

立足供应链，服务产业链

——象屿股份（600057）



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

核心观点

❖ 聚焦供应链一体化，业绩维持稳定增长

象屿股份是国家 5A 级物流企业，公司以物流网络为支撑，主营业务包括大宗商品采购供应、综合物流和物流平台建设运营，并已初步构筑起以农产品、金属矿产、能源化工为核心的供应链体系，公司集供应链管理、投资、运营为一体，为产业型客户提供全价值链流通服务，包括原辅材料与半成品的采购供应、产成品的分拨配送等，通过组织协调供应链过程中的商流、物流、资金流和信息流等，与客户分享供应链价值的增值收益。公司从 2011 年借壳夏新电子上市以来，营业收入从 339.34 亿元增长到 2016 年的 1190.67 亿元，CAGR28.5%；实现归属于母公司所有者的净利润从 1.77 亿元增长到 4.26 亿元，CAGR19.2%。

❖ 贸易商转型为服务商，立足供应链、服务产业链

2017 年，农副产业、金属矿产、能源化工三块主营业务重新启动。农副产业链应对临储取消，2017 没有开展订单种植，从 10 月份开始的新产季计划收粮是 400-500 万吨，2018 年计划开展订单种植。今年上半年，基本金属价格与去年同期相比出现了约 20%-50% 的涨幅，公司把握时机，金属矿产和能源化工两大板块进一步向产业链上下游延伸，实现在部分产品上的营收大幅增长。金属矿产品营收增幅超过 100%，预计全年营收约 1050 亿元。能源化工方面，根据公司贸易商转型供应链服务商的战略，预计实现同比增长约 50%，另外林业、汽车、外贸、及物流平台等项目预计全年收入约 200 亿。

❖ 首次覆盖予以“增持”评级

2017 年公司调整业务结构，实现商流、物流、资金流和信息流的无缝对接。预计 2017-2019 年营业收入为 1547.87、1954.84、2418.55 亿元，EPS 为 0.50、0.62、0.83 元/股，对应 PE 为 22、18、13 倍。根据相对估值法测算公司 2017 年可实现营收增长 30% 以上，首次覆盖予以“增持”评级。

❖ 风险提示：政策风险、行业风险、市场风险、经营风险等。

盈利预测与估值

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万)	119,067	154,787	194,484	241,855
+/-%	98.7%	30%	25%	25%
净利润(百万)	426	583	722	977
+/-%	48%	37%	24%	35%
EPS(元)	0.36	0.50	0.62	0.83
PE	30.25	22.14	17.88	13.21

资料来源：公司公告、川财证券研究所

📄 证券研究报告

所属部门	股票研究部
报告类别	公司深度
所属行业	交通运输
报告时间	2017/9/8
前收盘价	10.74 元
公司评级	增持评级

👤 分析师

邱瀚萱

证书编号：S11000517070001
010-66495651
qiuhanxuan@cczq.com

👤 联系人

汪云云

证书编号：S1100116060004
021-68595229
wangyunyun@cczq.com

📍 川财研究所

北京	西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034
上海	陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120
深圳	福田区福华一路 6 号免税商务大厦 21 层，518000
成都	中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

投资摘要

聚焦供应链一体化，业绩维持稳定增长

公司从 2011 年借壳夏新电子上市以来，营业收入从 339.34 亿元增长到 2016 年的 1190.67 亿元，CAGR28.5%；实现归属于母公司所有者的净利润从 1.77 亿元增长到 4.26 亿元，CAGR19.2%。2016 年度公司营收破千亿，为 1190.67 亿元，同比增长 99%，实现归母净利润 4.26 亿元，同比增长 48%。2016 年前，公司主要盈利利润得益于粮储补贴，象屿农产每年直接贡献利润 50% 以上。2017 年上半年公司实现营业收入 913 亿元，同比增长 84.22%；实现归属上市公司股东净利润 2.97 亿元，同比增长 94.38%。受国储粮补贴标准下调影响，象屿农产净利润同比下降 25%。但上半年基本金属价格与去年同期相比出现了约 20%-50% 的涨幅，公司把握时机，金属矿产和能源化工两大板块进一步向产业链上下游延伸，实现在部分产品上的营收大幅增长。金属矿产品营收增幅超过 100%，预计全年营收约 1050 亿元。能源化工方面，根据公司贸易商转型供应链服务商的战略，预计实现同比增长约 50%，另外林业、汽车、外贸、及物流平台等项目预计全年收入约 200 亿。

象屿农产：背靠“粮仓”，打造一体化“粮商”

2017 年，象屿农产、金属矿产、能源化工三条业务主线重新启动。农产策略由“合作种植—收粮—烘干加工—存储”模式积极调整为“农资-种植-收购-加工-仓储-物流-贸易-深加工”模式，注重营收环节，深耕北粮南运供应链管理。临储退出和玉米价格下跌有利于东北玉米竞争力提升，玉米产业链的利润开始由种植端向流通端转移，有利于公司“粮食银行”业务的布局和盈利能力的提升。

矿产、能源：贸易商转型为代理商，立足供应链、服务产业链

在能源化工和金属矿产供应链管理上，公司的思路基本一致，保持“立足供应链，服务产业链”的经营理念，深耕全产业链服务，围绕核心优质工厂型客户开展全流程供应链管理服务，通过和客户在原材料采购、产成品分销、库存管理等全流程的深度合作中实现物流、资金流、信息流、商流的无缝对接，减少资金沉淀和空转。

首次覆盖给予“增持”评级

2017 年公司调整业务结构，农副产品、金属矿产、能源化工三块主营业务重新启动。预测公司 2017 年可实现 30% 的同比增长，实现营收 1548 亿元，17-19 年归母净利润分别为 5.83 亿元、7.22 亿元、9.77 亿元，对应现股价 PE 分别为 22 倍、18 倍、13 倍。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

正文目录

投资摘要	2
一、集聚供应链优势，站上周期的风口	6
1.公司简介：从农产扩张的专业性物流服务商	6
2.公司产品：立足供应链，服务产业链	6
3.财务表现：象屿农业是公司主要利润来源	7
二、农业板块：临储前后，打造供应链一体化初衷不变	9
1.象屿农业：构建粮食供应链综合服务平台	9
2.临储时期：发挥仓储优势，代收代储	9
2.1 临时收储：时代背景下的调控政策	9
2.2 背靠“粮仓”，发挥仓储优势	11
2.3 步步为营、打造一体化“粮商”	13
3.临储后时代：拥抱市场化竞争，打通上下游	15
3.1 临储变天，积极应对	15
3.2 上游：保持种植存储优势，拓展粮食银行业务	17
3.3 中游：北粮南运，把握流通环节	18
3.4 下游：拓广渠道，寻求市场化盈利空间	19
3.5 产业链拉长，盈利空间增加	19
三、矿产、能源，站在周期的风口起舞	22
1.有色矿产，时运共济	22
2.能源化工，稳步增长	23
3.做好风控管理，调整盈利结构	23
四、多头并进，拓广服务领域	24
1.汽车：福建最大的平行汽车进口商	24
2.林业：把握木材消费增长趋势	25
3.进出口：由内而外拓展业务	25
4.布局多式联运，把握铁路混改政策风口	25
五、盈利预测及投资建议：首次覆盖给予“增持评级”。	26
六、风险提示	27
盈利预测	28

图表目录

图 1:	象屿业务结构.....	6
图 2:	象屿股权结构.....	7
图 3:	象屿供应链服务一览.....	7
图 4:	2011-2016 营业收入同比变化.....	8
图 5:	2011-2016 年归属母公司净利润.....	8
图 6:	2014-2016 年农业产业链营收&占比.....	8
图 7:	2014-2016 年农业产业链净利润&占比.....	8
图 8:	代收代储业务模式.....	9
图 9:	国内玉米价格竞争力较弱.....	10
图 10:	2003-2017.8 我国玉米产量.....	11
图 11:	2006-2016 年全国粮食产量&黑龙江省产量占比.....	12
图 12:	2016 年粮食产量 TOP10 (单位:万吨).....	12
图 13:	黑龙江省稻谷、玉米产量 (单位:万吨).....	12
图 14:	公司仓储面积位居全国第五 (单位:万平方米).....	13
图 15:	合作种植示意图.....	14
图 16:	2014 年利润情况 (单位:亿元).....	14
图 17:	2015 年利润情况 (单位:亿元).....	14
图 18:	2011-2016 年利润同比.....	15
图 19:	2011-2016 年净利润同比.....	15
图 20:	公司主营结构变化图.....	16
图 21:	深入农产品产业链上下游.....	16
图 22:	大连为华北重要铁路节点.....	17
图 23:	粮食银行示意图.....	18
图 24:	象屿农产多式联运.....	18
图 25:	玉米深加工产业链.....	19
图 26:	2016 家庭承包耕地流转超过 35%的省市.....	20
图 27:	主销区玉米小麦豆粕等价格 (元/吨).....	21
图 28:	主销区米价 (元/吨).....	21
图 29:	福建、海南、浙江进口精米量 (吨/月).....	21
图 30:	福建、海南、浙江进口大米量 (吨/月).....	21
图 31:	今年铝和铁矿石价格均保持高位.....	23
图 32:	三费占比呈下降趋势.....	24
图 33:	近年我国平均汽车进口量 (单位:辆).....	25
图 34:	我国木材进口指数较高.....	25
图 35:	铁龙物流&广深铁路运量 (单位:万吨).....	26

表格目录

表格 1: 我国主要商品粮收储历程	10
表格 2: 历年玉米临储收购价格 (元/吨)	11
表格 3: 玉米临储补贴项目价格	13
表格 4: 象屿农业供应链盈利环节拆分	15
表格 5: 国内主要粮商情况	21
表格 6: 国际主要粮商情况	22
表格 7: 盈利预测--业务营收假设	27

