

## 大北农(002385)/饲料

## 战略调整到位, 各业务板块全面发力

**评级: 买入(维持)**

市场价格: 5.99

目标价格: 7.50

分析师: 陈奇

执业证书编号: S0740514070005

电话: 021-20315189

Email: chenqi@r.qizq.com.cn

分析师: 谢刚

执业证书编号: S0740510120005

Email: xiegang@r.qizq.com.cn

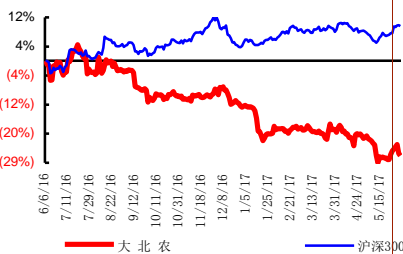
联系人: 陈露

电话: 010-59013787

Email: chenlu@r.qizq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	4,101
流通股本(百万股)	2,396
市价(元)	5.99
市值(百万元)	24,563
流通市值(百万元)	14,353

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 大北农(002385)2017年一季报  
点评: 饲料量利齐升, 猪料龙头彰显强势竞争力
- 2 大北农(002385)2016年年报点评: 饲料量增趋势恢复, 养猪大战略加速推进
- 3 大北农(002385)2016年三季报  
点评: 利增快于量起, 期待后周期发力

**公司盈利预测及估值**

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	16,098.09	16,840.94	21,674.33	27,060.23	31,471.05
增长率 yoy%	-12.72%	4.61%	28.70%	24.85%	16.30%
净利润(百万元)	705.55	882.68	1,238.50	1,526.34	1,840.16
增长率 yoy%	-11.33%	25.11%	40.31%	23.24%	20.56%
每股收益(元)	0.26	0.22	0.30	0.37	0.45
每股现金流量	0.48	0.16	0.60	0.46	0.56
净资产收益率	8.19%	9.54%	12.29%	14.15%	16.75%
P/E	47.31	32.98	19.83	16.09	13.35
PEG	—	1.31	0.49	0.69	0.65
P/B	3.87	3.15	2.44	2.28	2.24

备注: 以2017年06月02日收盘价为基准

**投资要点**

- 作为猪料龙头企业之一, 大北农经历过两年的战略调整和转型, 已经于16年在饲料、养殖动保、种子、农信互联等多个业务板块实现全面转好, 重拾长道路, 具体来说;
- 饲料: 产品结构持续优化, 营销转型技术服务显成效。大北农在猪料市场以高品质、高技术含量的前端料出名, 在经历养殖行业规模化变革, 公司一改过去“快刀前进”式的打法, 通过“优化转型中间商, 直接服务种养殖户”的模式, 重点服务中高端养殖户, 将市场推广人员逐步转变成为技术服务人员, 将简单的饲料销售转变成一体化全面服务, 重点在优势产品、管理短板上下功夫。从2017年一季度的销量增长情况看, 公司的客户结构和销售模式调整开始展示出效果, 直销比例达到40%以上, 猪料增速恢复到20%以上, 人均效益也继续提高。未来三年, 公司在饲料板块打算进一步提高直销比例(短期目标60%), 进一步提高前端料市场占有率(当前6-8%, 提高到20%)和进一步提高效率(可控费用再降10%)。我们预计公司17年饲料板块呈现量利齐增, 猪料销量增速20%左右, 贡献利润达到12.5亿左右(包括水产料)。
- 养猪大战略阔步前进, 动保业务高增长。2016年公司出栏约40万头, 贡献利润7000-8000万元。截至2016年年底, 公司控股子公司拥有母猪存栏2.63万头, 商品猪存栏20.27万头。未来几年, 公司自有商品猪和放养猪的规模将进一步扩大, 将成为新的利润增长点。2017年公司拟出栏约80-100万头, 猪价和成本同降, 但公司的养殖板块仍在产能建设阶段, 预计贡献利润与去年持平。同时, 公司积极通过自建、收购等方式布局养猪业, 重点收购优质种猪资源(如正在进行收购的美国华多)。动保业务是公司产品中毛利率最高的, 近年来增长快速, 逐步成为利润增长点。17年公司收购员工股权后, 全面整合南京天邦的资源, 收入利润有望大幅增长。
- 种业和农信互联业务减亏贡献利润增量。种业方面, 水稻种子以金色农华为主体, 2016年水稻种子收入5.2亿元, 占种子板块的近八成。其中, C两优华占贡献1/3的收入, 同比增长超过60%, 表现势头强劲。从今年一季度情况看, 水稻种子收入增长10%, 其中华占系列增长40%, 预计全年仍可以保持20%以上的增速。玉米种子受行业影响, 整体库存偏高, 需求减弱, 造成经营亏损。今年一季度玉米种子销售仍呈现同比下滑, 但下滑幅度已经大幅缩小。此外, 公司暂停推广种植服务中心, 可帮助减少费用3000-4000万元。结合水稻种子的收入增长, 预计全年种子板块可贡献业绩增量约4000-5000万元。公司的农信互联业务最新交易额近500亿, 去年生猪交易量达到2000万头。过去两年农信互联业务处在发展建设初期, 去年亏损约7000万元, 目前人员组织基本构建完成, 今年有望大幅减亏, 接近盈亏平衡。
- 目前来看, 公司的战略调整基本到位, 主营饲料业务重回增长通道, 且其他业务板块也相继转好。2017年是公司“服务大升级、养殖大创业、效益大提升”的一年, 公司各项业务板块结构逐步清晰, 养殖、种植、互联网全方位协同发展, 经营情况全面改善。近来, 公司控股股东、董事长等高管在二级市场多次增持公司股票, 表现出对公司未来两三年重回高速增长通道发展的充足信心。我们预计2017-18年净利润为12.4亿、15.3亿, 同比增长40.3%、23.2%, 对应当前股价20倍、16倍, 估值水平处于历史地位, 安全边际足, 维持“买入”评级。
- 风险提示: 原料价格波动剧烈; 养猪战略进展低于预期; 互联网平台建设成效低于预期。

