

新五丰 (600975.SH)

2024 年报点评: 净利润同比扭亏, 资产负债表稳步修复

优于大市

核心观点

公司 2024 年归母净利扭亏, 受益猪价景气增长及养殖成本改善。公司 2024 年实现营收 70.45 亿元, 同比增长 25.09%; 归母净利润 3932.04 万元, 同比扭亏为盈。单季度来看, 2024Q4 营业总收入 17.74 亿元, 同比上升 0.93%, 归母净利润 3809.15 万元, 同比扭亏。在细分业务方面, 公司 2024 年生猪出栏达 424.87 万头, 同比增长 32.74%; 饲料生产量 89.12 万吨, 同比增长 45.22%; 屠宰生产量 6.88 万吨, 同比增长 11.30%。此外, 公司养殖的饲料自给率已突破 86%, 形成生猪屠宰年产能 205 万头、饲料年产能 120 万吨的双支撑体系。

老牌国资生猪养殖企业, 经营规模有望稳步扩大。公司实控人为湖南省国资委, 2022 年收购湖南省优质种猪及仔猪销售企业天心种业 100% 股权等资产, 天心种业为国家生猪产业体系长沙综合试验站站站长单位, 入选“国家生猪核心育种场”名单, 公司持有天心种业后, 进一步强化种猪繁育核心竞争力, 生猪全产业链进一步延伸至种猪的自繁自养, 并增加种猪、仔猪、商品猪规模。截至 2024 年末, 公司能繁母猪存栏 25.32 万头, 较 2023 年末 20.99 万头增加 4.33 万头, 预计公司生猪出栏有望保持稳步增长, 中长期看好未来公司经营发展。

成本改善空间充裕, 资金储备充足。成本方面, 公司目前处于行业中游水平, 未来成本改善空间较大, 一方面, 公司拟计划通过引进法系猪持续优化种猪群体效率, 另一方面, 预计随公司产能利用率提升, 总部费用有望进一步摊销。资金方面, 截至 2024 年末, 公司拥有货币资金 11.7 亿元, 储备较为充裕; 资产负债率达 74.00%, 较上年同期下降 0.99pcts, 负债表稳步修复。另外, 截至 2024 年末, 公司固定资产达 19.52 亿元, 同比增加 15%, 预计后续公司产能将延续增加趋势。

风险提示: 疫病风险、原料价格大幅波动风险、产能扩张不及预期风险。

投资建议: 维持“优于大市”评级。考虑到当前生猪产能处于恢复阶段, 出于保守谨慎原则, 我们预估 2025-2027 年行业生猪销价将保持下行趋势, 预计公司 2025-2027 年归母净利分别为 0.36/0.35/0.17 亿元, EPS 分别为 0.03/0.03/0.01 元, 对应 PE 分别为 232.1/243.1/499.2。

盈利预测和财务指标

| | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------------|---------|-------|-------|-------|--------|
| 营业收入(百万元) | 5,632 | 7,045 | 7,892 | 8,547 | 8,775 |
| (+/-%) | 14.2% | 25.1% | 12.0% | 8.3% | 2.7% |
| 净利润(百万元) | -1203 | 39 | 36 | 35 | 17 |
| (+/-%) | 1483.5% | - | -7.8% | -4.5% | -51.3% |
| 每股收益(元) | -0.95 | 0.03 | 0.03 | 0.03 | 0.01 |
| EBIT Margin | -13.5% | 3.3% | 2.9% | 2.4% | 1.6% |
| 净资产收益率 (ROE) | -40.2% | 1.3% | 1.2% | 1.1% | 0.5% |
| 市盈率 (PE) | -7.0 | 214.0 | 232.1 | 243.1 | 499.2 |
| EV/EBITDA | -66.4 | 25.3 | 31.2 | 34.4 | 38.4 |
| 市净率 (PB) | 2.81 | 2.78 | 2.75 | 2.73 | 2.71 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

农林牧渔 · 养殖业

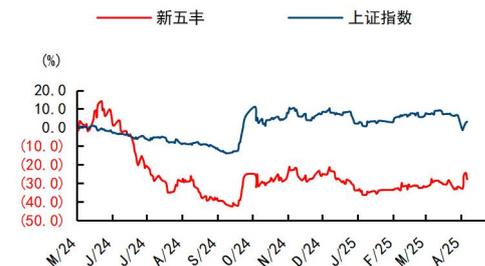
证券分析师: 鲁家瑞 021-61761016
 lujiarui@guosen.com.cn S0980520110002
证券分析师: 李瑞楠 021-60893308
 lirui@guosen.com.cn S0980523030001

证券分析师: 江海航 010-88005306
 jianghaihang@guosen.com.cn S0980524070003

基础数据

| | |
|-------------|---------------|
| 投资评级 | 优于大市(维持) |
| 合理估值 | |
| 收盘价 | 6.39 元 |
| 总市值/流通市值 | 8060/6498 百万元 |
| 52 周最高价/最低价 | 10.36/5.04 元 |
| 近 3 个月日均成交额 | 190.95 百万元 |

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《新五丰 (600975.SH) - 2023 年报点评: 业绩由于猪价低迷承压, 生猪出栏稳健增长》——2024-04-23
- 《新五丰 (600975.SH) - 2023 年业绩业绩预告点评: 2023Q4 归母净利润预计亏损 3.51-6.51 亿元, 生猪养殖成本预计实现稳步改善》——2024-01-25
- 《新五丰 (600975.SH) - 2023 年三季度报点评: 第三季度归母净利润亏损 1.35 亿元, 生猪出栏稳健增长》——2023-11-02
- 《新五丰 (600975.SH) - 2023 半年报业绩预告点评: 2023Q2 归母净利润亏损预计 3.74-5.74 亿元, 生猪出栏有望保持稳健扩张》——2023-07-18
- 《新五丰 (600975.SH) - 2022 年报点评: 2022Q4 归母净利润环比增长 204%, 生猪出栏有望继续保持高速增长》——2023-04-26

2024年净利同比扭亏，养殖成本稳步下降。公司2024年实现营收70.45亿元，同比增长25.09%；归母净利润3932.04万元，同比扭亏为盈。单季度来看，2024Q4营业总收入17.74亿元，同比上升0.93%，归母净利润3809.15万元，同比扭亏。在细分业务方面，公司2024年生猪出栏达424.87万头，同比增长32.74%，截至2024年末，公司能繁母猪存栏25.32万头，较2023年末20.99万头增加4.33万头；饲料生产量89.12万吨，同比增长45.22%；屠宰生产量6.88万吨，同比增长11.30%。此外，公司养殖的饲料自给率已突破86%，形成生猪屠宰年产能205万头、饲料年产能120万吨的双支撑体系。

图1：新五丰营业收入及增速（单位：亿元、%）



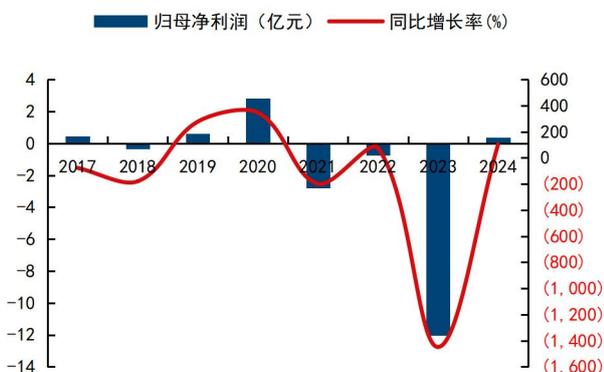
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：新五丰单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



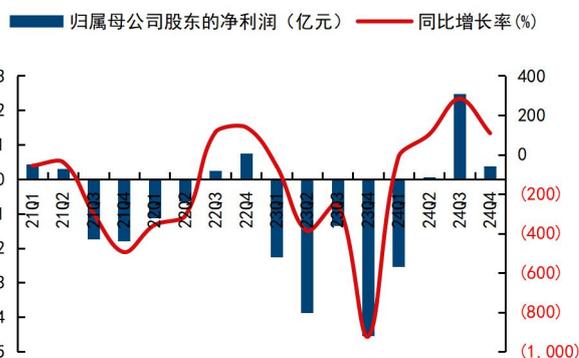
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：新五丰归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

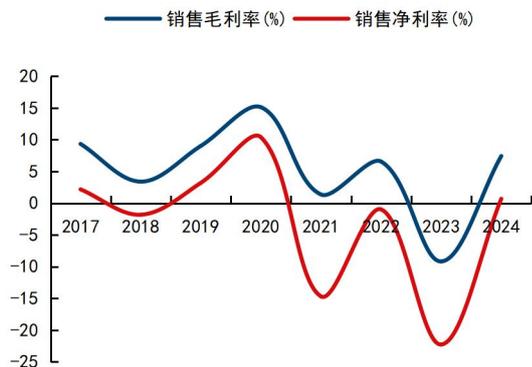
图4：新五丰单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

盈利水平同比改善，费用率水平同比有所下降。从盈利水平来看，2024年毛利率同比+16.61pct至7.42%，净利率同比+22.97pct至0.68%，受益猪价景气抬升和成本显著下降，公司盈利能力明显改善。费用率方面，2024年公司销售费用率同比-0.14pct至0.33%，管理+研发费用率合计同比+0.02pct至3.60%，财务费用率同比-0.74pct至3.84%，得益于产能利用率水平提升，以及债务规模收缩，公司整体费用率水平明显下降。

图5: 新五丰毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

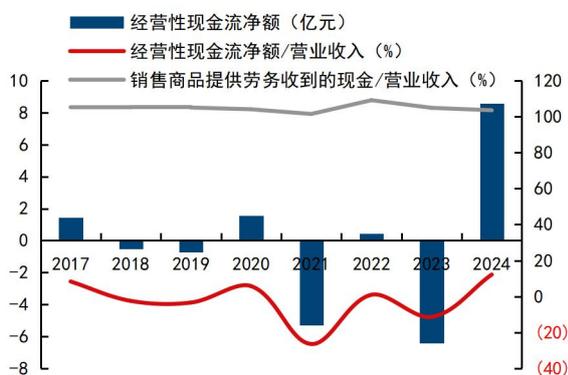
图6: 新五丰费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

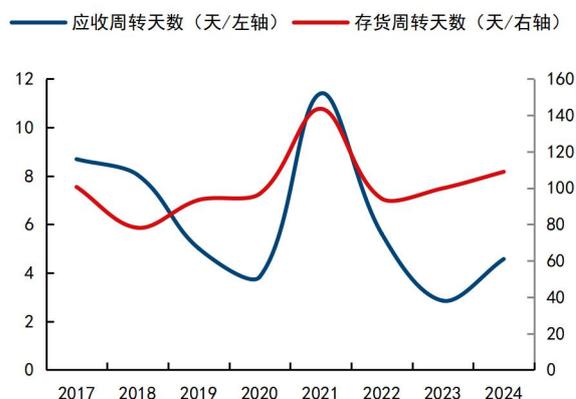
经营性现金流净额同比明显提升, 存货周转天数略微增长。2024 年经营性现金流净额同比扭正至 8.57 亿元, 占营业收入比例达 12.16%, 公司现金流创造能力明显增强。在主要流动资产周转方面, 2024 年应收周转天数同比+60.4%至 4.57 天, 存货周转天数同比+9.1%至 108.92 天, 主要系 2024 年猪价盈利好转后, 行业生猪养殖出栏时间略有增长。

图7: 新五丰经营性现金流情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 新五丰主要流动资产周转情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

考虑到当前行业总体产能恢复, 生猪价格进入下行阶段, 因此出于谨慎原则, 我们下调此前对于公司 2025-2026 年的盈利预测, 预计 2025-2027 年归母净利润分别为 0.36/0.35/0.17 亿元 (此前预期 2025-2026 年分别为 7.9/8.2 亿元)。公司的盈利预测调整主要来源于对 2025-2026 年行业生猪均价预期、公司养殖成本预期有所调整, 具体来看基于以下假设条件:

生猪养殖业务: 该板块是公司重点发展的核心业务, 2024 年营收占比达 76%。出栏量方面, 考虑到公司收购天心种业后, 种猪实力进一步夯实, 生猪出栏处于较快增长阶段, 预计 2025-2027 年将分别实现生猪出栏约 490 万头、550 万头和 590 万头。成本端, 我们预计公司养殖成本有望在未来实现较快下降, 一方面, 公司产能利用率处于快速提升阶段, 再加上天心种业的优质种猪资源赋能, 预计生产效率将明显提升, 另一方面, 我们预估今年饲料主要原料玉米价格处于周期底部

位置，截至4月11日，国内玉米现货价同比下滑约5%，综合考虑，我们预计2025-2027年公司每公斤养殖端完全成本分别有望实现14.5元、13.7元、13.3元（原预计2025-2026年分别为17.0元、16.0元）。售价方面，依照我们对行业判断，当前行业总体产能恢复，但行业总体杠杆偏高，预计未来恢复程度有限，因此我们预计在2025年猪价景气有望维持，而2026年可能面临一定调整，由于远期行业生猪产能波动及猪价波动仍具有不确定性，因此从保守谨慎角度出发，我们分别给予2025-2027年公司每公斤内销商品猪销售价格14.5元、13.6元、13.0元的预期（原预计2025-2026年分别为18.3元、17.3元）。最终我们预计2025-2027年公司生猪养殖业务收入分别为60.97/66.25/67.36亿元，毛利率分别为8.5%/7.7%/6.3%。

屠宰冷藏业务：该板块是公司养殖下游的拓展业务，2024年营收占比达10%，我们对其给予平稳的收入增长预期，另外预计毛利率将受益于屠宰端产能利用率提升。最终我们预计公司屠宰冷藏业务2025-2027年营收为7.20/7.64/8.09亿元，毛利率为3.2%/3.3%/4.5%，对应毛利0.23/0.25/0.36亿元。

冻肉业务：该板块是公司养殖下游的拓展业务，2024年营收占比达5%，我们对其给予平稳的收入增长预期，未来随猪价周期反转，库存释放，毛利率或有所抬升。最终我们预计公司冻肉业务2025-2027年营收为3.53/3.81/4.00亿元，毛利率为1.2%/2.1%/3.0%，对应毛利0.04/0.08/0.12亿元。

鲜肉销售业务：该板块是公司养殖下游的拓展业务，2024年营收占比达4%，预计收入将跟随生猪养殖规模扩大保持稳步增长，毛利率预计将受益于屠宰端产能利用率提升。最终我们预计公司鲜肉销售业务2025-2027年营收为3.00/3.15/3.31亿元，毛利率为1.5%/2.5%/4.2%，对应毛利0.05/0.08/0.14亿元。

原料贸易业务：该板块属于公司的养殖业务上游，预计收入将跟随生猪养殖规模稳步扩大，毛利率有望受益大宗农产品供应宽松带来的成本缓解。最终我们预计公司原料贸易业务2025-2027年营收为3.61/3.97/4.28亿元，毛利率为2.0%/2.1%/2.2%，对应毛利0.07/0.08/0.09亿元。

其他业务：公司的其他业务主要包括饲料等养殖链附属业务，非公司发展重心，我们给予该部分业务平稳的收入增长预期，毛利率预计将跟随养殖盈利波动，最终预计其他业务2025-2027年营收为0.07/0.07/0.08亿元，毛利率为15%/18%/16%，对应毛利0.01/0.01/0.01亿元。

表1：新五丰业务拆分

| | 2022 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---------------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 生猪养殖业务 | | | | | | |
| 收入（亿元） | 27.31 | 37.55 | 53.82 | 60.97 | 66.25 | 67.36 |
| 增速 | 214% | 37% | 43% | 13% | 9% | 2% |
| 毛利（亿元） | 2.76 | -5.24 | 5.29 | 5.19 | 5.12 | 4.26 |
| 毛利率 | 10% | -14.0% | 9.8% | 8.5% | 7.7% | 6.3% |
| 屠宰冷藏业务 | | | | | | |
| 收入（亿元） | 7.47 | 6.80 | 6.86 | 7.20 | 7.64 | 8.09 |
| 增速 | 92% | -9% | 1% | 5% | 6% | 6% |
| 毛利（亿元） | 0.27 | -0.06 | -0.26 | 0.23 | 0.25 | 0.36 |
| 毛利率 | 3.6% | -0.9% | -3.8% | 3.2% | 3.3% | 4.5% |
| 冻肉业务 | | | | | | |
| 收入（亿元） | 4.51 | 2.70 | 3.21 | 3.53 | 3.81 | 4.00 |
| 增速 | 100% | -40% | 19% | 10% | 8% | 5% |
| 毛利（亿元） | 0.04 | -0.08 | 0.03 | 0.04 | 0.08 | 0.12 |
| 毛利率 | 0.9% | -3.0% | 0.8% | 1.2% | 2.1% | 3.0% |
| 鲜肉销售业务 | | | | | | |

| | | | | | | |
|---------------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 收入（亿元） | 2.75 | 2.43 | 2.78 | 3.00 | 3.15 | 3.31 |
| 增速 | -5% | -12% | 14% | 8% | 5% | 5% |
| 毛利（亿元） | 0.05 | 0.02 | 0.02 | 0.05 | 0.08 | 0.14 |
| 毛利率 | 1.8% | 0.9% | 0.7% | 1.5% | 2.5% | 4.2% |
| 原料贸易业务 | | | | | | |
| 收入（亿元） | 7.19 | 5.39 | 3.22 | 3.61 | 3.97 | 4.28 |
| 增速 | 244% | -25% | -40% | 12% | 10% | 8% |
| 毛利（亿元） | 0.17 | 0.06 | 0.05 | 0.07 | 0.08 | 0.09 |
| 毛利率 | 2.4% | 1.1% | 1.4% | 2.0% | 2.1% | 2.2% |
| 饲料销售业务 | | | | | | |
| 收入（亿元） | 0.02 | 1.37 | 0.49 | 0.54 | 0.58 | 0.62 |
| 增速 | -86% | 6750% | -64% | 10% | 8% | 8% |
| 毛利（亿元） | 0.00 | 0.19 | 0.12 | 0.08 | 0.08 | 0.07 |
| 毛利率 | 17.4% | 13.9% | 25.4% | 15.0% | 13.0% | 12.0% |
| 其他业务 | | | | | | |
| 收入（亿元） | 0.07 | 0.07 | 0.07 | 0.07 | 0.07 | 0.08 |
| 增速 | 72% | 2% | 3% | 3% | 3% | 3% |
| 毛利（亿元） | 0.03 | -0.06 | -0.02 | 0.01 | 0.01 | 0.01 |
| 毛利率 | 44% | -86% | -22% | 18% | 16% | 16% |
| 合计 | | | | | | |
| 总营收（亿元） | 49.32 | 56.32 | 70.45 | 78.92 | 85.47 | 87.75 |
| 增速 | 146.2% | 14.2% | 25.1% | 12.0% | 8.3% | 2.7% |
| 毛利（亿元） | 3.23 | -5.17 | 5.23 | 5.67 | 5.70 | 5.06 |
| 毛利率 | 6.55% | -9.19% | 7.43% | 7.18% | 6.67% | 5.77% |

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

综上所述，预计未来3年营收78.92/85.47/87.75亿元，同比+12.0%/8.3%/2.7%，毛利率7.18%/6.67%/5.77%，毛利5.67/5.70/5.06亿元。

表2：新五丰未来3年盈利预测表

| 单位：百万元 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 7045 | 7892 | 8547 | 8775 |
| 营业成本 | 6522 | 7325 | 7977 | 8269 |
| 销售费用 | 23 | 36 | 38 | 39 |
| 管理费用 | 177 | 201 | 221 | 225 |
| 财务费用 | 23 | 36 | 38 | 39 |
| 营业利润 | 69 | 52 | 41 | 30 |
| 利润总额 | 50 | 41 | 38 | 18 |
| 归属于母公司净利润 | 39 | 36 | 35 | 17 |
| EPS | 0.03 | 0.03 | 0.03 | 0.01 |
| ROE | 1.3% | 1.2% | 1.1% | 0.5% |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件，我们得到公司2025-2027年收入分别为78.92/85.47/87.75亿元，归母净利润0.36/0.35/0.17亿元，每股收益分别为0.03/0.03/0.01元。

投资建议：维持“优于大市”评级。新五丰作为国企老牌养殖标的，收购天心种业等优质种猪企业资产后，进一步增厚养殖实力，出栏增速有望保持增长，看好公司未来中长期经营发展。考虑到当前行业生猪产能处于恢复阶段，出于保守谨慎原则，我们对原有2025-2026年猪价假设进行下调，相应下调2025-2026年的盈利预测，预计2025-2027年归母净利分别为0.36/0.35/0.17亿元，EPS分别为0.03/0.03/0.01元，对应PE分别为232.1/243.1/499.2。

