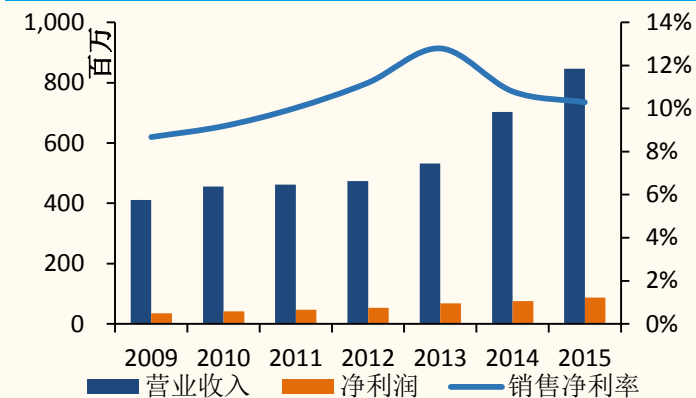
图表8：公司毛利稳定增长²



来源：公司公告、国金证券研究所

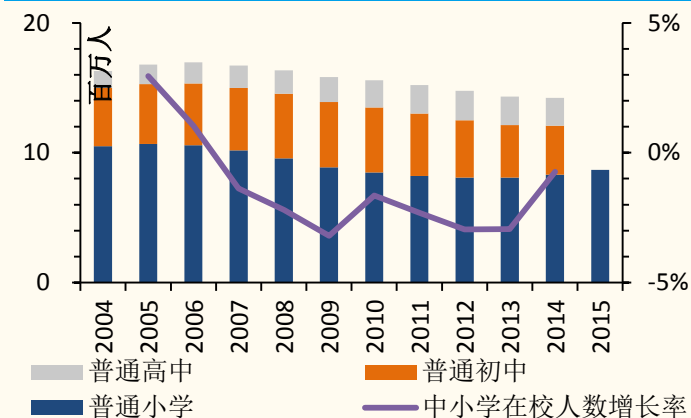
- 目前公司教育出版发行业务由广东教育书店来承担，公司主要提供中小学教材、幼儿教材和教辅，公司在广东省内已经开设超过 60 家连锁发行网点来推进连锁网络经营模式，目前公司盈利模式主要是发行中小学免费教材的服务费，以及非免费教材、教辅购销差价。此外，由于中小学免费教材发行具有较高的资质要求，公司是广东省中小学免费教材发行的两个渠道之一（另一个是广东新华发行集团）。受益公司业务扩张和费用控制，公司销售净利率从上市之初的 8.67% 达到 15 年的 10.29%。

图表9：公司发行业务稳定增长



来源：公司公告、国金证券研究所

图表10：小学在校人数已经企稳回升



来源：wind、国金证券研究所

- 目前小学在校人数已经开始连续两年回升，预计未来中小学人数将重启回升态势，公司作为两大中小学免费教材的发行渠道，将受益中小学生数回升而回升，公司出版业务有望维持稳定增长，预计 2016-2018 公司出版业务贡献 9.17 亿、10.3 亿、11.04 亿的收入，为公司贡献 8984 万、9067 万和 9274 万净利润。

