

天康生物 (002100.SZ) 全产业链布局的区域养殖龙头，2020 年起加速扩张

2020 年 04 月 28 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）
陈雪丽（分析师）
关雪（联系人）

chenxueli@kysec.cn

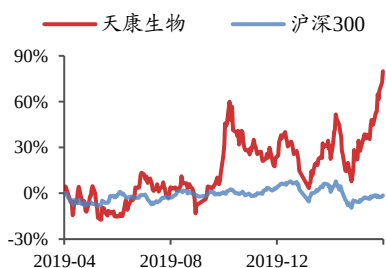
guanxue@kysec.cn

证书编号：S0790520030001

证书编号：S0790120030042

日期	2020/4/28
当前股价(元)	17.20
一年最高最低(元)	17.24/7.40
总市值(亿元)	183.73
流通市值(亿元)	183.73
总股本(亿股)	10.68
流通股本(亿股)	10.68
近 3 个月换手率(%)	310.59

股价走势图



数据来源：贝格数据

● 养殖全产业链布局的区域龙头，高景气下业绩弹性逐步释放，首次覆盖，给予“买入”评级

公司以成为中国一流的健康养殖服务商和食品安全供应商为目标，实现了现代畜牧业畜禽良种繁育-饲料与饲养管理-动物药品及疫病防治-畜产品加工销售 4 个关键环节的完整闭环。高猪价及出栏量的扩张驱动公司业绩大幅增长，2019 年公司实现营业收入 74.8 亿元，同比增长 42%，实现归母净利润 6.4 亿元，同比增长 105%，2020 年一季度实现归母净利润 3.3-3.5 亿元，同比增长 1041%-1110%。展望未来，一方面当前行业生猪存栏恢复较慢，未来两年猪价仍处高位，同时随着产能陆续投产公司出栏量有望快速扩张；另一方面，未来随着生猪存栏的恢复公司疫苗业务 2020 年有望迎来拐点。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 26.9/22.1/17.8 亿元，对应 EPS 为 2.52/2.07/1.66 元，当前股价对应 PE 为 6.8/8.3/10.3 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 生猪养殖业务：区域优势下，业绩有望充分释放

公司生猪产能主要位于新疆，具备低养殖密度及饲料成本优势。公司 2019 年来生产性生物资产及固定资产增长提速，资本开支也处于高位，2020 年计划出栏生猪 150 万头，目前公司新疆、河南、甘肃三地各自规划产能都为 100 万头，预计 2022 年全部达产，支撑出栏量的持续增长。根据公司经营目标，到 2023 年，实现基础母猪存栏 20-25 万头，年出栏 400 万头。

● 动物疫苗业务：业绩拐点将至

公司核心产品为口蹄疫 O/A 二价疫苗、猪瘟 E2 疫苗及参股公司吉林冠界的禽流感灭活疫苗，2019 年受非瘟影响动保板块业绩下滑。农业部数据显示，能繁母猪存栏变化率于 2019 年 10 月首次环比转正，至 2020 年 3 月已连续 6 个月环比为正，且近 3 个月环比幅度逐步扩大，表明行业补栏顺利推进。我们认为未来受益于行业生猪存栏恢复，公司动物疫苗业务将在 2020 年迎来业绩拐点。

● 风险提示：非洲猪瘟防控不及预期、出栏量扩张不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5,273	7,476	12,379	13,290	13,756
YOY(%)	13.9	41.8	65.6	7.4	3.5
归母净利润(百万元)	314	644	2,690	2,214	1,778
YOY(%)	-22.9	105.4	317.5	-17.7	-19.7
毛利率(%)	21.0	25.1	36.8	30.6	25.3
净利率(%)	5.9	8.6	21.7	16.7	12.9
ROE(%)	9.2	11.5	34.4	22.2	15.2
EPS(摊薄/元)	0.29	0.60	2.52	2.07	1.66
P/E(倍)	58.6	28.5	6.8	8.3	10.3
P/B(倍)	5.8	4.0	2.6	2.0	1.7

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 养殖全产业链布局的区域龙头，高景气下养殖业绩弹性逐步释放.....	3
2、 生猪养殖业务：区域优势下，业绩有望充分释放.....	5
3、 动物疫苗业务：业绩拐点将至	7
4、 盈利预测与投资建议	9
5、 风险提示	9
附：财务预测摘要	10

