

## 农林牧渔

## 4 月上市猪企经营数据跟踪

## 同步大市-A(维持)

## 淡季出栏节奏放缓，仔猪价格持续走高

2024 年 5 月 22 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
301498.SZ	乖宝宠物	增持-A
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、海大集团、圣农发展在当前的配置时机-【山证农业】农业行业 2023&2024Q1 业绩综述 2024.5.13

## 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

## 4 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 4 月经营数据，14 家上市猪企出栏总量环比 3 月减少 2.83%，出栏节奏环比放缓，14 家猪企中有 4 家企业 4 月出栏量环比增加。价格方面，受市场整体猪价影响，4 月份上市猪企商品猪销售均价环比 3 月上涨 3.78%。结合能繁母猪存栏量以及仔猪价格趋势来看，受前期长时间亏损的养殖利润以及市场对下半年猪价走势出现分歧等因素影响，养殖户仍处于偏向于购买仔猪进行育肥的保守型策略，而非通过补栏能繁母猪进行产能补充，从而支撑 2024 年仔猪价格持续上涨，近期建议重视融资端对生猪产能去化趋势的影响。

➢ 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。

➢ 随着上游原料成本压力下降和下游趋于改善，海大集团在本轮周期最差的时候或已过去，目前估值处于历史底部区域，推荐海大集团的投机机会。

➢ 肉鸡养殖股历史大级别行情更多来源于生猪和肉鸡的“周期共振”。根据我们的“亏损期+低 PB”策略，圣农发展已经进入配置窗口期。

**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。



## 4月猪企经营数据跟踪：淡季出栏节奏放缓，均价有所上涨

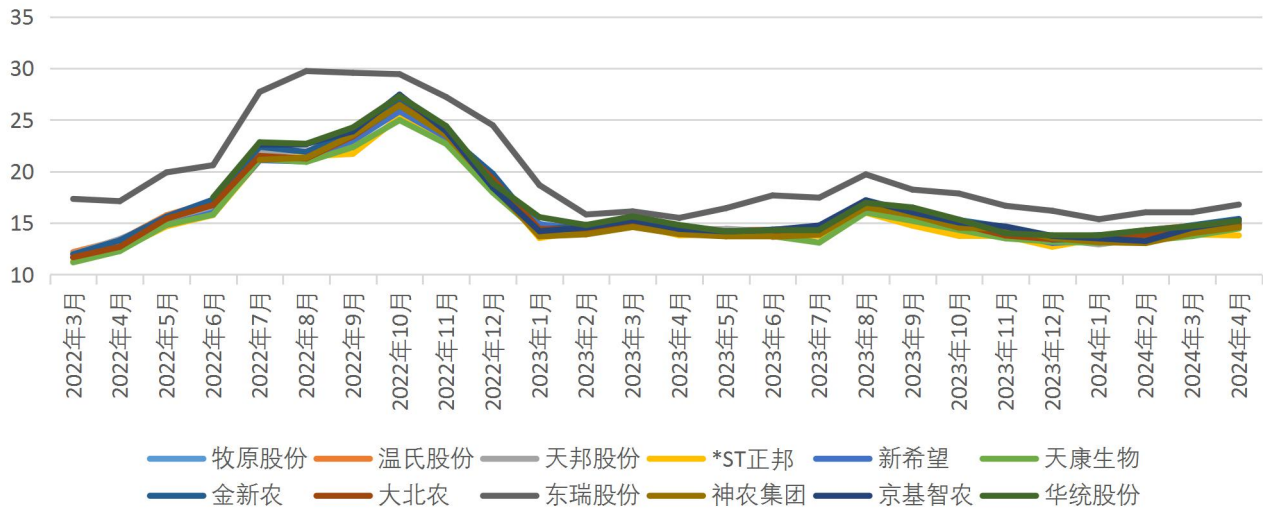
截至2024年4月底，我们重点跟踪的14家上市猪企4月出栏总量为1199.99万头，同比2023年4月减少0.55%，环比2024年3月减少2.83%。1-4月14家猪企出栏量共计0.48亿头，同比2023年1-4月增加6.78%。4月生猪出栏量环比增加的公司有4家：天邦食品(+11.30%)、大北农(+5.71%)、神农集团(+0.18%)、京基智农(+26.23%)。4月生猪出栏量环比减少的公司有10家：唐人神(-9.05%)、牧原股份(-0.38%)、温氏股份(-5.25%)、傲农生物(-26.69%)、\*ST正邦(-33.30%)、新希望(-3.23%)、天康生物(-7.06%)、金新农(-13.23%)、东瑞股份(-13.85%)、华统股份(-14.80%)。价格方面，受市场整体猪价影响，4月份14家公布商品猪销售均价的上市猪企平均价格为15.05元/公斤，环比3月均价上涨3.78%。

图1：重点跟踪企业4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
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	8.29	2.17
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	5.22	5.86
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	8.87	8.18
2022年4月	16.55	632.1	142.7	38.52	38.1	91.86	112.66	15.88	8.52	34.56	4.5	7.32	7.32	9.24
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	8.2	11.41
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	6.41	11.74
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
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
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
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
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
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
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
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
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
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
2024年1月	32.82	1,054	263.74	75.24	70.15	42.98	172.48	23.21	13.32	63.5	5.78	19.51	17.19	23.59
2024年2月	27.2		192.21		40.12	22.08	130.88	15.6	7.77	32.67	4.58	13.09	13.65	18.46
2024年3月	34.68	547.1	262.05	21.17	40.9	27.21	152.55	25.92	12.17	49.03	6.28	17.08	15.21	23.64
2024年4月	31.54	545.00	248.29	15.52	45.52	18.15	147.62	24.09	10.56	51.83	5.41	17.11	19.20	20.15

资料来源：各公司公告，山西证券研究所

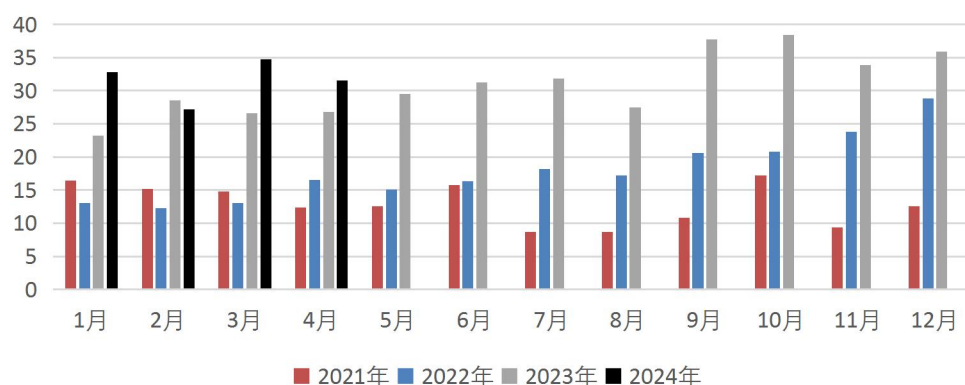
图 2：主要上市猪企商品猪销售均价（元/公斤）



资料来源：各公司公告，山西证券研究所

**唐人神：**公司 2024 年 4 月生猪销量 31.54 万头（其中商品猪 26.42 万头，仔猪 5.12 万头），同比 2023 年 4 月增加 17.69%，环比 2024 年 3 月下降 9.05%；销售收入合计 4.83 亿元，同比 2023 年 4 月增长 14.22%，环比 2024 年 3 月下降 6.93%。2024 年 1-4 月累计生猪销量 126.24 万头（其中商品猪 109.40 万头，仔猪 16.84 万头），同比 2023 年 1-4 月增加 19.99%；销售收入 18.16 亿元，同比 2023 年 1-4 月增长 9.42%。

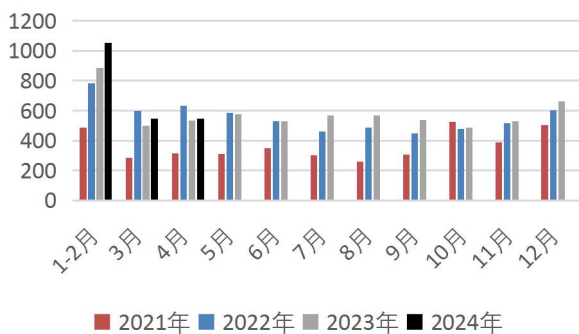
图 3：唐人神月度生猪销售数量（万头）



资料来源：公司月度销售简报，山西证券研究所

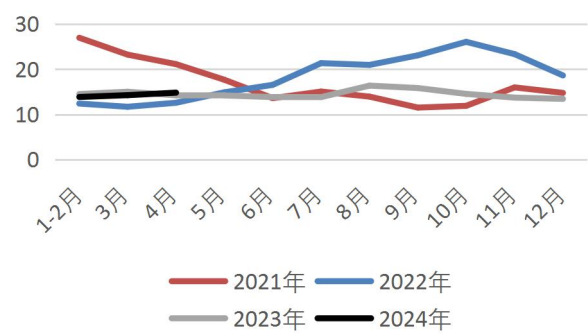
**牧原股份：**公司 2024 年 4 月份销售生猪 545.0 万头（其中商品猪 433.0 万头，仔猪 105.0 万头，种猪 7.0 万头），同比 2023 年 4 月增加 2.02%；销售收入 91.53 亿元，同比 2023 年 4 月增长 0.52%；商品猪销售均价 14.8 元/公斤，环比 2024 年 3 月份上升 3.93%。2024 年 1-4 月期间，公司累计销售生猪 2146.10 万头，同比 2023 年 1-4 月增加 11.85%，公司累计销售收入 348.63 亿元，同比 2023 年 1-4 月上涨 7.20%。

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

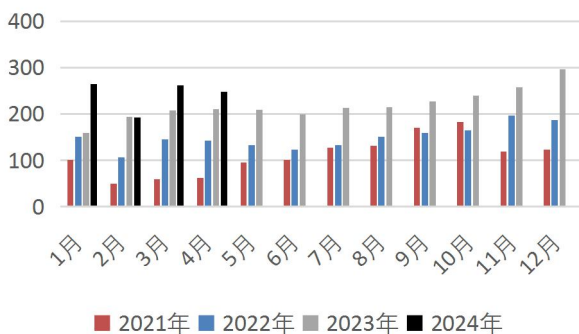
图 5：牧原股份商品猪月度销售均价（元/公斤）



资料来源：公司月度销售简报，山西证券研究所

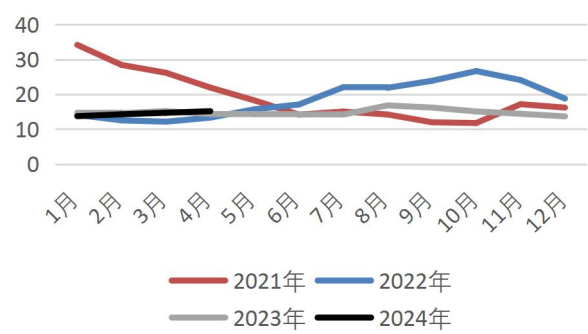
**温氏股份：**公司 2024 年 4 月销售肉猪 248.29 万头，环比 2024 年 3 月减少 5.25%，同比 2023 年 4 月增加 17.88%；销售收入 46.75 亿元，环比 2024 年 3 月减少 1.10%，同比 2023 年 4 月增长 25.57%；毛猪销售均价 15.18 元/公斤，环比 2024 年 3 月上漲 3.05%，同比 2023 年 4 月上漲 5.71%。2024 年 1-4 月期间，公司累计销售生猪 966.28 万头，同比 2023 年 1-4 月增加 25.46%，公司累计销售收入 169.84 亿元，同比 2023 年 1-4 月增加 24.75%。

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）

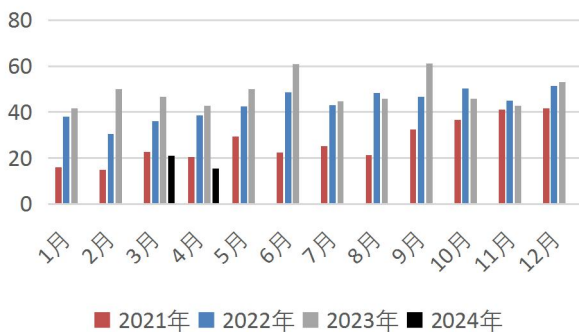


资料来源：公司月度销售简报，山西证券研究所



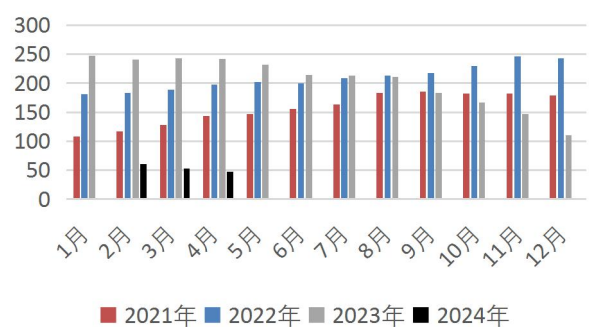
**傲农生物:** 公司 2024 年 4 月份生猪销售量 15.52 万头, 同比 2023 年 4 月减少 63.78%。2024 年 4 月末, 公司生猪存栏 46.90 万头, 较 2023 年 4 月末减少 80.60%, 较 2023 年 12 月末减少 57.26%。2024 年 1-4 月, 公司累计销售生猪 111.93 万头, 销售量同比去年减少 38.31%。

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

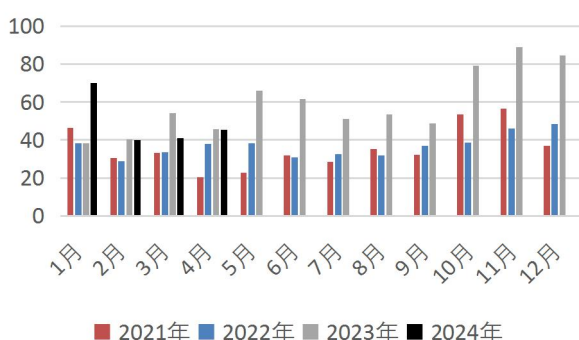
图 9: 傲农生物月度生猪存栏数量 (万头)



资料来源: 月度经营数据公告, 山西证券研究所

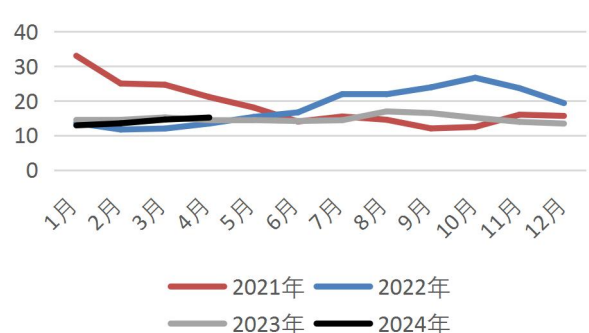
**天邦食品:** 公司 2024 年 4 月份销售商品猪 45.52 万头 (其中仔猪销售 14.43 万头), 环比 2024 年 3 月增加 11.28%, 同比 2023 年 4 月减少 0.35%; 销售收入 6.56 亿元, 环比 2024 年 3 月增加 8.48%, 同比 2023 年 4 月下跌 11.07%; 销售均价 16.91 元/公斤 (商品肥猪均价为 15.17 元/公斤), 环比 2024 年 3 月上涨 11.62%。2024 年 1-4 月公司累计销售生猪 196.69 万头, 同比增加 10.21%。

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)

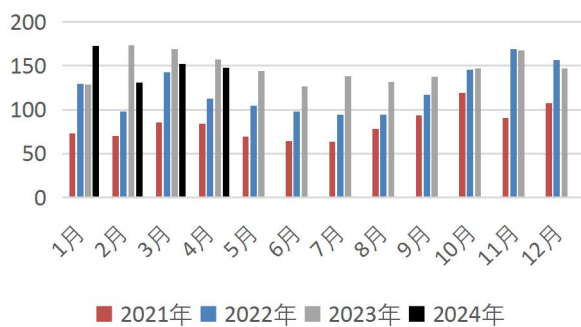


资料来源: 公司月度销售简报, 山西证券研究所

**新希望:** 公司 2024 年 4 月销售生猪 147.62 万头, 环比 2024 年 3 月减少 3.23%, 同比 2023

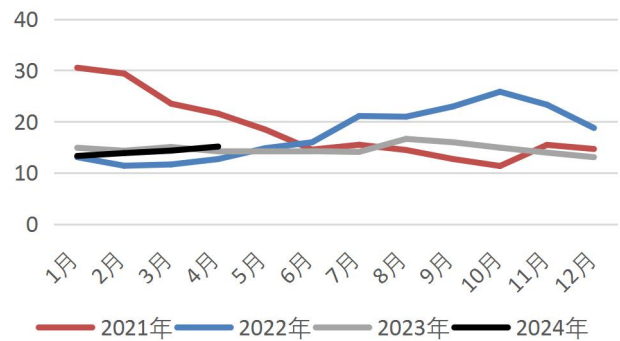
年4月减少6.21%；销售收入为23.37亿元，环比2024年3月增长1.43%，同比2023年4月减少1.06%；商品猪销售均价15.13元/公斤，环比2024年3月上涨5.51%，同比2023年4月上涨6.55%。2024年1-4月期间，公司累计销售生猪603.53万头，同比2023年1-4月减少4.03%，公司累计销售收入86.36亿元，同比2023年1-4月减少9.45%。

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

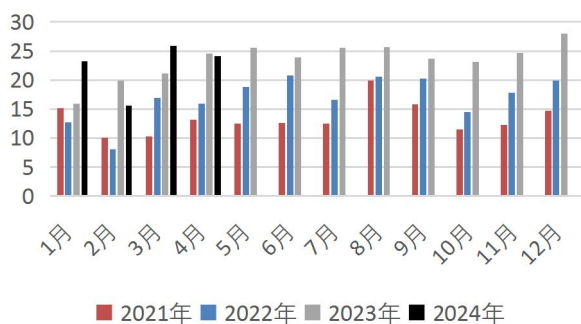
图 13：新希望商品猪月度销售均价（元/公斤）



资料来源：公司月度销售简报，山西证券研究所

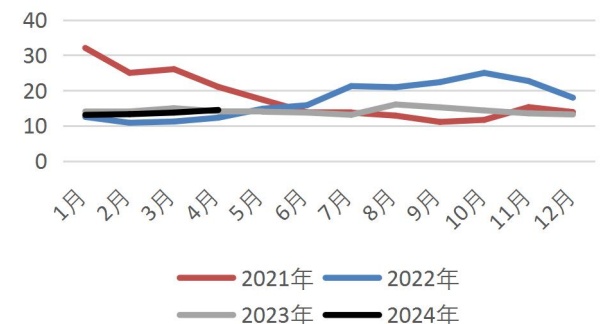
**天康生物：**公司2024年4月份销售生猪24.09万头，销量环比2024年3月下降7.06%，同比2023年4月下降1.83%；销售收入3.80亿元，环比2024年3月下降12.04%，同比2023年4月下降8.87%。2024年4月份商品猪销售均价14.46元/公斤，环比2024年3月上涨5.39%，同比2023年4月上涨2.84%。2024年1-4月公司累计销售生猪88.81万头，同比2023年1-4月增长9.00%；公司累计销售收入13.95亿元，同比2023年1-4月增加1.45%。

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）

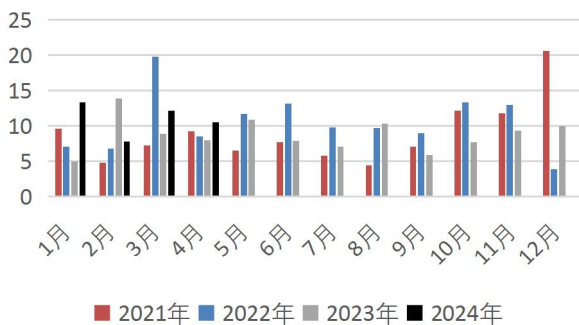


资料来源：公司月度销售简报，山西证券研究所

**金新农：**公司2024年4月生猪销量合计10.56万头，环比2024年3月减少13.23%，同比

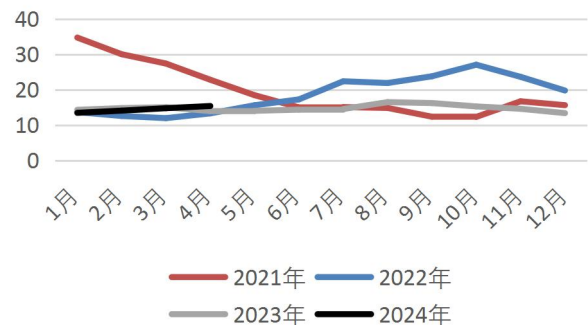
2023年4月增加32.33%；销售收入合计1.45亿元，环比2024年3月降低6.66%，同比2023年4月增长41.55%；商品猪销售均价15.39元/公斤，环比2024年3月上涨4.20%，同比2023年4月上涨10.32%。2024年1-4月期间，公司累计销售生猪43.82万头，同比2023年1-4月增加22.71%，公司累计销售收入5.26亿元，同比2023年1-4月增加25.96%。

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

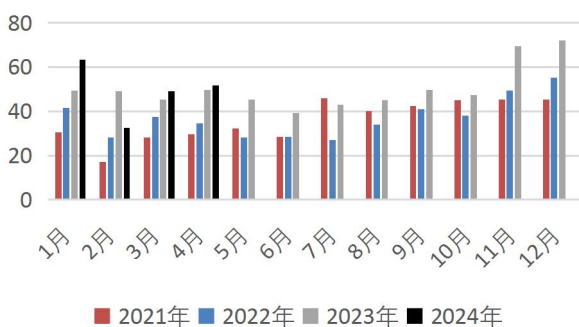
图 17：金新农商品猪月度销售均价（元/公斤）



资料来源：公司月度销售简报，山西证券研究所

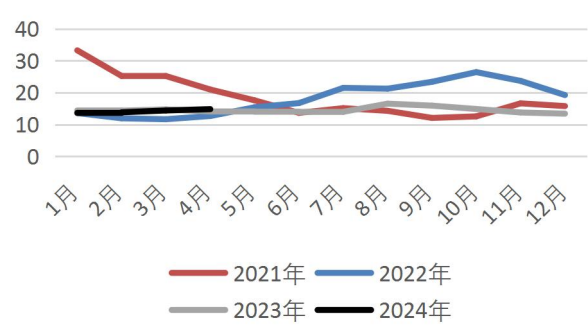
**大北农：**4月公司控股及参股公司生猪销售数量合计为51.83万头，环比2024年3月增加5.71%，同比2023年4月增加4.41%；销售收入当月合计为8.55亿元，环比2024年3月增长12.50%，同比2023年4月增长7.95%；公司控股及参股公司商品肥猪当月均价为14.83元/公斤，环比2024年3月上涨2.91%，同比2023年4月上涨5.18%。2024年1-4月期间，公司累计销售生猪197.03万头，同比2023年1-4月增加1.87%，公司累计收入30.24亿元，同比2023年1-4月减少2.01%。

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

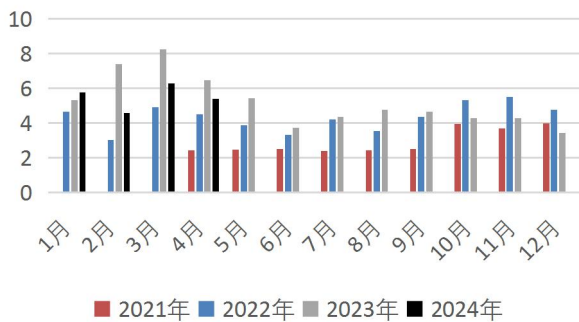
图 19：大北农商品猪月度销售均价（元/公斤）



资料来源：公司月度销售简报，山西证券研究所

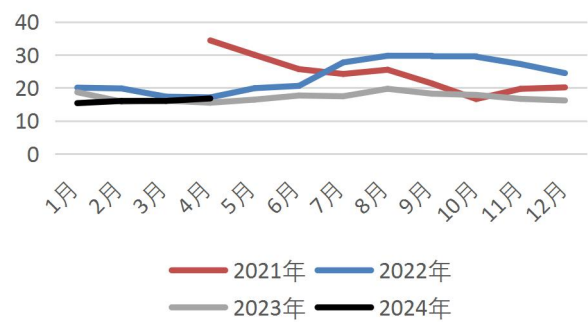
**东瑞股份：**2024年4月份公司共销售生猪5.41万头，环比减少13.85%，同比2023年4月减少16.64%；销售收入1.02亿元，环比2024年3月降低3.10%，同比2023年4月增长24.39%；商品猪销售均价16.78元/公斤，环比2024年3月上涨4.59%，同比2023年4月上涨8.33%。2024年1-4月期间，公司累计销售生猪22.05万头，同比2023年1-4月减少19.76%，公司累计销售收入3.73亿元，同比2023年1-4月下跌4.85%。

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

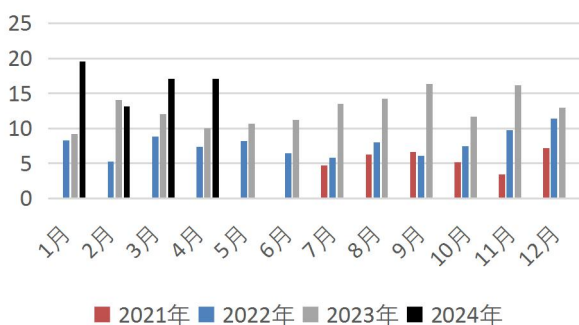
图 21：东瑞股份商品猪月度销售均价（元/公斤）



资料来源：公司月度销售简报，山西证券研究所

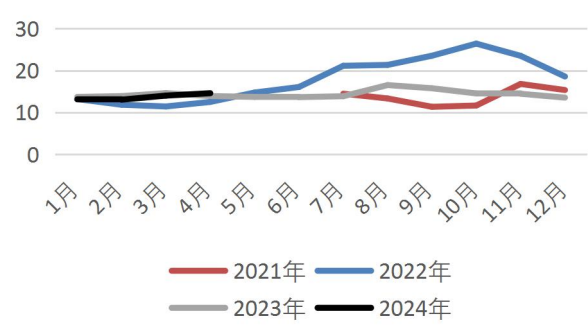
**神农集团：**2024年4月份公司销售生猪17.11万头（其中商品猪销售15.87万头），环比2024年3月增加0.18%，同比2023年4月增加70.46%；销售收入3.01亿元，环比2024年3月增长5.99%，同比2023年4月增长80.24%；商品猪销售均价14.58元/公斤，环比2024年3月上涨4.07%，同比2023年4月上涨4.82%。2024年1-4月期间，公司累计销售生猪66.80万头（其中商品猪63.83万头），同比2023年1-4月增加47.50%，公司累计销售收入11.10亿元，同比2023年1-4月增长40.15%。

