

农林牧渔

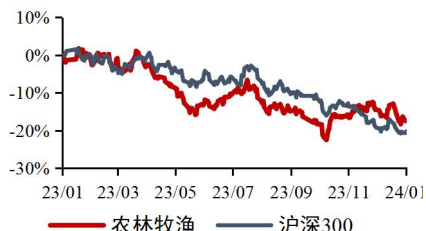
12月上市猪企经营数据跟踪 同步大市-A(维持)

旺季生猪价格持续走弱，产能去化趋势不改

2024年1月17日

行业研究/行业快报

农林牧渔行业近一年市场表现



资料来源：最闻

首选股票		评级
002311.SZ	海大集团	买入-A
002299.SZ	圣农发展	买入-B
300498.SZ	温氏股份	买入-B
002567.SZ	唐人神	增持-B
001201.SZ	东瑞股份	增持-B
605296.SH	神农集团	增持-B
603477.SH	巨星农牧	增持-B
000876.SZ	新希望	增持-B

相关报告：

【山证农林牧渔】看好生猪养殖股在2024年的投资机会-【山证农业】农业行业2024年度策略 2024.1.14

分析师：

陈振志

执业登记编码：S0760522030004

邮箱：chenzhenzhi@sxzq.com

研究助理：

张彦博

邮箱：zhangyanbo@sxzq.com

12月上市猪企经营数据跟踪和行业策略观点：

➢ 根据我们重点跟踪的上市猪企公布的12月经营数据，14家上市猪企出栏总量环比11月增加13.13%，出栏节奏有所加快，14家猪企中有10家企业12月出栏量环比增加。价格方面，受市场整体猪价影响，12月份上市猪企商品猪销售均价环比11月下跌4.56%。12月猪价和仔猪价格继续偏弱运行，结合农业农村部11月能繁母猪数据，我们认为生猪市场整体仍处于供大于求状态，产能去化仍将是行业当前的“主基调”。

➢ 2024年进入本轮周期的第4个“亏损底”，是2006年以来首次出现4个“亏损底”的周期，且周期磨底有望逐渐进入尾声。美国生猪产业在规模化程度较高的时期尚有明显的猪周期，当前我国生猪产业的规模化程度仍大幅低于美国，我国猪价未来仍将会呈现周期波动特征。由于二次育肥等行业行为的存在，我们倾向于认为未来猪周期的高点较有可能比2018年“非洲猪瘟”发生之前的正常周期高点要高。

➢ 参考前两轮周期的经验，生猪养殖指数的拐点一般领先猪价周期拐点6-9个月。生猪养殖指数的上升周期往往在倒数第2个“亏损底”期间或附近已经开始启动，还没等到猪价走出最后1个“亏损底”，生猪养殖指数的上升周期已经演绎过半。由此可见，猪价周期磨底阶段的倒数第2个“亏损底”或是布局生猪养殖股大周期机会的较好时机，而不是最后一个“亏损底”，更不是等到养殖行业进入盈利期以后。

➢ 无论是看2024年反转，还是看2025年反转，根据上述养殖股的演绎规律，我们认为均应重视生猪养殖股在第4个“亏损底”布局时机。如果第4个“亏损底”是最后一个底，则养殖股后续演绎逻辑有可能逐渐从“产能去化”阶段进入“周期反转”阶段。悲观情景下，若第4个“亏损底”是倒数第二个亏损底，则仍是布局生猪养殖股大周期机会的良好时机。我们推荐温氏股份、唐人神、东瑞股份、神农集团、巨星农牧、新希望等生猪养殖股。根据我们的生猪养殖股逻辑框架，随着生猪产能的进一步去化，后续生猪养殖股或有望沿着“产能去化”的逻辑演绎。与此同时，我们还推荐在生猪板块已经有所布局且估值处于历史底部区域的饲料成长股海大集团，以及业绩周期和估值周期均处于底部区域的圣农发展。

风险提示：养殖疫情风险；自然灾害风险；饲料原料价格波动风险。



12月猪企经营数据跟踪：保持旺季出栏节奏，均价近年同期最低

冬季进入猪肉消费及备货旺季，上市猪企生猪环比出栏节奏继续加快。截至2023年12月底，我们重点跟踪的14家上市猪企12月出栏总量为1493.74万头，环比11月增加13.13%，同比2022年12月增加19.80%。1-12月14家猪企出栏量共计1.46亿头，同比2022年1-12月增加16.38%。12月生猪出栏量环比增加的公司有10家：唐人神(+5.96%)、牧原股份(+25.23%)、温氏股份(+15.26%)、傲农生物(+24.12%)、*ST正邦(+13.16%)、天康生物(+13.60%)、金新农(+5.98%)、大北农(+4.02%)、京基智农(+17.13%)、华统股份(+11.34%)；出栏量环比减少的公司有4家：天邦食品(-5.06%)、新希望(-12.07%)、东瑞股份(-19.58%)、神农集团(-19.95%)。价格方面，受市场整体猪价影响，12月份12家公布商品猪销售均价的上市猪企平均价格为13.63元/公斤，环比11月均价下跌4.56%，为近三年同期最低。

