

公司研究 | 点评报告 | 牧原股份 (002714.SZ)

向牧原股份学习系列报告二十：当前时点如何看牧原股份？

报告要点

我们认为，当下牧原股份成本优势较行业仍然较为显著，此奠定了公司产能长期扩张的基础，且随着近期定增过会，充足的现金流使得公司未来仍具一定成长韧性。当下公司估值整体处于底部水平，头均市值仅 5598 元，位于历史分位数的 26%。随着三季度以来猪价持续上涨，公司较强的业绩增长确定性或使得估值层面逐步修复，看好公司未来长期发展，重点推荐。

分析师及联系人



陈佳

SAC: S0490513080003



余昌

SAC: S0490517030001

牧原股份 (002714.SZ)

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

向牧原股份学习系列报告二十：当前时点如何看牧原股份？

我们认为，当下牧原股份成本优势较行业仍然较为显著，此奠定了公司产能长期扩张的基础，且随着近期定增过会，公司未来仍具一定成长韧性。当下公司估值整体处于底部水平，头均市值仅 5598 元，位于历史分位数的 26%。随着三季度以来猪价持续上涨，公司较强的业绩增长确定性或使得估值层面逐步修复，看好公司未来长期发展，重点推荐。

猪周期反转趋势确定

当前时点猪周期反转趋势确定。截至 9 月 16 日全国生猪价格 23.5 元/公斤，行业自繁自养头均盈利达 705 元，处于历史较高水平，反映当下行业供需或已呈现较大缺口。通过将猪价和反映各种产能的数据分别做历史拟合（包括 9-10 个月前的母猪料、能繁母猪存栏、5 个月前新出生仔猪数和仔猪料产量），我们发现母猪料对猪价的历史指引性相对更优。而无论从能繁母猪存栏趋势还是母猪料产量数据来看，行业供给趋紧或至少持续到明年一季度。叠加春节消费旺季，行业供需缺口或逐季扩大，猪价不排除创本轮新高可能。且当前时点母猪价格仍未出现大幅上涨，较前期 3 月份底部涨幅仅 9.5%，反映行业补栏并不积极，猪价高位或持续较长时间。

成本优势仍然明显，未来仍具一定成长韧性

我们认为，在公司成本优势仍然较为显著以及现金流充裕的背景下，未来仍具备一定的成长韧性。从长期来看，养殖企业的成本决定了其未来持续扩张的基础。牧原股份 2022 年上半年完全成本 16 元/公斤，处于行业领先水平。且从头均盈利情况来看，牧原股份 2022Q1 和 2022Q2 领先同行企业平均水平分别达到了 306 元/头和 296 元/头，优势仍然较为明显。且 3 季度以来随着前期公司生产成绩提高，公司成本仍在持续下行，近期完全成本已降至 15.5 元/公斤左右。此外，公司非公开发行股票申请已经过会，公司计划面向大股东募集不低于 50 亿元，不超过 60 亿元资金用以补充流动资金。预计发行完成后公司一方面资产负债率将进一步下降，同时现金流也将处于较为充裕状态，未来产能扩张的确定性较强。上半年在行业持续深亏的背景下，公司资本开支规模仍达到 80 亿元，且 2022 年全年预计将完成新建生猪养殖产能 300 万头左右，年底公司生猪养殖产能预计将达到 7500 万头左右，未来出栏持续增长仍然值得期待。

业绩进入释放期，当下估值仍处于较低水平

随着猪价持续上涨，公司三季度开始进入业绩释放期。预计公司 9 月份合计出栏 450 万头，其中商品猪出栏 415 万。单三季度合计出栏 1398 万头，其中商品猪 1264 万头，按公司完全成本 15.5 元/公斤测算，三季度商品猪销售均价 21.7 元/公斤计算，公司单三季度养殖业务合计盈利约 98.9 亿元，考虑 10% 左右少数股东权益，公司单三季度归母净利润预计约 89 亿元，同比环比均呈现大幅扭亏，在猪价上行背景下，公司明年业绩仍有望保持高速增长。历史来看，公司在景气年份 2016 年和 2020 年业绩对应最高市值 PE 估值分别为 13.5X 和 13.2X，且头均市值来看公司目前也处于较为底部位置，2016 和 2020 年景气年份公司头均市值分别达 10080 元和 20059 元，而公司对应头均市值仅 5598 元，仅位于历史分位数的 26%，与历史来看存在较大差距。我们认为，随着公司业绩逐步释放，其估值有望呈现修复态势。

