

评级: 买入 维持评级

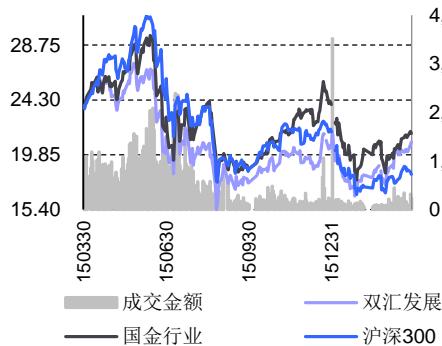
公司点评

市场价格(人民币): 20.89元
 目标价格(人民币): 27.00-27.00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)	1,817.41
总市值(百万元)	68,955.13
年内股价最高最低(元)	27.29/15.40
沪深300指数	3135.41
深证成指	10094.71
人民币(元)	
成交金额(百万元)	



相关报告

- 《美式新品发力,积极转型增盈利-双汇发展公司点评》, 2015.12.23
- 《业绩逐季改善,期待来年加速回暖-双汇发展业绩点评》, 2015.10.30
- 《控成本护盈利,龙头份额持续上升-双汇发展公司研究》, 2015.10.15

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	1.836	1.289	1.366	1.539	1.720
每股净资产(元)	7.05	5.09	5.20	4.94	5.41
每股经营性现金流(元)	2.14	1.75	1.71	2.02	1.83
市盈率(倍)	17.19	15.83	15.29	13.57	12.15
行业优化市盈率(倍)	124.34	167.23	145.25	145.25	145.25
净利润增长率(%)	4.71%	5.34%	5.98%	12.66%	11.72%
净资产收益率(%)	26.06%	25.34%	26.26%	31.17%	31.80%
总股本(百万股)	2,200.58	3,300.87	3,300.87	3,300.87	3,300.87

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 双汇2015年录得总收入近447亿元,同比-2.19%,得益于费用的有效控制,归母扣非净利录得近39.3亿元,同比+4.9%,基本符合预期。向股东每10股派发现金红利12.5元。

经营分析

- 受猪价影响,生鲜销量下滑:2015年双汇共销售生鲜品117万吨,同比-2.41%,Q4预计销售生鲜品35万吨,下降幅度放缓。得益于猪肉价格高涨,生鲜冻品收入贡献244亿元,同比+4.85%。2015年共屠宰生猪1,239万头,同比下降17.46%,上游开工率的降低使得生鲜毛利率下降2.25ppt。我们预计2016年若猪价趋势走稳,会利于公司根据市场情况及时调整自身屠宰量,稳定生鲜收入和毛利。
- 受益于进口原料和产品结构升级,肉制品毛利上升明显:2015年肉制品销售量为158万吨,同比-8.33%,贡献收入226亿元,同比-10.14%。受益于产品结构提升和进口猪肉替代,高、低温肉制品毛利率分别提升5.68ppt/5.26ppt。2016年随着美式高端新品陆续全国重点城市铺货,以及进口猪肉原料的进一步替代,我们预计未来肉制品毛利依然会维持提升的态势。
- 16年看屠宰端毛利回暖和美式新品发力:2015年由于猪价的飙升,使得双汇的屠宰端吨成本上升,2016年猪价若增速或降速趋于平缓,都将有利于双汇积极调整产能利用率,提高毛利率。肉制品端不可否认老品的销量下滑需要积极面对,双汇旨在发展高端、低温、美式产品以适应消费升级的发展,在提高毛利的同时,进一步巩固扩大市场份额,期望引导消费升级的发展。

投资建议

- 我们重申2015年双汇处于“业绩之底,周期之底”,来年由于猪价的周期因素和新品的大力推进,作为龙头企业的双汇业绩持续改善是大概率事件。我们维持“买入”评级,目标价27元,对应16/17年PE20X/18X。

申晟

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

刘枝花

分析师 SAC 执业编号: S1130515060001
 (8621)61038289
 liuzihh@gjzq.com.cn

双汇母公司万洲国际年报投资者电话会议纪要

2015年回顾：万洲国际发挥产业优势，应对不利宏观形势，资本结构持续改善，债务大幅降低，协同效应全面发展，中美贸易大幅增长，SFD落地中国，中美管理进一步融合。2015年万洲生猪出栏1,907万头，+7.9%YoY，生猪屠宰4,833万头，+2.5%YoY，生鲜肉销售387万吨，+2.8%YoY，肉制品销量318万吨，-1.4%YoY。公司实现营业收入212亿美元，-4.7%YoY，EBIT 20.4亿美元，-3.3%YoY，经营利润15.6亿美元，-3.5%YoY，归母净利8.66亿美元，+17.5%YoY，正常化(normalized)调整之后8.66亿美元(不包括生物性资产调整)，-2.9%YoY，EPS 6.06美分。分红2015净利30%分配，总额2.358亿美元，每股0.125港元。