## 内容目录

饲料业务量利齐增，弯道减速后重回增长.....	- 3 -
产品结构持续优化，营销转型技术服务显成效.....	- 3 -
养猪大战略阔步前进，动保业务高增长 .....	- 5 -
种业和农信互联持续转好，减亏贡献增量.....	- 5 -
盈利预测：经营情况全面改善，龙头有望再度崛起.....	- 7 -
风险提示.....	- 7 -

## 图表目录

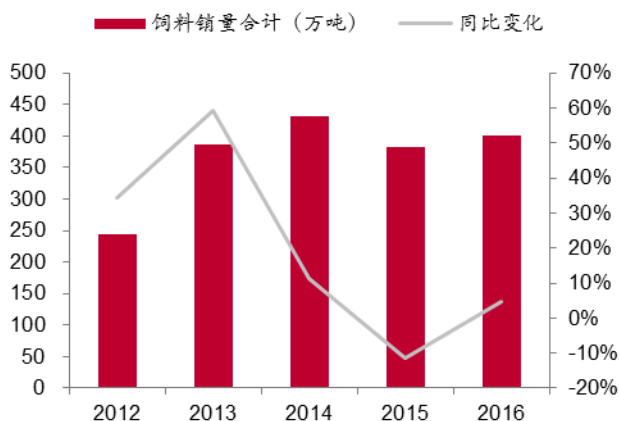
图表 1：大北农饲料销量变化.....	- 3 -
图表 2：大北农饲料产品分类.....	- 3 -
图表 3：大北农员工结构变化（人） .....	- 4 -
图表 4：大北农销售人员人均销量变化.....	- 4 -
图表 5：大北农三项费用率变化.....	- 4 -
图表 6：大北农吨均销售费用变化.....	- 4 -
图表 7：大北农养猪战略目标.....	- 5 -
图表 8：智慧大北农生态圈示意图 .....	- 6 -
图表 9：2017 年 5 月以来公司控股股东、董事、高管等增持情况.....	- 7 -
图表 10：大北农三张报表预测 .....	- 8 -

