

合理价格区间:

25.5-29.7 元

具有技术优势的中国教槽料细分子行业龙头

——金新农 (002548)

市场数据

上证综合指数	2,752.75
深证成分指数	11,894.23
农林牧渔指数(申万)	2,248.92

相对股价表现



投资要点:

公司是我国教槽料细分子行业的龙头。凭借着强大的技术实力、良好的品牌效应,公司在教槽料细分市场上具有强大的竞争优势。2007-2009年,金新农教槽料市场占有率位居中国教槽料细分市场首位。2009年金新农教槽料销量是4.4万吨,占全国市场份额的20%左右。目前在该项核心技术上已成功获得“一种仔猪代乳饲料”、“超早期断奶仔猪料”两项发明专利。公司研发的“早期断奶仔猪料”系列产品被中国林牧渔业经济学会饲料经济专业委员会评为“中国饲料重大科技进步与应用奖”,成为国内唯一获此殊荣的教槽料产品。

行业未来发展趋势有利于公司进一步成长。饲料行业的发展有两大趋势,一是规模化,二是专业化。一方面,受各方面因素影响,小规模技术落后饲料企业纷纷倒闭,饲料行业未来必然走上整合、集中,上市无疑会为公司抢得先机。另一方面,下游养殖企业规模化及纵向(向上游饲料领域)发展,使得饲料行业必须专业化,不然就很难生存。目前,公司在专业化方面显然是具有优势的,尤其是在教槽料领域。

IPO 概况: 本次募投项目发行 2400 万股,发行后总股本为 9400 万股,将使得公司新增饲料产能 39 万吨,在现有基础上实现产能翻番,巩固公司在华南地区、东北地区的优势。根据预计的投产进度,2011-13 年新产能的释放进度为 2 万吨、11.2 万吨和 22.9 万吨。

2010-2012 年 EPS 估计为 0.71/0.85/1.53 元,合理区间 25.5-29.7 元。考虑行业整体估值水平,且公司未来的成长性、盈利能力亦优于可比公司的平均水平,拥有一定的技术优势,公司可以享受一定估值溢价,我们认为给予公司 2011 年动态 PE 为 30-35 倍较为合理,对应价格区间为 25.5-29.7 元。

盈利预测:

单位:百万元,元

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	905	1056	1196	1407	2300
YOY	57.2%	16.7%	13.3%	17.6%	63.4%
净利润	51	58	69	82	146
YOY	129.1%	14.7%	18.7%	19.7%	77.3%
摊薄后每股收益	0.54	0.62	0.71	0.85	1.53

