

研究所

原料糖蜜价格下跌+费用率下降+汇兑收益增加

证券分析师：余春生 S0350513090001
021-68591576 yucs@gzq.com.cn

——安琪酵母（600298）调研报告

投资要点：

1、酵母需求刚性，增长主要受益下游需求影响 酵母需求增长比较刚性，主要受下游行业影响，如烘焙、酿酒、发酵调味品、动物营养等行业的增长而增长。过去，在整体宏观经济形势较好的情况下，下游行业增长较好，酵母的收入增长水平一般能达到 20-30%的水平。而近几年，受宏观经济低迷影响，下游行业增长一般。酵母行业的增长也预计维持在 15%-20%的收入增长水平。全球来看，酵母主要生产者有法国乐斯福（Lesaffre）、英联马利（AB Mauri）、安琪酵母、加拿大拉曼（Lallemand）等，安琪酵母产能排列第 3。国内市场来看，乐斯福、英联马利和安琪合计约占 70%的市场份额。其中安琪在国内市场处于主导地位，酵母产能约 18 万吨（含埃及 1.5 万吨，俄罗斯新建 2 万吨），占国内约 40%-50%的市场份额，占全球约 4%-5%的市场份额。

2、酵母提取物 YE 作为天然增鲜剂，有望受益于消费升级 酵母抽提物（YE）是将酵母破壁后将其中蛋白质、核酸等提取，再经过酶解和精制，形成新一代食品增鲜剂。在鲜味剂市场，酵母抽提物凭借“增鲜增味、食品属性、降盐淡盐、耐受性强”等突出优势，近年来在食品行业发展迅猛，成为味精的替代品，目前很多酱油厂家高端产品都采用 YE 作为增鲜剂。我们认为，随着居民生活水平的提高，中国高端调味品市场增长有望迅猛，而 YE 调味品有效迎合了居民消费升级的趋势，未来成长空间不可小觑。从行业规模来看，据统计，1993 年全球 YE 产量为 5 万吨，2007 年产量为 11 万吨，到 2013 年大约为 20 万吨。公司 YE 产能为 4.6 万吨，占全球市场份额 23%，已经是全球最大的 YE 生产商。全球产能约 20 万吨，安琪酵母跟法国 BIO SPINGER 产能接近，二者约占 45%。

3、其他酵母系列产品：动物营养饲料及保健品 最近 10 多年来，随着绿色健康饲料的概念深入人心，酵母作为无毒、无残留和无抗药性的饲料添加剂，逐渐得到市场的认可。我国是饲料大国，蛋白饲料供应远远不足，每年需要进口大量鱼粉和大豆。酵母源动物营养饲料，即可改善现有蛋白质原料的营养品质，又可以节约部分豆粕和鱼粉的使用，是世界公认的解决饲料蛋白质紧缺的重要途径之一。但由于酵母源动物饲料在使用量上没有经过定量验证，而且使用效果不能立刻体现，况且价格较普通饲料添加剂要贵很多，同时由于动物饲养周期短，养殖户考虑成本的问题，市场推广难度短期内较大。此外，利用酵母提取物来制作高端面膜、保健品等，很多厂家正在市场推广，未来有望通过电商渠道来发展。由于市场对此类产品认知度还不是很高，前期推广的难度相对较大。

4、2016 年业绩亮点 （1）**糖业亏损下降**：近几年，受宏观经济低迷的影响，同时受进口糖低价的冲击，整体糖业经营不甚理想。糖业供给端连年下降，预测 2015 年开始糖价有望持续回升。公司糖业 2014 年糖业亏损约 6329 万元。2015 年，受益糖业复苏，预计能实现减亏，亏损总额预计约 2000 万元。2016 年有望继续受益糖业复苏，糖业实现盈亏平衡；（2）**原料糖蜜价格下跌**：在公司生产成本构成中糖蜜约占 48%，是影响酵母生产成本的主要因素。糖蜜的价格一方面受上游糖业的供给影响，另一方面受下游需求的影响。糖蜜 60%用于制作酒精，虽然目前白糖的价格有所回升，但酒精产量的持续下降有望推动糖蜜价格持续下跌。公司糖蜜年采购量预计约 70 万吨，其中甘蔗糖蜜采购量预计约 40 万吨。根据目前甘蔗糖蜜价格情况，预计 2016 年甘蔗糖蜜价格能便宜 30 元/吨，约可给公司节省原料成本 1200 万元。（3）**期间费用率下降**：公司设立融资租赁子公司，通过内部资金统一调配和使用，2016 年公司财务费用率预计可降低。同时，随着销售规模扩大，管理人员增加幅度较小，管理费用率有望降低。（4）**人民币贬值汇兑收益提升**：2015 年，美元兑人民币平均汇率 6.2272 元，2016 年 1

