

天邦股份 (002124.SZ) 公司团队治理改善, 养殖效率提升可期

2021 年 04 月 22 日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)
陈雪丽 (分析师)
陈昕晖 (联系人)

chenxueli@kysec.cn

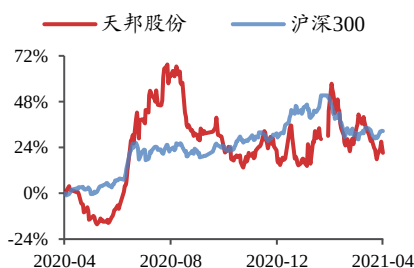
chenxinhui@kysec.cn

证书编号: S0790520030001

证书编号: S0790120090006

日期	2021/4/22
当前股价(元)	14.98
一年最高最低(元)	20.99/10.09
总市值(亿元)	196.79
流通市值(亿元)	153.80
总股本(亿股)	13.14
流通股本(亿股)	10.27
近 3 个月换手率(%)	235.43

股价走势图



数据来源: 贝格数据

● 公司团队治理改善, 养殖效率提升可期

非洲猪瘟冲击下养殖集团迎来重要发展机遇, 公司过往在育种领域积淀深厚, 紧抓非洲猪瘟红利期大力扩张, 未来出栏释放确定性较强, 同时管理团队革新有望带来养殖效率的提升。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润 42.90/54.22/23.23 亿元, EPS 3.27/4.13/1.77 元, 当前股价对应 PE 4.6/3.6/8.5 倍, 2021-2022 年估值低于行业平均, 相对可比公司具备估值优势, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

● 全产业链农牧企业, 高猪价+高仔猪外销贡献业绩弹性

天邦股份创立于 1996 年, 目前已发展为集养殖(汉世伟)、饲料、生鲜食品(拾分味道)、生物技术(史记生物)、工程建设(天邦开物)五大业务板块为一体的全产业链农牧企业。2020 年管理团队革新, 公司第二成长曲线有望出鞘, 现任董事长邓成先生曾任新希望六和总裁, 农牧企业管理经验丰富。2020 年公司实现营业收入 108 亿元, 同比+79%, 归母净利润 32 亿元, 同比增长 3132%, 猪价高景气、养殖结构变化贡献业绩弹性。

● 深耕育种领域, 产能扩张提速

非洲猪瘟疫情发生后出于生物安全考虑, 公司新增技术适用性和效率更高的租赁及自建育肥, 育肥端转向“家庭农场+租赁育肥场+自建育肥场”的组合模式。2020 年公司在重点关注非洲猪瘟疫情防控的同时稳步推进产能建设, 新建成现代化商品母猪场 11 个, 2020 年末公司母猪场产能累计达到 58.8 万头, 实际存栏能繁母猪突破 50 万头, 生产性生物资产产生猪存栏数量(包括能繁和母猪场后备猪)为 73.54 万头, 消耗性生物资产产生猪存栏数量为 202.66 万头, 其中外购数量为 16.4 万头, 占比 8.09%, 成本方面, 随着种猪的更新优化、更多母猪场进入满负荷节律生产、更多的租养和自建育肥场投入使用, 育肥产能利用率进一步提升, 成本仍有进一步下降空间。

● **风险提示:** 出栏量扩张不及预期、养殖成本大幅上升、猪价高景气不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	6,007	10,764	22,362	42,701	39,029
YOY(%)	32.9	79.2	107.7	91.0	-8.6
归母净利润(百万元)	100	3,245	4,290	5,422	2,323
YOY(%)	-117.6	3132.0	32.2	26.4	-57.1
毛利率(%)	13.7	42.2	28.6	19.7	13.1
净利率(%)	1.7	30.1	19.2	12.7	6.0
ROE(%)	3.5	36.9	34.9	30.6	11.6
EPS(摊薄/元)	0.08	2.47	3.27	4.13	1.77
P/E(倍)	196.0	6.1	4.6	3.6	8.5
P/B(倍)	6.8	2.2	1.6	1.1	1.0

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、全产业链农牧企业，高猪价+高仔猪外销贡献业绩弹性	3
2、深耕育种领域，产能扩张提速	4
3、饲料业务有望稳步增长	6
4、盈利预测与投资建议	7
5、风险提示	8
附：财务预测摘要	9

