

屠宰及肉制品行业 2010 年下半年报告

评级：增持 维持评级

行业研究

长期竞争力评级：等于行业均值

冷鲜肉将迎来高速扩张，肉制品升级呈渐进式发展

市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	29.70
沪深 300 指数	2876.43
上证指数	2638.52
深证成指	10870.38
中小板指数	5984.31

投资建议

- **行业策略**：行业投资最大投资机会来自中游屠宰行业的扩张时发展。我们认为整个生猪产业链处于不同的发展阶段，上游养殖处于实验性阶段，中游屠宰将进入快速发展阶段，下游则呈现两极状态（高温肉制品逐渐走向饱和，低温肉制品则方兴未艾）。
- **推荐组合**：我们推荐行业的龙头企业，双汇、雨润及众品食业。

行业观点

- **屠宰行业进入黄金投资期**：行业的消费升级趋势非常明显，即中游屠宰行业从热鲜肉升级为冷鲜肉，下游肉制品行业从高温肉制品升级为低温肉制品。**与大众不同的观点**：尽管中下游都出现消费升级，但我们认为升级速度有较大差异。从热鲜肉升级为冷鲜肉的速度将比较快，其主要推动力是消费者购物习惯的改变，而高温肉制品升级为低温肉制品的推动力则是渐进式的，这种升级有赖于消费者饮食习惯的改变，**购物习惯容易改变，饮食习惯却难以在短时间内变化。**
- 我们认为冷鲜肉市场未来 5 年的复合增长率在 25%左右，到 2015 年冷鲜肉年消费量将达到 1500 多万吨，市值达 2 万多亿人民币。
- **肉制品升级呈现渐进式的发展趋势**，低温肉制品遭遇中国传统饮食习惯的挑战，而高温肉制品市场逐渐成熟稳定，并有萎缩的迹象。
- 屠宰肉制品加工行业产业链之长，市场容量之大，单纯一家公司不可能完全控制养殖、屠宰、初加工（冷鲜肉、冷冻肉）、深加工（低温肉制品、高温肉制品）中的所有环节，这也造就了目前肉制品加工行业百花齐放、百舸争流的局面。
- 在中游屠宰和初加工业，我们首推雨润和众品。我们认为，评判一家公司中游业务的未来发展潜力如何主要取决于三个关键性指标：（1）产能布局。由于中游初加工产品存在同质性，产品的竞争即优质猪源的竞争和成本的竞争。中小规模的分散化布局受到我们的推崇；（2）产品结构。我们设定了鲜销比（冷鲜肉销售收入/屠宰业务总收入）作为判断产品结构是否合理的指标。我们认为，无论是从市场容量还是毛利率来看，中游的未来在冷鲜肉，高鲜销比的企业拥有更好的发展空间和盈利能力；（3）政府补贴。政府补贴弹性很大，并占屠宰企业净利润很大的比重，对公司的业绩有相当大的影响。另外，在未来的行业整合中，与当地政府保持良好的关系将能帮助公司获得更多的优质资源。
- 综合实力看，我们继续推荐双汇，建议积极关注其资产重组进展。

风险提示

- 食品安全问题；

陈钢

分析师 SAC 执业编号：S1130209030281
(8621)61038215
cheng@gjzq.com.cn

内容目录

生猪产业链的投资逻辑及主要观点	4
上中下游处于不同阶段，中游屠宰进入黄金发展阶段	4
投资组合推荐	4
中游屠宰行业：高速增长，群雄逐鹿	5
行业内生推力：冷鲜肉对热鲜肉的替代是水到渠成之事	5
行业外在拉力：屠宰行业的大发展来自政策的推动和超商渠道的下沉	6
屠宰行业黄金投资期：高速增长，群雄逐鹿；	8
下游肉制品行业，发展减缓，双汇独霸一方	8
公司比较分析：百花齐放，百舸争流	9
中游屠宰和初加工业务	10
关键指标一：产能布局比较	12
关键指标二：产品结构比较	13
关键指标三：政府补贴与地方关系	14
下游肉制品加工业务	15
附录：猪价波动对屠宰肉制品企业的业绩影响分析	19

图表目录

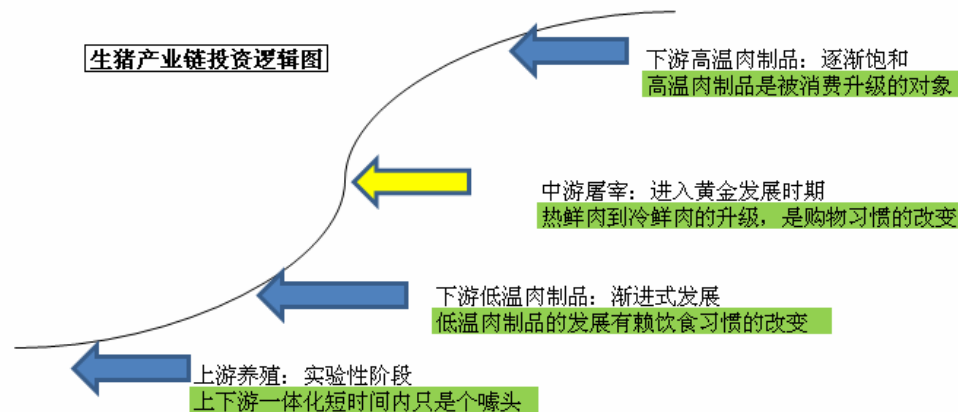
图表 1：生猪产业链投资逻辑图	4
图表 2：消费双升级，速度并不相同：购物习惯易变，饮食习惯难改	4
图表 3：行业内重点公司投资评级	5
图表 4：全国冷藏冻肉产量逐年增加	6
图表 5：全国冷鲜藏冻肉单月产量及累计增速	6
图表 6：冷鲜肉本质不变，品质提升	6
图表 7：连锁零售企业生鲜销售额占比上涨 55.4%	6
图表 8：连锁零售企业销售的生鲜产品以肉类为主	6
图表 9：超商是雨润生冷鲜肉的主要销售渠道	6
图表 10：规模以上屠宰企业屠宰量逐年上升	7
图表 11：屠宰行业的集中度逐年提高	7
图表 12：预计未来 5 年中国冷鲜肉市场 CARG 为 25%	8
图表 13：猪肉市场渠道的变革（1）	8
图表 14：猪肉市场渠道的变革（2）	8
图表 15：众品借助超商渗透到二三线城市	8
图表 16：整体业务对比分析	10
图表 17：判断屠宰业务好坏的三个关键点	11
图表 18：屠宰业务，公司间对比	11

图表 19：冷鲜肉业务发展迅速	11
图表 20：冷冻肉业务停滞不前	11
图表 21：中国前四大屠宰企业产能	12
图表 22：雨润产能近几年来激进式扩张	12
图表 23：雨润 34.33%的产能来自兼并收购	13
图表 24：双汇 23.81%产能为市场主导型	13
图表 25：四家公司的屠宰产能布局	13
图表 26：雨润鲜销比高达 80%	14
图表 27：冷鲜肉毛利率高于冷冻肉 2-5 个百分点	14
图表 28：雨润获得的政府补贴远远高于同行	15
图表 29：雨润众品政府补贴占税前利润比呈上升态势	15
图表 30：雨润政府补贴与产能扩张息息相关	15
图表 31：肉制品各类产品潜在增长点比较	16
图表 32：肉制品业务，公司间对比	16
图表 33：双汇在销售额上艳压群芳	17
图表 34：高温肉制品，双汇独霸一方	17
图表 35：双汇重销售数量，雨润与众品重单品盈利	18
图表 36：低温肉制品毛利雨润位居榜首	18
图表 37：雨润众品低温肉制品的盈利能力强	18
图表 38：雨润低温肉制品代表（阳光劲火腿）	18
图表 39：双汇中低温肉制品代表（玉米肠）	18
图表 40：“双汇烤肠机”是销量增长的新模式	19
图表 41：众品新品研发能力强	19
图表 42：雨润主要依靠直销渠道	19
图表 43：众品主要依靠直销渠道	19
图表 44：毛利变动敏感性分析	20

生猪产业链的投资逻辑及主要观点

- 7 月份，我们调研了多家屠宰及肉制品企业，对生猪中下游产业链进行了梳理。我们认为整个生猪产业链处于不同的发展阶段，上游养殖处于实验性阶段，中游屠宰将进入快速发展阶段，下游则呈现两极状态（高温肉制品逐渐走向饱和，低温肉制品则方兴未艾）。

图表1：生猪产业链投资逻辑图

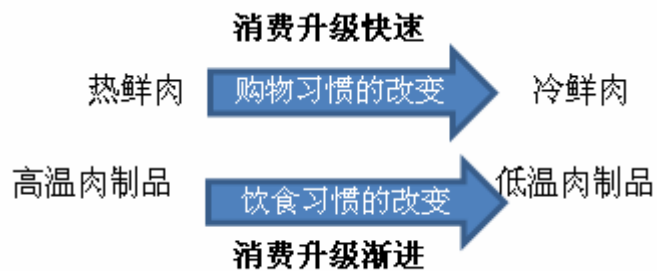


来源：国金证券研究所

上中下游处于不同阶段，中游屠宰进入黄金发展阶段

- 消费双升级下的两种投资思路：
 - 行业的消费升级趋势非常明显，即中游屠宰行业从热鲜肉升级为冷鲜肉，下游肉制品行业从高温肉制品升级为低温肉制品。**与大众不同的观点：**尽管中下游都出现消费升级，但我们认为升级速度有较大差异。从热鲜肉升级为冷鲜肉的速度将比较快，其主要推动力是消费者购物习惯的改变，而高温肉制品升级为低温肉制品的推动力则是渐进式的，这种升级有赖于消费者饮食习惯的改变，**购物习惯容易改变，饮食习惯却难以在短时间内变化。**