² 2014 年公司原有子公司嘉兴公司股权转让项目挂牌交易成功。嘉兴公司股权的顺利出让，为公司实现了投资收益。

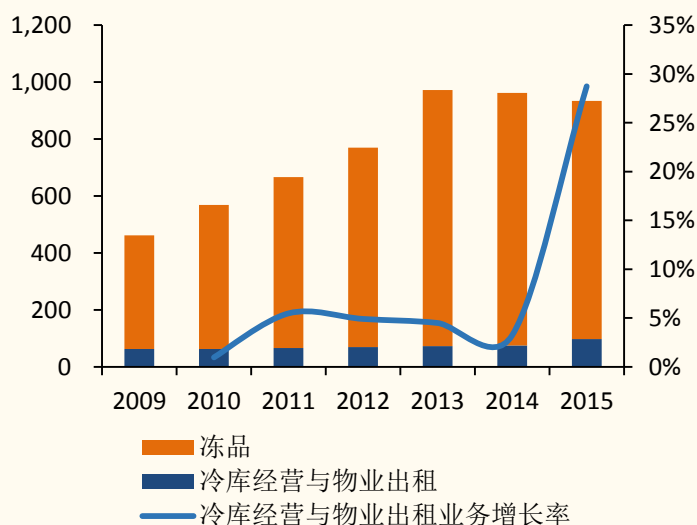
图表 11：公司发行业务盈利预测

图书发行	2016E	2017E	2018E
平均售价 (元/册)	9.65	10.80	11.50
增长率 (YOY)	8.04%	11.92%	6.48%
销售数量 (万册)	9,500	9,540	9,600
增长率 (YOY)	0.27%	0.42%	0.63%
销售收入 (百万元)	916.75	1,030.32	1,104
增长率 (YOY)	8.33%	12.39%	7.15%
毛利率	16.30%	15.20%	14.32%
销售成本 (百万元)	767.32	873.71	945.91
增长率 (YOY)	11.77%	13.87%	8.26%
单位成本 (元/册)	8.08	9.16	9.85
增长率 (YOY)	11.46%	13.39%	7.59%
毛利 (百万元)	149.43	156.61	158.09
增长率 (YOY)	-6.43%	4.80%	0.95%
占总销售额比重	46.42%	46.50%	45.30%
占主营业务利润比重	48.38%	47.42%	45.40%

来源：国金证券研究所

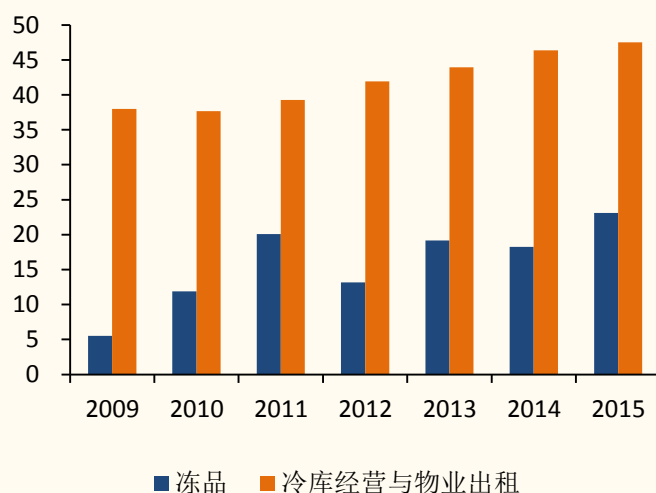
- 公司肉类食品业务包括冷库业务、冻品市场业务、冻品贸易等，主要由广弘食品等公司经营。其中冷库业务和冻品市场业务采用“冷库+市场”经营模式，为进场经营的商户提供冷藏服务和经营场地，并收取冷藏服务费和商铺租金；冻品贸易主要采用自购自销和区域总代理等经营模式，来赚取冻肉产品购销差价。
- 公司拥有华南地区最大的食品冷藏库（预计冷库库容 3.58 万吨，均为零下 18-20 度低温库），其冷库年吞吐量达 50 万吨，并承担了广东冻肉储备任务，冷库周边的冻品交易中心是华南规模最大的冻品交易市场（2 万多平方米），覆盖珠三角和港澳的肉类冷冻食品物流配送，其中公司冻品交易市场的整体交易量占广州市冻肉市场 70% 的份额。
- 公司背靠冷库和冷冻食品批发市场进行公司自有的冻品相关业务，但是随着 2015 年生猪价格快速上涨，公司为了控制经营风险获取更多收益，主动减少了冻品贸易业务，同时增加了种猪和仔猪销售。
- 公司利用冷库在满足自用外还快速扩张了冷库经营和物业出租业务。每年冷库库位出租率约为 70%（代储省级储备冻肉占用其余的约 30%），每年市场摊位出租率约为 95%。