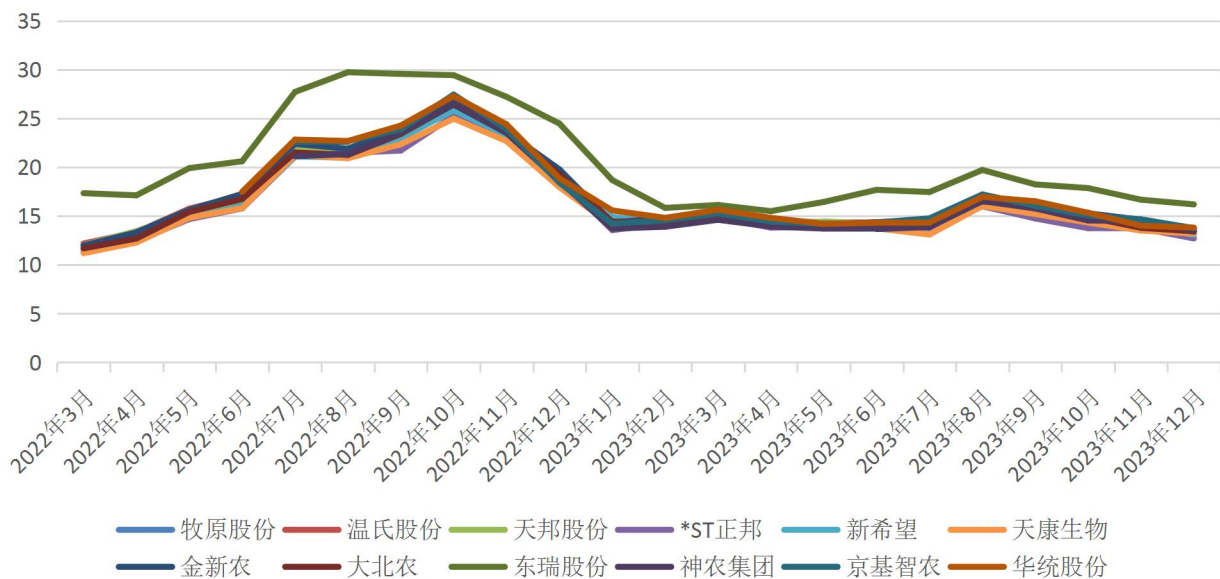
回顾2023年14家上市猪企出栏情况，规模猪企仍以逆势扩张为主。2023年全年出栏量同比增加的公司有12家：牧原股份(+4.27%)、温氏股份(+46.65%)、唐人神(+72.05%)、傲农生物(+12.91%)、天邦食品(+61.03%)、新希望(+21.00%)、天康生物(+38.90%)、大北农(+36.50%)、东瑞股份(+20.03%)、神农集团(+63.66%)、京基智农(+45.92%)、华统股份(+91.12%)。

图1：重点跟踪企业12月生猪出栏数量（万头）

生猪销量（万头）	唐人神	牧原股份	温氏股份	傲农生物	天邦食品	*ST正邦	新希望	天康生物	金新农	大北农	东瑞股份	神农集团	京基智农	华统股份	新五丰
2022年1月	13.04	783.1	150.61	38.08	38.13	95.87	129.26	12.69	7.06	41.65	4.66	8.29		2.17	1-6月合计
2022年2月	12.24		106.9	30.53	28.68	50.02	97.73	8.03	6.75	28.10	3.01	5.22		5.86	销售生猪
2022年3月	13.06	598.6	144.84	36.06	33.62	96.72	142.69	16.97	19.77	37.39	4.91	8.87		8.18	50.89万
2022年4月	16.55	632.1	142.7	38.52	38.1	91.86	112.66	15.88	8.52	34.66	4.5	7.32		9.24	头，其中仔猪
2022年5月	15.08	586.3	132.34	42.5	38.39	74.97	104.56	18.79	11.68	28.04	3.89	8.2		11.41	9.84万
2022年6月	16.33	527.9	123.2	48.69	30.98	75.08	97.92	20.79	13.18	28.58	3.31	6.41		11.74	头
2022年7月	18.21	459.4	132.43	42.92	32.69	88.25	94.23	16.59	9.81	27.03	4.21	5.81	9.09	9.42	7-9月生猪销售
2022年8月	17.21	488.7	150.41	48.36	31.71	61.35	94.28	20.6	9.69	34.03	3.53	8.04	10.6	12.95	28.33万头
2022年9月	20.59	446.2	158.44	46.61	36.89	67.95	116.72	20.23	9.01	41.04	4.38	6.08	18.72	13.03	其中自有销售
2022年10月	20.83	477.9	165.24	50.34	38.56	64.3	145.55	14.49	13.32	37.95	5.33	7.45	11.12	11.99	10-12月生猪销售
2022年11月	23.81	517.1	196.44	44.99	46.02	29.58	169.1	17.78	12.94	49.45	5.51	9.78	11.18	11.68	107.66万头，其中
2022年12月	28.84	602.7	187.32	51.31	48.38	48.71	156.69	19.88	3.91	55.31	4.78	11.43	14.84	12.81	自有销售107.66万头
2023年1月	23.23		158.71	41.78	38.31	56.5	129.11	15.91	5.01	49.42	5.32	9.2	13.46	16.17	
2023年2月	28.58	884.4	193.55	50.12	40.28	67.4	173.3	19.89	13.85	49.07	7.4	14.04	13.35	18.45	1-9月生猪生产量
2023年3月	26.6	500.1	207.28	46.68	54.2	48.72	169.1	21.14	8.87	45.28	8.27	12.01	14.47	18.78	207.93万头，全部为
2023年4月	26.8	534.2	210.63	42.84	45.68	56.79	157.39	24.54	7.98	49.64	6.49	10.04	13.43	20.15	自有活猪销售
2023年5月	29.53	576.4	209.36	49.96	66.12	41.96	144.28	25.59	10.85	45.36	5.43	10.62	14.92	19.56	
2023年6月	31.2	531.4	199.04	60.96	61.74	27.53	126.22	23.9	7.89	39.24	3.73	11.18	14.7	22.18	
2023年7月	31.87	570	213.11	44.76	51.1	32.52	138.06	25.57	7.06	43.15	4.37	13.51	16.02	19.03	
2023年8月	27.51	567.2	214.43	45.85	53.33	49.01	131.48	25.66	10.36	45.08	4.76	14.24	17.67	16.46	
2023年9月	37.77	537.3	226.49	61.1	48.67	33.3	137.21	23.63	5.84	49.81	4.66	16.37	17.27	17.3	
2023年10月	38.41	488	239.56	45.86	79.08	47.92	147.15	23.14	7.67	47.32	4.29	11.68	16.26	18.42	
2023年11月	33.87	529.5	257.39	42.83	88.99	40.44	167.59	24.63	9.37	69.36	4.29	16.19	15.18	20.71	
2023年12月	35.89	663.1	296.67	53.16	84.49	45.76	147.36	27.98	9.93	72.15	3.45	12.96	17.78	23.06	

资料来源：各公司公告，山西证券研究所

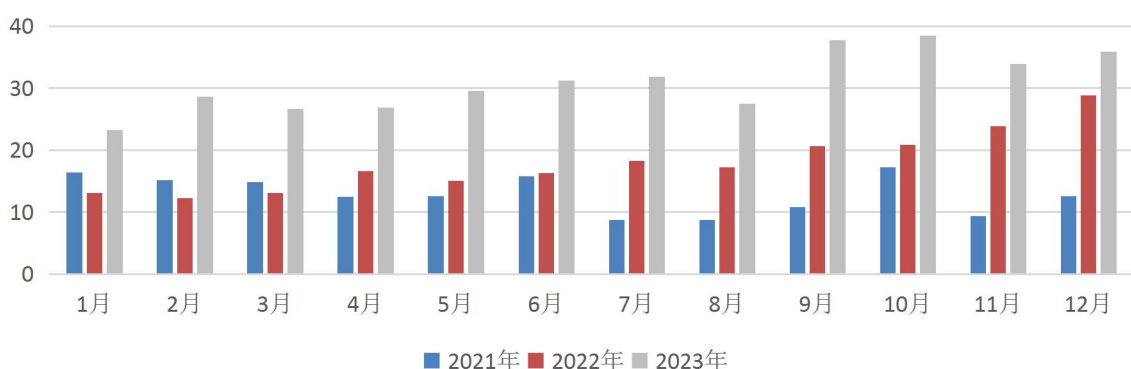
图 2：主要上市猪企商品猪销售均价（元/公斤）



资料来源：各公司公告，山西证券研究所

唐人神：公司 2023 年 12 月生猪销量 35.89 万头（其中商品猪 33.84 万头，仔猪 2.05 万头），同比 2022 年 12 月增加 24.45%，环比 2023 年 11 月增加 5.96%；销售收入合计 5.37 亿元，同比 2022 年 12 月下降 10.33%，环比 2023 年 11 月下降 3.26%。2023 年 1-12 月累计生猪销量 371.26 万头（其中商品猪 338.65 万头，仔猪 32.61 万头），同比 2022 年 1-12 月增加 72.05%；销售收入 58.96 亿元，同比 2022 年 1-12 月增长 38.42%。

图 3：唐人神月度生猪销售数量（万头）

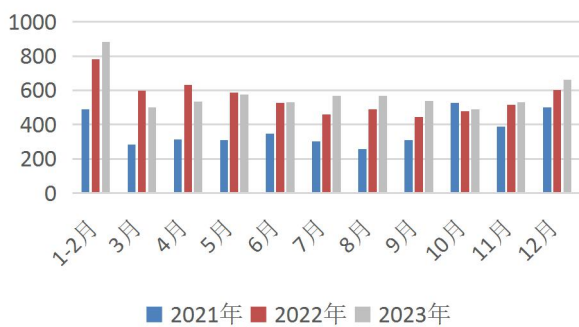


资料来源：公司月度销售简报，山西证券研究所

牧原股份：公司 2023 年 12 月份销售生猪 663.1 万头（其中商品猪 657.8 万头，仔猪 3.6 万头，种猪 1.7

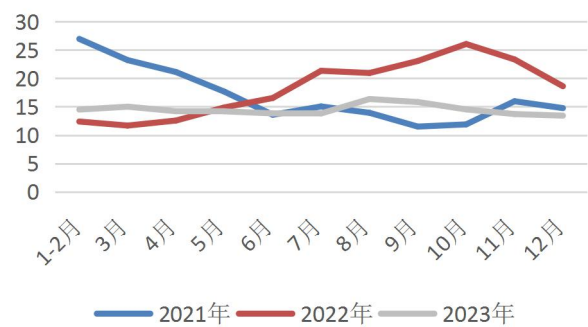
万头), 同比 2022 年 12 月增加 10.02%, 环比 2023 年 11 月份增加 25.23%; 销售收入 103.19 亿元, 同比 2022 年 12 月减少 21.68%, 环比 2023 年 11 月上漲 17.38%; 商品猪销售均价 13.42 元/公斤, 同比 2022 年 12 月份下跌 27.89%, 环比 2023 年 11 月份下跌 2.04%。2023 年 1-12 月期间, 公司累计销售生猪 6381.6 万头, 同比 2022 年 1-12 月增加 4.27%, 公司累计销售收入 1082.17 亿元, 同比 2022 年 1-12 月下跌 9.64%。

图 4: 牧原股份月度生猪销售数量 (万头)



资料来源: 公司月度销售简报, 山西证券研究所

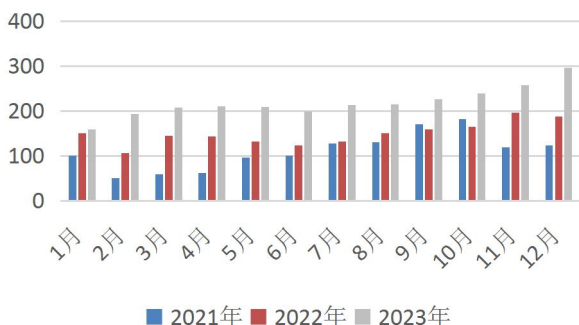
图 5: 牧原股份商品猪月度销售均价 (元/公斤)



资料来源: 公司月度销售简报, 山西证券研究所

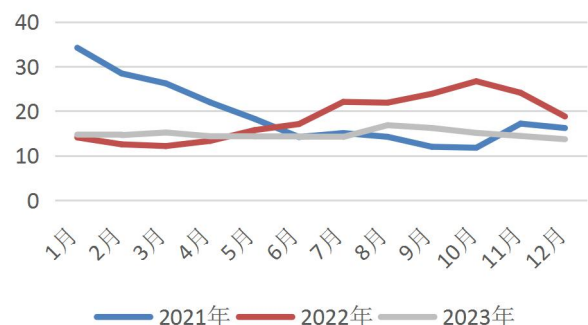
温氏股份: 公司 2023 年 12 月销售肉猪 296.67 万头, 环比 2023 年 11 月增加 15.26%, 同比 2022 年 12 月增加 58.38%; 销售收入 46.07 亿元, 环比 2023 年 11 月增长 2.61%, 同比 2022 年 12 月增长 7.39%; 毛猪销售均价 13.70 元/公斤, 环比 2023 年 11 月下跌 5.06%, 同比 2022 年 12 月下跌 27.13%。2023 年 1-12 月期间, 公司累计销售生猪 2626.22 万头, 同比 2022 年 1-12 月增加 46.65%, 公司累计销售收入 462.56 亿元, 同比 2022 年 1-12 月增加 12.67%。

图 6: 温氏股份月度生猪销售数量 (万头)



资料来源: 公司月度销售简报, 山西证券研究所

图 7: 温氏股份商品猪月度销售均价 (元/公斤)

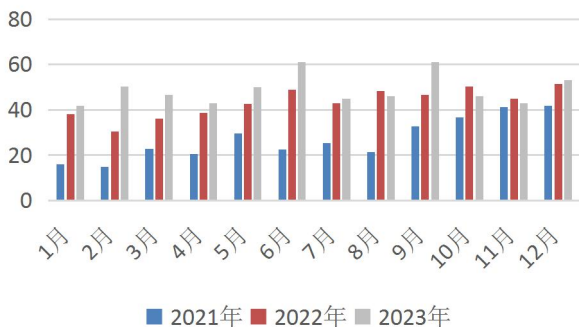


资料来源: 公司月度销售简报, 山西证券研究所

傲农生物: 公司 2023 年 12 月份生猪销售量 53.16 万头, 环比 2023 年 11 月增加 24.12%,

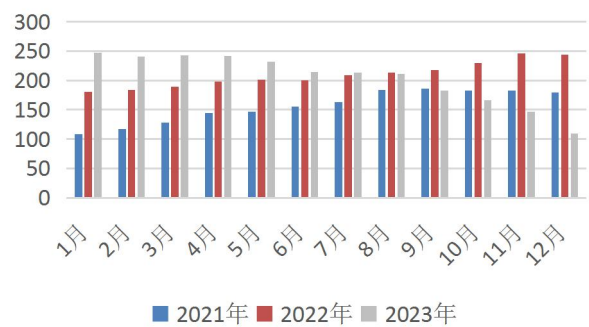
同比 2022 年 12 月增加 3.61%。2023 年 12 月末，公司生猪存栏 109.73 万头，较 2023 年 11 月末减少 25.19%，较 2022 年 12 月末减少 54.93%。2023 年 1-12 月，公司累计销售生猪 585.90 万头，销售量同比去年增加 12.91%。

图 8：傲农生物月度生猪销售数量（万头）



资料来源：月度经营数据公告，山西证券研究所

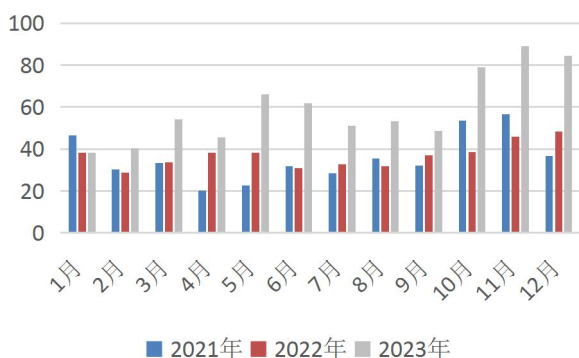
图 9：傲农生物月度生猪存栏数量（万头）



资料来源：月度经营数据公告，山西证券研究所

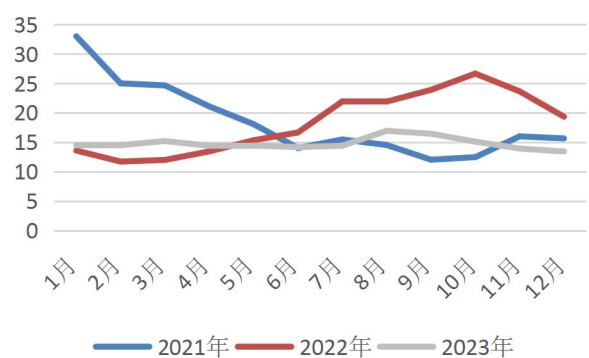
天邦食品：公司 2023 年 12 月份销售商品猪 84.49 万头（其中仔猪销售 19.62 万头），环比 2023 年 11 月减少 5.06%，同比 2022 年 12 月增加 74.64%；销售收入 9.26 亿元，环比 2023 年 11 月增加 0.61%，同比 2022 年 12 月增加 4.12%；销售均价 13.51 元/公斤（商品肥猪均价为 13.43 元/公斤），环比 2023 年 11 月下跌 3.89%。2023 年 1-12 月公司累计销售生猪 711.99 万头，同比增加 61.03%。

图 10：天邦食品月度生猪销售数量（万头）



资料来源：公司月度销售简报，山西证券研究所

图 11：天邦食品商品猪月度销售均价（元/公斤）

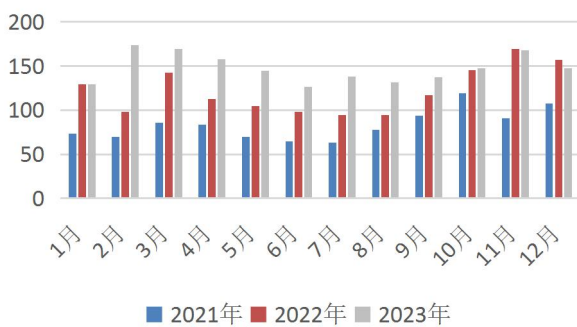


资料来源：公司月度销售简报，山西证券研究所

新希望：公司 2023 年 12 月销售生猪 147.36 万头，环比 2023 年 11 月减少 12.07%，同比

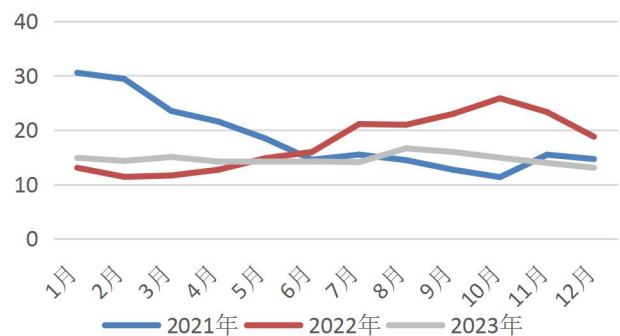
2022年12月减少5.95%；销售收入为18.30亿元，环比2023年11月减少23.11%，同比2022年12月减少36.37%；商品猪销售均价13.06元/公斤，环比2023年11月下跌6.38%，同比2022年12月下跌30.38%。2023年1-12月期间，公司累计销售生猪1768.24万头，同比2022年1-12月增加21.00%，公司累计销售收入269.05亿元，同比2022年1-12月下跌0.05%。

图 12：新希望月度生猪销售数量（万头）



资料来源：公司月度销售简报，山西证券研究所

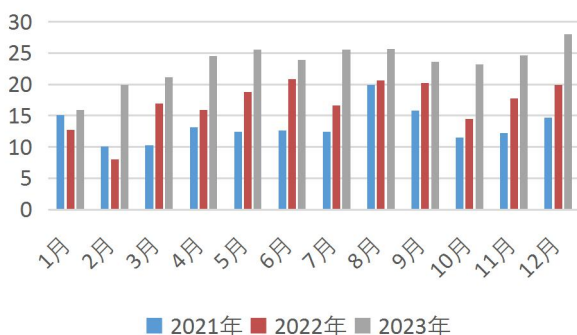
图 13：新希望商品猪月度销售均价（元/公斤）



资料来源：公司月度销售简报，山西证券研究所

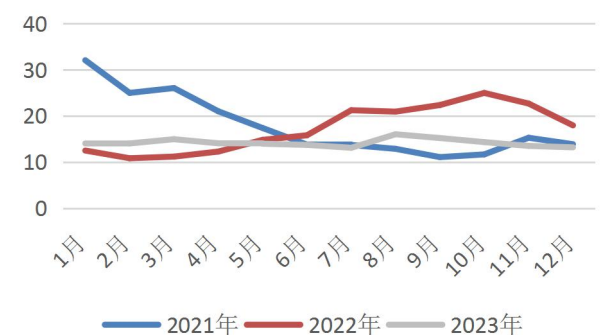
天康生物：公司2023年12月份销售生猪27.98万头，销量环比2023年11月增加13.60%，同比2022年12月增加40.74%；销售收入4.01亿元，环比2023年11月增加5.80%，同比2022年12月增加8.09%。2023年12月份商品猪销售均价13.19元/公斤，环比2023年11月下跌2.30%，同比2022年12月下跌26.52%。2023年1-12月公司累计销售生猪281.58万头，同比2022年1-12月增长38.90%；公司累计销售收入44.81亿元，同比2022年1-12月增加21.44%。

图 14：天康生物月度生猪销售数量（万头）



资料来源：公司月度销售简报，山西证券研究所

图 15：天康生物商品猪月度销售均价（元/公斤）

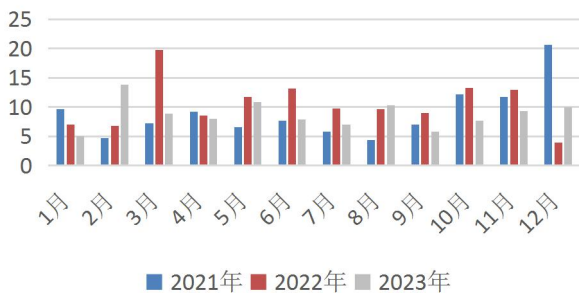


资料来源：公司月度销售简报，山西证券研究所

金新农：公司2023年12月生猪销量合计9.93万头，环比2023年11月增加5.98%，同比

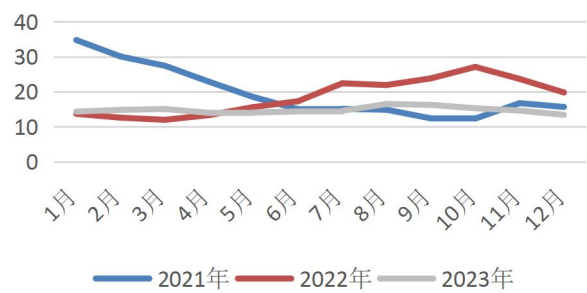
2022年12月增加153.96%；销售收入合计1.26亿元，环比2023年11月增长25.29%，同比2022年12月增长71.25%；商品猪销售均价13.38元/公斤，环比2023年11月下跌8.36%，同比2022年12月下跌32.32%。2023年1-12月期间，公司累计销售生猪104.69万头，同比2022年1-12月减少16.67%，公司累计销售收入12.38亿元，同比2022年1-12月减少31.95%。

图 16：金新农月度生猪销售数量（万头）



资料来源：公司月度销售简报，山西证券研究所

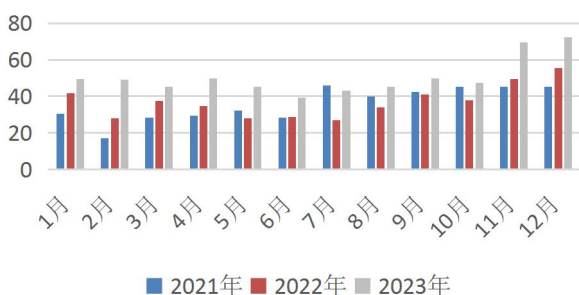
图 17：金新农商品猪月度销售均价（元/公斤）



资料来源：公司月度销售简报，山西证券研究所

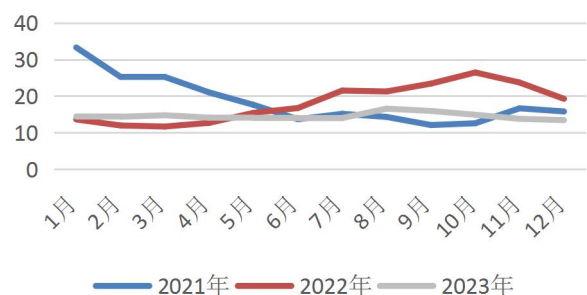
大北农：12月公司控股及参股公司生猪销售数量合计为72.15万头，环比2023年11月增加4.02%，同比2022年12月增加30.45%；销售收入当月合计为10.74亿元，环比2023年11月增长4.07%，同比2022年12月减少18.76%；公司控股及参股公司商品肥猪当月均价为13.42元/公斤，环比2023年11月下跌2.61%，同比2022年12月下跌30.29%。2023年1-12月期间，公司累计销售生猪604.87万头，同比2022年1-12月增加36.50%，公司累计收入96.60亿元，同比2022年1-12月增加2.92%。

图 18：大北农月度生猪销售数量（万头）



资料来源：公司月度销售简报，山西证券研究所

图 19：大北农商品猪月度销售均价（元/公斤）

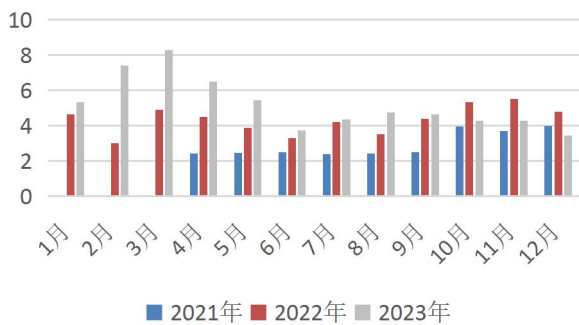


资料来源：公司月度销售简报，山西证券研究所

东瑞股份：2023年12月份公司共销售生猪3.45万头，环比减少19.58%，同比2022年12

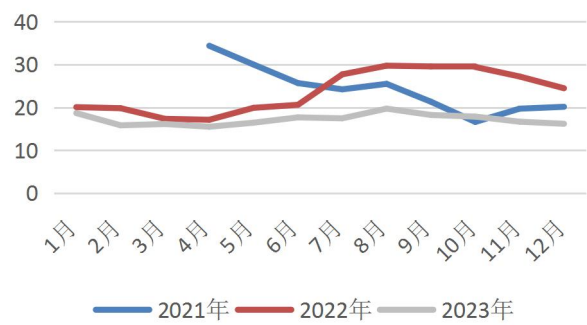
月减少 27.82%；销售收入 0.60 亿元，环比 2023 年 11 月下跌 17.81%，同比 2022 年 12 月下跌 47.37%；商品猪销售均价 16.18 元/公斤，环比 2023 年 11 月下跌 2.85%，同比 2022 年 12 月下跌 33.88%。2023 年 1-12 月期间，公司累计销售生猪 62.45 万头，同比 2022 年 1-12 月增加 20.03%，公司累计销售收入 9.84 亿元，同比 2022 年 1-12 月下跌 15.22%。

图 20：东瑞股份月度生猪销售数量（万头）



资料来源：公司月度销售简报，山西证券研究所

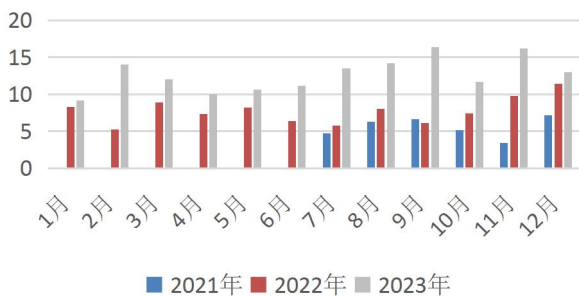
图 21：东瑞股份商品猪月度销售均价（元/公斤）



资料来源：公司月度销售简报，山西证券研究所

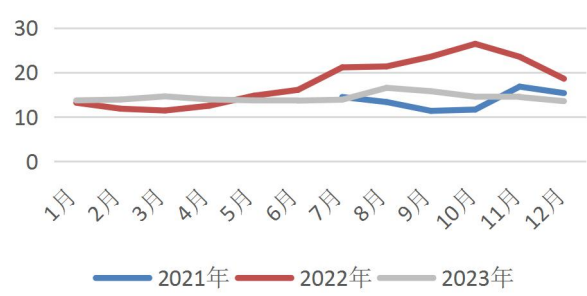
神农集团：2023 年 12 月份公司销售生猪 12.96 万头（其中商品猪销售 12.24 万头），环比 2023 年 11 月减少 19.95%，同比 2022 年 12 月增加 13.39%；销售收入 2.09 亿元，环比 2023 年 11 月减少 29.63%，同比 2022 年 12 月减少 22.01%；商品猪销售均价 13.53 元/公斤，环比 2023 年 11 月下跌 6.37%，同比 2022 年 12 月下跌 27.14%。2023 年 1-12 月期间，公司累计销售生猪 152.04 万头（其中商品猪 148.59 万头），同比 2022 年 1-12 月增加 63.66%，公司累计销售收入 26.93 亿元，同比 2022 年 1-12 月增长 26.25%。

图 22：神农集团月度生猪销售数量（万头）



资料来源：月度经营数据公告，山西证券研究所

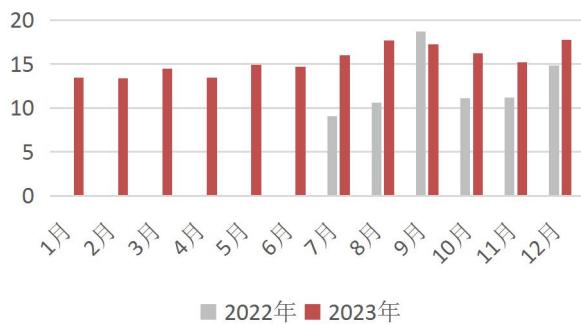
图 23：神农集团商品猪月度销售均价（元/公斤）



资料来源：月度经营数据公告，山西证券研究所

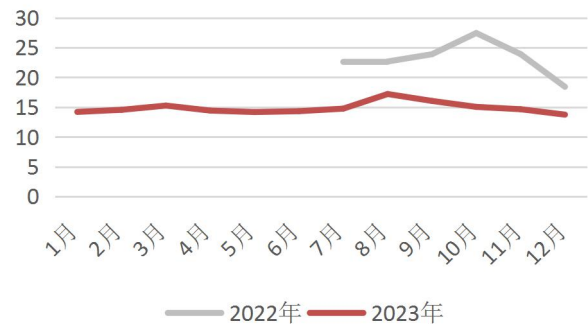
京基智农：2023年12月公司销售生猪17.78万头（其中仔猪2.17万头），环比2023年11月增加17.13%，同比2022年12月增加19.81%；销售收入2.44亿元，环比2023年11月减少2.79%，同比2022年12月减少5.43%；商品猪销售均价13.74元/kg，环比2023年11月下跌6.21%，同比2022年12月下跌25.41%。2023年1-12月期间，公司累计销售生猪184.50万头（其中仔猪23.20万头），同比增加45.92%，公司累计销售收入28.09亿元，同比上涨23.80%。

图 24：京基智农月度生猪销售数量（万头）



资料来源：公司月度销售简报，山西证券研究所

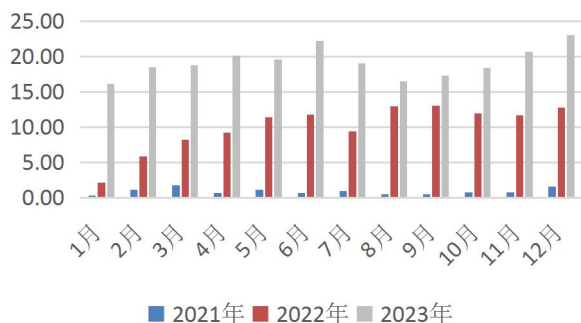
图 25：京基智农商品猪月度销售均价（元/公斤）



资料来源：公司月度销售简报，山西证券研究所

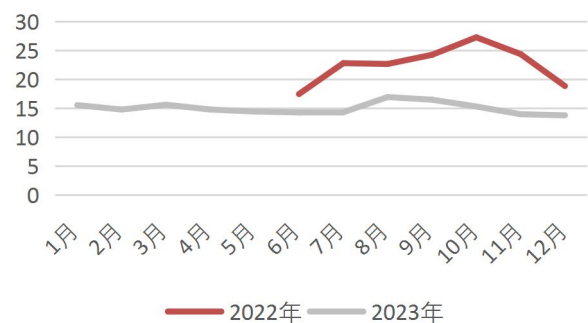
华统股份：2023年12月份，公司生猪销售数量23.06万头，环比2023年11月增加11.34%，同比2022年12月增加80.04%；生猪销售收入3.74亿元，环比2023年11月减少9.13%，同比2022年12月增加56.65%；商品猪销售均价13.80元/公斤，环比2023年11月份下跌1.36%。2023年1-12月期间，公司累计销售生猪230.27万头，同比2022年1-12月增加91.12%。

图 26：华统股份月度生猪销售数量（万头）



资料来源：公司月度销售简报，山西证券研究所

图 27：华统股份商品猪月度销售均价（元/公斤）



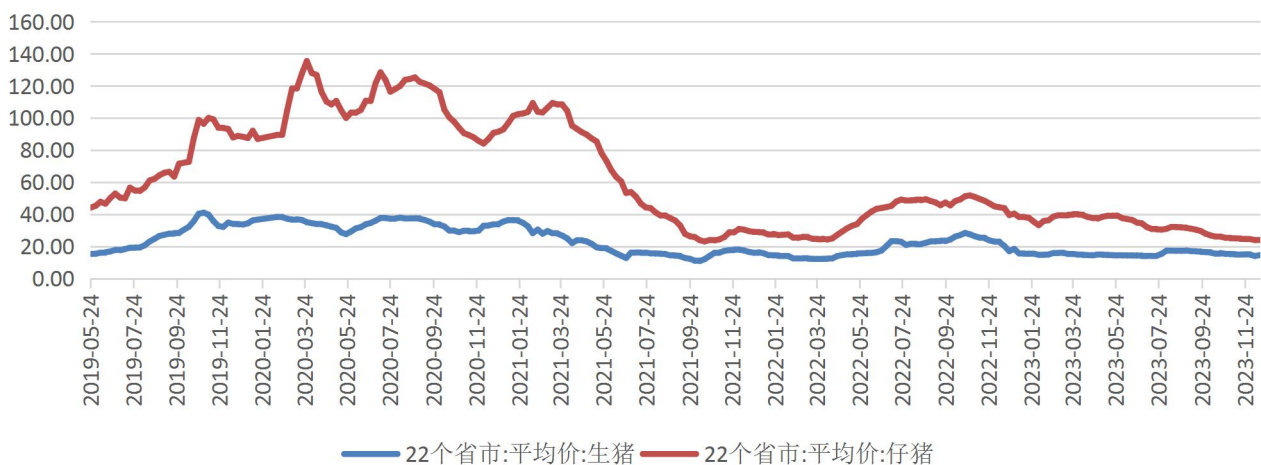
资料来源：公司月度销售简报，山西证券研究所

生猪养殖行业数据跟踪：旺季生猪价格持续走弱，产能去化趋势不改

根据国家统计局公布的国内生猪价格数据，12月猪价延续下半年以来的回落趋势，生猪价格连续4个月下跌。在供给过剩的压制下，猪价难以支撑，由17元/公斤水平跌至14元/公斤水平，全行业养殖利润依旧处于亏损区间。12月31日全国外三元生猪均价为14.40元/千克，相较11月30日14.50元/千克价格水平下跌0.69%。需求端来看，终端消费疲软，利好提振有限叠加供应端四季度也是生猪出栏高峰，在供应宽松的前提下，猪价整体“旺季不旺”，偏弱运行，也印证了我们此前对于前期猪价短期反弹的观点。

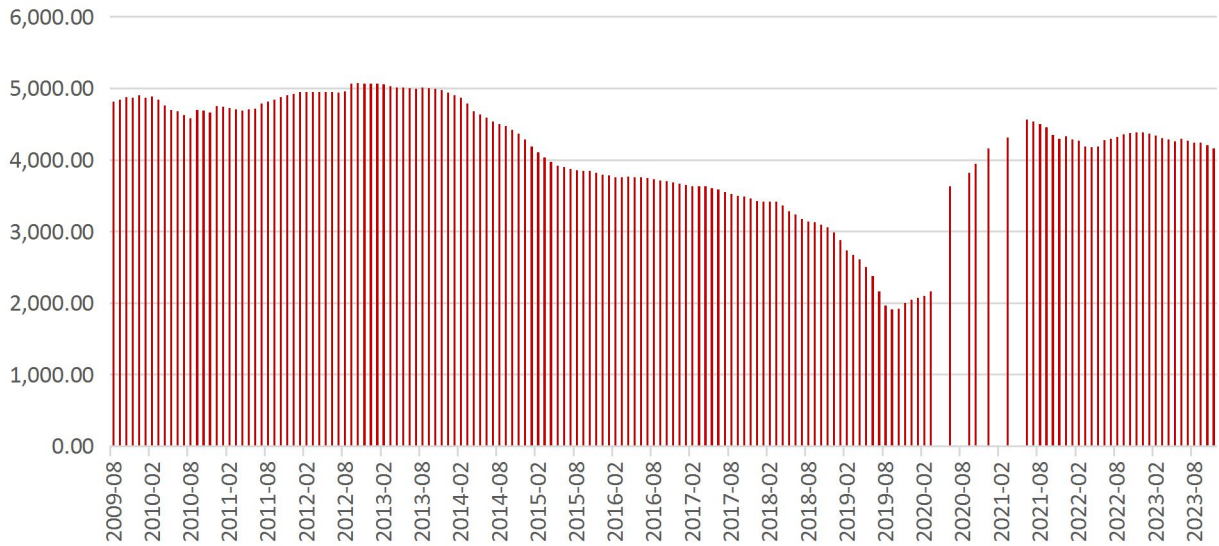
结合仔猪价格来看，受当前亏损的养殖利润以及对明年上半年猪价较为消极的补栏情绪影响，12月仔猪价格持续下探，12月最后一周仔猪平均价格为23.02元/千克，相较11月进一步降低，依旧保持2023年内低点。叠加2023年冬季北方疫情反扑，部分猪场生产成绩出现波动且防控疫病投入增加的情况，使得行业生产成本有所上升，在当下形势以及未来养殖利润预期较差的情况下，市场整体补栏信心不足。结合农业农村部公布的11月能繁母猪存栏数为4158万头数据，生猪市场整体仍处于供大于求状态。而随着亏损期进一步拉长，养殖企业现金流不断损耗，我们认为生猪行业去产能有望进一步深化，产能去化仍将是行业当前的“主基调”。

图 28：全国平均生猪及仔猪价格（元/千克）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 29：全国能繁母猪存栏量（万头）



资料来源：农业农村部，山西证券研究所

风险提示

因畜禽养殖疫情和自然灾害导致养殖存栏出现损失的风险。极端天气和自然灾害导致养殖基地受损，从而影响生产和出栏的风险。昆虫灾害、干旱洪涝等自然灾害导致玉米大豆等原料供给减少和饲料原料涨价的风险。

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