## 饲料业务量利齐增，弯道减速后重回增长

### 产品结构持续优化，营销转型技术服务显成效

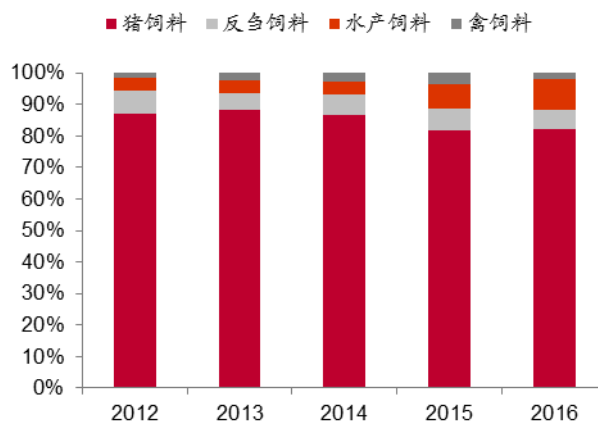
- 作为猪料龙头企业之一，大北农在猪料市场以高品质、高技术含量的前端料出名，销售范围覆盖全国，2016 年销量约 400 万吨。回顾过去五年大北农的销量变化情况，在经历 2012-13 年后周期高速增长后，公司的饲料销售陷入了困境，2014 年增速放缓，2015 年出现下滑，直到 2016 年开始重新恢复增长。解读背后的原因，主要在于养殖行业规模化提升带来的饲料行业变革。
- 2011-13 年的生猪后周期中，补栏主力仍是散养户，公司依靠扩建产能（百个饲料基地工程建设）和“公司+经销商+养殖户”的互惠互利营销模式（“事业财富共同体”模式），深度抓住养殖户在养猪高盈利期的大规模补栏行情，饲料销量在两年内实现翻倍。2014 年，猪价的持续低迷导致养殖户大面积亏损，以高端料为主打的大北农遭遇销量增速的大幅回落，而前期大规模扩张的员工队伍使得人均效益大幅下滑，业绩增速也放缓至 3.4%。2015 年在养殖普遍亏损下，众多小规模养殖户或散养户退出行业或调减产能，公司在激烈的竞争环境中销量出现下滑，利润也出现首次明显下滑。

图表 1：大北农饲料销量变化



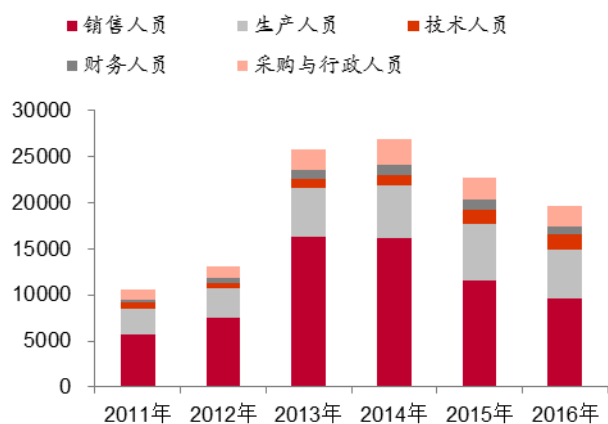
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 2：大北农饲料产品分类

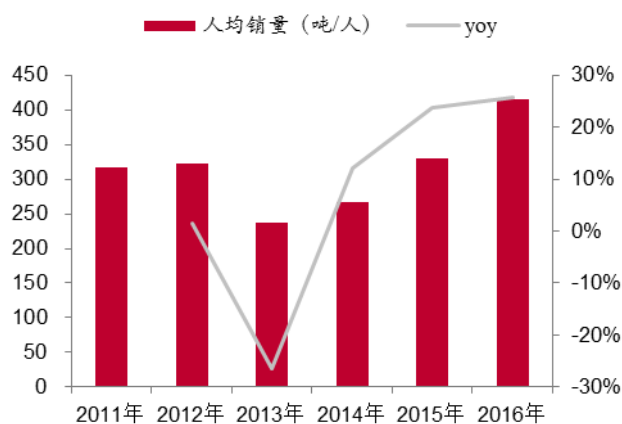


来源：公司公告，中泰证券研究所

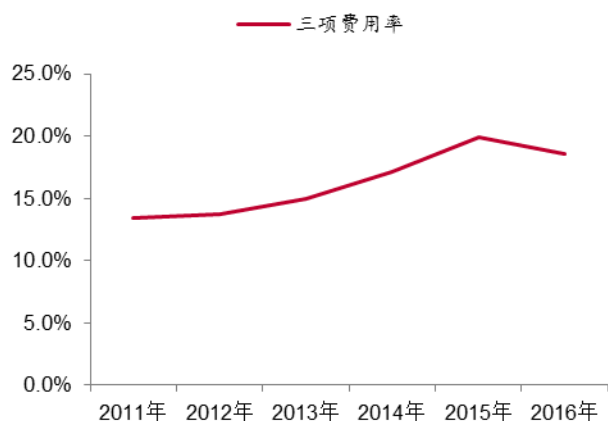
- 在 2014-15 年养殖行业发生巨大变化后，公司开始推动在饲料业务上的转型，通过“优化转型中间商，直接服务种养殖户”的模式，重点服务中高端养殖户，将市场推广人员逐步转变成为技术服务人员，将简单的饲料销售转变成一体化全面服务，当年年底猪场用户占总销量的比重超过 35%。同时，公司开始注重精细化管理和降费提效，缩减低效率的销售人员队伍，提升人均效益。2016 年，市场驻场服务模式效果逐步显现，直销比例提升到 40%，个别地区直销占比达到 60-70%，饲料销量恢复增长，人均销量提高 85 吨（注：人均销量=总销量/销售人员数量）。

**图表 3: 大北农员工结构变化 (人)**


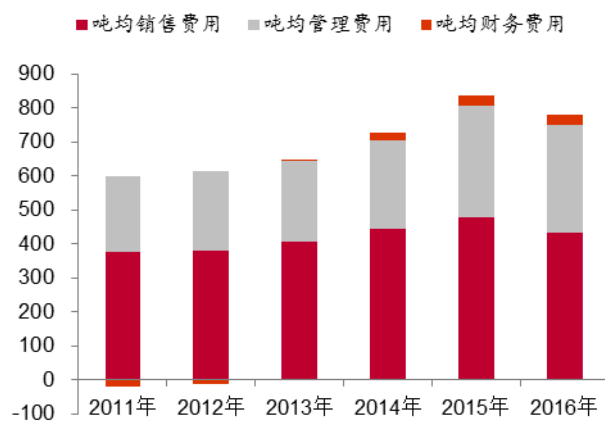
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**图表 4: 大北农销售人员人均销量变化**


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**图表 5: 大北农三项费用率变化**


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**图表 6: 大北农吨均销售费用变化**


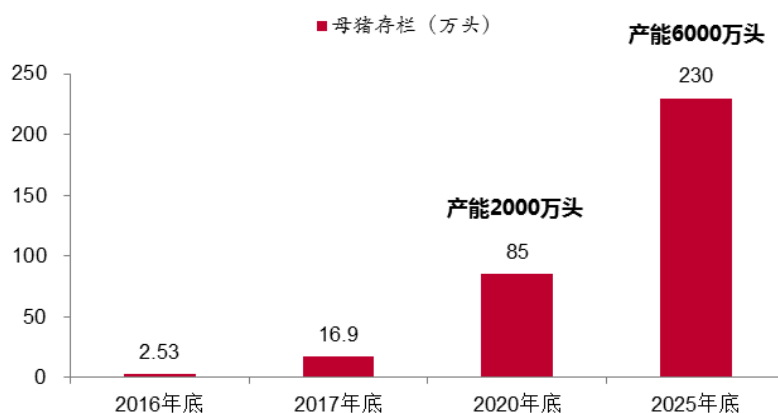
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 回顾公司在饲料业务上发展的道路, 在经历行业变革后, 公司进行了相应的战略调整, 一改过去“快刀前进”式的打法, 重点在优势产品、管理短板上下功夫。从 2017 年一季度的销量增长情况看, 公司的客户结构和销售模式调整开始展示出效果, 猪料增速恢复到 20% 以上, 人均效益也继续提高。
- 另外, 公司的水产饲料板块是独立事业部运营, 在 2015 年快速发展起来, 但过去战略不清导致 2016 年投入产出下滑, 毛利率受损。今年, 公司水产料重新定位, 借用猪料的成功销售模式, 产品定位于高端、特种饲料产品, 客户定位于一定规模养殖户, 同时受益水产养殖景气转好, 一季度展示出强劲恢复势头, 销量增速达 90%, 盈利恢复, 预计全年将扭亏为盈, 有望实现 3000-5000 万利润。
- 饲料板块一直是公司主要利润来源, 2016 年贡献 10 亿多利润总额 (不考虑总部费用)。未来三年, 公司在饲料板块打算进一步提高直销比例 (短期目标 60%), 进一步提高前端料市场占有率 (当前 6-8%, 提高到 20%) 和进一步提高效率 (可控费用再降 10%)。我们预计公司今年饲料板块呈现量利齐增, 猪料销量增速 20% 左右, 贡献利润达到 12.5 亿左右 (包括水产料)。

