

百龙创园（605016.SH）

买入

2023 年及 2024 年一季度盈利稳定增长，新产能落地推动持续发展

核心观点

2023 年盈利同比高速增长，2024 年一季度公司盈利同环比增长。百龙创园是我国领先的益生元、膳食纤维、健康甜味剂产品生产商。公司主营产品包括益生元板块的低聚果糖、低聚半乳糖等，膳食纤维板块的抗性糊精和聚葡萄糖，健康甜味剂板块的阿洛酮糖等。2024 年 4 月 26 日晚，公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报。报告显示，2023 年，公司实现营业收入 8.68 亿元，同比增长 20.3%，实现归母净利润 1.93 亿元，同比增长 28.0%，实现扣非后归母净利润 1.76 亿元，同比增长 24.6%。2024 年一季度，公司实现营业收入 2.52 亿元，同比增长 29.6%，环比增长 17.6%，实现归母净利润 5354.32 万元，同比增长 20.5%，环比增长 3.6%。

膳食纤维终端产品渗透率提升，公司抗性糊精及聚葡萄糖产品需求持续增长。根据 Grand View Research 数据，2019 年全球膳食纤维市场规模达 180.64 亿元，预计到 2026 年市场规模将达 229.13 亿元，CAGR 达到 8.9%。伴随食品健康化趋势发展，膳食纤维原料需求快速增长。公司产品销售层面，2023 年，公司膳食纤维板块实现营业收入 4.44 亿元，同比增长 31.1%，实现毛利润 1.73 亿元，同比增长 49.1%。此外，2023 年公司年产 2 万吨功能糖干燥项目全面投产，可将公司液体膳食纤维产品加工为年产 5000 吨抗性糊精（粉体）、年产 7000 吨聚葡萄糖（粉体）产品，提升公司产品毛利率水平。

海外阿洛酮糖需求快速增长，新产能投放将带动公司盈利上行。2023 年公司健康甜味剂板块实现营业收入 1.37 亿元，同比增长 44.9%，实现毛利润 0.33 亿元，同比增长 10.0%，健康甜味剂板块营收利润增长主要由海外市场阿洛酮糖产品的需求快速增长所致。阿洛酮糖作为新一代健康天然甜味剂，在海外自获批使用至今已有 10 年历史，其在口感、健康、功能性等诸多方面具备显著优势，目前海外需求端主要运用于烘焙、糖果、饮品、调味品、药品等诸多领域。百龙创园于 2019 年首次实现阿洛酮糖的量产销售，是我国最早布局阿洛酮糖产品的企业。目前公司阿洛酮糖老产线已满产，为满足下游食品生产加工企业需求，公司投建了年产 1.5 万吨结晶糖项目，可用于生产阿洛酮糖结晶糖产品，目前项目正有序推进，预计 2024 年 5 月可顺利投产。新产能释放将带动公司盈利上行。

布局投建泰国生产基地，具备降低成本以及提升公司国际竞争力的优势。

2023 年 10 月 20 日，公司发布“关于投资建设泰国生产基地的公告”，报告称公司将拟投资 4.52 亿元人民币在泰国投资建设功能糖生产基地项目，项目中阿洛酮糖生产线同时具备生产阿洛酮糖、结晶果糖、异麦芽酮糖等结晶糖产品；抗性糊精生产线可联产低聚果糖、低聚异麦芽糖、低聚半乳糖等益生元产品。投建泰国生产基地的主要优势包括：降低原材料成本、规避贸易风险，减少出口关税、提升公司国际竞争力。

风险提示：在建项目进度不及预期的风险；原材料价格波动的风险；市场竞争加剧的风险；下游需求不及预期的风险。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。我们在对公司 2023 年业绩快报点评中预计公司 2023-2025 年营收分别为 8.68/14.31/14.83 亿元，归母净利润分别为 1.93/3.58/4.24 亿元，在综合考虑公司膳食纤维、健康甜味剂新产能的投产进度后，我们谨慎下调盈利预测，预计公司 2024-2026 年

公司研究·财报点评

基础化工·化学制品

证券分析师：杨林

联系人：张歆钰

010-88005379

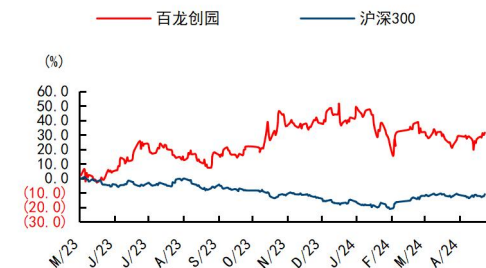
yanglin6@guosen.com.cn zhangxinyu4@guosen.com.cn

S0980520120002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	26.31 元
总市值/流通市值	6539/6539 百万元
52 周最高价/最低价	31.18/20.69 元
近 3 个月日均成交额	29.11 百万元

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

- 《百龙创园（605016.SH）-2023 年业绩符合预期，打造天然健康功能糖龙头》——2024-02-28
- 《百龙创园（605016.SH）-前三季度盈利稳步增长，海外布局增强供应链管理》——2023-10-22
- 《百龙创园（605016.SH）-23 年上半年业绩稳步提升，新产能布局夯实全球功能糖龙头》——2023-08-04
- 《百龙创园（605016.SH）-业绩稳健增长，功能糖龙头稳步成长》——2023-04-28
- 《百龙创园（605016.SH）-3 季度业绩同比增 69.98%，功能糖龙头稳步成长》——2022-10-31

营收分别为 12.65/16.51/19.46 亿元，归母净利润分别为 2.81/3.83/4.66 亿元，当前股价对应 PE 分别为 23.3/17.1/14.0X。（下调依据以及业务拆分详见正文部分）。

公司在益生元、膳食纤维、健康甜味剂（阿洛酮糖）领域处于我国领先地位，产品布局中高端，终端客户包括农夫山泉、娃哈哈、QUEST 等食品饮料行业龙头企业，目前公司在产产品销售供不应求，价格稳定，且有 3 万吨膳食纤维、1.5 万吨结晶糖项目即将投产，带动公司盈利上行。未来公司规划的泰国生产基地以及其他新品的投放也将继续保障公司成长。考虑到公司在行业领先地位以及中长期的持续增长，维持“买入”评级。

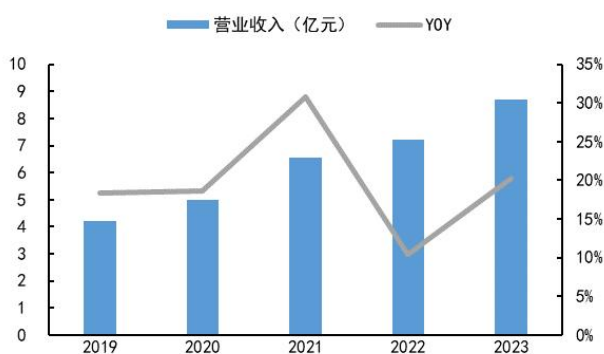
盈利预测和财务指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	722	868	1,265	1,651	1,946
(+/-%)	10.5%	20.3%	45.7%	30.4%	17.9%
净利润(百万元)	151	193	281	383	466
(+/-%)	44.3%	28.0%	45.5%	36.5%	21.7%
每股收益(元)	0.85	0.78	1.13	1.54	1.88
EBIT Margin	20.8%	22.6%	25.0%	26.2%	27.1%
净资产收益率 (ROE)	11.2%	12.8%	15.7%	17.8%	17.8%
市盈率 (PE)	31.0	33.9	23.3	17.1	14.0
EV/EBITDA	24.3	28.1	18.7	13.2	10.8
市净率 (PB)	3.47	4.34	3.67	3.03	2.50

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

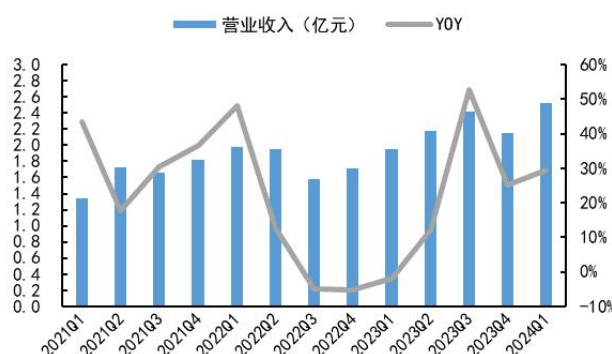
2023 年盈利同比高速增长，2024 年一季度公司盈利同环比增长。百龙创园是我国领先的益生元、膳食纤维、健康甜味剂产品生产商。公司主营产品包括益生元板块的低聚果糖、低聚半乳糖等，膳食纤维板块的抗性糊精和聚葡萄糖，健康甜味剂板块的阿洛酮糖等。2024 年 4 月 26 日晚，公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报。报告显示，2023 年，公司实现营业收入 8.68 亿元，同比增长 20.3%，实现归母净利润 1.93 亿元，同比增长 28.0%，实现扣非后归母净利润 1.76 亿元，同比增长 24.6%。2024 年一季度，公司实现营业收入 2.52 亿元，同比增长 29.6%，环比增长 17.6%，实现归母净利润 5354.32 万元，同比增长 20.5%，环比增长 3.6%。

图1：百龙创园营业收入及增速（单位：亿元、%）



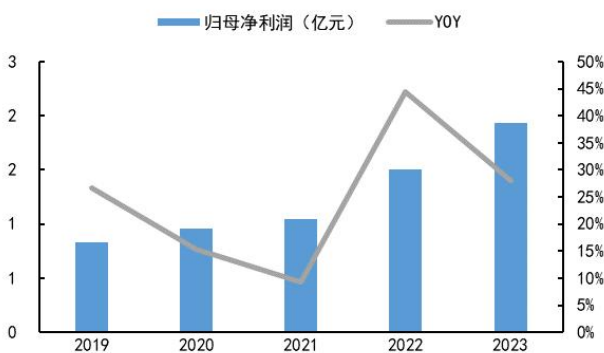
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：百龙创园单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：百龙创园归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

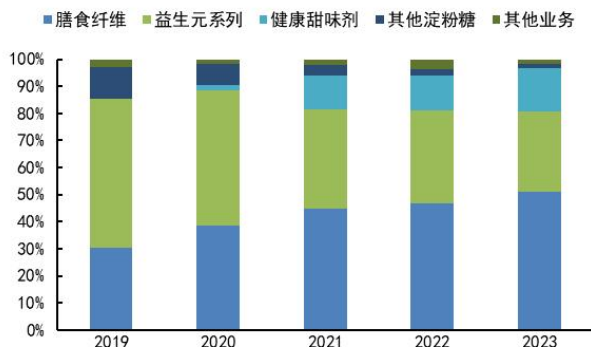
图4：百龙创园单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

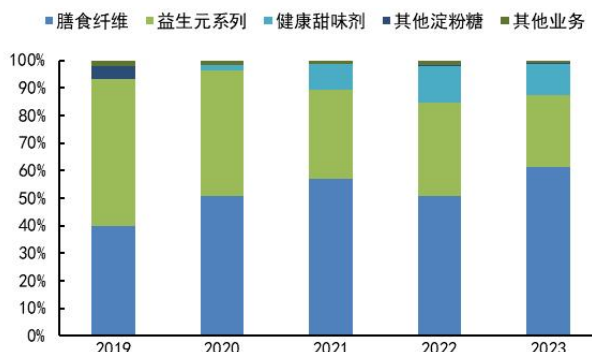
膳食纤维终端产品渗透率提升，公司抗性糊精及聚葡萄糖产品需求持续增长。根据 Grand View Research 数据，2019 年全球膳食纤维市场规模达 180.64 亿元，预计到 2026 年市场规模将达 229.13 亿元，CAGR 达到 8.9%。伴随食品健康化趋势发展，膳食纤维原料需求快速增长。公司产品销售层面，2023 年，公司膳食纤维板块实现营业收入 4.44 亿元，同比增长 31.1%，实现毛利润 1.73 亿元，同比增长 49.1%。此外，2023 年公司年产 2 万吨功能糖干燥项目全面投产，可将公司液体膳食纤维产品加工为年产 5000 吨抗性糊精（粉体）、年产 7000 吨聚葡萄糖（粉体）产品，提升公司产品毛利率水平。

图5: 百龙创园收入占比情况



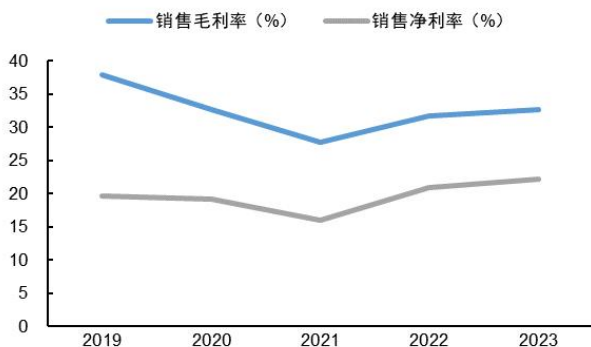
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 百龙创园毛利润占比情况



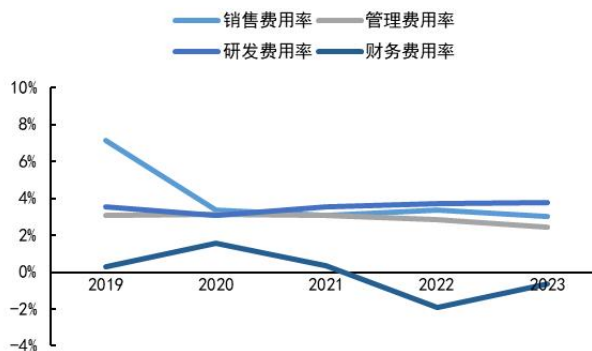
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 百龙创园毛利率、净利率情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 百龙创园期间费用率情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

海外阿洛酮糖需求快速增长，新产能投放将带动公司盈利上行。2023 年公司健康甜味剂板块实现营业收入 1.37 亿元，同比增长 44.9%，实现毛利润 0.33 亿元，同比增长 10.0%，健康甜味剂板块营收利润增长主要由海外市场对阿洛酮糖产品的需求快速增长所致。阿洛酮糖作为新一代健康天然甜味剂，在海外自获批使用至今已有 10 年历史，其在口感、健康、功能性等诸多方面具备显著优势，目前海外需求端主要运用于烘焙、糖果、饮品、调味品、药品等诸多领域。百龙创园于 2019 年首次实现阿洛酮糖的量产销售，是我国最早布局阿洛酮糖产品的企业。目前公司阿洛酮糖老产线已满产，为满足下游食品生产加工企业需求，公司投建了年产 1.5 万吨结晶糖项目，可用于生产阿洛酮糖结晶糖产品，目前项目正有序推进，预计 2024 年 5 月可顺利投产。新产能释放将带动公司盈利上行。

表1: 阿洛酮糖功能描述

功能	详细描述	参考文献
降血糖	抑制肠道α-糖苷酶的活性,从而降低小肠对糖的吸收,抑制脂肪堆积,提高胰岛素的敏感性,降低血糖,在研制治疗肥胖和糖尿病药物方面具有重要的应用价值	MATSUO T, IZUMORI K. Journal of clinical bio-chemistry and nutrition. 2009, 45(2):202-206
神经保护	通过诱导细胞内谷胱甘肽上调而在神经退行性疾病的治疗中发挥潜在的神经保护作用	MURATA A, SEKIYA K, WATANABLE Y, et al. J Biosci Bioeng, 2003, 96(1): 89-91
抑制寄生虫	通过干扰秀丽隐杆线虫的消化、吸收或代谢,从而对秀丽隐杆线虫的运动、生长和生殖成熟产生抑制作用,成为一种潜在的驱虫剂	SATO M, KUROSE H, YAMASAKI T, et al. Journal of Natural Medicines, 2008, 62(2): 244-246
抗氧化	抑制活性氧(ROS)的产生所造成的氧化性损伤,降低了自由基含量并延迟恶化	MURATA A, SEKIYA K, WATANABLE Y, et al. J Biosci Bioeng, 2003, 96(1): 89-91

资料来源: CNKI、国信证券经济研究所整理

布局投建泰国生产基地,具备降低成本以及提升公司国际竞争力的优势。2023年10月20日,公司发布“关于投资建设泰国生产基地的公告”,报告称公司将拟投资4.52亿元人民币在泰国投资建设功能糖生产基地项目,项目中阿洛酮糖生产线同时具备生产阿洛酮糖、结晶果糖、异麦芽酮糖等结晶糖产品;抗性糊精生产线可联产低聚果糖、低聚异麦芽糖、低聚半乳糖等益生元产品。

关于公司在海外布局健康功能糖产能的核心优势主要有3点:

(1) **落实“一带一路”倡议,进一步提升产品国际竞争力。**公司核心产品以外销为主,本次投资建设泰国生产基地项目是公司深化国际化发展战略的一项重要举措,对公司未来发展具有重要意义,未来公司将以泰国生产基地为支点,与国际客户加深产品及市场开发力度,持续加强海外客户服务能力,不断提高海外市场开拓能力。

(2) **降本增效,提升盈利水平。**泰国具备明显的原材料成本优势,靠近原材料生产地建设项目有利于降低公司的生产成本及运输成本。公司主要原材料为蔗糖、淀粉及淀粉深加工产品,泰国巴真武及周边玉米淀粉和木薯淀粉供应充足且价格低廉。当地玉米淀粉价格和木薯淀粉价格折合人民币比国内低15-20%;其它糖质原料(如低聚果糖主要生产原料为蔗糖),当地价格仅为国内的70%左右。

(3) **规避贸易风险,降低关税水平。**美国是公司最重要的海外市场,公司未来部分出口至美国市场的业务仍有可能面临贸易政策变化等不利因素带来的挑战;此外美国针对公司部分产品会加征高额关税,而泰国生产基地的建设,相关产品出口到美国只征收基础关税。因此本项目在泰国投资建设将有效的降低部分产品的出口关税及未来面临的贸易正常变化带来的风险。

投资建议:下调盈利预测,维持“买入”评级。我们在对公司2023年业绩快报点评中预计公司2023-2025年营收分别为8.68/14.31/14.83亿元,归母净利润分别为1.93/3.58/4.24亿元,在综合考虑公司膳食纤维、健康甜味剂新产能的投产进度后,我们谨慎下调盈利预测,预计公司2024-2026年营收分别为12.65/16.51/19.46亿元,归母净利润分别为2.81/3.83/4.66亿元,当前股价对应PE分别为23.3/17.1/14.0X。

公司在益生元、膳食纤维、健康甜味剂(阿洛酮糖)领域处于我国领先地位,产品布局中高端,终端客户包括农夫山泉、娃哈哈、QUEST等食品饮料行业龙头企业,目前公司在产产品销售供不应求,价格稳定,且有3万吨膳食纤维、1.5万吨结晶糖项目即将投产,带动公司盈利上行。未来公司规划的泰国生产基地以及其他新品的投放也将继续保障公司成长。考虑到公司在行业领先地位以及中长期的持续增长,维持“买入”评级。

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
益生元板块					
收入（百万元）	246.05	257.10	322.01	376.72	419.28
增速	3.15%	4.49%	25.24%	16.99%	11.30%
毛利（百万元）	77.02	74.21	93.97	114.97	129.13
增速	29.85%	-3.65%	26.63%	22.35%	12.31%
毛利率	31.30%	28.86%	29.18%	30.52%	30.80%
膳食纤维板块					
收入（百万元）	338.81	444.11	633.40	873.61	1004.59
增速	15.82%	31.08%	42.62%	37.92%	14.99%
毛利（百万元）	116.40	173.02	254.28	352.92	413.65
增速	12.68%	48.65%	46.96%	38.79%	17.21%
毛利率	34.35%	38.96%	40.14%	40.40%	41.18%
健康甜味剂板块					
收入（百万元）	94.70	137.23	275.56	363.05	486.45
增速	14.10%	44.91%	100.80%	31.75%	33.99%
毛利（百万元）	30.03	33.50	93.81	133.12	184.65
增速	74.80%	11.55%	180.01%	41.91%	38.71%
毛利率	31.71%	24.41%	34.04%	36.67%	37.96%
其他淀粉糖（醇）					
收入（百万元）	16.62	15.70	16.20	17.80	18.09
增速	-32.02%	-5.52%	3.18%	9.87%	1.62%
毛利（百万元）	0.81	1.45	8.70	10.30	10.71
增速	-403.58%	79.55%	501.89%	18.38%	3.97%
毛利率	4.85%	9.21%	53.72%	57.87%	59.21%
其他业务					
收入（百万元）	25.71	14.12	18.22	19.35	17.23
增速	73.36%	-45.10%	29.08%	6.20%	-10.96%
毛利（百万元）	4.31	2.03	2.73	2.90	2.58
增速	100.15%	-52.75%	34.33%	6.20%	-10.96%
毛利率	16.75%	14.41%	15.00%	15.00%	15.00%
合计					
总营收（百万元）	721.89	868.26	1265.39	1650.54	1945.64
增速	10.49%	20.28%	45.74%	30.44%	17.88%
毛利（百万元）	228.56	284.21	453.49	614.21	740.73
增速	25.80%	24.35%	59.56%	35.44%	20.60%
毛利率	31.66%	32.73%	35.84%	37.21%	38.07%

益生元板块：随着 1.5 万吨结晶糖产能落地，之前的阿洛酮糖产能将逐渐转为生产益生元产品以满足客户需求，预计未来三年产品销售均价为 12850/13500/13800 元/吨，产品销量为 25059/27906/30383 吨，产品毛利率为 29.2%/30.5%/30.8%。

膳食纤维板块：预计公司新增 3 万吨膳食纤维产能将于 5 月投产，预计抗性糊精产品占比将会逐渐提升，进而带动产品平均售价以及毛利率上升，预计未来三年产品销售均价为 13850/15100/16830 元/吨，产品销量为 45733/57855/59690 吨，产品毛利率为 40.1%/40.4%/41.2%。

健康甜味剂板块：预计公司新增 1.5 万吨结晶糖产能将于 5 月投产，新产线将首次使用淀粉为原材料制备阿洛酮糖，将降低产品生产成本。此外，预计产品中固体产品占比将会提升，带动产品销售均价提升。预计未来三年产品销售均价为 23500/24000/24500 元/吨，产品销量为 11726/15127/19855 吨，产品毛利率为 34.0%/36.7%/38.0%。

表2: 可比公司估值表

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 (元)	EPS			PE			PB
				2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2024E
605016.SH	百龙创园	买入	26.31	0.78	1.13	1.54	36.6	23.3	17.1	4.3
002597.SZ	金禾实业	增持	22.59	1.24	1.52	1.88	17.7	14.9	12.0	1.8
605077.SH	华康股份	无评级	20.56	1.58	1.78	2.19	13.7	11.5	9.4	1.6
002286.SZ	保龄宝	无评级	5.81	0.15	-	-	55.8	-	-	1.1

数据来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 注: 数据截至 2024 年 4 月 28 日, 可比公司数据来自 Wind 一致预期。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	192	176	280	300	520	营业收入	722	868	1265	1651	1946
应收款项	155	174	277	362	426	营业成本	493	584	812	1036	1205
存货净额	168	152	211	266	309	营业税金及附加	6	8	11	15	18
其他流动资产	11	19	25	33	39	销售费用	24	26	42	54	64
流动资产合计	856	774	1046	1213	1548	管理费用	21	21	36	47	53
固定资产	499	852	1014	1059	1142	研发费用	27	33	48	66	78
无形资产及其他	15	14	14	13	12	财务费用	(14)	(6)	(6)	(8)	(7)
投资性房地产	102	114	114	114	114	投资收益	9	8	3	3	3
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	0	3	0	0	0
资产总计	1472	1754	2188	2400	2816	其他收入	(24)	(22)	(48)	(66)	(78)
短期借款及交易性金融负债	1	1	274	77	10	营业利润	176	224	325	444	538
应付款项	93	215	84	106	124	营业外净收支	(3)	(2)	(2)	(3)	(2)
其他流动负债	27	26	42	54	62	利润总额	173	222	323	440	536
流动负债合计	121	242	401	236	196	所得税费用	22	29	42	57	70
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	6	5	5	5	5	归属于母公司净利润	151	193	281	383	466
长期负债合计	6	5	5	5	5	现金流量表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	127	246	405	241	201	净利润	151	193	281	383	466
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(2)	0	4	0	0
股东权益	1345	1508	1783	2159	2615	折旧摊销	47	45	55	82	94
负债和股东权益总计	1472	1754	2188	2400	2816	公允价值变动损失	(0)	(3)	0	0	0
						财务费用	(14)	(6)	(6)	(8)	(7)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(45)	96	(278)	(113)	(88)
每股收益	0.85	0.78	1.13	1.54	1.88	其它	2	(0)	(4)	(0)	(0)
每股红利	0.06	0.13	0.02	0.03	0.04	经营活动现金流	153	331	58	352	472
每股净资产	7.58	6.07	7.17	8.69	10.52	资本开支	0	(400)	(221)	(126)	(176)
ROIC	14.57%	15.52%	18%	20%	23%	其它投资现金流	(82)	77	0	0	0
ROE	11.21%	12.80%	16%	18%	18%	投资活动现金流	(82)	(323)	(221)	(126)	(176)
毛利率	32%	33%	36%	37%	38%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	21%	23%	25%	26%	27%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	27%	28%	29%	31%	32%	支付股利、利息	(11)	(32)	(6)	(8)	(9)
收入增长	10%	20%	46%	30%	18%	其它融资现金流	(163)	40	273	(197)	(67)
净利润增长率	44%	28%	45%	36%	22%	融资活动现金流	(185)	(25)	267	(205)	(76)
资产负债率	9%	14%	19%	10%	7%	现金净变动	(114)	(16)	104	20	220
股息率	0.2%	0.5%	0.1%	0.1%	0.1%	货币资金的期初余额	305	192	176	280	300
P/E	31.0	33.9	23.3	17.1	14.0	货币资金的期末余额	192	176	280	300	520
P/B	3.5	4.3	3.7	3.0	2.5	企业自由现金流	0	(88)	(169)	218	290
EV/EBITDA	24.3	28.1	18.7	13.2	10.8	权益自由现金流	0	(48)	104	20	223

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 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所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