图表2：消费双升级，速度并不相同：购物习惯易变，饮食习惯难改



来源：国金证券研究所

- 中游屠宰行业将进入黄金发展期：龙头企业屠宰产能快速扩张，冷鲜肉消费渐成热潮。屠宰行业被动走向集中化，优选成本领先型企业。
- 下游肉制品行业：高温肉制品升级为低温肉制品，优选品牌和渠道管理优秀的企业。

投资组合推荐

- 在中游屠宰和初加工业，我们首推雨润和众品。我们认为，评判一家公司中游业务的未来发展潜力如何主要取决于三个关键性指标：（1）产能布局。由于中游初加工产品存在同质性，产品的竞争即优质猪源的竞争和成本的竞争。中小规模的分散化布局受到我们的推崇；（2）产品结构。我

们设定了鲜销比(冷鲜肉销售收入/屠宰业务总收入)作为判断产品结构是否合理的指标。我们认为，无论是从市场容量还是毛利率来看，中游的未来在冷鲜肉，高鲜销比的企业拥有更好的发展空间和盈利能力；（3）政府补贴。政府补贴弹性很大，并占屠宰企业净利润很大的比重，对公司的业绩有相当大的影响。另外，在未来的行业整合中，与当地政府保持良好的关系将能帮助公司获得更多的优质资源。

- 综合实力看，我们继续推荐双汇，建议积极关注其资产重组进展。

图表3：行业内重点公司投资评级

公司名称	总市值	10PE	11PE	投资	2009年财务数据对比（单位：百万人民币）				
				评级	营业收入	毛利	净利润	毛利率	净利率
双汇发展	30590.62	27.15	21.52	买入	28290.68	2702.34	910.66	9.55%	3.22%
雨润食品	35118.29	22.17	18.36		12224.18	1904.41	1538.14	15.58%	12.58%
众品食业	2851.75	9.01	6.96		4960.02	590.78	311.46	11.91%	6.28%
大众食品	3548.50	11.59	8.81		10497.71	661.00	97.82	6.30%	0.93%
得利斯	4573.22	51.24	32.31	持有	1110.53	191.14	63.18	17.21%	5.69%

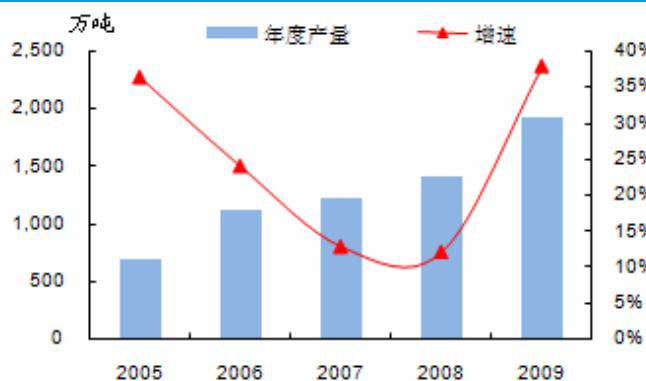
来源：国金证券研究所,Bloomberg

中游屠宰行业：高速增长，群雄逐鹿

行业内生推力：冷鲜肉对热鲜肉的替代是水到渠成之事

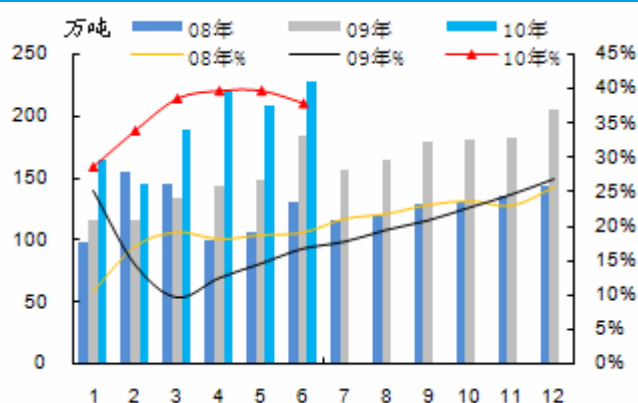
- 热鲜肉升级为冷鲜肉，推进屠宰行业加速整合，龙头企业快速扩张
 - 国外冷鲜肉已成鲜肉主流消费。与热鲜肉和冷冻肉相比，冷鲜肉具有安全系数高、营养价值高和感官舒适性高的“三高”特性。冷鲜肉在上世纪 2、30 年代就在发达国家得到推广，目前发达国家的冷鲜肉已占生鲜肉消费的 90%左右。
 - 我国冷鲜肉消费占比仍很低，发展潜力巨大。我国是世界上最大的猪肉消费国，每年的猪肉消费量接近 5000 万吨，占到全世界猪肉总消费量的 50%以上。虽然在我国消费者消费的肉中 90%以上为未经加工的鲜肉，但是目前大部分是热鲜肉和冷冻肉，冷鲜肉还只占很小的比例。
 - 热鲜肉向冷鲜肉升级是消费趋势。目前市场上流传着“热鲜肉广天下、冷冻肉争天下、冷鲜肉甲天下”。从冷冻肉到热鲜肉，再从热鲜肉到冷鲜肉的鲜肉消费的发展趋势是与其说是中国人消费习惯的升级，不如说是购物习惯的一次明显升级。冷鲜肉与冷冻肉、热鲜肉相比本质上没有发生改变，只是品质上有了很高的提升，同时贩卖的地方更加现代卫生。
 - 购物习惯的变化推进鲜肉消费的升级。我们认为购买习惯的改变相对于饮食习惯的改变是容易的，数据表明，中国人购买生鲜品地点的习惯正在逐渐发生改变。根据中国连锁经营协会调查统计，2009 年连锁零售企业生鲜类商品平均销售额为 2 亿 3 千 4 百万，其中 65%的企业销售额过亿。生鲜类商品销售额占总销售额的比例平均为 19.33%，相比 08 年的 12.44%提高了 55.4%。而在生鲜品销售收入的构成中，肉类占比最大，约为 40%。冷鲜肉需要在冷柜系统中陈列，销售渠道主要集中在卖场和连锁超市。以雨润为例，公司 05-09 年生鲜冻肉的卖场、连锁店和便利店销售收入占比由 32%上升至 43.2%，带动了公司收入的迅速上涨。
 - 近些年来，我国冷鲜肉消费呈现快速增长。通过对冷鲜肉的大力推广，冷鲜肉比热鲜肉更好的理念深入人心，而随着人们消费能力的提高和对食品安全和质量的越来越重视，冷鲜肉消费在中国也有了迅猛的增长。2004 年，冷鲜肉的市场份额为 2.19%，到 2009 年已经达到了 10%左右，我们由此估算出近 5 年来冷鲜肉的复合增长率在 35.5%以上。

图表4：全国冷藏冻肉产量逐年增加



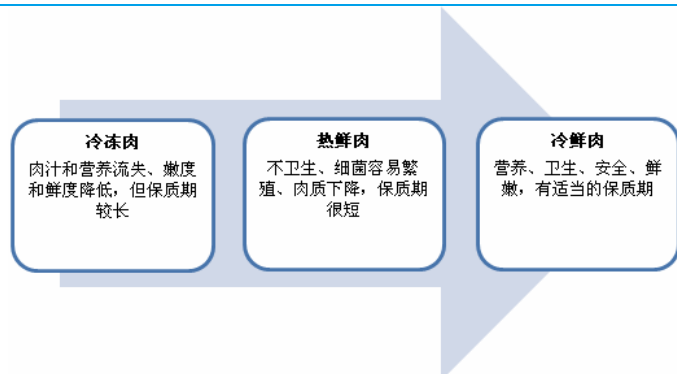
来源：国家统计局，海关总署，国金证券研究所

图表5：全国冷鲜藏冻肉单月产量及累计增速



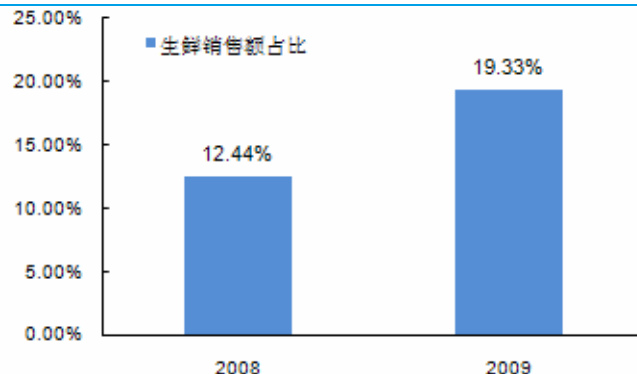
来源：国金证券研究所

图表6：冷鲜肉本质不变，品质提升



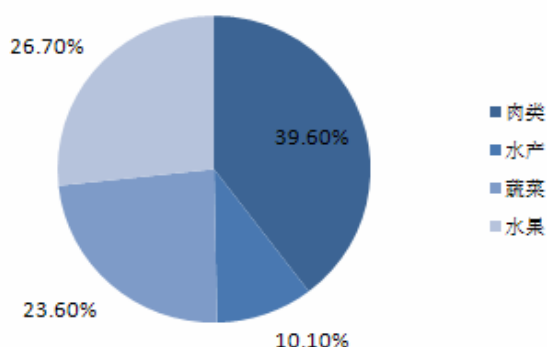
来源：国金证券研究所

图表7：连锁零售企业生鲜销售额占比上涨55.4%



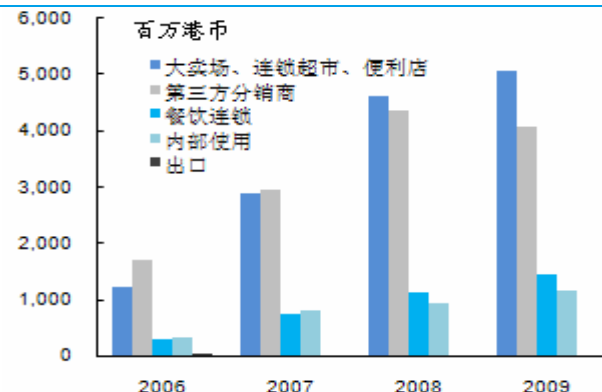
来源：中国连锁经营协会，国金证券研究所

图表8：连锁零售企业销售的生鲜产品以肉类为主



来源：中国连锁经营协会，国金证券研究所

图表9：超商是雨润生冷鲜肉的主要销售渠道



来源：公司年报，国金证券研究所

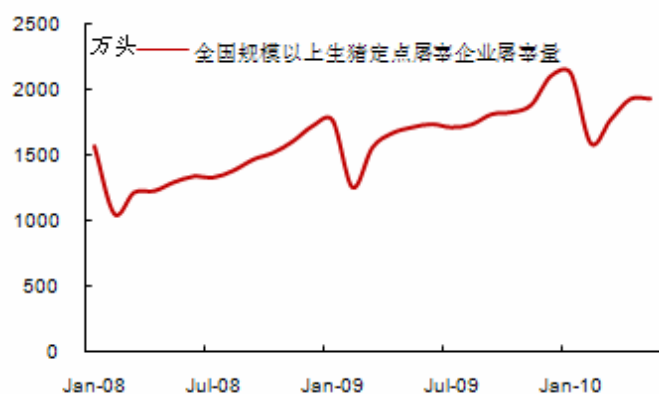
行业外在拉力：屠宰行业的大发展来自政策的推动和超商渠道的下沉

- 政策推力一：淘汰落后产能，提高行业进入壁垒：
 - 政府对大型现代化屠宰场的支持为冷鲜肉生产的迅速发展提供了良好的外部环境。今年年初的《全国生猪屠宰行业发展规划纲要（2010年-2015年）》（以下简称《纲要》）明确表达了淘汰落后屠宰产能

的决心和促进行业整合，扶持大型现代化屠宰场的态度。我们认为，《纲要》的实施提高了进入屠宰行业的门槛，而现有的龙头企业，如双汇、雨润、金锣等能够优先获得政府资源，未来 3-5 年，屠宰行业的集中度将进一步提高，行业龙头企业的定价能力也会得到进一步提升，营业成本由于规模效应将会有大幅的下降。

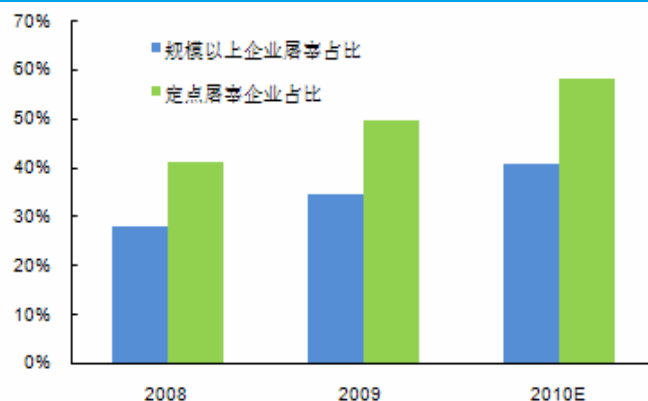
- 在《纲要》中，还明确提出了优化猪肉产品结构的目标，根据规划，2013 年，冷鲜肉的市场份额要从目前的 10% 提高到 20%，2015 年达到 30%。因此，保守估计，冷鲜肉市场未来 5 年的复合增长率在 25% 左右，到 2015 年冷鲜肉年消费量将达到 1500 多万吨，市值达 2 万多亿人民币。
- 政策推力二：冷链物流政策出台，助力鲜肉产品升级：
 - 发改委今年 6 月份颁布《农产品冷链物流发展规划》，明确建成一批运转高效、规模化、现代化的跨区域冷链物流配送中心，培育一批具有较强资源整合能力和国际竞争力的核心企业。我们认为农产品冷链物流的快速发展必将有效推进鲜肉产品的升级。制约冷鲜肉发展的物流运输条件将得到有效改善。
 - 《规划》中明确规定 2015 年我国果蔬、肉类、水产品冷链流通率分别达到 20%、30%、36% 以上，冷藏运输率分别提高到 30%、50%、65% 左右，流通环节产品腐损率分别降至 15%、8%、10% 以下。2015 年，肉类冷链流通率达到 30% 的目标与《纲要》中 2015 年冷鲜肉市场份额提高到 30% 不谋而合。
 - 我们认为冷链物流的极大提升，为冷鲜肉市场的高速发展扫清了物流瓶颈。
- 超商渠道的下沉，使冷鲜肉得以普及，改变了国人的购物习惯。
 - 中国鲜肉的消费升级伴随着鲜肉销售渠道的变革。以前，大多数的鲜肉产品往往放在传统的农产品集贸市场销售，而集贸市场总是伴随着脏、乱、差。城市卫生建设引起的集贸市场数量的减少，以及人们买菜习惯的改变，导致鲜肉的销售渠道也发生了变革。据统计，2006 年中国猪肉消费，传统集贸市场与非传统集贸市场（超商、专卖店、集贸市场冷柜）八二分天下，到 2007 年，非传统的市场份额上升了 5 个百分点。预计到 2012 年，非传统的市场份额将上升至 40%。
 - 超商渠道的下沉会冷鲜肉普及创造了良好的平台，使得冷鲜肉能够逐渐渗透到二线、第三线城市。以众品为例，03 年公司产品覆盖了 32 个二线城市，85 个三线城市，到了 09 年，覆盖城市数就已经分别达到 120 个、383 个。

图表10：规模以上屠宰企业屠宰量逐年上升



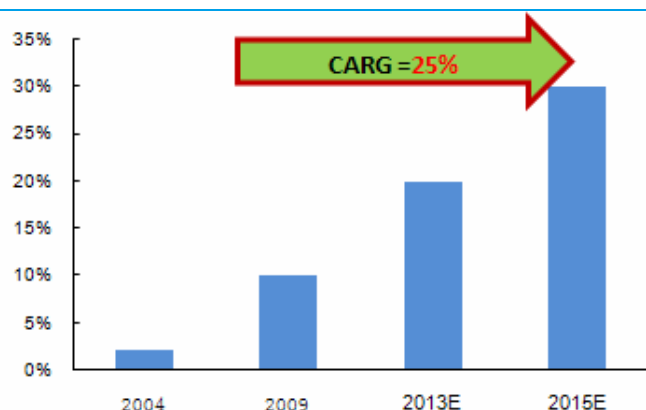
来源：国家统计局，国金证券研究所

图表11：屠宰行业的集中度逐年提高



来源：国家统计局，国金证券研究所

图表12：预计未来5年中国冷鲜肉市场CAGR为25%



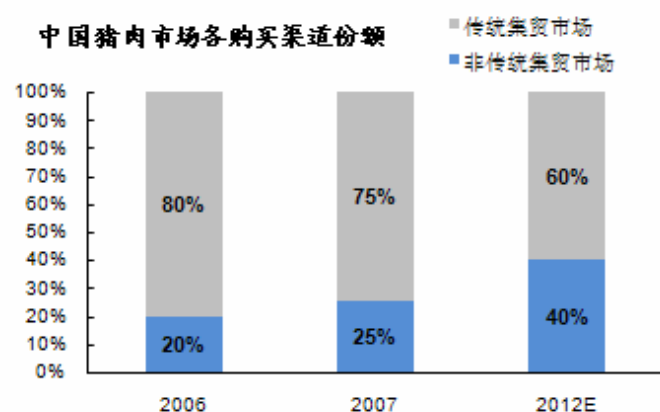
来源：国金证券研究所

图表13：猪肉市场渠道的变革(1)



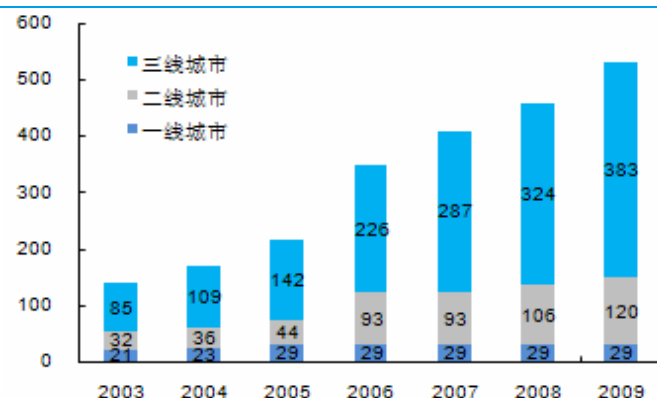
来源：国金证券研究所

图表14：猪肉市场渠道的变革(2)



来源：4th IMS 世界猪肉大会，国金证券研究所

图表15：众品借助超商渗透到二三线城市



来源：公司公告，国金证券研究所

屠宰行业黄金投资期：高速增长，群雄逐鹿；

- 在消费结构升级、政策推动和购物习惯转变三重催化下，中国屠宰业未来将沿着专业化、品牌化的轨迹发展，而该行业也迎来了一个黄金投资期。单看肉制品加工的上游屠宰业，我们认为主要存在两个机会，一是屠宰行业的资源整合，二是冷鲜肉的消费需求增长。
- 目前屠宰行业的集中度较低，单个企业的实力仍然较弱，没有一家屠宰企业的市场份额超过 3%，前四大屠宰企业的市场份额合计仅约为 7.2%。而在美国，猪肉加工 4 强企业占全国加工能力的 50%以上，荷兰猪肉加工 3 强企业的加工能力占全国的 74%，丹麦最大猪肉加工企业的加工能力高达全国的 80%。
- 中国的鲜肉市场消费需求较为稳定，内部消费结构的升级给冷鲜肉生产商带来了巨大的发展空间。目前，中国的冷鲜肉市场呈现出群雄逐鹿的格局，但是我们认为，这些企业面对的最大竞争对手不是对方，而是“热鲜肉”。并且我们认为，热鲜肉向冷鲜肉转变是大势所向，冷鲜肉这个市场绝对不是昙花一现，可以给企业十年甚至二十年三十年的发展空间。

下游肉制品行业，发展减缓，双汇独霸一方

- 肉制品升级呈现渐进式的发展趋势，低温肉制品遭遇中国传统饮食习惯的挑战，而高温肉制品市场逐渐成熟稳定，并有萎缩的迹象。

- 我们对肉制品市场未来走势的判断基于一个简单的逻辑：肉制品从高温向低温升级是中国传统烹饪及饮食习惯的转变，而这个转变不是一蹴而就的，而是一个相对缓慢渐进的过程。
- 高温肉制品以香肠类为主，在大多数情况下被当成零食或小吃，其非烹调性也就意味着其本身市场容量相对有限，而在经历了 10-20 年的持续性增长后，未来发展空间不大。近 6 年来，双汇高温肉制品销售收入的复合增长率为 16.1%，低于其总销售收入的 25.9%。而第二大高温肉制品生产商——金锣该类产品 6 年的复合增长率为 9.3%，2009 年的销售额较上年下降了 16%。
- 低温肉制品消费的增长是渐进式的，高温肉制品早先的爆发性增长很难在低温肉制品上重现。1) 低温肉制品更加西式，如培根等食品在中国并没有很深的消费基础，而一个国家消费者的饮食习惯是很难去改变的，这也就注定了低温肉制品市场发展难以呈现爆发式增长。2) 另外，低温肉制品的高品质特征是其售价要高于高温肉制品，以雨润为例，其近三年低温肉制品的平均出厂价约为高温的 1.7 倍。高价格、低温保存、短保质期就注定着低温肉制品在东部沿海等中国发达地区有广阔的市场空间，而不可能像高温那样走遍中国的大街小巷。3) 必须指出的是，双汇之前低温制品的高速增长主要还是得力于其中温产品，入玉米热狗肠等。中温产品本质来说只是高温产品的一个升级。
- 与上游屠宰业的群雄逐鹿的竞争格局不同，下游深加工，特别是高温肉制品双汇一支独秀。
 - 90 年代是高温肉制品发展的黄金时期，当时双汇、春都和金锣三足鼎立，而在春都退出后，基本上由双汇和金锣瓜分天下。近几年来，金锣的高温肉制品业务一直停滞不前，与双汇渐行渐远，这也就导致了目前双汇独霸一方的局面。双汇在这个领域具有极高的品牌认知度和强大的经销网络，同时这个市场越来越缺乏吸引力，我们认为，未来高温肉制品的市场格局不会发生根本改变。
 - 单从销售收入来看，双汇在低温肉制品领域也遥遥领先，2009 年其销售额是雨润的 2.54 倍，金锣的 7.6 倍，众品的 10.89 倍。但从双汇低温肉制品的产品结构上看，其大多低温产品是高温产品的内部升级，附加值与正宗西式低温肉制品相比较低，这也就降低了其在这一环节的盈利能力。2009 年，双汇低温肉制品的毛利是雨润的 0.89 倍，金锣的 6.39 倍，众品的 4.6 倍。在综合考虑产品结构、销售规模后，我们认为，双汇在低温肉制品环节将受到其他行业龙头的狙击，低温肉制品行业将异常激烈。

公司比较分析：百花齐放，百舸争流

- 肉制品加工行业产业链之长，市场容量之大，单纯一家公司不可能完全控制养殖、屠宰、初加工（冷鲜肉、冷冻肉）、深加工（低温肉制品、高温肉制品）中的所有环节，这也造就了目前肉制品加工行业百花齐放、百舸争流的局面。
- **雨润**：正在着力打造“中国第一屠宰企业”，并且抓准中国人消费升级的机会，将业务重心放在冷鲜肉和低温肉制品上。我们认为，雨润向中游倾斜的发展战略将给其带来业务规模的迅速膨胀、广阔的市场前景和丰厚的利润。
- **双汇**：经过二十多年在中国肉制品市场的苦心耕耘，其在行业中的综合实力最强，业务触角延伸到包括养殖、包装、物流等与肉制品相关的各个方面。公司目前中下游同步发展，2010 年在屠宰、低温肉制品和高温肉制品业务上均有产能扩张的计划，并且向肉鸡养殖和深加工进行横向延伸。我们认为，双汇在行业中的规模、品牌、营销等资源优势未来能帮助公司迅速捕捉到行业机会，其行业老大哥的地位短时间内竞争对手难以撼动。
- **众品**：与雨润和双汇相比，众品起步较晚，规模也较小，成长空间也较大。众品正在谋求全国范围布局，特别是在京津和长三角地区，这些地区

冷鲜肉和低温肉制品的市场空间很大。另外，我们认为，冷链物流是公司的一大特色。冷链物流不仅能其产品带来高附加值，而且将来也会成为公司的盈利增长点。

- **金锣（大众）**：近几年来，金锣尝试多元化发展，旗下控股新加坡上市公司山松生物是一家主要生产大豆分离蛋白的大豆深加工企业。金锣在主业上显得力不从心，其产能布局和产品结构不合理带来的问题开始显现。为了解决猪源不足、生猪收购成本过高问题，2008年12月金锣启动了180万头商品猪养殖计划，项目全部完工要在2013年。我们认为，产能布局是问题的根源所在，试水生猪养殖短期内不会改变金锣生猪收购难，收购价格高的境况。
- **得利斯**：扩张刚起步，期待触底反弹。受吉林募投项目进展拖累，公司上半年业绩差强人意。我们认为公司首次在省外投资200万头的屠宰大项目，进展不如预期有多重因素，目前公司总经理已亲自挂帅负责，项目顺利达产只是时间问题。低温肉制品业务，公司已加大营销力度，这部分业务表现应是亮点。

图表16：整体业务对比分析

单位 (亿元)	2009年			整体发展战略	市场布局特点	2010年投资项目（包括但不限于）
	销售收入	屠宰初加工	肉制品深加工			
雨润	132.7	103.7	29.0	开始向中游屠宰倾斜	全国布点，更加精细深入	1. 吉林磐石200万头生猪屠宰3月份投产； 2. 5个生猪屠宰项目在建，单个产能均在150万头以上，累计产能850万头； 3. 已签约2个200万头生猪屠宰项目、1个150万头肉羊屠宰项目
双汇	262.1	95.1	167.0	中下游齐头并进	全国布点，侧重长江以北地区	1. 南昌200万头生猪屠宰项目进入一期建设； 2. 河南漯河日产120吨低温肉制品项目投产； 3. 江西南昌日产120吨高温肉制品项目公示； 4. 河南漯河5000万只肉鸡养殖和清真肉制品加工项目建设
众品	49.6	42.4	6.4	冷鲜肉、冷链运输	正从区域走向全国	1. 河南长葛冷链物流基地已开工建设； 2. 江苏泰州姜堰加工工厂与物流基地8月开工建设，建成后新增冷鲜肉产能8万公吨，冷冻肉产能2万公吨，低温肉制品3万公吨
金锣	105.0	53.3	36.0	多元化发展（大豆深加工）	主要山东省内和北方地区	1. 180万头生猪养殖项目，第一期45万头，11年实现商品化生产；
得利斯	11.1	5.9	4.3	扩张起步阶段	走出山东，试水东北和西北市场	1. 吉林200万头屠宰项目；2. 西安50万头分割项目； 3. 公司本部2万吨高档低温肉制品、8000吨调理项目估计今年中秋前后投产；4. 吉林8000吨低温肉制品明年投产；5. 西安5000吨调理项目。

来源：国金证券研究所

中游屠宰和初加工业务

- 在中游屠宰和初加工业，我们首推双汇和众品。我们认为，评判一家公司中游业务的未来发展潜力如何主要取决于三个关键性指标：（1）**产能布局**。由于中游初加工产品存在同质性，产品的竞争即优质猪源的竞争和成本的竞争。中小规模的分散化布局受到我们的推崇；（2）**产品结构**。我们设定了鲜销比（冷鲜肉销售收入/屠宰业务总收入）作为判断产品结构是否合理的指标。我们认为，无论是从市场容量还是毛利率来看，中游的未来在冷鲜肉，高鲜销比的企业拥有更好的发展空间和盈利能力；（3）**地方关系**。我们认为屠宰业务的顺利扩张离不开地方政府的支持，良好的地方关系将极大的降低企业扩张成本，这点雨润表现得尤为突出。我们认为**政府补贴的多少尤其值得关注**。政府补贴占屠宰企业净利润很大的比重，对

公司的业绩有相当大的影响。另外，在未来的行业整合中，与当地政府保持良好的关系将能帮助公司获得更多的优质资源。

图表17：判断屠宰业务好坏的三个关键点



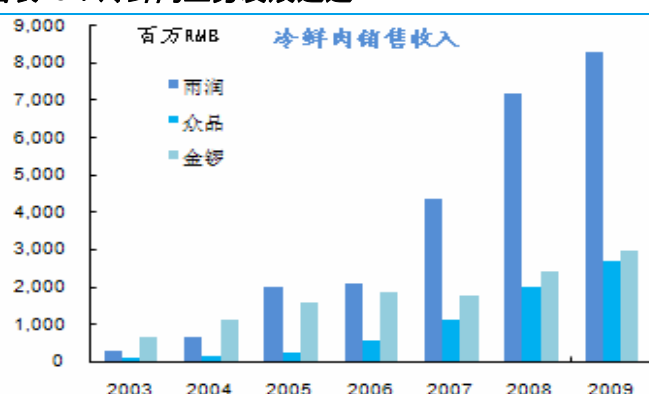
来源：国金证券研究所

图表18：屠宰业务，公司间对比

单位 (亿元)	09年屠宰收入 (亿元)	冷鲜肉		冷冻肉		发展战略	渠道
		销售收入	毛利率	销售收入	毛利率		
雨润	103.7	83.1	11.5%	20.52	6.3%	1.全国分散布点 2.目前以扩张屠宰产能为主 3.产能扩建向自建转变	主要通过超商渠道占(43%)和分销商(35%)
双汇	95.1	N/A	N/A	N/A	N/A	1.全国分散布点 2.稳健式扩张 3.布局方式分为资源主导型(76%)和核心市场主导型(24%) 4.产能扩张以自建为主(规模以150-200万头为主)	超商渠道，经销商和自建专卖店并进
众品	42.4	27.0	11.0%	15.35	8.5%	1.68%的产能集中在河南 2.在天津，江苏和东北布局，力求瓜分沿海地区市场。	零售渠道(41%)，分销渠道(30%)，酒店餐馆
金锣	53.3	29.7	3.7%	23.68	2.7%	1.集中度高，集中在山东和东北地区 2.屠宰产能扩张缓慢	以KA和经销商为主

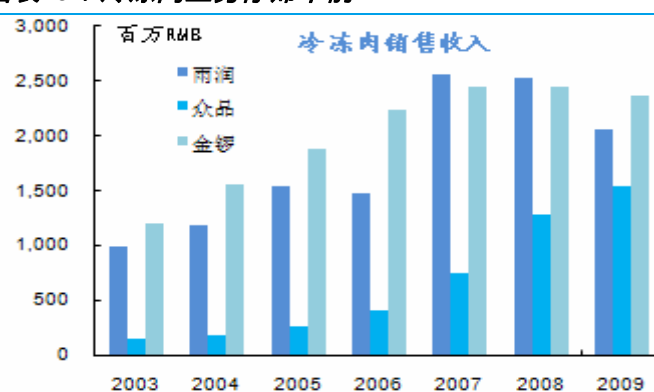
来源：国金证券研究所

图表19：冷鲜肉业务发展迅速



来源：公司年报，国金证券研究所

图表20：冷冻肉业务停滞不前

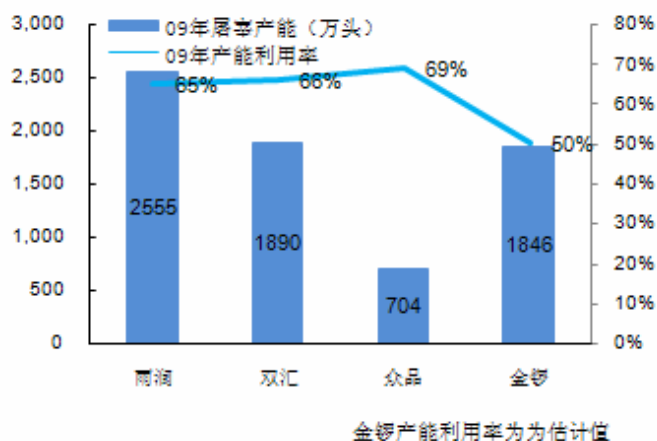


来源：公司年报，国金证券研究所

关键指标一：产能布局比较

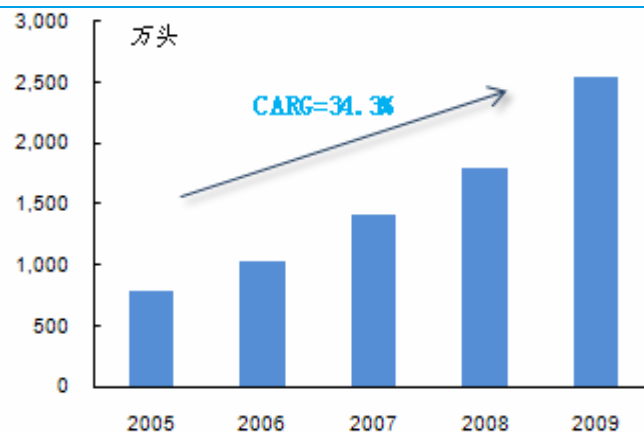
- 雨润和双汇均走全国分散化模式，众品力图从河南走向全国，而金锣的集中化模式成为了束缚发展的短板。
 - 雨润经过 5 年来的激进扩张后，现有 31 个屠宰厂，分布在全国五大地区的 14 个省，2009 年产能达到 2555 万头，产能利用率为 65%。而双汇在中游的扩张较为稳健，现双汇发展和双汇集团总共拥有 14 家屠宰厂，分布在全国五大地区的 9 个省，2009 年双汇发展的产能利用率为 66%。
 - 同样走全国分散化模式，但是雨润和双汇中游的扩张轨迹还是具有一些差异。（1）雨润中下游产能分离，而双汇中下游产能配套。整体发展战略布局上的差异导致雨润和双汇在产能布局上的不同。雨润几乎所有的屠宰厂都位于生猪主产区，而双汇屠宰产能中 76% 是资源型布局，24% 属于核心市场主导型布局。因此，在猪源供应量和成本控制上，雨润显得更有优势。（2）在屠宰产能扩张中，雨润更多的依赖兼并收购，而双汇主要通过自建，但近一两年来，雨润逐渐向自建模式靠拢。兼并收购的确是滚雪球最直接有效的方式，但是人员处置、设备老化等带来的一系列问题也不容忽视。
 - 金锣 09 年屠宰产能为 1846 万头，近年来，在同行纷纷招兵买马之际，金锣的产能反而出现萎缩。我们认为产能利用率低是金锣没有扩张动力的原因。而背后最根本的原因在于金锣的产能集中化模式存在很大问题。金锣现有 8 个屠宰厂，主要分布在山东、内蒙古和东北地区。其在山东临沂、山东德州、吉林九台和内蒙古通辽的屠宰产能均分别达到 300 万头以上。而双汇和雨润的某一屠宰厂的产能一般为 50-200 万头。集中化导致的猪源不足和猪价过高使得金锣产品的竞争力下降。
 - 我们十分推崇雨润和双汇的这种分散化布局模式，我们认为这种模式的优点在于（1）全国范围布点能够有效规避猪源不足、猪病疫情和生猪价格波动的区域性风险。（2）冷鲜肉与冷冻肉、高温肉制品相比，保质期很短，因此分散化布局模式有利于提高冷鲜肉产品的市场覆盖广度。（3）有利于提高屠宰产能利用率。
 - 众品正遵循着“主产区 and 目标市场兼顾”的原则，渐渐从区域性走向全国化。众品现有年屠宰产能为 700 多万头，其中 68% 位于河南，但是众品将目标投向了京津、长三角，这些发达地区是中国冷鲜肉和低温肉制品主要消费地。众品已在天津建立 130 万头屠宰项目，而其江苏泰州 130 万头屠宰项目今年 8 月将开工建设，预计 2011 年下半年一期完工。

图表21：中国前四大屠宰企业产能



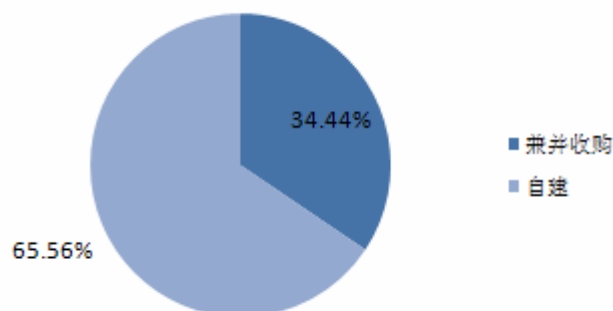
来源：公司年报，国金证券研究所

图表22：雨润产能近几年来激进式扩张



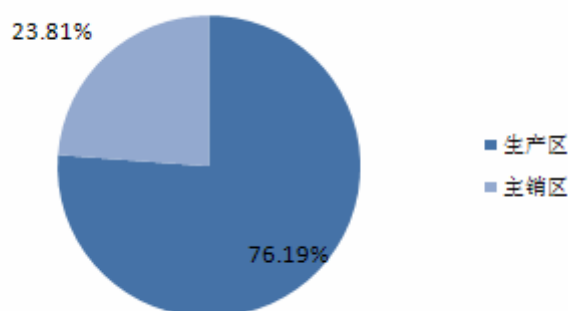
来源：公司年报，国金证券研究所

图表23：雨润34.33%的产能来自兼并收购



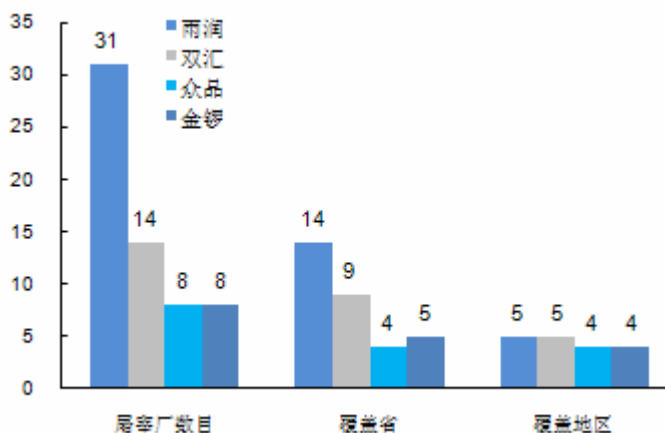
来源：国金证券研究所

图表24：双汇23.81%产能为市场主导型



来源：国金证券研究所

图表25：四家公司的屠宰产能布局

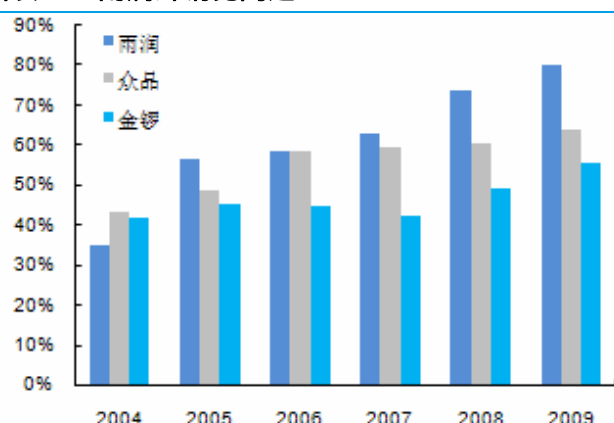


来源：公司年报，国金证券研究所

关键指标二:产品结构比较

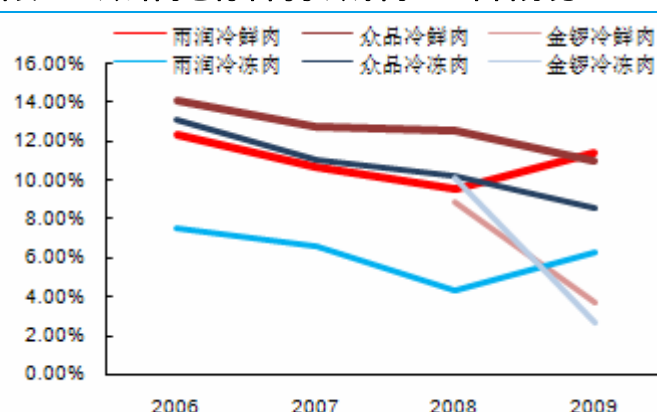
- 屠宰行业将迎来黄金时期是基于未来冷冻肉向冷鲜肉进行消费升级的趋势判断。我们认为，能够敏锐嗅到冷鲜肉市场中的机会，及时调整公司**初加工产品结构**的公司在未来将有较好的发展空间。
 - 我们引入了鲜销比（冷鲜肉销售收入占屠宰业务总收入的比例）这一指标来判定一家公司的初加工产品结构是否优化。2009年，雨润、众品和金锣的鲜销比分别80%、64%和56%。我们发现，在05、06年，雨润和众品就及时嗅到了冷鲜肉市场中的商机，及时对产品结构战略作出调整，到2006年鲜销比就已上升20个百分点至60%。而金锣是在近两年才改变产品战略，比竞争对手晚了三年。
 - 冷鲜肉的毛利率要高于冷冻肉，因此高鲜销比有助于提高公司的盈利能力。冷鲜肉的毛利率要高于冷冻肉2~5个百分点。07-09年，雨润和众品冷鲜肉的毛利率分别为10.6%和12.1%，而冷冻肉为5.7%和10%。

图表26：雨润鲜销比高达80%



来源：国金证券研究所

图表27：冷鲜肉毛利率高于冷冻肉2-5个百分点

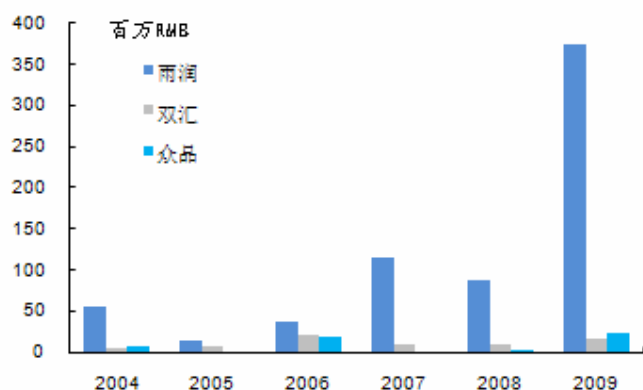


来源：公司年报，国金证券研究所

关键指标三:政府补贴与地方关系

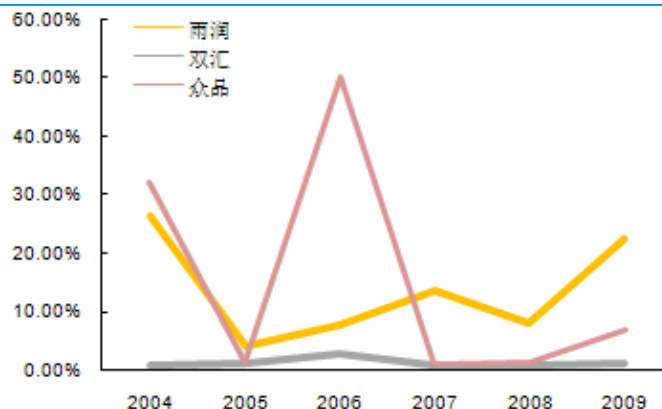
- 我们对屠宰行业中的政府补贴的关注，主要基于两点原因：一是政府补贴数额之大，会直接对公司的业绩产生很大的影响；二是我们认为未来 3-5 年是屠宰业将面临大规模的行业整合，具备高政府公关能力的公司将有可能获得更多的信息和优质资源。
 - 肉制品加工企业获得的政府补贴的数额之大，弹性之大，足以对公司的净利润产生直接的影响。2007-2009 年三年间，双汇和众品的平均政府补贴在 1000 万元人民币上下，雨润获取的平均政府补贴甚至已接近 2 亿万人民币。2007 年起，雨润的政府补贴占税前净利润的比例一直维持在 8% 以上，2009 年甚至达到了 22.5%，政府补贴显然已经成为了雨润净利润的重要组成部分，而政府补贴的多少也就会影响到公司的业绩。
 - 我们建议关注处在产能扩张中的先进屠宰企业，国家支持屠宰行业整合、地方政府欢迎屠宰企业落户，因此，扩张越大，自然获得的政府补贴也就越多。我们的这个逻辑在雨润上得到印证。雨润扩张速度最快的是在 07-09 年，每年新增产能 380 万头，400 万头和 750 万头，因此这三年也是雨润历史上获得政府补贴最多的三年。
 - 雨润专注于屠宰行业的产能扩张，而众品正谋划其全国大业，处于产能扩张的上升通道，我们预计，未来几年，政府补贴将会为这两家公司的净利润锦上添花。
 - 高政府公关能力能够为公司在行业整合的机会中争取到更多的资源。政府补贴相当多的部分来自于地方政府，因此我们也可以将政府补贴的多少来评判公司政府公关能力高低的指标之一。今年年初出台的《纲要》明确表示：鼓励支持先进的屠宰加工企业以多种方式兼并重组，实现规模化、低成本扩张。当地政府是屠宰产能兼并重组具体的组织者和执行者。与地方政府保持良好的关系有利于公司在行业洗牌中抓住更多的机会。

图表28：雨润获得的政府补贴远远高于同行



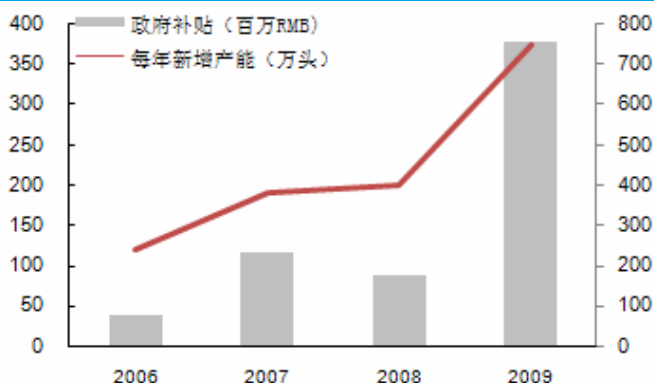
来源：公司年报，国金证券研究所

图表29：雨润众品政府补贴占税前利润比呈上升态势



来源：国金证券研究所

图表30：雨润政府补贴与产能扩张息息相关

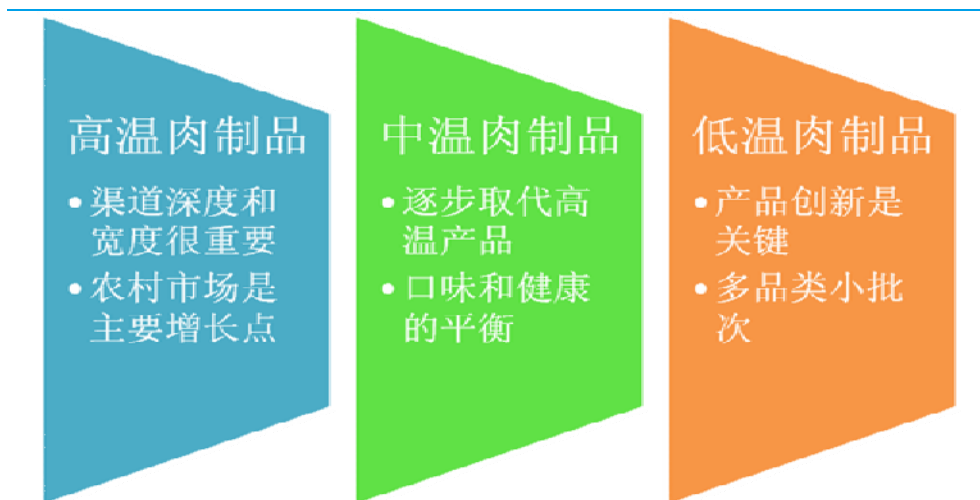


来源：国金证券研究所

下游肉制品加工业务

- 对下游肉制品加工，我们持有“高温市场趋于饱和、低温市场发展有限”的基本观点。双汇凭借多年累积下来的全国范围内庞大的经销商网络，已在高温市场上稳固了其霸主地位，未来 3-5 年这一格局不会发生根本改变，而低温市场上，目前还维持四分五裂的竞争格局，无论是双汇还是雨润，还都不具备全国范围的影响力。在肉制品业务上，我们首推双汇和雨润。两家公司在消费者当中已经建立起了一定的品牌认知度，并且两家公司制定的产品和渠道战略都基本能符合公司自身的特点。

图表31：肉制品各类产品潜在增长点比较



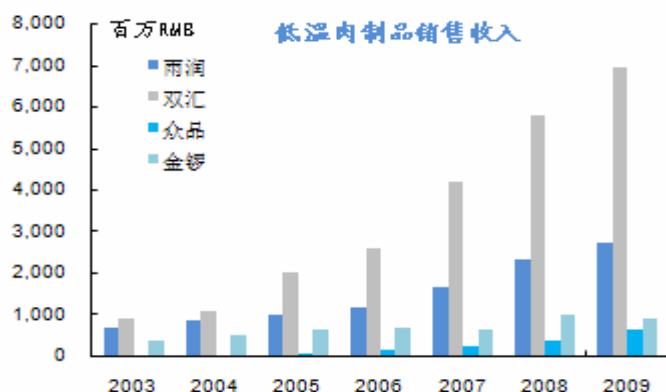
来源：国金证券研究所

图表32：肉制品业务，公司间对比

单位 (亿元)	09年肉 制品加 工总收 入	低温肉制品		高温肉制品		发展战略	渠道
		销售收 入	毛利率	销售收 入	毛利率		
雨润	29.0	27.2	29.0%	1.8	21.4%	1. 发展重心从低温肉制品逐渐过渡到屠宰业务的扩张。 2. 注重新产品的创新，每年新品多。 3. 市场主要以华东地区为主。	主要通过超商渠道占（56%）和分销商（32%）
双汇	167.0	69.2	9.9%	97.9	12.6%	1. 以高温中温产品为主。 2. 依靠强大的经销商渠道实现产品深度分销。	多年积累下的强大的经销商团队。
众品	6.4	6.4	23.4%	/	/	1. 全部为低温肉制品，包括部分调理产品。 2. 新产能布局靠近消费地，主攻沿海发达地区。 3. 依靠强有力的冷链，成为连锁餐饮及酒店的配送商。	零售渠道（41%），分销渠道（30%），酒店餐馆（28%）
金锣	36.0	9.1	11.8%	26.9	13.8%	1. 高温肉制品产品居多。 2. 销售模式类似双汇。	以经销商为主
得利斯	4.3	4.3	28.9%	/	/	1. 全部为低温肉制品。 2. 产品以中高挡为主，主要市场在华北。	超商（50.65%）与经销商（45.98%）并重。

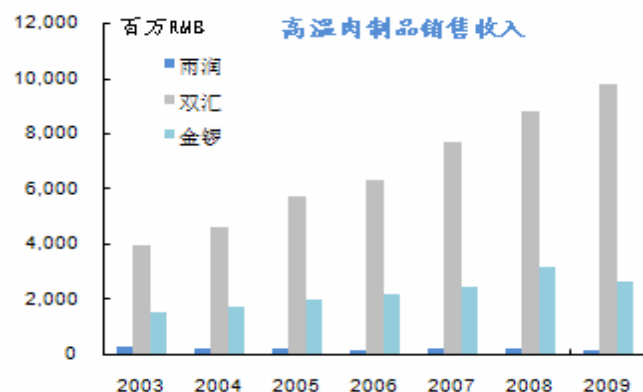
来源：国金证券研究所

图表33：双汇在销售额上艳压群芳



来源：公司年报，国金证券研究所

图表34：高温肉制品，双汇独霸一方



来源：公司年报，国金证券研究所

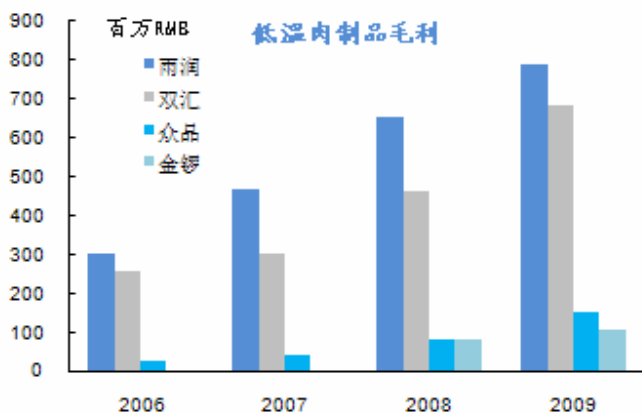
- 在低温肉制品市场上，双汇与雨润、众品走的产品战略截然不同。双汇依靠高温产品在消费者心目中建立起来的“中国肠类第一品牌”的地位，对高温肠类产品进一步升级成中低温产品。相反，雨润和众品主要专注于中高端西式肉制品这一新兴领域，试图通过产品的不断推陈出新，来稳固和开拓市场。我们认为，这两种模式各具特色，能够充分发挥出各自已有的资源优势。
- 肠类中低温产品毛利较低，但为开辟低温肉制品市场提供了一个全新的思路；西式肉制品毛利较高，但是受到传统中国饮食习惯的束缚，目前市场容量有限。从双汇和雨润的销售收入、毛利率中也能印证我们的这一结论。2003、2004年这两家公司的低温肉制品销售收入差距很小，但是近5年来，通过雨润对低温肠市场的深入挖掘，两者的销售收入渐行渐远，2009年，双汇的销售收入规模已达到雨润的2.5倍。而雨润依靠其对中高端产品中的执着，在这一领域的盈利能力十分强，虽然其在销售额规模上落后，但是毛利一直要高于双汇，其毛利率要高于双汇约20个百分点。
- 也正是双汇与雨润、众品产品战略的不同，导致了他们在销售渠道上的侧重有所不同。由于产品的中高端特性，雨润和众品更加注重对超商和酒店这些直销渠道的维护。直销渠道占两家公司销售收入的70%左右。而双汇的肠类低温产品属于大众化食品，主要还是依靠其长年累积下的强大的全国密集分销网络。双汇拥有近万名分销商，在全国2245个县实现了“县县有商，乡乡有网”，具有很强的市场渗透能力。
- 在传统销售渠道基础上，各个公司也都对营销模式进行了大胆创新。双汇在2002年通过“租赁或赠送烤肠机”的方式迅速占领学校、商业摊点、专场出口等特殊渠道，烤肠机的数目发展到20多万台，这给双汇烤肠、台肠等低温产品的业绩带来了很大的提升。2008年，双汇又推出了“双汇休闲美食”，即将烤肠机、肉丸蒸煮锅和咖啡机结合起来，设在大型商超、KA卖场出口、商业区人流通道等地点，这种独创性的产品分销终端模式使其销售额迅速提高。众品则是利用其在冷链运输上的优势来成为酒店和餐饮连锁的配送商，以抓住这一现代零售终端的更多的市场份额。
- 在高温肉制品市场，我们认为双汇火腿肠市场宽度之广，渗透之深，在一段时间内，其独霸一方的格局不会改变。中国高温肉制品市场已经趋于饱和，在东部沿海发达地区，市场甚至出现萎缩，目前销量增长主要来自于县级城镇市场。双汇拥有全国最强、最大，以分销商为核心的分销网络，实现了从城市到农村，从传统流通渠道到现代超商渠道的全面覆盖，凭借市场的宽度和深度，在市场不振的情况下，其高温肉制品销售收入每年还有10%以上的增长。金锣过度依赖于传统流通渠道，加上过度倚重于二、三线城市和农村市场，整体市场覆盖上还有很大的空白，导致公司产品的竞争能力下降。

图表35：双汇重销售数量，雨润与众品重单品盈利

	双汇	雨润、众品
主要产品类型	高温升级来的中低温肠类制品	中高端西式肉制品
代表产品	双汇玉米肠	雨润阳光劲火腿
产品战略特点	结合创新型营销模式，进一步挖掘肠类消费市场	通过产品的不断推陈出新来满足市场需求