## 养猪大战略阔步前进，动保业务高增长

- 大北农自 2016 年提出“养猪大创业”战略以来，战略发展推进较快。公司的养猪计划和推广模式与其他公司不同的地方在于：鼓励公司与员工、合作伙伴、有一定规模或资源的养殖企业、养猪合作社一起组建新型的养猪管理服务公司，并依托猪联网统筹猪场管理、集中采购、生猪交易和养猪资金的解决方案，构建基于互联网的“创业型员工+平台+公司+猪场”的新型养猪模式。公司目前正在东北、华北、广东、安徽等成熟区域成立养猪创业平台公司，公司作为第一大股东，并鼓励核心骨干员工筹资入股。如东北公司已经完成第二轮员工入股计划，员工认购非常积极。
- 2016 年公司出栏约 40 万头，贡献利润 7000-8000 万元。截至 2016 年年底，公司控股子公司拥有母猪存栏 2.63 万头，商品猪存栏 20.27 万头。未来几年，公司自有商品猪和放养猪的规模将进一步扩大，将成为新的利润增长点。**2017 年公司拟出栏约 80-100 万头，猪价和成本同降，但公司的养殖板块仍在产能建设阶段，预计贡献利润与去年持平。同时，公司积极通过自建、收购等方式布局养猪业，重点收购优质种猪资源（如正在进行收购的美国华多）。**

**图表 7：大北农养猪战略目标**



来源：公司调研，中泰证券研究所

- 动保业务是公司产品中毛利率最高的，近年来增长快速，逐步成为利润增长点。2016 年动保业务收入 37,905 万元，毛利率 65.73%。今年公司收购员工股权后，全面整合南京天邦的资源，收入利润有望大幅增长。

## 种业和农信互联持续转好，减亏贡献增量

- 种业方面，公司水稻种子和玉米种子呈现冰火两重天。水稻种子以金色农华为主体，2016 年水稻种子收入 5.2 亿元，占种子板块的近八成。其中，C 两优华占贡献 1/3 的收入，同比增长超过 60%，表现势头强劲。去年水稻种子整体贡献利润 1.5 亿元，同比增长 20%，从今年一季度情

况看，水稻种子收入增长 10%，其中华占系列增长 40%，预计全年仍可以保持 20% 以上的增速。玉米种子受行业影响，整体库存偏高，需求减弱，造成经营亏损。临储取消后，农民在玉米种植收益下滑后在选种上更加随意，高端高价种子反而不受欢迎，今年一季度玉米种子销售仍呈现同比下滑，但下滑幅度已经大幅缩小。

- 此外，公司去年在销售模式上推广种植服务中心，新增员工 200-300 人，试运行后发现暂时收益不佳，今年预计停止这部分人员开支，可帮助减少费用 3000-4000 万元。结合水稻种子的收入增长，预计全年种子板块可贡献业绩增量约 4000-5000 万元。
- 大北农在“农业+互联网”模式的探索上是农业板块走在前列的领航军，公司于 2015 年初组建了北京农信互联科技有限公司，开始了从服务公司内部向服务整个行业的转型历程。目前，公司在产品上集中精力做大做实以猪联网为核心的养猪生态链，并全力推进猪联网 3.0 平台的升级完善。以猪场为圆心，以生猪活体电商为重点，跟随养猪户逐步跨界，向仔猪、种猪、冻精、饲料、动保、猪场设备及易耗品等在线交易业务延伸。同时，为提高平台价值与粘性，公司在平台上提供小额贷款、养猪保险、理财、大数据等增值服务。公司以猪联网为样板，逐步探索并向田联网、渔联网、蛋联网方向拓展，打造专业领域的入口级产品，构建智慧大北农的商业生态圈。
- 公司的农信互联业务属于战略性业务，最新交易额近 500 亿，去年生猪交易量达到 2000 万头。目前，公司在生猪领域布局的饲料业务、生猪养殖和互联网业务各自发展，未来将形成一个互为协同的关系，将线下闭环的“公司+农户”利用社会化的资金和信息体系实现成“公司+门户”的大闭环。过去两年农信互联业务处在发展建设初期，去年亏损约 7000 万元，目前人员组织基本构建完成，今年有望大幅减亏，接近盈亏平衡。

图表 8：智慧大北农生态圈示意图



来源：中泰证券研究所

## 盈利预测：经营情况全面改善，龙头有望再度崛起

- 大北农作为饲料板块中猪料龙头之一，在打造农业高科技企业的道路上走过一些弯路。公司及时根据行业变化做出了调整，目前来看，调整基本到位，主营饲料业务重回增长通道，且其他业务板块也相继转好。2017年是公司“服务大升级、养殖大创业、效益大提升”的一年，公司各项业务板块结构逐步清晰，养殖、种植、互联网全方位协同发展，经营情况全面改善。
- 大北农在农业公司中以行动力强、创业氛围浓为文化特点，拥有一群活力高、水平高的领导层。公司作为农业龙头之一，以农业科技技术为核心优势，全产业链发展，有望再度崛起。因去年四季度饲料销量恢复情况不佳，公司股价走势偏弱，估值持续下滑。近来，公司控股股东、董事长等高管在二级市场多次增持公司股票（计划使用自筹资金于5月12日-11月11日期间增持不低于2000万股），表现出对公司未来两三年重回高增长通道发展的充足信心。

**图表 9：2017 年 5 月以来公司控股股东、董事、高管等增持情况**

增持人	增持方式	增持日期	增持均价 (元)	增持股数 (股)	增持比例 (%)
邵根伙	竞价交易	2017年5月26日	6.199	1,772,000	0.043
邵根伙	竞价交易	2017年5月25日	6.120	2,046,334	0.050
邵根伙	竞价交易	2017年5月24日	6.087	389,200	0.009
邵根伙	竞价交易	2017年5月23日	6.018	2,593,800	0.063
邵根伙	竞价交易	2017年5月22日	5.874	2,004,500	0.049
邵根伙	竞价交易	2017年5月18日	5.897	3,283,000	0.080
周业军	竞价交易	2017年5月18日	5.837	300,000	0.007
陈忠恒	竞价交易	2017年5月18日	5.873	170,000	0.004
张立忠	竞价交易	2017年5月17日	5.950	270,000	0.007

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 随着生猪存栏的逐步回升，公司饲料业务有望保持增长，同时公司继续提升对规模猪场的服务力度，饲料、疫苗业务皆有望进一步增加销量。另一方面，各业务板块运营费用仍有同比下滑的空间，整体经营效益和盈利能力都在增强。公司经过过去两年的调整，养殖生态圈已经构建完成，在互联网平台的联合下，各类业务板块盈利爆发点都值得期待，且种业也有望走出周期低谷。预计 2017-18 年净利润为 12.4 亿、15.3 亿，同比增长 40.3%、23.2%，对应当前股价 20 倍、16 倍，估值水平处于历史地位，安全边际足，维持“买入”评级。

## 风险提示

- 原料价格波动剧烈；养猪战略进展低于预期；互联网平台建设成效低于预期。

图表 10: 大北农三张报表预测

损益表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	18,445	16,098	16,841	21,674	27,060	31,471
增长率	10.71%	-12.7%	4.6%	28.7%	24.8%	16.3%
营业成本	-14,391	-12,188	-12,660	-17,083	-21,548	-25,168
% 销售收入	78.0%	75.7%	75.1%	78.8%	79.6%	80.0%
毛利	4,054	3,910	4,191	4,591	5,512	6,303
% 销售收入	22.0%	24.3%	24.9%	21.2%	20.4%	20.0%
营业税金及附加	-3	-3	-32	-7	-9	-9
% 销售收入	0.0%	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
营业费用	-1,914	-1,819	-1,735	-1,951	-2,273	-2,518
% 销售收入	10.4%	11.3%	10.3%	9.0%	8.4%	8.0%
管理费用	-1,117	-1,260	-1,270	-1,279	-1,515	-1,668
% 销售收入	6.1%	7.8%	7.5%	5.9%	5.6%	5.3%
息税前利润 (EBIT)	1,019	828	1,154	1,355	1,715	2,108
% 销售收入	5.5%	5.1%	6.9%	6.3%	6.3%	6.7%
财务费用	-95	-120	-119	39	59	64
% 销售收入	0.5%	0.7%	0.7%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
资产减值损失	-26	-59	-91	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	14	125	85	85	60	50
% 税前利润	1.5%	14.5%	7.6%	5.6%	3.2%	2.2%
营业利润	912	775	1,030	1,479	1,834	2,222
营业利润率	4.9%	4.8%	6.1%	6.8%	6.8%	7.1%
营业外收支	60	90	88	50	50	50
税前利润	972	865	1,118	1,529	1,884	2,272
利润率	5.3%	5.4%	6.6%	7.1%	7.0%	7.2%
所得税	-160	-157	-182	-268	-330	-398
所得税率	16.5%	18.1%	16.3%	17.5%	17.5%	17.5%
净利润	811	708	936	1,261	1,555	1,874
少数股东损益	15	3	53	23	28	34
归属于母公司的净利润	796	706	883	1,239	1,526	1,840
净利率	4.3%	4.4%	5.2%	5.7%	5.6%	5.8%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	811	708	936	1,261	1,555	1,874
少数股东损益	0	0	0	23	28	34
非现金支出	322	461	528	474	528	592
非经营收益	61	-9	23	-125	-110	-100
营运资金变动	-346	140	-844	848	-106	-84
经营活动现金净流	847	1,299	642	2,482	1,895	2,316
资本开支	983	1,145	887	-1	704	766
投资	3	-366	-931	0	0	0
其他	-46	-2,153	701	85	60	50
投资活动现金净流	-1,025	-3,664	-1,117	86	-644	-716
股权募资	250	2,230	64	0	0	0
债权募资	629	-464	92	-651	0	0
其他	353	3	147	-11	-410	-820
筹资活动现金净流	1,232	1,769	302	-661	-410	-820
现金净流量	1,054	-595	-172	1,907	841	780

资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	2,614	2,120	2,002	3,886	4,699	5,444
应收款项	739	994	1,300	408	509	592
存货	1,917	1,663	2,046	2,808	3,542	4,137
其他流动资产	455	2,658	2,313	2,441	2,535	2,611
流动资产	5,726	7,436	7,662	9,543	11,285	12,784
% 总资产	54.3%	53.7%	50.2%	57.1%	60.4%	62.6%
长期投资	73	234	964	964	964	964
固定资产	3,223	3,848	4,231	4,432	4,679	4,961
% 总资产	30.6%	27.8%	27.7%	26.5%	25.0%	24.3%
无形资产	1,021	1,991	2,099	1,472	1,451	1,394
非流动资产	4,825	6,414	7,596	7,171	7,398	7,622
% 总资产	45.7%	46.3%	49.8%	42.9%	39.6%	37.4%
资产总计	10,551	13,849	15,258	16,714	18,682	20,406
短期借款	879	561	672	21	21	21
应付款项	1,577	1,834	1,901	2,489	3,121	3,636
其他流动负债	1,158	1,531	2,022	2,690	3,291	4,266
流动负债	3,614	3,926	4,595	5,200	6,433	7,923
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	640	664	635	635	635	635
负债	4,254	4,590	5,230	5,835	7,068	8,558
普通股股东权益	5,885	8,619	9,251	10,079	10,785	10,985
少数股东权益	411	640	777	800	829	863
负债股东权益合计	10,551	13,849	15,258	16,714	18,682	20,406

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益 (元)	0.478	0.258	0.215	0.302	0.372	0.449
每股净资产 (元)	3.535	3.153	2.256	2.458	2.630	2.679
每股经营现金净流 (元)	0.509	0.475	0.157	0.600	0.455	0.556
每股股利 (元)	0.000	0.250	0.060	0.100	0.200	0.400
回报率						
净资产收益率	13.52%	8.19%	9.54%	12.29%	14.15%	16.75%
总资产收益率	7.54%	5.09%	5.78%	7.41%	8.17%	9.02%
投入资本收益率	17.01%	8.48%	11.71%	17.01%	21.79%	29.06%
增长率						
营业总收入增长率	10.71%	-12.72%	4.61%	28.70%	24.85%	16.30%
EBIT增长率	5.91%	-18.79%	39.43%	17.41%	26.59%	22.86%
净利润增长率	3.45%	-11.33%	25.11%	40.31%	23.24%	20.56%
总资产增长率	28.57%	31.26%	10.17%	9.54%	11.77%	9.23%
资产管理能力						
应收账款周转天数	9.6	16.6	21.0	3.5	3.5	3.5
存货周转天数	48.9	53.6	53.5	60.0	60.0	60.0
应付账款周转天数	20.1	24.5	25.4	23.0	23.0	23.0
固定资产周转天数	49.0	73.8	79.0	63.7	52.7	47.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-19.63%	-11.45%	-8.28%	-30.93%	-35.98%	-41.56%
EBIT利息保障倍数	10.7	6.9	9.7	-34.8	-29.1	-32.8
资产负债率	40.32%	33.14%	34.28%	34.91%	37.83%	41.94%

来源: 中泰证券研究所



**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的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。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。