图表 12：控制经营风险，增加冷库经营与物业出租业务



来源：公司公告、国金证券研究所

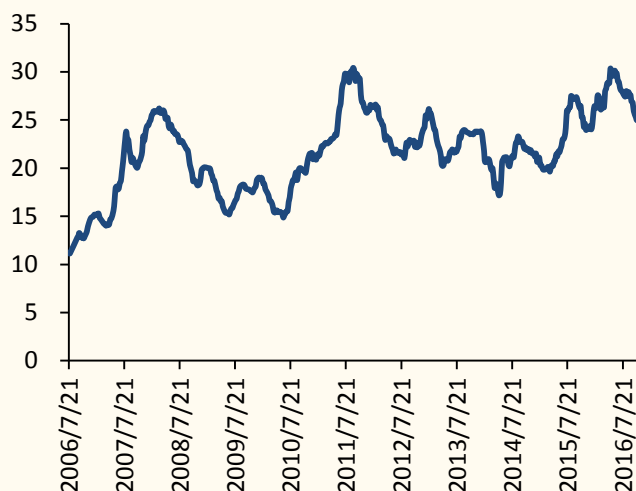
图表 13：冷库经营与物业出租业务毛利高



来源：公司公告、国金证券研究所

- 16 年上半年公司冻品业务收入减少了 22.49%至 3.22 亿，而高毛利的冷库经营和物业出租业务则快速扩张了 15.11%至 4411 万。今年生猪价格持续位于高位，预计今年公司今年依旧控制冻品业务，而随着生猪价格逐步下滑，公司冻品业务有望重新扩张。预计 16-18 年冻品业务贡献收入 6.69 亿、7.6 亿和 8.6 亿，为公司贡献毛利 1773 万、1368 万和 1762 万元。

图表 14：猪肉价格逐步回落，冻品业务有望重新扩张



来源：wind、国金证券研究所

图表 15：冻品业务盈利预测

冻品	2016E	2017E	2018E
平均售价 (元/吨)	22,300	20,000	19,100
增长率 (YOY)	53.93%	-10.31%	-4.50%
销售数量 (万吨)	3	3.8	4.5
增长率 (YOY)	-48.03%	26.67%	18.42%
销售收入 (百万元)	669	760	859.50
增长率 (YOY)	-20.01%	13.60%	13.09%
毛利率	2.65%	1.80%	2.05%
销售成本 (百万元)	651.27	746.32	841.88
增长率 (YOY)	-19.91%	14.59%	12.80%
单位成本 (元/吨)	21,709	19,640	18,708
单吨毛利 (元/吨)	590.95	360	391.55
毛利 (百万元)	17.73	13.68	17.62
增长率 (YOY)	-23.32%	-22.84%	28.80%

来源：国金证券研究所

- 冷库经营与物业出租业方面，今年由于生猪价格位于高位，冷库经营和物业出租有望快速扩张，预计 16-18 年冷库经营提供收入 7500 万、7300 万和 7700 万，贡献毛利 3600 万、3869 万和 4397 万元。物业出租方面预计 16-18 年冷库经营提供收入 3800 万、4400 万和 5200 万，贡献毛利 2546 万、3080 万和 3744 万元。

图表 16：冷库经营业务盈利预测

冷库经营	2016E	2017E	2018E
销售收入（百万元）	75	73	77
增长率（YOY）	15.63%	-2.67%	5.48%
毛利率	48%	53%	57.10%
销售成本（百万元）	39	34.31	33.03
增长率（YOY）	2.17%	-12.03%	-3.72%
毛利（百万元）	36	38.69	43.97
增长率（YOY）	34.88%	7.47%	13.64%
占总销售额比重	3.80%	3.29%	3.16%
占主营业务利润比重	11.66%	11.72%	12.63%

来源：国金证券研究所

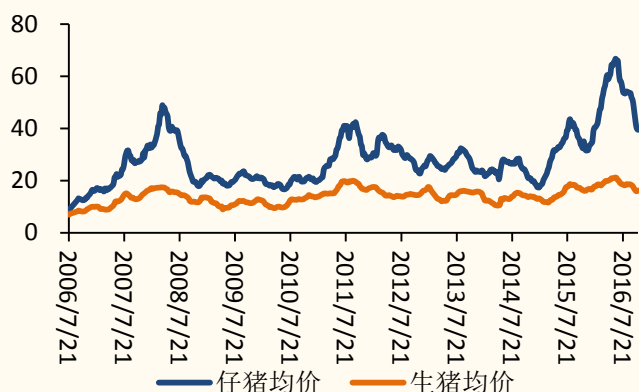
图表 17：物业出租业务盈利预测

物业出租	2016E	2017E	2018E
销售收入（百万元）	38	44	52
增长率（YOY）	17.14%	15.79%	18.18%
毛利率	67%	70%	72%
销售成本（百万元）	12.54	13.20	14.56
增长率（YOY）	8.10%	5.26%	10.30%
毛利（百万元）	25.46	30.80	37.44
增长率（YOY）	22.17%	20.97%	21.56%
占总销售额比重	1.92%	1.99%	2.13%
占主营业务利润比重	8.24%	9.33%	10.75%

来源：国金证券研究所

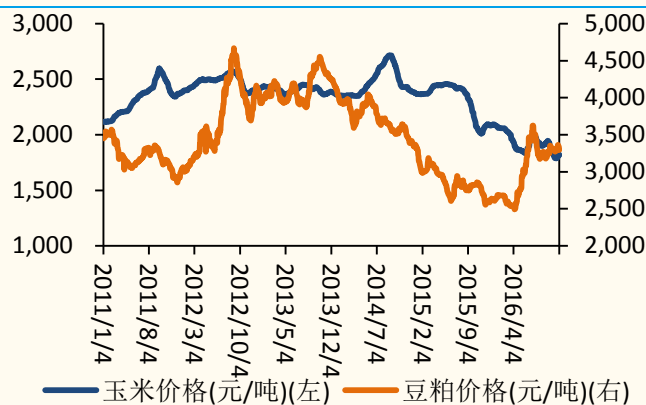
- 公司畜禽养殖方面，受益今年畜禽价格处于高位，同时成本端玉米价格位于多年低位，公司畜禽收入和毛利快速上升，其中种禽业务和肉猪大幅扭亏，到今年半年报时，公司种禽业务和肉猪业务毛利率分别为 19.7%和 16.49%；同样种猪和仔猪的毛利率也达到上市以来最高的 47.76%和 47.65%，然而由于生猪价格和鸡肉价格位于历史高位，公司肉品加工业务小幅亏损。

图表 18：生猪和仔猪价格相对高位有望持续到明年二季度



来源：wind、国金证券研究所

图表 19：玉米、豆粕价格维持低位，助推养殖盈利



来源：wind、国金证券研究所

- 预计生猪价格相对高位有望维持到明年二季度，同时受益国内玉米高库存，玉米价格 17、18 年都有望持续位于低位，养殖毛利有望维持相对较高状态，预计 16-18 年种猪、仔猪和肉猪方面受生猪价格下滑，收入和毛利将有所下滑；但是肉品加工业务将受益价格下滑而逐步实现盈利。

图表 20：猪苗板块盈利预测

猪苗	2016E	2017E	2018E
平均售价（元/头）	600	520	490
增长率（YOY）	57.07%	-13.33%	-5.77%
销售数量（万头）	7.70	7.30	7.50
增长率（YOY）	28.33%	-5.19%	2.74%
销售收入（百万元）	46.20	37.96	36.75
增长率（YOY）	101.57%	-17.84%	-3.19%
毛利率	46%	39.50%	35%
销售成本（百万元）	24.95	22.97	23.89
增长率（YOY）	19.37%	-7.95%	4.01%
平均成本（元/头）	324	314.60	318.50

图表 21：种猪板块盈利预测

种猪	2016E	2017E	2018E
平均售价（元/头）	2,140	1,910	1,840
增长率（YOY）	28.89%	-10.75%	-3.66%
销售数量（万头）	1.60	1.80	2.20
增长率（YOY）	44.14%	12.50%	22.22%
销售收入（百万元）	34.24	34.38	40.48
增长率（YOY）	85.78%	0.41%	17.74%
毛利率	48.70%	45%	42%
销售成本（百万元）	17.57	18.91	23.48
增长率（YOY）	29.92%	7.65%	24.17%
平均成本（元/头）	1,098	1,051	1,067

毛利 (百万元)	21.25	14.99	12.86
增长率 (YOY)	952.08%	-29.45%	-14.22%
占总销售额比重	2.34%	1.71%	1.51%
占主营业务利润比重	6.88%	4.54%	3.69%

来源：国金证券研究所

毛利 (百万元)	16.67	15.47	17
增长率 (YOY)	239.61%	-7.22%	9.89%
占总销售额比重	1.73%	1.55%	1.66%
占主营业务利润比重	5.40%	4.68%	4.88%

来源：国金证券研究所

图表 22：肉猪板块盈利预测

肉猪	2016E	2017E	2018E
平均售价(万元/吨)	1.75	1.60	1.50
增长率 (YOY)	58.80%	-8.57%	-6.25%
销售数量(吨)	890	800	700
增长率 (YOY)	-39.46%	-10.11%	-12.50%
销售收入(百万元)	15.58	12.80	10.50
增长率 (YOY)	-3.86%	-17.82%	-17.97%
毛利率	16.30%	9.50%	3.60%
销售成本(百万元)	13.04	11.58	10.12
增长率 (YOY)	-44.83%	-11.14%	-12.62%
平均成本(万元/吨)	1.46	1.45	1.45
毛利(百万元)	2.54	1.22	0.38
增长率 (YOY)	-134.17%	-52.10%	-68.91%
占总销售额比重	0.79%	0.58%	0.43%
占主营业务利润比重	0.82%	0.37%	0.11%

来源：国金证券研究所

图表 23：加工肉制品板块盈利预测

加工肉制品	2016E	2017E	2018E
平均售价 (元/吨)	38,000	35,000	33,000
增长率 (YOY)	28.24%	-7.89%	-5.71%
销售数量 (吨)	163	172	185
增长率 (YOY)	-30.20%	5.52%	7.56%
销售收入 (百万元)	6.19	6.02	6.11
增长率 (YOY)	-10.49%	-2.81%	1.41%
毛利率	-10.15%	-2%	5%
销售成本 (百万元)	6.82	6.14	5.80
增长率 (YOY)	-5.89%	-10%	-5.55%
平均成本 (元/吨)	41,857	35,700	31,350
毛利 (百万元)	-0.63	-0.12	0.31
增长率 (YOY)	90.51%	-80.85%	-353.53%
占总销售额比重	0.31%	0.27%	0.25%
占主营业务利润比重	-0.20%	-0.04%	0.09%

来源：国金证券研究所

- 禽养殖方面，伴随消费区域扩大和禽产业链景气度回升，同时成本端玉米价格位于低位，公司禽业业务也将保持良好发展，预计公司种禽业务景气度仍将高位持续。

图表 24：种禽板块盈利预测

种禽	2016E	2017E	2018E
销售收入 (百万元)	110	150	180
增长率 (YOY)	61.34%	36.36%	20%
毛利率	21%	28%	25%
销售成本 (百万元)	86.90	108	135
增长率 (YOY)	14.60%	24.28%	25%
毛利 (百万元)	23.10	42	45
增长率 (YOY)	-401.96%	81.82%	7.14%
占总销售额比重	5.57%	6.77%	7.39%
占主营业务利润比重	7.48%	12.72%	12.92%

来源：国金证券研究所

图表 25：肉鸡板块盈利预测

肉鸡	2016E	2017E	2018E
销售收入 (百万元)	14	14	13
增长率 (YOY)	5.82%	0%	-7.14%
毛利率	82%	80%	78%
销售成本 (百万元)	2.52	2.80	2.86
增长率 (YOY)	-16%	11.11%	2.14%
毛利 (百万元)	11.48	11.20	10.14
增长率 (YOY)	12.22%	-2.44%	-9.46%
占总销售额比重	0.71%	0.63%	0.53%
占主营业务利润比重	3.72%	3.39%	2.91%

来源：国金证券研究所

- 其他业务板块包含国内贸易、酒类销售以及其他，这一板块相对比较稳定，预计 16-18 年贡献收入 4978 万、5343 万和 5755 万，贡献毛利 581 万、568 万和 544 万。

高管增持彰显信心

- 今年 7 月 27 日包括董事长、总经理在内的核心治理层和管理层通过中粮-民生价值成长 1 号分级资产管理计划以 9.058 元/股价格增持公司 6,292,828 股，并承诺在该计划增持期间及在增持完成后 6 个月内不减持所持本公司股份。通过股份增持，彰显了董事长、总经理等核心治理层和

管理层对公司未来发展前景的信心以及对公司价值的认可，并且随着增持完成，优化了激励机制，有望促进公司持续、稳定、健康发展。

土地资源为公司提供安全边际

- 公司目前拥有超过 1397.37 亩的非商住用地，分布在广州、佛山、中山等地，公司当时按照原值入账，未来有望转为商住用地，如推进顺利，按照当地商业用地估值，公司有望获得 50 亿左右的土地价值，为公司价值提供一定安全边际。

图表 26：公司土地分布及估价

土地分布	土地面积 (亩)	商住用地单 位价值 (万元/亩)	按商住用地计 算的土地价值 (亿元)	工业用地单 位价值 (万元/亩)	按工业用地评估价值 (亿元)
广州荔湾区	97.06	6670.1	64.74	113.33	1.1
佛山南海	1100 多	260.09	28.61	60.00	6.6
中山坦洲	200.31	433.33	8.68	25.46	0.51
合计	超 1397.37		102.03		8.21
商住用地分成（假 设公司获得 50% 的 土地价值）			51.02		
工业用地价值计算					8.21

来源：公开信息、国金证券研究所。注：我们考虑到政府分成和税费的影响假设公司获得 50% 的土地价值。

- 广州荔湾区土地位于广州市西村水厂路 5 号，该地块面积 64,704.20 平方米（折合 97.06 亩），法定为工业用途，目前作为冷库仓储经营所用，该地块地处广州市中心区域，南临环市西路，东近广州火车站，周边以商贸功能为主，是广州市鞋业批发的商业中心，地理位置优越。广州市正在进行三旧改造，未来此块工业用地有望改为商业用地，近期荔湾楼面地价均价为 2.4 万/m²，成交均价约 10 万/m²，因此我们预计该地块土地价值达到 64.74 亿。

图表 27：广州土地位于中心城区，预计估价 64.74 亿



来源：百度地图、国金证券研究所

图表 28：近期广州商业用地拍卖价

	成交面 积 (万 平)	成交总价 (万元)	平均楼 面地价 (元/m ²)	成交均价 (元/m ²)
白云区	16.96	655876	13,482	38,667
番禺区	6.99	82154	9,080	11,756
海珠区	1.88	197110	13,000	105,069
花都区	75.57	545396	2,984	7,217
黄埔区	13.49	735840	27,273	54,547
荔湾区	4.38	434676	24,374	99,205
南沙区	12.06	146960	4,710	12,187
增城区	135.36	1210600	4,852	8,944

来源：公开信息、国金证券研究所

- 佛山土地位于广三高速和佛山一环交汇处，交通方便，距离广州市中心 25 千米。综合考虑该土地周围土地价格与广州市中心距离也是 25 千米的番禺区的商业用地价格，我们估计该土地楼面价 1300 元/m²，库容率为 3，最终估计该土地价值 28.61 亿。

图表 29：佛山土地 1,100 多亩，估价 28.61 亿



来源：百度地图、国金证券研究所

图表 30：近期佛山南海区商住用地楼面价

土地所在地	楼面价(元/m²)
南海区广东金融高新技术服务区 B 区	4092
南海区丹灶镇南海国家生态工业示范园	1119
南海区西樵镇崇南村第十八村民小组	1266

来源：公开信息、国金证券研究所

- 中山土地改商业用地进度在三块土地中是最快的。中山坦洲土地位于中山市坦洲镇十四村官围，毗邻珠海，占地 133,542.90 m²（折合 200.31 亩），南面紧邻珠海市香洲区，已完成宗地红线外“五通”（即通路、通电、通上水、通下水、通讯）。公司距离暨南大学珠海校区仅 2 公里，距离市级商服中心（新香洲）约 6 公里，宗地周边分布有超级市场、银行、卫生所、农贸市场等。目前，许多珠海人到坦洲买房居住，因此地理位置较好。2016 年中山拍卖的板芙镇和火炬开发区土地的均价达到 4500 元/m²，较 2015 年时接近翻倍。而据调研 2013 年坦洲商住土地已经拍卖到 6000 元/m²，该地理位置相对较好，因此我们认为目前成交均价有望达到 6500 元/m²，以此估算土地价值为 8.68 亿。

图表 31：中山坦洲土地 200.31 亩，估价 8.68 亿



来源：百度地图、国金证券研究所

图表 32：2015 年中山商业用地拍卖价

	成交总面积 (m²)	平均楼面地价 (元/m²)	成交总价 (万元)	成交均价 (元/m²)
板芙镇	0.14	420	1,170	2,925
东区	9.20	27,812	1,144	3,022
港口镇	12.30	49,204	1,600	4,000
古镇镇	1.74	19,796	3,800	11,400
火炬开发区	7.04	25,917	1,228	3,684
民众镇	0.06	56	661	1,008
南头镇	0.23	917	1,483	3,903
沙溪镇	0.16	488	2,030	3,044
神湾镇	1.33	3,232	1,616	2,424
西区	7.08	15,926	900	2,250

来源：公开信息、国金证券研究所

- 公司充分利用现有土地资源，今年重点推进中山坦洲土地闲置解除与开发、南海大沥商业用地开发等工作；同时总部经济大楼完工并开始招商引资。公司力求想方设法，破除发展障碍，发挥现有资源的最大效应。

投资建议

- 不考虑外延等影响，我们预计公司 2016-18 年 EPS 分别为 0.185、0.228、0.246 元。综合考虑公司自身变化、9.058 元/股的增持均价以及业绩和土

地安全边际等因素，我们给予目标市值 100 亿，目标价 17.13 元，给予“买入”评级。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	1,846	1,876	1,927	1,969	2,207	2,432
增长率		1.6%	2.7%	2.2%	12.1%	10.2%
主营业务成本	-1,606	-1,664	-1,694	-1,666	-1,886	-2,089
%销售收入	87.0%	88.7%	87.9%	84.6%	85.5%	85.9%
毛利	240	213	233	303	321	344
%销售收入	13.0%	11.3%	12.1%	15.4%	14.5%	14.1%
营业税金及附加	-12	-10	-5	-8	-8	-9
%销售收入	0.7%	0.5%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-79	-76	-78	-78	-85	-90
%销售收入	4.3%	4.0%	4.1%	4.0%	3.9%	3.7%
管理费用	-81	-63	-67	-87	-88	-95
%销售收入	4.4%	3.4%	3.5%	4.4%	4.0%	3.9%
息税前利润 (EBIT)	67	64	82	130	139	150
%销售收入	3.6%	3.4%	4.3%	6.6%	6.3%	6.2%
财务费用	4	10	14	9	12	9
%销售收入	-0.2%	-0.5%	-0.7%	-0.4%	-0.5%	-0.4%
资产减值损失	0	-1	-20	-4	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	8	98	10	-8	8	10
%税前利润	7.3%	49.1%	9.7%	n.a	4.5%	5.2%
营业利润	79	171	86	127	158	168
营业利润率	4.3%	9.1%	4.5%	6.5%	7.2%	6.9%
营业外收支	34	29	20	18	20	24
税前利润	113	200	106	145	178	192
利润率	6.1%	10.7%	5.5%	7.4%	8.1%	7.9%
所得税	-33	-47	-32	-36	-45	-48
所得税率	28.9%	23.4%	30.0%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	80	153	74	109	134	144
少数股东损益	0	0	-1	1	1	1
归属于母公司的净利润	80	153	75	108	133	144
净利率	4.4%	8.2%	3.9%	5.5%	6.0%	5.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	80	153	74	109	134	144
非现金支出	25	29	48	31	29	29
非经营收益	-7	-97	-15	-10	-28	-34
营运资金变动	-64	60	-57	-382	155	75
经营活动现金净流	33	146	51	-252	289	215
资本开支	-44	-51	-37	-24	-15	0
投资	-61	120	-4	23	0	0
其他	6	14	9	-8	8	10
投资活动现金净流	-99	83	-32	-8	-7	10
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	58	-14	-42	-1	-4	4
其他	-5	59	-1	0	0	0
筹资活动现金净流	53	44	-42	-1	-4	4
现金净流量	-12	273	-24	-262	278	228

资产负债表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	431	703	682	420	698	927
应收款项	57	35	51	49	54	59
存货	163	150	125	133	162	185
其他流动资产	35	15	9	412	212	113
流动资产	687	902	867	1,015	1,127	1,283
%总资产	52.6%	61.3%	59.8%	63.8%	65.9%	68.9%
长期投资	84	87	88	65	65	65
固定资产	393	353	351	370	377	373
%总资产	30.1%	24.0%	24.2%	23.3%	22.1%	20.0%
无形资产	136	127	132	132	131	131
非流动资产	618	571	584	575	582	578
%总资产	47.4%	38.7%	40.2%	36.2%	34.1%	31.1%
资产总计	1,305	1,473	1,451	1,590	1,709	1,861
短期借款	58	9	2	0	0	0
应付款项	298	313	274	280	262	256
其他流动负债	26	39	22	48	56	66
流动负债	382	361	299	328	318	321
长期贷款	0	35	0	0	0	0
其他长期负债	2	3	3	4	0	4
负债	383	398	302	332	318	325
普通股股东权益	910	1,063	1,138	1,246	1,380	1,523
少数股东权益	11	12	11	12	12	13
负债股东权益合计	1,305	1,473	1,451	1,590	1,709	1,861

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	0.138	0.262	0.128	0.185	0.228	0.246
每股净资产	1.559	1.821	1.949	2.135	2.363	2.609
每股经营现金净流	0.057	0.250	0.087	-0.432	0.496	0.367
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	8.84%	14.40%	6.58%	8.68%	9.66%	9.43%
总资产收益率	6.17%	10.40%	5.16%	6.80%	7.80%	7.72%
投入资本收益率	4.87%	4.40%	4.98%	7.74%	7.49%	7.32%
增长率						
主营业务收入增长率	17.62%	1.65%	2.72%	2.15%	12.09%	10.22%
EBIT 增长率	53.36%	-4.32%	27.72%	58.52%	6.97%	7.90%
净利润增长率	31.21%	90.31%	-51.07%	44.40%	23.14%	7.77%
总资产增长率	8.22%	12.91%	-1.49%	9.59%	7.49%	8.88%
资产管理能力						
应收账款周转天数	6.6	5.8	3.9	3.4	3.2	3.2
存货周转天数	36.0	34.3	29.6	29.8	32.0	33.0
应付账款周转天数	25.6	17.6	9.4	9.9	9.1	8.7
固定资产周转天数	43.1	38.6	35.9	37.8	34.3	31.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-40.53%	-61.33%	-59.17%	-33.41%	-50.19%	-60.33%
EBIT 利息保障倍数	-16.0	-6.5	-5.8	-14.7	-11.5	-17.0
资产负债率	29.38%	27.04%	20.81%	20.89%	18.58%	17.48%

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
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

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 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

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%以上。

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为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