收入方面：肉制品是我们的核心业务，贡献53%，生鲜贡献40%，养殖4.7%，盈利来讲，肉制品占96.3%，生鲜肉14.5%，养殖占3.5%。区域划分，中国占收入33%，美国占60%，欧洲6.5%。经营利润，中国52%，美国44%，欧洲3.2%。中国经营利润由7.73亿上升至8.11亿美元，OPM 9.4%提升到10.3%，肉制品经营利润由6.95亿美元提升至7.82亿美元，OPM 17.2%提升到22%，生鲜肉经营利润由1.47亿美元下降到8千万美元，OPM由3.9%下降到2.1%。美国方面，经营利润由7.48亿美元下降到6.96亿美元，OPM维持在4%，其中肉制品经营利润由4.5亿美元提升至6.68亿，OPM由6.3%提升至9.4%，生鲜肉经营利润由9千万美元提升至1.68亿美元，OPM由1.1%提升至2.4%，生猪养殖经营利润由3.37亿美元下降到1200万美元，主要是用于生猪价格美国同比-32%。我们肉制品在美国和中国的OPM上升明显，是我们由大宗商品供应商向品牌消费品转变的结果。欧洲业务经营利润由9300万美元下降至5000万美元，其中品牌肉制品业务经营利润由3300万美元提升至4900万美元，OPM由4.7%提升至7.7%，生鲜肉由亏损1400万美元到增亏2200万美元，生猪养殖由7100万下降到2400万美元。

公司2015年的现金流：CFO由15.6亿美元到16.04亿美元，资本支出由9.5亿美元下降到6.14亿美元，有息债务从13年74亿美元到14年46.7亿美元到15年39亿美元，杠杆率由13年的2.37X下降到14年的0.77X再到15年的0.58X。2015年中国业务创下历史最好业绩，市场份额盈利稳步提升，开发新品提产品结构。

公司经营利润由2013年的7.62亿到2014年的7.73亿再到2015年的8.11亿，OPM由2013年的9.2%到2014年的9.4%再到2015年的10.3%。核心业务肉制品市场份额，全国商超份额双汇由15H1的36.9%提升至年底的37.7%，肉制品盈利能力持续提升，14H1盈利3.5亿美元，14H2盈利3.4亿美元，15H1 3.6亿美元，15H2 4.19亿美元，单位创利也在提升，14H1每吨427美元，14H2每吨380美元，15H1每吨482美元，15H2每吨505美元。

中国业务加大新品开发，产品结构调整6个方面：1.推出高端美式，2.引进西式产品，3.餐饮定制化，4.休闲食品向餐桌食品转变，5.中式产品工业化生产，6.丰富休闲产品线。2015年郑州竣工，加快肉制品转型升级，投资总额8亿元，正式将SFD引入中国，主要生产美式培根、香肠、火腿三种产品，日产量100吨。我们中国业务采取多种措施降低成本：1.做好低价储备，2.扩大进口原料，3.推进流程改造。

2015年我们的美国、欧洲业务加快从大宗商品供应商向品牌的转变，我们由公司制向事业部转变，增加投入和营销提高占有率，美国业务发挥产业链做好对冲，欧洲品牌肉制品品牌业务也在快速增长。2015年我们美国业务生猪出栏+8.4%，生猪屠宰+12.3%，肉制品销量+7.1%，各个业务板块市占率，生猪出栏占全美出栏量的15%，第一，屠宰量26%，第一，猪肉肉制品零售渠道17.8%，第一。出口的市场份额持续扩大，美国作为全美第一大出口商，占全美32.7%，对中国的出口占97%。

2013-2015年营销投入增加4650万美元，肉制品盈利3.7亿美元至6.4亿美元。2015年生猪价格同比下跌(美国)，我们积极对冲以抵御价格的风险。最近5年，SFD通过对冲，幅度低于美国振幅，2015年美国生猪养殖行业每头亏损12.2美元，SFD每头盈利0.8美元。

Q:SFD 整合到什么位置，未来整合重点？

A: 我们做了大量的工作，一是我们发挥协和效应，二是管理机制的融合，基本体现成效。美国我们做了几件事，一是大宗产品向深加工转化，下一步美国产业发展，我们可能限制养殖的发展，肉制品加工我们会促进他们的发展。二是美国是并购发展起来，下面有 150 多家公司，实行公司制，所以旗下公司竞争比较激烈，管理成本比较高，所以我们把他们从公司制向事业部转变，现在已经改造成 4 个事业部，养殖事业部、屠宰事业部、肉制品事业部和国际事业部，而且见成效，费用开始降低。三是扩大出口，发挥中美的协同效应，改善现有管理，现在我们要降低其成本，提高管理效用。

Q:中国 14.15 年压力比较大，16 年的消费市场增长目标和措施？

A: 中国经济在调整，冲击也比较大，我们必须面对。就肉制品市场而言，肉和肉制品是刚需，我们还是坚持调结构、扩通路、促转型、上规模，核心是调结构（手段）和上规模（目的），双轨运行。我们看好中国的消费增长，竞争形势现在对我们非常有利，我们是最大的品牌，竞争优势明显。截止到 3 月底，我们在全国 50 个重点城市，3000 个城市都将能看到我们的美式产品，其次我们会推广到大城市的便利店渠道，第三我们会启动快餐公司和配餐公司进入餐饮渠道。这是我们的地推计划，还有我们的专柜、专工，专门推销美式产品，我们在央视的广告大家应该已经见到了，还有在高铁上，网络上，户外上我们的广告会陆续推出，我们有信心推成功。我们产能达到一定阶段后，我们会在沈阳、上海、广东、北京、西安会继续建 SFD 工厂。我们会通过推新品、低温，中高端西式产品、继续提高产品结构，迎合消费升级的需要。

Q:SFD 整合中盈利的效用和对美国猪价的展望？

A: 整合方面，第一我们现在简化了架构，本来我们有 14 家工厂，不同的销售队伍，中间造成竞争，现在我们剔除了这些因素，建立单一的 SFD，提升利用率。第二是我们的品牌建立。第三是生产和生产的成本。第四是分销和物流。今年我们会重点处理生产成本和物流成本，这些需要时间处理，以及我们的系统也需要整合。猪价在美国是周期性，Q4 是低，下季会增加，所以 Q2, Q3 会比较贵的，然后我们有个期货市场可以估算猪价。如果猪价增加，养殖会比较没有问题。猪价期货的趋势已经开始往上涨了。

Q: A 股业绩四季度单季上游量下跌蛮大？中国业务今年 1, 2 月份简介？

A: 2015 年中国宏观经济不太好，我们也受影响。我们生猪下降的比较多，一是宏观因素，消费端不足，二是 2015 年猪价从低到高，Q2, 3 涨了 50% 左右，肉价高抑制了消费，三是为了控制猪价的上涨，我们屠宰限量了。今年 1,2 月份包括一季度，量是增长的，同比都是增长的。我们不论中国经济怎么变，我们都会按照既定计划推进。

Q: 进口美国猪肉我们预期进口量多少？

A: 我们并购 SFD，就是为了补充我们的中国猪肉资源。我们中美猪价的差距还比较大，今年差距估计也不小，由于这个价差我们需要进口。我们肉制品深加工比美国大，我们进口美国猪肉会常态化。14 年进口 7 万吨，15 年进口 16 万吨，今年预计量也不小，但可能不会翻一番。

Q: 美国 SFD 16,17 年对冲工作怎么样？

A: 我们主要对冲部分就是降低风险，不是最大化利润。我们养殖是周期性，中间也是有波动，对冲会抵消波动带来的风险。对冲方面，我们会买玉米和大豆，如果我们早一点买原材料，这样我们的成本会比较平稳，锁定成本后，再看猪肉期货价格的变动，不是增加利润，而是要抓紧保住利润。期货的曲线看

Q2-3 美国每头 14-15 美元, Q4 看可能需要跟紧一点。养殖长期来看每头 5-10 美元的利润, 但是我们还是要看大周期, 以及每个季度小的周期。

Q: 这次债务 90% 美元计价, 多少对冲货币风险? 其中 37% 是浮动, 怎样对冲?

A: 现在从我们的收入来看, 接近 50% 是美元盈利, 这和我们美国业务形成对冲, 我们的债务集中在美国, 这个不存在风险。其他债务我们在万洲层面中还有 11 亿美元, 主要来源于我们自身的贸易盈利和中国的分红来偿还, 今年我们预计会大部分偿还, 未来债务水平还会进一步降低。二是我们也会在适当时候发行人民币债券借款来规避汇率, 2015 年我们已经发行 10 亿人民币的债券, 来替换美元负债。三是我们还会选择合适时机来对冲。

美元加息, 从结构上我们的票据 21 亿美元, 这个汇率是定期不是浮动, 香港这里是 10 亿美元是浮动, 每次加息 0.25%, 每次是 300 万美元, 以后我们负债降低以及人民币置换, 这个比例会降低。我们已经开始债务置换, 用一些低息的留置贷款来置换集团贷款, 以后我们收到分红到位会偿还贷款。

Q: 国内猪价高位运行, 猪价走势看法和预期?