风险提示

- 1、猪价上涨不达预期；
- 2、公司成本改善不达预期。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	58.90
总股本(万股)	532,217
流通A股/B股(万股)	360,111/0
资产负债率	66.48%
每股净资产(元)	8.36
市盈率(当前)	-33.69
市净率(当前)	5.15
近12月最高/最低价(元)	65.99/43.06

注：股价为 2022 年 9 月 16 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

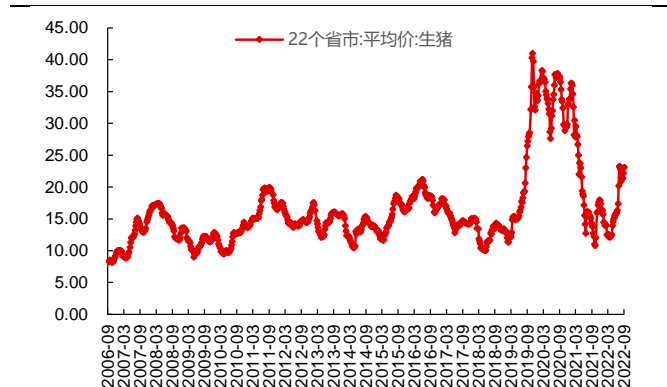
- 《牧原股份深度复盘报告：精进不休，步步为营》 2022-07-24
- 《向牧原股份学习系列报告十九：拥抱技术、重视人才、承担责任》 2022-03-17
- 《向牧原股份学习系列报告十八：如何看公司的成本优势？》 2021-09-14


 更多研报请访问
长江研究小程序

猪周期反转趋势确定

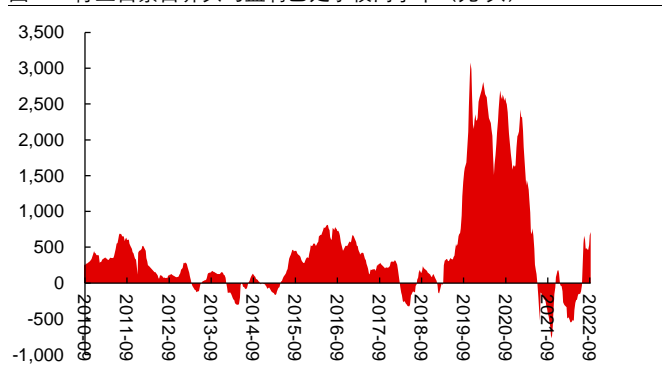
当前时点猪周期反转趋势确定。截至 9 月 16 日全国生猪价格 23.5 元/公斤，行业自繁自养头均盈利已达 705 元，处于历史较高水平，反映当下行业供需或已呈现较大缺口。通过将猪价和反映各种产能的数据分别做历史的拟合（包括 9-10 个月前的母猪料、能繁母猪存栏、5 个月前新出生仔猪数和仔猪料产量），我们发现母猪料对猪价的历史指引性相对更优。对应 9 个月前的母猪料产量水平分析后期猪价，尽管 2021 年 10 月-2022 年 1 月母猪料产量增加幅度达到 10% 左右，对应 2022 年 7-10 月的供给或有所增加，但是 2022 年 3 月-7 月的母猪料产量水平低于 150 万吨，而 2021 年 10 月母猪料产量为 159 万吨，所对应 2022 年 7 月猪价超过 22 元/千克。因此我们预计行业较低的供给水平或维持至 2023 年 4 月。叠加春节消费旺季，行业供需缺口或逐季扩大，猪价不排除创本轮新高可能。且当前时点母猪价格仍未出现大幅上涨，较前期 3 月份底部母猪价格上涨幅度仅 9.5%，反映行业补栏并不积极，因此猪价高位或有望持续较长时间。

图 1：2022 年 3 月份以来猪价快速上涨（元/公斤）



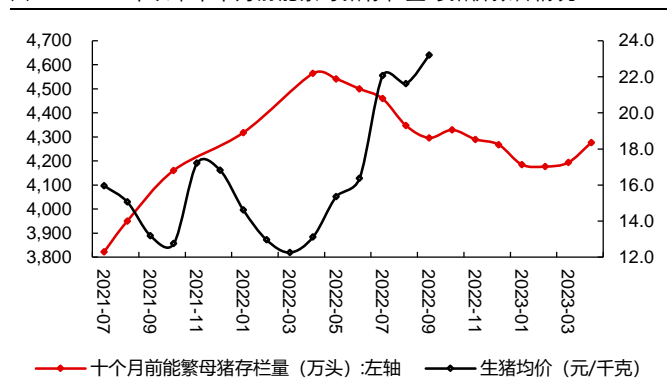
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 2：行业自繁自养头均盈利已处于较高水平（元/头）



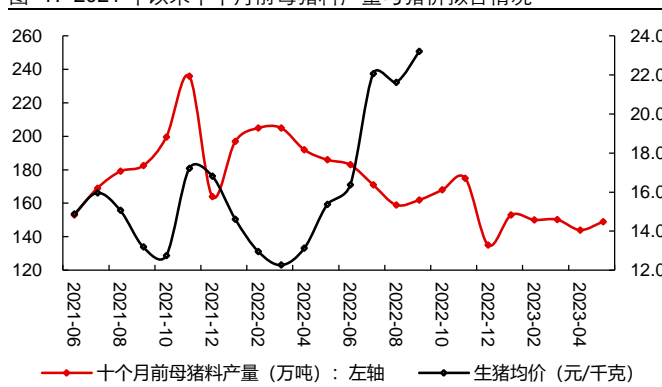
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 3：2021 年以来十个月前能繁母猪存栏量与猪价拟合情况¹



资料来源：农业农村部，Wind，长江证券研究所

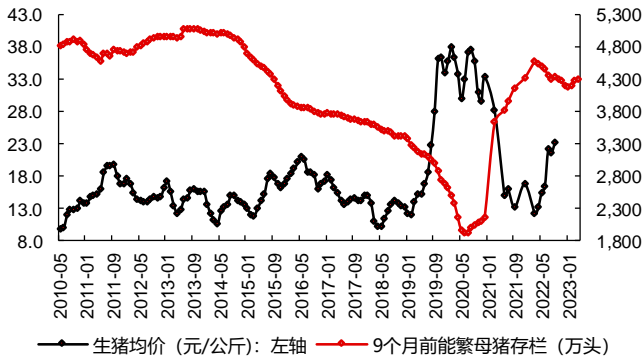
图 4：2021 年以来十个月前母猪料产量与猪价拟合情况



资料来源：全国饲料工业协会，Wind，长江证券研究所

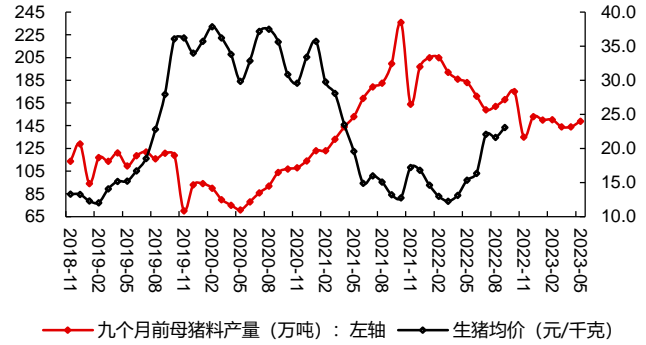
¹备注：9 月份猪价按现价预测，下同。

图 5：历史以来九个月前能繁母猪存栏量与猪价拟合情况



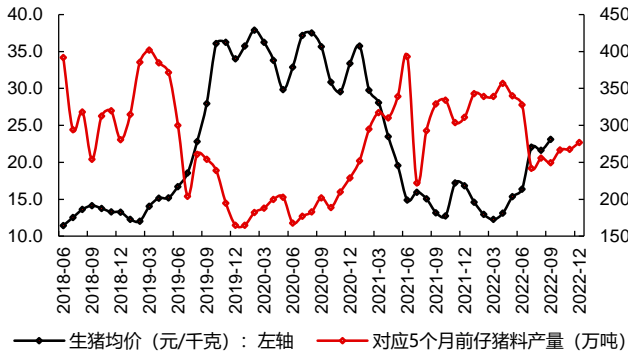
资料来源：Wind，农业农村部，长江证券研究所

图 6：九个月前母猪料产量与猪价拟合情况



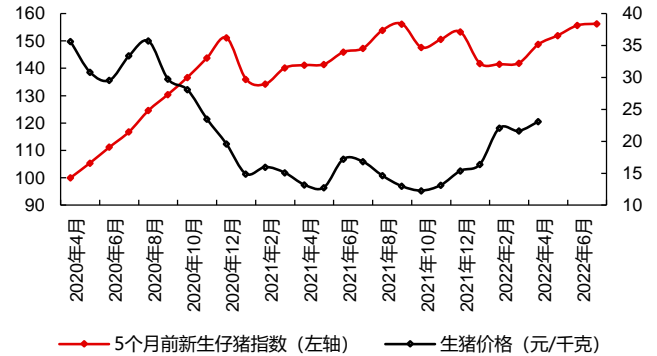
资料来源：Wind，饲料工业协会，长江证券研究所

图 7：2018 年 6 月以来猪价与对应 5 个月前仔猪料产量拟合情况



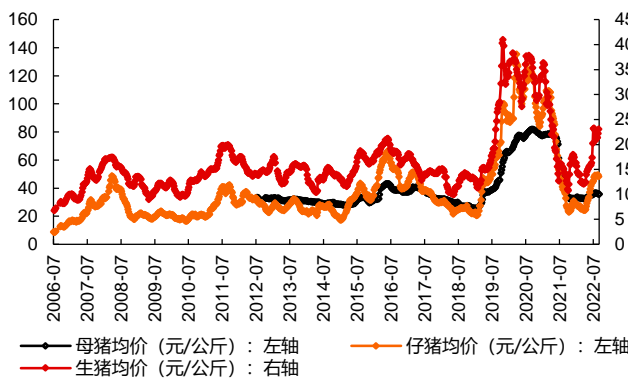
资料来源：Wind，饲料工业协会，长江证券研究所

图 8：猪价与 5 个月前新生仔猪指数拟合情况



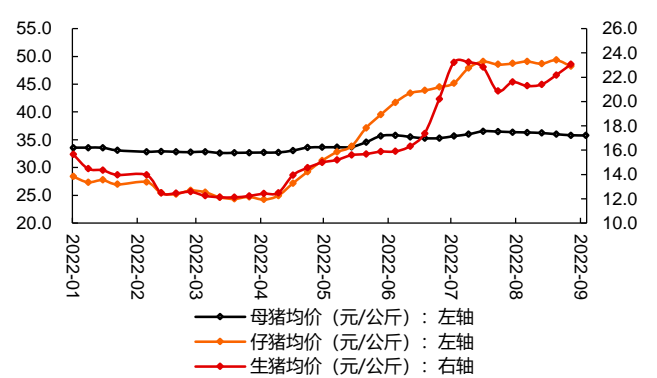
资料来源：Wind，农业农村部，长江证券研究所

图 9：过往周期来看母猪价格常跟随仔猪和生猪价格一起上涨（元/公斤）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 10：2022 年以来母猪并未跟随仔猪和生猪价格上涨（元/公斤）

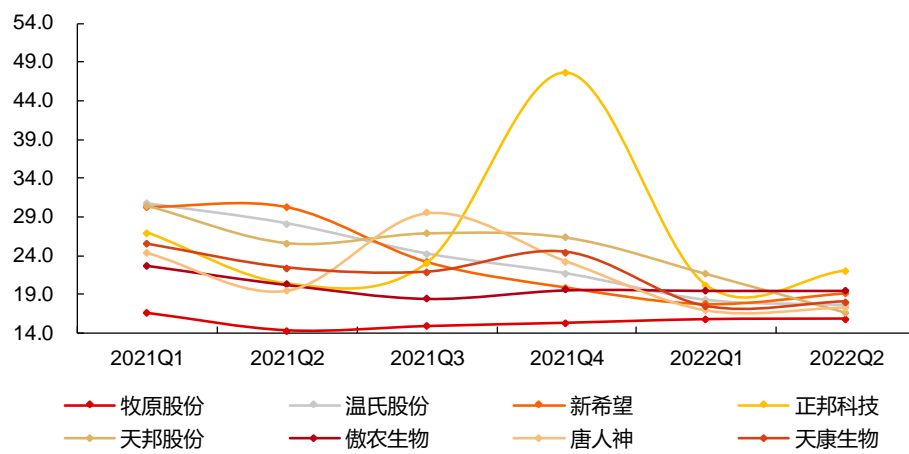


资料来源：Wind，长江证券研究所

成本优势仍然明显，未来仍具一定成长韧性

我们认为，在公司成本优势仍然较为显著以及现金流充裕的背景下，未来仍具一定成长韧性。从长期来看，养殖企业的成本决定了其未来持续扩张的基础。牧原股份 2022 年上半年完全成本 16 元/公斤，处于行业领先水平。且从头均盈利情况来看，牧原股份 2022Q1 和 2022Q2 领先同行企业平均水平分别达到了 306 元和 296 元，优势仍然较为明显。且 3 季度以来随着前期公司生产成绩提高，公司成本仍在持续下行，近期完全成本已降至 15.5 元/公斤左右²，预计随着出栏量上行后期或进一步下降。在养殖成本持续领先的背景下，公司具备产能持续扩张的基础。此外，公司非公开发行股票申请已经过会，公司计划面向大股东募集不低于 50 亿元，不超过 60 亿元资金用以补充流动资金。预计发行完成后公司一方面资产负债率将进一步下降，同时现金流也将处于较为充裕状态，未来产能扩张的确定性较强。上半年在行业持续深亏的背景下，公司资本开支规模仍达到 80 亿元，且全年预计将完成新建产能 300 万头左右，年底生猪养殖产能预计将达到 7500 万头³，后期出栏持续增长仍然值得期待。

图 11：牧原股份成本仍处于行业领先水平（元/公斤）



资料来源：Wind，长江证券研究所

表 1：牧原股份头均盈利能力较其他养殖企业领先仍然较为明显（单位：元/头）⁴

公司	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2
牧原股份	1,773	1,710	2,220	1,170	1,043	320	-167	-147	-417	-93
温氏股份	1,603	1,352	1,486	719	-10	-1,220	-1,222	-813	-606	-244
新希望	814	723	506	35	-276	-1,364	-1,038	-716	-649	-460
正邦科技	878	912	954	126	87	-326	-1,117	-3,918	-934	-889
天邦股份	926	1,758	1,426	434	6	-897	-1,525	-1,311	-1,090	-130
傲农生物	1,289	1,073	881	312	571	-317	-593	-686	-497	-355
唐人神	1,702	1,351	828	712	389	-221	-1,861	-1,107	-561	-260
均值	1,284	1,269	1,186	501	259	-575	-1,075	-1,243	-679	-347

² 来自公司 2022 年 9 月 1 日-2022 年 9 月 2 日投资者关系活动记录表。

³ 来自公司 2022 年 9 月 1 日-2022 年 9 月 2 日投资者关系活动记录表。

⁴ 备注：仅考虑生猪养殖业务业绩。

非牧原均值	1,202	1,195	1,014	390	128	-724	-1,226	-1,425	-723	-390
牧原-其他均值	571	516	1,207	780	915	1,045	1,059	1,279	306	296

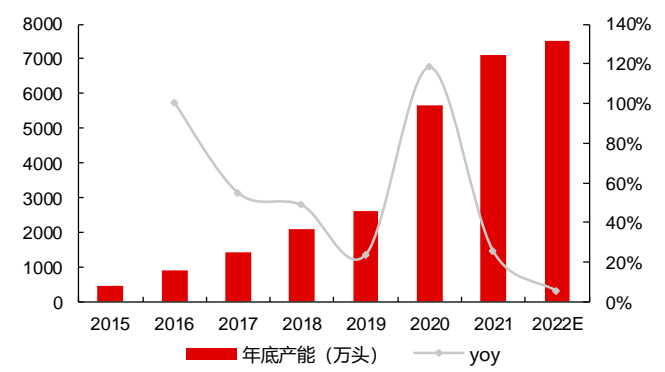
资料来源: Wind, 长江证券研究所

表 2: 公司非公开发行募集资金使用详细情况

类别	详细情况
发行对象	牧原集团 (公司控股股东)
定增资金使用计划	补充流动资金
拟投入募集资金金额	不低于 50 亿元, 不超过 60 亿元
发行价格 (元/股)	39.97
发行数量 (万股)	不低于 1.24 亿股, 不超过 1.49 亿股

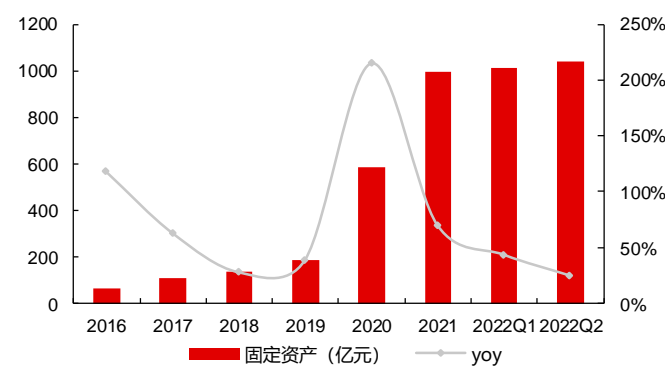
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 12: 2022 年底公司固定资产产能有望达 7500 万头



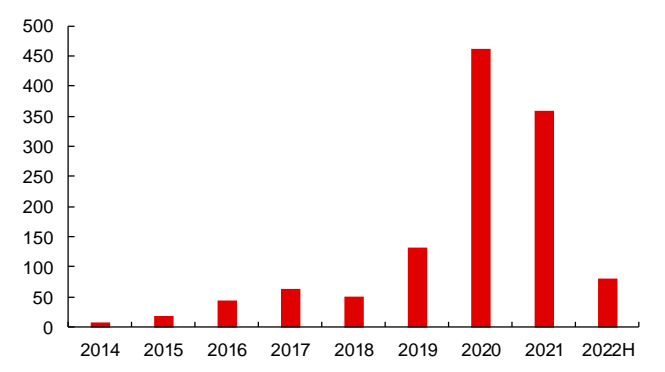
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 13: 公司固定资产规模持续增长



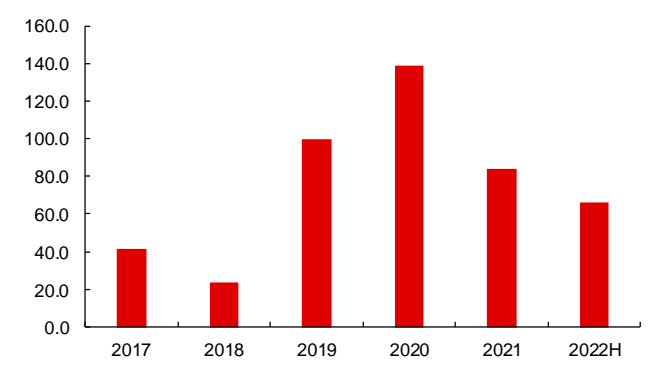
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 14: 2022 年上半年公司资本开支规模仍达 80 亿元 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 15: 公司目前现金及现金等价物余额仍然较为充裕 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

业绩进入释放期, 当下估值仍处于较低水平

随着猪价的持续上涨, 公司三季度开始进入业绩释放期。预计公司 9 月份合计出栏 450 万头, 其中商品猪出栏 415 万。单三季度合计出栏 1398 万头, 其中商品猪 1264 万头,

按公司完全成本 15.5 元/公斤测算，三季度商品猪销售均价 21.7 元/公斤计算，公司单三季度养殖业务合计盈利约 98.9 亿元⁵，考虑 10%左右少数股东权益，公司单三季度归母净利润预计约 89 亿元，同比环比均呈现大幅扭亏。对于公司明年业绩做敏感性分析，在生猪均价 21 元/公斤，出栏规模 7000 万头背景下，公司测算业绩预计将达 413 亿元⁶，对应当下估值仅 7.6X。历史来看，公司在景气年份 2016 年和 2020 年业绩对应最高市值 PE 估值分别为 13.5X 和 13.2X，且头均市值来看公司目前也处于较为底部位置，2016 和 2020 年景气年份公司头均市值分别达 10080 元和 20059 元，而公司目前出栏对应头均市值仅 5598 元，仅位于历史分位数的 26%，与历史来看存在较大差距。我们认为，随着公司逐步进入业绩释放期，其估值有望呈现修复态势。

表 3：牧原股份 2022 年三季度业绩测算情况

	1-2月	3月	2022Q1	4月	5月	6月	2022Q2	7月	8月	9月预计	2022Q3E
总量 (万头)	783.1	598.6	1381.7	632.1	586.3	527.9	1746.3	459.4	488.7	450	1398
商品猪销量 (万头)	753.4	544.1	1297.5	526.7	450.3	423.0	1400.0	397.7	451.4	415	1263.8
仔猪销量 (万头)	28	53	81	102	128	99	328.5	57	30	30	117.5
种猪销量 (万头)	1.5	1.8	3.3	3.5	8.0	6.3	17.8	4.8	7.0	5.0	16.8
商品猪销售均价 (元/公斤)	12.4	11.7	12.1	12.6	14.9	16.5	14.5	21.3	20.9	23.0	21.7
仔猪销售均价 (元/头)	320	300	307	400	550	650	533	650	650	650	650
种猪销售均价 (元/头)	1700	1700	1700	1700	1700	1800	1735	1800	1800	1800	1800
商品猪销售均重 (kg)	107.7	114.1	110	113	113	114	113.4	118	120	120	119.4
仔猪营收 (亿元)	0.9	1.6	2.5	4.1	7.0	6.4	17.5	3.7	2.0	2.0	7.6
种猪营收 (亿元)	0.3	0.3	0.6	0.6	1.4	1.1	3.1	0.9	1.3	0.9	3.0
商品猪营收 (亿元)	100.5	72.4	172.9	74.7	75.7	80.0	230.4	100.3	113.4	114.5	328.2
养殖业务合计营收 (亿元)	102	74	175.9	79	84	88	251.1	105	117	117	338.8
商品猪完全成本 (元/公斤)	16.1	16.1	16.1	16.1	16.0	15.9	16.0	15.6	15.5	15.5	15.5
仔猪完全成本 (元/头)	350	350	350	350	350	350	350	350	350	350	350
种猪完全成本 (元/头)	1100	1100	1100	1100	1100	1100	1100	1100	1100	1100	1100
商品猪头均盈利 (元)	-401	-501	-442	-395	-125	72	-167	678	652	900	745
仔猪头均盈利 (元)	-30	-50	-43	50	200	300	183	300	300	300	300
种猪头均盈利 (元)	600	600	600	600	600	700	635	700	700	700	700
合计盈利 (亿元)	-30.2	-27.4	-57.6	-20.1	-2.6	6.4	-16.3	29.0	30.9	38.6	98.9
少数股东权益 (亿元)			-5.8				-1.3				9.9
归属净利润 (亿元)			-51.8				-15.0				89.0

资料来源：Wind，长江证券研究所

 表 4：牧原股份 2023 年业绩敏感性测算⁷ (单位：亿元)

业绩敏感性 测算	猪价 (元/公斤)							
	18	19	20	21	22	23	24	
出栏量 (万头)	6000	176	234	293	354	416	477	538
	6500	190	254	317	384	450	517	583
	7000	205	273	342	413	485	556	628

⁵ 为预计情况测算，出栏结构、成本及体重等与实际情况或存在一定差异，仅供参考，下同。

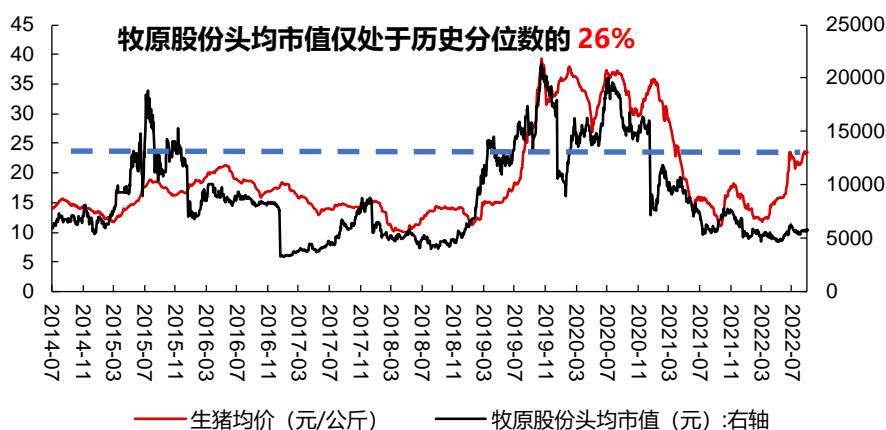
⁶ 仅为敏感性分析测算，不代表对于公司 2023 年的盈利预测情况。

⁷ 按仔猪占比 10%左右，不考虑种猪，商品猪完全成本 15 元/公斤，商品猪出栏体重 115kg，仔猪价格对应猪价 18/19/20/21/22/23/24 元/公斤分别为 500/550/600/700/800/900/1000 元/头假设。少数股东权益按 10%测算。

7500	220	293	366	443	519	596	673
8000	234	312	391	472	554	636	717

资料来源：长江证券研究所

图 16：当下牧原股份头均市值相对猪价处于历史较低水平



资料来源：Wind，长江证券研究所

表 5：牧原股份历史业绩对应 PE 估值情况

年份	归母净利润 (亿元)	最高市值 (亿元)	对应 PE	最低市值 (亿元)	对应 PE	平均/当下市值 (亿元)	对应 PE
2014	0.8	152	189.4	74	92.6	108	135.3
2015	6.0	361	60.6	107	17.9	216	36.2
2016	23.2	313	13.5	212	9.1	266	11.5
2017	23.7	637	26.9	237	10.0	376	15.9
2018	5.2	721	138.6	442	85.1	557	107.0
2019	61.1	2184	35.7	596	9.8	1415	23.1
2020	274.5	3635	13.2	1623	5.9	2775	10.1
2021	69	4771	69.1	2153	31.2	3290	45.5
2022E	108.7	3467	31.9	2583	23.8	3135	28.8

资料来源：Wind，长江证券研究所

表 6：牧原股份历史头均市值情况⁸

年份	出栏量 (万头)	最高市值 (亿元)	对应头均市值 (元)	最低市值 (亿元)	对应头均市值 (元)	平均/当下市值 (亿元)	对应头均市值 (元)
2014	186	152	8146	74	3984	108	5820
2015	191	361	18919	107	5588	216	11295
2016	311	313	10080	212	6816	266	8554
2017	724	637	8792	237	3270	376	5194
2018	1101	721	6547	442	4017	557	5056
2019	1025	2184	21309	96	5818	1415	13807

⁸ 2022 年出栏量按出栏规模上限预测，公司前 8 月出栏已达 4076 万头。

2020	1812	3635	20059	1623	8955	2775	15313
2021	4026	4771	11926	2153	5383	3290	8225
2022E	5600	3467	6191	2583	4625	3135	5598

资料来源：Wind，长江证券研究所

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	78890	103410	143886	167273	货币资金	12198	5282	51066	104535
营业成本	65680	81776	89916	111459	交易性金融资产	1	1	1	1
毛利	13210	21634	53971	55814	应收账款	136	178	247	287
%营业收入	17%	21%	38%	33%	存货	34476	42925	47197	58506
营业税金及附加	92	155	216	251	预付账款	1090	1357	1492	1849
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他流动资产	853	935	1071	1149
销售费用	700	724	1151	1171	流动资产合计	48753	50677	101075	166328
%营业收入	1%	1%	1%	1%	长期股权投资	307	307	307	307
管理费用	3442	5688	7194	8364	投资性房地产	152	141	129	118
%营业收入	4%	6%	5%	5%	固定资产合计	99551	118050	128548	131547
研发费用	808	1086	1439	1673	无形资产	863	958	1053	1148
%营业收入	1%	1%	1%	1%	商誉	0	0	0	0
财务费用	2178	2169	2297	2242	递延所得税资产	59	59	59	59
%营业收入	3%	2%	2%	1%	其他非流动资产	27581	23850	20118	16387
加: 资产减值损失	0	0	0	0	资产总计	177266	194041	251290	315894
信用减值损失	-18	0	0	0	短期贷款	22292	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	应付款项	31989	39828	43792	54285
投资收益	-13	-17	-23	-27	预收账款	0	0	0	0
营业利润	7668	12313	42370	42923	应付职工薪酬	1639	2041	2244	2781
%营业收入	10%	12%	29%	26%	应交税费	39	52	72	84
营业外收支	-58	-100	-100	-100	其他流动负债	22273	25814	27605	32344
利润总额	7611	12213	42270	42823	流动负债合计	78232	67734	73713	89494
%营业收入	10%	12%	29%	26%	长期借款	13923	23923	31923	36923
所得税费用	-28	0	0	0	应付债券	8626	13626	14626	15626
净利润	7639	12213	42270	42823	递延所得税负债	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	6904	10870	38043	38541	其他非流动负债	7881	7881	7881	7881
少数股东损益	735	1343	4227	4282	负债合计	108662	113164	128143	149924
EPS (元)	1.30	2.04	7.15	7.24	归属于母公司所有者权益	54352	65281	103324	141865
					少数股东权益	14252	15596	19823	24105
					股东权益	68604	80877	123147	165970
					负债及股东权益	177266	194041	251290	315894
					基本指标				
						2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	16295	29120	60814	66952	每股收益	1.30	2.04	7.15	7.24
取得投资收益收回现金	6	-17	-23	-27	每股经营现金流	3.06	5.47	11.43	12.58
长期股权投资	-123	0	0	0	市盈率	45.41	28.84	8.23	8.12
资本性支出	-41115	-30115	-25115	-20115	市净率	5.77	4.80	3.03	2.21
其他	5265	3632	3632	3632	EV/EBITDA	21.14	14.12	5.52	4.49
投资活动现金流净额	-35968	-26500	-21506	-16510	总资产收益率	3.9%	5.6%	15.1%	12.2%
债券融资	0	5000	1000	1000	净资产收益率	12.7%	16.7%	36.8%	27.2%
股权融资	2	60	0	0	净利率	8.8%	10.5%	26.4%	23.0%
银行贷款增加(减少)	49282	-12292	8000	5000	资产负债率	61.3%	58.3%	51.0%	47.5%
筹资成本	-8967	-2305	-2523	-2973	总资产周转率	0.45	0.53	0.57	0.53
其他	-26146	0	0	0					
筹资活动现金流净额	14171	-9536	6477	3027					
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-5502	-6916	45785	53469					

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层
P.C / (200122)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430015)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

作者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。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供长江证券股份有限公司（以下简称：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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。