

周专题（2022年第30周）

油脂成本回落对大众食品公司影响探讨

超配

核心观点

近期多因素导致油脂价格大幅回落，油脂上行周期或已结束。近期受到美联储加息、印尼因库存调整棕榈油出口政策、丰产季来临等因素影响，棕榈油价格大幅下跌，期货主力合约下跌幅度约40%，豆油、菜籽油等植物油期货价格也分别下跌约为25%和27%。我们认为油脂上涨周期或已结束，未来油脂的价格中枢有望大幅下移，从而显著降低食品公司的油脂采购成本。

大部分食品公司去年至今因成本高涨都进行了提价，目前提价均基本落地，油脂成本下跌或带来较好利润弹性。去年由于大宗和农产品价格持续上涨，给食品公司成本端普遍造成较大压力，因此大部分公司从去年至今都进行了不同程度的提价；目前看来提价均已基本传导和落地。未来若成本价格大幅下降，大部分食品公司不会轻易调整终端售价。因此提价落地叠加成本下移或带来较大盈利和利润弹性。

根据油脂在原材料成本中占比不同，我们进行了盈利弹性测算：食用油企业、烘焙食品企业、休闲食品企业利润弹性相对较大。以下利润弹性指在油脂价格下跌30%的假设下，同时不考虑库存周期和锁价情况影响：①食用油企业：食用油企业主要从国外和国内采购油脂或油脂原料，后进行加工、包装成成品油后向B端和C端销售。其中，B端大包装油因销售定价随行就市，利润弹性较小；而在此前成本上行周期中，企业普遍已对C端小包装油进行提价，且在成本下降周期中零售价一般不会跟随调整，故相关企业利润弹性较大。②烘焙食品等：油脂是奶油、烘焙油脂、冷冻烘焙食品的主要原材料之一，成本占比较高，随着油脂价格的回落，我们预计此类企业的盈利能力有望得到较为明显的改善，如南侨食品、海融科技、立高食品等利润弹性在30%以上。③休闲食品：油脂在休闲食品中占成本比较低，但在包含油炸生产环节的企业中占比较高，如甘源食品油脂占成本比约13%，故公司利润弹性相对较大，约20%。④速冻食品：速冻食品的油脂占成本比与产品结构密切相关，且相对较小；各企业因业务结构不同、油脂锁价情况不同，利润弹性也有所差异；综合来看，我们预计安井食品的利润弹性相对较大，约20%。

投资建议：考虑库存周期，疫情恢复叠加成本下跌，我们预计今年四季度以后相关企业盈利能力有望改善。除考虑油脂成本占比以外，我们仍需考虑库存周期、锁价情况、下游零售价的定价能力等因素来综合评估油脂价格回落对相关公司的影响。综合来看，我们认为改善程度较大的有食用油企业（如金龙鱼等）、冷冻烘焙企业（如立高食品等）、休闲食品企业（如甘源食品等）、速冻食品企业（如安井食品等）。

风险提示：油脂价格受天气、政策等因素影响出现反弹风险；期货套期保值风险；疫情反复影响终端需求风险。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘（元）	总市值（百万元）	EPS		PE	
					2022E	2023E	2022E	2023E
002991	甘源食品	买入	65.28	5,882	2.04	2.72	32.00	24.00
300999	金龙鱼	买入	48.65	264,032	1.09	1.39	44.74	34.90
603345	安井食品	买入	152.05	44,991	3.15	4.03	48.27	37.73
300973	立高食品	买入	97.55	16,184	1.63	2.30	59.74	42.46

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究·行业周报

食品饮料

超配·维持评级

证券分析师：陈青青

0755-22940855

0755-81983057

chenqingq@guosen.com.cn

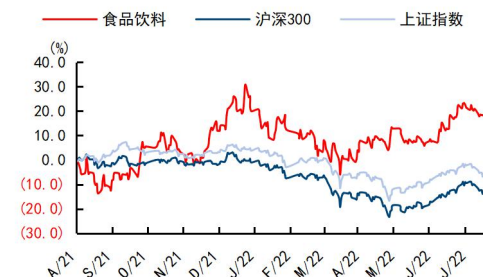
S0980520110001

联系人：胡瑞阳

0755-81982908

huruiyang@guosen.com.cn

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

- 《食品饮料行业2022年中期投资策略-基本面改善趋势已显，关注需求恢复与成本回落节奏》——2022-06-28
- 《大众食品2022年6月投资策略-关注消费场景恢复下的弹性品种与需求复苏节奏》——2022-06-22
- 《食品饮料行业5月投资策略暨2022年一季报综述-白酒亮眼，大众品分化，疫情变化仍是核心关注点》——2022-05-06
- 《食品饮料行业周报（2022年第17周）-一季度基金持仓分析：行业配置比例略降，持股占比比例分化，防御性细分板块占比提升》——2022-04-26
- 《大众食品2022年4月投资策略及一季报前瞻-短期波动下价值买点已现，静待成本与疫情拐点出现》——2022-04-06

内容目录

市场回顾：7 月以来食品饮料板块跑输大盘约 3pct.....	4
油脂价格下跌对食品企业影响几何.....	5
2019 年至今棕榈油价格走势及原因简析.....	5
油脂价格回落对食品企业盈利能力的影响分析.....	6
数据追踪：酒水饮料进入产销旺季，猪肉价格上涨明显.....	8
产销量：乳制品产量同比转正，酒水饮料进入产销旺季.....	8
零售价：酒类、乳制品价格基本持平.....	9
成本：原材料价格仍处于较高位置.....	10
免责声明.....	12

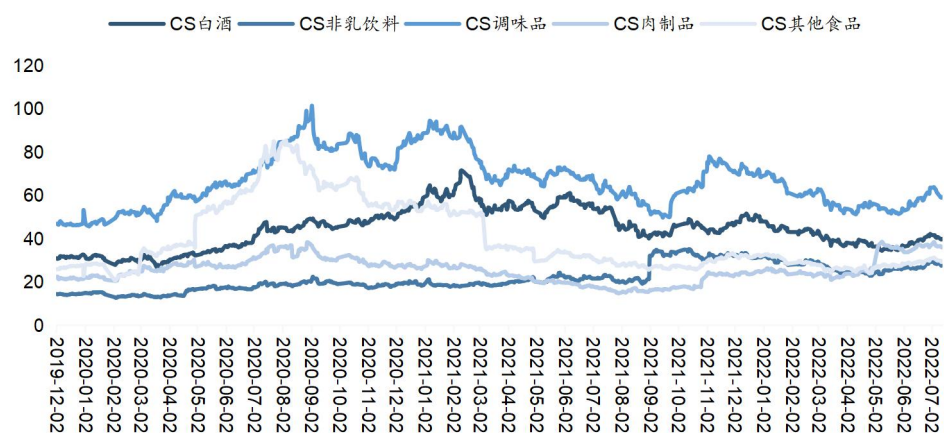
图表目录

图1：食品饮料行业分板块 PE 变化图.....	4
图2：7 月以来个股板块涨跌幅榜.....	4
图3：7 月以来食品饮料行业个股涨跌幅（%）.....	5
图4：2019 年至今棕榈油价格走势及原因简析示意图.....	5
图5：豆油、菜籽油期货结算价自高点大幅回落.....	8
图6：各行业产量最新数据.....	9
图7：36 大中城市啤酒价格走势（元/瓶、元/罐）.....	9
图8：Liv-ex100 红酒指数图.....	9
图9：牛奶零售价变化趋势图（元/升）.....	10
图10：酸奶零售价变化趋势图（元/公斤）.....	10
图11：婴幼儿奶粉变化趋势图（元/公斤）.....	10
图12：白砂糖柳州现货价趋势图（元/吨）.....	11
图13：南宁糖蜜价格趋势图（元/吨）.....	11
图14：22 个省市平均生猪价趋势图（元/千克）.....	11
图15：生鲜乳平均价趋势图（元/公斤）.....	11
图16：大豆现货价格走势（元/吨）.....	11
图17：进口大麦平均单价走势图（美元/吨）.....	11
表1：油脂价格下降对企业利润的影响测算表.....	8

市场回顾：7月以来食品饮料板块跑输大盘约3pct

7月以来上证指数下跌3.36%，沪深300下跌3.65%，食品饮料板块下跌6.69%。食品饮料各子板块（中信分类）除肉制品（涨1.30%）外，均出现一定程度的下跌，其中啤酒跌幅最大，为8.42%。从估值（整体法剔除负值）来看，截至2022年7月13日，上证综指动态PE13.28X，沪深300动态PE15.25X，食品饮料板块36.78X，细分板块估值：白酒39.84X，啤酒44.64X，乳制品29.46X，调味品59.19X，休闲食品36.58X，速冻食品46.16X，肉制品35.90X。

图1：食品饮料行业分板块PE变化图



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

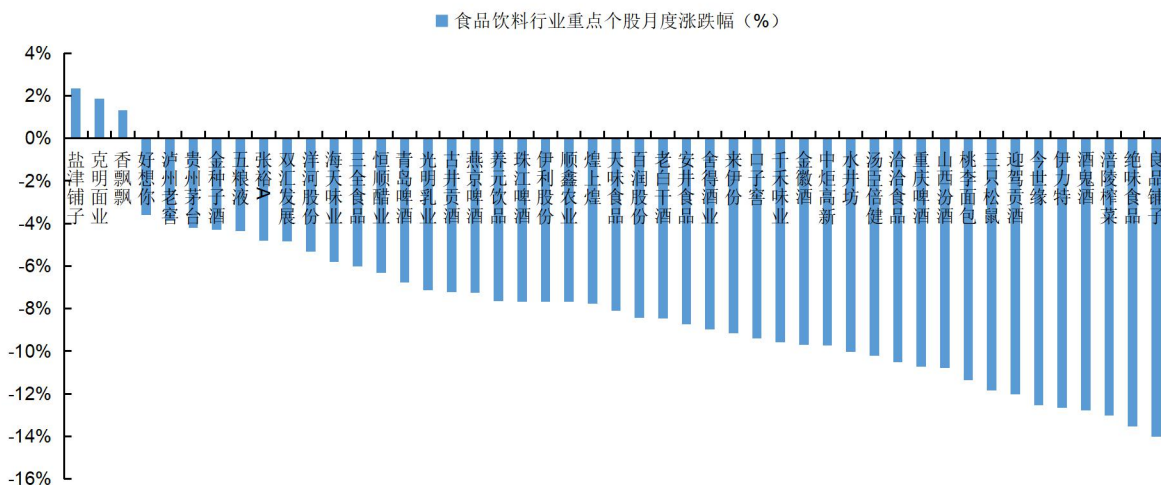
从个股来看，7月以来食品饮料板块仅盐津铺子/克明面业/香飘飘实现上涨；跌幅前五大的是良品铺子/绝味食品/涪陵榨菜/酒鬼酒/伊力特，跌幅介乎12%-15%之间。

图2：7月以来个股板块涨跌幅榜

个股涨幅前十	涨幅（%）	个股跌幅前十	跌幅（%）
盐津铺子	2.34%	山西汾酒	-10.79%
克明面业	1.85%	桃李面包	-11.36%
香飘飘	1.32%	三只松鼠	-11.86%
好想你	-3.60%	迎驾贡酒	-12.04%
泸州老窖	-3.87%	今世缘	-12.55%
贵州茅台	-4.21%	伊力特	-12.66%
金种子酒	-4.30%	酒鬼酒	-12.78%
五粮液	-4.37%	涪陵榨菜	-13.04%
张裕A	-4.80%	绝味食品	-13.52%
双汇发展	-4.85%	良品铺子	-14.01%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：7月以来食品饮料行业个股涨跌幅（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

