

推荐 (维持)

## 安琪酵母 (600298) 深度报告

风险评级: 中风险

全球产能布局 产品向 YE、保健品等领域延伸

2018 年 4 月 27 日

### 投资要点:

魏红梅

SAC 执业证书编号:

S0340513040002

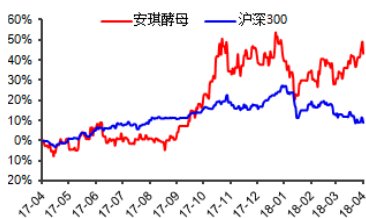
电话: 0769-22110925

邮箱: whm2@dgzq.com.cn

### 主要数据 2018 年 4 月 27 日

收盘价(元)	34.81
总市值(亿元)	286.86
总股本(亿股)	8.24
流通股本(亿股)	8.24
ROE(TTM)	22.36%
12 月最高价(元)	36.49
12 月最低价(元)	21.45

### 行业指数走势



资料来源: 东莞证券研究所, Wind

### 相关报告

- **公司是亚洲第一、世界第三大酵母公司。**公司成立于1986年, 1998年改制为股份有限公司, 2000年在上交所上市。公司主要从事酵母、酵母衍生物及相关生物制品经营的高新技术企业。公司拥有15条酵母生产线, 酵母类产品发酵总产能达到20.3万吨, 在埃及和俄罗斯建立了海外工厂。公司已成长为亚洲第一、世界第三大酵母公司。
- **行业竞争格局: 寡头垄断。**目前全球酵母总产能约为150万吨, 乐思福、AB马利、安琪分列行业前三位; 酵母行业产能主要集中在欧美, 超过总产能一半。目前中国酵母类总产能超过30万吨, 占世界产能的20%; 安琪酵母拥有20.3万吨酵母产能, 国内市场占有率接近70%, 国际市场占有率接近15%。近几年, 安琪酵母不断在海外扩张产能, 目前YE产能已居世界第一。预计到2019年, 安琪酵母产能有望超过23万吨, 国际市场占有率有望进一步提高。
- **公司产品丰富, 由酵母向YE、保健品、动物营养等领域拓展。**公司传统优势产品主要为用于发酵面食及烘焙领域、酿酒领域的酵母。公司不断丰富产品结构, 开发出酵母抽提物(YE), 目前拥有四条YE生产线, 产能居世界前列, 产品广泛应用于烘焙食品、发酵面食、酿酒及酒精工业、食品调味、医药及营养保健、动物营养等领域。
- **公司的销售网络遍布全球。**公司产品销售主要采取经销商代理+大客户直供模式进行。公司在国内外拥有众多的经销商, 在北京、上海、成都、沈阳、武汉、广州、宜昌、开罗等城市建有区域总部和应用技术服务中心, 在国内有27个办事处, 产品远销欧洲、美洲、非洲、亚洲等150多个国家和地区。同时搭建了安琪E家、博试生等自有电商平台, 并在第三方电商平台开设多家店铺, 实现了网络销售渠道的广覆盖。
- **公司在海内外均有产能布局, 未来两年新增产能逐步释放。**截至2017年底, 公司拥有15条酵母生产线和4条YE生产线; 酵母产能达到20.3万吨, 居于亚洲第一、世界第三, 国内市场占有率超过60%; YE产能达到4.6万吨, 居世界第一。公司产能主要分布在宜昌总部、崇左、德宏、柳州、赤峰、俄罗斯及埃及等。公司近年来产能利用率超过100%。为了满足市场的需求, 公司不断扩张产能。2017年公司俄罗斯年产2万吨酵母项目产能投产, 拉动公司2017年底酵母产能同比增加近2万吨, 增幅9%。预计2018年赤峰1.65万吨绿色制造集成应用项目、柳州YE项目将释放新增产能; 2019年埃及年产1.2万吨YE项目将逐步达产, 俄罗斯第二期新增1.5万吨酵母产能有望达产。
- **投资建议:**预计公司2018-2019年EPS分别为1.321元和1.65元, 对应PE分别为26倍和21倍。公司是国内酵母龙头, 具有较强的竞争优势, 产品结构较为完善, 未来的增长动力在于: 产品结构由酵母向YE、保健品、动物营养等领域拓展有望带来新的增长点, 新增产能逐步释放, 行业龙头地位更加稳固。当前估值较为合理, 维持推荐评级。

## 目 录

1. 公司是国内酵母龙头 .....	3
2. 我国酵母行业仍处于成长期 处于寡头竞争格局 .....	4
3. 公司的竞争优势 .....	5
4. 投资建议：维持推荐评级 .....	9

## 插图目录

图 1：公司发展历程 .....	3
图 2：公司业务收入构成（亿元） .....	3
图 3：公司分业务收入占比（%） .....	3
图 4：公司国内国外营收及同比增速（亿元，%） .....	4
图 5：公司 2017 年国内国外收入占比（%） .....	4
图 6：公司近几年产销量及库存量（万吨） .....	6
图 7：公司酵母产能及 YE 产能（万吨） .....	6
图 8：公司近几年研发支出及其增速（亿元，%） .....	8
图 9：公司近几年研发人员数量及占比（人，%） .....	8
图 10：公司近几年业绩（亿元） .....	8
图 11：公司近几年业绩同比增速（%） .....	8
图 12：公司近几年毛利率净利率（%） .....	9
图 13：公司近几年期间费用率（%） .....	9

## 表格目录

表 1：公司产品推出时间表 .....	5
表 2：公司近年来产能布局 .....	6
表 3：公司 YE 产品 .....	7
表 4：公司 YE 产品应用领域 .....	7
表 5：公司盈利预测简表 .....	10

## 1. 公司是国内酵母龙头

公司是亚洲第一、世界第三大酵母公司。公司成立于1986年，1998年改制为股份有限公司，2000年在上交所上市。公司主要从事酵母、酵母衍生物及相关生物制品经营的高新技术企业。公司拥有15条酵母生产线，酵母类产品发酵总产能达到20.3万吨，在埃及和俄罗斯建立了海外工厂。公司已成长为亚洲第一、世界第三大酵母公司。

图 1：公司发展历程

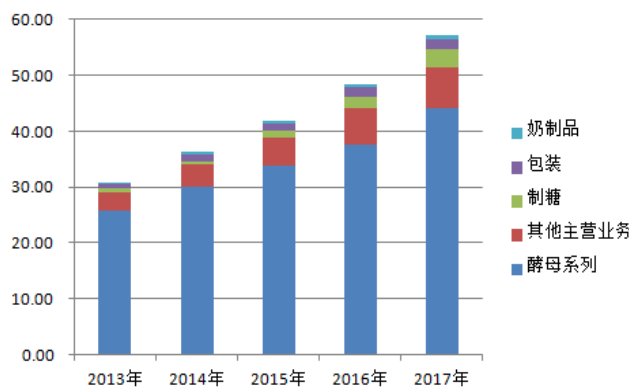


资料来源：公司官网，东莞证券研究所

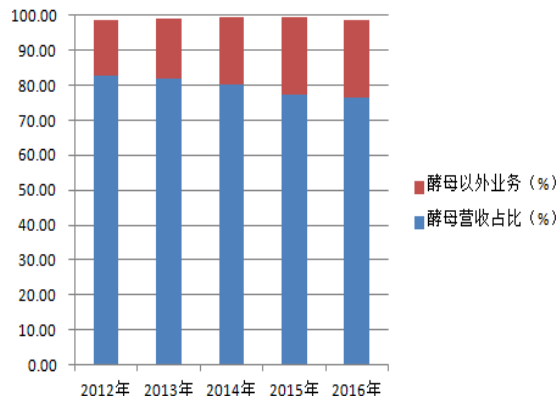
酵母系列贡献了近八成收入，近几年保持较快增长。公司主营业务收入主要由酵母系列、制糖、包装、奶制品及其他等五项业务构成。2017年酵母系列产品实现营业收入44.08亿元，收入占比达到76.3%，同比增长17.16%。制糖业务、包装业务、奶制品业务和其他业务分别实现营业收入3.31亿元、1.86亿元、0.57亿元和7.26亿元，分别同比增长74.83%、12.47%、6.94%和9.7%，营收占比分别为5.7%、3.2%、1%和12.6%。近几年酵母产品收入保持较快增长，最近3年CAGR约为13.8%；制糖、包装、奶制品等其他业务最近3年CAGR约为27%。

图 2：公司业务收入构成（亿元）

图 3：公司分业务收入占比（%）



资料来源：wind，东莞证券研究所

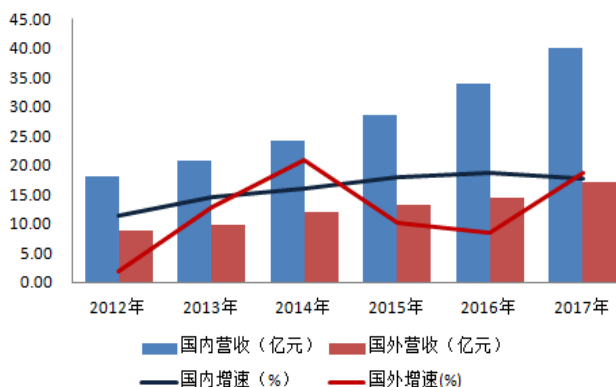


资料来源：wind，东莞证券研究所

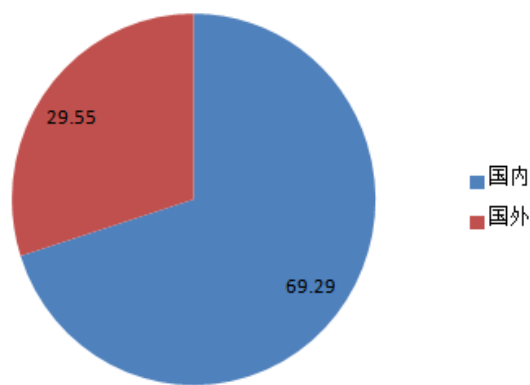
国内市场贡献了约七成的收入，海外市场贡献了近三成收入。2017年公司国内市场实现营业收入40亿元，收入占比达到69.3%，同比增长17.8%；海外市场实现营业收入17亿元，收入占比达到29.6%，同比增长18.8%。近几年国内外市场收入均保持较快增长，最近三年国内与国外市场CAGR分别约为18.2%和12.4%。

图 4：公司国内国外营收及同比增速（亿元，%）

图 5：公司 2017 年国内国外收入占比（%）



资料来源：wind，东莞证券研究所



资料来源：wind，东莞证券研究所

## 2.我国酵母行业仍处于成长期 处于寡头竞争格局

我国酵母行业仍处于成长期，在新兴领域的应用前景广阔。据估计全球酵母市场2010年有29亿美元，到2016年超过51亿美元，以年均8.6%的复合增速增长。其中烘焙酵母占到市场总量的31%，啤酒酵母占到市场总量的45%。欧洲和亚太地区是占有率最大的区域，大概占到市场的60%。北美增长较快，年均复合年增长率达到9.7%，2016年达到13亿美元。中国成为全球酵母产能增长最为迅猛的区域，带动了亚太乃至全球酵母产能的快速增长，2016年中国酵母类总产能已由2004年的10万吨增长至30万吨，年均复合增速超过12%。从应用领域来看，酵母传统应用于面食发酵、烘焙、酿酒，需求相对稳定；未来酵母在动物营养、人类营养健康、植物营养、YE食品调味等新兴领域的应用前景广阔，市场容量巨大。

**酵母提取物（YE）未来空间大。**酵母提取物（Yeast Extract），即采用现代生物高新技术

术，将酵母细胞内的蛋白质、核酸等进行降解后精制而成的一种棕黄色可溶性膏状或浅黄色粉状纯天然制品，主要成分为多肽、氨基酸、呈味核苷酸、B族维生素及微量元素，不含胆固醇和不饱和脂肪酸。YE具有增鲜调味、降盐淡盐、平衡异味、耐受性强等特点，广泛应用于休闲食品、肉制品、酱卤食品、方便面、酱油、醋、调味酱等食品调味领域。

**行业竞争格局：寡头垄断。**目前全球酵母总产能约为150万吨，乐思福、AB马利、安琪分列行业前三位；酵母行业产能主要集中在欧美，超过总产能一半。目前中国酵母类总产能超过30万吨，占世界产能的20%；安琪酵母拥有20.3万吨酵母产能，国内市场占有率接近70%，国际市场占有率接近15%。近几年，安琪酵母不断在海内外扩张产能，目前YE产能已居世界第一。预计到2019年，安琪酵母产能有望超过23万吨，国际市场占有率有望进一步提高。

### 3.公司的竞争优势

**公司产品丰富，由酵母向YE、保健品、动物营养等领域拓展。**公司传统优势产品主要为用于发酵面食及烘焙领域、酿酒领域的酵母。公司不断丰富产品结构，开发出酵母抽提物（YE），目前拥有四条YE生产线，产能居世界前列，产品广泛应用于烘焙食品、发酵面食、酿酒及酒精工业、食品调味、医药及营养保健、动物营养等领域。

表 1：公司产品推出时间表

时间	产品
1991年	开发出家用小包装酵母，开发出酿酒酵母产品
1992年	开发出酵母锌
1994年	开发出耐高温酿酒酵母
1998年	开发甜酒曲产品
2000年	开发面用改良剂系列产品
2001年	开发耐高糖活性干酵母、酵母抽提物系列产品
2002年	开发饲用高活性干酵母
2005年	开发超级酿酒酵母，开发即食酵母粉酵母β-葡聚糖
2008年	开发出酵母蛋白粉
2009年	研制出具有国际先进水平“高I+G酵母抽提物”、发明国际先进水平的油条膨松剂产品、开发出酵母硒3000、开发出甘露糖蛋白
2010年	开发出系列YE调味产品、羧甲基葡聚糖、酵母RNA、酵母提取物E100，开发出工业用风味甜酒曲专利产品
2011年	国内首创半干酵母，开发酵母浸出物FM888，开发风味甜酒曲
2012年	国内首创酵母蛋白胨产品FP101，发明米发糕预拌粉产品，发明无味精添加的安琪YE鲜味粉

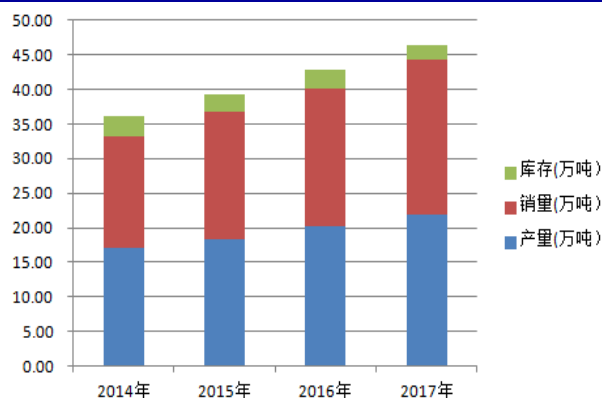
资料来源：公司官网，东莞证券研究所

**公司的销售网络遍布全球。**公司产品销售主要采取经销商代理+大客户直供模式进行。公司产品细分为工业用产品和民用产品，工业用产品通过经销商分销或直供的方式提供给用户，民用产品则通过经销商分销、直销或者通过公司搭建的各类电商平台交付给消费者。公司在国内外拥有众多的经销商，在北京、上海、成都、沈阳、武汉、广州、宜昌、开罗等城市建有区域总部和应用技术服务中心，在国内有27个办事处，产品远销欧

洲、美洲、非洲、亚洲等150多个国家和地区。同时搭建了安琪E家、博试生等自有电商平台，并在第三方电商平台开设多家店铺，实现了网络销售渠道的广覆盖。

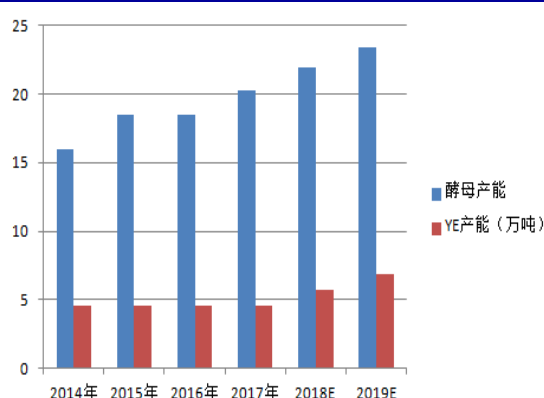
**公司在海内外均有产能布局，未来两年新增产能逐步释放。**截至2017年底，公司拥有15条酵母生产线和4条YE生产线；酵母产能达到20.3万吨，居于亚洲第一、世界第三，国内市场占有率超过60%；YE产能达到4.6万吨，居世界第一。公司产能主要分布在宜昌总部、崇左、德宏、柳州、赤峰、俄罗斯及埃及等。公司近年来产能利用率超过100%。为了满足市场的需求，公司不断扩张产能。2017年公司俄罗斯年产2万吨酵母项目产能投产，拉动公司2017年底酵母产能同比增加近2万吨，增幅9%。预计2018年赤峰1.65万吨绿色制造集成应用项目、柳州YE项目将释放新增产能；2019年埃及年产1.2万吨YE项目将逐步达产，俄罗斯第二期新增1.5万吨酵母产能有望达产。

图 6：公司近几年产销量及库存量（万吨）



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 7：公司酵母产能及 YE 产能（万吨）



资料来源：wind，东莞证券研究所

表 2：公司近年来产能布局

公告时间	产能项目	达产时间	备注
2009.12	埃及 1.5 万吨高活性干酵母项目	2013 上半年	
2015.3	安琪柳州年产 1.5 万吨 YE 扩建项目	2017.12	截至公告日安琪柳州已有 2 万吨 YE 产能，于 2013 年 2 月投产，是当年国内最大的 YE 工厂。扩建后新增 YE1.056 万吨、5040 吨酵母源生物饲料添加剂、5 万吨环保有机肥料。投产后 YE 总产能 3.056 万吨
2015.7	俄罗斯年产 2 万吨酵母项目	2017.8	
2016.10	安琪赤峰酵母搬迁扩建年产 2.5 万吨	2018.6	第一期 1.6 万吨酵母计划于 2018 年 6 月投产，第二期将于 2019 年搬迁现有 9000 吨老酵母生产线
2016.10	安琪德宏扩建 4000 吨酵母生产线	2017.5	安琪德宏目前拥有年产 2.6 万吨高活性干酵母产能
2017.3	安琪赤峰制糖生产线提升改造项目	2017.10	达产后，制糖生产线年加工甜菜 50 万吨，新增 14 万吨；每榨季将生产供应糖蜜 2.43 万吨
2017.3	埃及年产 1.2 万 YE 项目	2019.3	
2017.10	安琪德宏扩建年产 6 万吨	2018.8	目前安琪德宏拥有年产 3 万吨高活性干酵母产能、年产



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

公司YE产品丰富，应用领域广，产能已跃居世界第一，未来两年仍有新增产能释放出来。酵母抽提物（YE）是具有食品属性、非食品添加剂的鲜味物质，具有增鲜增味，降盐淡盐，平衡异味，耐受性强等特点，广泛应用于休闲食品、肉制品、方便面、酱油等食品调味领域。公司YE产品丰富，目前主要有四大类YE产品类型，包括基础型、高鲜型、浓厚型和肉类风味型YE。公司YE应用范围广，能在调味品、海产品、餐饮、坚果炒货、酱卤制品、速冻食品等领域中广泛应用。公司先后在湖北宜昌、新疆伊犁、广西崇左、柳州建设了四条酵母抽提物生产线，目前YE总产能达4.6万吨，跃居世界第一位。2018年柳州项目将释放出1.06万吨YE产能，2018年埃及年产1.2万吨YE项目将达产，届时公司YE总产能将达到近7万吨，公司在YE的竞争优势将保持下去。

表 3：公司 YE 产品

产品类型	产品特征	产品系列
基础性YE	产品富含氨基酸、肽等物质，具有典型的酵母抽提物基础风味，能提供纯正的肉汤口感。	FA/KA系列：水分≤6.0%，含盐量0%-40%；LA/LB系列：水分30.0%-35.0%，含盐量0%-40%
高鲜型YE	产品含有丰富的天然呈味核苷酸和氨基酸，具有典型的鲜味口感，鲜味强劲。	FIG/KU系列：水分≤6%，含盐量0%-15%，天然I+G含量2%-20%；LIG系列：水分30%-35%，含盐量0%-15%，天然I+G含量2%-20%
浓厚味YE	产品相比普通YE更具有典型的KOKUMI特征风味，提供持久的回味和醇厚口感。	KK系列：水分≤6.0%，含盐量0%-40%
肉类风味YE	产品将酵母抽提物进行美拉德反应，生成具有特征风味的抽提物，比普通的酵母抽提物更具特征风味。	TP系列：特点 猪肉风味，水分≤6%或40%-45%，含盐量5%-40% TB系列：特点 牛肉风味，水分≤6%或40%-45%，含盐量5%-40% TC系列：特点 鸡肉风味，水分≤6%或40%-45%，含盐量5%-40% VKM系列：特点 无肉源，水分≤6%，盐含量0-20%

资料来源：公司官网，东莞证券研究所

表 4：公司 YE 产品应用领域

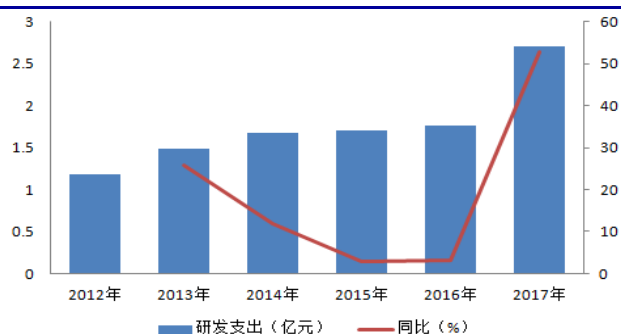
应用领域	应用特点
食醋	缓和醋酸直冲感，增强厚味，辅助提升食醋指标。
酱油	增强产品鲜味，淡化咸味，还能较好的抑制酱油的酸涩味。
调味酱	提升调味酱的鲜味强度和持续性；同时协调特色风味的口感。
餐饮	以酵母抽提物为基料，配合各种香辛料、肉类提取物精制而成的复合调味料。应用于麻辣烫、火锅、卤菜、炒菜、调汤、包子馅料等。
海产品	适用于鱼罐头、海带、裙带菜、烤（煮）鱿鱼、海参、鲍鱼等调味，可协同增鲜、增强醇厚味，掩盖鱼腥味。
坚果炒货	适用于瓜子、麻辣花生、青豆等调味，可增鲜增味、降盐淡咸、平衡异味，耐受性强等特点。
速冻食品	添加 YE 后能较好的改善肉制品腥味、涩味，并提升香味，厚味。

麻辣熟食	添加 YE 后改善麻辣熟食的不愉快风味，增加产品回味，加强产品滋味的持续性。
酱腌菜	添加 YE 能补充酱腌菜在脱盐脱水中损失的呈味氨基酸，从而提升酱腌菜风味
酱卤制品	添加 YE 能增鲜抑腥，同时带来诱人的颜色
火锅底料	能协调火锅底料各种原料的风味，同时使鲜味在不断的高温煮制中更加容易存留，保证味道的稳定性。
饼干	安琪酵母抽提物中含有参与美拉德反应的前提物质，在烘烤过程中起增色和增香的作用，同时能让味道更为丰富和持久。

资料来源：公司官网，东莞证券研究所

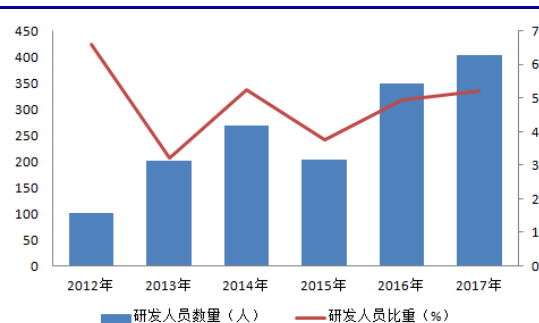
**公司研发能力突出。**公司2017年实施研发项目237项，其中重大研发项目24项，完成率为86%；新产品项目48项，完成率为92%，新产品贡献率达13.5%。获5件发明专利授权，通过知识产权体系认证。近几年，公司研发支出保持较快增长。2017年研发支出达到2.7亿元，同比增长52.92%，占营收的比重达到4.67%；研发支出近五年年均复合增速约为18%，快于近五年营收复合增速。研发人员数量持续增加，2017年末研发人员403人，同比增长15%，研发人员占比5.21%。

图 8：公司近几年研发支出及其增速（亿元，%）



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 9：公司近几年研发人员数量及占比（人，%）



资料来源：wind，东莞证券研究所

**向上游产业链布局。**2014年控股子公司安琪赤峰在同一控制下吸收合并了蓝天糖业，由此形成了甜菜-糖业-酵母-有机肥的循环经济产业链。2017年公司对安琪赤峰制糖生产线进行技术提升改造，将其制糖能力从日榨3000吨提升至日榨5000吨。项目达产后，制糖生产线年加工甜菜能力达到50万吨以上，增加14万吨的年加工能力；每榨季将生产供应糖蜜2.43万吨，部分解决并稳定了赤峰公司的糖蜜供应。公司在新疆伊犁参股持有伊力特糖业50%股份，该公司拥有日处理2500吨甜菜制糖能力，主要产品由白砂糖、绵白糖和甜菜颗粒粕。

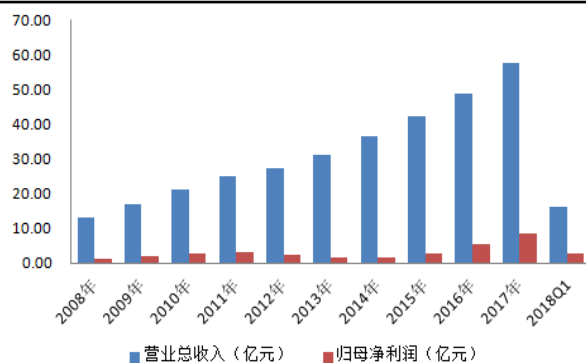
#### 4.公司业绩保持快增 盈利能力持续提升

**近几年业绩保持较快增长。**公司2017年实现营业收入为57.76亿元，同比增长18.83%，增速同比提高3.47个百分点；实现归属于母公司股东的净利润8.47亿元，同比增长58.33%，增速同比下降32.71个百分点。公司近三年营业收入年均复合增速达到16.5%，归母净利润年均复合增速达到79%。2018年一季度实现营业收入16.3亿元，同比增长14.9%；实现归属于上市公司股东的净利润2.77亿元，同比增长30.24%。

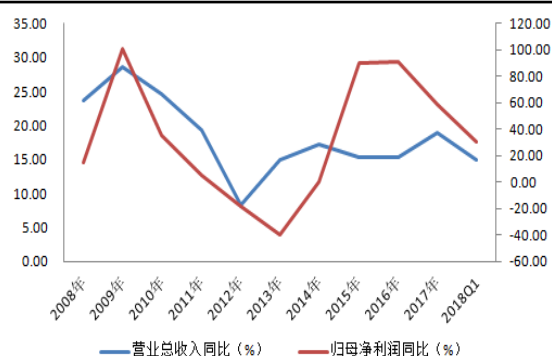
图 10：公司近几年业绩（亿元）

图 11：公司近几年业绩同比增速（%）





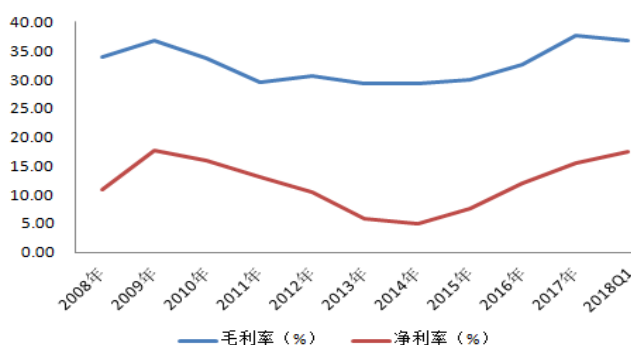
资料来源: wind, 东莞证券研究所



资料来源: wind, 东莞证券研究所

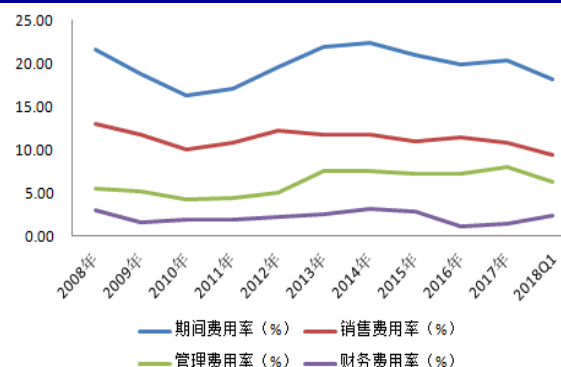
近几年盈利能力持续提高。公司近几年毛利率持续提高。2017年毛利率达到37.64%，同比提高5.02个百分点；2018年一季度毛利率同比5.31个百分点达到36.73%。毛利率持续提高，主要受益于产品结构升级、产能利用率上升及生产成本控制较好。近几年，公司期间费用控制较好，2018年一季度期间费用率同比提高0.2个百分点，达到18.24%。公司加强费用控制，费用率有望稳步下降。伴随毛利率的提高及严格控费，净利率持续提高。2018年一季度净利率达到17.39%，同比提高1.53个百分点。

图 12: 公司近几年毛利率净利率 (%)



资料来源: wind, 东莞证券研究所

图 13: 公司近几年期间费用率 (%)



资料来源: wind, 东莞证券研究所

## 4.投资建议：维持推荐评级

预计公司 2018-2019 年 EPS 分别为 1.321 元和 1.65 元，对应 PE 分别为 26 倍和 21 倍。公司是国内酵母龙头，具有较强的竞争优势，产品结构较为完善，未来的增长动力在于：产品结构由酵母向 YE、保健品、动物营养等领域拓展有望带来新的增长点，新增产能逐步释放，行业龙头地位更加稳固。当前估值较为合理，维持推荐评级。

风险提示：产能释放不达预期等。

表 5：公司盈利预测简表

科目（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业总收入	5,776	6,815	7906	9,092
营业总成本	4,864	5,555	6328	7,255
营业成本	3602	4,191	4,783	5455
营业税金及附加	62	68	79	91
销售费用	629	716	838	1000
管理费用	460	511	577	655
财务费用	86	41	19	18
其他经营收益	9	0	0	0
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	9	0	0	0
营业利润	973	1261	1578	1837
加 营业外收入	10	0	0	0
减 营业外支出	8	0	0	0
利润总额	975	1261	1578	1837
减 所得税	82	113	142	165
净利润	893	1147	1436	1672
减 少数股东损益	45	63	79	92
归母公司所有者的净利润	847	1084	1357	1580
基本每股收益(元)	1.03	1.32	1.65	1.92
PE（倍）	33.86	26.46	21.14	18.16

数据来源：Wind，东莞证券研究所

## 东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

## 分析师承诺：

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

## 声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司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，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn