

研究所

生猪养殖业务受益猪周期盈利弹性大，收购 SFF 切入牛肉市场发展空间大

证券分析师：余春生 S0350513090001
021-68591576 yucs@ghzq.com.cn

——上海梅林（600073）跟踪报告

投资要点：

1、公司是光明集团旗下肉类资源整合平台 公司是光明集团旗下唯一的一家肉业生产和销售的上市公司，承担着整合集团公司肉类资源的使命。2015 年以来，上海梅林充分利用集团公司资源，通过一系列重大的资产重组和并购，完善了肉制品全产业链布局，同时剥离了一些与主业无关的资产。未来公司有望凭借全产业链优势，获得更高的成本和效率优势。

2、猪肉价格持续上涨，养殖业务盈利能力大幅增强 2015 年 7 月，公司发布公告，光明集团拟将旗下上海农场、川东农场生猪养殖资产注入上市公司。公司生猪出栏量由于新增资产注入增加 70-80 万头左右，合计约 100 万头，公司对应 51%的控股股权。2015 年以来，我国养殖业的行业景气度持续提升。截至 2016 年 4 月 22 日，国内 22 个省市生猪平均价格为 20.23 元/千克，较年初时候上涨 20.78%，同比去年上涨 56.34%。随着生猪价格的上涨，我国生猪养殖利润也大幅提升。我们预计，2016 年生猪价格将维持在高位振荡，全年均价大约 19 元/公斤。考虑生猪的社会平均成本约在 14 元/公斤，我们假设单头猪平均重量约 100 公斤，则生猪头均盈利约 500 元左右，生猪养殖业务有望给公司增厚净利润 2.55 亿元左右，大幅增强公司盈利能力。

3、公司收购新西兰 SFF 公司，有望带来多方面的协同效应 公司于 2015 年 9 月 16 日发布重大资产购买预案，拟以现金形式收购新西兰最大的牛羊肉企业 SFF 集团 50%股权。此次收购是公司新牛肉产业链战略的全面落地，有助于公司控制新西兰近 1/3 的优质牛源，同时也将获得其 1/4 的羊肉资源。公司收购 SFF 集团，有望带来多方面的协同效应，如：2016 年从新西兰出口到中国的牛羊类产品将实现零关税，可协助 SFF 公司提升牛羊肉在中国市场的销售量；可以通过改变分割方式，协助 SFF 公司提升牛腱子、牛胸肉部位的价值，从而提升利润水平；上海梅林可以帮助 SFF 公司提升牛杂部位的价值，从而提升利润水平。协同效应下也有望带来多种收益：如通过牛腱子及牛胸肉产品改进、牛肚及牛百叶中国市场销售、新增牛羊胴体出口量等，预计 2016-2018 年每年可以新增上海梅林净利润 170 万/1132 万/1547 万；同时通过资金注入减少 SFF 公司财务费用约 5673 万元，从而增加上海梅林盈利能力；SFF 公司正常运营也会增加上海梅林并表利润；强化牛羊肉国内市场开拓后，未来 10 年有望给上海梅林带来 100 亿收入，等等。

4、加速清理亏损子公司，公司负担将大幅减轻 2016年1月25日，公司公告湖北梅林停产；2月15日，公告上海梅林（捷克）有限公司进行破产清算；3月7日，公告上海梅林（荣成）食品有限公司停产；3月31日，公告重庆梅林转让方案。其中捷克梅林，荣成梅林和重庆梅林三家公司2014年归属上市公司的亏损额高达1亿左右，上市公司2014年归母净利润也只有1.33亿元，极大拖累了公司的盈利。因此，对上述三家公司进行清理，有望大幅提高公司盈利能力。我们预计，2016年公司有望逐渐摆脱亏损子公司的束缚，实现轻装上阵。

5、盈利预测与投资建议 我们假设 2016 年 9 月底，上海梅林可以成功完成对 SFF 公司 50%股权的收购。基于非同一控制下企业合并方法，在对各项进行分项预测并汇总的基础上，预计上海梅林 2016/17/18 年能实现收入分别为 160.27/215.96/237.81 亿元，能实现净利润 4.86/4.75/3.80 亿元，EPS 分别为 0.52/0.51/0.40 元，对应 2016/17/18 年 PE 为 21.77/22.20/28.30 倍。基于审慎性原则，在收购未最终完成时，若暂时不考虑收购对公司的影响，则公司 2016/17/18 年 EPS（不考虑收购 SFF 因素）为 0.48/0.33/0.19 元，对应 2016/17/18 年 PE

为 23.82/34.21/60.35。鉴于猪肉价格上涨有望大幅提高公司盈利能力，同时收购 SFF 成功后有望获得协同效应，清理亏损子公司有望降低公司负担，维持公司“增持”评级。

6、风险提示 公司收购等相关事项推进不达预期，牛肉业务市场开拓不达预期，猪价上涨不达预期

表 1、上海梅林盈利预测简表（不考虑收购 SFF 因素）

预测指标	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入（百万元）	12233	14569	16016	17663
增长率(%)	16%	19%	10%	10%
净利润（百万元）	163.5	446	310	176
增长率(%)	255%	173%	-30%	-43%
摊薄每股收益（元）	0.17	0.48	0.33	0.19
ROE(%)	4.56%	11.89%	8.03%	4.48%

资料来源：WIND、国海证券研究所

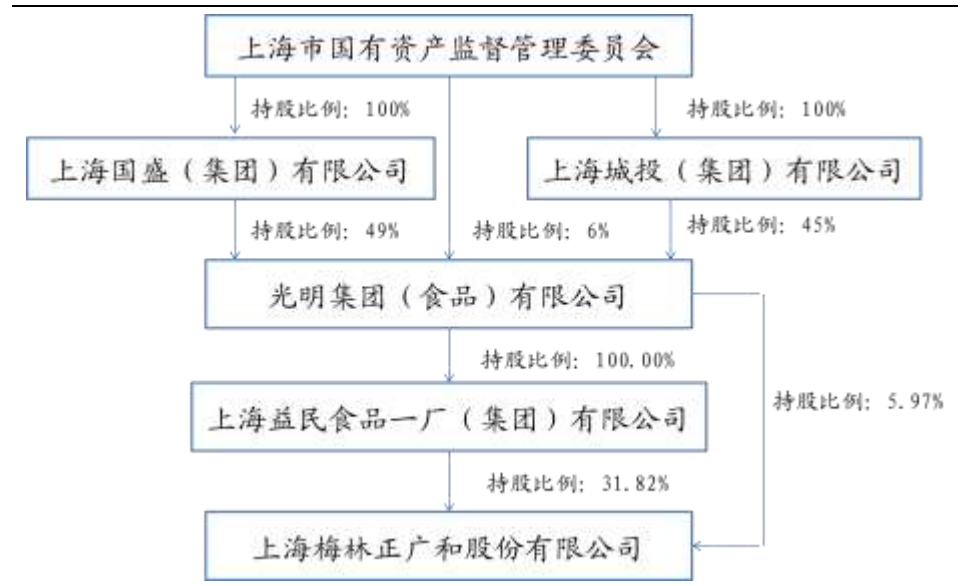
目 录

1、公司是光明集团旗下肉类资源整合平台	1
2、猪肉价格持续上涨，养殖业务盈利能力大幅增强	1
3、公司收购新西兰 SFF 公司，有望打造国内牛羊肉第一品牌	2
4、加速清理亏损子公司，公司负担将大幅减轻	6
5、盈利预测与投资建议	6
6、风险提示:	9

1、公司是光明集团旗下肉类资源整合平台

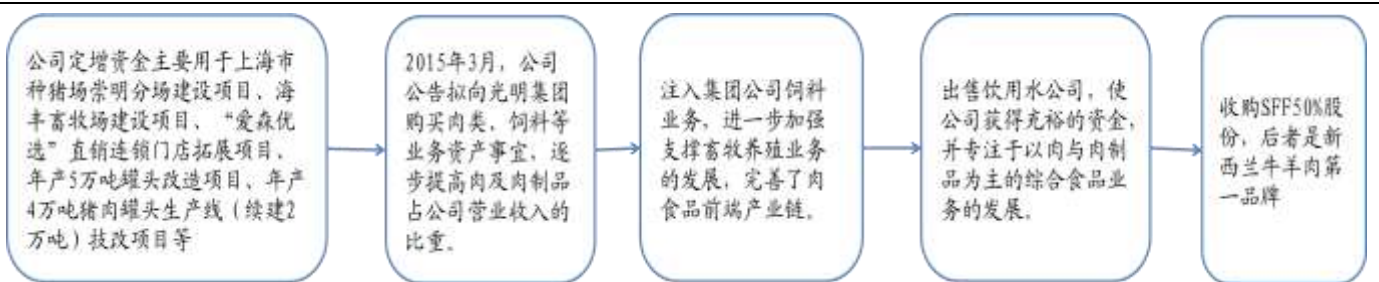
上海梅林的控股股东是光明食品（集团）有限公司，其“直接+间接”持有上海梅林37.79%的股份。光明集团旗下一共有4家上市公司，分别为光明乳业、海博股份、上海梅林和金枫酒业。公司是其中唯一的一家肉业生产和销售的公司，承担着整合集团公司肉类资源的使命。2015年以来，上海梅林充分利用集团公司资源，通过一系列重大的资产重组和并购，完善了肉制品全产业链布局，同时剥离了一些与主业无关的资产。未来公司有望凭借全产业链优势，获得更高的成本和效率优势。

图 1、公司与实际控制人之间的产权及控制关系图



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 2、2014 年以来公司主要资产重组事项



数据资料：WIND、国海证券研究所

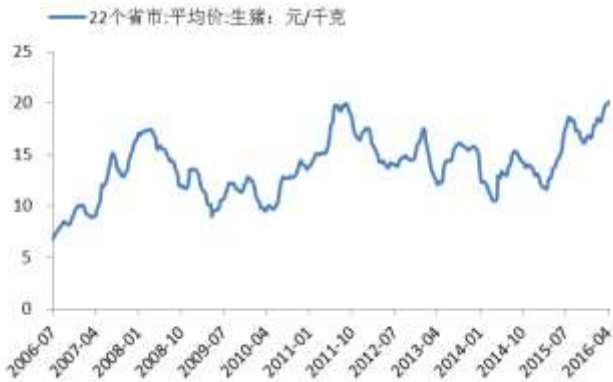
2、猪肉价格持续上涨，养殖业务盈利能力大幅增强

2015年7月，公司发布公告，光明集团拟将旗下上海农场、川东农场生猪养殖资产注入上市公司。公司生猪出栏量由于新增资产注入增加70-80万头左右，合计约100万头，公司对应51%的控股权。

2015年以来，我国养殖业的行业景气度持续提升。截至2016年4月22日，国内

22个省市生猪平均价格为20.23元/千克，较年初时候上涨20.78%，同比去年上涨56.34%。随着生猪价格的上涨，我国生猪养殖利润也大幅提升。我们预计，2016年生猪价格将维持在高位振荡，全年均价大约19元/公斤。考虑生猪的社会平均成本约在14元/公斤，我们假设单头猪平均重量约100公斤，则生猪头均盈利约500元左右，生猪养殖业务有望给公司增厚净利润2.55亿元左右，大幅增强公司盈利能力。

图 3、生猪价格走势情况



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 4、生猪养殖利润情况



资料来源：WIND、国海证券研究所

表 2、公司生猪养殖盈利预测

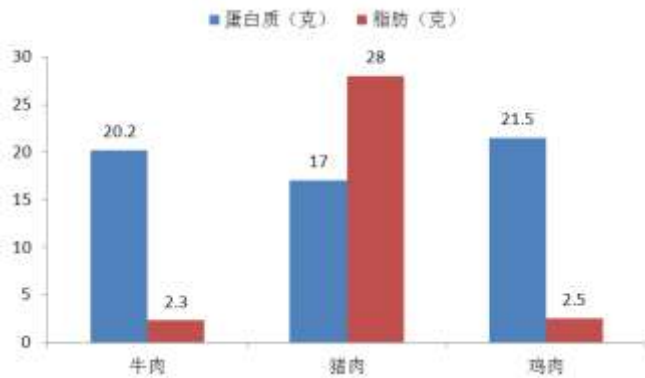
	2016E	2017E	2018E
平均猪价（元/公斤）	19	16	13
单头成本（元/公斤）	14	14	14
单猪重量（公斤/头）	100	100	100
生猪数量（万头）	51	51	51
收入（亿元）	9.69	8.16	6.63
净利润（亿元）	2.55	1.02	-0.51

资料来源：WIND、国海证券研究所

3、公司收购新西兰 SFF 公司，有望打造国内牛羊肉第一品牌

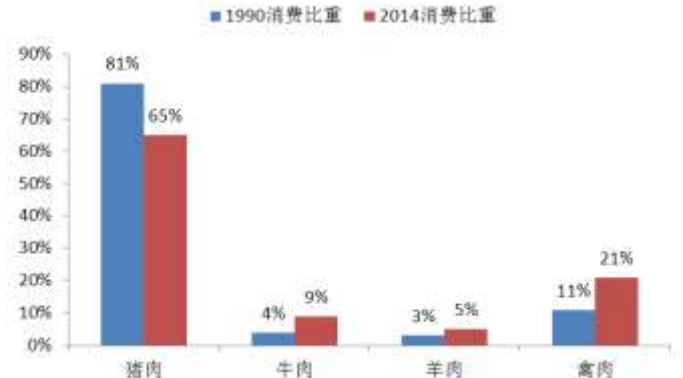
牛肉符合未来消费趋势，行业增长速度快。相对于猪肉和鸡鸭禽肉，牛肉中蛋白质和非饱和脂肪酸含量更高，而脂肪较少，因此越来越受到消费者的青睐，在肉类产品中的占比也逐年提升。据美国农业部数据显示，2012-2016 四年间（更新时间为 2016 年 3 月 13 日），我国牛肉进口量从 9.9 万吨增长到 82.5 万吨，增长了 7.3 倍。同时随着人们对食品安全和品质的要求，未来牛羊肉的品牌化将是大势所趋。2015 年 9 月 16 日，公司发布重大资产购买预案，拟收购的新西兰最大的牛羊肉品牌拥有者银蕨公司（SFF），借此机会进军高增长的牛肉市场。

图 5、牛肉、猪肉、鸡肉中营养对比



资料来源:WIND、国海证券研究所

图 6、我国肉类消费结构对比



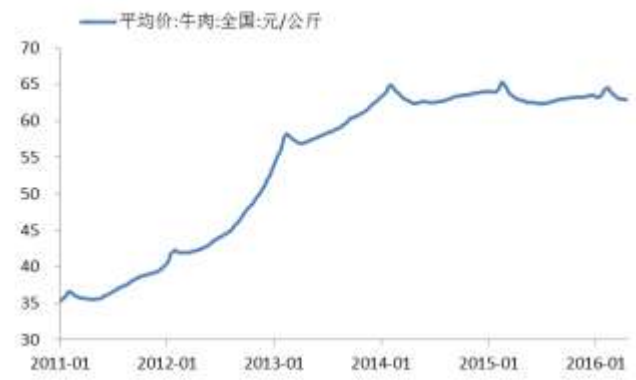
资料来源:WIND、国海证券研究所

图 7、近几年牛肉进口量变化情况



资料来源:WIND、国海证券研究所

图 8、近几年牛肉价格变化情况



资料来源:WIND、国海证券研究所

SFF 是新西兰牛羊肉第一品牌，未来有望和公司形成协同效应。2014 年，SFF 收入规模达 98 亿元人民币，拥有超过 15000 家供应商和 19 家加工生产基地，其中 10 家具有出口中国的许可证。SFF 集团还是新西兰第二大农产品出口商，仅次于乳制品巨头恒天然公司，约 85% 的牛肉、羊肉和鹿肉产品出口至 60 多个国家。此次收购是公司新牛肉产业链战略的全面落地，有助于公司控制新西兰近 1/3 的优质牛源，同时也将获得其 1/4 的羊肉资源，双方有望在多个方面形成协同效应，共同打造国内牛羊肉第一品牌。具体如：

A、根据中、新两国自贸区协议，2016 年，从新西兰出口到中国的牛羊类产品将实现零关税，而澳大利亚最快也要在 2019 年才能实现与中国牛羊肉的零关税。因此，新西兰的牛羊肉商品在中国将具有非常明显的价格优势，有利于扩大中国市场占有率。

B、上海梅林可以协助 SFF 公司提升牛腱子、牛胸肉部位的价值，从而提升利润水平。根据经验，部分大包装牛羊肉部位如牛肉的肩胛肉、牛腱以及羊的肋排等，可以通过改变分割方式，在新西兰直接加工完成后进口，从而极大的满足了国内市场的需求，预计可以提升 10-15% 左右的毛利。

C、上海梅林可以帮助 SFF 公司提升牛杂部位的价值，从而提升利润水平。牛杂（又称牛下水，包括牛肚、牛百叶、牛心和牛肝等）是中国消费者喜爱的产品。2014 年，中国进口冻牛杂 19165 吨，主要来自乌拉圭（56%）和澳大利亚（35%）。由于 SFF 集团没有好的牛杂渠道资源，目前牛杂出售价格较低，未能很好地利用这部分产品价值。目前，中国与新西兰已经开通了牛羊下水的进口业务，但是目前只有新西兰 AFFCO 公司有一家工厂可以直接出口，未来上海梅林配合 SFF 集团获取出口中国的牛羊下水许可证后，直接向中国出口牛杂，获得较高收益。

D、上海梅林可协助 SFF 公司提升牛羊肉在中国市场的销售量。上海梅林以及光明食品集团可以利用其在牛羊肉深加工以及零售环节的资源，增加对 SFF 公司的牛羊肉的采购量，与 SFF 公司以及农户分享牛羊肉深加工环节的价值增值（例如通过提高对农户的采购价格等方式），实现多方的共赢。

上海梅林收购新西兰 SFF 公司，双方协同效益下有望带来多方面的收益：

（1）协同效应下增加的潜在收益

以上 4 个方面的协同效应中，有 3 个方面是可以进行量化的到完成交易后的第三年，基于 3 个量化的指标，对公司收购 SFF 后协同效应进行定量分析。我们假设 2016 年 9 月底，上海梅林能够完成对 SFF 公司的收购并以此作为收购日，预计 2016-2018 年每年可以新增上海梅林净利润 170 万/1132 万/1547 万。

表 3、协同效应下带来的 SFF 公司潜在收益

可量化协同效应汇总		投资后第一年(百万,人民币,假设 9 月底完成收购)	投资后第二年(百万,人民币)	投资后第三年(百万,人民币)
牛腱子及牛胸肉产品改进	潜在收入提升额	5.25	44	44
	潜在 EBITDA 提升额	2.75	23	23
牛肚及牛百叶中国市场销售	潜在收入提升额	-	24	41
	潜在 EBITDA 提升额	-	0.12	0.20
新增牛羊胴体出口量	潜在收入提升额	3	12	33
	潜在 EBITDA 提升额	2.1	8.4	21
SSF 合计潜在收入增加额		8.25	80	118
SSF 合计潜在 EBITDA 增加额		4.85	31.52	44.20
上海梅林合计潜在收入增加额		8.25	80	118
上海梅林合计潜在净利润增加额		1.70	11.32	15.47

资料来源：公司公告，国海证券研究所

（2）财务费用减少带来的收益

上海梅林收购 SFF 集团后，有望大幅降低 SFF 集团财务费用。SFF 集团 2012-2013 年因固定价格采购协议等原因导致公司债务大幅增加，而新西兰的资金成本较高

(目前短期借款利率达 5.5%左右, 长期借款利率 7%以上), 致使 SFF 2014 年公司财务费用高达 3700 万新元, 折算成人民币为 17727 万元(按 2016 年 5 月 4 日, 汇率 4.7911 测算)。本次上海梅林收购采用部分银行贷款, 按照银行贷款利率(3 年贷款 4.75%利率)计算财务成本, 则可省下 2.25%利率, 约可节省 SSF 32%的财务费用, 即 5673 万元, 按公司持股 50%计算每年可增加上海梅林净利润 2836.5 万元。

(3) SFF 运营平稳后带来的收益

近两年 SFF 集团净利润波动较大, 主要原因在于 2012-2014 年与供应商签订了一份固定价格采购协议, 导致在羊肉市场价格大幅下行的 2012-2013 年, SFF 利润大幅下滑, 2014 年新西兰羊肉市场开始企稳, 且从 2015 年起, SFF 集团不再与供应商签订固定价格采购协议, 未来 SFF 的利润水平有望趋于稳定。参考历史盈利能力, 净利率维持 2%左右是大概率事件。按照 SFF 集团 2014 年销售收入 100 亿元计算, 约能创造 2 亿元净利润。上海梅林按照 50%的股权比例即约能增厚业绩 1 亿元。

(4) 强化国内市场开拓带来的收益

目前国内优质牛源严重短缺, 是制约我国牛肉产业发展的最大障碍。梅林收购 SFF 集团, 将控制新西兰近 1/3 的低价优质牛肉资源。公司收购 SFF 后, 有望对牛羊肉进行分级(如高、中、低档肉)、分割(小块肉和胴体等)进行多品牌销售。公司目前旗下已有高档牛肉销售品牌联豪, 此外还有肉类品牌爱森、梅林, 收购 SFF 后, 又增加 SFF 自身的“银蕨”品牌, 多品牌分割肉的销售有望整体提高公司牛羊肉销售毛利率。

按照目前我国人均牛肉消费量 5 公斤, 平均价格 56 元/公斤计算, 则我国 14 亿人口, 牛肉消费行业规模约 3920 亿元, 假设随着消费升级, 人均牛肉消费量每年复合增长 3%, 则 10 年后人均消费达到 6.70 公斤(与国际平均水平 10 公斤仍有差距), 同时伴随价格上涨, 则行业规模有望达到 5000 多亿元。

上海梅林收购新西兰 SFF 公司, 率先开拓国内牛肉市场, 而我国目前牛肉产业尚没有如双汇、金锣等知名品牌, 具有领先优势。假设上海梅林市场占有率达到 2%, 则公司未来 10 年牛肉业务预计能达到 100 亿元收入规模。公司收购 SFF 公司, 需要新西兰商贸部门和中国证监会等审批, 预计获通过需要 6 个多月时间, 则 2016 年大概半年多时间准备, 17 年开始有望带来爆发性增长。

从盈利能力来看, 双汇屠宰业务毛利率约在 10%-12%, 净利率约在 3%-4%。牛肉由于销售价格约是猪肉价格的 2 倍, 参考市场上同类牛肉厂家毛利率约在 15%-16%, 净利率约在 5-6%的水平。则我们对上海梅林未来牛肉业务的盈利预测如下:

表 4、上海梅林牛肉业务收入及利润预测表

	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
牛肉销售额 (亿元)	2	5	10	20	30
净利率	3%	5%	6%	6%	6%
净利润 (亿元)	0.06	0.25	0.6	1.2	1.8

资料来源：国海证券研究所

4、加速清理亏损子公司，公司负担将大幅减轻

公司新管理团队上任后，加速了对传统业务中亏损子公司的清理进程。2016年1月25日，公司公告湖北梅林停产；2月15日，公告上海梅林（捷克）有限公司进行破产清算；3月7日，公告上海梅林（荣成）食品有限公司停产；3月31日，公告重庆梅林转让方案。其中捷克梅林，荣成梅林和重庆梅林三家公司收入占公司总营收的比重不大，但是2014年归属上市公司的亏损额高达1亿左右，上市公司2014年归母净利润也只有1.33亿元，极大拖累了公司的盈利。因此，对上述三家公司进行清理，并不会对公司营收造成太大影响，但是却有望大幅提高公司盈利能力。我们预计，2016年公司有望逐渐摆脱亏损子公司的束缚，实现轻装上阵。我们以2015年三家企业上海梅林合并报表中亏损情况估计，预计清理后每年可减少公司亏损4502.13万元。

表5、部分子公司亏损情况

子公司名称	持股比例： %	营业收入：亿元			净利润：万元		
		2013年	2014年	2015年	2013年	2014年	2015年
上海梅林（荣成）	64.71%	1.81	1.58	1.38	-2937.86	-5043.17	-4263
上海梅林（捷克）	70%	0.24	0.15	-	-2916.89	-4208.78	-
上海梅林正广和重庆食品	84.55%	16.11	14.76	11.3	-1873.7	-3556.31	-2062
合计（按持股比例计算）	-	14.96	13.61	10.45	-5527.13	-9216.44	-4502.13

资料来源：WIND、国海证券研究所

5、盈利预测与投资建议

维持公司“增持”评级。我们假设2016年9月底，上海梅林可以成功完成对SFF公司50%股权的收购。基于非同一控制下企业合并方法，在对各项进行分项预测并汇总的基础上，预计上海梅林2016/17/18年能实现收入分别为160.27/215.96/237.81亿元，能实现净利润4.86/4.75/3.80亿元，EPS分别为0.52/0.51/0.40元，对应2016/17/18年PE为21.77/22.20/28.30倍。基于审慎性原则，在收购未最终完成时，若暂时不考虑收购对公司的影响，则公司2016/17/18年EPS（不考虑收购SFF因素）为0.48/0.33/0.19元，对应2016/17/18年PE为23.82/34.21/60.35。鉴于猪肉价格上涨有望大幅提高公司盈利能力，同时收购SFF成功后有望获得协同效应，清理亏损子公司有望降低公司负担，维持公司“增持”评级。

表6、上海梅林各项目收入和利润预测

项目	分项	2016E (假设9月底完成收购)	2017E	2018E
协同效应下潜在收益	收入(亿元)	0.0825	0.8000	1.1800
	净利润(亿元)	0.0170	0.1132	0.1547
财务费用减少	收益(亿元)	0.0709	0.2837	0.2837
SFF 正常运营	收入(亿元)	12.50	50.00	50.00
	利润(亿元)	0.25	1.00	1.00
强化牛肉业务国内市开拓	销售额(亿元)	2.00	5.00	10.00
	净利率	3.00%	5.00%	6.00%
	净利润(亿元)	0.06	0.25	0.60
猪养殖业务	收入(亿元)	9.69	8.16	6.63
	净利润(亿元)	2.55	1.02	-0.51
传统业务	收入(亿元)	136.00	152.00	170.00
	净利润(亿元)	1.46	1.63	1.82
清理亏损企业盈利增加	净利润(亿元)	0.4502	0.4502	0.4502
合计	收入(亿元)	160.27	215.96	237.81
	净利润(亿元)	4.86	4.75	3.80

资料来源：国海证券研究所

表7、上海梅林盈利预测简表(不考虑收购SFF因素)

预测指标	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	12233	14569	16016	17663
增长率(%)	16%	19%	10%	10%
净利润(百万元)	163.5	446	310	176
增长率(%)	255%	173%	-30%	-43%
摊薄每股收益(元)	0.17	0.48	0.33	0.19
ROE(%)	4.56%	11.89%	8.03%	4.48%

资料来源：WIND、国海证券研究所

表 8、上海梅林盈利预测（不考虑收购 SFF 因素）

证券代码:	600073.SH				股票价格:	11.32	投资评级:	增持		日期:	2016/5/10	
财务指标	2015	2016E	2017E	2018E	每股指标与估值	2015	2016E	2017E	2018E			
盈利能力					每股指标							
ROE	4.56%	11.89%	8.03%	4.48%	EPS	0.17	0.48	0.33	0.19			
毛利率	15%	18%	16%	15%	BVPS	3.17	3.16	3.15	3.15			
期间费率	12%	12%	12%	13%	估值							
销售净利率	1%	3%	2%	1%	P/E	64.92	23.82	34.21	60.35			
成长能力					P/B	3.58	3.59	3.59	3.60			
收入增长率	16%	19%	10%	10%	P/S	0.87	0.73	0.66	0.60			
利润增长率	255%	173%	-30%	-43%								
营运能力					利润表（百万元）	2015	2016E	2017E	2018E			
总资产周转率	1.59	1.99	2.07	2.25	营业收入	12233	14569	16016	17663			
应收账款周转率	13.61	13.52	13.52	14.60	营业成本	10445	12005	13486	15102			
存货周转率	7.86	11.06	11.06	12.17	营业税金及附加	40	44	48	53			
偿债能力					销售费用	1046	1267	1417	1614			
资产负债率	53%	49%	50%	50%	管理费用	398	481	545	646			
流动比	1.23	1.30	1.32	1.34	财务费用	43	(9)	(29)	(60)			
速动比	0.88	0.97	0.98	1.00	其他费用/(-收入)	(19)	(7)	(10)	(12)			
资产负债表（百万元）	2015	2016E	2017E	2018E	营业利润	243	774	540	295			
现金及现金等价物	2049	1496	1585	1494	营业外净收支	49	23	15	19			
应收款项	899	1333	1513	1700	利润总额	292	796	555	314			
存货净额	1333	1089	1224	1246	所得税费用	65	177	124	70			
其他流动资产	394	364	400	442	净利润	227	619	431	244			
流动资产合计	4675	4282	4721	4881	少数股东损益	64	173	121	68			
固定资产	1405	1344	1280	1262	归属于母公司净利润	163	446	310	176			
在建工程	52	152	202	202	现金流量表（百万元）	2015	2016E	2017E	2018E			
无形资产及其他	214	214	192	171	经营活动现金流	240	1313	68	154			
长期股权投资	288	288	288	288	净利润	227	619	431	244			
资产总计	7690	7336	7740	7860	少数股东权益	64	173	121	68			
短期借款	1495	1495	1495	1495	折旧摊销	148	162	156	147			
应付款项	1039	792	927	955	公允价值变动	0	0	0	0			
预收帐款	556	439	483	484	营运资金变动	(199)	359	(639)	(306)			
其他流动负债	715	560	670	697	投资活动现金流	231	(40)	14	18			
流动负债合计	3805	3286	3575	3631	资本支出	(135)	(40)	14	18			
长期借款及应付债券	9	9	9	9	长期投资	(13)	0	0	0			
其他长期负债	291	291	291	291	其他	379	0	0	0			
长期负债合计	300	300	300	300	筹资活动现金流	(1023)	(454)	(316)	(179)			
负债合计	4105	3587	3876	3931	债务融资	9	0	0	0			
股本	938	938	938	938	权益融资	176	0	0	0			
股东权益	3584	3749	3864	3929	其它	(1209)	FALSE	(316)	(179)			
负债和股东权益总计	7690	7336	7740	7860	现金净增加额	(553)	820	(234)	(7)			

资料来源：国海证券研究所

6、风险提示:

公司收购等相关事项推进不达预期，牛肉业务市场开拓不达预期，猪价上涨不达预期。

【分析师承诺】

余春生，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。