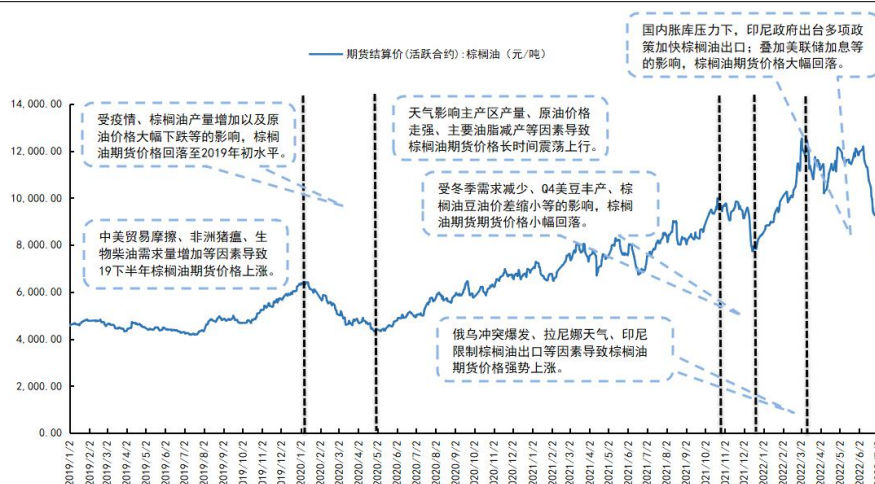
油脂价格下跌对食品企业影响几何

2019 年至今棕榈油价格走势及原因简析

2019 年至 2022 年初，棕榈油价格整体呈现震荡上行趋势，主要系：①供给端，受天气、劳工短缺（马来西亚）等因素影响，主要产区印尼和马来西亚的棕榈油产量下滑；受天气等因素影响，全球主要油脂均出现一定程度的减产。②需求端，原油价格上涨拉动以棕榈油、菜籽油、大豆油等为原材料的生物柴油的需求。

2022 年初，印尼政府为提高国内棕榈油供应量、降低国内棕榈油价格，先后出台多项政策限制棕榈油出口。这导致国内棕榈油库存快速爆满，在胀库压力的影响下，6 月印尼政府宣布加快棕榈油出口。叠加美联储加息等的影响，棕榈油期货价格大幅下跌。以下为 2019 年至今棕榈油价格走势及原因简析：

图4：2019 年至今棕榈油价格走势及原因简析示意图



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

2019 年初-2020 年初，棕榈油期货价格在 2019 年下半年呈现上涨趋势主要系：

- ✓ **供应短缺：**①2018 年中美贸易摩擦以来，中国对美国大豆加征关税，导致国内采购大豆的重心开始向南美偏移，这也使得国内油脂供给出现较为明显的季节性差异——上半年由于南美大豆供应充足，国内油脂供应处于较平衡状态；下半年南美大豆供应减少，国内油脂供应转向紧缩状态。②2019 年非洲猪瘟影响贯穿全年，下游豆粕等需求疲软，影响压榨厂开工率，导致豆油等供应减少。
- ✓ **需求增加：**马来西亚、印尼等棕榈油主产国通过扩大生物柴油（以油脂为原材料）在国内的使用范围、提高生物柴油强制掺混标准等逐渐转变棕榈油过剩的局面。

2020 年初-2020 年 5 月，受疫情、棕榈油产量增加以及原油价格大幅下跌的影响，棕榈油期货价格回落至 2019 年初水平。

2020 年 5 月-2021 年 11 月，棕榈油期货价格震荡上行，主要系：

- ✓ **油脂产量减少：**①2020 年 7 月以来，受暴雨天气影响，马来西亚和印尼主产区棕榈油产量缺失。②劳工短缺问题影响马来西亚棕榈油产量。③受天气等的影响，加拿大菜籽减产，南美等地大豆减产，这造成全球的油脂油料供应偏紧。
- ✓ **生物柴油需求增加：**国际原油价格走强带动以油脂为原料的生物柴油需求增长。

2021 年 11 月-2021 年底，在冬季需求减少、四季度美豆丰产、棕榈油豆油价差缩小的影响下，棕榈油期货价格小幅回落。

2021 年底-2022 年 3 月，棕榈油期货价格强势上涨，主要系：

- ✓ 印尼从年初陆续出台限制棕榈油出口的多项规定，如 DMO 等（DMO：为平抑国内食用油价格，对所有棕榈油生产商实行 20% 的国内强制性销售义务）。22 年 4 月 28 日-5 月 22 日，为保障国内棕榈油用量，印尼禁止棕榈油出口。
- ✓ 其他油脂产量也出现不同程度的下滑，导致全球油脂供应偏紧：①2 月，俄乌冲突爆发，受此影响，葵油产量下降；②受拉尼娜影响，美豆产量下滑。

2022 年 3 月至今，棕榈油期货价格震荡下行，主要系：

- ✓ 印尼禁止棕榈油出口导致国内棕榈油产业链各环节库存快速爆满。随后在国内胀库压力的影响下，印尼政府出台多项政策，加快棕榈油出口。截止 7 月 15 日，印尼已批准 249 万吨棕榈油出口。其中约 139 万吨根据国内市场义务（DMO）计划进行许可，其余部分根据加速计划发放。
- ✓ 美联储超预期加息，商品普跌。

油脂价格回落对食品企业盈利能力的影响分析

近期在多因素的影响下，棕榈油、豆油、菜籽油的期货价格大幅下跌，跌幅分别约 40%、25%、27%。油脂广泛使用在食品制作过程中的油炸、配料等环节，随着油脂价格的大幅下降，油脂占成本比较高的休闲、速冻、烘焙、食用油等板块的食品企业的盈利能力有望逐步改善。

以下利润弹性指在油脂价格下跌 30% 的假设下，同时不考虑库存周期和锁价情况

影响：

食用油企业：食用油企业主要从国外和国内采购油脂或油脂原料，后进行加工、包装成成品油后向 B 端和 C 端销售。其中，B 端大包装油销售定价随行就市，利润弹性较小；而在此前成本上行周期中，企业普遍已对 C 端小包装油进行提价，且在成本下降周期中零售价一般不会跟随调整，故相关企业利润弹性较大。

- ✓ 2021 年由于油脂原材料成本大幅上涨、疫情抑制终端消费需求等，金龙鱼盈利能力大幅降低。为应对原材料成本的大幅上涨，公司已在 21 年上半年对部分产品提价约 10%，且成本下降周期中零售价一般保持相对稳定，因此公司利润弹性较大。

烘焙食品等：油脂是奶油、烘焙油脂、冷冻烘焙食品的主要原材料之一，成本占比较高；此前在油脂价格大幅上涨的影响下，烘焙食品企业的经营压力较大，主要系（i）成本上涨吞噬利润，（ii）疫情严重影响下游客户经营，导致下游客户对提价的承受能力有所下降，故烘焙食品企业的提价政策相对保守，未能全部覆盖成本上涨。因此随着油脂价格的回落，我们预计此类企业的盈利能力有望得到较为明显的改善，如南侨食品、海融科技、立高食品等利润弹性在 30% 以上。

- ✓ 立高食品已对冷冻烘焙食品的主要油脂原材料进行锁价，预计短期内油脂价格回落对公司影响有限，但长期看公司盈利能力有望改善。
- ✓ 海融科技主要产品为植脂奶油，当前采用短期的价格锁定策略，随着下半年销售旺季的到来以及油脂价格的回落，公司有望逐步恢复盈利能力。
- ✓ 南侨食品主要产品为烘焙油脂，原材料中油脂占比较高，公司一般采用随行就市的原则采购油脂，油脂价格回落对净利润的提振有望在 Q4 或 23 年显现。

休闲食品：油脂在休闲食品中占成本比较低，但在包含油炸生产环节的企业中占比较高，如甘源食品油脂占成本比约 13%，故公司利润弹性相对较大，约 20%。

- ✓ 甘源食品的主要产品是口味型坚果，生产过程需要油炸，因此油脂占成本比较高，约 13-14%；经我们测算，2021 年棕榈油价格大幅上涨对公司净利润的影响约 3000+ 万；且为应对成本端压力，公司已于 21 年成功提价约 10%。因此我们认为，随着油脂价格的回落，公司有望在 22 后半年或 23 年逐步释放利润弹性。
- ✓ 洽洽食品和盐津铺子的油脂类占成本比仅为小个位数，盈利能力受油脂价格波动影响较小。

速冻食品：速冻食品的油脂占成本比与产品结构密切相关，且相对较小；各企业因业务结构不同、油脂锁价情况不同，利润弹性也有所差异；综合来看，我们预计安井食品的利润弹性相对较大，约 20%。

- ✓ 安井食品和三全食品的油脂占比相对较小，且两家公司 21 年已对部分产品进行提价，随着油脂价格的回落，成本端压力有望缓解。其中，我们测算安井食品的利润弹性相对较大，约 20%。
- ✓ 千味央厨油脂占成本比相对较高，但由于公司主营大 B 业务（占比约 50%），成本控制能力较强，其大 B 产品终端售价也随原材料价格的波动而变化，因此公司整体盈利能力受原材料价格波动影响较小。

图5: 豆油、菜籽油期货结算价自高点大幅回落



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

表1: 油脂价格下降对企业利润的影响测算表

	油脂成本占比	2021 年		油脂成本下降对净利率涨跌幅度的影响				油脂成本下降对利润弹性的测算			
		毛利率	净利率	10%	20%	30%	40%	10%	20%	30%	40%
休闲食品											
洽洽食品	2.0%	32.0%	15.5%	0.1%	0.3%	0.4%	0.5%	0.9%	1.8%	2.6%	3.5%
盐津铺子	3.0%	35.7%	6.8%	0.2%	0.4%	0.6%	0.8%	2.9%	5.7%	8.6%	11.4%
劲仔食品	8.0%	26.8%	7.6%	0.6%	1.2%	1.8%	2.3%	7.8%	15.5%	23.3%	31.0%
甘源食品	14.0%	35.1%	11.9%	0.9%	1.8%	2.7%	3.6%	7.7%	15.3%	23.0%	30.6%
速冻食品											
安井食品	6.0%	22.4%	6.8%	0.5%	0.9%	1.4%	1.9%	6.9%	13.7%	20.6%	27.4%
三全食品	6.0%	27.2%	9.2%	0.4%	0.9%	1.3%	1.7%	4.7%	9.5%	14.2%	19.0%
千味央厨	11.0%	22.4%	6.8%	0.9%	1.7%	2.6%	3.4%	12.5%	24.9%	37.4%	49.9%
烘焙食品及其他											
立高食品	22.0%	34.9%	10.0%	1.4%	2.9%	4.3%	5.7%	14.3%	28.5%	42.8%	57.0%
佳禾食品	25.0%	13.6%	6.3%	2.2%	4.3%	6.5%	8.6%	34.5%	68.9%	103.4%	137.9%
海融科技	30.0%	43.7%	15.1%	1.7%	3.4%	5.1%	6.8%	11.2%	22.5%	33.7%	44.9%
南侨食品	45.0%	31.1%	12.8%	3.1%	6.2%	9.3%	12.4%	24.1%	48.3%	72.4%	96.5%

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

备注: 1、这里使用 2021 年的净/毛利率进行测算; 2、不考虑库存周期; 3、不考虑终端价格变动; 4、千味央厨大 B 端产品售价随成本价格的波动会有所调整, 测算时暂且未考虑。

投资建议: 除考虑油脂成本占比以外, 我们仍需考虑库存周期、锁价情况、下游零售价的定价能力等因素来综合评估油脂价格回落对相关公司的影响。综合来看, 我们认为改善程度较大的有食用油企业 (如金龙鱼等)、冷冻烘焙企业 (如立高食品等)、休闲食品企业 (如甘源食品等)、速冻食品企业 (如安井食品等)。

数据追踪: 酒水饮料进入产销旺季, 猪肉价格上涨明显

产销量: 乳制品产量同比转正, 酒水饮料进入产销旺季

产量数据: 根据 wind 数据显示, 2022 年 5 月乳制品产量 275.90 万吨, 同比增长 2.90%; 啤酒产量 356.70 万千升, 同比降低 0.70%; 葡萄酒产量 1.30 万千升, 同比减少 38.10%; 软饮料产量 1543.60 万吨, 同比降低 7.00%。

图6: 各行业产量最新数据

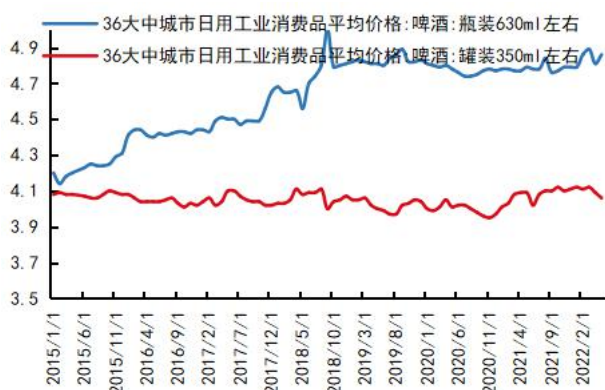
时间	乳制品产量 (万吨)	同比: 乳制品	啤酒产量 (万千升)	同比: 啤酒	葡萄酒产量 (万千升)	同比: 葡萄酒	软饮料产量 (万吨)	同比: 软饮料
2021-05	266.90	6.90	357.20	-12.10	2.40	14.30	1,657.20	4.90
2021-06	268.90	5.80	390.40	-14.20	3.00	15.40	1,884.90	2.70
2021-07	253.40	0.30	377.10	-7.00	1.80	-10.00	1,887.20	10.10
2021-08	259.40	1.90	352.90	-6.40	1.70	-19.00	1,790.80	1.70
2021-09	261.80	1.00	298.90	-5.70	2.10	-30.00	1,597.60	-7.00
2021-10	283.40	8.30	218.40	16.70	1.70	-54.10	1,294.15	20.80
2021-11	258.00	7.50	187.00	9.60	2.60	-29.70	1,170.00	13.30
2021-12	281.20	11.80	235.80	10.90	4.00	-14.90	1,358.80	8.30
2022-03	250.10	-1.90	284.90	-10.30	1.80	-21.70	1,723.70	-1.60
2022-04	238.80	-2.90	258.70	-18.30	1.50	-34.80	1,410.10	-8.50
2022-05	275.90	2.90	356.70	-0.70	1.30	-38.10	1,543.60	-7.00

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

零售价: 酒类、乳制品价格基本持平

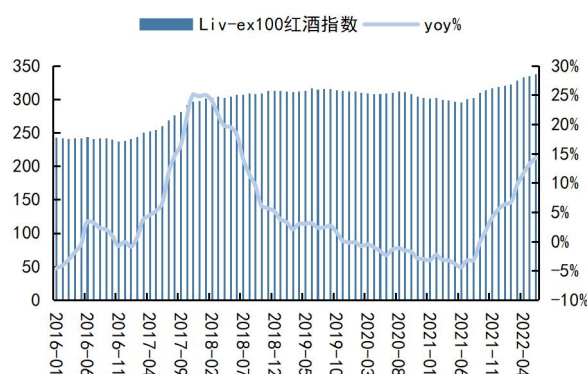
酒类: 2022年5月36大中城市630ml瓶装啤酒平均价格4.86元/瓶, 同比微涨1.46%; 36大中城市罐装350ml啤酒平均价格4.06元/罐, 同比下降5.32%。红酒方面, 2022年6月红酒价格指数为412.50, 同比上涨22.11%。

图7: 36大中城市啤酒价格走势(元/瓶、元/罐)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: Liv-ex100 红酒指数图



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

乳制品: 截止2022年7月8日, 牛奶零售价12.98元/公斤, 周同比增长4.01%, 周环比基本持平; 酸奶价格16.46元/公斤, 周同比增长3.07%, 周环比基本持平; 国内外婴幼儿奶粉价格分别为218.58、267.72元/公斤, 分别周同比上涨1.90%、2.35%, 周环比基本持平。

图9：牛奶零售价变化趋势图（元/升）



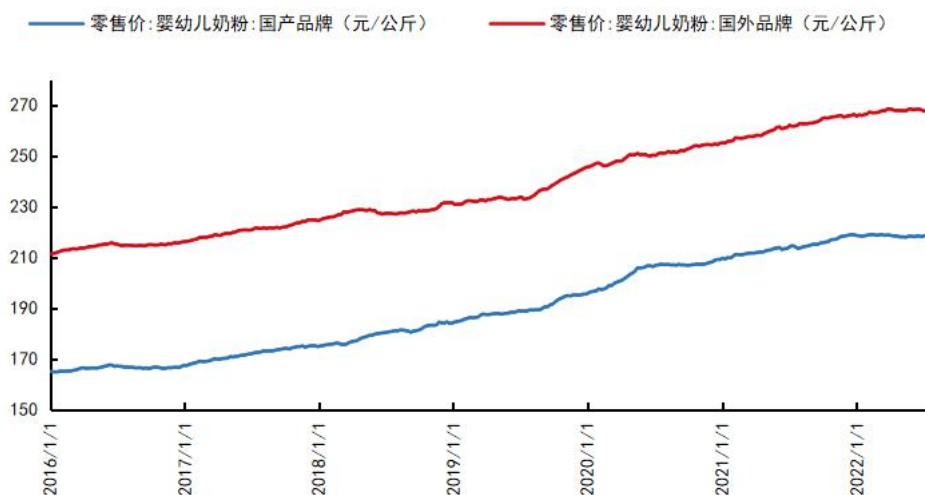
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图10：酸奶零售价变化趋势图（元/公斤）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图11：婴幼儿奶粉变化趋势图（元/公斤）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

成本：原材料价格仍处于较高位置

截止2022年7月13日，白砂糖7月平均价格5934元/吨，环比微降1.06%；南宁糖蜜平均价格1800元/吨，环比微增1.25%；7月13日生猪价格23.21元/千克，同比上升43.80%，环比上升14.90%；7月6日生鲜乳平均价格4.13元/公斤，同比下降3.95%，环比基本持平；进口大麦5月平均价格355.08美元/吨，同比上升26.51%，环比微升4.37%；7月大豆平均价格5785.79元/吨，环比基本持平。综上，糖类、大豆、进口大麦等仍处高位震荡状态，生猪价格上涨明显，生鲜乳价格则有所回落，整体看原材料价格仍处于较高位置。

图12: 白砂糖柳州现货价趋势图 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图13: 南宁糖蜜价格趋势图 (元/吨)



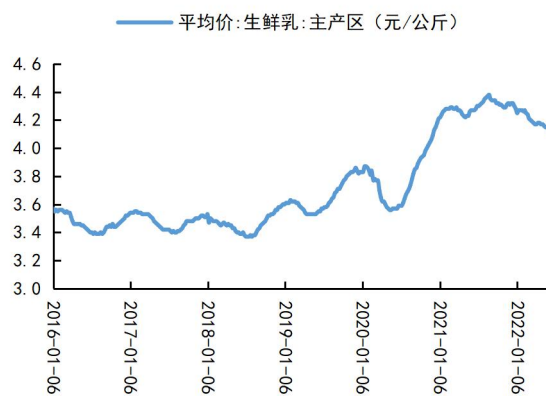
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图14: 22个省市平均生猪价趋势图 (元/千克)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图15: 生鲜乳平均价趋势图 (元/公斤)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图16: 大豆现货价格走势图 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图17: 进口大麦平均单价走势图 (美元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

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