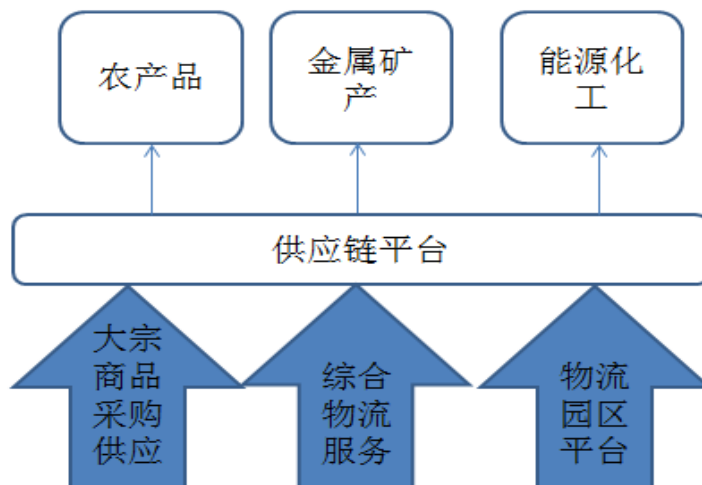
一、集聚供应链优势，站上周期的风口

1. 公司简介：从农产扩张的专业性物流服务商

厦门象屿股份有限公司（以下简称“公司”）于 2011 年 8 月 29 日借壳夏新电子在上交所上市，主营业务覆盖农产品、金属、能源化工供应链体系。公司主要的子公司包括黑龙江象屿农业物产有限公司（以下简称“象屿农业”）、厦门象屿物流集团有限责任公司（以下简称“象屿物流”）、福建兴大进出口贸易有限公司（以下简称“兴大贸易”）、福建省平行进口汽车交易中心有限公司，厦门象屿速传供应链发展股份有限公司（以下简称“速传供应链”）、厦门象道物流有限公司（以下简称“象道物流”）。

公司目前股本 11.71 亿股，流通股值 11.04 亿股。厦门象屿集团有限公司直接持有公司 53.34% 的股权，为公司控股股东，实际控制人为厦门市国资委。

图 1：象屿业务结构

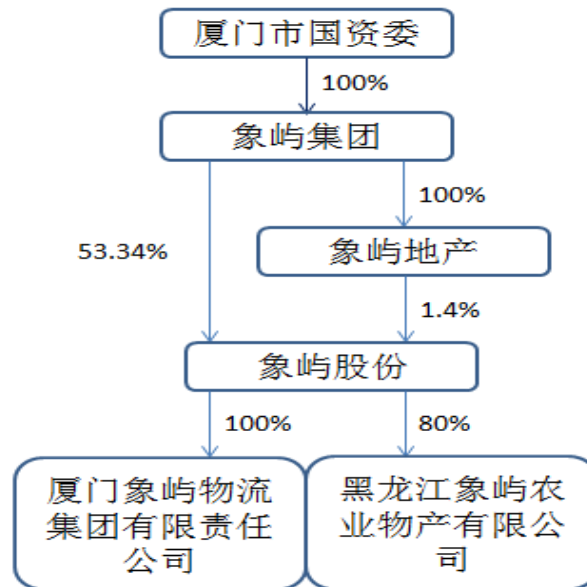


资料来源：公司官网，川财证券研究所

2. 公司产品：立足供应链，服务产业链

公司以物流网络为支撑，主营业务包括大宗商品采购供应、综合物流和物流平台建设运营，并已初步构筑起以农产品、金属、能源化工为主的供应链体系，并在厦门、晋江、龙岩、福州和上海等地拥有物流园区，形成了联结环渤海、长三角、海峡西岸和珠三角区域的物流园区网络。

图 2：象屿股权结构



资料来源：Wind 资讯，公司官网，川财证券研究所

2016 年，随着临储时代结束，公司及时调整战略，目前正在积极布局后临储时代的供应链发展规划。

图 3：象屿供应链服务一览



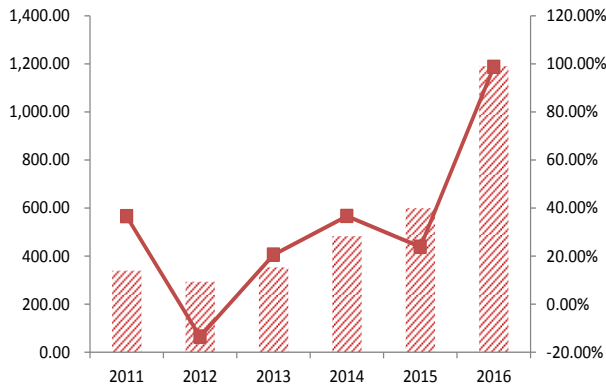
资料来源：公司官网，川财证券研究所

3. 财务表现：象屿农业是公司主要利润来源

公司从 2011 年借壳夏新电子上市以来，营业收入从 339.34 亿元增长到 2016 年的 1190.67 亿元，CAGR28.5%；实现归属于母公司所有者的净利润从 1.77 亿元增长到 4.26 亿元，CAGR19.2%。由于公司在金属矿产以及能源化工等

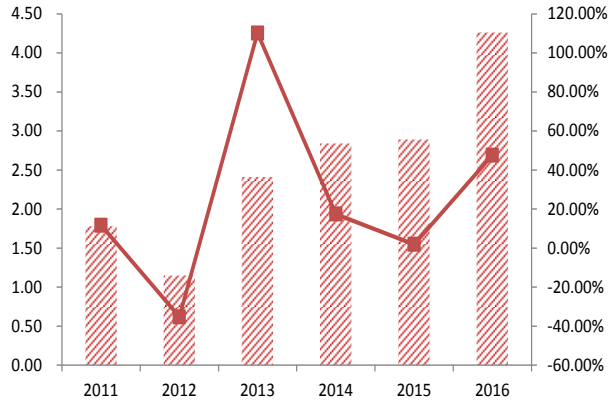
板块 2016 年度公司营收破千亿，为 1190.67 亿元，同比增长 99%。实现归母净利润 4.26 亿元，同比增长 48%；实现扣除非经常性损益后的净利润 6.50 亿元；每股收益 0.36 元。截止 2016 年末，公司总资产和归母净资产分别达到 339 亿元和 66.9 亿元，同比增幅分别为 30%和 11%，取得了公司自重组上市以来的最好成绩。

图 4： 2011-2016 营业收入同比变化



资料来源：公司公告，川财证券研究所

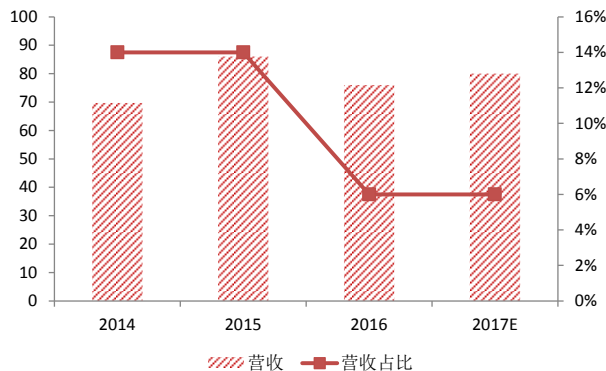
图 5： 2011-2016 年归属母公司净利润



资料来源：公司公告，川财证券研究所

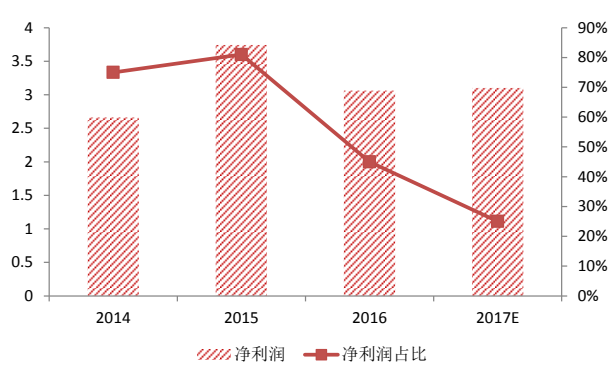
公司利润增长不及营收增长的主要原因是营收贡献主要来源于金属矿产和能源化工而利润增长则来自于农业产业链。2016 年前大宗商品市场持续低迷，全球经济增长放缓打压了原油、钢铁、有色、煤炭等主要大宗商品的价格，公司作为中间贸易商，虽然年销量逐年增长，但盈利能力有限。2014-2016 年公司农业产业链营收分别为 69.61 亿、86 亿、76 亿，净利润占比分别为 75%、81%、45%。

图 6： 2014-2016 年农业产业链营收&占比



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 7： 2014-2016 年农业产业链净利润&占比



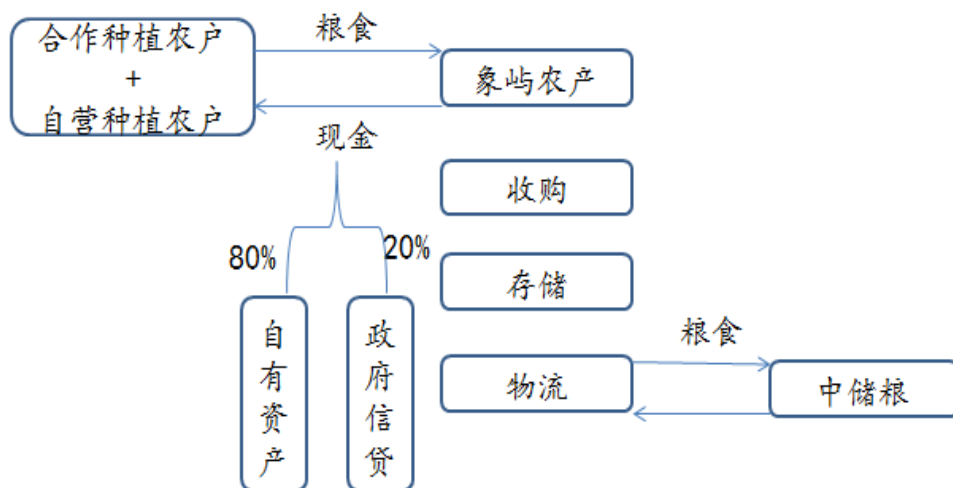
资料来源：公司公告，川财证券研究所

二、农业板块：临储前后，打造供应链一体化初衷不变

1. 象屿农业：构建粮食供应链综合服务平台

公司在 2013 年中下旬与黑龙江穆氏家族合资设立了黑龙江象屿农业物产有限公司（公司持股 80%，简称象屿农产），象屿股份农产品供应链以象屿农产为核心，构建从粮食种植、收购、运输到销售全过程的粮食供应链综合服务平台。农产品供应链业务主要包括合作种植/合作收粮、粮储业务和农产品相关业务（深加工、贸易、物流等）。公司目前经营和管理的粮食仓容约 1500 万吨，管理国储粮食库存总量达 1356 万吨，日烘干能力为 15 万吨，年粮食外运能力约为 650 万吨。

图 8：代收代储业务模式



资料来源：公司公告，川财证券研究所

2. 临储时期：发挥仓储优势，代收代储

2.1 临时收储：时代背景下的调控政策

我国于 2004 年开始全面放开粮食收购市场，但为了避免历史上出现的谷贱伤农现象以及为了应对国外商品粮进口对国内的冲击，国家于 2005 年实行粮食最低收购价收储政策，初衷是鼓励主产区粮食种植，保证国家粮食安全。收储政策距今已实行十余年，先后包括稻谷、小麦、玉米、大豆、棉花、白糖等品种，收储政策通过设定国家收储价，保证农民销售农产品的最低价，保障其收入从而保护其种植积极性。

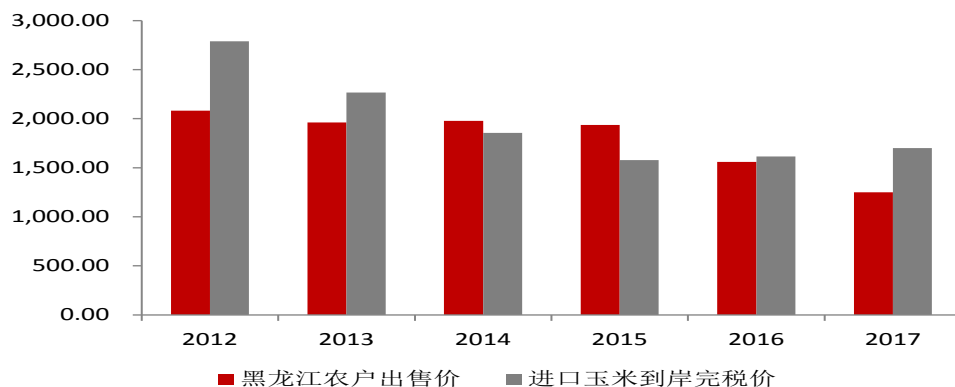
表格 1: 我国主要商品粮收储历程

时间	收储历程
2004 年	2004 年国务院印发《关于进一步深化粮食流通体制改革的意见》决定“全面放开粮食收购市场，积极稳妥推进粮食流通体制改革”，“为保证市场供应、保护农民利益，必要时可由国务院决定对短缺的重点粮食品种，在粮食主产区实行最低收购价格”。
2005 年 7 月	江西、湖南、安徽、湖北 4 个早籼稻主产省于 7 月 28 日启动最低收购价稻谷执行预案。
2005 年 9 月	江西、湖南、湖北、安徽、四川等 5 个中晚籼稻主产省于 9 月 15 日起陆续启动最低收购价稻谷执行预案。
2006 年	河南、河北、山东、江苏、安徽、湖北 6 个小麦主产省启动了最低收购价小麦执行预案。
2008 年 10 月	先后启动了五批粮食临时收储计划，品种涉及玉米、大豆、稻谷、油菜籽等。
2011 年	国家将棉花纳入临时收储。

资料来源：国家粮食局官网，川财证券研究所

收储政策在过去的十余年中成为国家调控玉米、大豆等收购市场的重要手段。这种政策兼有价格干预和收入补贴性质，在市场价格低于临储价时启动收购。自国家在东北三省和内蒙古自治区实行玉米临时收储政策以来，这一政策对保护农民利益和种粮积极性、保持市场稳定、保障国家粮食安全发挥了重要作用。然而，在新的市场环境下，国家收储行为客观上也造成粮食价格形成机制与市场价格不匹配，对加工行业造成了较大的冲击。近几年国际粮价深度回落，外国玉米及其替代品大量进口，而国内玉米年年丰收使得消费需求下滑而库存不断增加。从 2010 年开始，我国粮食价格已经全面高于国际市场的离岸价，到了 2015 年，我国玉米国内价格比关税配额内进口完税价格高出 43.8%，导致国内外玉米价格倒挂、进口猛增。2016 年，国家取消对玉米的临储，从而降低了粮食价差带来的政策的潜亏、粮食损耗和坏粮的风险，也缓解了由国家收储带来的仓容紧张的矛盾。

图 9: 国内玉米价格竞争力较弱

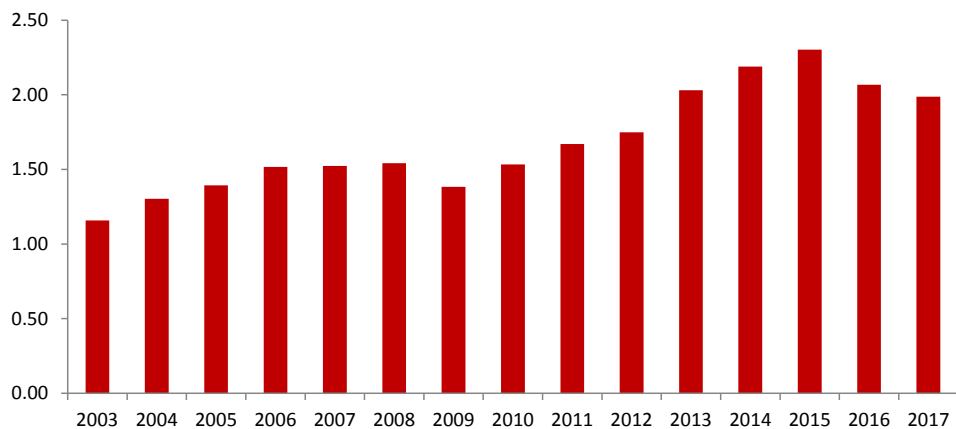


本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

资料来源: Wind 资讯, 川财证券研究所

玉米临储退出减少国家储粮支出, 加强了市场对玉米供需的调节, 同时, 为保持优势产区玉米种植收益基本稳定, 国家建立了玉米生产者补贴制度, 给予一定财政补贴。今年玉米价格基本维持在 1200-1400 元/吨的价格区间, 政府补贴标准约为 200 元/亩, 按照玉米平均单产 500 公斤/亩测算, 相当于补贴 400 元/吨。价格加补贴维持在 1600-1800 元/吨, 与临储时 1800-2000 元/吨的收储价相差不大。2016 年我国玉米产量小幅下降, 2017 年前七个月已收获 1.96 亿吨, 全年预计超过两亿吨, 恢复到 2015 年水平。

图 10: 2003-2017.8 我国玉米产量



资料来源: Wind 资讯, 川财证券研究所 (注: 2017 年统计数据截止到 2017 年 8 月)

表格 2: 历年玉米临储收购价格 (元/吨)

年份	发布时间	黑龙江	吉林	辽宁、内蒙	收购期
2008	08 年 10 月下旬	1480	1500	1520	08. 11-09. 04. 30
2009	09 年 11 月 27 日	1480	1500	1520	09. 12. 01-10. 04. 30
2010	11 年 1 月 17 日	1780	1800	1820	10. 12. 01-11. 04. 30
2011	11 年 12 月 14 日	1960	1980	2000	11. 12. 14-12. 04. 30
2012	12 年 11 月 15 日	2100	2120	2140	12. 11. 16-13. 05. 31
2013	13 年 7 月 3 日	2220	2240	2260	13. 11. 25-14. 04. 30
2014	14 年 11 月 25 日	2220	2240	2260	14. 11. 25-15. 04. 30
2015	14 年 9 月 18 日	2000	2000	2000	15. 11. 01-16. 04. 30

资料来源: 国家粮食局官网, 川财证券研究所

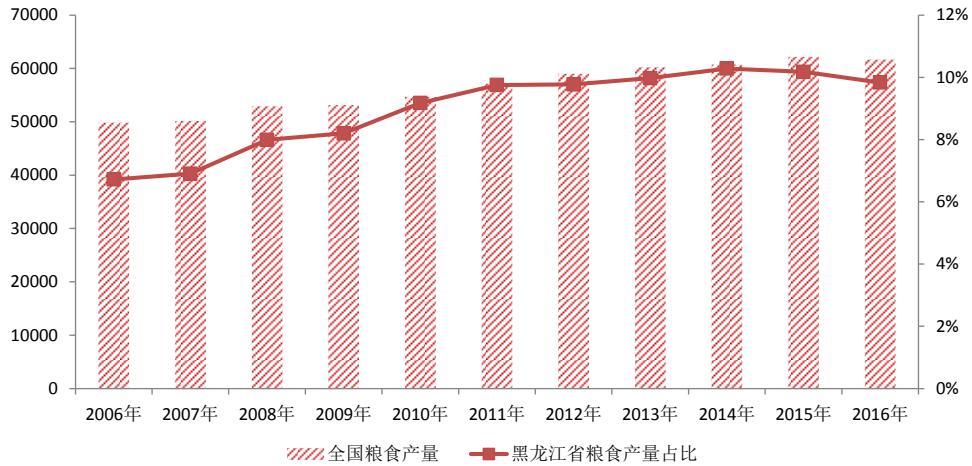
2.2 背靠“粮仓”, 发挥仓储优势

为布局农产品供应链, 公司立足黑龙江, 黑龙江是我国主要商品粮基地。黑龙江主要种植玉米、大米等商品粮, 粮食产量逐年上升, 占全国粮食产量比重也逐年增加。2016 年全国粮食总产量 61623.9 万吨, 黑龙江省以 6058.6 万吨的

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

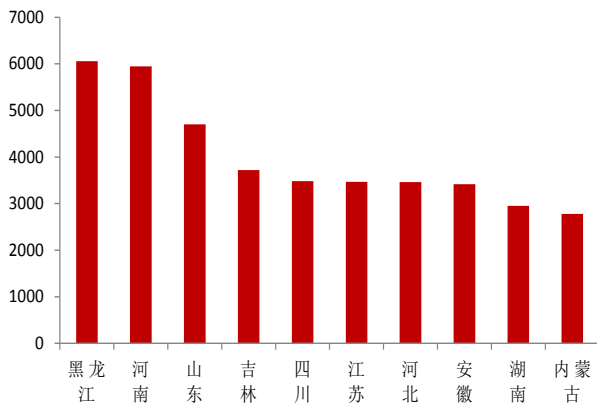
年产量位居全国第一，占比约为 9.83%。

图 11： 2006-2016 年全国粮食产量&黑龙江省产量占比



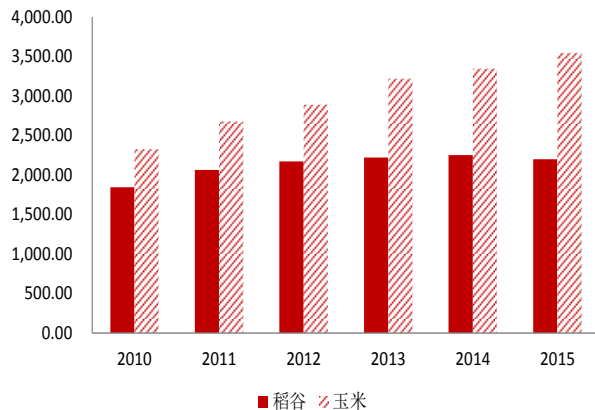
资料来源：国家统计局，川财证券研究所

图 12： 2016 年粮食产量 top10 (单位：万吨)



资料来源：国家统计局，川财证券研究所

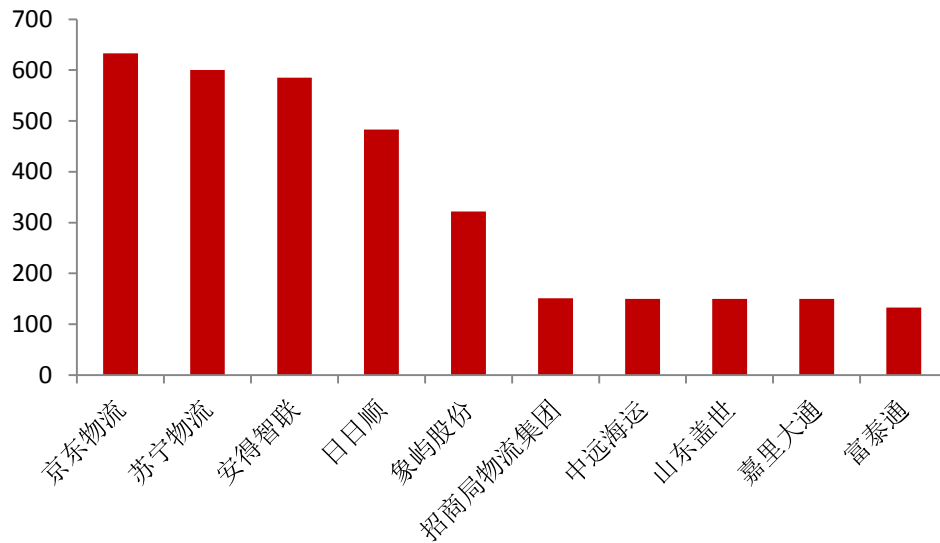
图 13： 黑龙江省稻谷、玉米产量 (单位：万吨)



资料来源：国家统计局，川财证券研究所

临储时期，象屿农业主要收入来源为合作种植后代收代储补贴，公司在收-存-运-配一体化的农业供应链体系中，前期主要聚焦在物流仓储方面，公司仓储面积排名全国前五，总规模约为 322 万平，主要集中在东北地区，约为 200 多万平，主要用于东北地区粮食存储。同时南方东部沿海 T 型区域布局了 115 万平的仓储用地以及 28 万平的码头堆场。临储前，公司每年为国家代收粮食约为 400-600 万吨，代存粮食约为 1300 万吨。

图 14： 公司仓储面积位居全国第五（单位：万平方米）



资料来源：中国仓储与配送协会，川财证券研究所

根据临储时的补贴政策，临储玉米每年的库存保管费用补贴为 80 元/吨、收购补贴为 50 元/吨左右、出入库费用为 30 元/吨、简易和露天存储设施搭建补助费用标准为 70 元/吨。2014-2016 年农产品贸易营收分别实现 69.61 亿元、86 亿元和 76 亿元。

表格 3： 玉米临储补贴项目价格

补贴项目	补贴金额
收购	50 元/吨
库存保管	30 元/吨
建造临时露天仓储设施搭建补助	86 元/吨每年（2017 年降到 80 元/吨）
出入库	70 元/吨

资料来源：国家粮食局官网，川财证券研究所

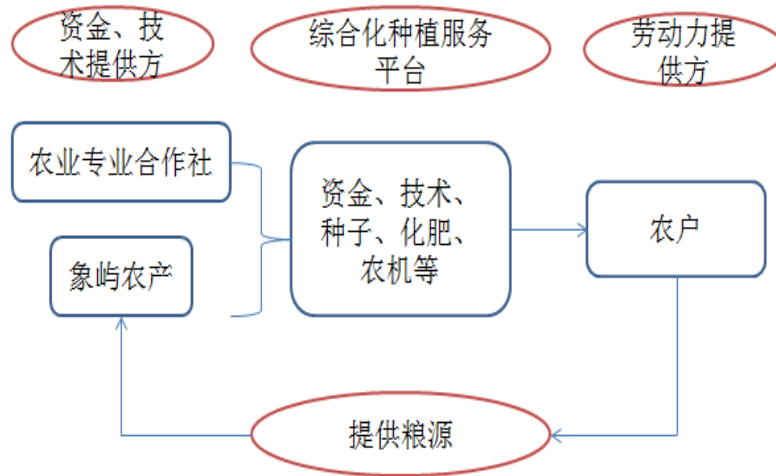
2.3 步步为营、打造一体化“粮商”

2013 年 9 月公司与当地依安县穆氏家族合资成立象屿农产专门从事粮食供应链业务，注册资本 5 亿元，象屿出资 80%，穆氏家族出资 20%。通过与穆氏家族的合作，合资公司在黑龙江地区开展粮食收购、仓储商贸、进出口、物流、种业、肥业、种植、深加工及配套等业务，深度布局“农资-种植-收购-仓储-物流-贸易-深加工”全产业链环节。公司围绕农产品供应链业务在黑龙江与当地农户及粮食收购单位展开广泛的合作，通过向合作方提供包括资金、种、肥、

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

农机、技术服务、保险等系列综合服务，实现利益共享。

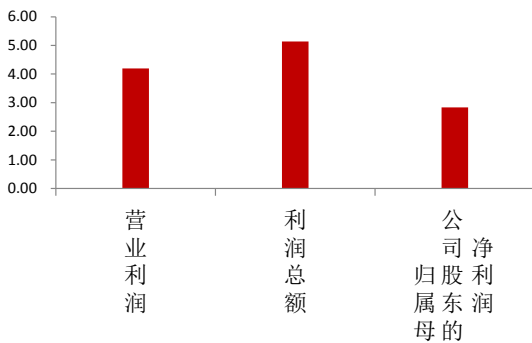
图 15：合作种植示意图



资料来源：公司官网，川财证券研究所

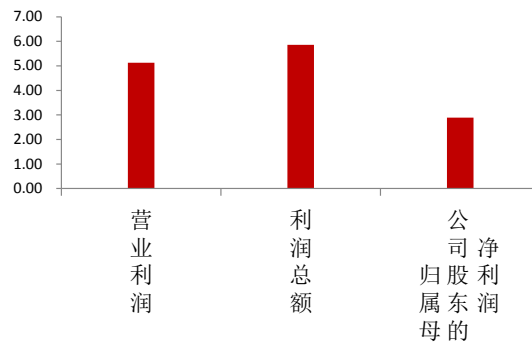
2014 年象屿农产在黑龙江依安建立起了成熟的粮食仓储物流平台，通过自建、收购、租用、合作等方式整合仓容达到 1000 万吨，日烘干能力达到 8 万吨，实现年粮食外运 450 万吨。2014~2015 收储季象屿农产完成临储收粮 610 万吨，合作收粮 120 万吨。其中 2014 年实现营收 69.61 亿，净利润 2.66 亿元；2015 年实现营收 65.38 亿元，净利润 3.74 亿元。

图 16：2014 年利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 17：2015 年利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，川财证券研究所

2015 年公司仓容面积和收储业务收入进一步扩大，其中粮食仓容能力约 1700 万吨，粮食在库量约 1300 万吨，粮食日烘干能力约 15 万吨，粮食外运能力约 600 万吨/年。2015 年-2016 年收购季，象屿农产代收国储粮食约 630 万吨，其中水稻 130 万吨、玉米 500 万吨，完成农产贸易量 379 万吨，实现营收 86 亿元，为公司贡献净利润 3.73 亿元，占比为 81%。

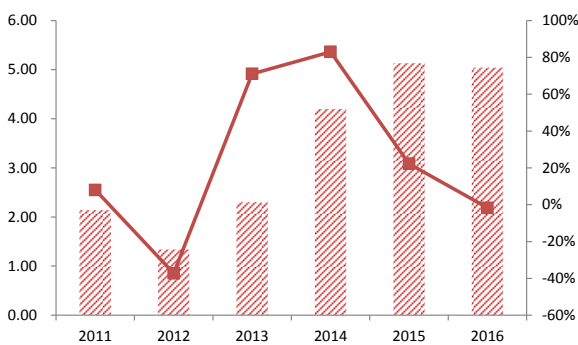
表格 4: 象屿农业供应链盈利环节拆分

	2014	2015	2016	2017H1	2017E
种植面积 (万亩)	/	230	8.6	8.6	20-30
收粮数量 (万吨)	/	610	630	350	650
合作种植&合作收粮收益 (亿元)	3.53	3.81	1.04	0.6	1
外运 (万吨)	450	379	200	129	400
营收 (亿元)	69.61	86	76	70	80
营收占比	14%	14%	6%	8%	6%
净利润 (亿元)	2.66	3.74	3.06	1.34	3.5
净利润占比	75%	81%	45%	29%	20%-25%
公司总营收 (亿元)	483.84	599.23	1190.67	914	1547.8
公司总利润 (亿元)	3.55	4.62	6.73	4.24	8.26

资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

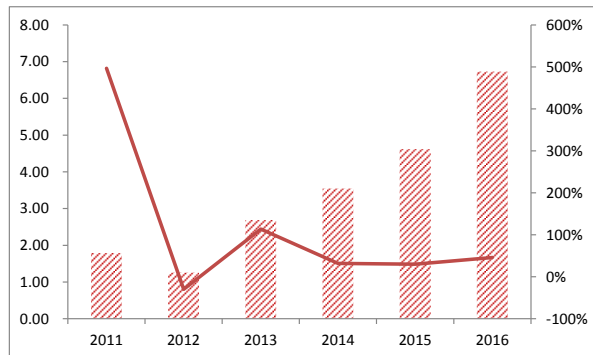
2014 年和 2015 年公司先后完成两次定增, 募集资金大部分用于粮食仓储物流中心项目建设, 2014 年 4 月收购黑龙江依安县的鹏屿物流和 2015 年投资的黑龙江省富锦市粮食仓储物流基础设施建设, 快速实现了一个物流中心、多个粮食仓储的网络布局。2016 年公司粮食种植面积从此前的 230 万亩锐减到 8.6 万亩, 合作种植与合作收粮收益下降至 1.04 亿。2016 年末公司粮食仓储规模由 2015 年末的 1270 万吨上升至 1385 万吨, 仓储收入和盈利增长部分抵消了合作种植及粮食贸易下滑的影响。

图 18: 2011-2016 年利润同比



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

图 19: 2011-2016 年净利润同比



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

3. 临储后时代: 拥抱市场化竞争, 打通上下游

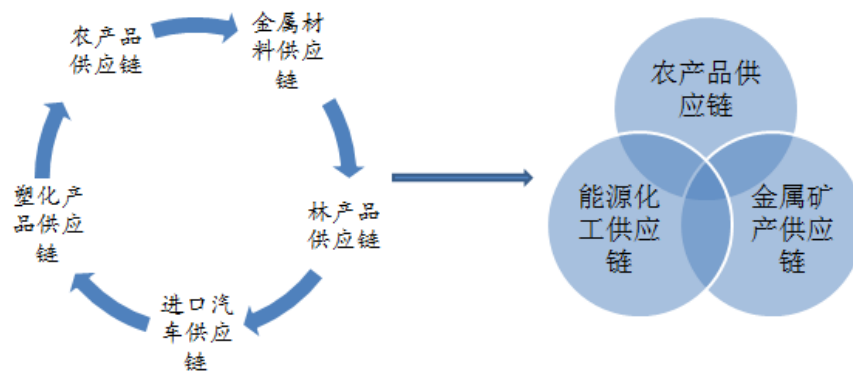
3.1 临储变天, 积极应对

2016 年, 国家决定在东北三省和内蒙古自治区取消玉米临时收储政策, 调整

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

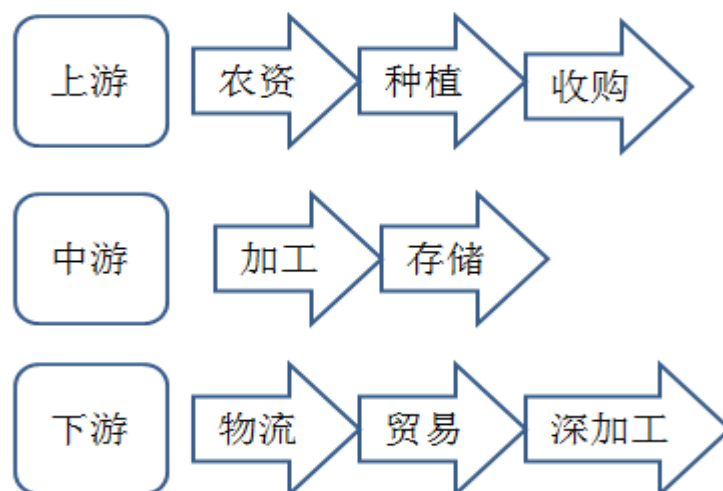
为“市场化收购”加“补贴”的新机制。公司针对相关农产品政策调整与市场转轨过程中出现的阶段性市场风险，公司暂停玉米种植业务，控制贸易规模，在保持政策粮食收储业务稳定的同时，重点在上游完善富锦、北安、绥化、讷河、嫩江等地粮食收、储、物流网点布局；在下游着力搭建“北粮南运”的物流通道，展开大连、南通等关键物流节点布局，并积极推动与铁路企业的深度合作。农产策略由“合作种植—收粮—烘干加工—存储”模式积极调整为“农资-种植-收购-加工-仓储-物流-贸易-深加工”模式，注重流通环节，深耕北粮南运供应链管理。

图 20：公司主营结构变化图



资料来源：公司官网，川财证券研究所

图 21：深入农产品产业链上下游



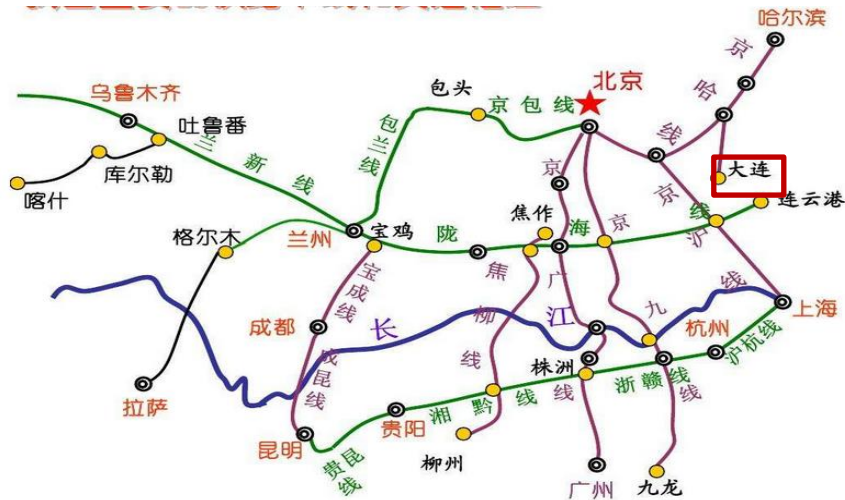
资料来源：公司公告，川财证券研究所

临储退出之后，公司的业绩增长将来自两个方面：一是公司粮食流通量将增加，

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

因为东北玉米价格下跌之后，北粮南运量将会增加；二是玉米供应链盈利能力将会提升，因为临储时期玉米产业链的利润主要集中在种植端，市场化收购后，公司对上游种植户和下游销售渠道都具有较强的议价能力，玉米产业链的利润将由之前的种植端向流通端转移。

图 22： 大连为华北重要铁路节点



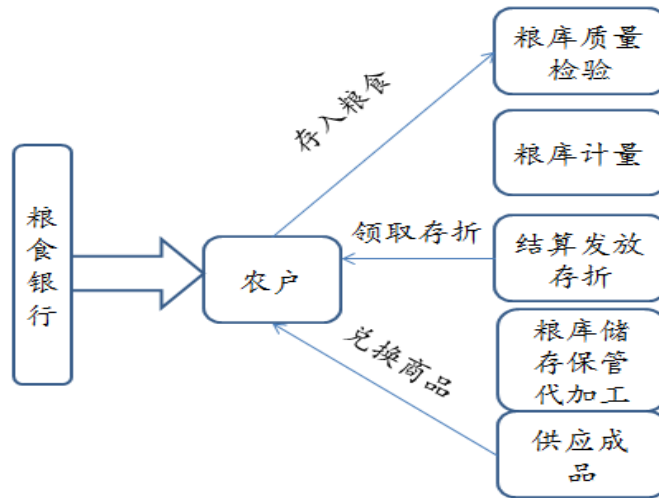
资料来源：铁路信息网，川财证券研究所

公司在黑龙江拥有公路和铁路运输能力，玉米临储价格的退出虽造成玉米价格下跌，但从另一方面也提升了东北地区玉米的市场竞争力，而公司较强的运输能力能够有效应对北粮南运运量的增加，从而在一定程度上缓解了公司农产品贸易相关收入的下滑速度。2017 年公司决定在大连设置粮食集散中心，通过和地方铁路局及港口合作着力打通粮食出关通道，通过多式联运的协同合作，外运量有望从 2015 年的 200 余万吨增加至 400~500 万吨，产业链预计营收可与上年持平。

3.2 上游：保持种植存储优势，拓展粮食银行业务

除去订单需求的收入，种植端还会继续为农民收粮。黑龙江省玉米年产量为 3000-4000 万吨，公司针对玉米种植期农民融资难、收割季存储易霉变等问题，在上游同时开展粮食银行业务，即在种植季贷款给农民购买种植资料，利率约为 8-10%，收获季有偿收粮存储，通过多样化服务，形成独一无二的一体化全产业链。

图 23：粮食银行示意图

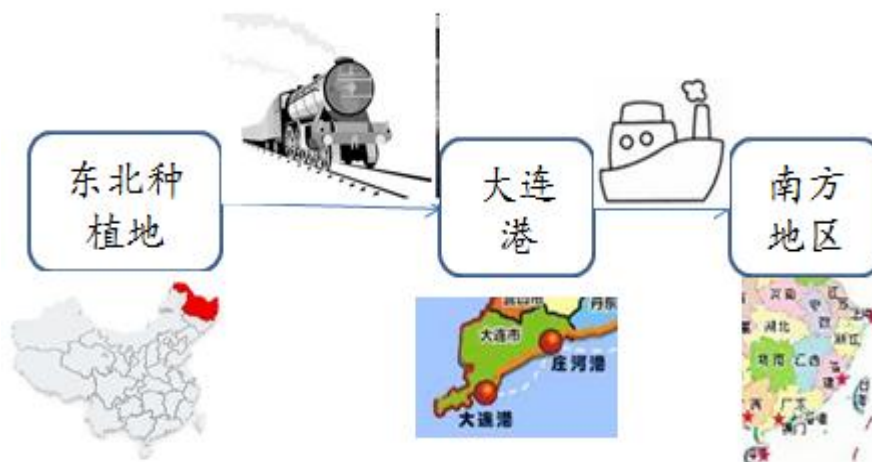


资料来源：公司公告，川财证券研究所

3.3 中游：北粮南运，把握流通环节

2017-2018 年，公司业务板块重新梳理，为北粮南运建立通道，完善配套物流体系。公司一是在临储时代已经在北方布局了仓储系统，二是与大连、营口等北方港口有多年的合作经验，在九大粮食基地均布局了专业的铁路和配送线路，形成多式联运一体化配送体系。先通过铁路运输直接将粮食从基地对接到铁路主干线，再通过大连港等港口仓库中转，最后海运到南方，同时公司也在布局南方的仓储和公路运输等环节。通过“种植—收购—存储—加工—配送—运输”全产业链布局优化中间环节，补齐社会化环节，建成标准化、定向化的通道。

图 24：象屿农产多式联运



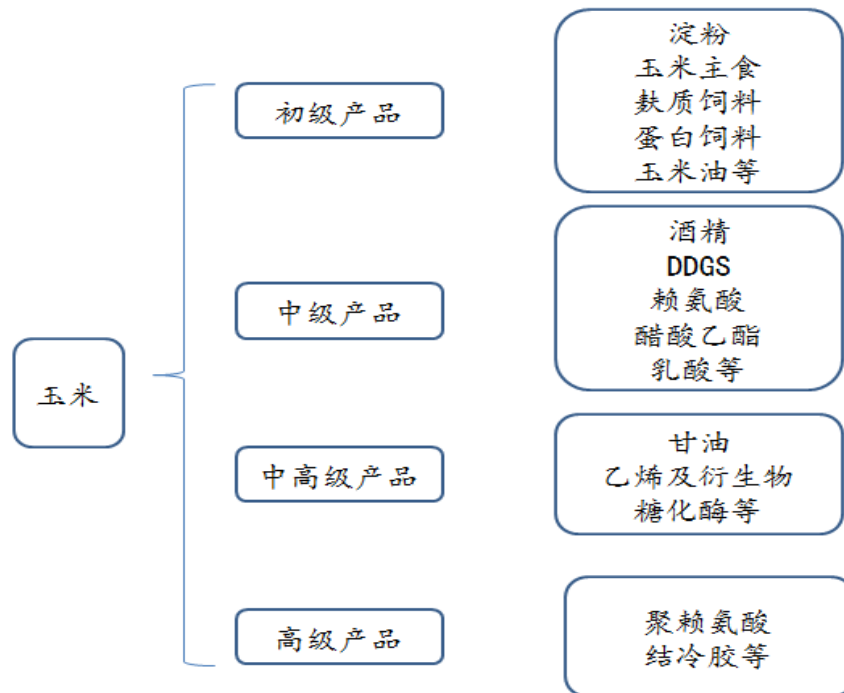
资料来源：公司公告，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

3.4 下游：拓广渠道，寻求市场化盈利空间

伴随着我国养殖业和玉米深加工工业的发展，我国玉米消费量持续增长，目前年消费量在 1.8-1.9 亿吨左右。2015 年，饲料消费占比达 64%左右，深加工占比达到 26%左右。

图 25：玉米深加工产业链



资料来源：农业信息网，川财证券研究所

随着 2017 年 10 月收购季以及 2018 年种植季的来临，公司调整运营模式，从为国家代收代储转变为下游企业供应农产品，根据下游玉米深加工厂和南方饲料厂的订单需求开展种植，发挥广泛的渠道和品牌优势，农场业务重新启动。一是为饲料厂开展订单种植，公司与圣农、海大、通威等企业有多年粮食代销合作经验，公司目标计划每年完成 300 万吨的订单量，春种季根据需求方的订单量启动上游种植，收获季直接运输配送到南方饲料厂。二是为深加工厂开展订单种植，预计年消化玉米 120 万吨，深加工产品主要为酒精和淀粉，兼有玉米胚芽粕、玉米皮喷浆、玉米皮、玉米蛋白粉、麸皮等。

3.5 产业链拉长，盈利空间增加

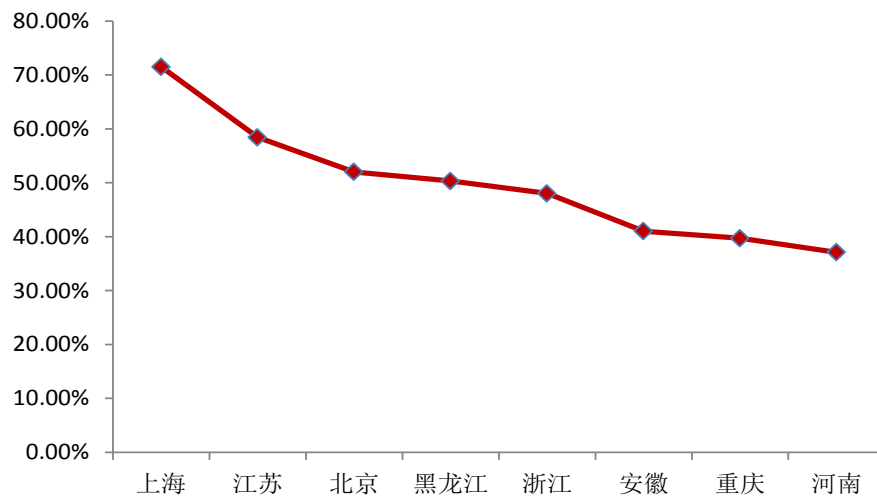
公司通过“农资-种植-收购-加工-仓储-物流-贸易-深加工”全产业链服务，实现多元化盈利。

受经营面积、地价成本以及土地流转权的影响，公司目前在合作种植和收粮环

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

节盈利能力有限。根据《关于引导农村土地经营权有序流转发展农业适度规模经营的意见》作出的界定，规模经营的面积要相当于当地户均承包土地面积 10-15 倍、约 100 亩左右。目前东北地区流转土地租金约为 300-400 元/亩，加上其余农资投入，成本约为 1000-1200 元/亩。同时公司要实现稳定的规模经营需要维持土地 3-5 年的经营权。截至 2015 年底，全国家庭承包耕地流转总面积为 4.47 亿亩，流转面积占家庭承包经营耕地面积的 30.32%。我们预计未来 5 年全国流转面积占比可提升至 50%，其中有 80% 的流转耕地需要各式各样的种植综合服务，假使仍以 30-60 元的每亩服务费用计算，则未来种植综合服务市场约有 150-350 亿元的利润空间。在上游种植收粮端，公司为当地农民提供种植服务，按 30-60 元/亩的标准收取服务费。

图 26：2016 家庭承包耕地流转超过 35% 的省市



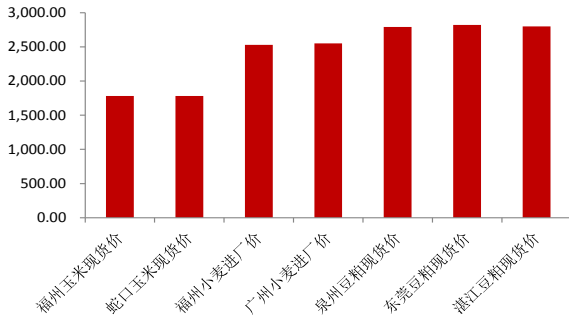
资料来源：土流网，川财证券研究所

中游的收入主要来源为存储和加工，仓储收费标准与临储时保持一致，即库存保管 80 元/吨、出入库费用 30 元/吨；烘干费约为 60 元/吨（按 20 水烘干至 14 水计算）。目前公司经营和管理的粮食仓容约 1700 万吨，粮食日烘干能力约 15 万吨。2015 年-2016 年收购季公司代收玉米 500 万吨，约占黑龙江省玉米产量的 1/10。农民存量不同于国储，出入库较为频繁，仓储加工环节可创造营收约 10 亿元，其中实际存储价格可能会比临储时稍高一点。

下游流通配送的主要利润来源为运输服务费和贸易过程中的资金垫付。运输服务方面，公司目前粮食外运能力约 600 万吨/年，运输价格约为 60 元/吨，2016 年公司外运粮食约为 400 万吨计算，年收入约为 3 亿左右。资金垫付方面，以 300 万吨每吨的价格计算 1500-2000 元的价格计算，需垫付 15-20% 的头寸，利息率约为 6%，收入约为 4500-5000 万元。公司全产业链布局，协同一体化效率提高还可以使整个环节要素成本降低 80-100 元/单，这样一能保证公司的

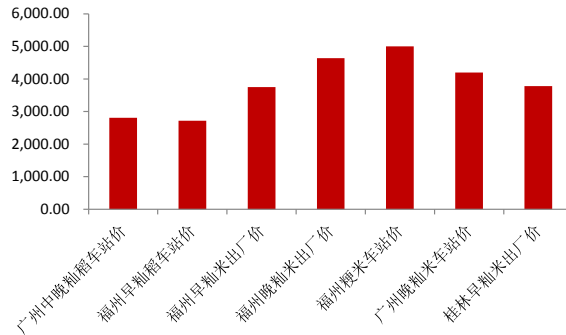
价格优势，二能提高公司与下游饲料厂的利润分成。

图 27：主销区玉米小麦豆粕等价格（元/吨）



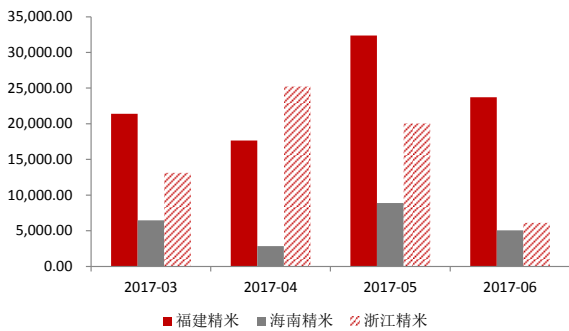
资料来源：Wind 资讯，川财证券研究所

图 28：主销区米价（元/吨）



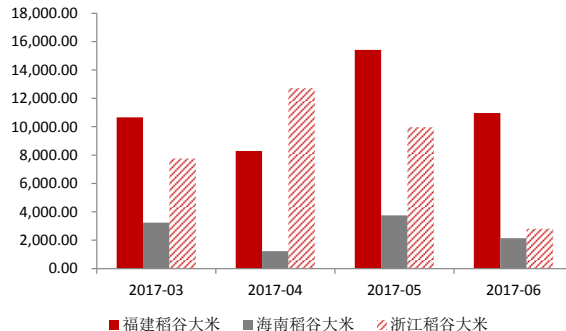
资料来源：Wind 资讯，川财证券研究所

图 29：福建、海南、浙江进口精米量（吨/月）



资料来源：Wind 资讯，川财证券研究所

图 30：福建、海南、浙江进口大米量（吨/月）



资料来源：Wind 资讯，川财证券研究所

表格 5：国内主要粮商情况

公司	成立时间	总资产(亿元)	主营业务	公司规模
中粮集团	1952	5000 (2016)	粮油糖、食品、土产、畜产品加工、制造及销售业务。	2016 年，拥有全球仓储能力 3100 万吨，年加工能力 8950 万吨，港口中转能力 5400 万吨，业务涉及 140 多个国家。
中储粮	2000	11263 (2015)	中央储备粮的经营管理；接受国家粮油购销调控；自主经营、自负盈亏。	2016 年，中储粮系统空调控温储粮规模达到 2000 万吨以上，氮气调储粮技术改造 1500 多万吨，内环流控温储粮 1700 多万吨，智能通风约 1800 万吨。中央储备粮科技储粮覆盖率达到 95% 以上。
益海嘉里	2001	1880 (2014)	油籽、谷物、食用油、棕榈油和月桂酸油加工成多种高品质的食品、饲料原料和油脂化学品加工与销售	集团油籽年压榨量达 1000 万吨，油脂年精炼能力 300 万吨，分提能力达 100 万吨，出口豆粕占全国年出口总量的 70% 以上，是国内最大的油脂、油料加工企业集团之一。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

北大荒集团	1998	1690 (2015)	农产品销售和土地承包费收入、农副产品加工和食品工业、粮食贸易和农资产品销售。	2016年粮食综合生产能力达到450亿斤，商品粮400亿斤，年粮食加工转化能力2380万吨；年中转能力200万吨
北京粮食集团	1991	223.6 (2016)	粮食贸易与物流、粮油食品加工及商贸物流业务	2016年末，集团总资产223.6亿元，粮油仓储容量510万吨，粮油加工能力420万吨，粮食经营量1000多万吨，商业不动产经营面积70余万平方米。

资料来源：公司网页，川财证券研究所

表格 6：国际主要粮商情况

公司	成立时间	进入中国时间	营收	业务简介
嘉吉	1865	1971	1097 亿美元 (2016)	在中国已经有了 37 家独资合资企业，农业和食品行业投资额达到 7 亿美元。业务包括：农产品加工和提高农产品生产效率的农业化肥、动物饲料等，并拥有四家油籽加工厂。
ADM	1923	1994	623.46 亿美元 (2016)	通过与新加坡丰益国际集团共同投资组建益海嘉里。生产玉米小麦油籽。主营农业服务、油籽加工、玉米提炼产品等。
路易达孚	1851	1973	498.38 亿美元 (2016)	每年向国内市场供应 800 多吨大豆，3 家大豆油压榨厂，为主要消费市场提供大豆粉、豆油以及副产品，并进行谷物的销售。
邦吉(荷兰)	1818	1998	434.56 亿美元 (2016)	谷物、油籽、蛋白饼粕、食用油、酒糟饲料等产品的贸易，农产品航运，结构性贸易融资，温室气体减排，通过油籽压榨和精炼生产原油、脱胶油、小包装食用油、豆粕、卵磷脂、饲料等产品。

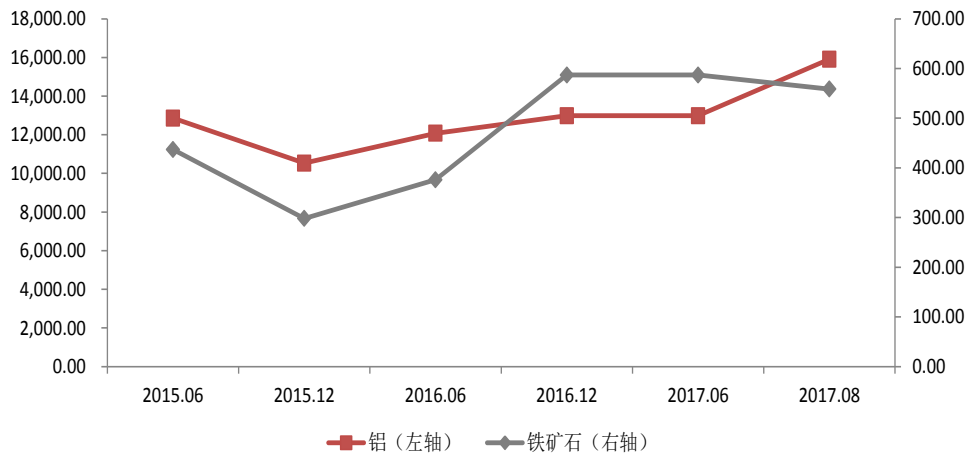
资料来源：公司网页，川财证券研究所

三、矿产、能源，站在周期的风口起舞

1. 有色矿产，时运共济

2016年以来金属矿产行业盈利水平稳步上升，2017年一季度钢材、铁矿石、布伦特原油、LME铜分别同比上涨99.5%、62%、58%、24.8%，金属矿产作为公司主营的三大方向之一，主营业务利润增速与商品价格走势基本一致。2016年全年实现销量5039万吨，营收797亿元。有色矿产品营收约250亿元，增长约3.4倍；钢材营收约400亿元，其中不锈钢业务板块为重要客户提供供料代销服务，并延伸产业链，营收超过140亿元。

图 31：今年铝和铁矿石价格均保持高位



资料来源：Wind 资讯，川财证券研究所

在大宗贸易上，公司主要深度参与客户的上游采矿和下游销售环节，提供供应链服务。2017 上半年受益于宏观经济继续企稳向好，大宗商品市场需求和活跃度提升，供应链业务高速增长。公司实现营业收入为 914 亿元，同比增加 84.22%；实现利润总额 5.3 亿元，同比增加 64.63%；实现归母净利润 3.0 亿元，同比增加 94.38%。其中黑色金属产品营收约 406 亿，同比增长 83%；有色金属和矿产品的业务占比提升，营收规模合计超过 230 亿元，同比增长 123%。黑色金属营收占比由一季度的 2/3 下降到 1/2 左右体现了公司业务重点由刚上市的黑色系逐渐扩展，产品结构进一步优化。预计全年金属矿产可实现营收 1050 亿元左右，增速为 30%-35%。

2. 能源化工，稳步增长

能源化工目前主要服务的品类为塑料，乙烯，聚酯和石油。公司聚焦核心客户，从贸易商转变为服务上，主动筛选一批由于资金问题而影响生产的中型企业，年产量为 80-500 万吨不等，为其提供利息为 8-10% 的资金垫付，企业得到资金后解决生产中遇到的问题，最后将产品通过象屿销售，在盘活企业向产业链上下游延伸。通过这种业务模式，公司目前已进入了三桶油的分销体系，2016 年销量 421 万吨，实现营收 206 亿元。2017 年上半年能源化工产品供应链营收 198 亿元，同比增长 117%，预计全年营收可实现 50% 以上增长。

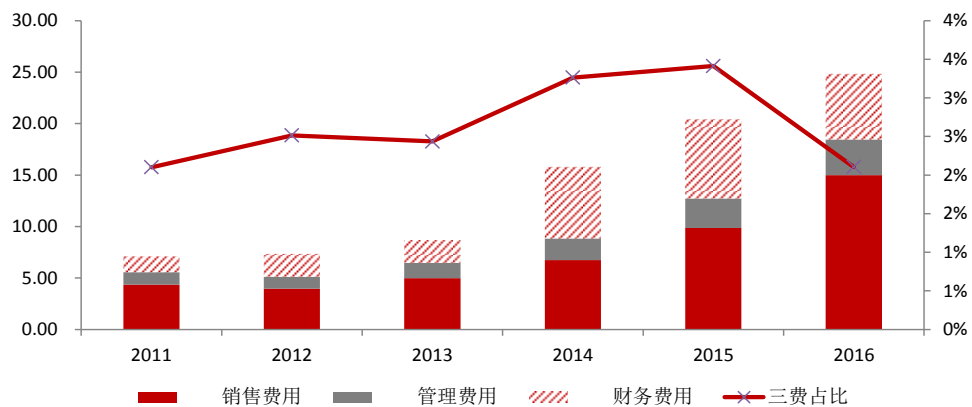
3. 做好风控管理，调整盈利结构

在与能源化工和金属矿产的客户合作上，公司的思路基本一致，保持“立足供应链，服务产业链”的经营理念，深耕全产业链服务，围绕核心优质工厂型客

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

户开展全流程供应链管理服务，通过和客户在原材料采购、产成品分销、库存管理等全流程的深度合作中实现物流、资金流、信息流、商流的无缝对接，减少资金沉淀和空转。这样一是减少风险，提高供应链整体运营效率，2017年一季度公司资金周转加快带动公司财务费用率由去年同期的0.75%下降至0.59%；二是拉长服务线，通过码头到公路、公路到铁路、铁路到码头的节点切换，增加服务环节，提高工厂服务的流动性和效率，增强客户粘性；三是从贸易商转变为代理商，切入客户产业链上下游，同时可以扩展服务的品类，目前公司在能源化工和金属矿产的代理服务中的净利率为3.5%左右。两个板块在净利润上的占比也在不断扩大，2017年上半年，能源化工和金属矿产的利润占比由2016年的30%左右上升到了70%左右，约为0.94亿元。

图 32：三费占比呈下降趋势



资料来源：公司公告，川财证券研究所

四、多头并进，拓广服务领域

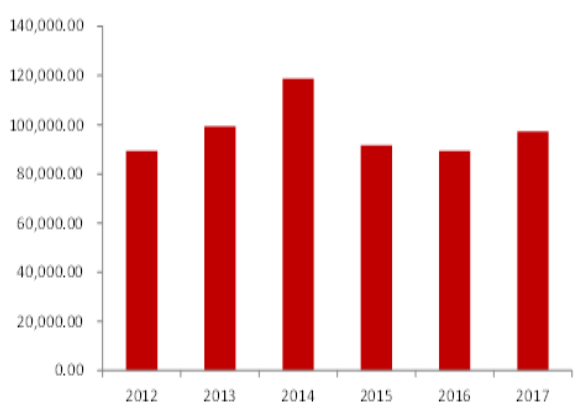
1. 汽车：福建最大的平行汽车进口商

公司是福建省最大的平行汽车进口商，2016年进口平行汽车在全国的市场占有率达到10%。推动江阴口岸汽车保税仓储业务落地，探索“保税仓储+海关商检一体化”模式，打造集全程物流、保税仓储、展示、商务服务和供应链金融配套为一体的平行进口汽车综合交易平台。公司进口汽车供应链2016年实现营收36亿元，同比增加33亿元，2017预计实现营收72亿元。

2. 林业：把握木材消费增长趋势

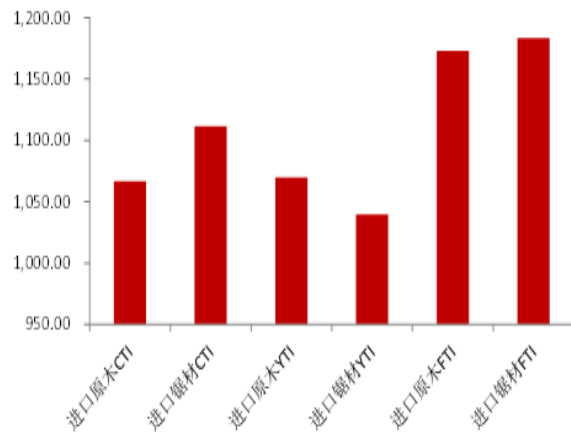
近几年，我国商品房市场较为繁荣，使得原木、锯木、胶合板等木材加工消费能力增强。公司储备海外林权逾五千公顷，随着我国木材进口量的逐渐增长，公司林业进口量也保持逐步提高。2015 年度林产品进口量为 250 万方，原木进口量排名全国前五，实现营收 32 亿。

图 33： 近年我国平均汽车进口量（单位：辆）



资料来源：Wind 资讯，川财证券研究所

图 34： 我国木材进口指数较高



资料来源：Wind 资讯，川财证券研究所

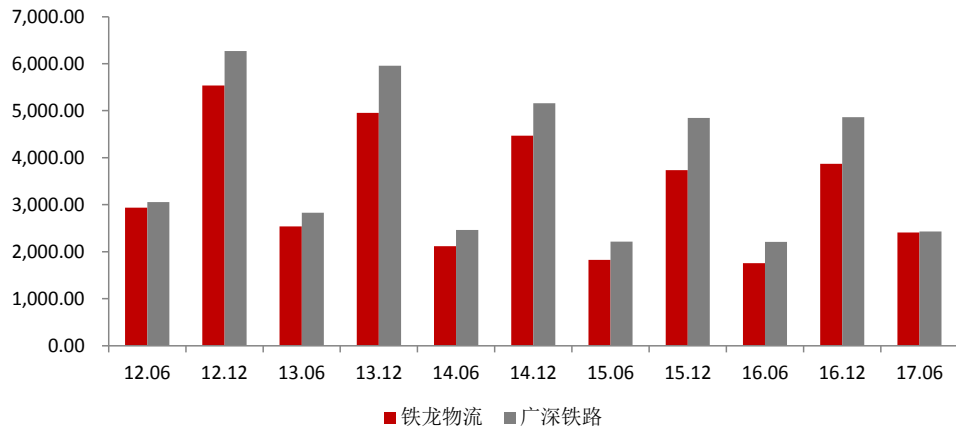
3. 进出口：由内而外拓展业务

目前公司产业已拓展至海外进出口业务，现已在美国、新西兰、迪拜、香港设立了子公司，未来还将继续推动新加坡等海外公司的设立。2016 年的进出口贸易量为 34 亿美元，受欧美经济复苏影响，国内进出口贸易逐渐改善，预计公司 2017 年仍可保持上涨态势。

4. 布局多式联运，把握铁路混改政策风口

2017 年下半年开始，公司将物流重点由码头和 T 型区域逐渐转向铁路物流系统布局，随着公司业务向上游延伸并且开始布局中西部，公司目前已与北八道物流集团有限公司合作，谋求在铁路物流集装箱市场扩大过程中的机遇。根据《“十三五”铁路集装箱多式联运发展规划》的通知我国铁路集装箱总量偏低，整体结构不合理。铁路集装箱运量仅占铁路货运量的 5.4%，远低于发达国家铁路 30%~40% 水平，计划到 2020 年集装箱运量达到铁路货运量 20% 左右。

图 35：铁龙物流&广深铁路运量（单位：万吨）



资料来源：Wind 资讯，川财证券研究所

北八道是国内最大的民营铁路物流集装箱企业，固定资产约 30 亿，在三横五纵的铁路网络中有 26 个业务点，自营和自建各半并且仍在增加。该公司最大的优势是拥有十几条干线线路及位于线路边的 40 多个场站，能实现“集装箱—场站—铁轨托盘—连接—直挂铁路车次”一体化货运模式，目前象屿已与北八道成立合资公司象道物流，注资 15 个亿，参股 40%。根据每年 1500 万吨的货运量测算，预计每年贡献营收约为 20 亿，利润约为 10%左右，公司更大的目标是实现从南到北完全贯通的铁路运输路线。

五、盈利预测及投资建议：首次覆盖给予“增持评级”。

随着供给侧结构性改革不断深入，国内宏观经济整体企稳向好，大宗商品市场需求和活跃度不断提升。大宗商品供应链市场份额有望向资金实力雄厚、配套物流体系完善、供应链一体化服务能力强的龙头企业集中。2017 年公司调整业务结构，农副产品、金属矿产、能源化工三块主营业务重新启动，由于规模效应，公司资产周转率不断提升、费用率不断降低。预测公司 2017 年可实现 30% 的同比增长，实现营收 1548 亿元，17-19 年归母净利润分别为 5.83 亿元、7.22 亿元、9.77 亿元，对应现股价 PE 分别为 22 倍、18 倍、13 倍，首次覆盖给予“增持评级”。

表格 7: 盈利预测--业务营收假设

		2015	2016	2017H1	2017E	2018E	2019E
农业	营收(亿元)	86	76	70	60	80	90
	营收占比	14%	6%	8%	6%	4%	4%
	净利润(亿元)	3.74	3.06	1.34	1.22	1.25	1.3
	净利润占比	81%	45%	29%	25%	25%	25%
能源化工	营收(亿元)	95	206	198	356	486	677
	营收占比	16%	17%	22%	23%	25%	28%
金属矿产	营收(亿元)	348	797	637	944	1184	1410
	营收占比	58%	67%	70%	61%	61%	58%
能源化工&金属矿产	净利润(亿元)	0.38	2.67	3	6.04	4.97	7.47
	净利润占比	8%	40%	70%	73%	69%	76%
公司总营收(亿元)		599.23	1190.67	914	1547.8	1944.8	2418.6
公司总利润(亿元)		4.62	6.73	4.24	8.26	7.22	9.77

资料来源:公司公告,川财证券研究所

六、风险提示

政策风险

公司所处行业与宏观经济形势密切相关,国际和国内宏观经济波动影响大宗商品市场的供需和价格。为调整经济结构与经济发展方式,政府出台的相关改革措施,可能会影响大宗商品的下游以及物流需求。

行业风险

目前实体经济产能过剩局面依然存在,去库存化或将持续,可能会导致物流需求不足。

市场风险

2017年上半年周期走势乐观,但依然有一些贸易、加工企业盈利堪忧甚至出现倒闭现象,导致市场需求不足,竞争环境严峻。另外,随着公司业务规模不断增长,进出口贸易规模不断提升,公司日常经营中面临汇率波动的风险。

经营风险

随着公司业务规模不断增长,新业务、新项目、新模式不断涌现,对公司的风险管控能力、精细化管理能力、人力资源体系建设、信息系统建设提出了更高的要求,公司面临运营管理能力与业务拓展不匹配的风险。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	23381	43249	51166	57468	营业收入	119067	154787	193484	241855
现金	2228	2287	2348	2410	营业成本	115023	149524	186905	233631
应收账款	2812	5609	6307	7453	营业税金及附加	128	166	207	259
其他应收款	1815	2317	2914	3635	营业费用	1499	1490	1423	1360
预付账款	4947	18195	21109	21329	管理费用	348	626	787	977
存货	10012	13273	16771	20784	财务费用	638	1577	2805	2916
其他流动资产	1567	1568	1717	1856	资产减值损失	473	473	473	473
非流动资产	10528	25437	25449	25455	公允价值变动收益	-325	-325	-325	-325
长期投资	1185	16185	16185	16185	投资净收益	-129	219	498	-219
固定资产	4882	4876	4728	4509	营业利润	504	826	1056	1694
无形资产	1046	1234	1374	1521	营业外收入	321	321	321	321
其他非流动资产	3415	3142	3163	3241	营业外支出	18	18	18	18
资产总计	33910	68686	76615	82923	利润总额	806	1128	1485	2334
流动负债	21487	55799	62407	67031	所得税	133	200	242	478
短期借款	7119	36228	39575	38750	净利润	673	928	1243	1856
应付账款	3693	5734	6778	8635	少数股东损益	247	345	454	714
其他流动负债	10676	13838	16053	19646	归属母公司净利润	426	583	789	1142
非流动负债	1422	1401	1909	2331	EBITDA	1413	2710	4352	5406
长期借款	720	1049	1453	1832	EPS (元)	0.36	0.50	0.67	0.98
其他非流动负债	702	352	456	498					
负债合计	22909	57200	64315	69361					
少数股东权益	4311	4656	5071	5682	主要财务比率				
股本	1171	1171	1171	1171	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
资本公积	3676	3676	3676	3676	成长能力				
留存收益	1790	2309	3030	4007	营业收入	98.7%	30.0%	25.0%	25.0%
归属母公司股东权益	6690	6831	7228	7880	营业利润	-1.7%	63.8%	43.2%	71.8%
负债和股东权益	33910	68686	76615	82923	归属于母公司净利润	47.6%	36.7%	35.3%	44.8%
					获利能力				
					毛利率(%)	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%
					净利率(%)	4.6%	0.4%	0.4%	0.4%
					ROE(%)	6.4%	8.5%	10.8%	14.1%
					ROIC(%)	6.8%	6.8%	9.8%	11.1%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	67.6%	83.3%	84.2%	84.0%
					净负债比率(%)	34.85%	65.42%	63.93%	58.48%
					流动比率	1.09	0.78	0.83	0.87
					速动比率	0.62	0.53	0.55	0.55
					营运能力				
					总资产周转率	3.97	3.02	2.73	3.16
					应收账款周转率	43	34	30	33
					应付账款周转率	34.74	31.72	30.41	30.84
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.36	0.50	0.67	0.98
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.90	-11.27	-1.75	2.46
					每股净资产(最新摊薄)	5.71	5.83	6.23	6.93
					估值比率				
					P/E	30.25	22.14	16.36	11.30
					P/B	1.93	1.89	1.77	1.59
					EV/EBITDA	14	7	5	4

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

分析师声明

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，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。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。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议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客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应聘请法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的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。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：11080000

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明