A: 当前的猪价高起, 是美国的 3X, 这个猪价是不正常的。中国养殖模式散养还是占一定比例, 所以信息存在不对称, 认为猪价还会涨, 所以不卖。这个高猪价不可持续, 1. 猪价高, 肉价高, 会抑制消费, 倒逼供应端; 2. 美国的猪价很低, 澳洲的猪价也低, 大量的进口肉都到中国来; 3. 全球经济的基本面没有大的改善, 大宗商品价格依然低位徘徊, 其实中国的养殖成本不高, 不支持猪价高位运行。所以我们认为猪价会高开低走。

Q: 肉制品单吨利润能不能继续保持高位, 今年猪价依然高涨?

A: 肉制品利润高有低成本的因素, 也有我们规模因素, 以及我们提高效率等多方面的原因, 是个多方面的因素。虽然现在猪价现在高, 但我们不看好走势。我们会进口美国猪肉, 只有中国猪肉的 1/3, 来保证相对较高的盈利水平。

Q: SFD 在中国的品牌的建立和发展的营销计划?

A: 最基本的想法就是建立起来, 理由 1. SFD 在中国有一定的市场, 是最大的猪肉加工基地, 以前就有联系; 2. 这次郑州工厂投产, 就是对品牌进行宣传, 我们会先推品牌, 我们在央视、网络和户外我们正在做高密度和大幅度的市场选择; 3. 我们正在和美国知名营销公司进行合作, 目的就是传播 SFD 品牌; 4. 我们建立专柜、专区和专道做地推, 我们会通过产业协会做 500 场品鉴会。

图表 1：财务报表预测

损益表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	44,950	45,696	44,697	47,661	52,121	59,666
增长率		1.7%	-2.2%	6.6%	9.4%	14.5%
主营业务成本	-36,216	-36,589	-35,413	-37,496	-40,766	-46,860
% 销售收入	80.6%	80.1%	79.2%	78.7%	78.2%	78.5%
毛利	8,734	9,107	9,283	10,165	11,355	12,806
% 销售收入	19.4%	19.9%	20.8%	21.3%	21.8%	21.5%
营业税金及附加	-190	-189	-190	-205	-224	-257
% 销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-2,364	-2,474	-2,299	-2,598	-2,788	-3,162
% 销售收入	5.3%	5.4%	5.1%	5.5%	5.4%	5.3%
管理费用	-1,353	-1,515	-1,435	-1,525	-1,668	-1,909
% 销售收入	3.0%	3.3%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%
息税前利润 (EBIT)	4,827	4,928	5,359	5,837	6,675	7,478
% 销售收入	10.7%	10.8%	12.0%	12.2%	12.8%	12.5%
财务费用	44	39	4	20	32	34
% 销售收入	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	-27	-9	-109	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	81	150	156	159	159	159
% 税前利润	1.6%	2.8%	2.7%	2.6%	2.3%	2.1%
营业利润	4,926	5,109	5,410	6,016	6,866	7,671
营业利润率	11.0%	11.2%	12.1%	12.6%	13.2%	12.9%
营业外收支	222	264	265	0	0	0
税前利润	5,148	5,373	5,675	6,016	6,866	7,671
利润率	11.5%	11.8%	12.7%	12.6%	13.2%	12.9%
所得税	-1,078	-1,157	-1,259	-1,336	-1,524	-1,703
所得税率	21.0%	21.5%	22.2%	22.2%	22.2%	22.2%
净利润	4,069	4,215	4,416	4,680	5,342	5,968
少数股东损益	211	176	161	171	261	291
归属于母公司的净利润	3,858	4,040	4,256	4,510	5,081	5,676
净利率	8.6%	8.8%	9.5%	9.5%	9.7%	9.5%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	4,069	4,215	4,416	4,680	5,342	5,968
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	680	692	989	908	978	1,041
非经营收益	-59	-80	-133	-128	-140	-135
营运资金变动	-821	-115	494	200	504	-844
经营活动现金净流	3,869	4,712	5,766	5,660	6,684	6,030
资本开支	-1,335	-2,483	-2,233	-1,037	-1,110	-1,310
投资	-730	84	-1,212	0	0	0
其他	81	157	156	159	159	159
投资活动现金净流	-1,984	-2,241	-3,289	-878	-951	-1,151
股权募资	0	40	30	0	-1,832	0
债权募资	-494	39	271	-400	94	21
其他	-1,674	-3,464	-3,261	-4,159	-4,145	-4,150
筹资活动现金净流	-2,168	-3,385	-2,960	-4,558	-5,883	-4,129
现金净流量	-282	-914	-483	223	-150	750

来源：国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	3,846	2,929	2,427	2,650	2,500	3,250
应收账款	307	234	219	244	266	305
存货	3,568	3,720	3,385	3,760	4,088	4,699
其他流动资产	1,238	1,648	2,885	3,164	3,480	3,662
流动资产	8,958	8,531	8,916	9,818	10,334	11,916
% 总资产	45.4%	38.8%	39.0%	41.1%	42.1%	45.1%
长期投资	169	162	162	162	162	162
固定资产	9,019	11,969	12,551	12,776	12,930	13,219
% 总资产	45.7%	54.4%	54.8%	53.4%	52.6%	50.0%
无形资产	982	1,173	1,147	1,052	1,030	1,009
非流动资产	10,788	13,452	13,969	14,098	14,230	14,499
% 总资产	54.6%	61.2%	61.0%	58.9%	57.9%	54.9%
资产总计	19,746	21,982	22,884	23,916	24,564	26,415
短期借款	189	299	600	201	295	315
应付款项	3,255	4,292	3,551	4,377	5,457	5,282
其他流动负债	1,236	978	968	1,019	1,109	1,271
流动负债	4,680	5,569	5,119	5,597	6,861	6,869
长期贷款	6	6	6	6	6	7
其他长期负债	57	46	73	73	73	73
负债	4,743	5,622	5,198	5,675	6,940	6,948
普通股股东权益	14,347	15,503	16,792	17,176	16,299	17,849
少数股东权益	656	858	894	1,065	1,326	1,617
负债股东权益合计	19,746	21,982	22,884	23,916	24,564	26,415
比率分析						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	1.753	1.836	1.289	1.366	1.539	1.720
每股净资产	6.520	7.045	5.087	5.204	4.938	5.407
每股经营现金流	1.758	2.141	1.747	1.715	2.025	1.827
每股股利	1.350	1.450	1.420	1.250	1.250	1.250
回报率						
净资产收益率	26.89%	26.06%	25.34%	26.26%	31.17%	31.80%
总资产收益率	19.54%	18.38%	18.00%	18.86%	20.68%	21.49%
投入资本收益率	25.10%	23.18%	22.78%	24.60%	28.94%	29.38%
增长率						
主营业务收入增长率	13.21%	1.66%	-2.19%	6.63%	9.36%	14.48%
EBIT增长率	34.79%	2.09%	8.75%	8.92%	14.35%	12.03%
净利润增长率	33.72%	4.71%	5.34%	5.98%	12.66%	11.72%
总资产增长率	18.28%	11.33%	4.10%	4.51%	2.71%	7.53%
资产管理能力						
应收账款周转天数	1.7	1.3	1.1	1.1	1.1	1.1
存货周转天数	28.4	36.4	36.6	36.6	36.6	36.6
应付账款周转天数	19.2	27.8	29.3	30.0	35.0	29.0
固定资产周转天数	69.3	89.7	96.6	91.5	84.1	72.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-24.33%	-16.04%	-10.29%	-13.40%	-12.48%	-15.04%
EBIT利息保障倍数	-109.9	-124.9	-1,415.5	-298.6	-207.4	-221.7
资产负债率	24.02%	25.57%	22.71%	23.73%	28.25%	26.30%

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2014-04-29	买入	36.81	56.70~58.80
2	2014-08-12	买入	36.79	47.30~49.50
3	2015-10-15	买入	18.39	25.00~27.00
4	2015-10-30	买入	18.56	25.00~27.00
5	2015-12-23	买入	21.56	27.00~27.00

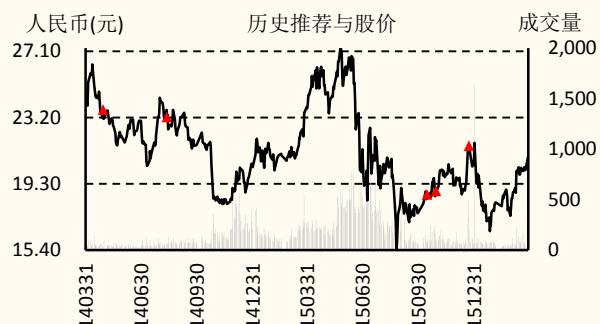
来源：国金证券研究所

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认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