财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | | | | | | 利润表 (百万元) | | | | | |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E | | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
| 现金及现金等价物 | 1500 | 1170 | 2735 | 4560 | 5150 | 营业收入 | 5632 | 7045 | 7892 | 8547 | 8775 |
| 应收款项 | 126 | 239 | 270 | 281 | 264 | 营业成本 | 6149 | 6522 | 7325 | 7977 | 8269 |
| 存货净额 | 1873 | 2074 | 2378 | 2397 | 2420 | 营业税金及附加 | 14 | 14 | 17 | 21 | 18 |
| 其他流动资产 | 163 | 126 | 149 | 169 | 183 | 销售费用 | 27 | 23 | 36 | 38 | 39 |
| 流动资产合计 | 3661 | 3609 | 5532 | 7408 | 8016 | 管理费用 | 166 | 177 | 201 | 221 | 225 |
| 固定资产 | 2039 | 1996 | 1694 | 1393 | 1122 | 研发费用 | 35 | 76 | 83 | 85 | 86 |
| 无形资产及其他 | 163 | 184 | 177 | 171 | 165 | 财务费用 | 258 | 270 | 114 | 104 | 81 |
| 投资性房地产 | 6425 | 6211 | 6211 | 6211 | 6211 | 投资收益 | (1) | (9) | (9) | (8) | 2 |
| 长期股权投资 | 368 | 359 | 369 | 384 | 414 | 资产减值及公允价值变动 | (222) | (56) | (55) | (52) | (30) |
| 资产总计 | 12657 | 12358 | 13982 | 15566 | 15927 | 其他收入 | (15) | 96 | (83) | (85) | (86) |
| 短期借款及交易性金融负债 | 2335 | 1767 | 1772 | 1992 | 1742 | 营业利润 | (1220) | 69 | 52 | 41 | 30 |
| 应付款项 | 639 | 692 | 763 | 813 | 886 | 营业外净收支 | (31) | (19) | (11) | (3) | (12) |
| 其他流动负债 | 403 | 436 | 504 | 590 | 814 | 利润总额 | (1251) | 50 | 41 | 38 | 18 |
| 流动负债合计 | 3377 | 2894 | 3039 | 3394 | 3441 | 所得税费用 | 5 | 3 | 2 | 1 | 0 |
| 长期借款及应付债券 | 1183 | 1390 | 1890 | 2190 | 1990 | 少数股东损益 | (52) | 8 | (3) | (3) | (1) |
| 其他长期负债 | 4931 | 4860 | 5810 | 6710 | 7210 | 归属于母公司净利润 | (1203) | 39 | 36 | 35 | 17 |
| 长期负债合计 | 6114 | 6250 | 7700 | 8900 | 9200 | 现金流量表 (百万元) | | | | | |
| 负债合计 | 9491 | 9144 | 10739 | 12295 | 12642 | 净利润 | (1203) | 39 | 36 | 35 | 17 |
| 少数股东权益 | 173 | 191 | 189 | 186 | 185 | 资产减值准备 | 157 | (157) | (8) | (11) | (10) |
| 股东权益 | 2992 | 3022 | 3054 | 3085 | 3100 | 折旧摊销 | 490 | 462 | 383 | 397 | 409 |
| 负债和股东权益总计 | 12657 | 12358 | 13982 | 15566 | 15927 | 公允价值变动损失 | 222 | 56 | 55 | 52 | 30 |
| 关键财务与估值指标 | | | | | | 财务费用 | 258 | 270 | 114 | 104 | 81 |
| 每股收益 | (0.95) | 0.03 | 0.03 | 0.03 | 0.01 | 营运资本变动 | (217) | (205) | 724 | 973 | 768 |
| 每股红利 | 0.07 | 0.07 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 其它 | (213) | 148 | 6 | 8 | 9 |
| 每股净资产 | 2.37 | 2.40 | 2.42 | 2.45 | 2.46 | 经营活动现金流 | (764) | 343 | 1195 | 1454 | 1223 |
| ROIC | -18% | -0% | 2% | 2% | 2% | 资本开支 | (592) | (199) | (121) | (131) | (151) |
| ROE | -40% | 1% | 1% | 1% | 1% | 其它投资现金流 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 毛利率 | -9% | 7% | 7% | 7% | 6% | 投资活动现金流 | (623) | (190) | (131) | (146) | (181) |
| EBIT Margin | -13% | 3% | 3% | 2% | 2% | 权益性融资 | 0 | 23 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | -5% | 10% | 8% | 7% | 6% | 负债净变化 | (149) | 207 | 500 | 300 | (200) |
| 收入增长 | 14% | 25% | 12% | 8% | 3% | 支付股利、利息 | (87) | (83) | (4) | (4) | (2) |
| 净利润增长率 | 1483% | - | -8% | -5% | -51% | 其它融资现金流 | 2792 | (753) | 5 | 220 | (250) |
| 资产负债率 | 76% | 76% | 78% | 80% | 81% | 融资活动现金流 | 2321 | (483) | 501 | 516 | (452) |
| 股息率 | 1.0% | 1.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 现金净变动 | 933 | (330) | 1565 | 1825 | 590 |
| P/E | (7.0) | 214.0 | 232.1 | 243.1 | 499.2 | 货币资金的期初余额 | 567 | 1500 | 1170 | 2735 | 4560 |
| P/B | 2.8 | 2.8 | 2.8 | 2.7 | 2.7 | 货币资金的期末余额 | 1500 | 1170 | 2735 | 4560 | 5150 |
| EV/EBITDA | (66.4) | 25.3 | 31.2 | 34.4 | 38.4 | 企业自由现金流 | (1082) | 278 | 1205 | 1439 | 1164 |
| | | | | | | 权益自由现金流 | 1562 | (268) | 1601 | 1858 | 634 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

| 投资评级标准 | 类别 | 级别 | 说明 |
|--|------------|------|-------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票 投资评级 | 优于大市 | 股价表现优于市场代表性指数 10%以上 |
| | | 中性 | 股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | | 弱于大市 | 股价表现弱于市场代表性指数 10%以上 |
| | | 无评级 | 股价与市场代表性指数相比无明确观点 |
| | 行业 投资评级 | 优于大市 | 行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上 |
| | | 中性 | 行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | | 弱于大市 | 行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上 |

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032