

# 牧原股份 Muyuan Foods (002714 CH)

首次覆盖：产能逆势扩张夺取龙头地位，养殖+屠宰业务完善全产业链布局  
Building up Leading Position by Expansion, Overall Industrial Chain Layout Improved:

观点聚焦 Investment Focus

## 首次覆盖优于大市 Initiate with OUTPERFORM

评级	优于大市 OUTPERFORM
现价	Rmb48.27
目标价	Rmb71.00
MSCI ESG 评级	B
义利评级	AA-
来源: MSCI ESG Research LLC, 复录. Reproduced by permission; no further distribution	
市值	Rmb256.90bn / US\$35.45bn
日交易额 (3个月均值)	US\$238.64mn
发行股票数目	5,322mn
自由流通股 (%)	59%
1年股价最高最低值	Rmb65.14-Rmb46.06
注: 现价 Rmb48.27 为 2022 年 11 月 10 日收盘价	



资料来源: Factset

	1mth	3mth	12mth
绝对值	-16.8%	-13.4%	-13.5%
绝对值 (美元)	-18.0%	-19.3%	-23.7%
相对 MSCI China	-8.3%	6.1%	28.1%

(Rmb mn)	Dec-21A	Dec-22E	Dec-23E	Dec-24E
营业收入	78,890	114,955	150,613	157,533
(+/-)	40%	46%	31%	5%
净利润	6,904	11,259	27,089	24,229
(+/-)	-75%	63%	141%	-11%
全面摊薄 EPS (Rmb)	1.30	2.12	5.09	4.55
毛利率	16.7%	17.5%	26.6%	23.5%
净资产收益率	12.7%	17.7%	30.5%	22.9%
市盈率	37	23	9	11

资料来源: 公司信息, HTI

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

**生猪行业规模上万亿，规模化进程仍在持续。**我国是猪肉生产和消费大国，根据 USDA 公布的数据显示，2021 年我国生猪产量为 6.55 亿头，占全球总产量的 52.3%，遥遥领先第二名欧盟地区的 20.3%和第三名美国的 10.6%。从 2006 年开始，我国猪肉消费市场规模从 3932 亿提升至 2021 年的 10778 亿，15 年 CAGR 为 7.0%。我国目前生猪养殖市场仍在逐步规模化的进程中。根据农业农村部数据，我国 2021 年生猪养殖规模化率（年出栏 500 头以上规模养殖场户占比）首次达到 60%，同比增长 7pct。

**猪周期行情愈演愈烈，产能去化助力本轮周期上行。**猪价的周期性波动通常是市场供需变化造成的。在全年需求相对稳定的情况下，供给端主要将能繁母猪存栏量数据作为生猪产能的核心指标，其往往可以作为未来 10 个月左右商品猪出栏的先行指标。本轮产能去化于今年 4 月份完成，因此我们预计供给端短缺将延续到明年一季度，叠加旺季、压栏惜售、二次育肥等情况的出现，我们预计本轮猪价在高位将拥有较强的支撑。

**牧原作为行业龙头，过去十年间实现出栏量快速增长。**牧原食品股份有限公司始创于 1992 年，是集饲料加工、生猪育种、种猪扩繁、商品猪饲养、屠宰加工为一体的农业产业化国家重点龙头企业，是我国最大的自育自繁自养大规模一体化的生猪养殖企业之一，也是我国最大的生猪育种企业之一。公司于 2010 年开始进行持续的产能扩张动作，在 2018 年非洲猪瘟爆发后，凭借自身优秀的疫病防控体系和养殖管理系统，抵御住了疫病的影响，并在期间积极扩大产能，于 2020 年成为行业生猪出栏量第一。

**生产、资金优势助力养殖业务持续发展，屠宰业务未来可期。**公司的二元母猪具有在繁殖性能、瘦肉率以及生长速度方面的优势，这样的优势保证了公司在行业内长期处于领先水平。上市以来公司通过各类融资方式募集大量资金，为公司产能扩张提供了资金上的坚实支持。公司屠宰业务目前全部面向 B 端客户，包括商超、农贸市场以及食品加工企业，主销产品则是白条猪肉。长期来看，公司在产能端有望实现进一步扩张，同时在产能利用率上，距离行业平均水平相比仍有较大的提升空间。

**投资建议：**我们看好公司在养殖业务上实现产量的持续扩张，在屠宰业务端，继续提升产能利用率，实现业务的扭亏为盈。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润达到 112.6 亿元、270.1 亿元和 242.3 亿元；对应 2022-2024 年 EPS 分别为 2.12、5.09、4.55 元。基于同业公司估值，我们给予 23 年 14 倍 PE，给予公司目标价 71 元，首次覆盖给予公司“优于大市”评级。

**风险提示：**猪肉价格波动，饲料原料价格波动，疫病大规模爆发。

胡世炜 Shiwei Hu  
sw.hu@htisec.com

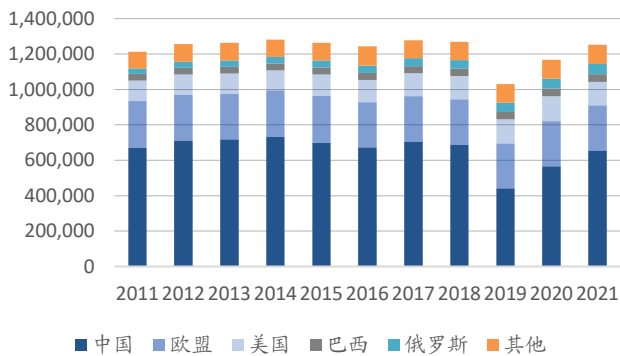
闻宏伟 Hongwei Wen  
hongwei.wen@htisec.com

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司，海通证券印度私人有限公司，海通国际株式会社和海通国际证券集团其他各成员单位的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。关于海通国际的分析师证明，重要披露声明和免责声明，请参阅附录。(Please see appendix for English translation of the disclaimer)

## 1. 生猪养殖行业：规模化进程持续，短期产能去化助猪价上行

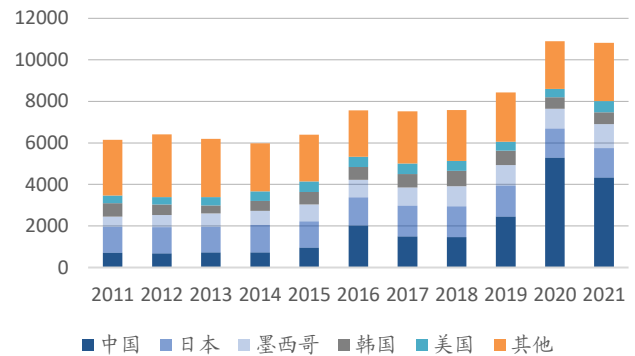
**市场规模：**我国是猪肉生产和消费大国，根据 USDA 公布的数据显示，2021 年我国生猪产量为 6.55 亿头，占全球总产量的 52.3%，遥遥领先第二名欧盟地区的 20.3% 和第三名美国的 10.6%。从 USDA 公布的进出口数据来看，我国的进口体量同样排名第一，尤其是在 2018 年开始，受到非洲猪瘟的影响，我国的猪肉产量出现了一定的不足，导致进口需求量进一步提升，2021 年有所回落，为 4330 千吨，领先第二名日本的 1420 千吨和第三名墨西哥的 1155 千吨。

图1 2011-2021 年各国生猪产量（单位：千头）



资料来源：USDA, HTI

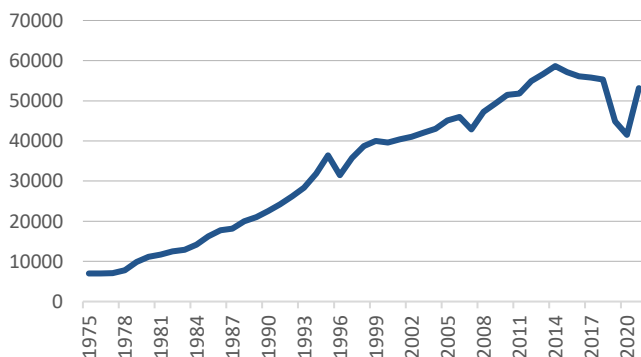
图2 2011-2021 年各国猪肉进口量（单位：千吨）



资料来源：wind, HTI

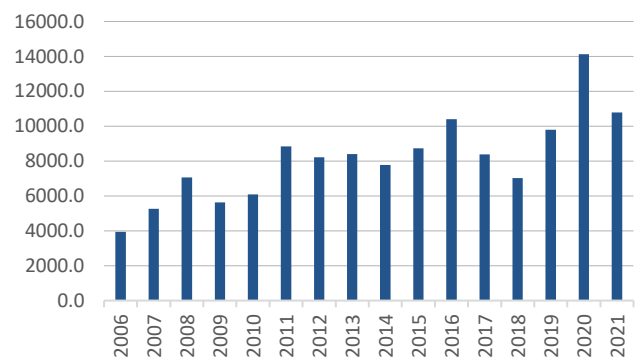
从需求端来看，我国的消费总量从上世纪七十年代开始基本处于一路攀升的状态，但在 2014 年达到高点的 5865 万吨后，受到居民消费选择日趋多样化、饮食结构逐步调整的影响，猪肉消费量逐渐开始回落，2021 年，受到猪价走低以及餐饮恢复的影响，猪肉消费量出现较为明显的回升，为 5315 万吨。若我们以 22 省的猪肉年均价格\*消费量，则可得出从 2006 年开始，我国猪肉消费市场规模从 3932 亿提升至 2021 年的 10778 亿，15 年 CAGR 为 7.0%。

图3 1975-2021 年我国猪肉消费量（单位：千吨）



资料来源：USDA, HTI

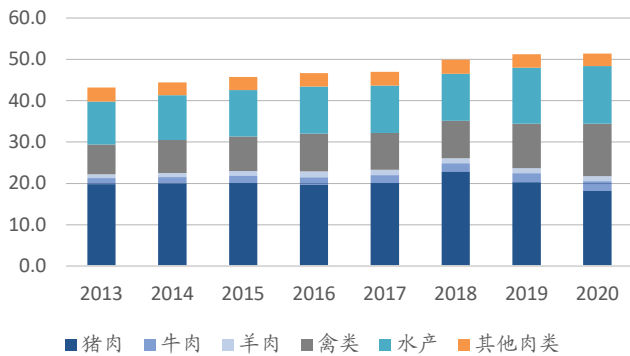
图4 2006-2021 年我国猪肉市场规模（单位：亿元）



资料来源：USDA, wind, HTI

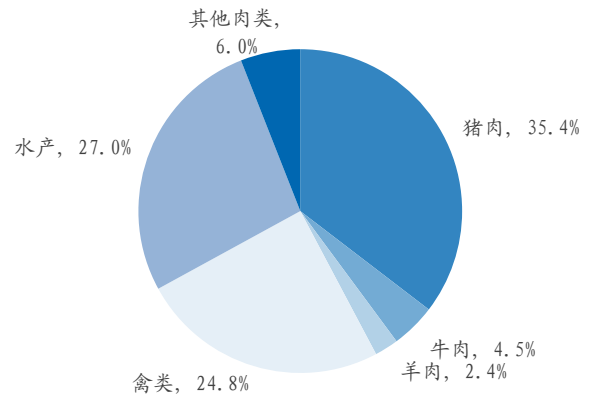
从国内的肉类消费结构来看，猪肉消费量绝对值以及占比虽然在近几年受到多样化肉类选择以及非洲猪瘟的影响出现了一定的下滑，但仍然是消费量最大的肉类。2020 年我国人均肉类消费为 51.4 千克，而猪肉人均消费量为 18.2 千克，占比为 35.4%，相较 2019 年下滑 10.9pct。

图5 2013-2020 年我国年人均肉类消费水平 (单位: 千克)



资料来源: 《中国统计年鉴》, HTI

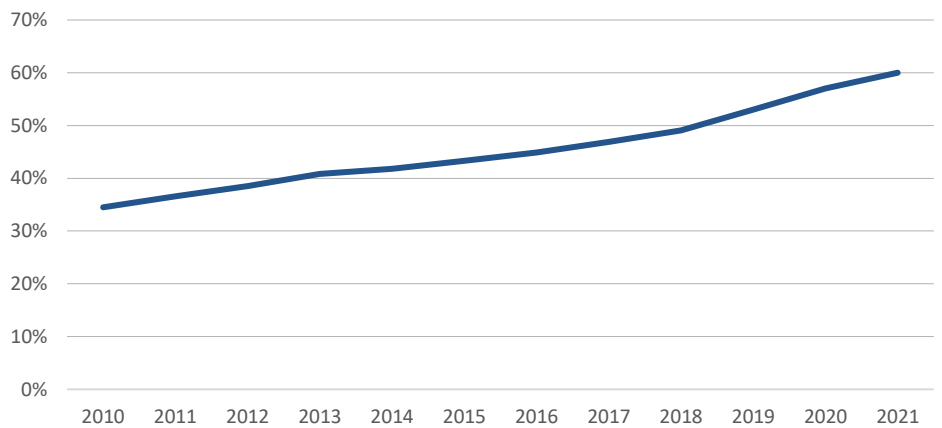
图6 2020 年我国各肉类消费占比



资料来源: 《中国统计年鉴》, HTI

**市场结构和格局:** 我国目前生猪养殖市场仍在逐步规模化的进程中。根据农业农村部数据,我国 2021 年生猪养殖规模化率 (年出栏 500 头以上规模养殖场户占比) 首次达到 60%, 同比增长 7pct。规模化的提升主要反应在中小型养殖企业以及散养户加速退出市场, 而背后的原因主要是: 中小养殖企业在疫病发生时由于自身猪场生物安全体系并不健全, 因此更易受到较大影响; 我国环保政策趋严, 导致大量散养户不能满足新的环保要求, 被迫退出市场; 中大型养殖场近年借势扩张产能, 实现了出栏量的快速增长, 同时通过成本端的优势进一步挤压散户的生存空间。

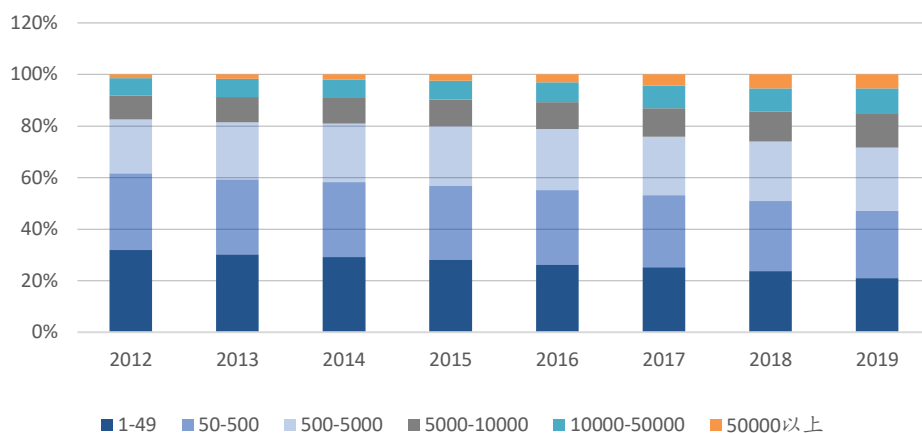
图7 2010-2021 我国生猪养殖规模化率



资料来源: 农业农村部, HTI

拆分来看, 年出栏量在 1-49 头的非规模养殖户出栏量占整体出栏量的比例在逐年减少, 从 2012 年的 32% 下降到 2019 年的 21%; 出栏量 50-500 头的占比也从 30% 下降到 26%。出栏量 50000 头以上的养殖场出栏量稳步提升, 从 2012 年的 1% 提升到 2019 年 5%。

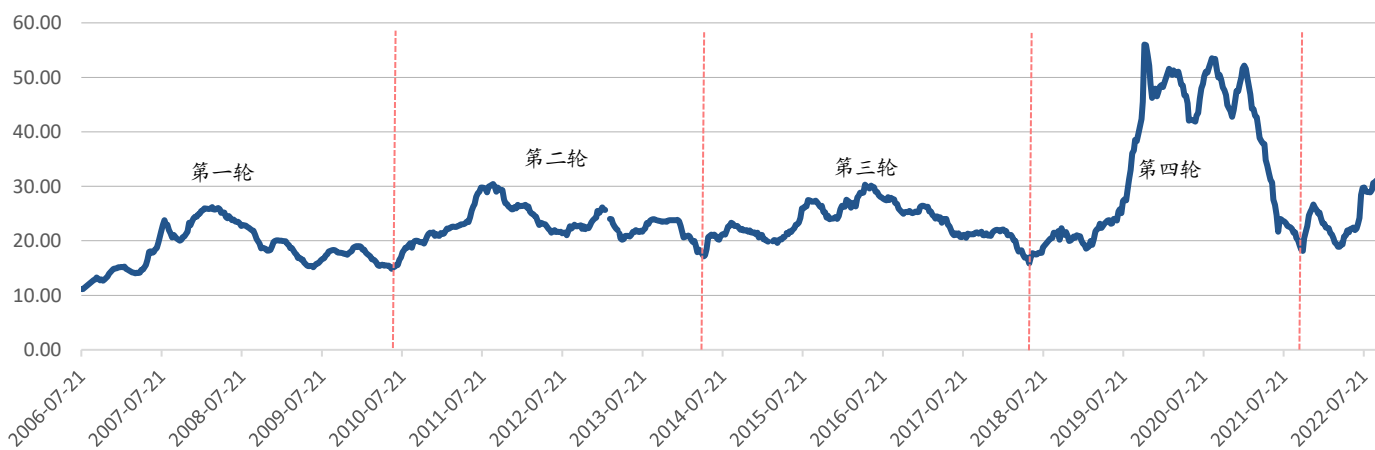
图8 2012-2019年我国不同规模养殖场出栏占比(单位:头/年)



资料来源: 农业农村部, 中国畜牧业协会, HTI

**“猪周期”**: 猪价的周期性波动通常是市场供需变化造成的。在全年需求相对稳定的情况下, 供给端主要将能繁母猪存栏量数据作为生猪产能的核心指标, 其往往可以作为未来 10 个月左右商品猪出栏的先行指标, 但能繁存栏指标也具有一定波动性, 主要体现在: 猪价上涨—母猪存栏量大增—生猪供应过剩—猪价下跌—大量淘汰母猪—生猪供应短缺—猪价上涨。除了这一供给端的主要指标, 疫病的发生、环保政策的趋严等突发的事件也会引起猪价的波动。从 2006 年开始, 我国共经历了四轮猪周期的行情:

图9 2006.07-2022.10 期间 22 个省市平均猪肉价格(单位:元/公斤)



资料来源: wind, HTI

表 1 历次猪周期总结

时间	上涨起因及幅度	回落原因及幅度
2006.7-2010.6	2006 年夏季，南方部分地区开始出现蓝耳病疫情，叠加猪价持续低位引起的产能持续去化、种猪生产性能下降等因素的影响，2006 年 7 月开始猪肉价格进入上涨行情，于 2008 年 4 月涨至 26.01 元/公斤的高点，涨幅为 133.49%	2009 年广州发生首例“瘦肉精”中毒事件，在当年引起了全国的轰动；同年 4 月，H1N1 猪流感爆发。这两个因素导致了需求端受到了较大的负面影响，猪价从 2008 年 3 月的高点，回落到 2010 年 6 月的 14.86 元/公斤，跌幅为 42.86%
2010.5-2014.4	2010 年夏季，各地口蹄疫和蓝耳病疫情多发，其中口蹄疫主要导致新生仔猪感染，死亡率可达 80% 以上。叠加行业 2010 年处于产能去化阶段，进而引起了供给端不足的问题。猪价也从 2010 年 6 月的低点，快速提升至 2011 年 9 月的 30.41 元/公斤，涨幅为 104.64%	从 2010 年 8 月开始，行业进入能繁母猪补栏阶段，能繁存栏量从当月的 4580 万头提升至 2012 年 10 月的 5078 万头，并维持在 5000 万头的存栏量直到 2013 年 6 月。由于猪肉供给相对于母猪存栏有一定滞后性，猪价从 2011 年 9 月开始，伴随季节性波动下跌，于 2014 年 4 月达到低点的 17.17 元/公斤，跌幅为 43.54%
2014.4-2018.5	从 2014 年全国人大推出《环境保护法》开始，环保政策开始逐渐趋严，这加速了中小养殖户的加速推出，叠加 2014 年行业大规模亏损，能繁母猪淘汰加速；2015 年开始猪丹毒等疫病的流行进一步导致了生猪供应的短缺。猪价从 2014 年 4 月开始，一路上涨至 2016 年 5 月的 30.13 元/公斤，涨幅为 75.48%	虽然母猪存栏并没有明显改善，但由于中大型养殖企业的母猪生产效率较高，在行业规模化进程持续的情况下，行业整体的生产效率也有所提升，PSY 从 2014 年的不到 15 提升至 2017 年的 18 左右。猪价从 2016 年 5 月开始下跌，至 2018 年 5 月的 15.86 元/公斤，跌幅为 47.36%。
2018.5-2021.10	2018 年 8 月开始，非洲猪瘟疫情在我国全面爆发，同时由于 2019 年行业亏损严重，因此也存在一定的主动去产能现象。能繁存栏从 2018 年 8 月的 3145 万头，下降至 2019 年 9 月的 1913 万头。猪价从 2018 年 8 月开始，一路上涨到 2021 年 1 月的 52.17 元/公斤，涨幅为 228.94%。	随着 2019 年 9 月母猪存栏见底，逐步高企的猪价开始刺激养殖户进行补栏动作，能繁存栏快速拉升，从低点的 1913 万头，快速提升至 2021 年 5 月的 3201 万头。伴随着产能的快速恢复，猪价也从 2021 年的 1 月开始回落，到 2021 年 10 月的低点 18.17 元，跌幅为 65.17%

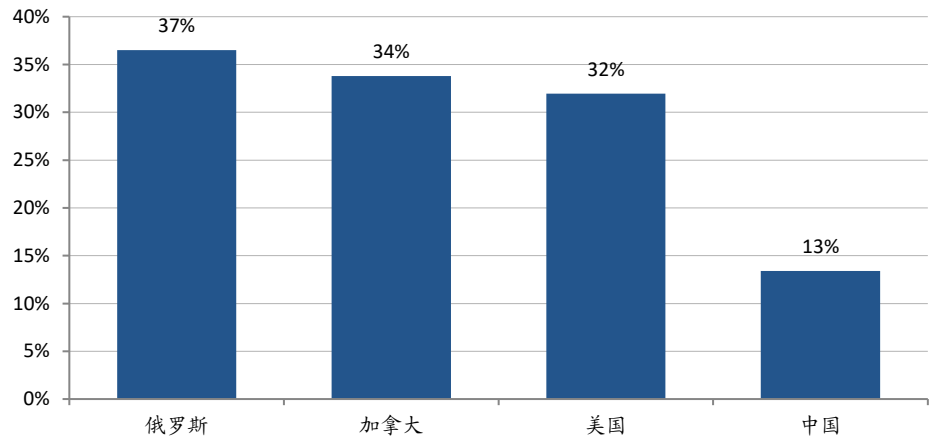
资料来源：公司公告，HTI

**展望和预判：**国内生猪养殖行业集中度还有较大提升空间，规模企业仍有成长机会。对标美国，龙头猪企 Smithfield 市占率已达 15%，规模排名第二的猪企 Triumph foods 市占率也达到 6%，而国内 2021 年头部猪企牧原股份市占率 6%，其次正邦科技和温氏股份市场份额分别达到 2.22% 和 1.97%，这与美国头部猪企市占率仍有很大提升空间。

未来，在非洲猪瘟防控常态化的背景下，政策端，我们预计规模养殖企业将持续获得大力的支持；成本端，随着不规模养殖户成本持续高企，叠加猪周期行情的持续演绎，长期的阶段性亏损将导致更多散户被迫退出行业，而规模化养殖企业凭借自身在成本端的天然优势，叠加生物安全体系的完备，将较好的抵御疫病的侵扰。在这样的前提下，规模化养殖企业将进一步提升自身的市占率水平。



图10 各国生猪养殖行业 CR5 对比 (加拿大为 2020 年数据, 其他国家为 2021 年)



资料来源: USDA, HTI

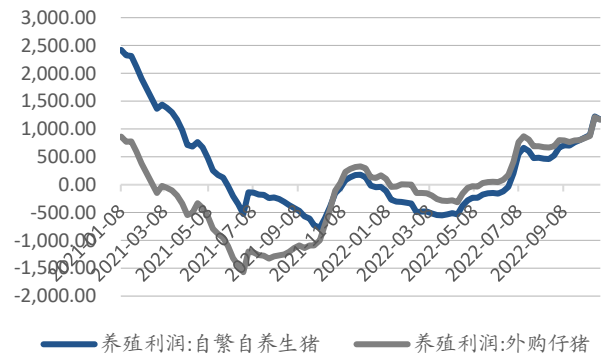
猪肉价格方面, 2021 年在供给超预期增加而消费萎靡的情况下, 市场猪肉供给严重过剩, 猪价自 2021 年 1 月起一路震荡下跌, 叠加成本端受到饲料价格上涨和外购高价种猪及仔猪影响, 养殖盈利受到严重冲击。

图11 2021 年至今 22 个省市生猪平均价格 (单位: 千克/元)



资料来源: wind, HTI

图12 2021 年至今养殖利润 (单位: 元/头)

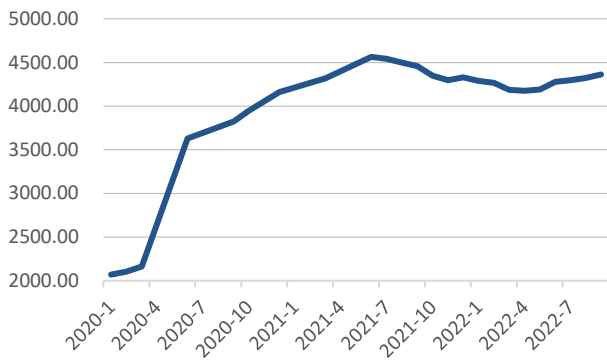


资料来源: wind, HTI

据农业农村部统计数据, 2021 年 6 月能繁母猪达到本轮猪周期高点, 并开始进入去产能阶段, 直至 2022 年 4 月。期间能繁母猪存栏量从 4564 万头下降到 4177 万头, 下降幅度在 8.5%。根据能繁到标猪出栏 10 月左右周期, 预计 2022 年 3-5 月区间生猪出栏量处于相对高位, 5 月起已确定性进入下降区间。根据国家统计局的数据也可以看出, 生猪出栏量同比增速也已进入下行趋势, 今年前六个月同比增速收窄至 8.4%。

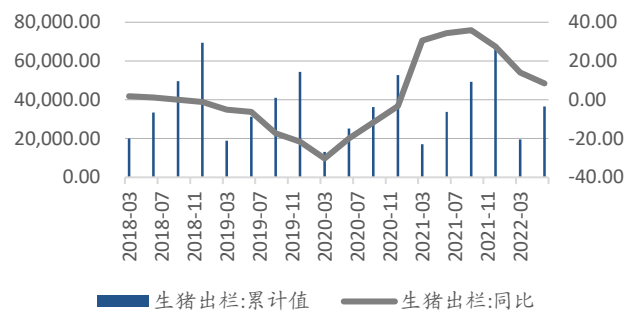
近期猪价上涨除了产能去化带来的供给量确定性减少以外, 我们也观察到其他的一些因素对猪价提升起到了催化的作用, 包括疫情导致的运输受到一定的阻力, 部分地区出现了被动压栏的情况; 价格上涨导致的部分养殖户出现压栏惜售、二次育肥的情况, 同时根据仔猪价格的上涨, 我们也可以看出养殖户对于猪价的乐观判断; 临近春节, 猪肉需求量进入旺季, 一定程度上也对猪价产生了正面催化。

图13 2020年初至今能繁母猪存栏水平 (单位: 万头)



资料来源: 农业农村部, HTI

图14 生猪出栏季度累计值 (单位: 万头, %)



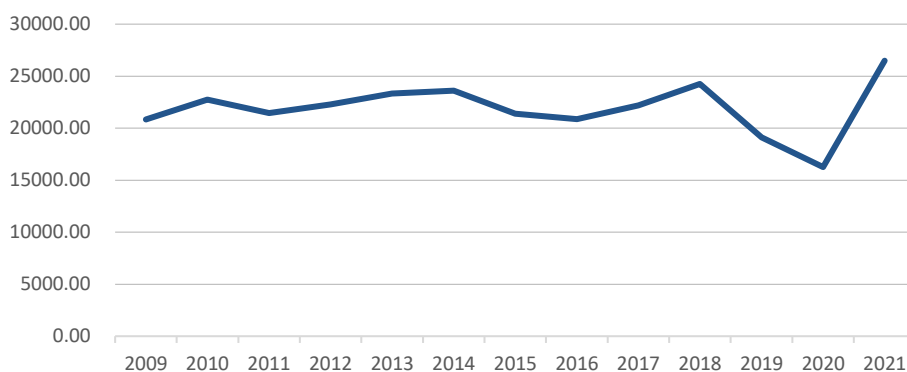
资料来源: 国家统计局, HTI

## 2. 生猪屠宰行业：定点屠宰、市场集中度有望持续提升

我国屠宰业起步于上世纪 50 年代，经过几十年的发展，相关法律法规日趋完善，头部企业的合规经营优势逐步显现。从前期屠宰方式延续传统方法，主要是手工操作，检验项目严重不全，到 1998 年开始国务院颁布《生猪屠宰管理条例》，规范生猪屠宰行为，提高生猪产品质量。进入 21 世纪后，国家陆续颁布发展规划纲要，提出了行业进一步规模化、品牌化，“就近屠宰、冷链配送”等一系列要求，使得国内生猪屠宰行业逐步规范化。

从总量来看，2019 年，我国生猪出栏量达到 5.44 亿头，其中出栏生猪在定点屠宰场宰杀 1.80 亿头，同比-25.65%，定点屠宰占比达到 33.13%。2020 年我国生猪出栏量 5.27 亿头，定点屠宰 1.50 亿头，同比-21.63%，定点屠宰率在 28.46%。2021 年我国生猪出栏 6.71 亿头，定点屠宰 2.65 亿头，同比+76.80%，定点屠宰率在 39.49%。2012 年我国的定点屠宰生猪比率为 32.01%，至 2021 年定点屠宰生猪比率为 39.49%，定点屠宰率稳步上行，正常年份下我国目前生猪屠宰比率已超过 35%。

图15 生猪定点屠宰企业屠宰量（万头）

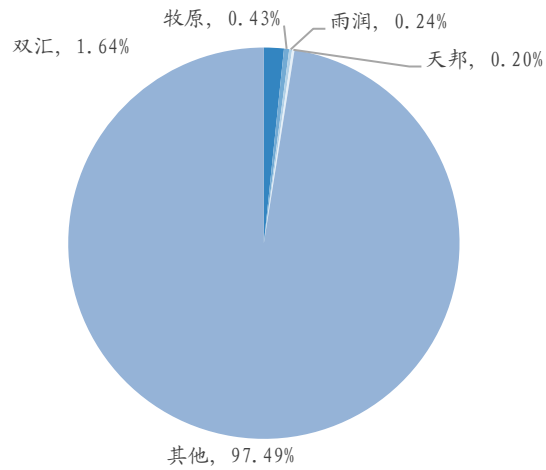


资料来源：wind，HTI

目前我国屠宰行业集中度仍处于较低水平，为 7%左右（CR5），与其他国家相比，仍存在集中度提升的空间：美国目前的集中度在 60%以上（CR5），其中 Smithfield 作为行业龙头，瓜分了 31%的市场份额；丹麦的市占率则更高，达到 90%的水平，其中行业龙头瓜分了 80%的份额。



图16 我国生猪屠宰市占率情况



资料来源：华经情报网，HTI

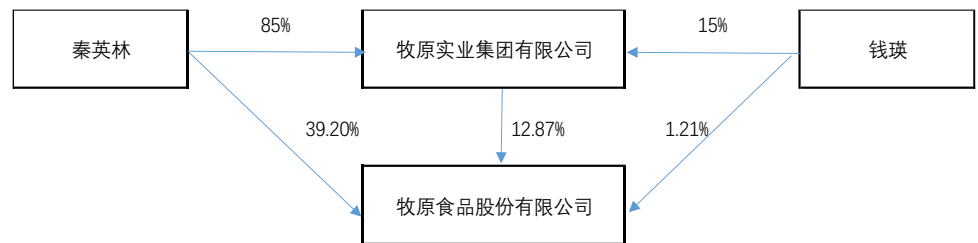
我国生猪屠宰行业的低集中度，主要原因除了私自屠宰现象猖獗以外，也与各生猪主产区存在的地方保护主义有关，外地企业经常有难以进入地方市场的现象发生。但在防疫常态化的新背景下，“定点屠宰，集中检疫，统一纳税，分散经营”等条例得到新的解释。农业部要求与发生非洲猪瘟疫情省相邻的省份暂停生猪跨省调运，并暂时关闭省内所有生猪交易市场。我们认为，随着生猪运输逐步减少，就地屠宰的占比逐步提高，也将加速国内的猪肉屠宰行业由分散走向集中。

### 3. 牧原股份

#### 3.1 公司历史及股权结构

牧原食品股份有限公司始创于 1992 年，2014 年于深交所主板上市。公司是集饲料加工、生猪育种、种猪扩繁、商品猪饲养、屠宰加工为一体的农业产业化国家重点龙头企业，是我国最大的自育自繁自养大规模一体化的生猪养殖企业之一，也是我国最大的生猪育种企业之一。公司董事长秦英林和其夫人钱瑛女士是公司的实际控制人，两人通过直接和间接的方式，共同持有公司 53.87% 的股权，目前股权结构稳定。

图17 公司股权结构图



资料来源：公司公告，HTI

#### 3.2 公司业务情况

**生猪养殖业务：**作为公司的主营业务，公司于 2010 年开始进行持续的产能扩张动作，在 2018 年非洲猪瘟爆发后，凭借自身优秀的疫病防控体系和养殖管理系统，抵御住了疫病的影响，并在期间积极扩大产能，于 2020 年成为行业生猪出栏量第一。2021 年在生猪价格大幅下跌的背景下，公司坚持逆势扩张，生猪出栏量实现 122% 的同比增幅，占全国生猪出栏量的 6%，出栏量绝对值为 4026 万头。

表 2 公司 2015-2021 生猪产能（单位：万头）

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E
产能	455	911	1410	2096	2594	5662	7117	7500

资料来源：公司公告，HTI

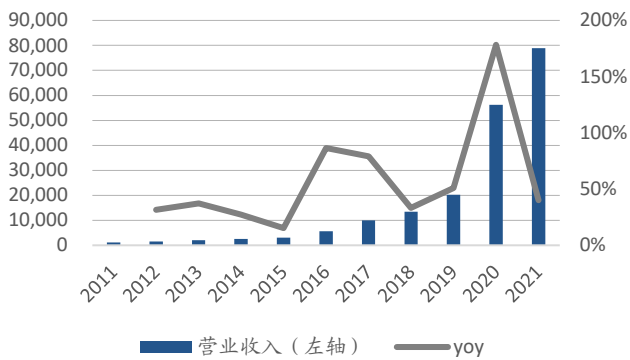
表 3 各公司 2015-2021 生猪出栏量（单位：万头）

公司	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
牧原股份	192	311	724	1101	1025	1812	4026
温氏股份	1535	1713	1894	2230	1852	955	1322
正邦科技	158	226	342	554	578	956	1493
新希望		117	190	254	355	829	998
天邦股份	41	58	101	217	244	308	428
大北农		40	64	168	163	185	431
傲农生物		11	22	42	66	135	325
天康生物		31	49	65	84	135	160
唐人神		22	54	68	84	102	154
金新农		7	37	24	40	80	107

资料来源：各公司公告，HTI

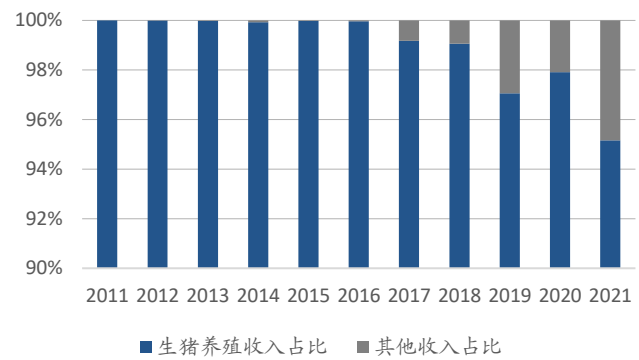
从收入来看，生猪养殖业务收入占总收入常年在 95%以上。在 2016-2021 年期间，凭借公司在生猪养殖端的持续扩产，除 2018、2021 年受到猪周期下行，猪价持续低迷导致的营收增速出现一定放缓以外，整体来看近五年公司营收呈现高速增长的态势。2021 年公司加快了产能扩张的步伐，全年出栏生猪 4026 万头，同比增长 122.19%，但受到产能过剩、进口和压栏的影响，猪价在 2021 年呈现阴跌的状态，公司 2021 年全年实现营收 788.90 亿元，同比增长 40.18%。

图18 2011-2021 年公司营收及增速 (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告, HTI

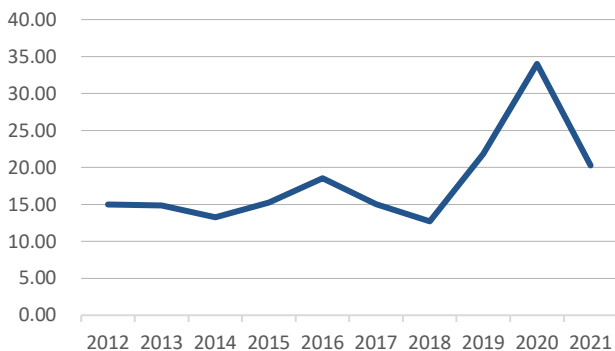
图19 2011-2021 年公司生猪营收占比



资料来源: 公司公告, HTI

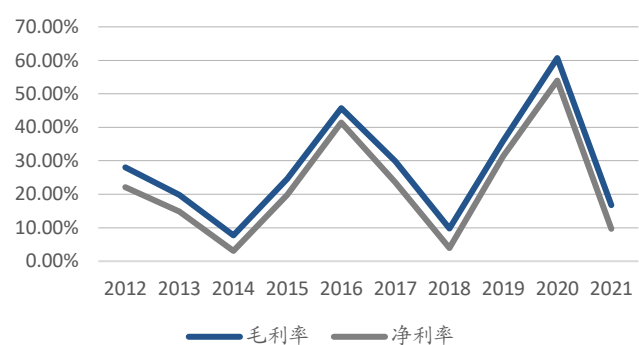
从盈利水平来看，正如上文提到的，公司盈利能力随着猪价的波动而波动。2021 年，受到猪周期进入下行阶段以及成本端压力的影响，公司全年毛利率下降到 16.74%，同比下滑 43.94pct；净利率为 9.68%，同比下滑 44.29pct。作为最主要的影响因素，2021 年全国 22 个省市的生猪年度平均价（原数据为周度，进行平均值计算作为年度价格）为 20.28 元/公斤，同比下降 40.36%，可见其对盈利水平的影响。

图20 2012-2021 年 22 个省市生猪平均价 (单位: 元/千克)



资料来源: wind, HTI

图21 2012-2021 年公司毛、净利率水平



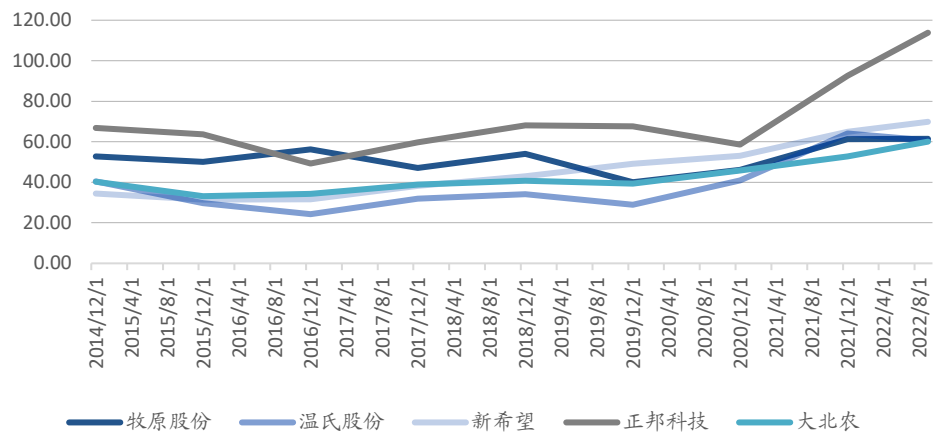
资料来源: 公司公告, HTI

**公司生产、资金、成本端优势助力产能逆势扩张。**正如上文提到的，公司能够抵抗非洲猪瘟等多次疫病潮以及周期下行亏损，实现产能快速扩张，在 2020 年成为行业第一的原因，主要来自于生产端、资金端两方面的原因：

1、生产端：公司的二元母猪相对于行业整体来说，具有在繁殖性能、瘦肉率以及生长速度方面的优势，这样的优势保证了公司在行业内保持领先水平。同时，在 2018 年开始的非洲猪瘟疫情后，行业内开始大量出现生产效率较差的三元母猪，导致行业 PSY 一度下降至 18 以下，而公司则顶住了压力，将自身的 PSY 维持在 24 以上，根据最新的交流，目前公司的 PSY 大于 26，处于行业领先水平。

