

农业/必需消费

首次覆盖

评级: **增持**  
 目标价格: **124.45**

当前价格: 108.20  
 2020.06.02

交易数据

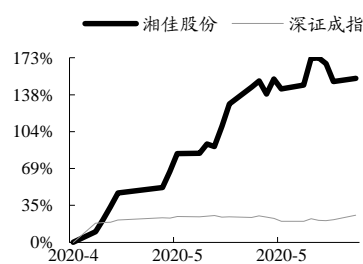
52 周内股价区间 (元)	42.67-116.43
总市值 (百万元)	11,023
总股本/流通 A 股 (百万股)	102/26
流通 B 股/H 股 (百万)	0/0
流通股比例	25%
日均成交量 (百万股)	7140087.62
日均成交值 (百万元)	633522506.42

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	913
每股净资产	8.96
市净率	12.1
净负债率	-0.78%

EPS (元)	2019A	2020E
Q1	0.32	0.60
Q2	0.32	0.65
Q3	-0.64	0.70
Q4	2.23	0.78
全年	2.23	2.73

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	73%		
相对指数	70%	-1%	-24%

湘佳股份(002982)

## 冰鲜黄鸡龙头，长期发展前景看好

 钟凯锋(分析师)	 李晓渊(分析师)	 鲁家瑞(分析师)
021-38674876	021-38674936	021-38677618
zhongkaifeng@gtjas.com	lixiaoyuan@gtjas.com	lujiarui@gtjas.com
证书编号 S0880517030005	S0880518070003	S0880518070001

本报告导读:

湘佳股份作为黄羽肉鸡冰鲜产品行业龙头，拥有强大的网络渠道布局以及领先的冷链保鲜技术优势，未来随着产能和渠道的持续扩张，有望步入增长快车道。

投资要点:

- 我们认为公司有望步入增长快车道，给予增持。我们预计 20-22 年公司 EPS 分别为 2.73 元、3.49 元、4.28 元。我们将相对估值与绝对估值结果取平均，给予公司目标价 124.45 元/股，对应 2020 年 45.57 倍 PE，首次覆盖给予增持评级。
- 冰鲜黄鸡有望步入红利增长期。冰鲜食品安全性较高、品质更易保障等优势，随着厨房意见领袖向 80 后转移，商超及生鲜电商渠道占比逐步提升，政策引导进一步助力，冰鲜黄鸡销售有望迎来快速增长，目前冰鲜黄鸡占比黄鸡消费比例的约 5%，我们预计未来三年有望增长到 10% 以上。
- 竞争对手基本处于冰鲜领域的探索和起步阶段，公司的先发优势明显。公司从零七年开始战略推进冰鲜黄鸡，建立起从养殖屠宰加工、冰鲜、保鲜、物流等配套完整的供应链体系，是目前行业当中稀缺的转型冰鲜黄鸡领域成功的全国性公司。
- 公司渠道品牌优势逐步显现。公司凭借十余年的战略布局，先发优势显著，公司在渠道和品牌端已经建立了较为稳固的壁垒，公司主要依托商超进行布局，2019 年进驻超过 2700 家，预计未来三年每年净增加将达到 300 家。此外，新零售、团购等渠道近年培育逐步成熟，有望进入快速成长期。品牌端公司通过优质的产品品质以及通过渠道终端多年来直面与消费者的沟通，已经建立了一定的品牌认知度和美誉度，公司竞争优势显著将助推公司发展步入快车道。
- 投资风险：禽类疫病风险、价格波动风险。

财务摘要 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,514	1,878	2,099	2,415	2,798
(+/-)%	31%	24%	12%	15%	16%
经营利润 (EBIT)	132	247	275	350	428
(+/-)%	133%	88%	11%	27%	22%
净利润 (归母)	114	227	278	355	436
(+/-)%	92%	99%	23%	28%	23%
每股净收益 (元)	1.12	2.23	2.73	3.49	4.28
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

利润率和估值指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营利润率 (%)	8.7%	13.1%	13.1%	14.5%	15.3%
净资产收益率 (%)	19.8%	28.2%	25.1%	24.3%	22.9%
投入资本回报率 (%)	15.8%	24.4%	21.0%	21.1%	20.4%
EV/EBITDA	0.50	—	36.13	28.02	22.49
市盈率	95.56	48.00	39.17	30.68	25.02
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

模型更新时间: 2020.06.02

**股票研究**

必需消费  
农业

湘佳股份(002982)

**首次覆盖**

**评级:** 增持

**目标价格:** 124.45

**当前价格:** 108.20

2020.06.02

公司网址

www.xiangjiamuye.com

**公司简介**

公司是以“公司+农户+农贸市场”、“公司+基地+直营”为经营模式，以“五统一、一分散”为企业运营特征的优质鸡养殖企业，主营业务为种禽繁育，家禽饲养及销售，禽类屠宰加工及销售，饲料、生物肥生产及销售，经过十余年的市场积累和规模化、标准化养殖模式的实践，公司在行业内树立了养殖高标准、生鲜及冷链物流行业领先、食品安全有保障的市场形象，与一系列客户建立了较为稳定的合作关系，在下游客户

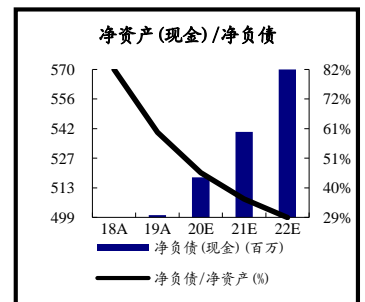
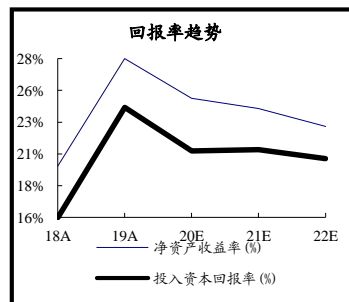
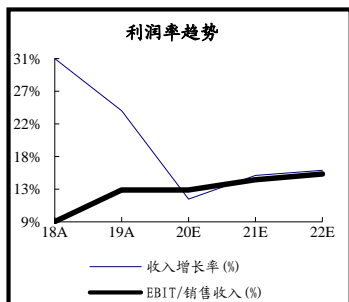
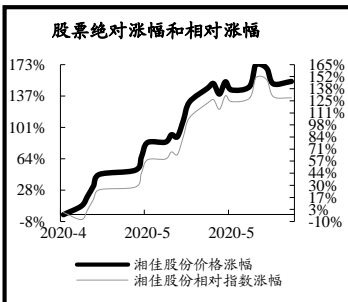
绝对价格回报 (%)



