

天康生物 (002100.SZ)

优于大市

2024 半年报点评:2024H1 业绩同比扭亏为盈, 养殖成本稳步改善

核心观点

2024Q1 净利扭亏, 养殖成本稳步改善。公司 2024H1 营收同比-10.82%至 79.93 亿元, 归母净利润同比扭亏至 2.77 亿元, 2024Q2 营收同比-16.88%至 42.16 亿元, 归母净利润同比扭亏至 2.23 亿元, 公司营收下降主要系玉米收储、蛋白油脂加工业务销量及售价同比有所下降, 公司 2024H1 玉米收储行业收入同比-45.85%至 7.57 亿元, 毛利率同比-1.75%至-4.25%; 蛋白油脂加工行业收入同比-43.17%至 7.33 亿元, 毛利率同比-2.31%至 1.64%。同时受益 2024H1 生猪景气上行, 公司生猪、饲料等养殖链业务盈利能力显著提升, 2024H1 生猪养殖产业链行业收入同比+11.2%至 28.8 亿元, 毛利率同比+21%至 10.23%; 饲料行业收入同比-5.63%至 28.4 亿元, 毛利率同比+3.3%至 13.39%。

生猪出栏稳步增长, 成本有望进一步下降。公司 2024H1 出栏生猪 140.14 万头, 同比增长 7%, 目标 2024 年实现生猪出栏 300-350 万头, 有望维持稳步增长。公司是背靠新疆兵团的老牌生猪养殖企业, 产能稳步投放, 目前新疆和河南产能已基本满产, 今后将进一步提高肥猪配套产能; 甘肃产能目前还处于建设中, 预计随产能利用率提升, 成本仍有进一步下降空间。此外公司资金储备充裕, 截至 2024Q2 末, 公司拥有货币资金 28.63 亿元, 资产负债率 51.05%, 处于行业较低水平, 坚实的资金基础有望助力公司未来稳健发展。

饲料、动保等养殖后周期业务经营稳健, 相对行业优势领先。公司作为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。截至 2023 年末, 公司拥有研发人员 400 余人, 取得 26 项国家新兽药证书、200 余项(含子公司)发明和实用新型专利, 产品及技术优势显著。公司 2024 年目标实现饲料产销量 315 万吨, 动物疫苗 20 亿毫升(头份), 总体保持稳健增长。公司养殖链业务全面稳健发展, 有望受益未来猪价周期景气上行。

风险提示: 疫病风险、原料价格大幅波动风险、产能扩张不及预期风险。

投资建议: 维持“优于大市”。考虑到公司养殖成本改善明显, 叠加今年以来饲料价格同比降幅较大, 预计 2024 年成本有望实现较好下降, 上调原 2024 年盈利预测; 考虑到远期猪价波动具有不确定性, 出于保守谨慎原则, 对原 2025 年猪价假设下调, 相应下调原 2025 年盈利预测。我们预计 2024-2026 年归母净利润为 4.88/10.06/7.79 亿元(原预计 2024-2025 年分别为 3.84/19.5 亿元), 对应当前股价 PE 为 21/10/13 X。

盈利预测和财务指标

| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 16,728 | 19,026 | 20,457 | 22,100 | 23,535 |
| (+/-%) | 6.2% | 13.7% | 7.5% | 8.0% | 6.5% |
| 净利润(百万元) | 281 | -1363 | 488 | 1006 | 779 |
| (+/-%) | 扭亏 | -585.6% | 扭亏 | 106.3% | -22.5% |
| 每股收益(元) | 0.21 | -1.00 | 0.36 | 0.74 | 0.57 |
| EBIT Margin | 3.4% | -4.1% | 3.9% | 6.4% | 5.3% |
| 净资产收益率(ROE) | 3.5% | -21.3% | 7.2% | 13.4% | 9.6% |
| 市盈率(PE) | 30.8 | -6.4 | 21.0 | 10.2 | 13.1 |
| EV/EBITDA | 14.4 | 688.7 | 13.2 | 9.5 | 10.0 |
| 市净率(PB) | 1.09 | 1.36 | 1.51 | 1.36 | 1.26 |