2、资金端：上市以来公司通过股权、债券、中期票据、合作投资等融资方式募集大量资金，为公司产能扩张提供了资金上的坚实支持。在兴建猪舍，购置设备的同时，公司也在持续加大土地储备，为未来产能进一步扩张做提前布局。公司资产负债率相对比较稳定，2014 年以来一直维持在 40%-58%之间。截止 2022 年三季度末，公司资产负债率 61.5%，虽然已经突破历史新高，但却处于前五大上市猪企的较低水平。

图22 各公司资产负债率水平（单位：%）



资料来源：公司公告，HTI

**屠宰业务：**为响应国务院近年来对于就近屠宰，逐步限制活猪调运的号召，公司 2019 年开始，根据自身的生猪产能布局，就近开始建设相应的配套屠宰场。根据公司最新半年报显示，截止 2022 年 6 月末，公司已在河南、山东、安徽、东北等生猪养殖产能较为集中的地区成立 23 家屠宰子公司，已投产内乡、正阳、商水、铁岭、曹县等 8 家屠宰厂，投产产能合计为 2200 万头/年，根据公司公开调研显示，预计 2022 年底，屠宰产能将达到 3000 万头/年。

表 4 牧原股份 2020-2022 生猪屠宰产能（单位：万头/年）

项目	2020	2021	2022H1	2022E
屠宰产能	200	1600	2200	3000

资料来源：公司公告，HTI

公司屠宰业务目前全部面向 B 端客户，包括商超、农贸市场以及食品加工企业，主销产品则是白条猪肉。从收入来看，公司 2022 年上半年共计屠宰生猪 351.50 万头，完成鲜、冻品猪肉销售 33.68 万吨，屠宰业务实现营业收入 50.75 亿元，占总收入的比例首次超过 10%，为 11.46%。由于公司目前屠宰产能利用率相对较低，屠宰业务尚未形成较大规模，因此仍处于亏损状态。根据 2022 年半年报显示，公司屠宰业务毛利率为-1.89%。同比下降 1.57pct。

长期来看，公司在产能端有望实现进一步扩张，同时在产能利用率上，距离行业平均水平相比仍有较大的提升空间（行业龙头为 60%左右），预计随着利用率的提升，公司屠宰业务经营效率有望向行业龙头看齐，盈利水平有望提升。

#### 4. 公司核心业务展望

##### 生猪业务:

**单价:** 根据三季报以及公司公开交流，我们预计全年商品猪单价有望达到 17 元/公斤，商品猪出栏均重预计为 110 公斤/头；根据 11 月 4 日数据，今年以来仔猪均价在 38.1 元/千克（中位数为 41.7 元/千克），公司目前仔猪销售均重在 10 千克，因此我们预计全年仔猪销售头均单价在 400 元/头。

**销量:** 根据公司交流，预计今年公司生猪出栏量位于年初预期范围的上限（5600 万头），按照九月末生猪销量中，商品猪、仔猪、种猪销量分别占 87.8%、11.5%和 0.7%进行计算，我们预计全年商品猪、仔猪、种猪销量分别为 4917 万头、644 万头和 39 万头。产能方面，公司预计今年年末产能有望达到 7500 万头/年，同时在建产能 600 万头/年，这体现出公司在未来对于生猪业务扩张的决心，我们预计未来两年公司生猪出栏量有望进一步增长。

**成本:** 根据公司公开交流，预计全年商品猪完全成本有望实现 15 元/千克，9 月末仔猪断奶成本在 320 元/头，我们预计全年仔猪成本与九月末相似。

##### 屠宰业务:

根据三季报和月度销售简报，我们预计公司前三季度屠宰生猪 507.3 万头，在公开交流中，公司表示全年有望实现生猪产能 3000 万头/年，而目前的产能利用率则在 30%左右。因此我们预计全年屠宰量有望达到 900 万头，而在交流中，公司也表示将逐步提高产能利用率，实现屠宰业务的扭亏为盈。

#### 5. 盈利预测和投资建议

我们看好公司在养殖业务上实现产量的持续扩张，在屠宰业务端，继续提升产能利用率，实现业务的扭亏为盈。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润达到 112.6 亿元、150.6 亿元和 157.5 亿元；对应 2022-2024 年 EPS 分别为 2.12、5.09、4.55 元。基于同业公司估值，我们给予 23 年 14 倍 PE，给予公司目标价 71 元，首次覆盖给予公司“优于大市”评级。

#### 6. 风险提示

猪肉价格波动，饲料原料价格波动，疫病大规模爆发

## 可比公司估值

表 5 可比公司估值表

股票简称	收盘价	净利润 (亿元)		PE	
		2022E	2023E	2022E	2023E
温氏股份	18.32	50.96	137.27	23.53	8.74
海大集团	57.74	28.24	45.59	33.97	21.04
新希望	13.48	2.81	53.00	218.01	11.54
天邦食品	6.21	13.22	19.67	8.64	5.81
大北农	9.56	0.96	15.15	412.21	26.14
傲农生物	13.21	0.82	18.45	140.96	6.24
<b>平均</b>		<b>16.17</b>	<b>48.19</b>	<b>139.55</b>	<b>13.25</b>

资料来源: 收盘价为 2022 年 11 月 10 日收盘价, 2022 及 2023 年 EPS 为 Wind 一致预期, HTI



## 财务报表分析和预测

报表预测 (单位: 百万人民币)

利润表	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	78889.87	114954.72	150612.58	157532.83
减: 营业成本	65679.90	94876.32	110541.30	120550.43
营业税金及附加	92.17	134.31	175.97	184.05
营业费用	699.74	804.68	1054.29	1102.73
管理费用	3442.21	4368.28	5422.05	5356.12
研发费用	808.15	1149.55	1506.13	1575.33
财务费用	2177.73	2988.82	3765.31	3780.79
减值损失	17.59	17.59	17.59	17.59
加: 投资收益	-12.67	191.00	191.00	191.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	6767.88	11014.76	28529.53	25365.39
加: 其他非经营损益	1650.87	1650.77	1650.77	1650.77
利润总额	8418.75	12665.54	30180.30	27016.16
减: 所得税	-27.98	0.00	0.00	0.00
净利润	8446.73	12665.54	30180.30	27016.16
减: 少数股东损益	734.81	1198.32	2883.18	2578.80
归属母公司股东净利润	7711.93	11258.64	27088.54	24228.78
资产负债表	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	12197.63	26439.59	34640.89	36232.55
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
应收和预付款项	1489.47	3334.15	12860.66	12860.66
其他应收款 (合计)	264.39	9.94	7.96	56.47
存货	34475.73	37483.30	42000.00	45000.00
其他流动资产	588.80	534.27	534.27	534.27
长期股权投资	307.15	498.15	689.15	880.15
金融资产投资	0.00	143.00	0.00	0.00
投资性房地产	151.92	135.60	119.29	102.97
固定资产和在建工程	118005.35	116759.16	115512.97	114266.78
无形资产和开发支出	863.03	903.01	928.00	937.98
其他非流动资产	9492.81	80554.20	74798.17	70497.13
资产总计	177265.76	186897.58	208091.78	211621.92
短期借款	22291.62	26965.62	38097.43	46151.52
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	48115.95	48330.62	26351.94	26351.94
长期借款	22549.07	30915.36	35065.78	10650.01
其他负债	37996.62	28503.04	39634.84	47688.94
负债合计	108661.64	107749.01	101052.56	84690.88
股本	5262.36	5301.29	5470.38	5470.38
资本公积	7700.98	8963.17	14445.05	14445.05
留存收益	41388.43	49433.44	68789.95	86102.97
归属母公司股东权益	54351.77	63697.91	88705.38	106018.40
少数股东权益	14252.35	15450.66	18333.84	20912.64
股东权益合计	68604.12	79148.57	107039.22	126931.04
负债和股东权益合计	177265.76	186897.58	208091.78	211621.92
现金流量表	2021A	2022E	2023E	2024E
经营性现金净流量	16295.03	21593.36	8535.31	38403.92
投资性现金净流量	-35967.71	-9519.94	-9752.29	-9736.47
筹资性现金净流量	14171.00	2168.53	9418.29	-27075.79
现金流量净额	-5501.69	14241.95	8201.31	1591.66

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 2022 年 11 月 10 日; (2) 以上各表均为简表;

资料来源: 公司年报 (2021), HTI

**APPENDIX 1****Summary**

The pig-breeding industry has a scale of trillion yuan, and the scale process is still continuing. China is a big country in pork production and consumption. According to the data released by USDA, China's pig production will be 655 million pigs in 2021, accounting for 52.3% of the global total production, far ahead of the second place in the European Union (20.3%) and the third place in the United States (10.6%).

The pig cycle market is getting stronger and stronger, and the reduction of production capacity helps this cycle to go up. The cyclical fluctuations of pig prices are usually caused by changes in market supply and demand. Under the condition of relatively stable demand throughout the year, the supply side mainly takes the number of breeding sows on hand as the core indicator of pig production capacity, which can often be used as the leading indicator of commercial pig marketing in the next 10 months or so.

As the industry leader, Muyuan has achieved rapid growth in sales in the past decade. Muyuan Food Co., Ltd., founded in 1992, is a national key leading enterprise of agricultural industrialization integrating feed processing, pig breeding, breeding pig expansion, commercial pig breeding, slaughter and processing. It is one of the largest pig breeding enterprises with large-scale integration of self breeding in China, and one of the largest pig breeding enterprises in China.

Production and capital advantages help the sustainable development of aquaculture business, and the slaughtering business is expected in the future. The company's dual sows have advantages in reproductive performance, lean meat rate and growth speed, which ensure that the company is in the leading position in the industry for a long time. Since the listing, the company has raised a large amount of funds through various financing methods, providing a solid financial support for the company's capacity expansion.

Investment suggestion: We are optimistic that the company will achieve continuous expansion of production in the breeding business, continue to improve capacity utilization in the slaughter business, and turn losses into profits. We estimate that the net profit attributable to the parent company in 2022-2024 will reach 11.26 billion yuan, 27.09 billion yuan and 24.23 billion yuan; The corresponding EPS from 2022 to 2024 is 2.12 yuan, 5.09 yuan and 4.55 yuan respectively. Based on the valuation of peer companies, we assign the company with 14X 2023e PE, a target price of 71 yuan, and initiate with an "OUTPERFORM" rating.

Risks: the price of pork fluctuates, the price of feed raw materials fluctuates, and epidemic diseases break out on a large scale.

## 附录 APPENDIX

### 重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司(HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HTIJKK)和海通国际证券有限公司(HTISCL)的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团(HTISG)各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

### IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited ("HTIRL"), Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), Haitong International Japan K.K. ("HTIJKK"), Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies ("HTISG"), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

### HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，胡世炜，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。I, Shiwei Hu, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed.

我，闻宏伟，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。I, Hongwei Wen, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed.

### 利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至 ERD-Disclosure@htisec.com）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

海通证券股份有限公司和/或其子公司（统称“海通”）在过去 12 个月内参与了 002385.CH 的投资银行项目。投资银行项目包括：1、海通担任上市前辅导机构、保荐人或主承销商的首次公开发行项目；2、海通作为保荐人、主承销商或财务顾问的股权或债务再融资项目；3、海通作为主经纪商的新三板上市、目标配售和并购项目。

Haitong Securities Co., Ltd. and/or its subsidiaries (collectively, the "Haitong") have a role in investment banking projects of 002385.CH within the past 12 months. The investment banking projects include 1. IPO projects in which Haitong acted as pre-listing tutor, sponsor, or lead-underwriter; 2. equity or debt refinancing projects of 002385.CH for which Haitong acted as sponsor, lead-underwriter or financial advisor; 3. listing by introduction in the new three board, target placement, M&A projects in which Haitong acted as lead-brokerage firm.

002157.CH 及 002385.CH 目前或过去 12 个月内是海通的投资银行业务客户。

002157.CH and 002385.CH are/were an investment bank clients of Haitong currently or within the past 12 months.

四川正邦科技有限责任公司，上海易方达新希望股权投资基金（有限合伙）及新希望（天津）商业保理有限公司目前或过去 12 个月内是海通的客户。海通向客户提供非投资银行业务的证券相关业务服务。

四川正邦科技有限责任公司，上海易方达新希望股权投资基金（有限合伙）及新希望（天津）商业保理有限公司 are/were a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-investment-banking securities-related services.

江西增鑫科技股份有限公司，东营正邦生态农业发展有限公司及齐齐哈尔丰源松盛智慧物流科技有限公司目前或过去 12 个月内是海通的客户。海通向客户提供非证券业务服务。

江西增鑫科技股份有限公司，东营正邦生态农业发展有限公司 and 齐齐哈尔丰源松盛智慧物流科技有限公司 are/were a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-securities services.

海通预计将（或者有意向）在未来三个月内从 002157.CH 获得投资银行服务报酬。

Haitong expects to receive, or intends to seek, compensation for investment banking services in the next three months from 002157.CH.

海通在过去的 12 个月中从江西增鑫科技股份有限公司，东营正邦生态农业发展有限公司及齐齐哈尔丰源松盛智慧物流科技有限公司获得除投资银行服务以外之产品或服务的报酬。

Haitong has received compensation in the past 12 months for products or services other than investment banking from 江西增鑫科技股份有限公司，东营正邦生态农业发展有限公司 and 齐齐哈尔丰源松盛智慧物流科技有限公司.

**评级定义 (从 2020 年 7 月 1 日开始执行):**

海通国际 (以下简称“HTI”) 采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司: 优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息, 投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下, 分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况 (比如投资者的现有持仓) 以及其他因素。

**分析师股票评级**

**优于大市**, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上, 基准定义如下

**中性**, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大, 基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则, 我们会将中性评级划入持有这一类别。

**弱于大市**, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上, 基准定义如下

各地股票基准指数: 日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100, 美国 – SP500; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

**Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):**

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

**Analyst Stock Ratings**

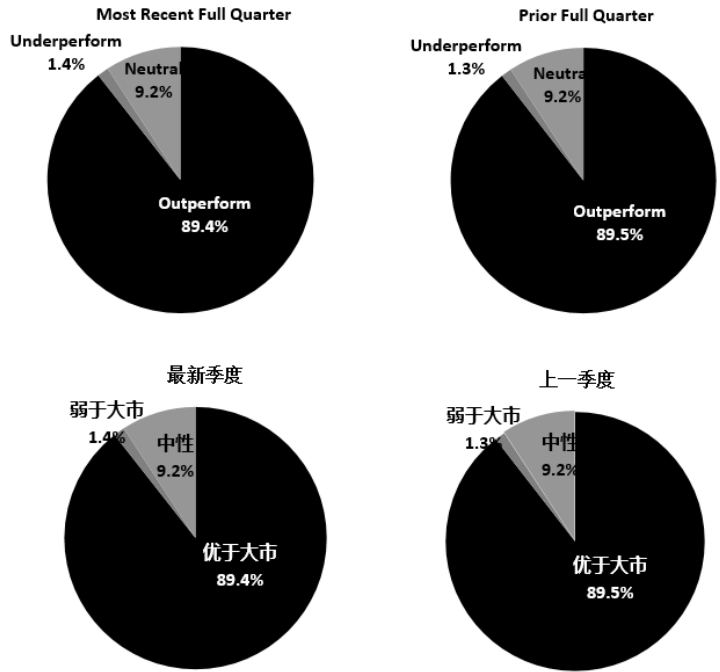
**Outperform:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**Neutral:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

**Underperform:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.**

**评级分布 Rating Distribution**



**截至 2022 年 9 月 30 日海通国际股票研究评级分布**

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	89.4%	9.2%	1.4%
投资银行客户*	5.5%	6.8%	4.5%

\*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入, 中性和卖出分别对应我们当前优于大市, 中性和落后大市评级。

只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则, 我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

**此前的评级系统定义 (直至 2020 年 6 月 30 日):**

买入, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上, 基准定义如下

中性, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大, 基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则, 我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上, 基准定义如下

各地股票基准指数: 日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

## Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of Sep 30, 2022

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	89.4%	9.2%	1.4%
IB clients*	5.5%	6.8%	4.5%

\*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

### Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

**BUY:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**NEUTRAL:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

**SELL:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.**

**海通国际非评级研究:** 海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为了进行股票评级、提出目标价格或进行基本面估值，而仅供参考使用。

**Haitong International Non-Rated Research:** Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

**海通国际 A 股覆盖:** 海通国际可能会就沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。海通证券 (600837.CH)，海通国际于上海的母公司，也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是，海通国际使用与海通证券不同的评级系统，所以海通国际与海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

**Haitong International Coverage of A-Shares:** Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. Haitong Securities (HS; 600837 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by HS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and HS ratings for the same A-share stocks.

**海通国际优质 100 A 股 (Q100) 指数:** 海通国际 Q100 指数是一个包括 100 支由海通证券覆盖的优质中国 A 股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程，并结合对海通证券 A 股团队自下而上的研究。海通国际每季对 Q100 指数成分作出复审。

**Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index:** HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at HS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the HS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

**MSCI ESG 评级免责声明条款:** 尽管海通国际的信息供货商 (包括但不限于 MSCI ESG Research LLC 及其附属公司 (「ESG 方」) 从其认为可靠的来源获取信息 (「信息」), ESG 方均不承担或保证此处任何数据的原创性、准确性和/或完整性, 并明确表示不作出任何明示或默示的担保, 包括可商售性和针对特定目的的适用性。该信息只能供阁下内部使用, 不得以任何形式复制或重新传播, 并不得用作任何金融工具、产品或指数的基础或组成部分。此外, 信息本质上不能用于判断购买或出售何种证券, 或何时购买或出售该证券。即使已被告知可能造成的损害, ESG 方均不承担与此处任何资料有关的任何错误或遗漏所引起的任何责任, 也不对任何直接、间接、特殊、惩罚性、附带性或任何其他损害赔偿 (包括利润损失) 承担任何责任。

**MSCI ESG Disclaimer:** Although Haitong International's information providers, including without limitation, MSCI ESG Research LLC and its affiliates (the "ESG Parties"), obtain information (the "Information") from sources they consider reliable, none of the ESG Parties warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness, of any data herein and expressly disclaim all express or implied warranties, including those of merchantability and fitness for a particular purpose. The Information may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, none of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages.

**盟浪义利 (FIN-ESG) 数据通免责声明条款:** 在使用盟浪义利 (FIN-ESG) 数据之前, 请务必仔细阅读本条款并同意本声明:

第一条 义利 (FIN-ESG) 数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司 (以下简称“本公司”) 基于合法取得的公开信息评估而成, 本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考, 并不构成对任何个人或机构投资建议, 也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因收到此评估数据而将收件人视为客户, 收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断, 盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明, 本数据 (如财务业绩数据等) 仅代表过往表现, 过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

第三条 本数据版权归本公司所有, 本公司依法保留各项权利。未经本公司事先书面许可授权, 任何个人或机构不得将本数据中的评估结果用于任何营利性目的, 不得对本数据进行修改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等, 否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的, 由用户承担相应的赔偿责任, 盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定, 而盟浪网站平台载明的其他协议内容 (如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务 (含认证) 协议》《盟浪网隐私政策》等) 有约定的, 则按其他协议的约定执行; 若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的, 则以本免责声明约定为准。



**SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer:** Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-ESG Data Service.

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.
2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.
3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.
4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. *User Registration Protocol of SusallWave Website*, *User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website*, *Privacy Policy of Susallwave Website*), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

### 重要免责声明:

**非印度证券的研究报告:** 本报告由海通国际证券集团有限公司 (“HTISGL”) 的全资附属公司海通国际研究有限公司 (“HTIRL”) 发行, 该公司是根据香港证券及期货条例 (第 571 章) 持有第 4 类受规管活动 (就证券提供意见) 的持牌法团。该研究报告在 HTISGL 的全资附属公司 Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”) 的协助下发行, HTIJKK 是由日本关东财务局监管为投资顾问。

**印度证券的研究报告:** 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”) 所发行, 包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) 上市公司 (统称为「印度交易所」) 的研究报告。HSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌, 经许可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源, 但 HTIRL、HTISGL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的声明或保证。本文件中所有观点均截至本报告日期, 如有更改, 恕不另行通知。本文件仅供参考使用。文件中提及的任何公司或其股票的说明并非意图展示完整的内容, 本文件并非/不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区, 本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价, 则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易, 包括设计金融衍生工具的, 有产生重大风险的可能性, 因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况, 如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问, 以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失, HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师外, HTISG 及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员, 均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISG 的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 [www.equities.htisec.com](http://www.equities.htisec.com), 查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织和行政安排的内容信息。

**非美国分析师披露信息:** 本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在 FINRA 进行注册或者取得相应的资格, 并且不受美国 FINRA 有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第 2241 条规则之限制。

### IMPORTANT DISCLAIMER

**For research reports on non-Indian securities:** The research report is issued by Haitong International Research Limited (“HTIRL”), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited (“HTISGL”) and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

**For research reports on Indian securities:** The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”). HSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”) on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”) and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities



referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website [www.equities.htisec.com](http://www.equities.htisec.com) for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

**Non U.S. Analyst Disclosure:** The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

#### 分发和地区通知:

除非下文另有规定, 否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

**香港投资者的通知事项:** 海通国际证券股份有限公司("HTISCL")负责分发该研究报告, HTISCL 是在香港有权实施第 1 类受规管活动(从事证券交易)的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)(以下简称"SFO")所界定的要约邀请, 证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给 SFO 所界定的"专业投资者"。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

**美国投资者的通知事项:** 本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJKK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司, 均未在美国注册, 因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年"美国证券交易法"第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」("Major U.S. Institutional Investor")和「机构投资者」("U.S. Institutional Investors")。在向美国机构投资者分发研究报告时, Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA") 将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者, 希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易, 只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, 电话 (212) 351-6050。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission ("SEC") 注册的经纪商, 也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA") 的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告, 也不负责其中包含的分析。在任何情况下, 收到本研究报告的任何美国投资者, 不得直接与分析师直接联系, 也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格, 因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流, 公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具(包括 ADR)可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册, 或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响, 可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系:

Haitong International Securities (USA) Inc.

340 Madison Avenue, 12th Floor

New York, NY 10173

联系人电话: (212) 351 6050

#### DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI's research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

**Notice to Hong Kong investors:** The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to "Professional Investors" as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

**Notice to U.S. investors:** As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" and "U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to "U.S. institutional investors," HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA"), located at 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, USA; telephone (212) 351 6050. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the "SEC") and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA"). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with,

or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.  
340 Madison Avenue, 12<sup>th</sup> Floor  
New York, NY 10173  
Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

**中华人民共和国的通知事项:** 在中华人民共和国(下称“中国”,就本报告目的而言,不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾)只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规,该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公开发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定,在取得中国政府所有的批准或许可之前,任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何实益权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

**加拿大投资者的通知事项:** 在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 予以实施,该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”) 的规定得到「国际交易商豁免」 (“International Dealer Exemption”) 的交易商,位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大,该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发行。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料,其中所载的信息或所述证券的优点,任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时,每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario) 第 73.3(1) 节所规定的「认可投资者」 (“Accredited Investor”), 或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」 (“Permitted Investor”)。

**新加坡投资者的通知事项:** 本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”) [公司注册编号 201311400G] 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》(第 110 章) (“FAA”) 定义的豁免财务顾问,可 (a) 提供关于证券,集体投资计划的部分,交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券,交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》(第 289 章) 第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题,本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd  
50 Raffles Place, #33-03 Singapore Land Tower, Singapore 048623  
电话: (65) 6536 1920

**日本投资者的通知事项:** 本研究报告由海通国际证券有限公司所发布,旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构(根据日本金融机构和交易法 (“FIEL”) ) 第 61 (1) 条,第 17-11 (1) 条的执行及相关条款)。

**英国及欧盟投资者的通知事项:** 本报告由从事投资顾问的 Haitong International Securities Company Limited 所发布,本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited 的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的 0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

**澳大利亚投资者的通知事项:** Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会(以下简称“ASIC”)公司(废除及过度性)文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究,该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取: [www.legislation.gov.au](http://www.legislation.gov.au)。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制,该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

**印度投资者的通知事项:** 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发布,包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (统称为「印度交易所」) 研究报告。

本项研究仅供收件人使用,未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有: 海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

**People's Republic of China (PRC):** In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute “production and business activities in the PRC” under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

**Notice to Canadian Investors:** Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the “international dealer exemption” under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”) in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an “accredited investor” as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a “permitted client” as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

---

**Notice to Singapore investors:** This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”) [Co Reg No 201311400G. HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act (Cap. 110) (“FAA”) to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act (Cap. 289). Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

Telephone: (65) 6536 1920

**Notice to Japanese investors:** This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act (“FIEL”) Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

**Notice to UK and European Union investors:** This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited’s affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

**Notice to Australian investors:** The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, [www.legislation.gov.au](http://www.legislation.gov.au). Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

**Notice to Indian investors:** The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”).

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

<http://equities.htisec.com/x/legal.html>

---