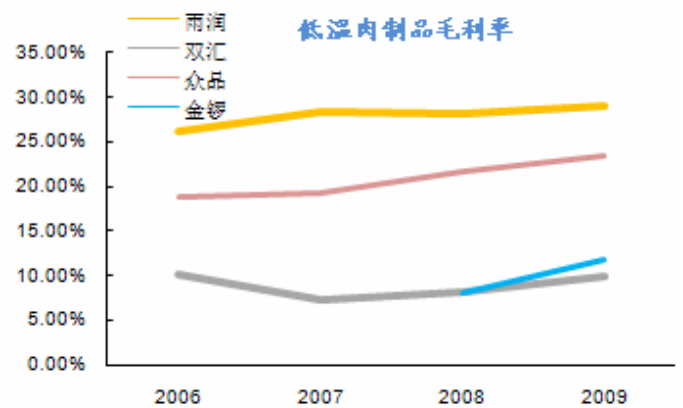
来源：国金证券研究所

图表36：低温肉制品毛利雨润位居榜首



来源：公司年报，国金证券研究所

图表37：雨润众品低温肉制品的盈利能力强



来源：公司年报，国金证券研究所

图表38：雨润低温肉制品代表（阳光劲火腿）



来源：国金证券研究所

图表39：双汇中低温肉制品代表（玉米肠）



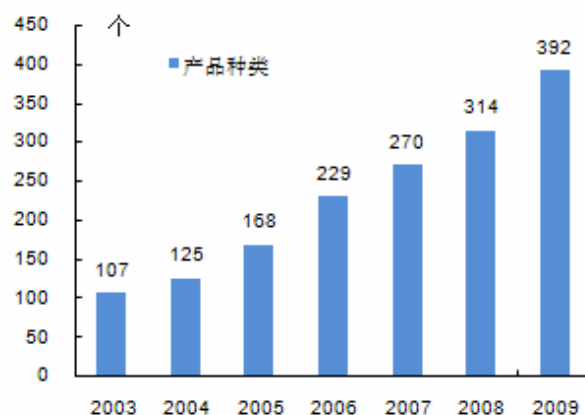
来源：国金证券研究所

图表40：“双汇烤肠机”是销量增长的新模式



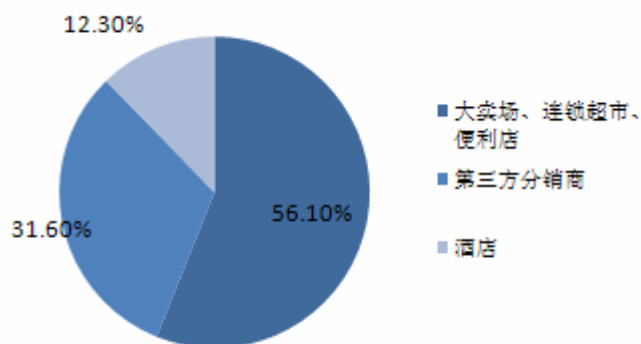
来源：国金证券研究所

图表41：众品新品研发能力强



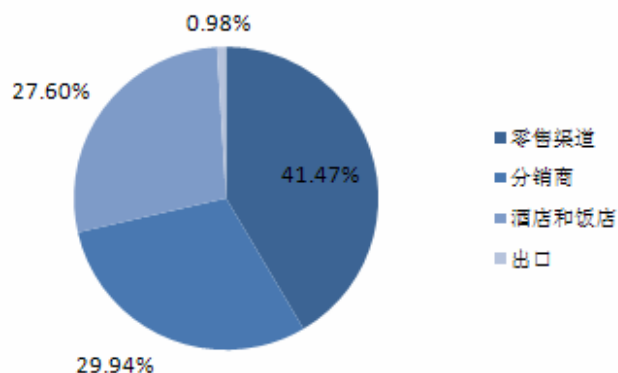
来源：公司年报，国金证券研究所

图表42：雨润主要依靠直销渠道



来源：公司年报，国金证券研究所

图表43：众品主要依靠直销渠道



来源：公司年报，国金证券研究所

附录：猪价波动对屠宰肉制品企业的业绩影响分析

- 生猪收购价在屠宰和肉制品企业的销售成本中占有很大的比重，因此，生猪价格的波动有可能会对行业中企业的毛利产生较大的影响。我们通过分别对生猪价格和雨润、双汇、众品三家公司初、深加工毛利率进行敏感性分析，大致测算出生猪价格会对三家公司的初、深加工业务毛利产生多大程度的影响。
- 假设条件：
 - (1) 公司的业务规模不发生显著变化；
 - (2) 公司的毛利结构取近三年平均值；
 - (3) 基准毛利率采用近三年平均值。
- 整体上来看，生猪价格上涨或跌幅约 10%以内，屠宰和肉制品行业的公司毛利将从中受益，但当生猪价格跌幅过深时，反而对该行业企业不利。这主要是缘于与生猪价格相比，公司的毛利率相对稳定。也就是说，当生猪价格下跌幅度较大时，在业务规模不发生变化的情况下，毛利率上升，但幅度过小，无法弥补毛利总量的下降；而当生猪价格上涨幅度较大时，该行业能够将绝大部分成本转嫁到下游或终端客户，导致毛利反而上升。
- 分业务来看，深加工业务毛利较初加工受生猪价格变动的不利影响较大，即深加工受损程度高于初加工，受益程度低于初加工。我们认为，这主

要是因为，初加工产品的定价对生猪价格更加敏感，而深加工产品的定价存在一定的滞后性。从而，初加工产品的毛利率的敏感度要高于深加工。

- 分公司来看，我们认为雨润、众品对下游或终端客户的提价能力要显著强于双汇。当生猪价格下跌幅度较大时，三家公司的毛利下降幅度接近，但当生猪价格上涨时，雨润与众品的受益程度要远高于双汇。我们认为，这主要与公司的产品结构有关。雨润与众品的主要产品是冷鲜肉和低温肉制品，这两种产品的附加值较高，消费群体对价格上涨的承受能力也较强。

图表44：毛利变动敏感性分析

猪价变动	雨润毛利变动			双汇毛利变动			众品毛利变动		
	初加工	深加工	总毛利	初加工	深加工	总毛利	初加工	深加工	总毛利
-40%	-17%	-29%	-22%	-20%	-26%	-24%	-27%	-38%	-29%
-38%	-15%	-27%	-20%	-19%	-24%	-23%	-25%	-36%	-27%
-36%	-13%	-25%	-18%	-17%	-22%	-21%	-23%	-34%	-25%
-34%	-11%	-24%	-16%	-15%	-20%	-19%	-21%	-32%	-23%
-32%	-9%	-22%	-14%	-14%	-19%	-18%	-19%	-30%	-21%
-30%	-7%	-20%	-13%	-12%	-17%	-16%	-17%	-28%	-19%
-28%	-5%	-18%	-11%	-10%	-16%	-14%	-15%	-26%	-17%
-26%	-3%	-16%	-9%	-9%	-14%	-13%	-13%	-24%	-15%
-24%	-2%	-14%	-7%	-8%	-13%	-12%	-11%	-22%	-13%
-22%	0%	-12%	-5%	-6%	-11%	-10%	-9%	-20%	-11%
-20%	2%	-11%	-4%	-5%	-10%	-9%	-7%	-18%	-9%
-18%	3%	-9%	-2%	-4%	-9%	-7%	-6%	-16%	-8%
-16%	5%	-7%	-1%	-3%	-7%	-6%	-4%	-14%	-6%
-14%	6%	-5%	1%	-1%	-6%	-5%	-2%	-12%	-4%
-12%	8%	-4%	3%	0%	-5%	-4%	0%	-10%	-2%
-10%	9%	-2%	4%	1%	-4%	-3%	2%	-8%	0%
-8%	11%	0%	6%	2%	-2%	-2%	3%	-6%	2%
-6%	12%	1%	7%	2%	-1%	-1%	5%	-4%	3%
-4%	13%	3%	9%	3%	0%	0%	7%	-2%	5%
-2%	14%	4%	10%	4%	1%	1%	9%	1%	7%
0%	16%	6%	11%	5%	2%	2%	10%	3%	9%
2%	17%	8%	13%	6%	2%	3%	12%	5%	10%
4%	18%	9%	14%	6%	3%	4%	14%	7%	12%
6%	19%	11%	15%	7%	4%	5%	15%	9%	14%
8%	20%	12%	16%	7%	5%	5%	17%	11%	16%
10%	21%	14%	18%	8%	6%	6%	18%	13%	17%
12%	22%	15%	19%	8%	6%	7%	20%	15%	19%
14%	23%	16%	20%	9%	7%	7%	21%	17%	20%
16%	23%	18%	21%	9%	8%	8%	23%	19%	22%
18%	24%	19%	22%	9%	8%	8%	24%	21%	24%
20%	25%	21%	23%	9%	9%	9%	26%	23%	25%
22%	26%	22%	24%	9%	9%	9%	27%	25%	27%
24%	26%	23%	25%	10%	10%	10%	29%	27%	28%
26%	27%	25%	26%	10%	10%	10%	30%	29%	30%
28%	28%	26%	27%	10%	11%	10%	31%	31%	31%
30%	28%	27%	28%	10%	11%	11%	33%	33%	33%
32%	29%	28%	28%	9%	11%	11%	34%	35%	34%
34%	29%	30%	29%	9%	12%	11%	35%	37%	36%
36%	30%	31%	30%	9%	12%	11%	37%	39%	37%
38%	30%	32%	31%	9%	12%	11%	38%	41%	39%
40%	30%	33%	32%	9%	12%	11%	39%	43%	40%

来源：国金证券研究所

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

公司投资评级的说明：

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；
买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；
持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；
减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；
卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来 3 - 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%以上；
持有：预期未来 3 - 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5% - 5%；
减持：预期未来 3 - 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室