

买入

邦基科技 (603151.SH)

2022 年报及 2023 一季报点评：单位超额收益优势显著，饲料新产能有望稳步落地

核心观点

猪饲料优质纯正标的，2022 年及 2023Q1 业绩受养殖行情影响阶段性承压。公司 2022 年营收 16.58 亿元，同比-18.5%，归母净利 1.2 亿元，同比-17.5%。公司 2023Q1 营收 3.9 亿元，同比+15.46%，归母净利 0.23 亿元，同比-12.0%，公司 2022Q1 盈利基数受到政府补助影响，2022Q1 收到政府补助 680 万元（税后影响额 510 万元），计入当期营业外收入。2022 年全年饲料原料价格高位震荡，且 2022 上半年生猪价格处于低位，下半年猪价行情虽然有所回升，但 2023 年一季度猪价重回历史低位，导致 2022 年及 2023Q1 下游养殖盈利较差，饲料需求降低，因此导致公司整体业绩阶段性承压，后续有望受益后周期景气回暖逐步回升。

公司产品深受下游养殖户认可，单位超额收益显著。公司自 2007 年成立以来一直从事猪饲料的研发、生产和销售业务，目前已成功涉足猪料、蛋禽预混料、肉类反刍饲料、兽药销售等产业，主要产品包括猪预混料、猪浓缩料、猪配合料等，2022 年公司猪饲料产品收入占比接近 90%，是业内较为纯正的猪饲料标的。公司猪饲料产品定位高端、高品质，目标客户主要为养殖水平优秀的家庭农场养殖户，下游客户认可度较高。2022 年公司整体销售毛利率达 13.73%，同比增加 1.15pct，单吨饲料毛利水平达 575 元，位于行业领先水平。同时公司注重产品品质，不断对饲料产品进行升级和更新换代，坚持精确营养，产品设计理念长期处于行业先进水平，打造出“保育金 7030”、“8070”、“邦基 9 号”等多款优质产品，产品优势有望继续保持。

立足山东走向全国，公司饲料销量有望伴随新基地产能落地稳步增长。公司定位于高端猪料销售，已培育大量的优质客户群体，目前在山东的市场占有率可观，且在全国范围内形成了一定的用户基础。2021 年公司猪饲料在山东省市占率达 2.53%，全国市占率达 0.35%，未来仍有充裕的市占率提升空间。此外，公司计划有序在山西、云南、河北、辽宁等地新设数个生产基地，新增数条浓缩料和配合料生产线，扩大猪饲料的产能。上述规划建设项目全部完成后，公司每年可新增浓缩料产能 24 万吨，配合料产能 66 万吨，新产能落地或将有效支撑公司抢占国内市场份额的战略，进一步提升品牌影响力，助力公司继续做大做强猪饲料业务。

风险提示：养殖过程中发生不可控疫情，粮食价格大幅上涨增加饲料成本。

投资建议：纯正优质猪饲料标的，首次覆盖，给予“买入”评级。预计公司 23-25 年归母净利润为 1.57/1.95/1.87 亿元，对应 EPS 为 0.94/1.16/1.11 元，对应当前股价 PE 为 18.7/15.0/15.7 X。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,035	1,658	1,961	2,201	2,284
(+/-%)	18.0%	-18.5%	18.2%	12.3%	3.8%
净利润(百万元)	146	120	157	195	187
(+/-%)	30.2%	-17.5%	30.6%	24.4%	-4.5%
每股收益(元)	1.16	0.72	0.94	1.16	1.11
EBIT Margin	7.5%	7.6%	8.3%	9.3%	8.3%
净资产收益率 (ROE)	34.3%	9.8%	11.7%	12.9%	11.2%
市盈率 (PE)	15.1	24.4	18.7	15.0	15.7
EV/EBITDA	14.1	22.4	15.8	12.5	13.0
市净率 (PB)	5.18	2.39	2.18	1.94	1.76

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 · 饲料

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

联系人：江海航
 010-88005306
 jianghaihang@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(首次评级)
合理估值	
收盘价	17.96 元
总市值/流通市值	3017/754 百万元
52 周最高价/最低价	26.37/16.73 元
近 3 个月日均成交额	33.86 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

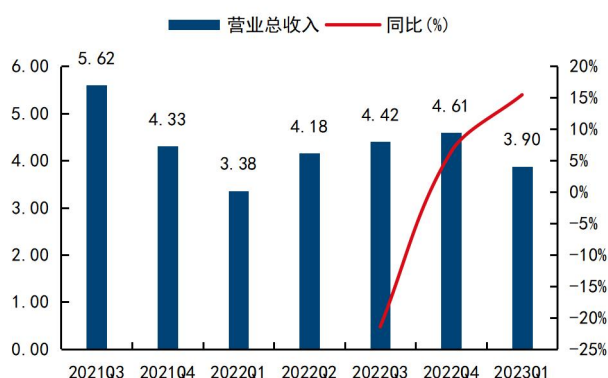
公司 2022 年及 2023Q1 业绩阶段性承压,看好后续养殖后周期景气回暖。公司 2022 年营收 16.58 亿元,同比-18.5%,归母净利 1.2 亿元,同比-17.5%。公司 2023Q1 营收 3.9 亿元,同比+15.46%,归母净利 0.23 亿元,同比-12.0%,公司 2022Q1 盈利基数受到政府补助影响,2022Q1 收到政府补助 680 万元(税后影响额 510 万元),计入当期营业外收入。2022 年全年饲料原料价格高位震荡,且 2022 上半年生猪价格处于低位,下半年猪价行情虽然有所回升,但 2023 年一季度猪价重回历史低位,导致 2022 年及 2023Q1 下游养殖盈利较差,饲料需求降低,因此导致公司整体业绩阶段性承压,后续有望受益后周期景气回暖逐步回升。

图1: 邦基科技营业收入及增速(单位:亿元、%)



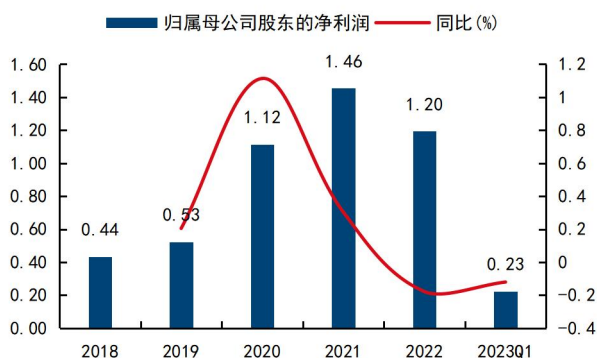
资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 邦基科技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: 邦基科技归母净利润及增速(单位:亿元、%)



资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

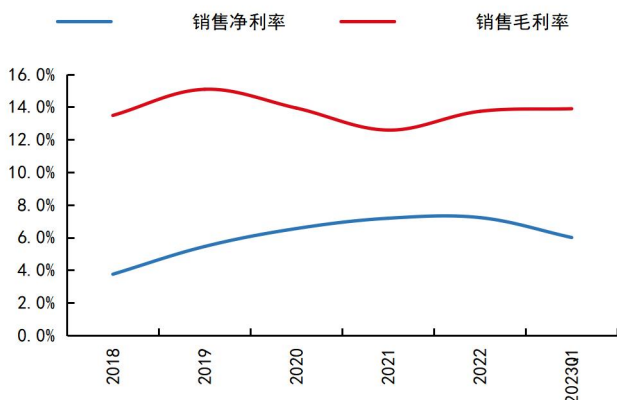
图4: 邦基科技单季归母净利润及增速(单位:亿元、%)



资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

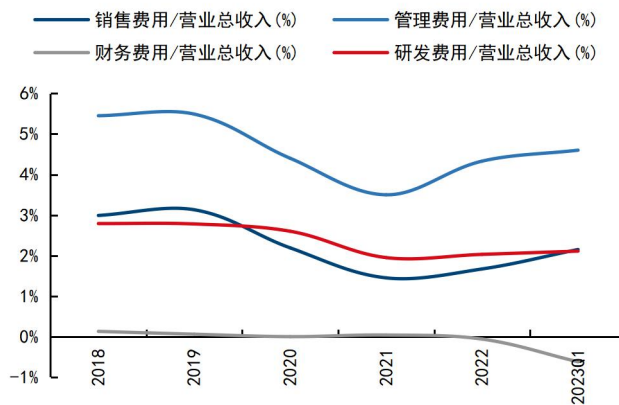
毛利率随生猪价格周期波动,财务费用率上升明显。2022 年及 2023Q1 公司销售毛利率分别为 13.73%、13.89%,整体稳步提升;销售净利率分别为 7.22%、6.00%,2023Q1 净利率受到下游养殖业绩承压影响有所下滑。另外,2022 年及 2023Q1 公司费用率整体保持稳定,2023Q1 销售费用率达 2.15%(同比+0.17pct),管理费用率 4.60%(同比+0.67pct),财务费用率-0.62%(同比-0.71pct),三项费用率合计 6.13%,同比+0.13pct。其中,管理费用增幅较大主要系管理人员薪酬增加以及办公费用增加;财务费用降幅较大主要系募集资金到账后,存款利息增加所致。

图5: 邦基科技毛利率、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

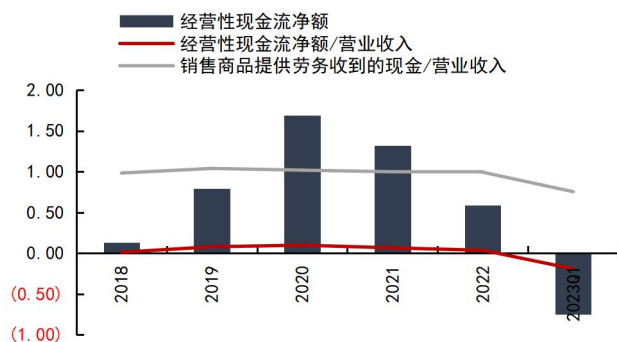
图6: 邦基科技费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

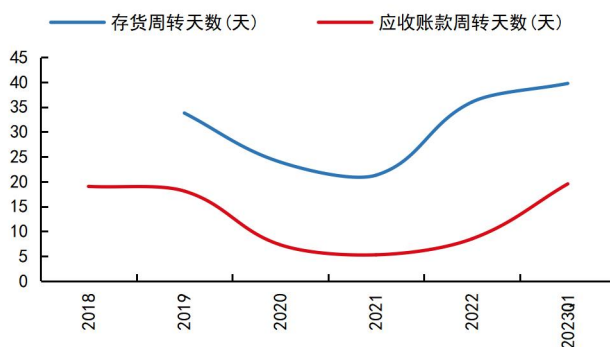
经营性现金流收缩明显, 应收及存货周转率小幅提升。2022 年公司经营性现金流净额 0.59 亿元 (同比-55%), 经营性现金流净额占营业收入比例为 4% (同比-45%), 销售商品提供劳务收到的现金占营业收入比例为 99% (-1%), 现金流状况受下游养殖行情低迷影响而整体承压明显。在主要流动资产周转方面, 2022 年公司应收周转天数达 8.47 天 (+61%), 存货周转天数达 35.99 天 (+69%)。

图7: 邦基科技经营性现金流情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 邦基科技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

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

公司 2022 年饲料行业收入占比达 97.26%，主要包含猪配合料、猪浓缩料、猪用预混料等核心猪饲料产品及其他饲料产品。饲料整体销量方面，公司饲料产能目前处于稳步放量期，综合考虑下游养殖行情周期波动情况，我们预计公司 2023-2025 年的饲料销量增速分别为 17%、12%、6%，饲料行业收入增速分别为 18%、12%、4%，毛利率分别为 14.8%、15.6%、14.8%，未来伴随饲料原材料成本压力减轻，及下游养殖客户现金流恢复，呈现稳中改善趋势。

具体来看各细分饲料产品未来表现，我们预计：

(1) 猪配合料产品 2023-2025 年收入增速预计分别为 19%、12%、2%，是公司主要发力的饲料生产产品之一，产能上量后，毛利率同样会呈现更加明显的改善趋势，预计 2023-2025 年毛利率分别为 14.4%、15.3%、14.4%。

(2) 猪浓缩料产品 2023-2025 年收入增速预计分别为 25%、17%、8%，浓缩料产品相较猪配合料产品定位更加高端，毛利率预计随公司下游客户市占率持续提升、品牌知名度扩大有望保持较好增长，预计 2023-2025 年毛利率分别为 16.5%、17.3%、16.5%。

(3) 猪用预混料产品 2023-2025 年收入增速预计分别为 10%、8%、1%，保持较为稳健的增速，毛利率预计随公司新基地投产建设、下游养殖盈利回暖有望保持较好增长，预计 2023-2025 年毛利率分别为 25.6%、26.0%、24.8%。

(4) 其他饲料产品 2023-2025 年收入增速预计分别为 2%、1%、1%，其他饲料产品主要包括禽料、反刍料等，为公司初步扩张业务，预计保持较为稳健的增速，毛利率预计随公司相关产品市场开拓有望保持较好增长，预计 2023-2025 年毛利率分别为 6.30%、5.83%、5.35%。

综上所述，预计 2023-2025 年的公司整体营收分别为 19.61/22.01/22.84 亿元，同比增速为 18.2%/12.3%/3.8%，毛利率 14.6%/15.4%/14.6%，毛利为 2.87/3.39/3.34 亿元。

表1: 邦基科技业务拆分

单位: 万元, %	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
饲料行业						
收入	169682.89	200592.92	161301.92	191054.57	214614.15	228,370.60
同比	74%	18%	-20%	18%	12%	3.8%
毛利	23312.27	25180.65	22410.91	28258.72	33454.95	33373.64
毛利率(%)	13.74	12.55	13.89	14.79	15.59	14.61
猪配合料						
收入	94,047.67	115,334.14	85,352.60	101590.96	113649.81	115752.33
yoy	81%	23%	-26%	19%	12%	2%
毛利	9,289.86	12,281.90	11,233.49	14649.24	17370.55	16680.97
毛利率(%)	9.88	10.65	13.16	14.42	15.28	14.41
猪浓缩料						
收入	55,885.71	54,023.34	48,929.70	61186.55	71771.82	77370.03
yoy	60%	-3%	-9%	25%	17%	8%
毛利	9,427.36	9,131.88	7,950.06	10091.49	12424.91	12741.24
毛利率(%)	16.87	16.90	16.25	16.49	17.31	16.47
猪用预混料						
收入	11,845.97	11,166.53	8,213.20	9003.36	9729.93	9821.39
yoy	181%	-6%	-26%	10%	8%	1%
毛利	3,535.20	2,837.33	2,130.83	2303.00	2524.70	2437.11
毛利率(%)	29.84	25.41	25.94	25.58	25.95	24.81
其他饲料						
收入	7,903.54	20,068.91	18,806.42	19273.70	19462.59	19653.32
yoy	19%	154%	-6%	2%	1%	1%
毛利	1,059.84	929.54	1,096.54	1214.98	1134.79	1052.43
毛利率(%)	13.41	4.63	5.83	6.30	5.83	5.35
其他业务						
收入	2,701.22	2,898.70	4,544.30	4998.73	5498.60	5773.53
yoy	1%	7%	57%	10%	10%	5%
毛利	706.49	425.95	359.08	424.89	450.89	461.88
毛利率(%)	26.15	14.69	7.90	8.50	8.20	8.00

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理和预测

未来3年业绩预测

表2: 未来3年盈利预测表

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1658	1961	2201	2284
营业成本	1431	1674	1862	1950
销售费用	28	35	36	39
管理费用	38	45	50	55
研发费用	34	43	45	48
财务费用	(1)	(17)	(19)	(22)
营业利润	126	180	225	214
利润总额	138	180	225	214
归属于母公司净利润	120	157	195	187
EPS	0.72	0.94	1.16	1.11
ROE	10%	12%	13%	11%

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 2023-2025 年收入分别为 19.6/22.0/22.8 亿元, 归属母公司净利润 1.6/2.0/1.9 亿元, 利润年增速分别为 30.6%/24.4%/-4.5%。

每股收益分别为 0.94/1.16/1.11 元。

盈利预测的敏感性分析

表3: 情景分析（乐观、中性、悲观）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
乐观预测					
营业收入(百万元)	2,035	1,658	1,962	2,204	2,287
(+/-%)	18.0%	-18.5%	18.3%	12.3%	3.8%
净利润(百万元)	146	120	165	205	197
(+/-%)	30.2%	-17.5%	37.4%	23.9%	-4.0%
摊薄 EPS	1.16	0.72	0.98	1.22	1.17
中性预测					
营业收入(百万元)	2,035	1,658	1,961	2,201	2,284
(+/-%)	18.0%	-18.5%	18.2%	12.3%	3.8%
净利润(百万元)	146	120	157	195	187
(+/-%)	30.2%	-17.5%	30.6%	24.4%	-4.5%
摊薄 EPS(元)	1.16	0.72	0.94	1.16	1.11
悲观的预测					
营业收入(百万元)	2,035	1,658	1,959	2,198	2,280
(+/-%)	18.0%	-18.5%	18.1%	12.2%	3.7%
净利润(百万元)	146	120	149	186	177
(+/-%)	30.2%	-17.5%	23.9%	25.0%	-5.1%
摊薄 EPS	1.16	0.72	0.89	1.11	1.05
总股本(百万股)	126	168	168	168	168

资料来源：国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

公司股票合理估值区间在 19.7-20.7 元, 给予买入评级。

考虑公司的业务特点, 我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值: 19.8-20.7 元

未来 5 年估值假设条件见下表:

表4: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
营业收入增长率	71.58%	18.05%	-18.50%	18.21%	12.27%	3.75%	5.00%	25.00%
营业成本/营业收入	86.07%	87.42%	86.27%	85.37%	84.60%	85.39%	89.00%	86.00%
管理费用/营业收入	1.78%	1.50%	2.23%	2.18%	2.17%	2.29%	2.21%	2.22%
研发费用/营业收入	2.60%	1.95%	2.03%	2.19%	2.06%	2.10%	2.12%	2.09%
销售费用/销售收入	2.19%	1.45%	1.67%	1.77%	1.63%	1.69%	1.70%	1.67%
营业税及附加/营业收入	0.10%	0.10%	0.12%	0.11%	0.11%	0.12%	0.11%	0.11%
所得税税率	11.53%	14.67%	13.11%	13.10%	13.63%	13.28%	13.34%	13.41%
股利分配比率	42.45%	26.42%	1.11%	23.33%	16.95%	13.80%	18.03%	16.26%

资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所预测

表5: 资本成本假设

无杠杆 Beta	1.1	T	13.10%
无风险利率	2.50%	Ka	10.20%
股票风险溢价	7.00%	有杠杆 Beta	1.11
公司股价 (元)	17.48	Ke	10.26%
发行在外股数 (百万)	168	E/(D+E)	99.16%
股票市值 (E, 百万元)	2937	D/(D+E)	0.84%
债务总额 (D, 百万元)	25	WACC	10.21%
Kd	5.30%	永续增长率 (10年后)	2.0%

资料来源: 国信证券经济研究所假设

绝对估值的敏感性分析

表6: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

		WACC 变化				
		10.1%	10.2%	10.26%	10.4%	10.5%
永续 增长 率变 化	2.2%	21.20	20.88	20.56	20.25	19.95
	2.1%	21.03	20.71	20.39	20.09	19.79
	2.0%	20.85	20.54	20.23	19.93	19.64
	1.9%	20.69	20.38	20.07	19.78	19.49
	1.8%	20.52	20.22	19.92	19.63	19.35

资料来源: 国信证券经济研究所分析

相对估值：19.7-20.7 元

公司以饲料经营为主业，我们采用 PE 法进行相对估值，主要选取与公司同行业的饲料公司进行比较，分别为海大集团、新希望、唐人神。

1) 海大集团：公司是全国水产饲料龙头，且兼具猪饲料、禽饲料、反刍饲料等全品类业务布局，同时积极向下游拓展水产品养殖、生猪养殖、种苗、动保等新兴业务。海大集团是大农业领域管理层优秀的成长股，其多元化业务拓展能力已获得市场认可，因此公司的 PE 水平在同行业中处于偏高水平。

2) 大北农：公司当前主营业务包括猪饲料、生猪养殖等板块，同时积极布局转基因玉米性状研发，未来有望进一步打开公司利润成长空间，考虑到市场对公司转基因新业务有期权市值预期，因此公司的 PE 水平在同行业中处于偏高水平。

3) 唐人神：公司主营饲料、生猪养殖、肉制品加工等生猪养殖产业链全环节，考虑到公司的猪料产品毛利率略低于邦基科技，且饲料产量目前保持稳定水平，未来盈利弹性稍弱，其 PE 估值水平理应低于邦基科技。

综合上述分析，上述可比公司 2023 年 PE 平均值为 18，考虑到公司业务主要为猪饲料高端产品，单吨盈利较行业有明显超额优势，且募投项目落地后产能有望快速放量，我们给予公司 2023 年 21-22 倍 PE，此外，我们预计邦基科技 2023-2025 年 EPS 分别为 0.94/1.16/1.11，综合考虑，合理预计邦基科技的合理估值区间 21-22 倍对应股价合计区间为 19.7-20.7 元。

表7: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值			EPS			PE			投资评级
			亿元			22E	23E	24E	22E	23E	24E	
002311.SZ	海大集团	53.1	883	2.52	3.24	3.7	21	16	14	买入		
002385.SZ	大北农	6.94	287	0.31	1.68	2.97	22	4	2	买入		
002567.SZ	唐人神	7.82	109	0.8	0.96	-	10	8	-	买入		
行业均值							18	10				

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测

投资建议

通过多角度估值，得出公司 2023 年合理估值区间 19.7-20.7 元，相对目前股价有 10%-20%的溢价空间。预计邦基科技 2023-2025 年 EPS 分别为 0.94/1.16/1.11，利润增速分别为 31%/24%/-9%，首次覆盖给予“买入”评级

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	188	747	678	902	1021	营业收入	2035	1658	1961	2201	2284
应收款项	37	52	54	54	69	营业成本	1779	1431	1674	1862	1950
存货净额	101	185	216	150	183	营业税金及附加	2	2	2	2	3
其他流动资产	17	23	24	18	14	销售费用	29	28	35	36	39
流动资产合计	342	1007	971	1123	1287	管理费用	31	38	45	50	54
固定资产	139	300	468	476	460	研发费用	40	34	43	45	48
无形资产及其他	48	54	53	52	50	财务费用	1	(1)	(17)	(19)	(23)
投资性房地产	14	25	25	25	25	投资收益	2	1	1	1	1
长期股权投资	5	5	5	10	10	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
资产总计	549	1392	1521	1685	1832	其他收入	(38)	(35)	(43)	(45)	(48)
短期借款及交易性金融负债	22	24	25	26	24	营业利润	156	126	180	225	214
应付款项	46	87	90	90	68	营业外净收支	15	12	0	0	0
其他流动负债	49	46	52	53	64	利润总额	171	138	180	225	214
流动负债合计	117	157	167	169	156	所得税费用	25	18	24	31	28
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	(1)	(1)	(1)	(1)
其他长期负债	5	5	5	5	5	归属于母公司净利润	146	120	157	195	187
长期负债合计	5	5	5	5	5	现金流量表 (百万元)					
负债合计	122	162	172	174	161	净利润	146	120	157	195	187
少数股东权益	2	2	1	0	(1)	资产减值准备	(0)	0	0	0	(0)
股东权益	425	1228	1349	1511	1672	折旧摊销	12	12	35	44	48
负债和股东权益总计	549	1392	1521	1685	1832	公允价值变动损失	(0)	(0)	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	1	(1)	(17)	(19)	(23)
每股收益	1.16	0.72	0.94	1.16	1.11	营运资本变动	(32)	(78)	(25)	73	(55)
每股红利	0.31	0.01	0.22	0.20	0.15	其它	0	(1)	(1)	(1)	(1)
每股净资产	3.37	7.31	8.03	8.99	9.95	经营活动现金流	126	54	167	312	178
ROIC	33%	13%	13%	18%	16%	资本开支	0	(173)	(201)	(51)	(31)
ROE	34%	10%	12%	13%	11%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	13%	14%	15%	15%	15%	投资活动现金流	(5)	(173)	(201)	(56)	(31)
EBIT Margin	8%	8%	8%	9%	8%	权益性融资	0	698	0	0	0
EBITDA Margin	8%	8%	10%	11%	10%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	18%	-18%	18%	12%	4%	支付股利、利息	(39)	(1)	(37)	(33)	(26)
净利润增长率	30%	-18%	31%	24%	-4%	其它融资现金流	(50)	(17)	1	1	(2)
资产负债率	23%	12%	11%	10%	9%	融资活动现金流	(127)	679	(36)	(32)	(28)
股息率	1.3%	0.0%	1.2%	1.1%	0.9%	现金净变动	(7)	560	(70)	224	120
P/E	15.1	24.4	18.7	15.0	15.7	货币资金的期初余额	195	188	747	678	902
P/B	5.2	2.4	2.2	1.9	1.8	货币资金的期末余额	188	747	678	902	1021
EV/EBITDA	14.1	22.4	15.8	12.5	13.0	企业自由现金流	0	(129)	(50)	244	126
						权益自由现金流	0	(146)	(34)	261	144

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

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 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