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

公司研究·财报点评

农林牧渔·饲料

证券分析师: 鲁家瑞 021-61761016
lujiarui@guosen.com.cn
S0980520110002

证券分析师: 李瑞楠 021-60893308
lirui@guosen.com.cn
S0980523030001

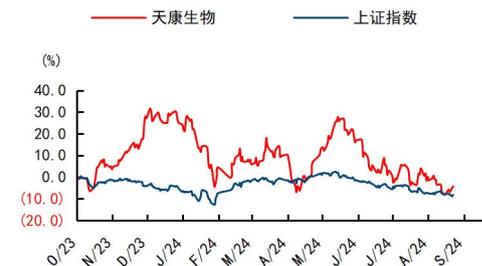
证券分析师: 江海航

010-88005306
jianghaihang@guosen.com.cn
S0980524070003

基础数据

| | |
|-------------|---------------|
| 投资评级 | 优于大市(维持) |
| 合理估值 | |
| 收盘价 | 6.51 元 |
| 总市值/流通市值 | 8888/8888 百万元 |
| 52 周最高价/最低价 | 9.08/6.15 元 |
| 近 3 个月日均成交额 | 174.49 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

《天康生物(002100.SZ)-2023 半年报点评: 背靠新疆兵团的老牌生猪企业, 养殖成本稳步改善》——2023-09-01
《天康生物(002100.SZ)-2022 年三季度报点评: 2022Q3 扭亏为盈, 明显受益猪价回升》——2022-10-30

2024H1 净利扭亏，养殖成本稳步改善。公司 2024H1 营收同比-10.82%至 79.93 亿元，归母净利同比扭亏至 2.77 亿元，2024Q2 营收同比-16.88%至 42.16 亿元，归母净利同比扭亏至 2.23 亿元，公司营收下降主要系玉米收储、蛋白油脂加工业务销量及售价同比有所下降，公司 2024H1 玉米收储行业收入同比-45.85%至 7.57 亿元，毛利率同比-1.75%至-4.25%；蛋白油脂加工行业收入同比-43.17%至 7.33 亿元，毛利率同比-2.31%至 1.64%。同时受益 2024H1 生猪景气上行，公司生猪、饲料等养殖链业务盈利能力显著提升，2024H1 生猪养殖产业链行业收入同比+11.2%至 28.8 亿元，毛利率同比+21%至 10,23%；饲料行业收入同比-5.63%至 28.4 亿元，毛利率同比+3.3%至 13.39%。

图1: 天康生物营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



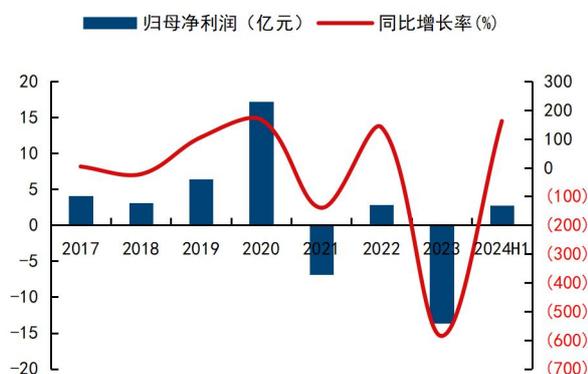
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 天康生物单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



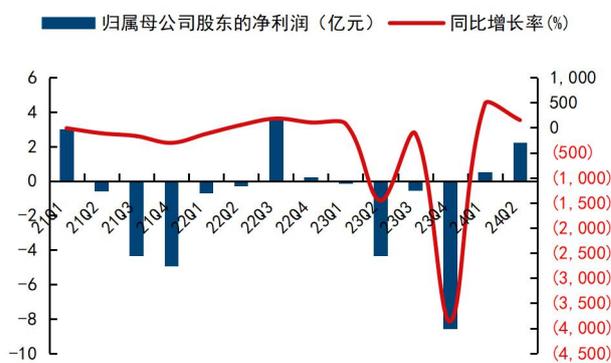
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 天康生物归母净利润及增速 (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: 天康生物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