月份，美元兑人民币平均汇率为 6.5527，上升 5.23%。公司 2015H1 有 32% 的海外业务。假设 2015 年和 2016 年收入复合增长 15%，则预计 2016 年海外业务收入为 2.50 亿元，考虑人民币贬值，价格适当向下调整，预计汇兑收益约为 4000 万元。

5、盈利预测与投资建议 基于上述分析，我们预测公司 2015/16/17 年 EPS 分别为 0.83/1.28/1.69 元，对于当前股价 PE 分别为 43.30/28.04/21.32 倍，首次给予公司“增持”评级。

6、风险提示 市场开拓不达预期，原料成本降低不达预期，费用率控制不达预期，人民币贬值汇兑收益不达预期。

预测指标	2014	2015E	2016E	2017E
主营收入（百万元）	3654	4216	4871	5680
增长率(%)	17%	15%	16%	17%
净利润（百万元）	147.2	274	423	556
增长率(%)	1%	86%	54%	31%
摊薄每股收益（元）	0.45	0.83	1.28	1.69
ROE(%)	4.86%	7.01%	8.04%	7.91%

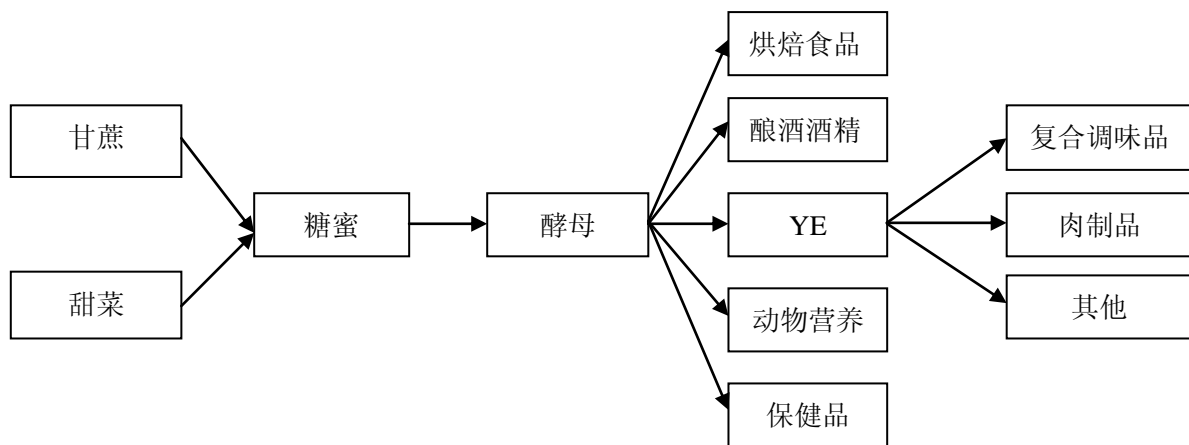
目 录

1、酵母需求刚性，增长主要受益下游需求影响	4
2、酵母提取物 YE 作为天然增鲜剂，有望受益于消费升级	5
3、其他酵母系列产品：动物营养饲料及保健品	6
4、公司主要经营品类及市场分布情况	7
5、公司近几年营收和利润情况	7
6、公司生产基地布局	8
7、2016 年业绩亮点	9
8、公司业绩分项预测	11
9、盈利预测与投资建议	11
10、风险提示	11
表 4、安琪酵母盈利预测	13

1、酵母需求刚性，增长主要受益下游需求影响

酵母是人类利用最早，应用范围最广泛、直接食用量最多的微生物，是目前世界上唯一利用量超百万吨的微生物，也是当代遗传工程利用最多的模式生物菌之一，广泛应用于传统酵母需求市场（如烘焙领域、发酵面食领域、酿酒及酒精领域）和酵母深加工市场（如 YE 调味品、医药及营养保健、动物营养等领域）。早在公元前 3000 年，人类就开始利用酵母来制作发酵产品，全球范围的酵母工业化已经有 200 多年的历史了。

图 1：酵母产业链

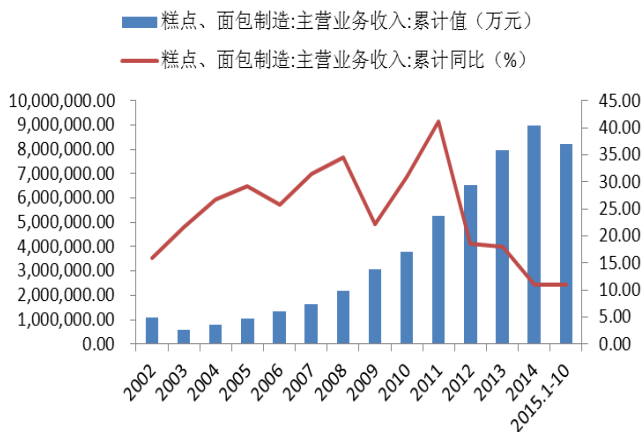


资料来源：WIND，国海证券研究所整理

全球商品酵母年产量超过 400 万吨，其中干酵母占比约为 30%-40%，西方烘焙用鲜酵母较多。欧美等发达国家以面包为主食，如美国约 40% 的面粉用于生产面包等，市场规模大、发展较为成熟。我国饮食南北差异较大，南方以米饭为主食，北方以馒头为主食，北方对酵母的需求量更大。随着我国经济快速增长，南北文化差异缩小，面包馒头等发酵食品的消费量有望持续扩大，同时随着消费升级，酵母对于苏打和老面的替代，传统酵母需求市场还有很大提升空间。

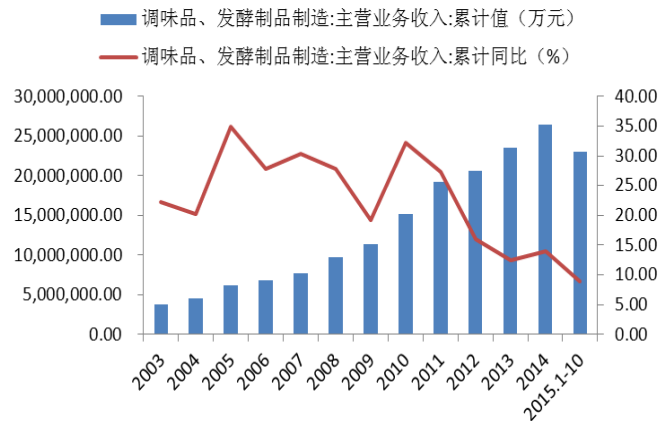
从酵母的需求增长来看比较刚性，主要受下游行业影响，如烘焙、酿酒、发酵调味品、动物营养等行业的增长而增长。过去，在整体宏观经济形势较好的情况下，下游行业增长较好，酵母的收入增长水平一般能达到 20-30% 的水平。而近几年，受宏观经济低迷影响，下游行业增长一般。酵母行业的增长也预计维持在 15%-20% 的收入增长水平。

图 2、我国面包、糕点制造业务收入及同比



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 3、我国调味品、发酵制品收入及同比



资料来源：Wind，国海证券研究所

全球来看，酵母主要生产者有法国乐斯福 (Lesaffre)、英联马利 (AB Mauri)、安琪酵母、加拿大拉曼 (Lallemand) 等，安琪酵母产能排列第 3。乐斯福在中国有安徽明光、广西来宾 2 个工厂，产能约 5 万吨；英联马利在中国哈尔滨、河北、番禺、新疆、烟台 (2 个) 有 6 个工厂，产能约 4 万吨，二者与安琪一起在国内约占有近 70% 的市场份额。安琪在国内市场处于主导地位，酵母产能约 18 万吨 (含埃及 1.5 万吨，俄罗斯新建 2 万吨)，占国内约 40%-50% 的市场份额，占全球约 4%-5% 的市场份额。

表 1、国际酵母主要生产商

排名	公司名称	优势区域	全球产能 (万吨)	主要产品
1	法国乐斯福 (Lesaffre)	欧洲、美洲、非洲	30	鲜酵母、干酵母
2	英国联合马利 (AB Mauri)	美国、澳洲、欧洲、南美	25	鲜酵母、干酵母
3	安琪酵母	中国、非洲、东南亚	18	干酵母
4	加拿大拉曼 (Lallemand)	北美	6	鲜酵母、特种酵母

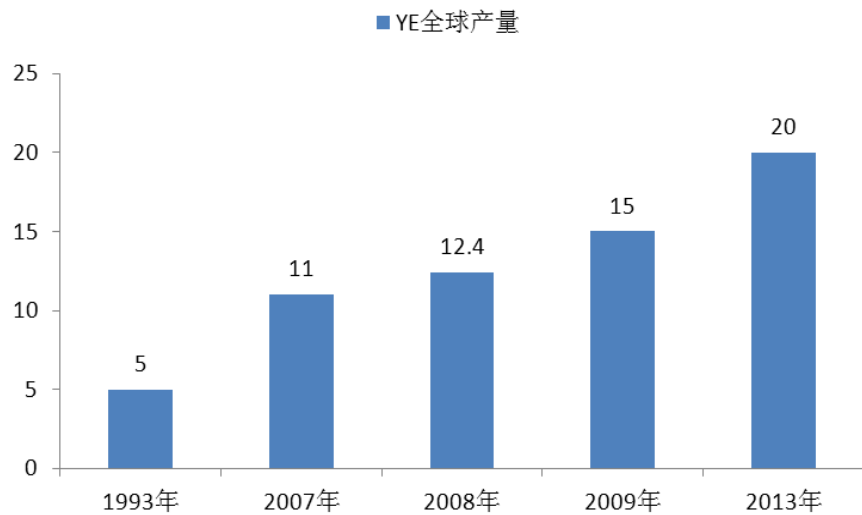
资料来源：网络资料，国海证券研究所

2、酵母提取物 YE 作为天然增鲜剂，有望受益于消费升级

酵母抽提物 (YE) 是将酵母破壁后将其中蛋白质、核酸等提取，再经过酶解和精制，形成新一代食品增鲜剂。在鲜味剂市场，酵母抽提物凭借“增鲜增味、食品属性、降盐淡盐、耐受性强”等突出优势，近年来在食品行业发展迅猛。尤其是 YE 作为一种“纯天然、安全、健康”的调味增鲜剂，可显著减少盐分添加，顺应健康消费趋势，近年来广受欢迎，成为味精的替代品，目前很多酱油厂家高端产品都采用 YE 作为增鲜剂。我们认为，随着居民生活水平的提高，中国高

端调味品市场增长有望迅猛，而 YE 调味品有效迎合了居民消费升级的趋势，未来成长空间不可小觑。从行业规模来看，据统计，1993 年全球 YE 产量为 5 万吨，2007 年产量为 11 万吨，到 2013 年大约为 20 万吨。

图 4、全球 YE 产量



资料来源：公司公告，国海证券研究所

公司 YE 产能为 4.6 万吨，占全球市场份额 23%，已经是全球最大的 YE 生产商。全球产能约 20 万吨，安琪酵母跟法国 BIO SPINGER 产能接近，二者约占 45%。

表 2、国际 YE 主要生产商

排名	公司名称	优势区域	全球产能 (万吨)
1	安琪酵母	中国	4.6
2	法国 Bio Springer	欧洲、美洲	4.5
3	德国 OHLY	欧洲	

资料来源：网络资料，国海证券研究所

3、其他酵母系列产品：动物营养饲料及保健品

酵母源动物营养饲料公司主要集中在欧洲和美洲的少数国家，2013 年全球产能约为 181 万吨，法国产量全球最大，其次是德国、荷兰等。国外生产公司主要有法国乐斯福公司、英国联合食品集团、荷兰吉斯特和加拿大雷蒙德公司等。最近 10 多年来，随着绿色健康饲料的概念深入人心，酵母作为无毒、无残留和无抗药性的饲料添加剂，逐渐得到市场的认可。我国是饲料大国，蛋白饲料供应远远不足，每年需要进口大量鱼粉和大豆。酵母源动物营养饲料，即可改善现有蛋白质原料的营养品质，又可以节约部分豆粕和鱼粉的使用，是世界公认的解决饲料蛋白质紧缺的重要途径之一。但由于酵母源动物饲料在使用上没有经过定量验证，而且使用效果不能立刻体现，况且价格较普通饲料添加剂要贵很多，同时由于动物饲养周期短，养殖户考虑成本的问题，市场推广难度短

期内较大。

此外，利用酵母提取物来制作高端面膜、保健品等，很多厂家正在市场推广，未来有望通过电商渠道来发展。由于市场对此类产品认知度还不是很高，前期推广的难度相对较大。

4、公司主要经营品类及市场分布情况

安琪酵母公司为从事酵母及其深加工产品的生物制品公司，酵母产业化水平在国内处于领先地位，是酵母行业唯一的高科技上市公司。主要产品为活性干酵母及酵母抽提物（YE），占收入 80%以上。公司销售渠道覆盖全国并出口至海外 140 多个国家和地区，包括欧洲、美洲、非洲、亚洲、中东等，海外市场占公司收入比重超过 30%。

图 5、2015H 收入结构

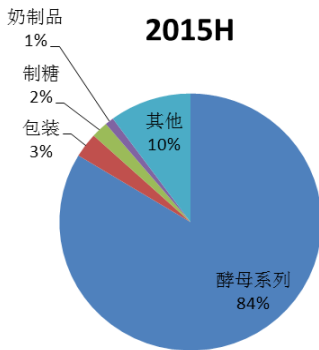
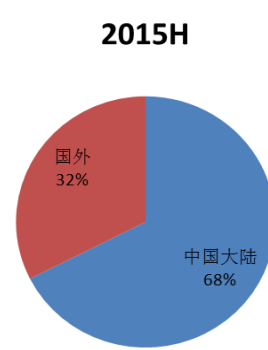


图 6、2015H 国内外市场分布



资料来源：Wind，国海证券研究所

资料来源：Wind，国海证券研究所

5、公司近几年营收和利润情况

图 7、公司上市以来收入及增长情况

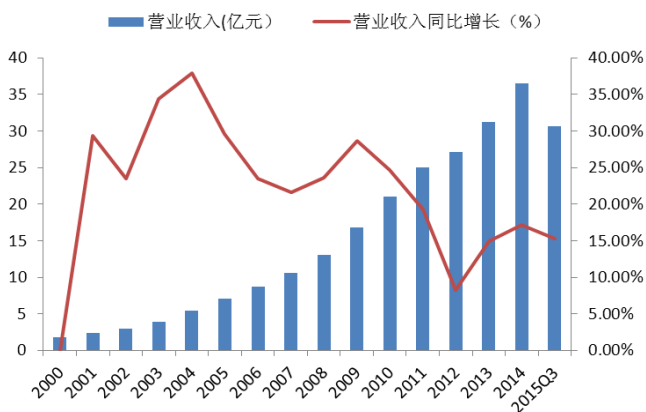
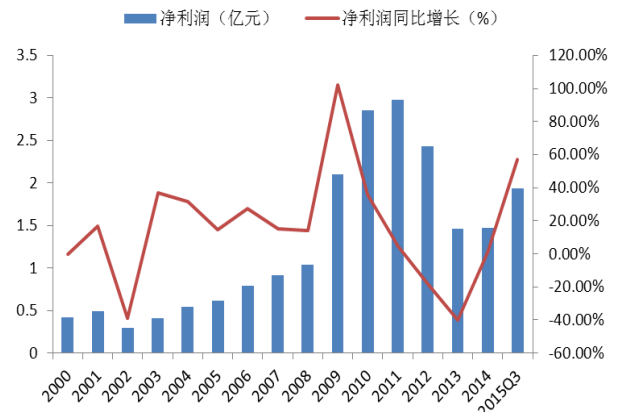


图 8、公司上市以来利润及增长情况



资料来源：Wind，国海证券研究所

资料来源：Wind，国海证券研究所

公司上市以来至 2005 年收入和利润都保持较高增长，2005 年以来公司收入稳步

增长，复合增速达 20%。2011-2013 年公司在原总经理带领下，在 B2C 业务上进行疯狂扩张，由于管理层过多精力放在 B2C 业务而减少了对 B2B 业务的投入，且缺乏快消品运作经验，公司收入、净利润增速大幅下滑，而销售费用和管理费用大幅上升。

2013 年，原总经理离任，公司暂停了近 3 年在 B2C 业务上的大举扩张，业务重心重回 B2B 业务，把精力重新聚焦到 B2B 主业，人员上进行了裁减，停产部分销量不好的产品等，2014 年上半年公司收入触底，主导产品收入均恢复 20%以上增长。

图 9、公司销售费用率变化情况

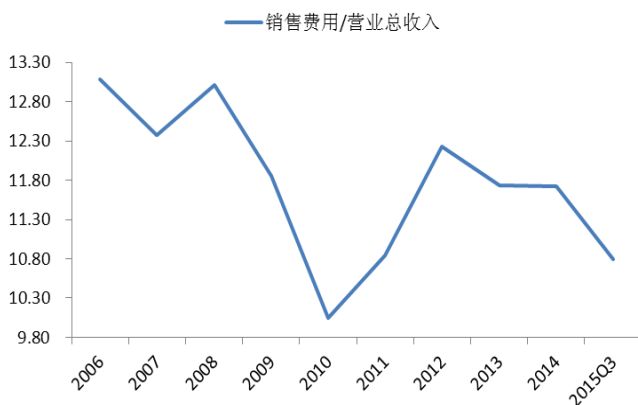
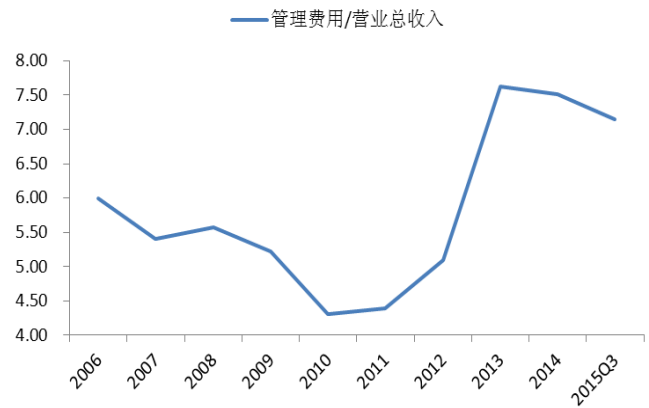


图 10、公司管理费用率变化情况



资料来源：Wind，国海证券研究所

资料来源：Wind，国海证券研究所

6、公司生产基地布局

目前公司总体产能为酵母产能 18 万吨（含俄罗斯新建 2 万吨），YE 产能 6.1 万吨（含广西柳州新建产能 1.5 万吨），总体产能利用率约 90%。随着市场的扩大，短期可以通过技改增加部分产能，长期有望持续的布局海外市场。

公司埃及年产 1.5 万吨酵母工厂于 2013 年 2 月投产，主要面向非洲、中东以及欧洲市场。公司工厂建设主要临近糖蜜厂区，因为物流费占生产成本比例较大。俄罗斯土地以黑土地为主，甜菜种植单产非常高，因此俄罗斯糖蜜产量丰富，年产超过 120 万吨。俄罗斯当地的糖蜜价格比国内低 60-70%。

表 3、安琪酵母公司生产工厂分布情况

安琪工厂	地址	持股比例	产能分布		成立时间
			酵母	YE	
安琪总部	湖北宜昌	100%	2.50	1	1986
安琪（赤峰）	内蒙古赤峰	100%	0.80		2003
安琪（伊犁）	新疆伊犁	100%	3.50	0.80	2004
安琪（滨州）	山东滨州	100%	0.70		2005
安琪（睢县）	河南商丘	100%	0.50		2005
安琪（崇左）	广西崇左	70%	2.50	0.80	2006
安琪（柳州）	广西柳州	100%	2	2+1.50	2012/2016
安琪（埃及）	埃及开罗	100%	1.50		2013
安琪（德宏）	云南德宏	90.38%	2		2014
安琪（俄罗斯）	俄罗斯利佩茨克州	100%	2		2017
产能合计			18	6.1	截至 2017 年

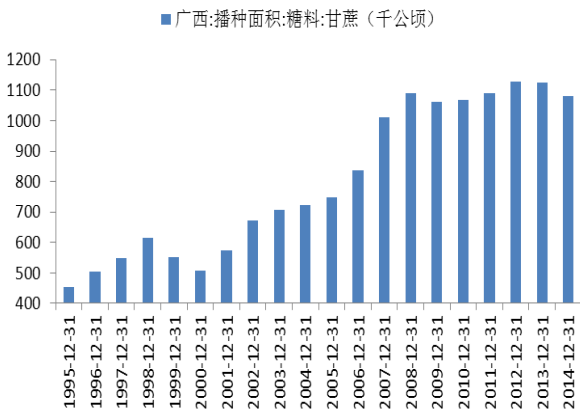
资料来源：公司公告，国海证券研究所

7、2016 年业绩亮点

（1）糖业亏损下降

近几年，受宏观经济低迷的影响，同时受进口糖低价的冲击，整体糖业经营不甚理想。由此，受糖业亏损的影响，种植户减少甘蔗、甜菜等原材料的种植，糖业供给端下降，糖价自 2015 年开始有望持续回升。

图 11、广西甘蔗种植面积持续下降



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 12、南宁白砂糖价格持续上涨



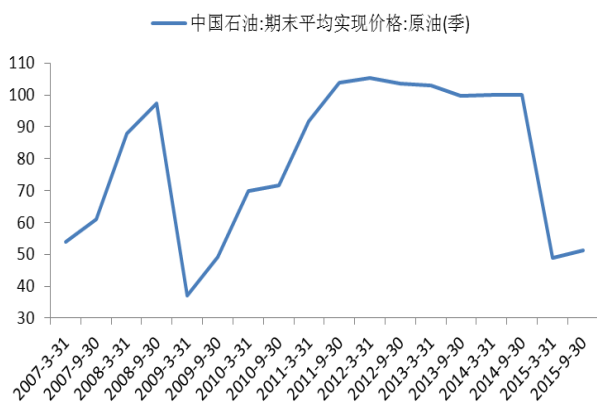
资料来源：Wind，国海证券研究所

公司糖业主要有两个工厂，一是安琪赤峰制糖业务（原蓝天糖业），2014年亏损4,817万元，另一个是伊力特糖业，2014年亏损1,512万元，合计2014年糖业亏损约6329万元。2015年，受益糖业复苏，预计能实现减亏，亏损总额预计约2000万元。2016年有望继续受益糖业复苏，糖业实现盈亏平衡。

（2）原料糖蜜价格下跌

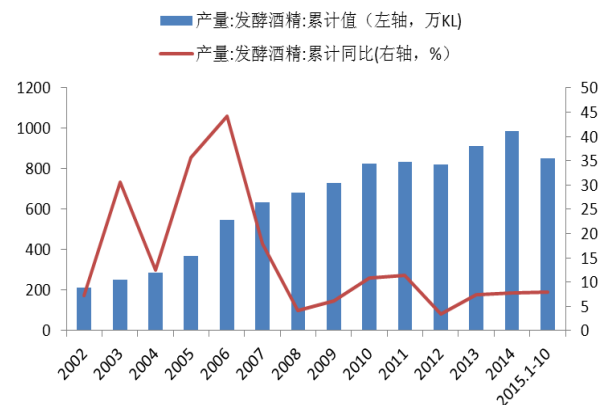
在公司生产成本构成中，60%左右是原材料成本，而原材料当中80%左右是糖蜜。因此糖蜜占公司生产成本的48%，是影响酵母生产成本的主要因素。糖蜜作为糖业的副产物，糖蜜的价格一方面受上游糖业的供给影响，另一方面受下游需求的影响。糖蜜60%用于制作酒精，虽然目前白糖的价格有所回升，但石油价格下降明显，导致酒精产量持续下降。酒精产量的持续下降有望推动糖蜜价格持续下跌。

图 13、石油价格持续下跌



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 14、酒精产量持续下降



资料来源: Wind, 国海证券研究所

公司糖蜜年采购量预计约70万吨，其中甘蔗糖蜜采购量预计约40万吨。根据目前甘蔗糖蜜价格情况，预计2016年甘蔗糖蜜价格能便宜30元/吨，约可给公司节省原料成本1200万元。

（3）期间费用率下降

公司设立融资租赁子公司，通过内部资金统一调配和使用，2016年公司财务费用率预计可降低。同时，随着销售规模扩大，管理人员增加幅度较小，管理费用率有望降低。

（4）人民币贬值汇兑收益提升

2015年，美元兑人民币平均汇率6.2272元，2016年1月份，美元兑人民币平均汇率为6.5527，上升5.23%。公司2015H1有32%的海外业务。假设2015年和2016年收入复合增长15%，则预计2016年海外业务收入为2.50亿元，考虑人民币贬值海外销售价格做适当调整，预计可带来汇兑收益约为4000万元。

8、公司业绩分项预测

表 4、公司业绩分项预测

	报告期	2013	2014	2015E	2016E	2017E
酵母系列	收入 (亿元)	26.19	30.20	34.83	40.29	47.14
	收入同比增长 (%)		15.31%	15.32%	15.68%	17.00%
	毛利率 (%)	31.47%	30.80%	30.90%	31.10%	31.23%
包装	收入 (亿元)	0.73	1.30	1.00	0.80	0.64
	收入同比增长 (%)		78%	-23%	-20%	-20%
	毛利率 (%)	16.89%	15.85%	14.52%	13.68%	12.73%
制糖	收入 (亿元)	0.58	0.56	0.96	1.16	1.26
	收入同比增长 (%)		-3%	71%	21%	9%
	毛利率 (%)	4%	-1.00	4%	21%	29%
奶制品	收入 (亿元)	0.41	0.46	0.52	0.58	0.65
	收入同比增长 (%)		12%	12%	12%	12%
	毛利率 (%)	29.28%	31.95%	31.95%	31.95%	31.95%
其他	收入 (亿元)	3.28	4.02	4.86	5.89	7.12
	收入同比增长 (%)		23%	21%	21%	21%
	毛利率 (%)	22%	29%	29%	29%	29%
合计	收入 (亿元)	31.19	36.54	42.16	48.71	56.80
	收入同比增长 (%)		17.15%	15.39%	15.52%	16.62%
	毛利率 (%)	29.56%	28.08%	29.71%	30.34%	30.72%

资料来源：国海证券研究所

9、盈利预测与投资建议

基于上述分析，我们预测公司 2015/16/17 年 EPS 分别为 0.83/1.28/1.69 元，对于当前股价 PE 分别为 43.30/28.04/21.32 倍，首次给予公司“增持”评级。

10、风险提示

市场开拓不达预期，原料成本降低不达预期，费用率控制不达预期，人民币贬

值汇兑收益不达预期。

表 4、安琪酵母盈利预测

证券代码:	600,298	股票价格:	35.96	投资评级:	增持	日期:	2016-2-19		
财务指标	2014	2015E	2016E	2017E	每股指标与估值	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力					每股指标				
ROE	4.86%	7.01%	8.04%	7.91%	EPS	0.45	0.83	1.28	1.69
毛利率	29%	30%	30%	31%	BVPS	8.56	11.05	14.89	19.93
期间费率	23%	20%	19%	19%	估值				
销售净利率	4%	6%	9%	10%	P/E	80.53	43.30	28.04	21.32
成长能力					P/B	4.20	3.26	2.42	1.80
收入增长率	17%	15%	16%	17%	P/S	3.24	2.81	2.43	2.09
利润增长率	1%	86%	54%	31%					
营运能力					利润表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
总资产周转率	0.58	0.58	0.56	0.54	营业收入	3654	4216	4871	5680
应收账款周转率	8.79	8.79	8.79	8.79	营业成本	2584	2964	3393	3936
存货周转率	2.77	2.77	2.77	2.77	营业税金及附加	24	28	32	37
偿债能力					销售费用	428	494	566	625
资产负债率	52%	46%	40%	34%	管理费用	274	317	361	406
流动比	0.81	1.20	1.75	2.39	财务费用	117	(9)	(29)	(60)
速动比	0.47	0.81	1.32	1.91	其他费用/(-收入)	(34)	(55)	40	46
资产负债表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E	营业利润	193	368	588	782
现金及现金等价物	599	1501	2921	4702	营业外净收支	45	37	37	40
应收款项	416	480	554	646	利润总额	238	405	625	822
存货净额	932	1079	1236	1433	所得税费用	61	76	117	154
其他流动资产	235	271	313	365	净利润	177	329	508	668
流动资产合计	2181	3331	5024	7146	少数股东损益	30	55	85	112
固定资产	3658	3392	3183	2985	归属于母公司净利润	147	274	423	556
在建工程	68	148	138	138	现金流量表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
无形资产及其他	275	275	248	220	经营活动现金流	699	441	591	661
长期股权投资	23	23	23	23	净利润	177	329	508	668
资产总计	6282	7246	8692	10588	少数股东权益	30	55	85	112
短期借款	1456	1456	1456	1456	折旧摊销	307	393	367	343
应付款项	503	583	667	774	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	63	72	84	98	营运资金变动	186	(336)	(368)	(462)
其他流动负债	663	663	663	663	投资活动现金流	(400)	186	219	198
流动负债合计	2684	2774	2869	2990	资本支出	57	186	219	198
长期借款及应付债券	500	500	500	500	长期投资	15	0	0	0
其他长期负债	66	66	66	66	其他	(473)	0	0	0
长期负债合计	566	566	566	566	筹资活动现金流	603	546	843	1108
负债合计	3251	3340	3436	3556	债务融资	(539)	0	0	0
股本	330	330	330	330	权益融资	0	0	0	0
股东权益	3031	3906	5256	7032	其它	1142	546	843	1108
负债和股东权益总计	6282	7246	8692	10588	现金净增加额	902	1172	1653	1967

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【分析师承诺】

余春生，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，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，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。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。

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。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。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。