52周内价格范围 42.67-116.43  
市值(百万) 11,023

**财务预测 (单位: 百万元)**

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>损益表</b>					
营业总收入	1,514	1,878	2,099	2,415	2,798
营业成本	1,028	1,164	1,293	1,449	1,650
税金及附加	4	4	4	5	5
销售费用	298	382	441	519	616
管理费用	50	78	81	87	94
<b>EBIT</b>	<b>132</b>	<b>247</b>	<b>275</b>	<b>350</b>	<b>428</b>
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	1	2	2	2	3
财务费用	14	12	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>121</b>	<b>244</b>	<b>287</b>	<b>366</b>	<b>446</b>
所得税	3	3	4	5	6
少数股东损益	1	2	3	4	4
<b>净利润</b>	<b>114</b>	<b>227</b>	<b>278</b>	<b>355</b>	<b>436</b>
<b>资产负债表</b>					
货币资金、交易性金融资产	112	192	213	316	498
其他流动资产	5	14	19	24	28
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产合计	549	528	728	928	1,128
无形及其他资产	95	112	112	112	112
<b>资产合计</b>	<b>1,104</b>	<b>1,334</b>	<b>1,659</b>	<b>2,039</b>	<b>2,511</b>
流动负债	365	334	365	396	438
非流动负债	133	165	153	143	134
股东权益	605	834	1,141	1,500	1,940
<b>投入资本(IC)</b>	<b>811</b>	<b>996</b>	<b>1,291</b>	<b>1,640</b>	<b>2,070</b>
<b>现金流量表</b>					
NOPLAT	128	243	271	345	422
折旧与摊销	58	61	0	0	0
流动资金增量	28	7	30	21	25
资本支出	-94	-164	-241	-221	-218
<b>自由现金流</b>	<b>120</b>	<b>148</b>	<b>60</b>	<b>146</b>	<b>228</b>
经营现金流	183	302	248	332	407
投资现金流	-93	-162	-240	-219	-216
融资现金流	-56	-60	14	-10	-10
<b>现金流净增加额</b>	<b>34</b>	<b>80</b>	<b>21</b>	<b>103</b>	<b>182</b>
<b>财务指标</b>					
<b>成长性</b>					
收入增长率	31.2%	24.0%	11.8%	15.1%	15.8%
EBIT 增长率	132.8%	87.6%	11.3%	27.5%	22.1%
净利润增长率	91.8%	99.1%	22.6%	27.7%	22.6%
利润率					
毛利率	32.1%	38.0%	38.4%	40.0%	41.0%
EBIT 率	8.7%	13.1%	13.1%	14.5%	15.3%
净利润率	7.5%	12.1%	13.3%	14.7%	15.6%
<b>收益率</b>					
净资产收益率(ROE)	19.8%	28.2%	25.1%	24.3%	22.9%
总资产收益率(ROA)	10.4%	17.2%	16.9%	17.6%	17.5%
投入资本回报率(ROIC)	15.8%	24.4%	21.0%	21.1%	20.4%
<b>运营能力</b>					
存货周转天数	56.6	58.3	60.9	60.5	60.1
应收账款周转天数	34.4	30.5	32.2	31.9	31.7
总资产周转率	266.0	259.3	288.5	308.2	327.6
净利润现金含量	1.6	1.3	0.9	0.9	0.9
资本支出/收入	6.2%	8.7%	11.5%	9.2%	7.8%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	45.2%	37.5%	31.2%	26.4%	22.7%
净负债率	82.4%	59.9%	45.4%	36.0%	29.4%
<b>估值比率</b>					
PE	95.56	48.00	39.17	30.68	25.02
PB	0.00	0.00	9.01	6.82	5.26
EV/EBITDA	0.50	—	36.13	28.02	22.49
P/S	5.39	4.34	5.19	4.51	3.90
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%



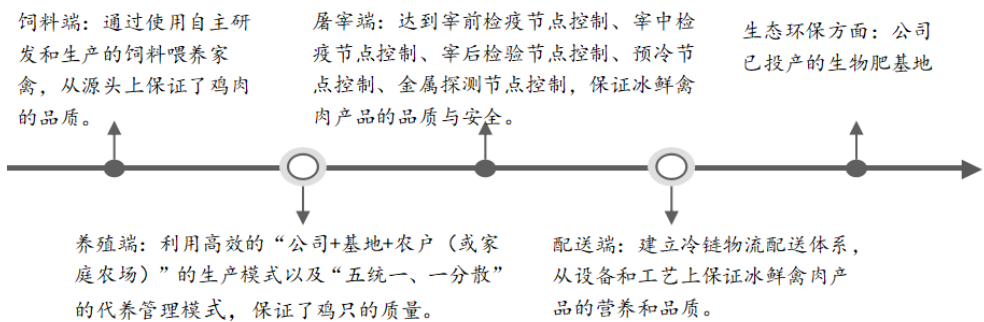
## 目录

1. 湘佳股份是一家高成长性禽冰鲜全产业链企业 .....	4
2. 黄羽鸡行业：成长空间大，冰鲜或为转型机遇 .....	5
2.1. 黄羽鸡具有潜在消费空间 .....	5
2.1. 冰鲜成长红利期，转型之路势不可挡 .....	5
2.2. 跟随国家冰鲜引领，行业实现转型升级 .....	7
3. “活禽+冰鲜”合力，实现企业快速成长 .....	7
3.1. 活禽业务：“从农场到餐桌”式的全产业链发展 .....	7
3.2. 冰鲜业务：成熟的商超系统营销模式 .....	9
3.3. 活禽板块 vs 冰鲜板块 .....	11
4. 多重竞争优势，保证公司冰鲜快速扩张 .....	12
4.1. 产品端优势为公司长期扩张奠定质量基础 .....	12
4.1.1. 食品质量保证，打造公司良好口碑 .....	12
4.1.2. 完善的冷链物流配送体系及保质技术保障了公司产品质量 .....	13
4.2. 全国网络渠道布局优势突出 .....	14
4.2.1. 传统商超结合线上营销，增强渠道布局优势 .....	14
4.2.2. 市场布局下沉，巩固黄羽冰鲜龙头地位 .....	15
4.3. 品牌优势 .....	16
5. 盈利预测与投资建议-给予“增持”评级 .....	16
5.1. 盈利预测 .....	16
5.2. 预测 20-22 年 EPS 分别为 2.73 元/3.49 元/4.28 元 .....	17
5.3. DCF 绝对估值 .....	19
5.4. 目标价 124.45 元，给予“增持”评级 .....	19
6. 风险提示 .....	19
6.1. 禽类疫病风险 .....	19
6.2. 产品价格波动 .....	19

## 1. 湘佳股份是一家高成长性禽冰鲜全产业链企业

湘佳股份主要从事黄羽肉鸡生产，经过多年发展湘佳股份通过将公司、基地、农户（或家庭农场）有效结合，将产、供、销一体化，形成了“从农场到餐桌”的全程管控，目前已成为集饲料生产及销售、种禽繁育、家禽饲养及销售、禽类屠宰加工及销售、生物肥生产及销售为一体的全产业链企业，其黄羽肉鸡出栏量位居华中地区第一名。并且，公司较早于业内开展冰鲜业务，现已成为黄羽肉鸡冰鲜产品行业龙头企业，未来将继续带动公司利润增长。

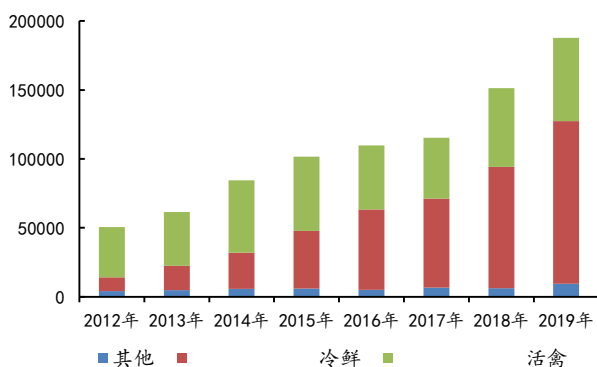
图 1：全产业链各环节优势显著



数据来源：招股说明书，国泰君安证券研究

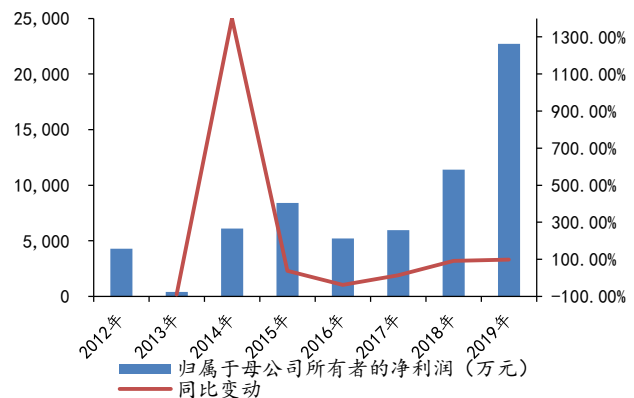
公司主营业务为家禽饲养及销售，禽类屠宰加工及销售，公司产品包括活禽及鸡鸭肉冰鲜产品。2019 年度，公司营业收入达 18.78 亿元，其中活禽收入占比 32.63%，冰鲜占比 63.73%。

图 2：近年来公司营业收入保持较快增长（万元）



数据来源：wind，国泰君安证券研究

图 3：近年来公司净利润保持较快增长



数据来源：wind，国泰君安证券研究

**建设亿羽优质家禽产业工程，打造中国优质家禽食品航母。**公司计划未来三年，将立足湖南山区、丘陵特有的黄羽肉鸡养殖资源，结合 10 多年的黄羽肉鸡养殖经验，在“公司+基地+农户（或家庭农场）”的经营模式下，以“公司+基地”为主、“公司+农户（或家庭农场）”为辅，以现有标准化基地自养规模和农户代养规模为基础，扩大代养户养殖规模 1,500 万羽、扩大标准化基地自养规模 3,500 万羽，到 2022 年底，预计实现 1 亿羽的优质家禽养殖规模。

同时，公司将继续推动我国中部地区家禽定点屠宰进程，强化冷链物流

配送体系，以现有省市区市场为据点，加大地级市场开发进度，并向县级城市市场辐射，加速对黄羽肉鸡冰鲜产品、调理品等的终端销售网络建设，预计于 2022 年完成除台湾地区、东三省、内蒙、宁夏、青海、西藏、新疆和海南以外的全国市场销售网络布局，有望实现黄羽肉鸡冰鲜产品及调理品年销售收入 25 亿元。此外，公司将通过完善养殖标准、提高屠宰冷链技术、拓展生鲜营销渠道、实现食品安全承诺，从优质生鲜禽肉供应商向包含畜禽蛋在内的全产业链食品企业转型升级，预计到 2025 年打造出武陵山片区优质家禽行业“百亿”级食品企业。

**表 1: 公司产能现状及目标有望逐步实现**

项目	现有产能	规模目标
活禽	5000 万羽	到 2022 年底，预计实现 1 亿羽的优质家禽养殖规模。
冰鲜	30000 吨	2022 年完成除台湾地区、东三省、内蒙、宁夏、青海、西藏、新疆和海南以外的全国市场销售网络布局，力争实现黄羽肉鸡冰鲜产品及调理品年销售收入 25 亿元。
生猪	1 万头种猪 20 万头商品猪	到 2025 年打造出武陵山片区优质家禽行业“百亿”级食品企业

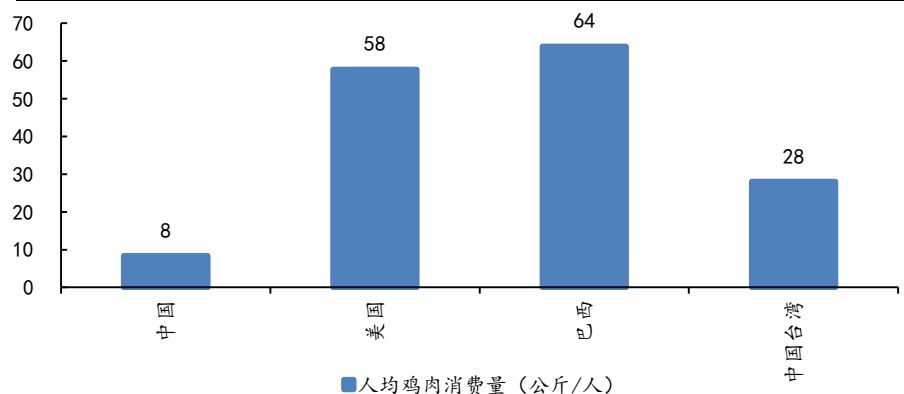
数据来源：招股说明书，国泰君安证券研究

## 2. 黄羽鸡行业：成长空间大，冰鲜或为转型机遇

### 2.1. 黄羽鸡具有潜在消费空间

伴随黄羽肉鸡市场半径扩张，预计长期黄鸡需求复合增速有望超过 3%。我国鸡肉消费总量排名世界第三，但人均消费量相比其它鸡肉消费大国仍有较大差距，具有一定的成长空间。其中，黄羽肉鸡是由我国优良的地方品种杂交培育而成的优质肉鸡品类，国产率近 100%，具有体重小、生长周期长、抗病能力强、肉质鲜美等特点，体型外貌符合我国消费者的喜好及消费习惯。预计随着国内居民收入水平、生活质量的日益提升，黄羽鸡市场份额将有效得到提升。近两年随着电商及物流快递行业的快速发展，黄羽肉鸡的消费市场已从南方向北方各地逐步发展，市场面向范围不断扩张。并且，随着消费者对于冰鲜鸡的接受程度和对禁售活禽政策的理解程度的逐年提升，冰鲜市场需求也逐渐增长。

**图 4: 我国鸡肉人均消费量较低，黄鸡凭借其自身优势，有望不断增长**

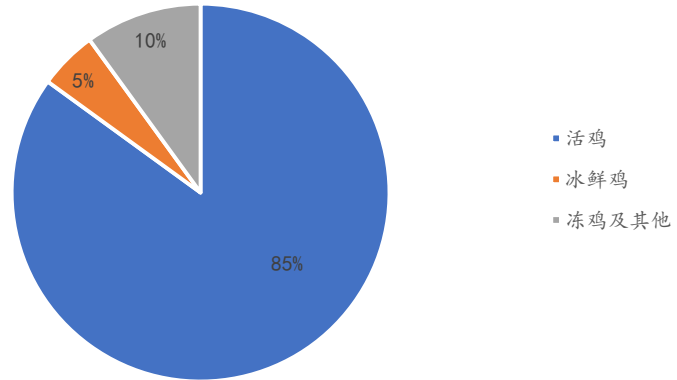


数据来源：USDA，国泰君安证券研究

### 2.1. 冰鲜成长红利期，转型之路势不可挡

我国冰鲜处于成长红利期，预计未来冰鲜产品有望维持快速增长。根据《中国禽业发展报告》统计，目前我国活鸡产品始终占主导地位，占比达 85% 左右，冰鲜鸡产品只占 5% 左右，其余 10% 为冻鸡、礼盒及深加工类产品。

图 5: 冰鲜占比仅 5%



数据来源：中国禽业发展报告，国泰君安证券研究

相比活禽产品，冰鲜食品安全性较高、品质更易保障。我国居民的传统家禽消费习惯一直以消费活禽为主，而由于活禽市场的清洁卫生和防疫条件较差，加之活禽交易分散、从业人员多、监管难度大，容易造成食品安全问题。而冰鲜禽肉经过严格检验把关、保鲜处理和包装，在后续的加工、流通和零售过程中主要保持在 0℃ 至 4℃ 范围内，一方面抑制了微生物的生长繁殖，另一方面有效保持了鸡肉的新鲜口感。未来随着消费者消费水平的提高和消费理念的转变，冰鲜禽肉产品凭借其优质、安全的产品特点，将越来越得到消费者的认可，冰鲜禽肉产品需求持续增长，也将带动冰鲜产品价格逐年上升。

表 2:冰鲜鸡食品安全性更高

	活禽（光鸡）	冰鲜鸡
温度	常温	0℃—4℃
做法	屠宰后沥血、拔毛、开膛后直接销售	集中屠宰，用冰水冷鲜、风冷，使胴体温度在 24 小时内降为 0~4℃，并在后续加工、流通和销售过程中始终保持 0~4℃ 范围内
口感	肉质松软，口感好	肉质柔软有弹性，与鲜活鸡肉无异
保质期	需立即食用	在 0℃—4℃ 可保存 3-7 日
价格	价格适中	因上市流通环节多，价格较高

数据来源：鸡病专业网、国泰君安证券研究

冰鲜鸡产品价格稳定。部分时候，政府为降低疾病传染风险，会实行关闭活禽市场等强制措施，这使市场活禽价格大幅下跌。相对于活禽产品，冰鲜禽肉产品具有卫生、环保的显著特点，因此受活禽市场关闭的影响较小，需求弹性由此得到有效降低。并且由于其销售渠道以商超门店为

主，在价格备案等管控措施下，价格具有一定的刚性，也因此降低企业业绩波动风险。此外，从国际经验来看，目前除了少数国家和地区还存在活禽交易外，全球多数地区只销售冰鲜禽肉。

**表 3: 疫情发生推动我国冰鲜转型**

时间	疫情	作用
2008 年	香港地区禽流感	逐步升级对活禽饲养零售入口的管控，开始推行冰鲜上市政策。
2013 年 3 月底	新亚型流感病毒 H7N9 禽流感于上海、安徽爆发	活禽禁售，广东省宣布在 2015 年 1 月 15 日起，21 个地级以上城市中心城区全面实行“生鲜上市”
2020 年年初	新冠疫情	全国各地关闭野生动物以及活禽市场，政府重视“集中屠宰、冰鲜上市”的政策，截止 2020 年 5 月，全国已有 26 个省级行政区推行冰鲜上市。

数据来源：国际畜牧网、国泰君安证券研究

## 2.2. 跟随国家冰鲜引领，行业实现转型升级

**政策引导明显，加大对冰鲜产业支持力度。**2006 年，国务院就在《关于整顿和规范活禽经营市场秩序加强高致病性禽流感防控工作的意见》，要求“率先在大城市逐步取消活禽的市场销售和宰杀，推行‘禽类定点屠宰、白条禽上市’制度”。2014 年以来，国家及地方层面也纷纷推进“规模养殖、集中屠宰、冷链配送、冷鲜上市”16 字方针。在 2020 年年初爆发新冠疫情后，随着全国各地关闭野生动物及活禽市场，部分地区甚至提出“永久关闭活禽市场”。

**表 4: 我国内地陆续出台限制活禽交易，推广冰鲜的相关政策**

地区	事件
北京	2006 年 12 月，北京开始逐步永久性取消活禽交易市场
四川	2006 年，成都在中心城区三环路以内禁止活禽交易和宰杀，推广生鲜产品
上海	2013 年 5 月，上海公布了第一批冷鲜鸡销售试点市场，2014 年 4 月 1 日起正式实施《冷鲜鸡生产经营卫生规范》
浙江	2014 年 7 月 1 日起，浙江实施《浙江省活禽交易管理办法》，11 个地级市主城区将永久关闭活禽交易市场，供应杀白禽
广东	2014 年 5 月，广州开始试点家禽“集中屠宰、冷链配送、冰鲜上市”；2015 年，广东省关于家禽经营的一法三规开始实施
安徽	2020 年 3 月 12 日，马鞍山市发布《禽肉产品冰鲜上市实施办法》，自 2021 年 2 月 12 日始，全市域范围内全面关闭各类活禽交易市场，禽肉产品全面实现冰鲜上市。
重庆	2020 年 2 月 29 日，重庆渝中区新型冠状病毒肺炎疫情防控工作指挥部发布了《关于在渝中区范围内禁止活禽活兔交易和宰杀的通告》，即日起，在渝中区范围内全面禁止活禽活兔的交易和宰杀，实行“冷链配送、冰鲜上市”的经营模式。

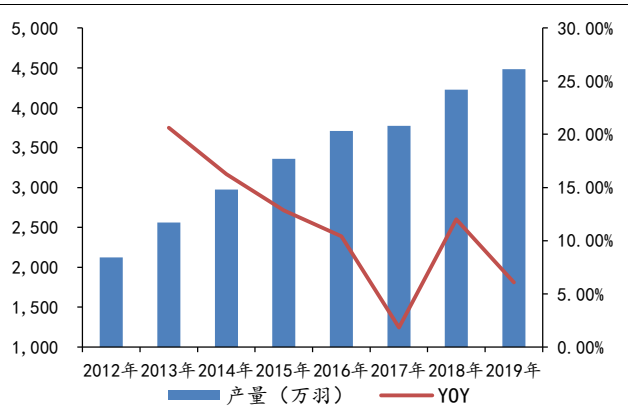
数据来源：鸡病专业网、国际畜牧网、国泰君安证券研究

## 3. “活禽+冰鲜”合力，实现企业快速成长

### 3.1. 活禽业务：“从农场到餐桌”式的全产业链发展

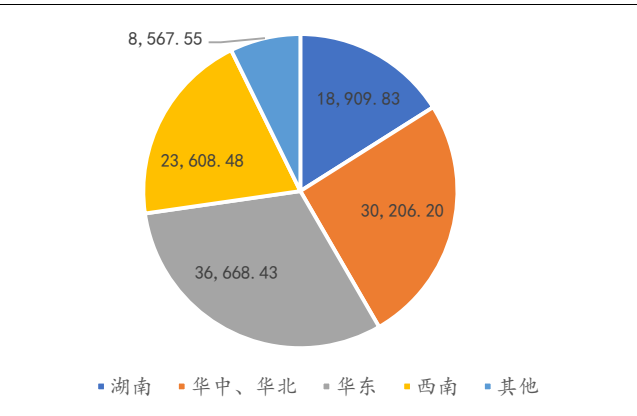
**持续耕耘养殖，预计 2022 年公司将实现 1 亿羽的优质家禽养殖规模。**2003 年，公司前身双佳农牧单一从事养殖业务，拥有 400 多户代养户，畜禽养殖规模仅为 700 多万羽；2004 年起，公司大力发展代养户、扩大饲养规模，相继建成 8 个代养种禽场，截至 2008 年，公司代养户发展到 700 多户，畜禽养殖规模达到 1,500 万羽；2012 年公司改制为股份公司，已形成从种禽养殖到屠宰销售的一体化经营和全产业链环节覆盖，养殖模式逐步从“公司+农户”升级为“公司+基地+农户(或家庭农场)”，先后建成了 19 个标准化养殖场和 5 个种鸡场，截至 2019 年，公司商品鸡鸭代养户共计 778 户，活禽销量高达 2,776.29 万羽。未来三年，公司计划以现有标准化基地自养规模和农户代养规模为基础，继续扩大代养户养殖规模 1500 万羽、扩大标准化基地自养规模 3500 万羽，到 2022 年底，预计实现 1 亿羽的优质家禽养殖规模。目前，公司活禽主要在湖南、湖北等周边区域城市销售，华中及华北地区活禽营收占该板块 83.37%。

图 6: 公司活禽产量持续增加



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 7: 华中及华北地区活禽营收占该板块 83.37%

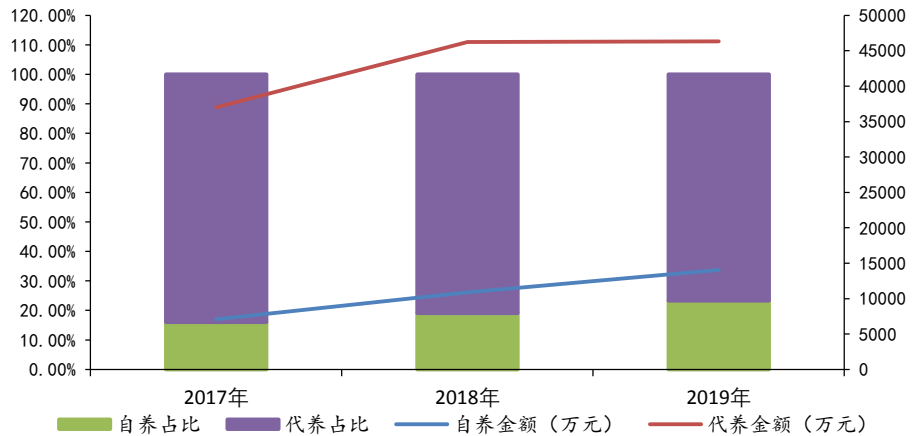


数据来源: wind, 国泰君安证券研究

**近半自产活禽支撑冰鲜产能，奠定“从农场到餐桌”的发展基础。**公司活禽通过自养、代养和外购三种方式获得。其中，自养品种主要为麻鸡、青脚鸡和童子鸡等快速鸡，代养品种主要为中速鸡和慢速鸡，外购品种主要为公司自有供给不足的黄油母鸡、老水鸭等。公司活禽以直销和屠宰加工两种方式对外出售。其中，直接对外销售的活禽产品来源于自养和代养；屠宰后用于生产冰鲜禽肉产品的活禽，来源于自养和代养以及外采。2019 年，公司代养活禽营收 46317.30 万元，占总营收的 76.7%；活禽产量为 4484.82 万羽，其中 2776.29 万羽直接对外销售，其余通过屠宰作为冰鲜禽肉产品对外销售。虽然目前公司活禽产品仍以代养为主，但是考虑到农民养殖水平有限，因此自 2017 年以来，随着标准化养殖场的投产，公司自养产能逐年增加，自养收入金额及占比也逐年上升。



图 8: 公司自养活禽占比持续提升

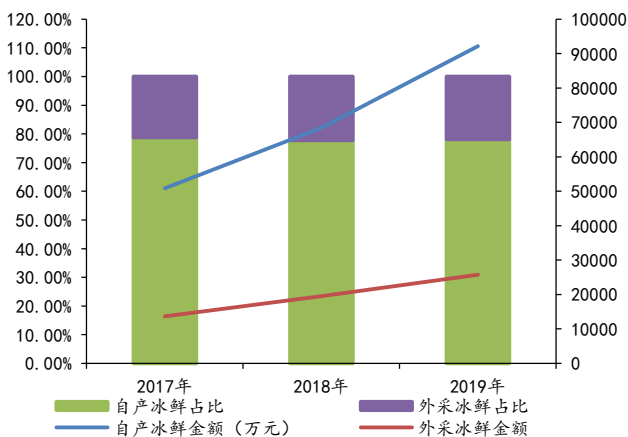


数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

### 3.2. 冰鲜业务: 成熟的商超系统营销模式

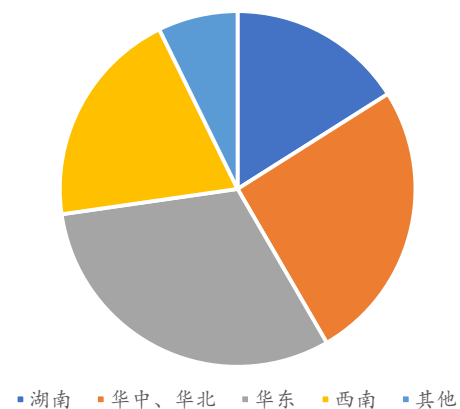
公司是黄羽肉鸡冰鲜产品行业龙头企业。自 2007 年开始探索冰鲜禽肉产业以来, 公司经过十余年的积累, 已形成了成熟的冰鲜禽肉商超系统营销模式, 总结了屠宰加工、冷链物流、冰鲜自营、电商直营等多环节丰富的运营经验, 产品销售网络覆盖了湖南、湖北、重庆、北京、上海、广东等 20 省市, 超市门店从 2017 年底的 2057 家增加到 2019 年末的 2733 家。随着公司冰鲜销售网络的迅猛发展, 公司现有活禽品种不能完全满足公司冰鲜产品销售需求, 因此公司一方面对外采购了部分公司自有供给不足的黄油母鸡、老水鸭等品种屠宰后作为冰鲜产品销售, 另一方面, 公司对外采购部分冰鲜鸡、鸭及鸡、鸭分割品进行销售。2019 年, 公司屠宰产量为 28752.98 吨, 其中, 自有活禽 (自养+代养) 用于屠宰的是 1708.53 万羽、外采活禽用于屠宰的是 234.41 万羽, 占比分别为 87.94% 和 12.06%, 采购的冰鲜禽肉数量为 14620.81 吨。目前, 冰鲜业务华东贡献明显, 冰鲜营收占该板块比例达 31.09%

图 9: 公司冰鲜产品以自产为主



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 10: 2019 年华东地区冰鲜营收占该板块 31.09%

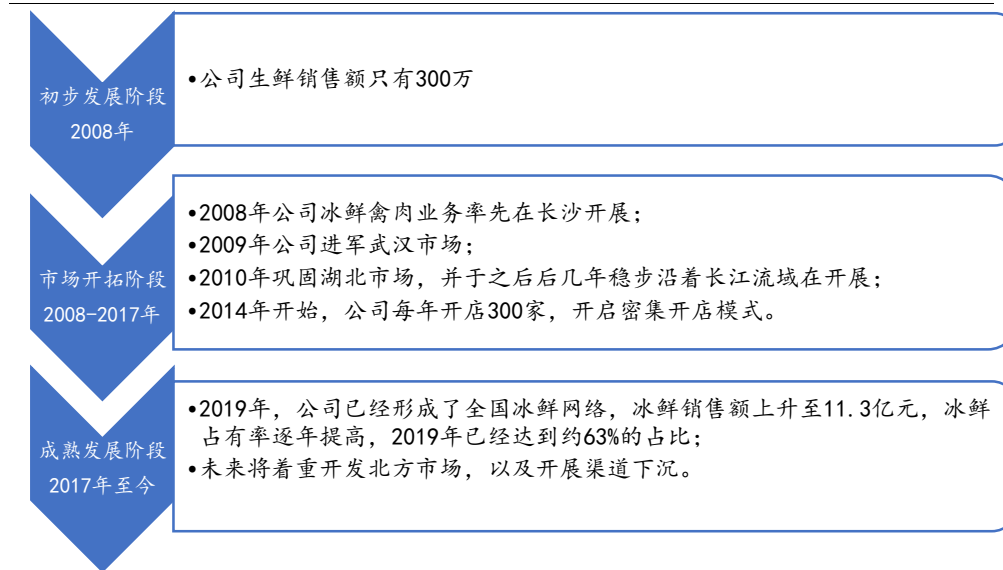


数据来源: wind, 国泰君安证券研究

公司冰鲜营收快速增长, 收入贡献过半。冰鲜禽肉产品作为公司发展的重点产品, 随着全国网络布局的延伸, 销量从 2017 年的 27834.26 吨增长至 2019 年的 43373.79 吨, 年均复合增长率高达 24.83%, 销售收入从

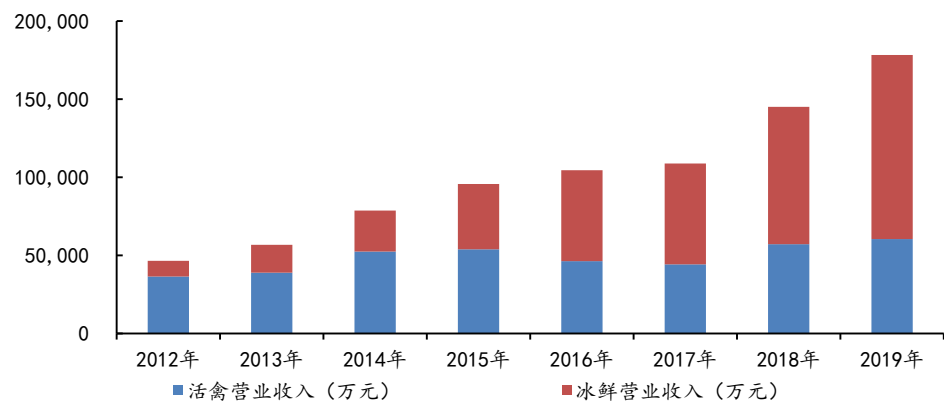
2017 年的 64569.10 万元增加到 2019 年的 117,960.49 万，冰鲜产品营收占公司总营收比例的持续提升，2019 年冰鲜营收占比达 63.73%。

**图 11: 湘佳牧业冰鲜板块发展情况**



数据来源: 调研纪要, 国泰君安证券研究

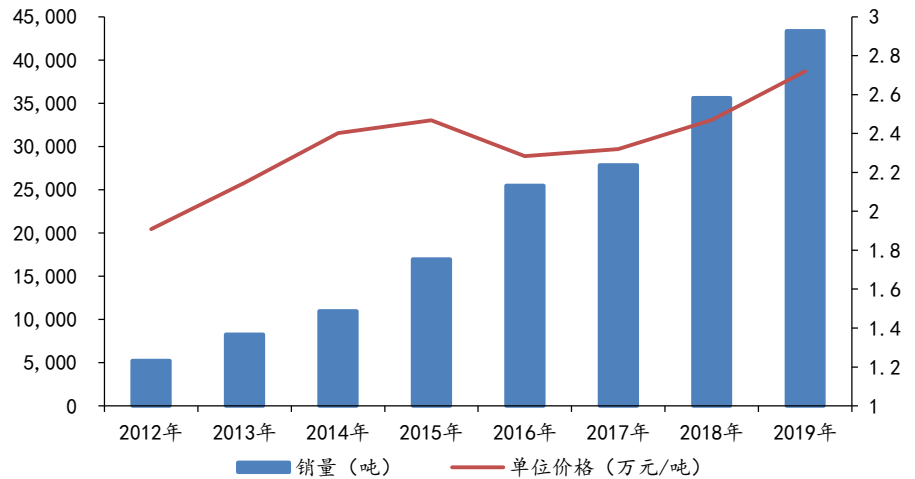
**图 12: 公司冰鲜营收占比快速增长**



数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

**公司冰鲜板块产能持续加大, 为未来扩张奠定基础。**2005 年, 公司新增冰鲜业务; 2008 年, 冰鲜产品销量约达 500 吨; 2009 年起, 公司向大中小城市逐步销售冰鲜禽肉产品; 2017 年 10 月公司新建屠宰场投产, 提高了冰鲜整鸡等传统冰鲜产品的生产能力, 并且还进一步开发了鸡鸭血、鸡肠等副产品, 丰富了精品包装产品品种, 使得冰鲜产品整体生产规模大幅提升。

图 13: 近年来公司冰鲜禽肉量价齐升



数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

此次, 公司通过募资建设 2 个项目, 即 “1250 万羽优质鸡标准化养殖基地建设项目” 和 “年屠宰 3000 万羽优质鸡加工厂项目 (一期)”, 以扩大公司屠宰产能, 从而为未来的快速扩张奠定基础

表 5: 公司未来鸡禽养殖产能有望继续扩张

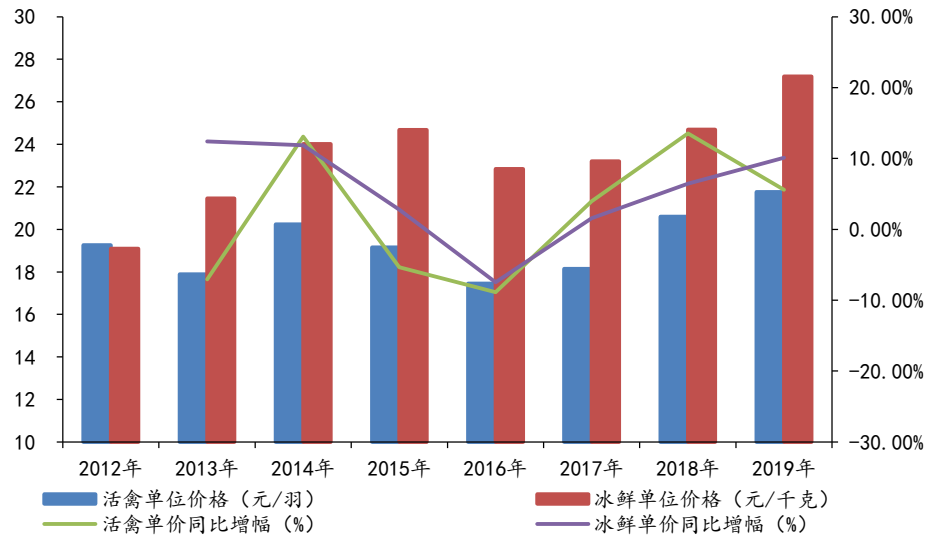
项目	投资金额 (万元)	预计建设期	项目内容	规划产能
1250 万羽优质鸡标准化养殖基地建设项目	26980.00	1.5 年	将主要用于屠宰后作为冰鲜销售, 满足当前不足的冰鲜产品销售需求	1250 万羽
年屠宰 3000 万羽优质鸡加工厂项目 (一期)	13583.57	2 年	满足岳阳本地自养场及代养户生产活禽的屠宰需求	1200 万羽

数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

### 3.3. 活禽板块 vs 冰鲜板块

冰鲜产品具有价格优势, 价格稳定性更高。随着冰鲜需求日益增长, 以及公司不断拓展市场、进驻商超门店数量不断增加, 近年来公司冰鲜禽肉产品销售单价逐步上升。2019 年冰鲜产品单价和毛利率同比上升, 带动公司 2019 年净利润大幅提高。并且相较于活禽, 由于冰鲜产品销售受放假时间、天气的限制较小等因素影响, 消费需求端更为坚挺, 冰鲜价格波动幅度较小。

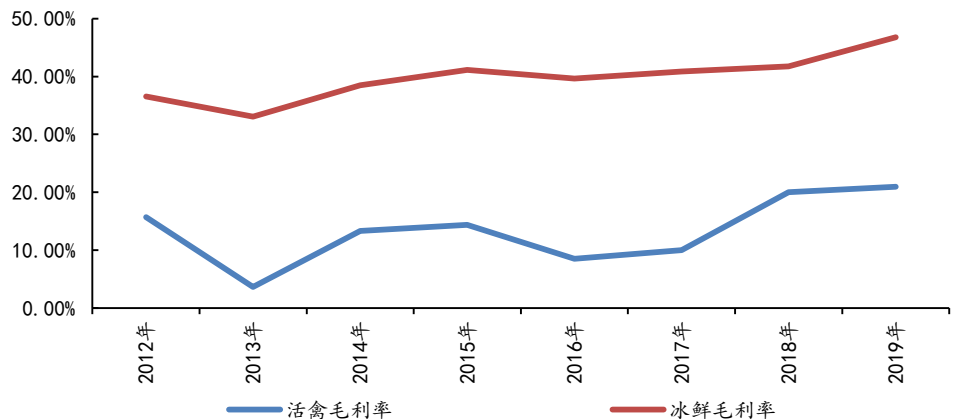
图 14: 冰鲜单价高于活禽单价



数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

由于冰鲜产品价格能长期维持较高水平, 并且价格稳定性高, 从而维持了高毛利并且平滑了毛利的波动。未来, 随着公司冰鲜业务收入占比的增大, 冰鲜产品较高毛利率不仅能有效提升公司整体毛利率, 而且降低整体毛利率的波动性。

图 15: 冰鲜毛利率高于活禽毛利率



数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

## 4. 多重竞争优势, 保证公司冰鲜快速扩张

### 4.1. 产品端优势为公司长期扩张奠定质量基础

#### 4.1.1. 食品质量保证, 打造公司良好口碑

**一体化经营模式, 降低食品质量风险。**公司依托规模化优势和技术优势建立了从饲料生产及销售、种禽繁育、家禽饲养及销售, 到禽类屠宰加工及销售、生物肥生产及销售的全产业链企业, 以行业内先进的生产模式将公司、基地、农户 (或家庭农场) 有效结合, 产、供、销一体化, 形成了“从农场到餐桌”的全程管控, 这有效降低了终端食品在原辅料获取、养殖加工等不同生产环节间的风险, 做到了源头可追溯性, 保证了消费者菜篮子的安全。

**表 6: 一体化全程管控, 降低食品安全风险**

一体化经营	单一经营
可以实现从饲料采购、禽类养殖、屠宰加工、冷链配送的全产业链整合, 抗行业周期风险能力较强	单独经营某一业务, 受上下游形势牵连, 抗周期风险能力较差
能有效降低采购、运输、生产、储存、销售过程中可能产生涉及食品安全风险	无法实现“从农场到餐桌”过程中全面信息搜集, 对待所出现的安全问题不能追根溯源
能做到从养殖端到消费端的全过程质量检测, 一旦产品出现质量或食品安全问题, 就可及时召回, 避免损害行业整体形象和口碑	由于无法涉足自身业务外的产业, 一旦食品出现安全问题, 消费者对产品信心下降, 容易受到不利牵连

数据来源: 招股说明书、国泰君安证券研究

**食品安全、质量标准一直处于公司首位。**公司对原材料、产品严格执行高标准的检验要求, 不合格的原材不予采购, 不合格的产品不许出库, 主要检验项目的内控标准均高于国家标准。公司建立了从饲料加工、种鸡养殖、肉鸡饲养到鸡肉加工、产品销售及运输的食品安全和质量标准及管理体系, 通过了 ISO9001、ISO22000 体系认证。公司质量检测中心涵盖了饲料原料质量监测、饲料成品质量监测、禽苗质量检测、养殖环境监测、宰前、宰后等全产业链的各个环节, 全面全程保证食品安全。

**表 7: 公司生产的商品代黄羽肉鸡及鸡肉产品具有质量优势**

产品	质量优势
商品代黄羽肉鸡	按标准饲养, 疾病少, 成活率高, 肉鸡外观好, 重量整齐度高, 均匀度好
鸡肉产品	按国家标准实施药残和微生物检测控制
	通过落实关键点控制和肉鸡加工的卫生标准操作规程, 实施标准化程序作业, 全面全程确保食品安全
	获得无公害产品认证、无公害农产品产地认证

数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

#### 4.1.2. 完善的冷链物流配送体系及保质技术保障了公司产品质量

**直营模式及冷链配送体系, 保障公司产品供应。**公司具有从上海到成都的长江沿线大中城市的冷链物流配送体系以及京珠高速大动脉沿线的冰鲜网络布局, 突破运输半径限制难题。此外, 公司较早开展冰鲜禽肉超市直营业务, 目前对各大超市的销售以直营模式为主, 约占超市客户收入的 85% 左右, 直营模式下, 公司向超市派驻营销人员并提供货物, 能够确保冰鲜产品及时送达至各超市门店, 满足超市客户的需求。公司较强的产品供应保障能力, 成为冰鲜业务的核心竞争力之一。

**公司屠宰加工及冰鲜保质技术在黄羽肉鸡行业内处于先进水平。**公司制订冷链物流管理制度, 从屠宰出库到销售做到全程冷链保存, 从装卸车辆、运输、贮存每个环节温度都保证在 0-4 度, 确保产品质量和肉质鲜嫩。此外, 公司积极采用国际流行的热收缩膜包装技术, 经收缩包装后的产品具有外观精美、包装成本低、密封、防尘、防潮等优点, 可进一步延长冰鲜鸡的保质期。

图 16: 公司冰鲜鸡生产工艺流程

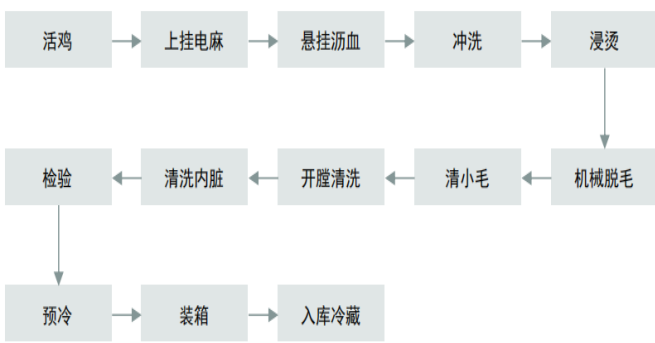


图 17: 公司冰鲜鸭生产工艺流程



数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

## 4.2. 全国网络渠道布局优势突出

### 4.2.1. 传统商超结合线上营销, 增强渠道布局优势

最近三年, 公司冰鲜禽肉产品进入的超市门店数量快速增加, 带动冰鲜禽肉产品销售收入从 2017 年的 64,569.10 万元增加到 2019 年的 117,960.49 万元, 2017-2019 年复合增长率为 35.16%。

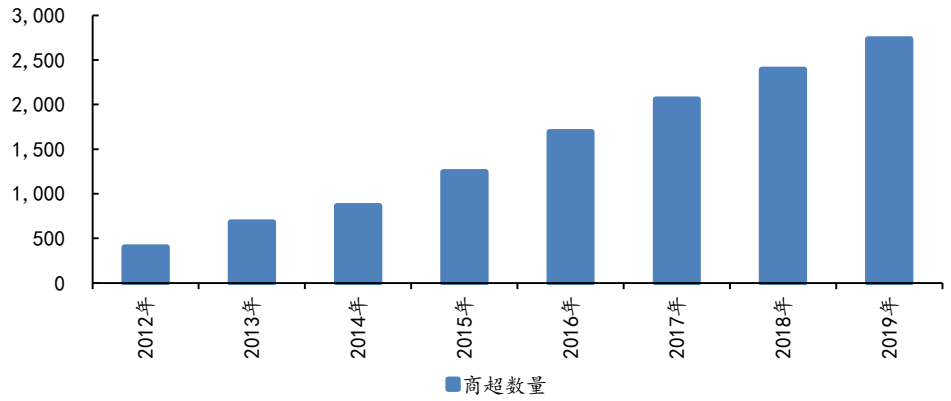
表 8: 2017-2019 年各销售渠道冰鲜产品销售情况 (万元)

项目	2019 年度		2018 年度		2017 年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
商超销售收入	101462.10	54.82%	75508.74	50.62%	58091.14	51.18%
-直营模式	83974.67	45.37%	68525.38	45.94%	55378.36	48.79%
-买断模式	17487.42	9.45%	6983.35	4.68%	2712.78	2.39%
企业、学校、酒店、电商平台销售收入	16498.40	8.91%	12480.71	8.37%	6477.95	5.71%
-批发客户	13570.97	7.33%	9409.62	6.31%	4866.79	4.29%
-大客户	2717.77	1.47%	2479.09	1.66%	1110.81	0.98%
-电商客户	209.65	0.11%	592.00	0.40%	500.35	0.44%
小计	117960.49	63.73%	87989.45	58.99%	64569.10	56.89%

数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

领先业内与商超建立稳定合作, 为冰鲜销售打下坚实基础。随着消费者食品安全意识的提高、消费水平的升级, 以及国家卫生检验检疫标准趋于严格, 超市对冰鲜产品进店的准入门槛也越来越高, 相关产品必须经过严格的检验检疫并有一定的试用期, 产品销售过程中还需通过第三方检测机构的抽检; 此外超市对销售柜台的卫生情况、人员设置、柜面设计均有明确要求, 超市生鲜业务先进入者具有较强的先发优势。冰鲜产品供应商与超市之间为互相依存、互惠互利的合作关系。公司是国内较早开始冰鲜禽肉经营的企业, 经过多年的经营, 与众多超市客户间形成了稳定、良好的合作关系。随着冰鲜禽肉业务的增加, 公司产品赢得了一定的市场知名度, 产品质量和品质得到客户的认可, 进一步巩固了和超市之间的合作。

图 18: 公司合作商超数量高速增加 (家)



数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

**迎合时代营销爱好, 新零售加盟助力冰鲜销量进阶。**除传统商超外, 以盒马鲜生为代表的新零售商超、以海底捞为代表的餐饮企业的渠道客户的加入, 或将成为公司未来业绩的增长点。2017年起, 公司与盒马鲜生开始建立起合作关系, 2019年, 公司产品销售已基本覆盖盒马鲜生全国区域门店。2019年3月, 公司成功通过了海底捞国际控股有限公司的新供应商准入审核。在与盒马鲜生、海底捞等客户的深入合作过程中, 公司冰鲜业务规模的进一步增长, 公司冰鲜产品在全国范围内品牌知名度和市场占有率得到有效提升。同时, 公司全资子公司湘佳电商利用先进的互联网思维, 打造新型“互联网+畜牧业”, 打通互联网新媒体的营销渠道。

**4.2.2. 市场布局下沉, 巩固黄羽冰鲜龙头地位**

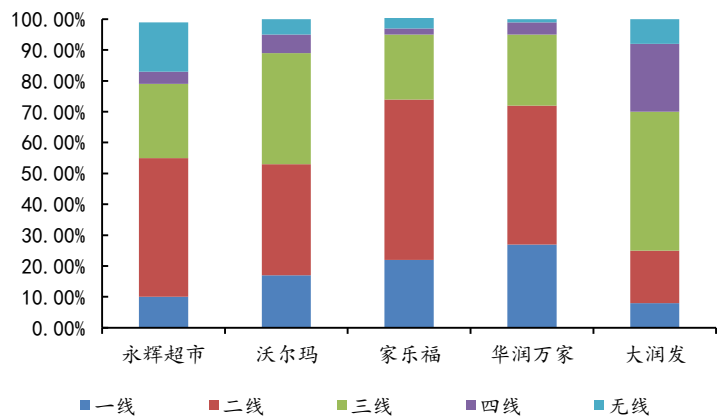
**以中心市场向外辐射下沉, 扩大冰鲜销售范围。**目前, 公司主要发展大中城市市场, 已经进入湖南全部地级以上城市, 并开始向广东和江浙地区的二线城市逐步下沉。整体来看, 公司主要商超客户市场下沉率较低。但是 2020 年新冠疫情的爆发, 导致的活禽交易及现场屠宰受限, 进一步给冰鲜市场下沉提供支撑, 未来公司将依托现有冷链物流, 加快推进省会城市的网点覆盖, 将目标市场向地市级、县级城市渗透, 增大冰鲜业务盈利空间。

图 19: 公司冰鲜禽肉产品销售区域具体分布情况



数据来源: 招股说明书

图 20: 公司主要商超客户市场下沉率较低



数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

### 4.3. 品牌优势

商超销售助力打造公司良好品牌形象。经过多年的市场积累和规模化、标准化养殖模式的实践，本公司已在行业内树立了养殖高标准、生鲜及冷链物流行业领先、食品安全有保障的市场形象，与一系列客户建立了较为稳定的合作关系，在下游客户中享有良好的声誉，保有稳定的市场份额。

表 9: 公司产品获得多项奖项、荣誉

时间	项目	被授予对象范围、数量
2011 年 9 月	公司国家级湘佳鸡标准化示范区项目成为第六批全国标准化示范项目	根据《关于下达第六批全国农业标准化示范项目的通知》，第六批全国标准化示范项目全国共有 1,154 项，其中湖南省 40 项
2013 年 12 月	“湘佳”商标被国家工商总局认定为“中国驰名商标”	驰名商标是指为相关公众广为知晓并享有较高声誉的商标，申请企业根据《驰名商标认定和保护规定》申请认定
2014 年 11 月	国家级农业产业化重点龙头企业	根据《农业部关于公布第六次监测合格农业产业化国家重点龙头企业名单的通知》，共有 1,191 家农业产业化国家重点龙头企业监测合格
2015 年 10 月	第一批国家肉鸡良种扩繁推广基地	根据《农业部办公厅关于公布第一批国家肉鸡核心育种场和国家肉鸡良种扩繁推广基地名单的通知》，15 家公司入围第一批国家肉鸡良种扩繁推广基地名单
2017 年 6 月	全国就业扶贫基地之一	根据 2017 年 6 月《人力资源社会保障部、国务院扶贫办发布全国就业扶贫基地名单》，经各地审核、两部门审定，全国就业扶贫基地共 1,465 家

数据来源：招股说明书，国泰君安证券研究

## 5. 盈利预测与投资建议-给予“增持”评级

### 5.1. 盈利预测

冰鲜产品价格相对稳定，且毛利贡献度较高，由于近年来公司持续加大冰鲜业务产能扩张，不断拓宽销售渠道，实现公司收入和利润大幅扩张。我们预计 20-22 年冰鲜板块收入 14.17、17.22 和 20.93 亿元，贡献毛利 6.82、8.57 和 10.47 亿元。

表 10: 冰鲜板块盈利预测

冰鲜产品	2020E	2021E	2022E
销售收入 (百万元)	1417.02	1722.36	2093.47
增长率 (YOY)	20.13%	21.55%	21.55%
毛利率	48.15%	49.81%	50.00%
销售成本 (百万元)	734.75	864.38	1046.74
增长率 (YOY)	17.13%	17.64%	21.10%
毛利	682.27	857.98	1046.74
增长率 (YOY)	23.53%	25.75%	22.00%
占总销售额比重	69.62%	74.01%	77.19%



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

活禽方面，由于黄鸡市场供给增多，一定程度上压制了活禽价格，因此预计 20-22 年活禽板块收入 5.74、5.7 和 5.65 亿元，贡献毛利 0.9、0.74 和 0.58 亿元。

**表 11: 活禽板块盈利预测**

活禽	2020E	2021E	2022E
销售收入 (百万元)	574.00	570.00	565.50
增长率 (YOY)	-4.95%	-0.70%	-0.79%
毛利率	15.61%	13.00%	10.26%
销售成本 (百万元)	484.40	495.90	507.50
增长率 (YOY)	1.46%	2.37%	2.34%
毛利 (百万元)	89.60	74.10	58.00
增长率 (YOY)	-29.14%	-17.30%	-21.73%
占总销售额比重	30.38%	25.99%	22.81%

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

## 5.2. 预测 20-22 年 EPS 分别为 2.73 元/3.49 元/4.28 元

面对我国家禽养殖行业的巨大市场空间与持续发展机遇，公司作为国内领先的家禽养殖全产业链企业之一，在活禽板块，公司利用“公司+基地+农户（或家庭农场）”的经营模式，以现有标准化基地自养规模和农户代养规模为基础，预计 2022 年底预实现 1 亿羽的优质家禽养殖规模扩张，在有效的成本控制下，实现毛利率稳步提升；在冰鲜板块，公司利用已形成的成熟的冰鲜禽肉商超系统营销模式，以及所积累的屠宰加工、冷链物流、冰鲜自营、电商直营等多环节丰富运营经验，近年来通过新建标准化养殖基地及优质鸡加工厂，持续扩大屠宰规模，规模效应下带来单位成本下降，进一步提升利润空间。

根据我们的核心假设，我们预计 20-22 年公司实现收入分别为 20.99 亿、24.15 亿和 27.98 亿，实现归母净利 2.78 亿、3.55 亿和 4.36 亿，对应 EPS 分别为 2.73 元/3.49 元/4.28 元。

**表 12: 预测利润表 (百万元)**

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,154	1,514	1,878	2,099	2,415	2,798
%增长率	—	31.2%	24.0%	11.8%	15.1%	15.8%
营业成本	835	1,028	1,164	1,293	1,449	1,650
%销售收入	72.3%	67.9%	62.0%	61.6%	60.0%	59.0%
<b>毛利</b>	<b>319</b>	<b>486</b>	<b>714</b>	<b>805</b>	<b>967</b>	<b>1,148</b>
%销售收入	27.7%	32.1%	38.0%	38.4%	40.0%	41.0%
税金及附加	2	4	4	4	5	5
%销售收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
销售费用	228	298	382	441	519	616
%销售收入	19.8%	19.7%	20.3%	21.0%	21.5%	22.0%
管理费用	30	50	78	81	87	94

%销售收入	2.6%	3.3%	4.2%	3.9%	3.6%	3.4%
研发费用	2	3	4	4	5	6
%销售收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
财务费用	8	14	12	0	0	0
%销售收入	0.7%	1.0%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>56</b>	<b>132</b>	<b>247</b>	<b>275</b>	<b>350</b>	<b>428</b>
%销售收入	4.9%	8.7%	13.1%	13.1%	14.5%	15.3%
其他收益	8	7	10	12	13	15
投资收益	1	1	2	2	2	3
净敞口套期收益	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
信用减值损失	0	0	1	0	0	0
资产减值损失	1	4	2	1	1	1
资产处置收益	0	-1	1	0	0	1
<b>营业利润</b>	<b>56</b>	<b>121</b>	<b>244</b>	<b>287</b>	<b>366</b>	<b>446</b>
%增长率	—	116.9%	102.2%	17.7%	27.3%	21.9%
营业外收支	6	-3	-12	-2	-2	0
利润总额	62	118	233	285	364	446
%增长率	—	90.9%	97.0%	22.6%	27.6%	22.6%
所得税	2	3	3	4	5	6
所得税率	2.9%	2.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
合并报表的净利润	60	115	229	281	359	440
少数股东损益	1	1	2	3	4	4
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>59</b>	<b>114</b>	<b>227</b>	<b>278</b>	<b>355</b>	<b>436</b>
净利率	5.2%	7.5%	12.1%	13.3%	14.7%	15.6%

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

我们选取温氏股份、立华股份、圣农发展进行可比公司估值。由于湘佳股份冰鲜占比较高，未来成长空间巨大，公司盈利有望快速提升，而温氏股份、立华股份的活禽业务占比较高，圣农发展的冻品业务占比较高，导致周期性比较明显，后续两年的EPS会逐步回落，因此我们排除使用与盈利相关的相对估值法，而采用与收入相关的相对估值法，从而减弱行业周期性波动对估值的影响；此外湘佳股份目前仍处于高速增长期，为了反映未来公司的高成长性，我们采用PSG(=(股价/每股销售收入)/盈利增速)的相对估值法来对公司进行估值，我们基于此相对估值方法取行业均值，给予公司2020年56.3倍PSG，合理估值为174.8元。

表 13: 可比公司估值比较 (截止到 2020 年 6 月 1 日收盘价)

证券代码	证券简称	收盘价	总市值	每股销售收入 (元/股)		PSG	
		(元)	(亿元)	2020E	2021E	2020E	2021E
300498.SZ	温氏股份	26.86	1,426.67	18.01	19.01	26.85	38.40
300761.SZ	立华股份	41.26	166.64	23.15	23.72	72.24	-1.88
002299.SZ	圣农发展	26.00	323.52	13.01	13.39	69.81	-2.26
平均估值						56.30	11.42
002982.SZ	湘佳股份	108.2	110.23	20.60	23.71	34.85	28.81

数据来源：wind，国泰君安证券研究。除已覆盖公司外，每股销售收入使用wind一致预期数据。

### 5.3. DCF 绝对估值

我们采取 DCF 绝对估值法对公司进行估值。在绝对估值法的条件下，公司的合理估值为 74.1 元。

表 14: 预计公司每股价值 74.1 元/股

股票贴现率Ke		加权平均资本成本WACC		DCF估值	
Beta权益	1.10	TV(永续)增长率	3.0%	每股价值	74.1
无风险利率Rf	2.50%	债务比率D/(E+D)	4.54%	隐含P/E	27.1
风险溢价	5.00%	权益比率E/(E+D)	95.46%	企业值	7,730.9
股票贴现率Ke	8.00%	WACC	7.64%	股票价值	7,548.4

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

### 5.4. 目标价 124.45 元, 给予“增持”评级

我们将相对估值与绝对估值结果取平均, 给予公司目标价 124.45 元/股, 首次覆盖给予增持评级。

## 6. 风险提示

### 6.1. 禽类疫病风险

公司主营业务包括黄羽肉鸡的养殖环节, 而禽类在饲养过程中可能受到新城疫、H7N9 疫情等疾病的侵扰。公司如未对禽类感染疾病和发生疫情进行及时预防、监控, 疾病的发生将导致禽类的死亡, 直接导致鸡肉产量的降低, 影响公司经营业绩。而疾病的流行与发生(如 H7N9 疫情)也可能影响消费者心理, 导致市场需求萎缩, 导致公司活禽等产品销量不及预期。

### 6.2. 产品价格波动

目前全国新冠疫情已基本得到控制, 未来随着疫情影响的消退, 活禽市场逐步开放后, 冰鲜禽肉产品的市场价格可能会回落, 由此公司将面临着因冰鲜产品价格短期内价格下跌而业绩不及预期风险。

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

#### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

#### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		