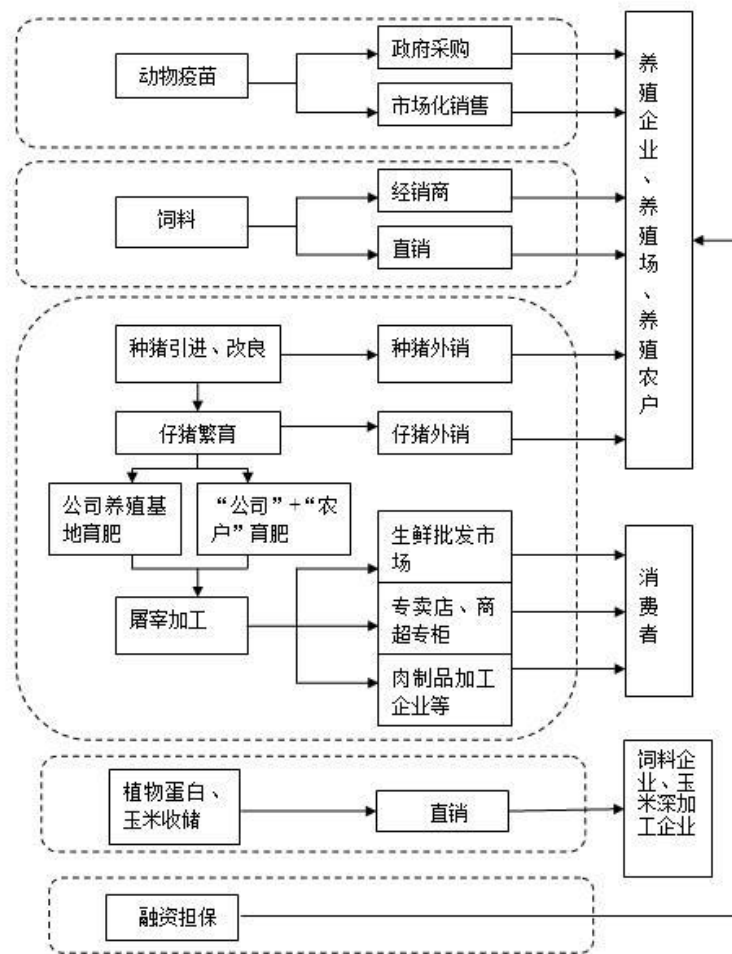
图表目录

图 1： 公司全产业链架构的经营模式	3
图 2： 公司营收结构——以饲料、生猪养殖、兽药为主.....	4
图 3： 公司毛利结构——以生猪养殖、饲料、兽药为主.....	4
图 4： 公司营业收入逐年增长	4
图 5： 2019 年公司归母净利润大幅增长	4
图 6： 公司盈利能力呈现周期性特征	5
图 7： 公司期间费用率较为稳定	5
图 8： 新疆地区养殖密度较低	5
图 9： 新疆地区具备玉米价格优势	5
图 10： 公司生产性生物资产于 2019 年二季度企稳回升.....	6
图 11： 公司固定资产稳步扩张	6
图 12： 公司在建工程维持较高水平	6
图 13： 公司资本开支大幅增长	7
图 14： 公司生猪出栏量增速较快	7
图 15： 参股公司吉林冠界逐步放量增长	7
图 16： 2019 年受非瘟影响公司动保业务营收下滑	7
图 17： 2019 年公司口蹄疫疫苗销量下滑	8
图 18： 2019 年公司猪瘟疫苗销量下滑	8
图 19： 能繁母猪存栏已连续 6 个月环比恢复.....	8
图 20： 公司动物疫苗销量有望在 2020 年回升.....	8
表 1： 可比公司估值：公司估值处同行中游水平	9

1、养殖全产业链布局的区域龙头，高景气下养殖业绩弹性逐步释放

我国全产业链架构的健康养殖服务商和安全食品供应商。公司前身新疆天康技术发展有限公司于 1993 年成立，于 2006 年在深交所上市。公司以成为中国一流的健康养殖服务商和安全食品供应商为目标，实现了现代畜牧业畜禽良种繁育-饲料与饲养管理-动物药品及疫病防治-畜产品加工销售 4 个关键环节的完整闭合，形成动物疫苗、饲料及饲用植物蛋白、种猪繁育、生猪养殖、屠宰加工及肉制品销售的全产业链架构。

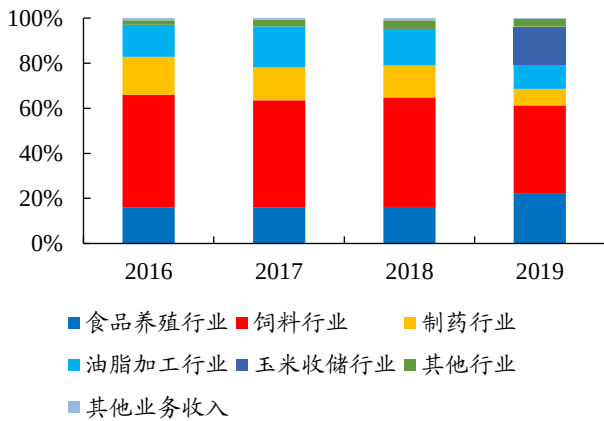
图1: 公司全产业链架构的经营模式



资料来源：公司公告、开源证券研究所

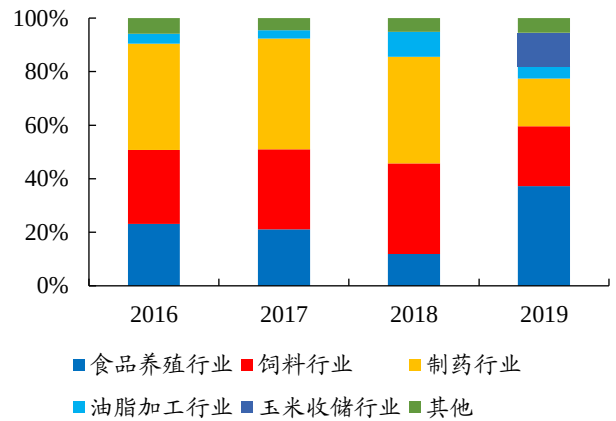
生猪养殖、饲料和兽药为公司主要利润来源。从营业收入占比来看，2019 年公司饲料业务占比 39%，生猪养殖业务占比 22%，兽药业务占比 7%，其他占比 32%；从毛利结构来看，2019 年公司生猪养殖业务占比 37%，饲料业务占比 22%，兽药业务占比 18%，其他占比 23%。

图2: 公司营收结构——以饲料、生猪养殖、兽药为主



数据来源: Wind、开源证券研究所

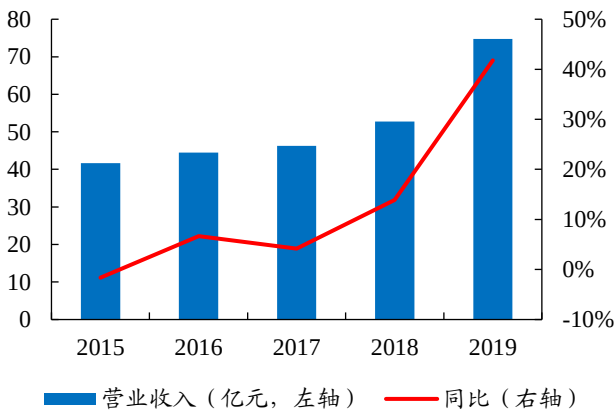
图3: 公司毛利结构——以生猪养殖、饲料、兽药为主



数据来源: Wind、开源证券研究所

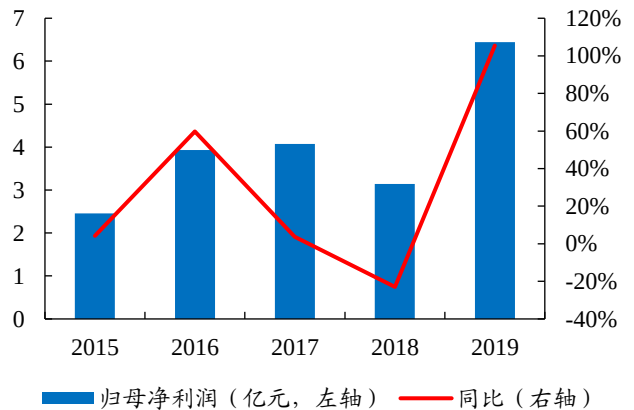
高猪价驱动业绩大幅增长。自2018年8月非洲猪瘟在我国爆发以来，行业整体生猪存栏大幅去化、生猪供给偏紧，受高猪价及出栏量扩张的驱动，公司业绩大幅增长。2019年，公司实现营业收入74.8亿元，同比增长42%，实现归母净利润6.4亿元，同比增长105%，全年共出栏生猪84.27万头，同比增长30%，饲料销售量为133.42万吨，同比增长16%，动物疫苗销售量为98562万头份，同比下降21%；2020年一季度实现归母净利润3.35亿元，同比增长1057%。

图4: 公司营业收入逐年增长

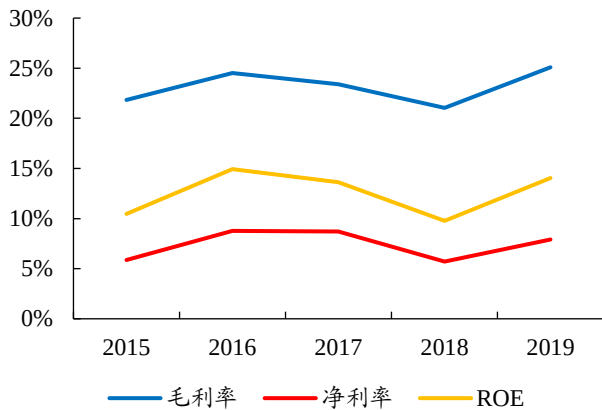


数据来源: Wind、开源证券研究所

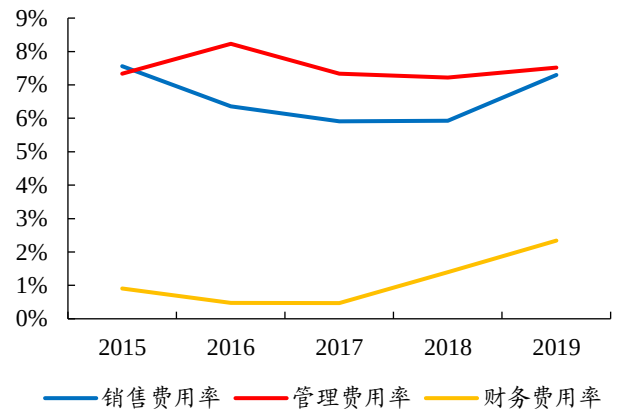
图5: 2019年公司归母净利润大幅增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

图6：公司盈利能力呈现周期性特征


数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：公司期间费用率较为稳定


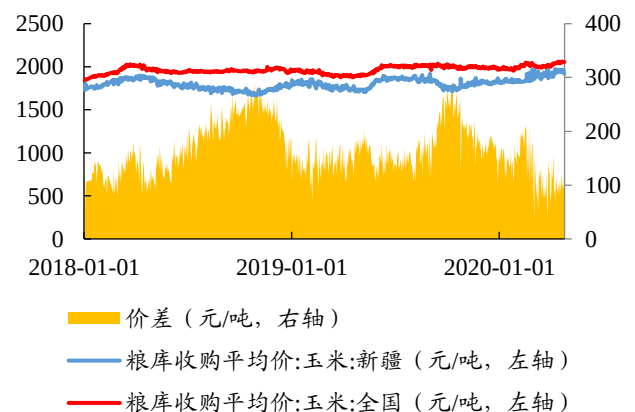
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、生猪养殖业务：区域优势下，业绩有望充分释放

公司生猪产能主要位于新疆，具备低养殖密度及饲料成本优势。公司生猪养殖业务已在三个省进行布局，分别为新疆、河南、甘肃，各自规划产能均为100万头，目前新疆地区已建成产能100万头，为出栏主力。新疆地区具备以下优势：第一，新疆地广人稀，养殖密度极低，爆发非洲猪瘟的概率较低；第二，新疆地区由于玉米供大于求，玉米价格低于全国平均，而玉米为猪饲料中的主要原材料，因此饲料成本较低。

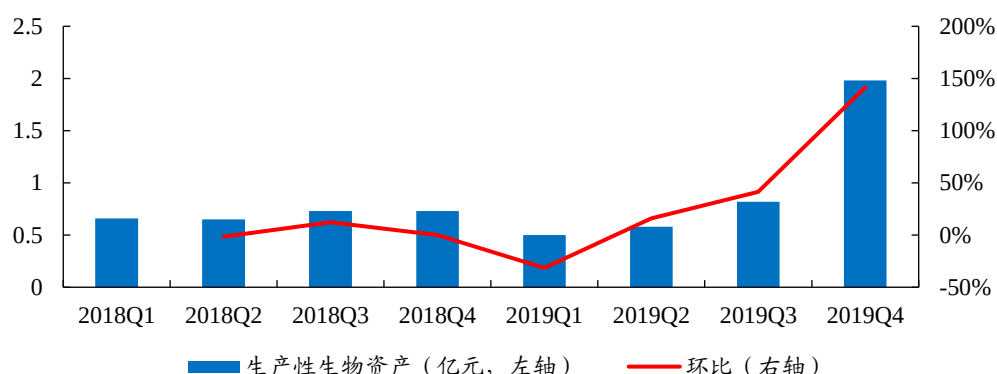
图8：新疆地区养殖密度较低


数据来源：农业农村部、开源证券研究所

图9：新疆地区具备玉米价格优势


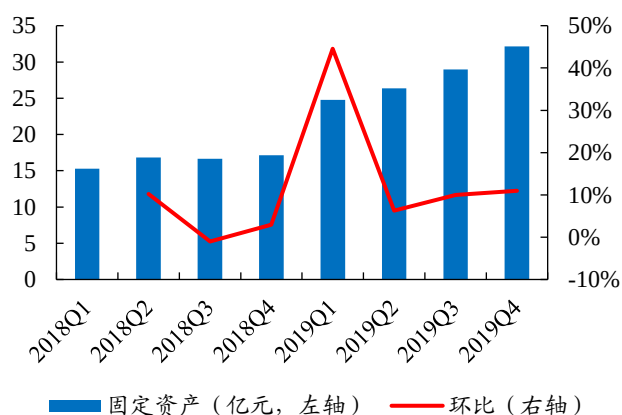
数据来源：Wind、开源证券研究所

生产性生物资产快速扩张。公司生产性生物资产于2019年二季度企稳回升，并且扩张幅度逐季扩大，2019年四季度环比增幅达到141%，体现出公司较大的补栏力度。

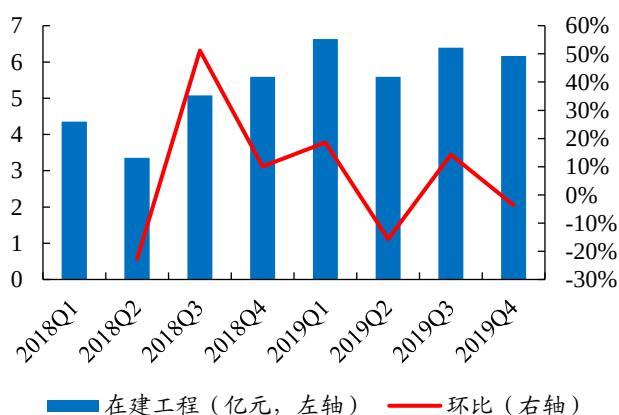
图10: 公司生产性生物资产于 2019 年二季度企稳回升


数据来源: Wind、开源证券研究所

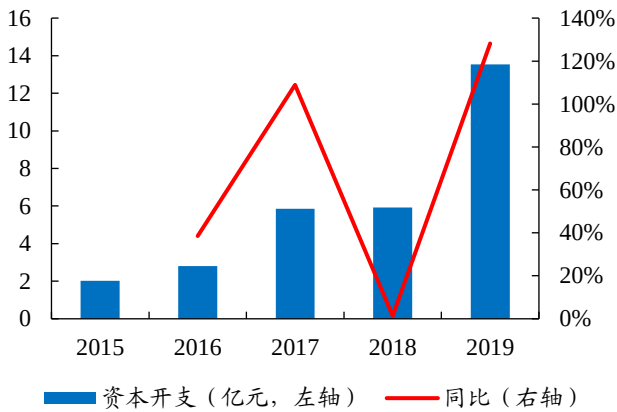
固定资产/在建工程稳步扩张，资本开支处于高位。公司 2019 年来固定资产增长提速，资本开支也大幅提升，目前公司新疆、河南、甘肃三地各自规划产能都为 100 万头。预计 2022 年全部达产，支撑出栏量的持续增长。根据公司经营目标，2020 年计划出栏生猪 150 万头，到 2023 年，实现基础母猪存栏 20-25 万头，年出栏 400 万头，生猪屠宰 200 万头，实现销售收入 100 亿元。主要措施有：第一，重构西北区、华北区、甘陕区三大主战区，通过多种路径、制定详细计划等举措实现优质产能快速扩充；第二，加强养殖研究院的能力建设，使其在重大技术研发及转化推广、防控非瘟、标准化操作督导检查、专业技术人才培养及外部客户服务等方面发挥主要作用；第三，强化食品战略，在华北区投建屠宰及肉制品加工基地，闭合华北区生猪产业链，提升产业链整体抗风险能力；第四，围绕中央厨房业务在产品研发和渠道建设方面加大力度，提升品牌价值与产品附加值。

图11: 公司固定资产稳步扩张


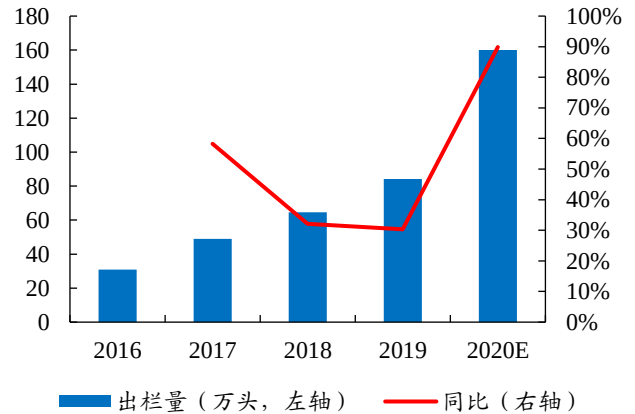
数据来源: Wind、开源证券研究所

图12: 公司在建工程维持较高水平


数据来源: Wind、开源证券研究所

图13: 公司资本开支大幅增长


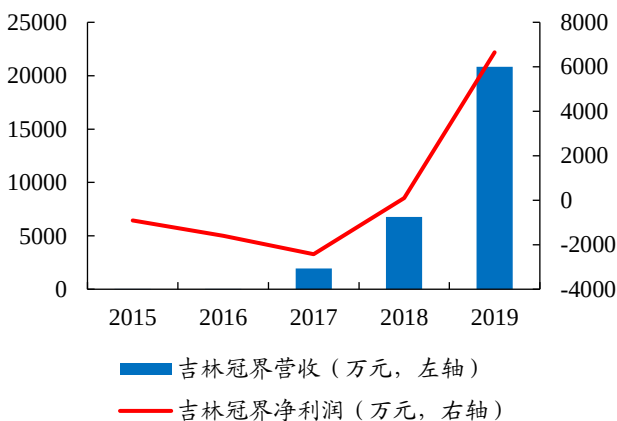
数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 公司生猪出栏量增速较快


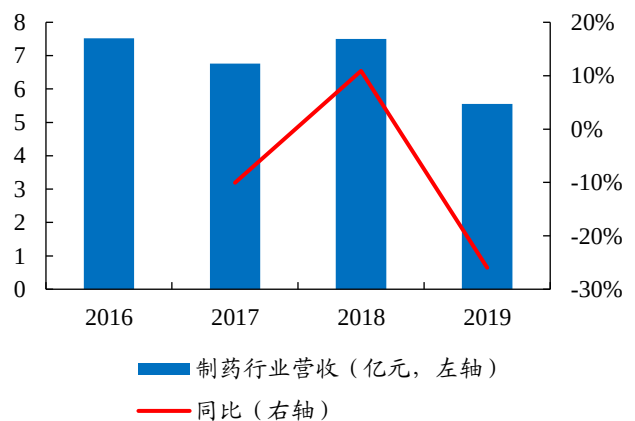
数据来源: Wind、开源证券研究所

3、动物疫苗业务: 业绩拐点将至

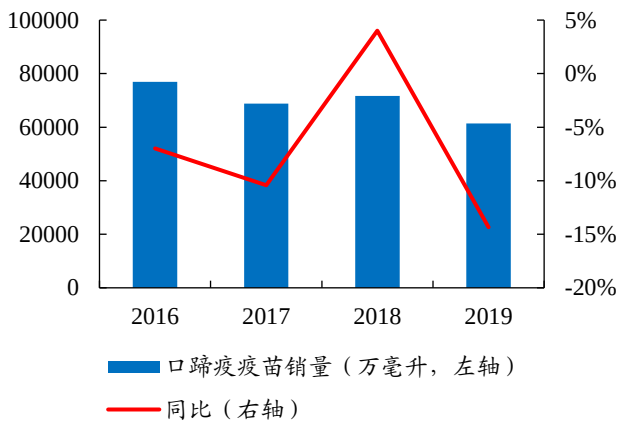
核心产品为口蹄疫 O/A 二价疫苗、猪瘟 E2 疫苗及参股公司吉林冠界的禽流感灭活疫苗，2019 年受非瘟影响业绩下滑。公司是农业部在新疆唯一的兽用生物制品定点生产企业，是全国八家口蹄疫疫苗定点生产企业之一，是农业部指定的猪瘟疫苗、猪蓝耳病疫苗、小反刍兽疫疫苗的定点生产企业，目前公司已进入全国兽用生物制品企业 10 强。公司猪瘟 E2 疫苗于 2017 年 12 月获批，2018 年 4 月上市；口蹄疫 O/A 二价苗于 2019 年 4 月获得批文；参股公司吉林冠界两条无血清全悬浮细胞培养生产线于 2017 年投产，2018 年逐步开始放量。2019 年受非瘟影响行业生猪存栏大幅去化，公司猪用疫苗销量均出现不同程度下滑，口蹄疫疫苗销量同比减少 14%，猪瘟疫苗销量同比减少 10%。

图15: 参股公司吉林冠界逐步放量增长


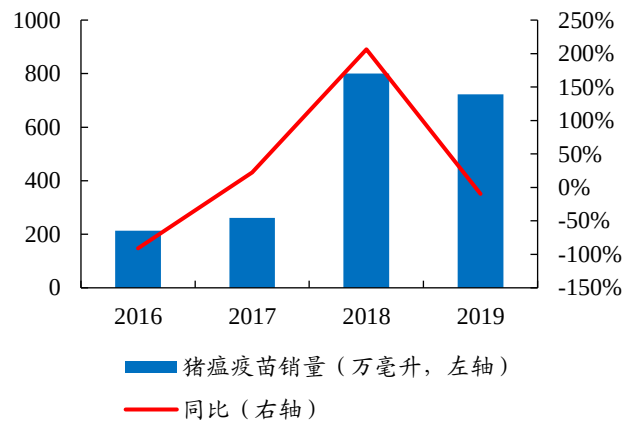
数据来源: Wind、开源证券研究所

图16: 2019 年受非瘟影响公司动保业务营收下滑


数据来源: Wind、开源证券研究所

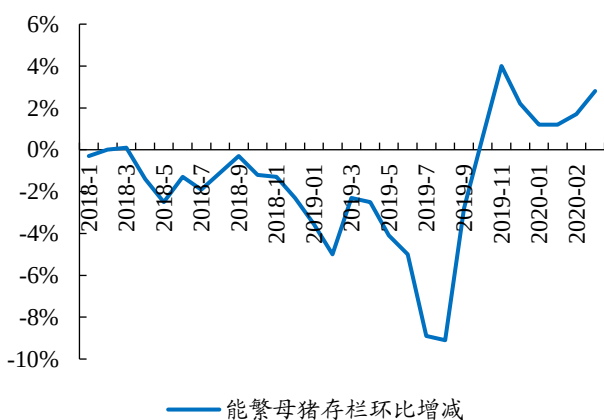
图17: 2019 年公司口蹄疫疫苗销量下滑


数据来源: Wind、开源证券研究所

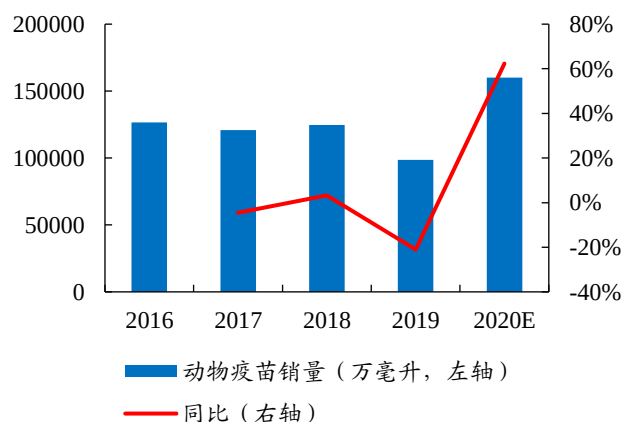
图18: 2019 年公司猪瘟疫疫苗销量下滑


数据来源: Wind、开源证券研究所

受益于行业生猪存栏恢复，2020 年疫苗板块有望迎来拐点。农业部数据显示，非瘟爆发后，能繁母猪存栏变化率于 2019 年 10 月首次环比转正，至 2020 年 3 月已连续 6 个月环比为正，且近 3 个月环比幅度逐步扩大。存栏稳步恢复的原因在于：一方面，由于养殖密度显著降低+养殖集团生物安全防控体系的逐步建立，非瘟疫情趋于稳定；另一方面，当前的高猪价大幅提振行业补栏积极性。我们认为虽然未来随着养殖密度的提升，非瘟疫情可能反复，但随着防控经验的积累，尤其是当前一些养殖集团已能够依靠生物安全防控来防住非洲猪瘟，因此未来疫情很难再现 2019 年高峰时期情形，2020 年行业存栏向上趋势基本确定，在行业回暖的趋势下，公司有望迎来业绩拐点。公司计划 2020 年实现动物疫苗销量 16 亿毫升，到 2023 年，动保业务实现销售收入 20 亿元，成为国内动保行业领军企业（全国前 3 名），国际动保行业优秀企业（全球前 10 名）。主要措施有：第一，加强疫苗及检测方面新产品的规划、研发，保持产品系列全面、技术领先、效果优良；第二，加强营销体系的建设，在政采和市场两条线齐头并进；第三，搭建面向客户、针对疫病防控的技术服务体系，解决养殖企业面对的疫病防控难题。

图19: 能繁母猪存栏已连续 6 个月环比恢复


数据来源: Wind、开源证券研究所

图20: 公司动物疫苗销量有望在 2020 年回升


数据来源: Wind、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

(1) 生猪养殖业务: 未来随着河南、甘肃产能建成, 公司出栏量有望大幅提升。我们预计公司 2020-2022 年生猪出栏量为 160/250/300 万头, 考虑到新疆地区猪价低于全国均价, 我们预计 2020-2022 年公司销售均价为 32/23/17 元/公斤。

(2) 动物疫苗业务: 未来受益于行业生猪存栏的恢复将迎来恢复性增长。我们预计动物疫苗业务 2020-2022 年收入增速为 20%/20%/20%。

公司为我国全产业链布局的区域养殖龙头, 生猪养殖业务具备区域及成本优势, 我们看好公司未来出栏量的成长, 动物疫苗业务核心竞争力较强, 未来受益于行业存栏恢复有望恢复增长。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 26.9/22.1/17.8 亿元, 对应 EPS 为 2.52/2.07/1.66 元, 当前股价对应 PE 为 6.8/8.3/10.3 倍, 处于同行业中游水平, 低于牧原股份, 高于正邦科技, 主要由于各家企业业务结构稍有差别。首次覆盖, 给予“买入”评级。

表1: 可比公司估值: 公司估值处同行中游水平

证券代码	证券简称	最新股价 (元)	最新市值 (亿元)	EPS				PE(X)			
				2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
002714.SZ	牧原股份	133.70	2947.56	2.77	15.06	14.35	12.41	48.21	8.87	9.32	10.77
000876.SZ	新希望	34.25	1443.99	1.20	3.64	4.63	3.84	28.64	9.41	7.40	8.93
002157.SZ	正邦科技	19.20	481.16	0.66	4.04	4.63	2.83	29.21	4.76	4.15	6.79
平均值								35.35	7.68	6.96	8.83
002100.SZ	天康生物	17.20	183.73	0.60	2.52	2.07	1.66	28.51	6.83	8.30	10.33

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 天康生物、新希望数据为开源农业预测, 牧原股份、正邦科技预测 EPS 数据来自于 Wind 一致预期。最新股价及市值为 2020 年 4 月 28 日数据

5、风险提示

非洲猪瘟防控不及预期、出栏量扩张不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	5858	6694	12661	11957	14407
现金	2148	2001	5235	5620	5817
应收票据及应收账款	286	315	680	389	718
其他应收款	175	52	323	79	337
预付账款	428	673	1149	807	1218
存货	2502	3097	4718	4506	5761
其他流动资产	320	555	555	555	555
非流动资产	2651	4460	6262	6243	5980
长期投资	51	81	133	189	249
固定资产	1787	3413	4946	4938	4710
无形资产	191	265	268	274	285
其他非流动资产	621	702	916	842	737
资产总计	8509	11154	18923	18199	20387
流动负债	3547	4301	9613	7341	8522
短期借款	2675	2708	7563	5321	6166
应付票据及应付账款	202	251	381	365	466
其他流动负债	669	1342	1669	1655	1890
非流动负债	1683	1689	1760	1320	777
长期借款	1576	1586	1658	1218	675
其他非流动负债	107	102	102	102	102
负债合计	5230	5990	11373	8661	9299
少数股东权益	69	572	478	385	296
股本	963	1066	1068	1068	1068
资本公积	577	1376	1376	1376	1376
留存收益	1627	2171	4041	5550	6730
归属母公司股东权益	3210	4593	7073	9153	10792
负债和股东权益	8509	11154	18923	18199	20387

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-1178	307	904	3876	423
净利润	301	592	2596	2122	1690
折旧摊销	225	334	443	563	607
财务费用	74	175	177	158	70
投资损失	-11	-23	-27	-31	-36
营运资金变动	-1797	-807	-2290	1059	-1917
其他经营现金流	29	36	5	7	8
投资活动现金流	-789	-1362	-2224	-518	-317
资本支出	593	1353	1750	-76	-323
长期投资	-1	-2	-52	-55	-60
其他投资现金流	-197	-11	-525	-649	-700
筹资活动现金流	2251	933	-301	-731	-754
短期借款	1843	33	0	0	0
长期借款	640	10	71	-440	-543
普通股增加	0	102	3	0	0
资本公积增加	11	799	0	0	0
其他筹资现金流	-243	-11	-375	-292	-210
现金净增加额	283	-122	-1621	2627	-648

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	5273	7476	12379	13290	13756
营业成本	4163	5600	7817	9227	10270
营业税金及附加	21	25	43	49	50
营业费用	313	546	706	731	688
管理费用	302	478	743	758	757
研发费用	79	85	163	163	175
财务费用	74	175	177	158	70
资产减值损失	13	0	15	8	13
其他收益	19	17	13	16	16
公允价值变动收益	0	-0	-0	-0	-0
投资净收益	11	23	27	31	36
资产处置收益	-6	-16	-5	-7	-8
营业利润	333	591	2750	2238	1779
营业外收入	2	2	14	6	6
营业外支出	1	3	3	2	2
利润总额	334	590	2761	2241	1783
所得税	33	-2	165	119	93
净利润	301	592	2596	2122	1690
少数股东损益	-13	-52	-94	-93	-89
归母净利润	314	644	2690	2214	1778
EBITDA	762	1133	3460	3079	2598
EPS(元)	0.29	0.60	2.52	2.07	1.66

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	13.9	41.8	65.6	7.4	3.5
营业利润(%)	-21.7	77.3	365.6	-18.6	-20.5
归属于母公司净利润(%)	-22.9	105.4	317.5	-17.7	-19.7
获利能力					
毛利率(%)	21.0	25.1	36.8	30.6	25.3
净利率(%)	5.9	8.6	21.7	16.7	12.9
ROE(%)	9.2	11.5	34.4	22.2	15.2
ROIC(%)	6.4	8.5	16.9	14.7	10.4
偿债能力					
资产负债率(%)	61.5	53.7	60.1	47.6	45.6
净负债比率(%)	67.4	54.1	59.6	15.1	13.9
流动比率	1.7	1.6	1.3	1.6	1.7
速动比率	0.7	0.6	0.7	0.8	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.7	0.7
应收账款周转率	21.8	24.9	24.9	24.9	24.9
应付账款周转率	21.5	24.7	24.7	24.7	24.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.29	0.60	2.52	2.07	1.66
每股经营现金流(最新摊薄)	-1.10	0.29	0.85	3.63	0.40
每股净资产(最新摊薄)	2.96	4.29	6.61	8.56	10.09
估值比率					
P/E	58.6	28.5	6.8	8.3	10.3
P/B	5.8	4.0	2.6	2.0	1.7
EV/EBITDA	27.1	19.1	6.7	6.5	7.7

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835