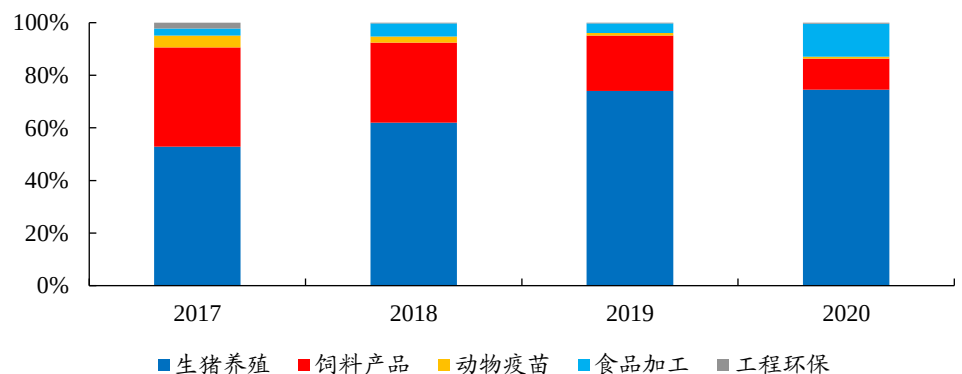
图表目录

图 1： 公司营业收入构成：生猪养殖为核心业务	3
图 2： 实控人张邦辉持股 21.84%	3
图 3： 历年营业收入快速增长	4
图 4： 近年猪价高景气利润充分释放	4
图 5： 合作农户主要位于东部区域	5
图 6： 公司历年出栏量保持快速增长	6
图 7： 公司固定资产稳步增长	6
图 8： 2020 年公司资本开支提速	6
图 9： 2020 年饲料业务收入稳增	7
表 1： 可比公司估值：2021-2022 年低于行业均值	7

1、全产业链农牧企业，高猪价+高仔猪外销贡献业绩弹性

天邦股份创立于 1996 年，早期业务以水产饲料为主；2013 年成立汉世伟，收购艾格菲进入生猪养殖领域，并通过战略投资国际知名育种公司 Choice Genetics，取得育种优势；2015 年创立上海拾分味道进入肉制品行业。公司目前已发展为集养殖(汉世伟)、饲料、生鲜食品(拾分味道)、生物技术（史记生物）、工程建设（天邦开物）五大业务板块为一体的全产业链农牧企业。近年公司加大对养殖板块的投入，收入占比从 2017 年 53% 提升至 2020 年 75%。

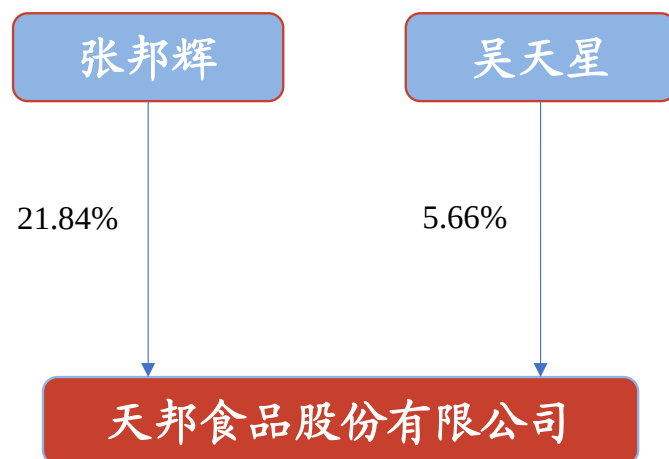
图1：公司营业收入构成：生猪养殖为核心业务



数据来源：Wind、开源证券研究所

管理团队革新，第二成长曲线正出鞘。截至 2020 年底，公司实控人张邦辉先生持股 21.84%。张邦辉先生于 2020 年 9 月辞去公司董事长职务，现任董事长邓成先生曾任新希望六和总裁，农牧企业管理经验丰富。

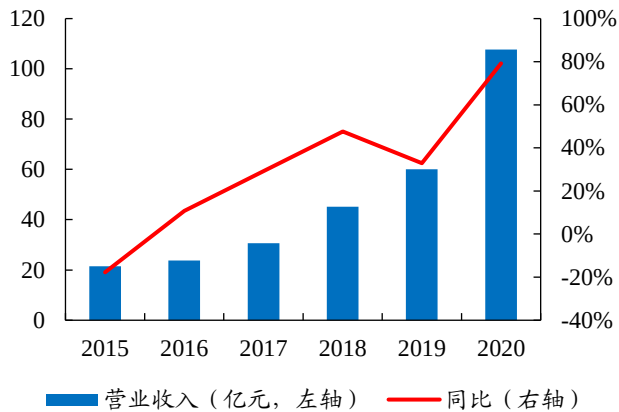
图2：实控人张邦辉持股 21.84%



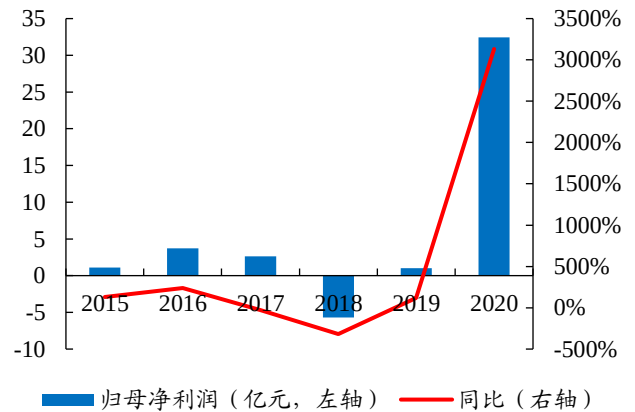
资料来源：公司公告、开源证券研究所

猪价高景气、养殖结构变化带来业绩弹性。2020 年公司实现营业收入 108 亿元，同比+79%，归母净利润 32 亿元，同比增长 3132%，业绩增长主要由养殖业务贡献。2020 年生猪均价仍在高位运行，根据农业农村部数据，2020 年全年生猪平均价格为

34.03 元/公斤，同比大幅上涨 60.36%。公司综合考虑自身育种优势、猪价走势、疫情风险等因素，采取了仔猪、种猪、肥猪多品种组合的销售策略，全年实现生猪出栏量 308 万头，同比+26%，其中种猪出栏量 33 万头，同比+515%，仔猪出栏量 169 万头，同比+443%。多品种组合的生猪销售均价高达 51.46 元/公斤，同比+177%。养殖业务全年实现对外销售收入 80.26 亿元（不含内销食品事业部），实现净利润 34.75 亿元，而 2019 年同期养殖业务净利润为-0.18 亿元。

图3：历年营业收入快速增长


数据来源：Wind、开源证券研究所

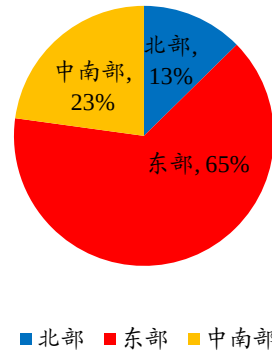
图4：近年猪价高景气利润充分释放


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、深耕育种领域，产能扩张提速

“两点式”组合育肥模式，兼顾轻资产扩张及防疫。公司采用美国“两点式”生产模式，母猪场由公司直接负责，待仔猪断奶后送至育肥场，两阶段物理隔离减少了猪群循环感染风险。非洲猪瘟前，育肥环节主要交给家庭农场，疫情发生后出于生物安全考虑，新增技术适用性和效率更高的租赁及自建育肥，育肥端转向“家庭农场+租赁育肥场+自建育肥场”的组合模式。截至 2020 年底，已投产租赁育肥合作户数为 79 户，单户平均存栏规模超过 1.3 万头，还有部分租赁育肥场仍处于建设之中。在重点发展区域，公司也逐步开始投资建设或收购部分育肥场。同时公司继续保留和开发生物安全条件较好的家庭农场，截至 2020 年底，与公司签约的合作家庭农场为 1139 户，家庭农场的平均存栏规模超过 1700 头。根据农业部非洲猪瘟疫情防控的五大区划分，目前公司合作的农户分布集中于东南部地区，具体为北部区农户数约占 12.64%；东部区农户数约占 64.53%；中南区农户数约占 22.83%。

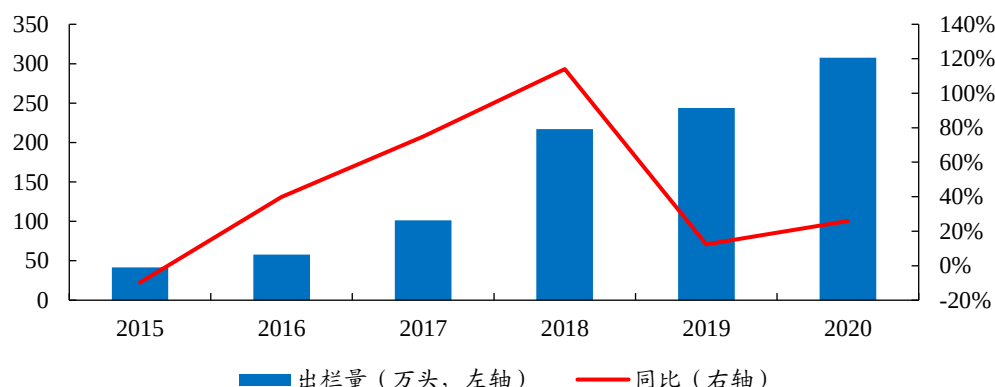
图5: 合作农户主要位于东部区域



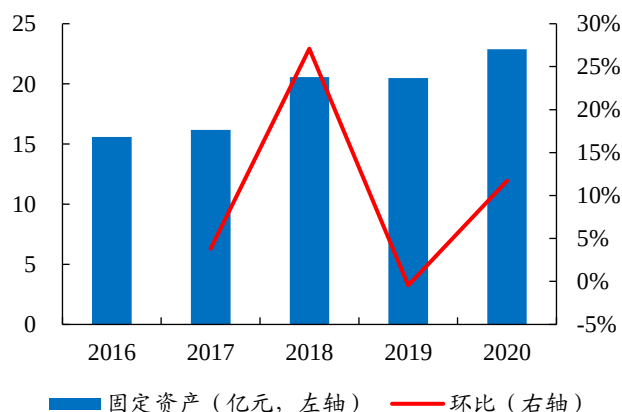
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

育种领域积淀深厚, 长期发展之基石。公司在安徽、广西拥有 2 个核心场共 4500 头核心群存栏规模, 2014 年公司通过收购育种公司 CG 40.69% 股权获得其领先基因库, 在中美法三地联合开展价值育种, 在傅衍博士的领衔下, 通过合作及自主研发已完全掌握全基因组选择和 CT 扫描测定技术, 自主开发了猪用 CT 分析软件。育种为养殖链条中规模效应明显的环节, 公司在育种方面的积累为长期扩张的基石。2020 年, 公司新增 6000 头规模生产核心场一个、新增 1200 头规模和 1000 头规模的公猪站各一个。新增核心场已开始生产纯种种猪, 新增公猪站已开始生产及销售种猪鲜精及冻精。

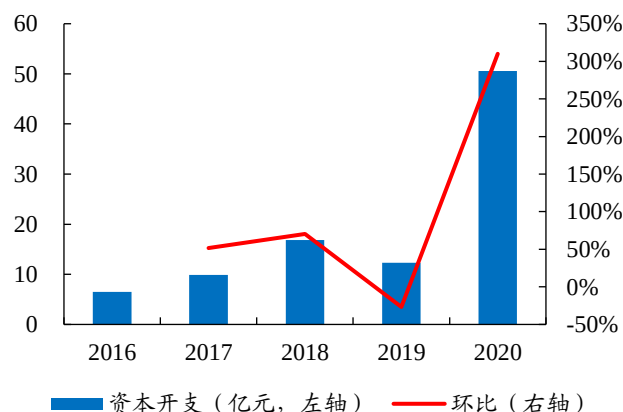
产能快速扩张。2020 年公司实现生猪出栏 307.78 万头, 同比增长 26.17%, 2015-2020 年出栏量 CAGR 达 49%。2020 年公司在重点关注非洲猪瘟疫情防控的同时稳步推进产能建设, 新建成现代化商品母猪场 11 个, 2020 年末公司母猪场产能累计达到 58.8 万头, 实际存栏能繁母猪突破 50 万头。2020 年末公司生产性生物资产产生猪存栏数量 (包括能繁和母猪场后备猪) 为 73.54 万头, 账面净值为 25.91 亿元; 公司消耗性生物资产产生猪存栏数量为 202.66 万头, 账面余额为 22.46 亿元, 其中外购数量为 16.4 万头, 占比 8.09%, 账面余额为 4.82 亿元, 占比 2.11%。2020 年公司实现生猪出栏 307.78 万头, 同比增长 26.17%。成本方面, 由于 2020 年市场需求旺盛、价格高企, 公司为了尽快扩大产能, 抢抓市场红利, 外购和自留了部分三元肥母猪作为种猪使用, 为避免长距离运输以及利用育肥产能也外购了部分仔猪进行育肥, 再加上新场尚未进入满负荷生产, 整体成本较非洲猪瘟疫情发生之前的正常年份仍然偏高。随着种猪的更新优化、更多母猪场进入满负荷节律生产、更多的租养和自建育肥场投入使用, 育肥产能利用率进一步提升、成本仍有进一步下降空间。

图6：公司历年出栏量保持快速增长


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图7：公司固定资产稳步增长


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图8：2020年公司资本开支提速


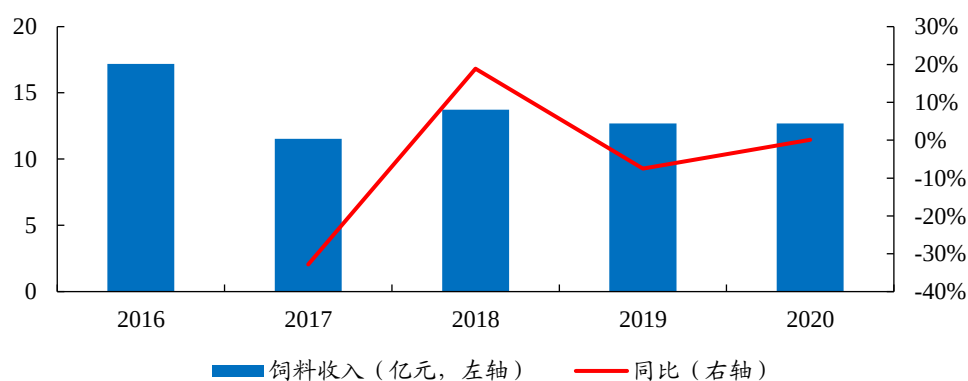
数据来源：公司公告、开源证券研究所

3、饲料业务有望稳步增长

水产饲料方面，公司始终坚持聚焦“全熟化+酵香型”高端水产饲料业务，为最大化满足客户需求，不断丰富产品，完善服务。近年来，公司深度研发苗种料和功能性饲料等高附加值产品，大力提升销售规模，同时加快构建水产产业链，形成区域闭环的“饲料+服务+养殖模式+供应链+金融服务+客户生态圈”的新服务营销模式。猪饲料方面，公司在综合考虑成本效益基础上自建部分饲料工厂的同时，优选集团企业OEM代工，与OEM代工企业形成战略合作伙伴，以满足生猪养殖快速发展的饲料需求，未来随着公司养殖规模进一步扩大，公司也将逐步增加配套饲料产能，增加饲料自供能力，以更好的控制成本和质量。2020年，公司按计划对宁波分公司、盐城公司、青岛七好、安徽公司、南宁、越南等饲料生产基地分别进行新增产能扩充或技术改造，推动“全熟化+酵香型”高端水产饲料的产能和专业技术进一步提升，同时公司密切贴合市场，推动饲料配方适时根据市场需要进行优化调整，以实现更加有效的经营。水产饲料因洪灾和市场布局调整的影响，整体销量较2019年下降11%。公司坚持聚焦10大品类特种水产饲料，加大资源技术研发投入，在河蟹、冷水鱼、

龟鳖、大黄鱼等营养和配方体系上实现精准管理，进一步凸显产品优势。2020 年尽管饲料市场竞争加剧，公司拳头产品蟹料实现 8% 的增长，引领产品龟鳖料增长 26%、冷水鱼料增长 21%、大黄鱼料增长 81%、鲈鱼料保持 30% 增长。公司功能料肝肠健铺货快、增长迅速，市场接受度较高，建立了良好品牌形象。2020 年水产饲料和猪饲料销售总量为 61.94 万吨，同比增长 30.57%，实现销售收入 25.22 亿元，同比增长 25.29%。其中水产饲料销量 18.08 万吨，同比下降 14.68%，实现销售收入 10.97 亿元，同比下降 9.04%；猪饲料销售 43.86 万吨（主要保障内部养殖的供应），同比增长 67.09%。此外，公司寻求外部合作伙伴为公司生猪养殖业务提供 OEM 代工猪饲料 51.33 万吨，同比增加 21.38%。

图9：2020 年饲料业务收入稳增



数据来源：公司公告、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

(1) 出栏量：考虑到公司产能扩张提速，我们预计 2021-2023 年公司生猪出栏量为 700/1000/1250 万头。

(2) 猪价：考虑到非瘟疫情对行业的冲击较大，我们预计 2021-2023 年公司商品猪均价 27/22/16 元/公斤，仔猪均价 1400/1000/600 元/头。

(3) 养殖成本：考虑到随着种猪的更新优化、更多的租养和自建育肥场投入使用，育肥产能利用率进一步提升，我们预计 2021-2023 年公司商品猪营业成本为 21/19/17 元/公斤，仔猪营业成本为 450/420/390 元/头。

非瘟冲击下养殖集团迎来重要发展机遇，公司过往在育种领域积淀深厚，紧抓非洲猪瘟红利期大力扩张，未来出栏释放确定性较强，同时管理团队革新有望带来养殖效率的提升。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润 42.90/54.22/23.23 亿元，EPS 3.27/4.13/1.77 元，当前股价对应 PE 4.6/3.6/8.5 倍，2021-2022 年估值低于行业平均，相对可比公司具备估值优势，首次覆盖，给予“买入”评级。

表1：可比公司估值：2021-2022 年低于行业均值

证券代码	证券简称	最新股价 (元)	最新市值 (亿元)	EPS				PE(X)			
				2019A	2020E/A	2021E	2022E	2019A	2020E/A	2021E	2022E
002714.SZ	牧原股份	109.99	4134.89	1.63	7.44	10.72	9.13	67.63	14.78	10.26	12.05
000876.SZ	新希望	17.58	792.23	1.20	2.06	4.16	3.40	14.65	8.53	4.23	5.17

证券代码	证券简称	最新股价 (元)	最新市值 (亿元)	EPS				PE(X)			
				2019A	2020E/A	2021E	2022E	2019A	2020E/A	2021E	2022E
300498.SZ	温氏股份	15.16	966.22	2.63	1.79	1.69	0.17	5.76	8.47	8.97	89.18
002157.SZ	正邦科技	14.14	445.27	0.67	3.71	3.98	1.65	21.10	3.81	3.55	8.57
603363.SH	傲农生物	13.31	89.71	0.85	2.46	2.44	0.83	15.66	5.40	5.45	16.09
002567.SZ	唐人神	7.35	88.64	0.24	1.12	1.05	0.76	30.63	6.56	7.00	9.67
002100.SZ	天康生物	10.43	112.16	0.60	2.45	1.99	1.05	17.38	4.26	5.24	9.93
平均值								45.01	7.24	6.16	19.29
002124.SZ	天邦股份	14.98	196.79	0.08	2.47	3.27	4.13	187.25	6.06	4.58	3.63

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：以上数据均为开源农业预测，其中天邦股份、傲农生物 2020 年 EPS 数据已公告，最新股价及市值截至 2021 年 4 月 22 日收盘。

5、风险提示

出栏量扩张不及预期、养殖成本大幅上升、猪价高景气不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2195	5771	11289	22662	14577
现金	870	2126	3354	6405	5854
应收票据及应收账款	51	171	300	599	222
其他应收款	66	102	270	441	209
预付账款	56	112	232	425	176
存货	1054	2555	6832	14591	8016
其他流动资产	99	705	300	200	100
非流动资产	5340	9731	16866	27399	23859
长期投资	164	151	161	171	181
固定资产	4089	8051	14903	24746	22128
无形资产	116	114	103	91	80
其他非流动资产	970	1415	1700	2391	1470
资产总计	7534	15502	28155	50061	38436
流动负债	4036	5060	14261	30743	17119
短期借款	2046	1343	4925	13856	8001
应付票据及应付账款	358	1029	2518	5100	2436
其他流动负债	1632	2689	6818	11788	6682
非流动负债	601	1644	1594	1594	1270
长期借款	8	794	744	744	420
其他非流动负债	593	850	850	850	850
负债合计	4636	6704	15854	32337	18389
少数股东权益	16	17	18	19	19
股本	1160	1314	1839	1839	1839
资本公积	1387	3889	3364	3364	3364
留存收益	348	3593	7884	13307	15631
归属母公司股东权益	2882	8781	12283	17705	20028
负债和股东权益	7534	15502	28155	50061	38436

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	532	4453	6813	6754	4535
净利润	100	3246	4291	5423	2324
折旧摊销	392	757	868	1478	1750
财务费用	140	148	270	685	712
投资损失	-213	38	-15	-15	-15
营运资金变动	18	116	1398	-817	-236
其他经营现金流	95	148	0	0	0
投资活动现金流	-1023	-5739	-7989	-11995	1805
资本支出	1235	5055	7134	10522	-3550
长期投资	230	-409	-10	3	-10
其他投资现金流	442	-1093	-865	-1469	-1755
筹资活动现金流	794	2471	-1021	-638	-1036
短期借款	315	-703	157	0	0
长期借款	-3	786	-50	0	-324
普通股增加	0	154	525	0	0
资本公积增加	401	2502	-525	0	0
其他筹资现金流	81	-268	-1128	-639	-712
现金净增加额	303	1186	-2197	-5880	5304

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	6007	10764	22362	42701	39029
营业成本	5186	6219	15958	34277	33910
营业税金及附加	11	17	34	66	60
营业费用	136	110	179	214	195
管理费用	438	768	1476	1900	1561
研发费用	99	108	190	171	312
财务费用	140	148	270	685	712
资产减值损失	-4	-5	0	0	0
其他收益	28	28	30	35	40
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	213	-38	15	15	15
资产处置收益	0	-0	0	0	0
营业利润	228	3348	4300	5439	2333
营业外收入	16	31	0	0	0
营业外支出	118	127	0	0	0
利润总额	127	3252	4300	5439	2333
所得税	27	6	9	16	9
净利润	100	3246	4291	5423	2324
少数股东损益	-0	1	1	1	0
归母净利润	100	3245	4290	5422	2323
EBITDA	617	4079	5327	7388	4600
EPS(元)	0.08	2.47	3.27	4.13	1.77

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	32.9	79.2	107.7	91.0	-8.6
营业利润(%)	146.5	1367.3	28.4	26.5	-57.1
归属于母公司净利润(%)	-117.6	3132.0	32.2	26.4	-57.1
获利能力					
毛利率(%)	13.7	42.2	28.6	19.7	13.1
净利率(%)	1.7	30.1	19.2	12.7	6.0
ROE(%)	3.5	36.9	34.9	30.6	11.6
ROIC(%)	3.1	27.6	23.4	17.7	9.6
偿债能力					
资产负债率(%)	61.5	43.2	56.3	64.6	47.8
净负债比率(%)	66.3	12.6	27.2	52.3	18.2
流动比率	0.5	1.1	0.8	0.7	0.9
速动比率	0.2	0.5	0.3	0.2	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.9	1.0	1.1	0.9
应收账款周转率	86.6	97.1	95.0	95.0	95.0
应付账款周转率	12.3	9.0	9.0	9.0	9.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.08	2.47	3.27	4.13	1.77
每股经营现金流(最新摊薄)	0.40	3.39	5.19	5.14	3.45
每股净资产(最新摊薄)	2.19	6.68	9.35	13.48	15.25
估值比率					
P/E	196.0	6.1	4.6	3.6	8.5
P/B	6.8	2.2	1.6	1.1	1.0
EV/EBITDA	47.8	7.0	5.8	5.0	6.8

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

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

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	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	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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn