

神农基因 (300189) \ 农林牧渔

——模式变革，打造农业供应链服务商

投资建议: **强烈推荐**
 首次覆盖

当前价格: 5.86元

目标价格: 10元

投资要点:

➤ **打造一站式供应链管理服务商，拓展公司成长空间。**

公司依托其H优518和兆优5431优良品种，以及在下游与中储粮和加工厂签订购销协议的优势，切入农业供应链的“一站式”服务，针对种粮大户生产具有规模化、集约化、现代化的特点，为其提供土地流转、农资采购、技术服务、农产品销售，涵盖水稻生产产前、产中、产后的金融、产品、技术、信息等全方面的服务，为他们提高种粮效益和风险控制能力。

目前，公司已经签约320万亩，落地的种植面积达到30-50万亩左右，其中丰城市的项目落地15万亩（播种面积27万亩），公司将在16年的3月份进行“一站式”项目的推介会，以加快公司“一站式”项目的拓展，我们预期2016年公司“一站式”落地面积将达到200万亩以上，到2020年能够实现公司预定的1000万亩的服务目标。

➤ **公司目前所进行的第三代育种技术研发和“一站式”项目的推进相辅相成、相互促进。**

摘要内容一方面，公司一站式项目的推广的核心壁垒在于优质种子产品，公司目前主要依靠H优518和兆优5431两个品种，但是公司在传统育种方面并不具备竞争优势，较难抵御隆平高科这样的竞争者，一旦SPT研发成功，将大大增强公司新品种的研发能力，从而为公司“一站式”项目的推广提供基础。

另一方面，公司“一站式”项目的推广能够将大量的优质种植大户纳入到公司的服务体系之内，从而能够为公司种子的销售提供可靠的市场，此外，由于公司销售给体系内的农户并没有经过传统的经销途径，从而公司可以获得更高的种子销售利润。

➤ **风险提示**

1、公司“一站式”项目推广进度不及预期，2、公司SPT技术研发不及预期。

基本数据

| | |
|----------------|-------------|
| 总股本/流通股本 (百万股) | 1,024/1,024 |
| 流通A股市值 (百万元) | 6021 |
| 每股净资产 (元) | 3.04 |
| 资产负债率 (%) | 15.24 |
| 一年内最高/最低 (元) | 11.42/2.76 |

一年内股价相对走势



王承 分析师
 执业证书编号: S0590513090004
 电话: 0510-85601621
 邮箱: wangc@glsc.com.cn

魏振亚 联系人
 电话: 0510-85630532
 邮箱: weizy@glsc.com.cn

相关报告

| 财务数据和估值 | 2013A | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
|--------------|---------|----------|---------|--------|---------|
| 营业收入 (百万元) | 454.37 | 355.66 | 366.22 | 445.35 | 531.30 |
| 增长率 (%) | 5.29% | -21.72% | 2.97% | 21.61% | 19.30% |
| EBITDA (百万元) | 45.17 | -88.08 | 33.89 | 77.25 | 114.32 |
| 净利润 (百万元) | 38.42 | -88.48 | 0.64 | 38.38 | 78.14 |
| 增长率 (%) | -35.50% | -330.31% | 100.73% | 5867% | 103.61% |
| EPS (元/股) | 0.038 | -0.086 | 0.001 | 0.037 | 0.076 |
| 市盈率 (P/E) | 156.20 | -67.82 | 9330.26 | 156.36 | 76.79 |
| 市净率 (P/B) | 4.46 | 4.82 | 3.23 | 3.16 | 3.04 |
| EV/EBITDA | 37.19 | -28.85 | 180.23 | 79.93 | 54.02 |

数据来源: 公司公告, 国联证券研究所

1、模式变革，打造“一站式”农业供应链综合服务商，打开公司未来发展空间

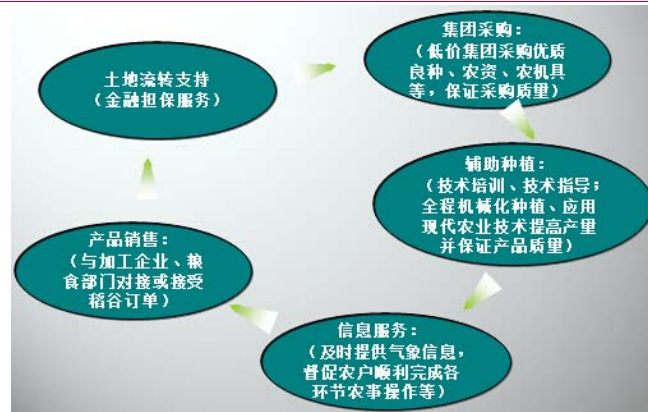
农业供应链管理是用成熟的工业供应链管理方式用于现代农业，主要服务于家庭农场和农业专业合作社等种粮大户，针对种粮大户生产具有规模化、集约化、现代化的特点，为其提供土地流转、农资采购、技术服务、农产品销售，涵盖水稻生产产前、产中、产后的金融、产品、技术、信息等全方面的服务，为他们提高种粮效益和风险控制能力。

图表 1: 传统的工业供应链与农业供应链对比



来源：国联证券研究所

图表 2: “一站式”提供的服务模式



来源：国联证券研究所

公司进行“一站式”供应链打造的支撑点主要有二：

一是依托公司现有的优良品种 H 优 518 和兆优 5431。H 优 518 是长江中下游地区唯一适合大规模机械化种植的晚稻品种，为公司服务规模化的种植户提供了基础。兆优 5431 米质达到国家二级，单产也高达 500 公斤（部分地区可达 600 公斤），有效克服了杂交水稻增产降质的问题，受到稻谷加工企业和终端消费者的欢迎，超市大米价格卖到 4 元一斤，优质的品种能够有效解决公司所服务农务的产品销售问题，从而有利于公司“一站式”项目的推广。

二是公司依托优良产品与下游的加工厂和中储粮等达成了产品销售订单，有效保障了公司“一站式”农户产品的销售。公司不仅与中储粮签订了稻谷收购协议，而且与稻谷加工厂签订了收购协议，以订单为驱动来组织上游农户的农资采购、生产等活动，不仅能够有效的保障农户的收益，而且能够降低公司的经营风险。

我们认为，目前，我国农业处于由传统的家庭联产承包责任制下的分散经营向适度规模经营转变，农业生产的专业化和社会化日趋增强，新兴的以合作社和种植大户为代表的农业规模经营主体需要专业化的农业服务机构为其提供市场、技术、信息、金融等一体化的服务。公司“一站式”项目的开展即迎合了这一趋势：

- 1、通过规模化、机械化种植、应用现代农业技术可以加速土地流转、扩大种植规模、提高产量并保证产品质量。
- 2、特色农业订单驱动，选择高利润率；产品定向生产，可以有效降低农户盲目

种植和市场销售的风险。

3、通过集中采购种植所需生产资料，可以提高对供应商的议价能力，降低采购成本，保证采购质量。

4、引入银行、投资公司的金融服务可以解决农户生产资金不足和扩大生产需要资金投入的问题。

公司的“一站式”项目具有明显的经济效益，从而为服务的农户带来增收和降低成本：一是可以通过机械化服务降低生产成本；二是通过集团采购降低农户在农药、化肥、种子、机械等方面的农资采购成本；三是通过公司优质农资的投入和技术指导提升单位产量从而增加农民收入。

图表 3: 公司“一站式”服务经济效益显著

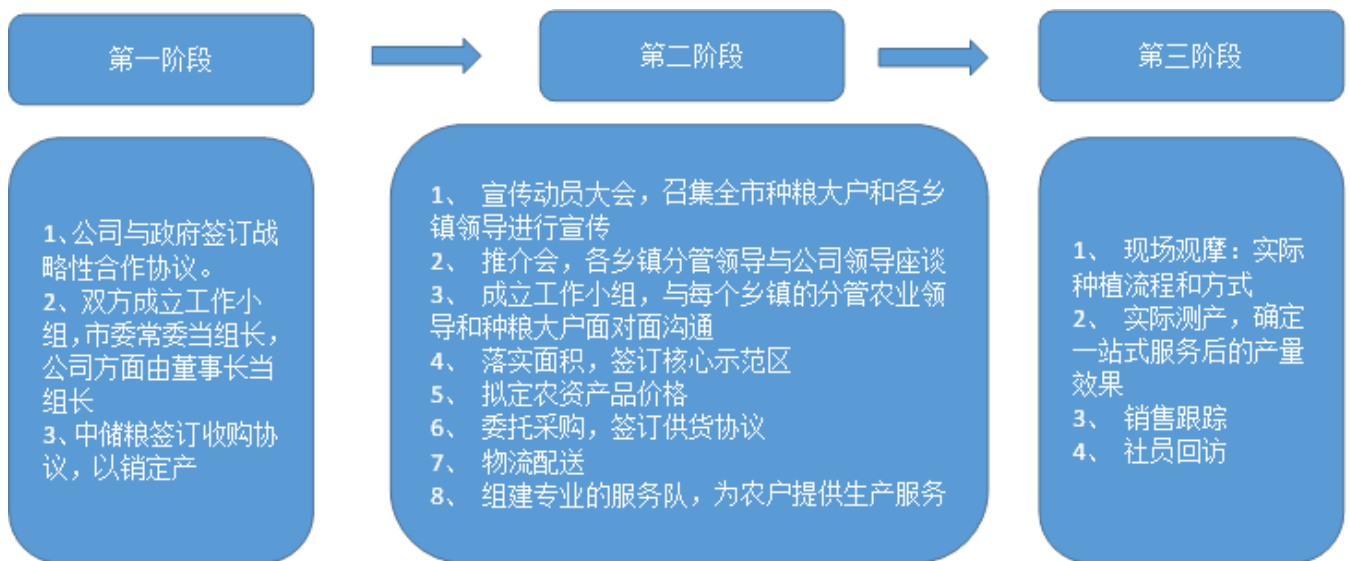
| | 早稻 | 中稻 | 晚稻 |
|---------------|------------|---------------------------------|-----------------------------|
| 种子、化肥、农药降本 | 75 元 | 65 元 | 38 元 |
| 耕田、插秧、打药、收割降本 | 110 元 | -10 元 | 110 元 |
| 亩产增收 | 25 公斤/67 元 | 100 公斤/350 元（含收购价格高于市场价增收 60 元） | 50 公斤/203 元（含秧田节约土地增收 65 元） |
| 合计 | 252 元 | 405 元 | 351 元 |

资料：国联证券研究所

根据测算，通过公司的服务，种植同一品种早稻可提升经济效益 252 元，种植公司种到品种兆优 5431 并利用公司的一站式服务与种植黄华占相比可增收 405 元，而种植公司的 H518 晚稻并利用公司的一站式服务可增收 351 元。若按种植一季早稻加一季晚稻来算，每年亩可增收 603 元，若种植一季种到则每年亩可增收 405 元，增收效果十分显著。

在具体推广方面，公司是以县级政府为单位开展“一站式”的推广，公司首先与县级政府签订合作协议，然后分别成立工作小组进行工作的开展，我们以丰城市农业一站式项目为代表进行考察，其具体操作分为三个阶段：

图表 4: 公司“一站式”项目的具体运作流程



来源：国联证券研究所

公司从 2012 年开始进行“一站式”项目的试点和探索，在 2012-2013 年与多县市农业局和种粮大户进行机插试验的基础上，2014 年公司在江西省丰城市进行一站式农业供应链管理全过程探索工作，取得了可喜的效果，探索出了一套完整实用的、可操作的实施方案，总结出了早、中、晚稻机插栽培技术措施。

2015 年公司在江西省的丰城、樟树、奉新、高安、上高、宜丰、万载等 7 县市和湖南省永州市的 11 个县市区的双季稻区实施一站式服务工作。同时在湖南溆浦、靖州、湖北黄梅等县实施油-稻区一站式农业供应链管理模式的示范，均取得成功。

除了线下的推广，公司在北京也成立了分公司，搭建线上平台，将电子商务、信息发布、物联网等农业信息化服务集成为一体，为公司服务的规模化农户提供线上服务，实现线上和线下服务的打通，协同发展。

我们认为，能够为农户提供切实的经济效益是公司“一站式”项目推广和获得收入的核心：

短期来看，公司的收入主要来自于服务费和集团采购的返点收入。服务费是指公司给农户提供机械作业服务、烘干服务等获取的收入，其中丰城市一站式项目中机械插秧每亩可获得 120 元收入（农户 80 元+政府补贴 40 元），可获利 40 元，公司 2016 年计划投资 5000 万元建造烘干中心，可实现每吨 220 元（农户 200 元+政府补贴 20 元）的烘干服务收入，每吨可获利 110 元左右，但是对于公司不自建烘干中心和机械服务队的地区此项收入极少。集团采购返点收入，主要是由公司依托服务客户的规模优势与化肥、农药等农资公司进行谈判，以县级经销商的价格给予农户，同时从中获取 10%左右的返点，早稻、中稻和晚稻亩均化肥农药费用均在 200 元左右，从而每亩播种面积可获取收入 20 元。

中期来看，随着公司服务农户规模的扩大，公司可以通过供应链金融获取收入。公司“一站式”将打通整条农业生产和流通的供应链，在下游能够获得到中储粮和加工厂的订单，通过订单指导公司服务农户的农业生产并进行相应的农资集团采购，生产出来的产品由公司进行组织销售给下游合作的加工厂或中储粮，从而形成整条供应

链的闭环。在这一过程中，农户购买农资和机械等服务以及进行的农产品销售将产生巨额现金流，每亩种植面积可达到 2000 元（农资采购）以上，按照 1000 万亩计算则可达到 200 亿元以上。公司可以为农户和下游的加工厂商提供垫资、贷款、理财等金融服务，获取息差收益，假设可实现现金流中 1% 的收益，即可实现 2 亿元的收入。

长期来看，公司可以布局农村电商和农业大数据，衍生出诸多业务收入。通过公司线下“一站式”服务农户规模的不断扩张以及线上交易、信息、金融等服务体系的构建，公司可以从未农户的生产端服务衍生到生活端服务，为农户进行生活物资的集团采购。在生产端和生活端积累的大量数据可以为衍生出其他的增值业务收入，比如发展精准农业，为农药、化肥和种子等公司的产品研发提供依据等。

目前，公司已经签约 320 万亩，落地的种植面积达到 30-50 万亩左右，其中丰城市的项目落地 15 万亩（播种面积 27 万亩），公司将在 16 年的 3 月份进行“一站式”项目的推介会，以加快公司“一站式”项目的拓展，我们预期 2016 年公司“一站式”落地面积将达到 200 万亩以上，到 2020 年能够实现公司预定的 1000 万亩的服务目标。

预期，2016 年公司可实现落地面积 160 万亩，每亩的服务费和集团采购返点收入可达 40 元以上，从而增加“一站式”服务和集团采购饭店营收 6400 万以上。此外，一站式项目的推广还可以增厚公司种子产品的销售和利润提升，以公司主打品种 H518 为例，在“一站式”项目体系内的售价约 21-22 元左右，较给经销商的价格高 5 元左右，不仅能够提升公司种子的销量，而且还大大提升了公司的利润。

我们认为公司目前所进行的 SPT 研发和“一站式”项目的推进是相辅相成、相互促进的：

一方面，公司一站式项目的推广的核心壁垒在于优质种子产品，公司目前主要依靠 H 优 518 和兆优 5431 两个品种，但是公司在传统育种方面并不具备竞争优势，较难抵御隆平高科这样的竞争者，一旦 SPT 研发成功，将大大增强公司新品种的研发能力，从而为公司“一站式”项目的推广提供基础。

另一方面，公司“一站式”项目的推广能够将大量的优质种植大户纳入到公司的服务体系之内，从而能够为公司种子的销售提供可靠的市场，此外，由于公司销售给体系内的农户并没有经过传统的经销途径，从而公司可以获得更高的种子销售利润。

2、盈利预测

我们预期，2016 年公司“一站式”落地 160 万亩，2020 年落地 1000 万亩，考虑到公司的一站式项目主要是在两湖和江西地区推进，该地区虽然是双季稻区，但农户长期有种单季稻的习惯，单季稻种植面积反而高于双季稻面积，因而我们假设双季稻占比达到 40%，单季稻占比 60%，在收入方面：

- 1、集团采购返点：公司赚取化肥、农药采购量的 10% 的返点，根据我们的数据，种植一季早稻、中稻和晚稻所需农药化肥费用约 203 元、226 元

和 194 元，则双季稻区一年一亩的农药化肥费用约 397 元，公司可获得收入 39.7 元，一季中稻单季稻区一年一亩的农药化肥费用约 226 元，公司可获得收入 22.6 元，按照 6:4 的单双季稻占比，公司一年一亩地可获农药化肥采购返点收入 38.5 元。

- 2、**金融收益:**每一季产生的现金流量约 2000 元,按照 6:4 的单双季稻占比,平均一亩地一年的现金流量为 2800 元,其中销售的稻谷现金流约为 2000 元,其他生产资料和服务购买费用约 800 元。公司一方面可以通过将这笔现金流投资到货币基金获得收益,另一方面可以通过为农户和加工企业提供垫资和贷款获得利差收益,由于项目初始,此块变现能力较弱,我们假设 2016-2017 年可以获得的收益率分别为 0 和 0.25%,则每亩可获得收入 0 元和 7 元。
- 3、**公司种子收入:**体系内单季稻区主要使用公司的兆优 5431 这一品种,每亩用种费用 126 元,晚稻主要使用公司 H 优 518,每亩用种费用 108 元。由于兆优是公司的新推品种,目前仅仅通过了一省的审定,16 年难以大幅放量,我们假设 16 年-17 年公司体系内兆优的推广面积分别为 30 万亩和 60 万亩,且全部用于体系内的农户。H 优势公司的成熟品种,假设体系内农户 60%采用了 H 优 518。

图表 5: 公司未来营收预测 (万)

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|----------------|--------------|--------------|-------|-------|-------|
| 推广面积 (万亩) | 160 | 250 | 450 | 700 | 1000 |
| 集团采购收入 | 6160 | 9625 | 17325 | 26950 | 38500 |
| 金融收入 | 0 | 1750 | 9450 | 19600 | 28000 |
| 毛利率 | 60% | 60% | | | |
| 毛利 | 3696 | 5775 | | | |
| 体系内种子收入 | | | | | |
| 兆优 5431 | 3780 | 7560 | | | |
| H 优 518 | 4070 | 6360 | | | |
| 其他种子收入 | 30525 | 29585 | | | |
| 种子收入合计 | 38375 | 43505 | | | |
| 种子毛利率 | 27.13% | 29.61% | | | |
| 种子毛利 | 10412 | 12881 | | | |
| 收入合计 | 44535 | 53130 | | | |
| 毛利合计 | 14108 | 18656 | | | |

来源: 国联证券研究所

给予推荐评级: 我们预期公司 2015-2017 年的收入分别达到 3.66 亿元、4.45 亿元和 5.31 亿元,实现每股收益 0 元、0.04 和 0.08 元。我们认为公司最坏的时候已经过去,未来成长较为确定,给予推荐评级。

风险提示: 1、公司“一站式”项目推广进度不及预期, 2、公司 SPT 技术研发不及预期。

图表 6: 财务预测摘要

| 资产负债表 | | | | | | 利润表 | | | | | |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|------------------|---------------|----------------|---------------|---------------|---------------|
| 单位:百万元 | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E | 单位:百万元 | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
| 货币资金 | 395.10 | 248.48 | 373.82 | 308.49 | 506.12 | 营业收入 | 454.37 | 355.66 | 366.22 | 445.35 | 531.30 |
| 应收账款+票据 | 113.22 | 81.37 | 92.38 | 118.91 | 133.16 | 营业成本 | 322.96 | 296.25 | 272.05 | 304.27 | 344.74 |
| 预付账款 | 70.12 | 48.54 | 77.89 | 63.52 | 96.69 | 营业税金及附加 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 存货 | 414.97 | 370.14 | 223.09 | 440.40 | 311.34 | 营业费用 | 57.13 | 65.86 | 58.15 | 62.64 | 69.13 |
| 其他 | 0.09 | 0.39 | 0.39 | 0.39 | 0.39 | 管理费用 | 56.42 | 72.22 | 55.68 | 62.74 | 68.66 |
| 流动资产合计 | 993.50 | 748.91 | 767.56 | 931.69 | 1047.7 | 财务费用 | -16.14 | -6.09 | -7.18 | -5.25 | -11.84 |
| 长期股权投资 | 42.14 | 62.30 | 62.30 | 62.30 | 62.30 | 资产减值损失 | 1.14 | 41.20 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产 | 166.41 | 293.13 | 390.28 | 359.22 | 328.15 | 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 在建工程 | 184.96 | 128.21 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资净收益 | 0.06 | 0.16 | 10.00 | 18.00 | 22.00 |
| 无形资产 | 233.60 | 216.37 | 222.42 | 216.82 | 211.22 | 其他 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非流动资产 | 56.94 | 60.81 | 45.45 | 41.74 | 38.03 | 营业利润 | 32.91 | -113.63 | -2.48 | 38.95 | 82.61 |
| 非流动资产合计 | 684.05 | 760.82 | 720.45 | 680.08 | 639.71 | 营业外净收益 | 5.48 | -1.64 | 3.18 | 3.18 | 3.18 |
| 资产总计 | 1677.5 | 1509.7 | 1488.0 | 1611.7 | 1687.4 | 利润总额 | 38.39 | -115.27 | 0.71 | 42.14 | 85.79 |
| 短期借款 | 60.00 | 50.00 | 62.00 | 80.00 | 101.00 | 所得税 | 3.33 | 0.69 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付账款+票据 | 46.20 | 42.53 | 22.03 | 50.17 | 31.63 | 净利润 | 35.07 | -115.95 | 0.71 | 42.14 | 85.79 |
| 其他 | 57.82 | 68.02 | 50.91 | 83.21 | 67.41 | 少数股东损益 | -3.35 | -27.48 | 0.06 | 3.76 | 7.65 |
| 流动负债合计 | 164.01 | 160.55 | 134.94 | 213.38 | 200.04 | 归属于母公司净利润 | 38.42 | -88.48 | 0.64 | 38.38 | 78.14 |
| 长期带息负债 | 0.00 | 2.30 | 2.30 | 2.30 | 2.30 | 主要财务比率 | | | | | |
| 长期应付款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | 2013A | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
| 其他 | 48.47 | 4.41 | 4.41 | 4.41 | 4.41 | 成长能力 | | | | | |
| 非流动负债合计 | 48.47 | 6.71 | 6.71 | 6.71 | 6.71 | 营业收入 | 5.29% | -21.72% | 2.97% | 21.61% | 19.30% |
| 负债合计 | 212.48 | 167.26 | 141.65 | 220.09 | 206.75 | EBIT | -58.74 | -654.57 | 94.68% | 669.45% | 100.51 |
| 少数股东权益 | 119.38 | 98.06 | 98.12 | 101.88 | 109.53 | EBITDA | -33.43 | -295.00 | 138.48 | 127.93% | 47.98% |
| 股本 | 256.00 | 409.60 | 1024.0 | 1024.0 | 1024.0 | 归属于母公司净利润 | -35.50 | -330.31 | 100.73 | 5867.22 | 103.61 |
| 资本公积 | 880.01 | 726.41 | 726.41 | 726.41 | 726.41 | 获利能力 | | | | | |
| 留存收益 | 209.68 | 108.40 | 109.05 | 147.42 | 225.56 | 毛利率 | 28.92 | 16.71% | 25.71% | 31.68% | 35.11% |
| 股东权益合计 | 1465.0 | 1342.4 | 1957.5 | 1999.7 | 2085.5 | 净利率 | 7.72% | -32.60% | 0.19% | 9.46% | 16.15% |
| 负债和股东权益总 | 1677.5 | 1509.7 | 2099.2 | 2219.8 | 2292.2 | ROE | 2.85% | -7.11% | 0.03% | 2.02% | 3.95% |
| | | | | | | ROIC | 1.12% | -7.91% | -0.70% | 1.71% | 3.42% |
| 现金流量表 | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| 单位:百万元 | 2013A | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E | 资产负债率 | 12.67 | 11.08% | 9.52% | 13.66% | 12.25% |
| 净利润 | 35.07 | -115.9 | 0.71 | 42.14 | 85.79 | 流动比率 | 6.06 | 4.66 | 5.69 | 4.37 | 5.24 |
| 折旧摊销 | 23.22 | 33.62 | 40.37 | 40.37 | 40.37 | 速动比率 | 3.53 | 2.36 | 4.03 | 2.30 | 3.68 |
| 财务费用 | 1.24 | 3.64 | -7.18 | -5.25 | -11.84 | 营运能力 | | | | | |
| 存货减少 | -68.65 | 22.91 | 147.05 | -217.3 | 129.06 | 应收账款周转率 | 4.49 | 4.69 | 5.67 | 4.20 | 5.45 |
| 营运资金变动 | 30.95 | 58.53 | -77.97 | 48.28 | -81.77 | 存货周转率 | 0.78 | 0.80 | 1.22 | 0.69 | 1.11 |
| 其它 | -8.28 | 42.49 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 总资产周转率 | 0.27 | 0.24 | 0.25 | 0.28 | 0.31 |
| 经营活动现金流 | 13.55 | 45.24 | 102.97 | -91.77 | 161.61 | 每股指标(元) | | | | | |
| 资本支出 | 300.32 | 85.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 每股收益 | 0.04 | -0.09 | 0.00 | 0.04 | 0.08 |
| 长期投资 | 30.00 | 30.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 每股经营现金流 | 0.01 | 0.04 | 0.10 | -0.09 | 0.16 |
| 其他 | 0.17 | 2.94 | 3.18 | 3.18 | 3.18 | 每股净资产 | 1.31 | 1.22 | 1.82 | 1.85 | 1.93 |
| 投资活动现金流 | -330.1 | -112.0 | 3.18 | 3.18 | 3.18 | 估值比率 | | | | | |
| 债权融资 | 40.00 | -10.00 | 12.00 | 18.00 | 21.00 | 市盈率 | 156.20 | -67.82 | 9330.2 | 156.36 | 76.79 |
| 股权融资 | 3.45 | 8.33 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 市净率 | 4.46 | 4.82 | 3.23 | 3.16 | 3.04 |
| 其他 | -17.18 | -15.93 | 7.18 | 5.25 | 11.84 | EV/EBITDA | 37.19 | -28.85 | 180.23 | 79.93 | 54.02 |
| 筹资活动现金流 | 26.27 | -17.60 | 19.18 | 23.25 | 32.84 | EV/EBIT | 76.54 | -20.88 | -943.16 | 167.42 | 83.51 |
| 现金净增加额 | -290.3 | -84.41 | 125.34 | -65.33 | 197.63 | | | | | | |

数据来源: 公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

| | | |
|------------|------|--------------------------------|
| 股票 投资评级 | 强烈推荐 | 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上 |
| | 推荐 | 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上 |
| | 谨慎推荐 | 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上 |
| | 观望 | 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10% |
| | 卖出 | 股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上 |
| 行业 投资评级 | 优异 | 行业指数在未来 6 个月内强于大盘 |
| | 中性 | 行业指数在未来 6 个月内与大盘持平 |
| | 落后 | 行业指数在未来 6 个月内弱于大盘 |

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。

所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司 研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

北京

国联证券股份有限公司 研究所
北京市海淀区首体南路9号主语国际4号楼12层
电话：010-68790997
传真：010-68790897

深圳

国联证券股份有限公司 研究所
广东省深圳市福田区福华三路卓越世纪中心1号楼2401室
电话：0755-82556064
传真：0755-82556064