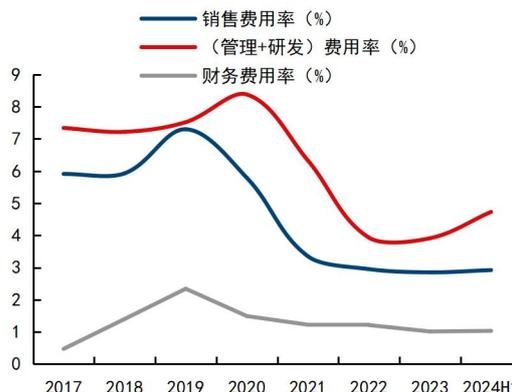
盈利水平同比改善，费用率水平同比有所增长。从盈利水平来看，2024H1 毛利率同比+8.26pct 至 11.49%，净利率同比+9.31pct 至 3.5%，受益养殖景气回暖及公司主营的生猪养殖成本改善，公司盈利水平同比回暖。费用率方面，公司 2024H1 销售费用率同比+0.14pct 至 2.92%，管理及研发费用率合计同比+1.19pct 至 4.73%，财务费用率同比-0.16pct 至 1.03%，整体同比有所增长。

图5: 天康生物毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 天康生物三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

考虑到公司 2024H1 成本控制管理优秀, 叠加今年以来饲料原材料价格同比降幅较大, 预计 2024 年养殖成本有望继续实现较好下降, 因此我们上调此前对于公司 2024 年的盈利预测, 此外, 考虑到远期猪价波动具有不确定性, 出于保守谨慎原则, 对原有 2025 年猪价假设进行下调, 相应下调此前对于公司 2025 年的盈利预测, 预计 2024-2026 年归母净利润为 4.9/10.0/7.8 亿元 (原预计 2024-2025 年归母净利润分别为 3.84/19.5 亿元)。公司的盈利预测调整主要来源于对 2024-2025 年行业生猪均价预期、公司养殖成本预期有所调整, 具体来看基于以下假设条件:

生猪养殖产业链业务: 公司立足于新疆, 河南、甘肃新建养殖基地投产后, 出栏有望继续保持增长, 预计 2024-2026 年将分别实现生猪出栏量 320 万头、350 万头和 380 万头。成本方面, 随养殖产能利用率提升及饲料成本下降, 预计养殖成本将保持下降趋势, 分别给予 2024-2026 年公司每公斤商品猪完全成本 16.5 元、16.3 元、16.0 元的预期 (原预计 2024-2025 年分别为 16.8 元、16.5 元)。售价方面, 依照我们对行业判断, 分别给予 2024-2026 年公司每公斤商品猪销售价格 16.8 元、17.8 元、16.8 元的预期 (原预计 2024-2025 年分别为 16.8 元、21.8 元)。最终我们预计 2024-2026 年公司生猪养殖产业链业务的收入分别为 62.87/70.54 /76.86 亿元, 毛利率分别为 10%/17%/13%。

饲料业务: 该板块属于养殖链附属业务, 包含猪料、禽料、水产料、反刍料等, 预计其收入将保持稳步增速, 考虑到饲料原材料成本从高位回落, 且养殖周期 2024 年有望景气上行, 预计毛利率水平未来也有望企稳回升。我们预计公司饲料业务 2024-2026 年营收为 69.32/75.44/80.49 亿元, 毛利率为 10%/11%/11%。

兽药业务: 考虑到公司兽药业务受养殖后周期影响较为明显, 我们预计兽药销售收入与毛利率未来随猪周期景气上行, 也将企稳回升。最终我们预计公司兽药业务 2024-2026 年营收为 10.46/11.09/11.97 亿元, 毛利率为 63%/64%/63%。

农产品加工业务: 公司在农产品加工领域布局完善, 预计营收有望保持稳步增长趋势, 毛利率也有望逐步修复。预计公司农产品加工业务 2024-2026 年营收为 22.92/24.07/25.27 亿元, 毛利率为 4%/4%/4%。

玉米青贮业务: 考虑到公司拥有核心玉米收储资源, 预计玉米青贮业务营收有望保持稳步增长趋势, 毛利率基本保持稳定。最终我们预计公司玉米青贮业务 2024-2026 年营收为 30.81/31.43/32.06 亿元, 毛利率为 1%/1%/1%。

其他业务: 公司的其他业务收入主要包括担保等农业产业附属业务, 非公司的主

要发展重心，我们给予该部分业务平稳的收入增长预期，预计公司其他业务2024-2026年营收为8.18/8.43/8.70亿元，毛利率为8%/8%/8%，对应毛利0.65/0.68/0.71亿元。

表1: 天康生物业务拆分

| | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 生猪养殖产业链业务 | | | | | | |
| 收入(亿元) | 34.95 | 48.66 | 55.41 | 62.87 | 70.54 | 76.86 |
| 增速 | 1% | 39% | 14% | 13% | 12% | 9% |
| 毛利(亿元) | -6.23 | 7.09 | -7.66 | 6.44 | 11.85 | 9.82 |
| 毛利率 | -18% | 15% | -14% | 10% | 17% | 13% |
| 饲料业务 | | | | | | |
| 收入(亿元) | 51.35 | 55.31 | 64.92 | 69.32 | 75.44 | 80.49 |
| 增速 | 22% | 8% | 17% | 7% | 9% | 7% |
| 毛利(亿元) | 6.86 | 5.43 | 6.60 | 7.14 | 7.92 | 8.53 |
| 毛利率 | 13% | 10% | 10% | 10% | 11% | 11% |
| 兽药业务 | | | | | | |
| 收入(亿元) | 9.80 | 9.27 | 9.96 | 10.46 | 11.09 | 11.97 |
| 增速 | 16% | -5% | 7% | 5% | 6% | 8% |
| 毛利(亿元) | 6.70 | 5.94 | 6.23 | 6.59 | 7.09 | 7.54 |
| 毛利率 | 68.4% | 64% | 63% | 63% | 64% | 63% |
| 农产品加工业务 | | | | | | |
| 收入(亿元) | 16.40 | 17.60 | 21.83 | 22.92 | 24.07 | 25.27 |
| 增速 | 47% | 7% | 24% | 5% | 5% | 5% |
| 毛利(亿元) | 1.07 | 0.88 | 0.88 | 0.92 | 0.96 | 1.01 |
| 毛利率 | 6.5% | 5% | 4.0% | 4% | 4% | 4% |
| 玉米青贮业务 | | | | | | |
| 收入(亿元) | 38.31 | 29.75 | 30.21 | 30.81 | 31.43 | 32.06 |
| 增速 | 95% | -22% | 2% | 2% | 2% | 2% |
| 毛利(亿元) | 3.31 | 0.21 | -1.05 | 0.15 | 0.31 | 0.32 |
| 毛利率 | 9% | 1% | -3% | 1% | 1% | 1% |
| 其他业务 | | | | | | |
| 收入(亿元) | 6.63 | 6.72 | 7.93 | 8.18 | 8.43 | 8.70 |
| 增速 | 82% | 1% | 18% | 3% | 3% | 3% |
| 毛利(亿元) | 0.68 | 0.48 | 0.46 | 0.65 | 0.68 | 0.71 |
| 毛利率 | 10% | 7% | 6% | 8% | 8% | 8% |
| 合计 | | | | | | |
| 总营收(亿元) | 157.44 | 167.31 | 190.26 | 204.57 | 221.00 | 235.35 |
| 增速 | 31% | 6% | 14% | 8% | 8% | 6% |
| 毛利(亿元) | 15.38 | 17.48 | 5.46 | 21.90 | 28.83 | 27.93 |
| 毛利率 | 10% | 10% | 3% | 11% | 13% | 12% |

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理和预测

综上所述, 预计未来3年营收204.57/221.00/235.35亿元, 同比+8%/8%/6%, 毛利率11%/13%/12%, 毛利21.90/28.83/27.93亿元。

表2: 天康生物未来 3 年盈利预测表

| 单位: 百万元 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 19026 | 20457 | 22100 | 23535 |
| 营业成本 | 18469 | 18267 | 19217 | 20742 |
| 销售费用 | 543 | 577 | 613 | 642 |
| 管理费用 | 487 | 505 | 523 | 546 |
| 财务费用 | 192 | 208 | 221 | 232 |
| 营业利润 | (1446) | 667 | 1272 | 1029 |
| 利润总额 | (1493) | 617 | 1242 | 974 |
| 归属于母公司净利润 | (1363) | 488 | 1006 | 779 |
| EPS | -1.00 | 0.36 | 0.74 | 0.57 |
| ROE | -21.3% | 7.2% | 13.4% | 9.6% |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件, 我们得到公司 2024-2026 年收入分别为 204.8/235.3/275.3 亿元, 归母净利润 4.88/10.06/7.79 亿元, 每股收益分别为 0.36/0.74/0.57 元。

投资建议: 维持优于大市评级。公司是生猪养殖后起之秀, 现已完成“聚落式”全产业链布局, 未来随着自繁自养产能扩张与产能利用率提升, 成本有望进一步下降。考虑到公司 2024H1 成本控制管理优秀, 叠加今年以来饲料原材料价格同比降幅较大, 预计 2024 年养殖成本有望继续实现较好下降, 因此我们上调此前对于公司 2024 年的盈利预测, 此外, 考虑到远期猪价波动具有不确定性, 出于保守谨慎原则, 对原有 2025 年猪价假设进行下调, 相应下调此前对于公司 2025 年的盈利预测。综合来看, 我们预计 2024-2026 年归母净利为 4.88/10.06/7.79 亿元 (原预计 2024-2025 年归母净利分别为 3.84/19.5 亿元), EPS 分别为 0.36/0.74/0.57 元, 对应当前股价 PE 为 21/10/13 X。

财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | | | | | | 利润表 (百万元) | | | | | |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 现金及现金等价物 | 3320 | 2822 | 2622 | 3221 | 3588 | 营业收入 | 16728 | 19026 | 20457 | 22100 | 23535 |
| 应收款项 | 699 | 690 | 729 | 777 | 840 | 营业成本 | 14975 | 18469 | 18267 | 19217 | 20742 |
| 存货净额 | 6042 | 4554 | 4603 | 5187 | 5318 | 营业税金及附加 | 39 | 47 | 49 | 53 | 55 |
| 其他流动资产 | 1684 | 895 | 1023 | 1457 | 1278 | 销售费用 | 493 | 543 | 577 | 613 | 642 |
| 流动资产合计 | 12396 | 8961 | 8976 | 10642 | 11024 | 管理费用 | 478 | 487 | 505 | 523 | 546 |
| 固定资产 | 5551 | 6148 | 6325 | 6587 | 6717 | 研发费用 | 179 | 257 | 266 | 281 | 297 |
| 无形资产及其他 | 268 | 361 | 346 | 332 | 318 | 财务费用 | 203 | 192 | 208 | 221 | 232 |
| 投资性房地产 | 1041 | 1245 | 1245 | 1245 | 1245 | 投资收益 | 17 | 3 | 3 | 20 | 5 |
| 长期股权投资 | 105 | 36 | 36 | 36 | 36 | 资产减值及公允价值变动 | 107 | 500 | 80 | 60 | 2 |
| 资产总计 | 19362 | 16752 | 16929 | 18842 | 19340 | 其他收入 | (407) | (1238) | (266) | (281) | (297) |
| 短期借款及交易性金融负债 | 3941 | 4808 | 4426 | 5555 | 5381 | 营业利润 | 257 | (1446) | 667 | 1272 | 1029 |
| 应付款项 | 611 | 697 | 703 | 753 | 798 | 营业外净收支 | (41) | (47) | (50) | (30) | (55) |
| 其他流动负债 | 1656 | 1582 | 1688 | 1876 | 1864 | 利润总额 | 216 | (1493) | 617 | 1242 | 974 |
| 流动负债合计 | 6208 | 7087 | 6816 | 8184 | 8043 | 所得税费用 | 26 | 23 | 25 | 25 | 29 |
| 长期借款及应付债券 | 3133 | 1225 | 1345 | 1265 | 1415 | 少数股东损益 | (91) | (153) | (105) | (211) | (166) |
| 其他长期负债 | 391 | 524 | 584 | 614 | 624 | 归属于母公司净利润 | 281 | (1363) | 488 | 1006 | 779 |
| 长期负债合计 | 3524 | 1750 | 1930 | 1880 | 2040 | 现金流量表 (百万元) | | | | | |
| 负债合计 | 9732 | 8837 | 8746 | 10063 | 10083 | 净利润 | 281 | (1363) | 488 | 1006 | 779 |
| 少数股东权益 | 1715 | 1504 | 1431 | 1272 | 1143 | 资产减值准备 | (258) | 348 | 74 | 21 | 12 |
| 股东权益 | 7915 | 6411 | 6752 | 7507 | 8114 | 折旧摊销 | 713 | 803 | 645 | 722 | 782 |
| 负债和股东权益总计 | 19362 | 16752 | 16929 | 18842 | 19340 | 公允价值变动损失 | (107) | (500) | (80) | (60) | (2) |
| 关键财务与估值指标 | | | | | | 财务费用 | 203 | 192 | 208 | 221 | 232 |
| 每股收益 | 0.21 | (1.00) | 0.36 | 0.74 | 0.57 | 营运资本变动 | (1541) | 2576 | 30 | (777) | 41 |
| 每股红利 | 0.19 | 0.43 | 0.11 | 0.18 | 0.13 | 其它 | 252 | (567) | (148) | (179) | (141) |
| 每股净资产 | 5.84 | 4.70 | 4.95 | 5.50 | 5.94 | 经营活动现金流 | (661) | 1296 | 1009 | 732 | 1471 |
| ROIC | 4% | -3% | 7% | 11% | 10% | 资本开支 | 0 | (2225) | (801) | (931) | (908) |
| ROE | 4% | -21% | 7% | 13% | 10% | 其它投资现金流 | (651) | 650 | 0 | 0 | 0 |
| 毛利率 | 10% | 3% | 11% | 13% | 12% | 投资活动现金流 | (636) | (1505) | (801) | (931) | (908) |
| EBIT Margin | 3% | -4% | 4% | 6% | 5% | 权益性融资 | 0 | 53 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 8% | 0% | 7% | 10% | 9% | 负债净变化 | 1169 | (1908) | 120 | (80) | 150 |
| 收入增长 | 6% | 14% | 8% | 8% | 6% | 支付股利、利息 | (261) | (592) | (146) | (252) | (171) |
| 净利润增长率 | 扭亏 | -586% | 扭亏 | 106% | -23% | 其它融资现金流 | (623) | 4657 | (382) | 1129 | (174) |
| 资产负债率 | 59% | 62% | 60% | 60% | 58% | 融资活动现金流 | 1193 | (289) | (408) | 798 | (196) |
| 息率 | 3.0% | 6.8% | 1.4% | 2.5% | 1.7% | 现金净变动 | (105) | (498) | (200) | 599 | 367 |
| P/E | 30.8 | (6.4) | 21.0 | 10.2 | 13.1 | 货币资金的期初余额 | 3424 | 3320 | 2822 | 2622 | 3221 |
| P/B | 1.1 | 1.4 | 1.5 | 1.4 | 1.3 | 货币资金的期末余额 | 3320 | 2822 | 2622 | 3221 | 3588 |
| EV/EBITDA | 14.4 | 688.7 | 13.2 | 9.5 | 10.0 | 企业自由现金流 | (332) | 364 | 634 | 398 | 1131 |
| | | | | | | 权益自由现金流 | 213 | 3114 | 173 | 1231 | 882 |

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 | 优于大市 | 股价表现优于市场代表性指数 10%以上 |
| | | 中性 | 股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | | 弱于大市 | 股价表现弱于市场代表性指数 10%以上 |
| | | 无评级 | 股价与市场代表性指数相比无明确观点 |
| | 行业 投资评级 | 优于大市 | 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 $\pm 10\%$ 之间 |
| | | 弱于大市 | 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提及的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