图 22：神农集团月度生猪销售数量（万头）



资料来源：公司月度销售简报，山西证券研究所

图 23：神农集团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



资料来源：月度经营数据公告，山西证券研究所

资料来源：月度经营数据公告，山西证券研究所

**京基智农：**2024年4月公司销售生猪19.20万头（其中仔猪3.95万头），环比2024年3月增加26.23%，同比2023年4月增加42.96%；销售收入2.99亿元，环比2024年3月增长31.14%，同比2023年4月增长48.76%；商品猪销售均价15.24元/kg，环比2024年3月上涨4.81%，同比2023年4月上涨5.69%。2024年1-4月期间，公司累计销售生猪65.25万头（其中仔猪6.44万头），同比增加19.29%，公司累计销售收入9.73亿元，同比上涨22.54%。

图 24：京基智农月度生猪销售数量（万头）

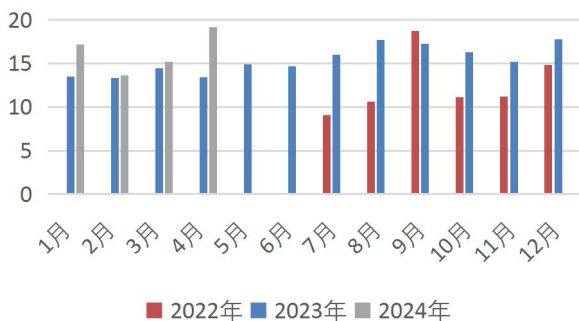
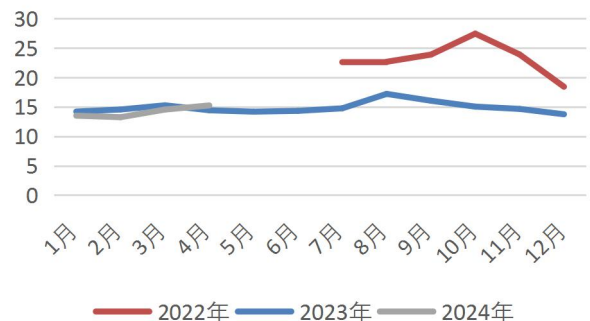


图 25：京基智农商品猪月度销售均价（元/公斤）



资料来源：公司月度销售简报，山西证券研究所

资料来源：公司月度销售简报，山西证券研究所

**华统股份：**2024年4月份，公司生猪销售数量20.15万头，环比2024年3月减少14.80%，同比2023年4月减少0.01%；生猪销售收入3.65亿元，环比2024年3月减少9.31%，同比2023年4月增长20.59%；商品猪销售均价15.20元/公斤，环比2024年3月份上涨3.40%。2024年1-4月期间，公司累计销售生猪85.84万头，同比2023年1-4月增加16.71%。

图 26：华统股份月度生猪销售数量（万头）

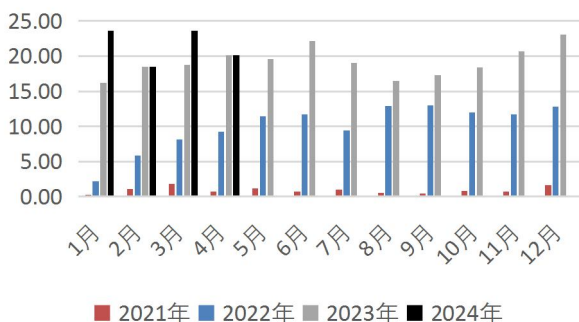
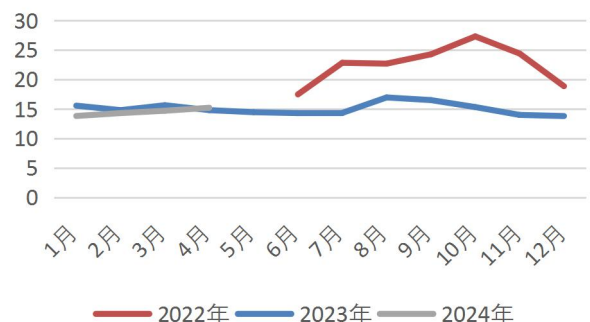


图 27：华统股份商品猪月度销售均价（元/公斤）



资料来源：公司月度销售简报，山西证券研究所

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：生猪价格“淡季不淡”，仔猪价格持续走高

2024年一季度全国生猪产能持续降低。4月16日，国家统计局公布能繁母猪及生猪存栏等数据，受持续低迷的养殖利润以及冬季北方地区疫病对生猪存栏影响，一季度末能繁母猪存栏3992万头，同比下降7.3%，环比下降1.24%。自2023年一季度起，能繁母猪存栏连续5个季度环比下降。全国能繁母猪产能的减少使得生猪出栏及存栏量均出现下滑，一季度末我国生猪存栏40850万头，较去年同期减少2244万头，同比减少5.2%，创造4年来新低。一季度，我国生猪出栏量19455万头，同比下降2.2%，上年同期我国生猪出栏量19899万头；环比增加2.7%，2023年四季度生猪出栏量18939万头。年前在供应宽松的前提下，猪价整体“旺季不旺”，偏弱运行。节后，猪价在需求淡季迎来小幅反弹。

结合能繁母猪存栏量以及仔猪价格趋势来看，受前期长时间亏损的养殖利润以及市场对下半年猪价走势出现分歧等因素影响，养殖户仍处于偏向于购买仔猪进行育肥的保守型策略，而非通过补栏能繁母猪进行产能补充，从而支撑2024年仔猪价格持续上涨，4月最后一周仔猪平均价格为37.72元/千克，环比3月上涨10.23%。

图 28：全国外三元生猪市场价（元/千克）



资料来源：Wind，国家统计局，山西证券研究所

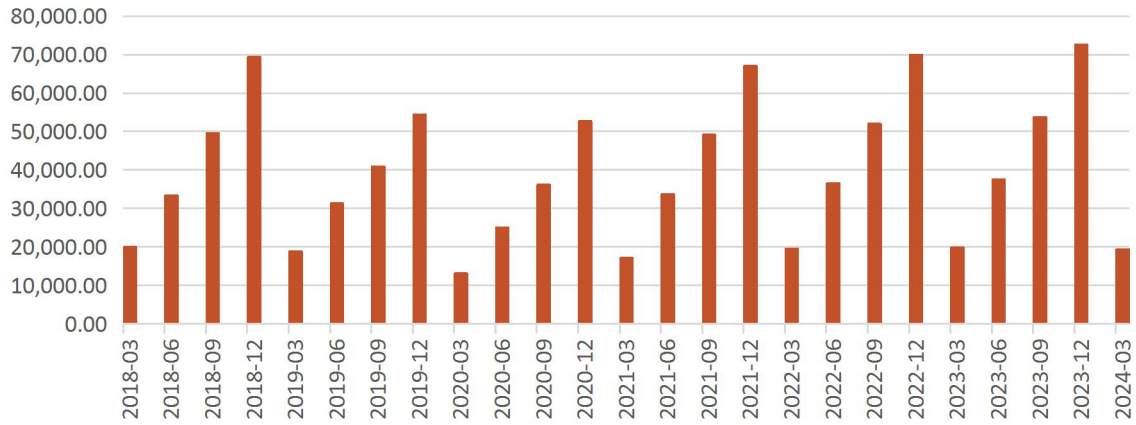
图 29：全国仔猪平均价格（元/千克）



资料来源：Wind，农业农村部，山西证券研究所

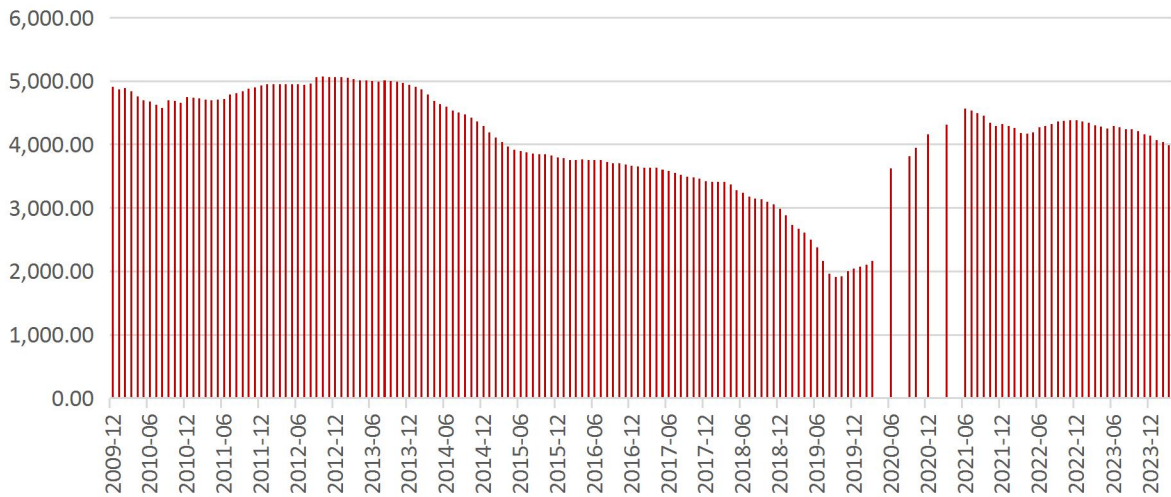


图 30：全国分季度生猪出栏累计值（万头）



资料来源：Wind，国家统计局，山西证券研究所

图 31：全国能繁母猪存栏量（万头）



资料来源：Wind，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