农林牧渔行业研究小组

联系: 徐伟民

8621-68761616-8686

Xuwu@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼,200122

<http://www.tebon.com.cn>

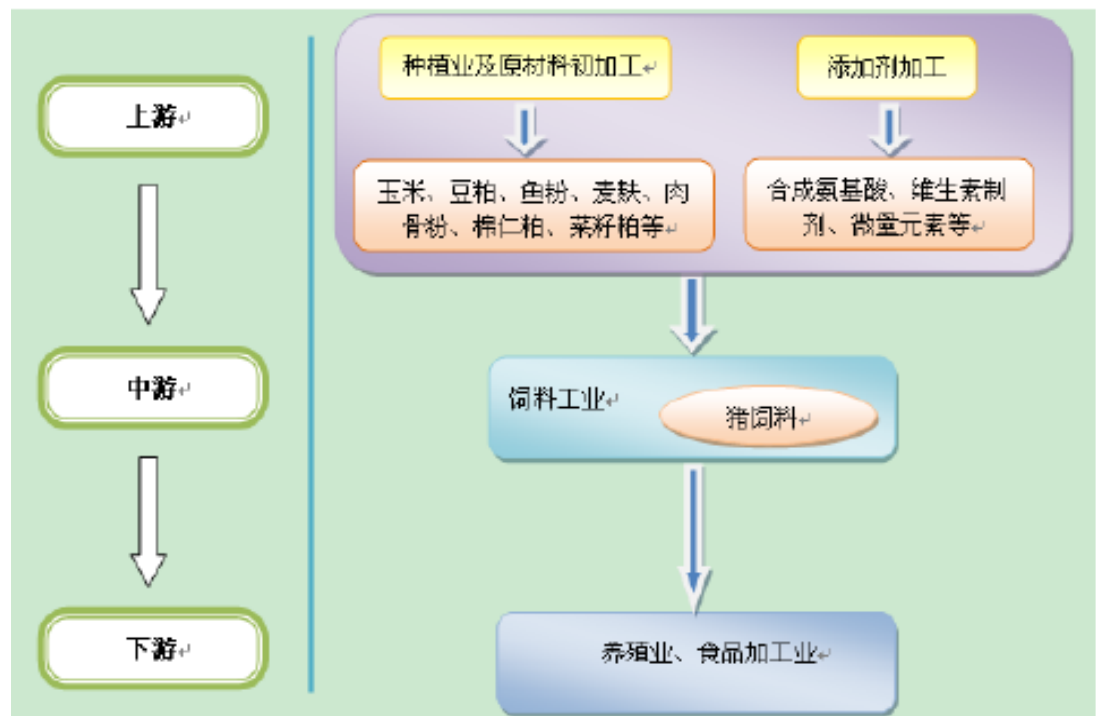
请务必阅读正文后的免责条款部分

一、公司业务

公司产品主要包括：猪用配合料、猪用浓缩料、猪用预混料，产品覆盖了猪的各个不同生长阶段。此外，公司还研发、生产、销售少量鸡饲料等其他饲料。2007-2009 年及 2010 年 1-6 月，公司猪饲料的销售收入占公司营业收入的比例分别为 82.70%、84.38%、90.46%、91.72%，以鸡饲料为主的其他饲料占公司销售收入比例不大，并呈逐年下降趋势。教槽料和猪用浓缩料（含教槽浓缩料）为公司的核心产品，2010 年上半年该两项业务贡献营业收入的 54.2%。

2007-2009 年，公司经营规模、销售额、市场占有率位居中国猪饲料生产企业前列（资料来源：中国饲料工业协会）。作为国内较早进入教槽料研发、生产、销售的企业，凭借着雄厚的技术实力和良好的品牌效应，公司在教槽料细分市场上具有强大的竞争优势。2007-2009 年，公司教槽料市场占有率位居中国教槽料细分市场首位（资料来源：中国饲料工业协会）。其中 2009 年金新农教槽料销量是 4.4 万吨，占全国市场份额的 20% 左右。2005 年，公司研发的“早期断奶仔猪料”系列产品被中国林牧渔业经济学会饲料经济专业委员会评为“中国饲料重大科技进步与应用奖”，成为国内唯一获此殊荣的教槽料产品。目前在该项核心技术上已成功获得“一种仔猪代乳饲料”、“超早期断奶仔猪料”两项发明专利，并经深圳市技术市场促进中心主持的专家鉴定会鉴定处于国内领先水平。

图 1、公司业务处于畜牧业养殖的中游

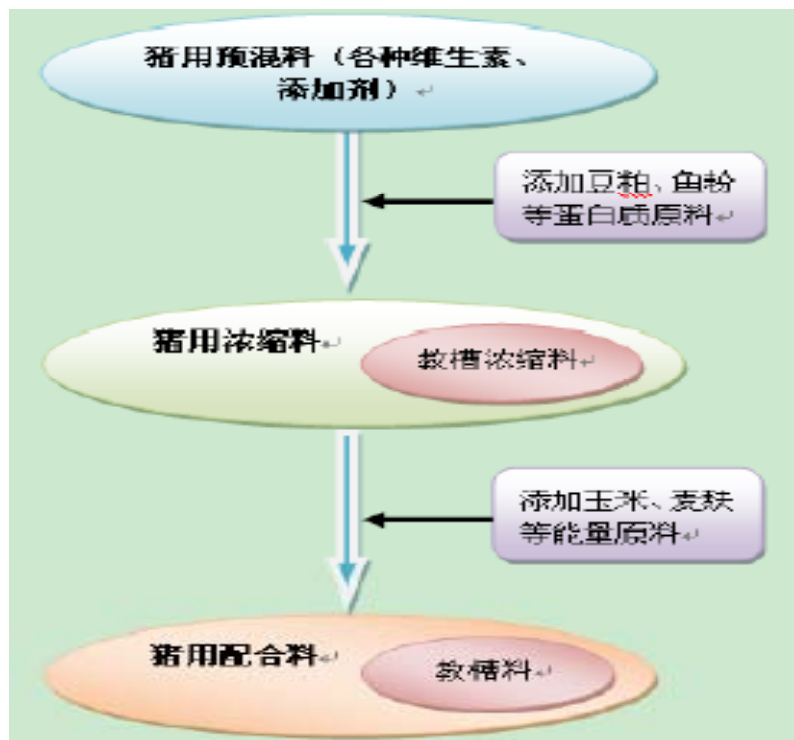


资料来源：招股说明书，德邦证券研究所

2007-2009 年度公司主营业务收入持续增长，2008 年度相比 2007 年度增长 57.98%，

2009 年度相比 2008 度年增长 16.75%，近三年复合增长率达到 35.81%，2010 年 1-6 月主营业务收入较 2009 年同期增长 21.91%。

图 2、教槽料和猪用浓缩料（含教槽浓缩料）为公司的核心产品



资料来源：招股说明书，德邦证券研究所

二、公司治理

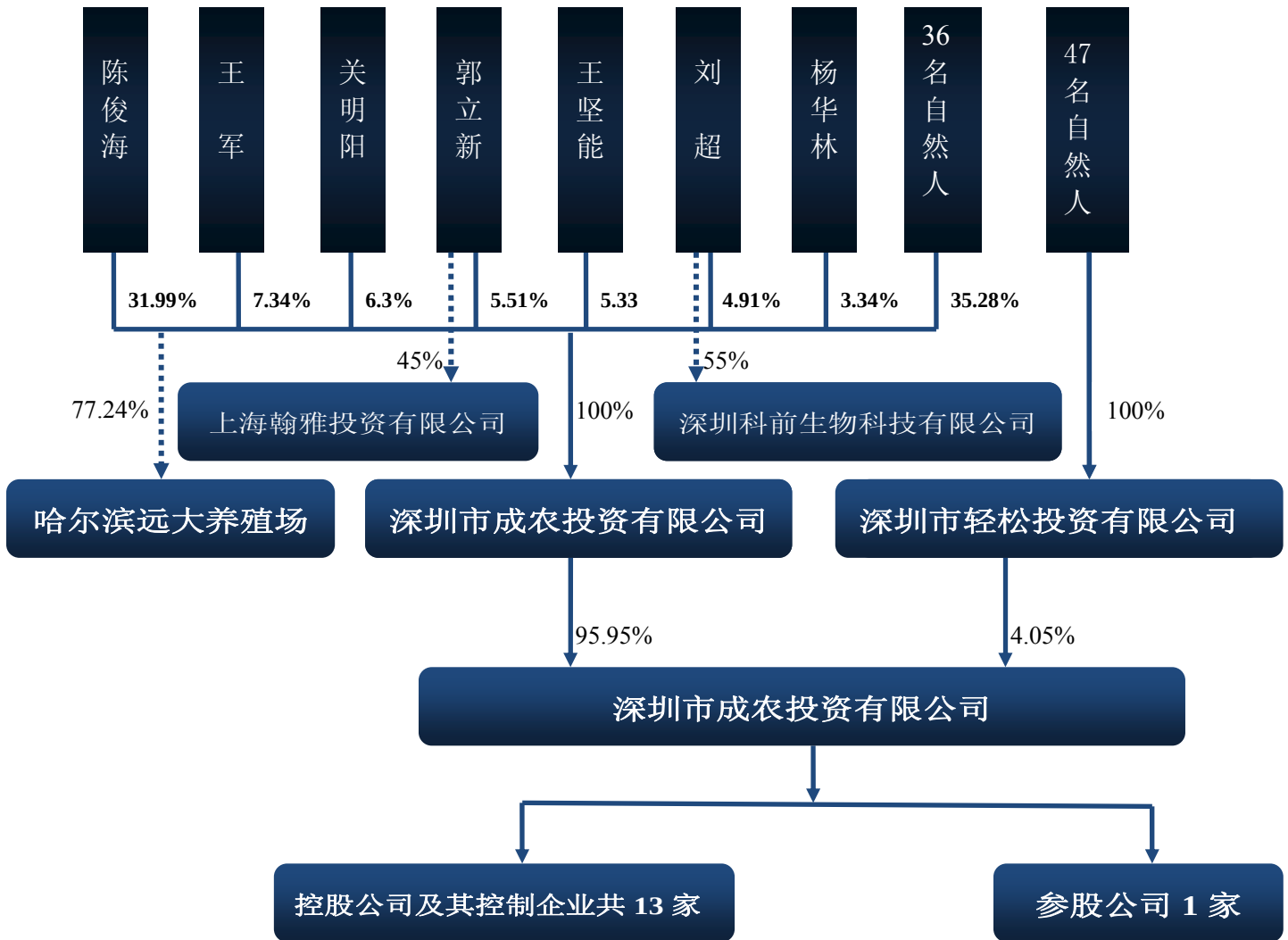
公司前身为深圳市金新农饲料有限公司，成立于 1999 年 11 月 6 日。按照金新农有限截至 2008 年 4 月 30 日经审计的净资产 72,821,340.15 元整体变更，净资产折股为 70,000,000 股（余额 2,821,340.15 元转作股份公司资本公积金），公司类型变更为股份有限公司。

金新农有限公司截至 2008 年 4 月 30 日账面净资产人民币 72,821,340.15 元中的 70,000,000 元折为股份公司股本 70,000,000 元，剩余的 2,821,340.15 元计入资本公积。其中，深圳市成农饲料有限公司持有 67,162,410 股，占股本总额的 95.95%；深圳市轻松投资有限公司持有 2,837,590 股，占股本总额的 4.05%。深圳市成农饲料有限公司实际控制人。

尽管公司自成立至上市过程中进行了多次股权变更，使得公司股权结构相对复杂。但深圳市成农饲料有限公司的股东为大部分为上市公司的管理人员和技术骨干。这就使得管理人员和技术骨干间接持有了上市公司股权，使得公司利益和管理层及技术骨干利益实现了捆绑，有利于公司保持核心竞争优势和未来进一步发展。

上市公司目前共有 13 家控股公司 and 控制企业，拥有一家参股公司。

图 3、发行前发行人股权结构及控制关系



资料来源：招股说明书，德邦证券

本次 IPO 发行前公司总股本为 7000 万股。本次公开发行的股份为 2400 万股，发行后公司的总股本为 9400 万股，占发行后总股本的 25.53%。发行后控股股东仍为深圳市成农投资有限公司，摊薄股本比例至 71.45%。

表格 1 发行后公司的控股股东仍为深圳成农投资

序号	股东名称	发行前		发行后	
		所持股份 (万股)	出资比例 (%)	所持股份 (万股)	出资比例 (%)
1	深圳市成农投资有限公司	6,716.24	95.95	6,716.24	71.45
2	深圳市轻松投资有限公司	283.76	4.05	283.76	3.02
3	社会公众股	0.00	0.00	2,400.00	25.53
合计		7,000.00	100	9,400.00	100

资料来源：公司招股书、德邦证券

表格 2 发行后公司的控股股东仍为深圳成农投资

姓名	在发行人中担任的职务	发行前相当于间接持有股权比例(%)	发行后相当于间接持有股权比例(%)
陈俊海	董事长、研发总监	30.70	22.91
王 军	监事会主席	7.04	5.2
关明阳	董事	6.04	4.51
郭立新	董事	5.28	3.94
王坚能	董事	5.12	3.82
杨华林	董事、总经理	4.71	3.51
刘 超	监事	3.20	2.39
何显坤	监事	0.31	0.23
刘谋健	监事	0.02	0.01
张 颖	监事、市场部副经理	0.02	0.01
廖建英	财务总监	0.31	0.23
翟卫兵	董事会秘书、副总经理	0.24	0.18
魏可健	研究开发部副经理	0.02	0.01
张晓杰	下属子公司技术品控部经理	0.17	0.13
朱家涛	下属子公司技术部经理	0.02	0.01
	合计	63.21	47.17

资料来源：公司招股书、德邦证券

三、收入来源及结构

公司 2008 和 2009 年金新农实现营业收入 9.04 亿、10.56 亿元，同比增长 58%和 17%，归属于母公司的净利润为 5,050 万元和 5,795 万元，同比增速达到 129%、15%，公司的业绩在 2008 年实现大幅增长。

公司产品主要为各类猪饲料，即猪用配合料、猪用浓缩料、猪用预混料。公司主营业务突出且优势业务稳定增长，2007-2009 年度及 2010 年 1-6 月各类猪饲料销售收入占主营业务收入的比重分别为 83.14%、84.42%、90.49%、91.75%，其中公司核心产品教槽料及猪用浓缩料(含教槽浓缩料)销售收入合计占主营业务收入的比重分别为 52.34%、58.59%、59.50%、54.20%，比重基本保持稳定。

猪饲料产品主要包括配合料、预混料和浓缩料，2007-2009 年度及 2010 年 1-6 月各类猪饲料占主营业务收入比重情况分别为：配合料 45.35%、39.24%、42.13%、51.77%，浓缩料 27.97%、36.72%、38.62%、30.25%，预混料 9.81%、8.45%、9.74%、9.73%。报告期内公司各类猪饲料产品稳定发展，生产经营策略无重大调整，产品结构无较大变化，因此各类产品所占比重较为稳定。

图 4、2009 年公司收入稳步增加（百万元）

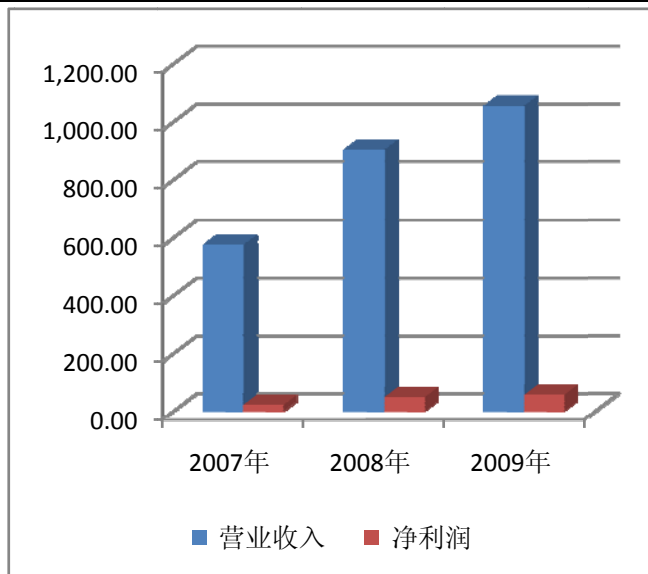
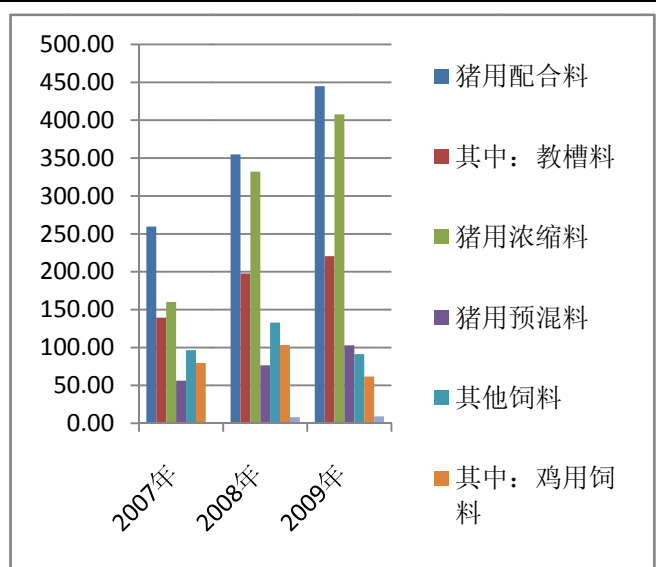


图 5、猪用配合料是公司利润主要来源，增长迅速



资料来源：公司招股说明书，德邦证券

公司猪饲料产品 2007-2009 年度及 2010 年 1-6 月毛利率分别为 14.77%、15.79%、16.12%、14.72%，2008 年较 2007 年提高 1.02 个百分点，2009 年较 2008 年提高 0.33 个百分点，2010 年 1-6 月较 2009 年下降 1.40 个百分点。

猪用浓缩料贡献了公司主要的毛利来源，其次是配合料，就如我们前面所说教槽料也是公司毛利率主要来源之一。

同公司毛利情况类似，公司最高毛利率也来源于浓缩料和教槽料。

图 6、公司各项业务毛利情况

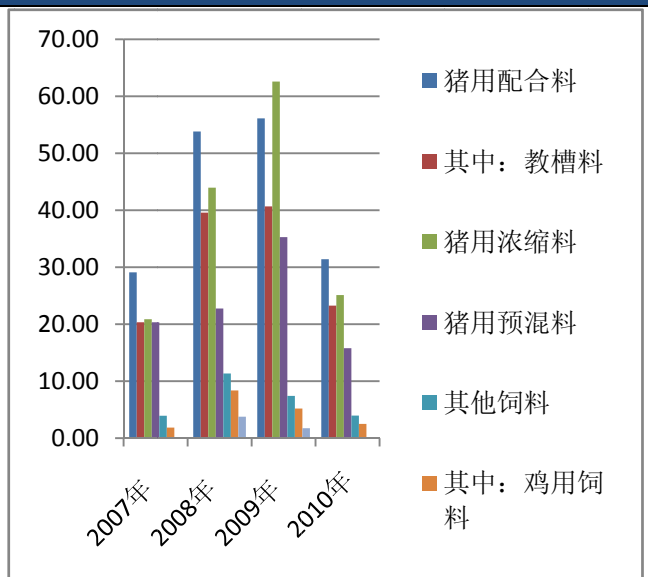
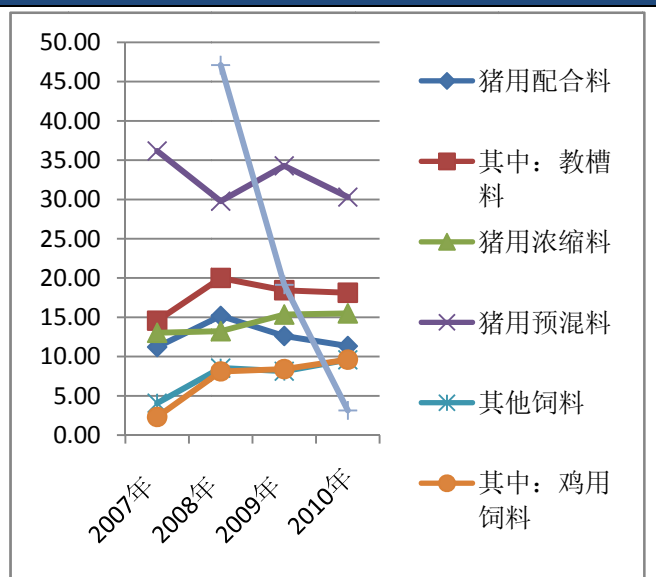


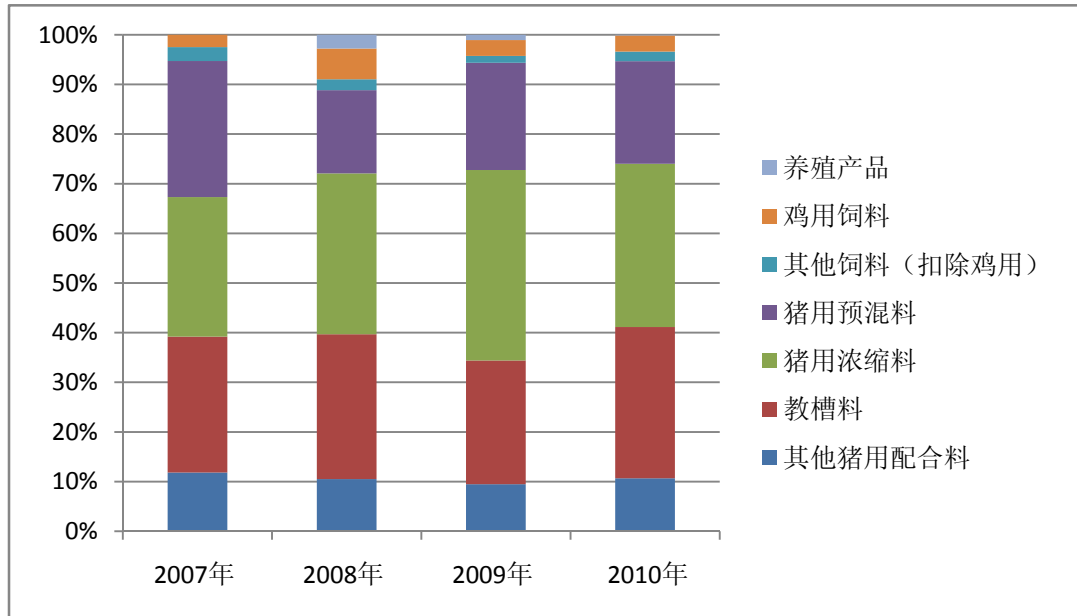
图 7、公司各项业务毛利率变动



资料来源：公司招股说明书，德邦证券

教槽料和浓缩料构成了公司业务的核心。

图 8、教槽料和猪用浓缩料（含教槽浓缩料）为公司的核心毛利来源产品

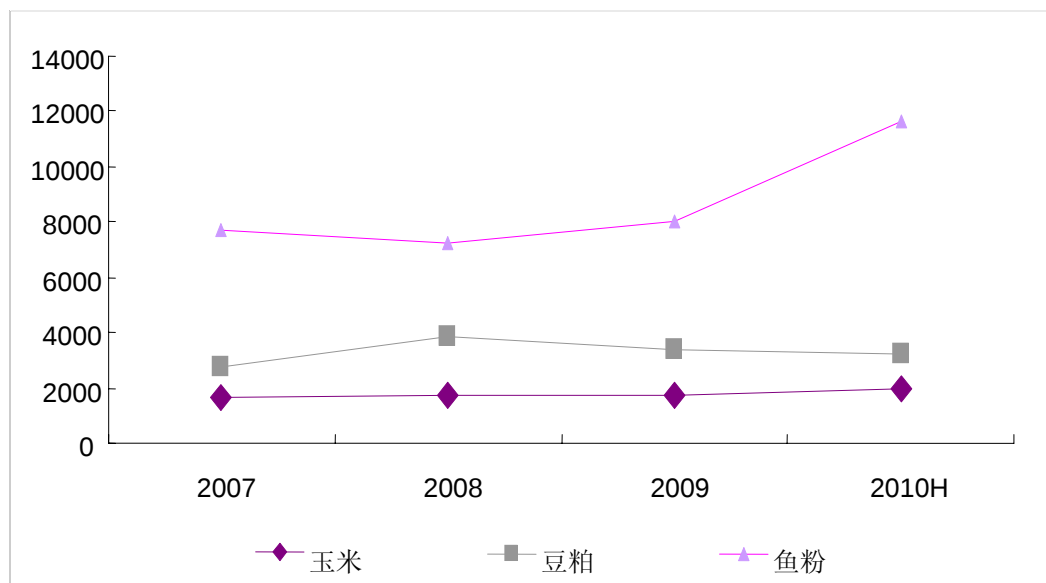


资料来源：招股说明书，德邦证券

公司 2007-2009 年度及 2010 年 1-6 月的整体毛利率分别为 12.97%、15%、15.45%、14.26%，基本保持稳定。

2010 年公司成本压力主要来自于鱼粉价格的大幅上升。豆粕价格稳中有降，玉米价格稳中有升。

图 9、公司原料成本（元/吨）



资料来源：招股说明书，德邦证券

五、公司是教槽料细分子行业龙头

教槽料也叫早期仔猪断奶料、代乳料、人工乳等，一般在仔猪 5~7 日龄到断奶后 7~14 天食用的一种高营养成分的全价配合饲料。

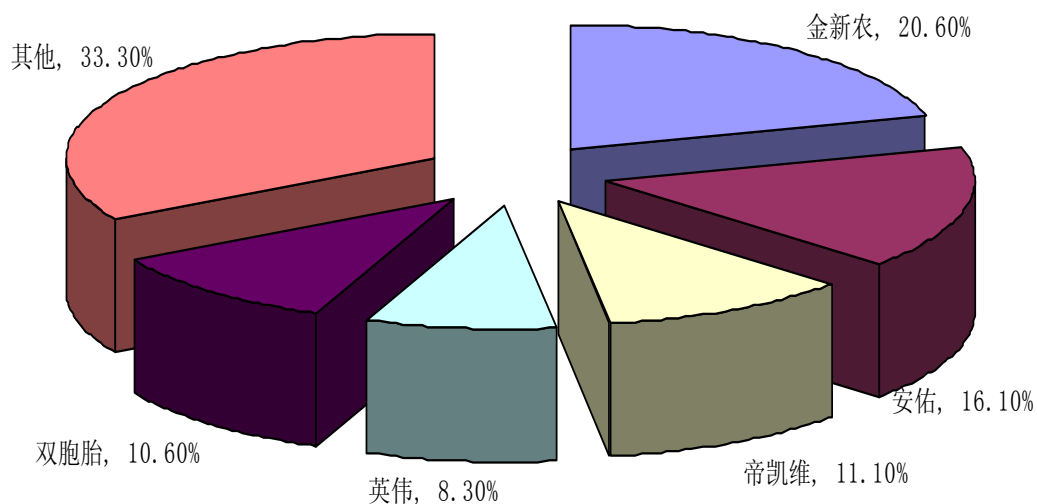
教槽料的功能和优点：

- 1) 缩短仔猪哺乳期，提高母猪的繁殖效率；
- 2) 提高生长速度、缩短出栏时间；
- 3) 减少疾病感染的机会，提高仔猪存活率；
- 4) 提高养猪设施的利用率和劳动生产率。

上述功能具有明显的经济效益和社会效益，对于规模化养猪场的吸引力较大。

目前行业中，重点生产教槽料的企业主要有金新农、安佑、帝凯维、英伟。凭借着强大的技术实力、良好的品牌效应，2007-2009 年，金新农教槽料市场占有率位居中国教槽料细分市场首位。2009 年金新农教槽料销量是 4.4 万吨，占全国市场份额的 20%左右。

图 10、教槽料细分子行业市场分布



资料来源：招股说明书，德邦证券

另外，公司在教槽料竞争优势。

董事长陈俊海先生是我国教槽料领域开拓者之一。公司从成立开始就高度重视产品的研发和技术的创新。历经多年的发展，通过公司对研发的持续投入和以陈俊海博士为首的研发团队长期积累，公司在猪饲料，尤其是教槽料领域享有很高的声誉。

公司教槽料产品料肉比较小，饲料利用效率较高。

金新农教槽料的日增重、采食量分别为 280-350g/头/天、290-380g/头/天，位于行业最高水平，饲喂这种教槽料生猪的生长速度较快。

表格 3 金新农技术指标位于行业最高水平

企业名称	料肉比范围	日增重范围 (g/头/天)	采食量范围 (g/头/天)
英伟	1.05-1.20	250-320	260-360
安佑	1.20-1.40	220-280	250-38
帝凯维	1.10-1.20	240-300	260-360
双胞胎	1.01-1.30	210-280	240-350
平均水平	1.09-1.24	240-306	260-366
金新农	1.01-1.10	280-350	290-380

资料来源：公司招股书、德邦证券

六、饲料行业发展趋势有利公司长期发展

目前，我国饲料行业正处于高速发展时期，规模不断扩大。1998-2009 年，我国工业饲料总产量由 6,599 万吨增长至 1.48 亿吨，总量位居世界第二，仅次于美国；工业饲料总产值由 1,322 亿元增长至 4,266 亿元。

图 11、1980 以来的中国饲料产量变动

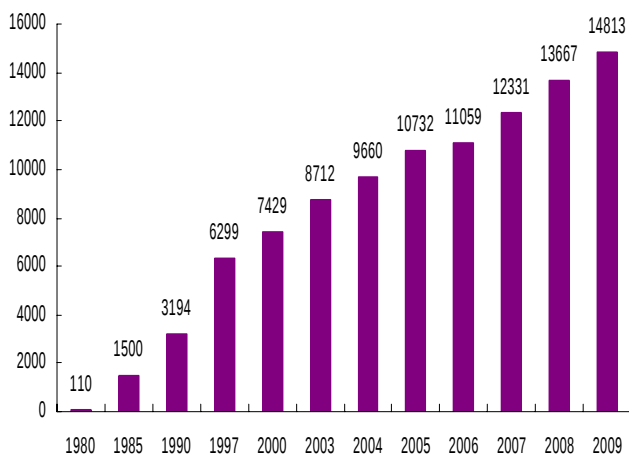
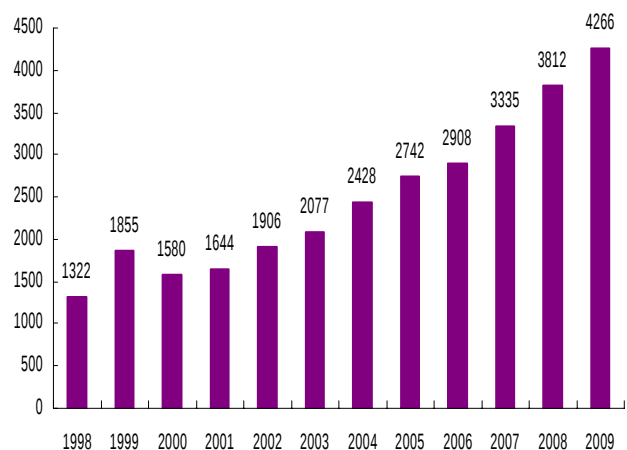


图 12、1998 以来的中国饲料产值变动



资料来源：招股说明书，德邦证券

国内饲料行业已经进入加速整合阶段，有利于大型饲料企业发展。受行业竞争加剧、动物疾病频发、原料价格走高等因素的影响，大量规模较小、技术落后的饲料企业纷纷倒闭。饲料企业急剧减少，对应于此，大型饲料企业产量占比迅速增加，显示出自 2007 年以来，饲料行业进入加速整合阶段，有利于大型饲料企业发展。

图 13、饲料企业急剧减少（万家）

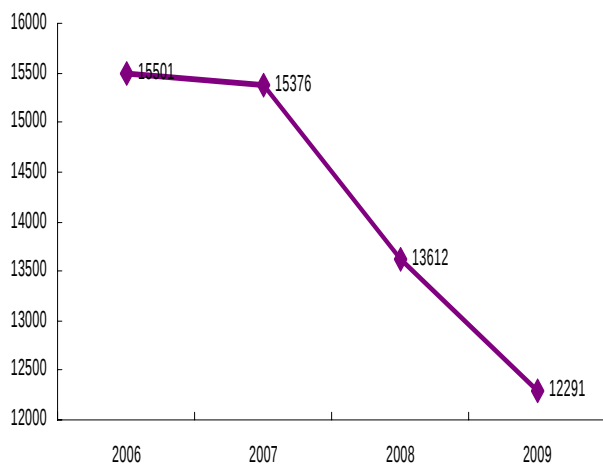
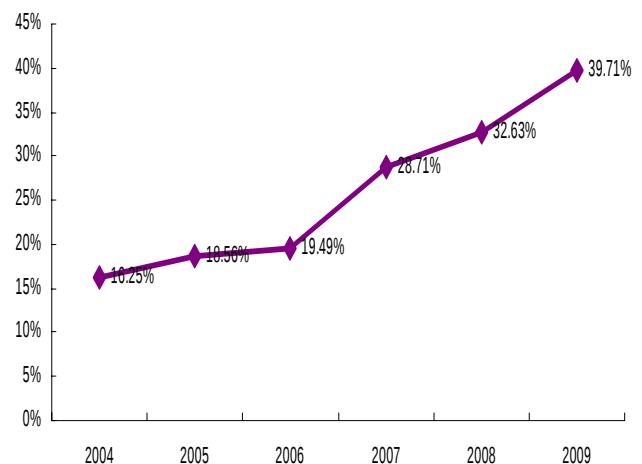


图 14、产能万吨以上企业产量占比迅速增加



资料来源：招股说明书，德邦证券研究所

养殖企业的纵向发展，给公司带来了新机遇。目前，大型养殖企业纷纷纵向发展，向上游饲料领域进军，将对技术不高，进入壁垒较低的低端饲料领域产生重大冲击，但对于新金农来说这又是一大机遇。

因为一般来说，主要是规模化养殖企业使用教槽料，而且技术含量，进入壁垒较高，这一趋势无疑对公司的长期发展也是一大利好。

目前国内生猪养殖模式逐渐由散养向规模化养殖转变。20 世纪 90 年代，国内 90% 的生猪主要以散养为主。据农业部统计，2007 年全国出栏 50 头以上的规模养猪专业户和商品猪场共 224.4 万家，出栏生猪占全国出栏总量的比例约 48%，；2008 年全国出栏 50 头以上的规模养猪专业户和商品猪场出栏生猪占全国出栏总量的比例达 62%。

假设我国全部生猪均采用教槽料科学喂养，以仔猪出生后 7 天至 30 天的采食量（即每头仔猪采食 3kg）进行保守计算，那么预计到 2015 年，全国生猪对教槽料的理论需求量约为 159.6 万吨。

目前，教槽料的主要下游市场是规模化养猪场，2008 年中国生猪养殖使用的教槽料仅为理论需求量的 13%，教槽料的市场渗透率非常低。

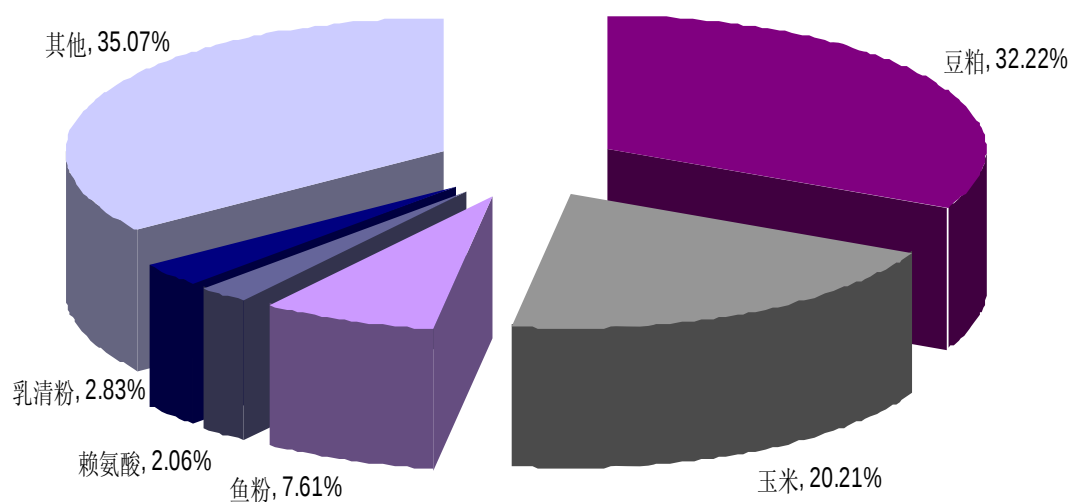
随着我国生猪存栏量的稳定增长、养殖模式向规模化养殖的转变、对仔猪育成的重视和仔猪食用教槽料比例的不断提高，教槽料的生产也越来越受到重视。预计到 2015 年，国内教槽料市场规模预计将达到 68.90 万吨，教槽料的市场渗透率达到 43.10%，与理论需求量相比还存在 90.70 万吨的缺口，市场发展前景广阔。

七、公司业务处于畜牧养殖业中游，受上下游影响大

简单的说就是，上游景气，会带来成本压力，压缩公司毛利率；下游景气会带动养殖

增加，进而带动饲料需求增加，有利于公司业绩提升。2010 年以来的通胀，对公司的成本能力提出较高的要求。

图 15、2010 年上半年公司成本构成



资料来源：招股说明书，德邦证券研究所

图 16、国际豆粕期货走势

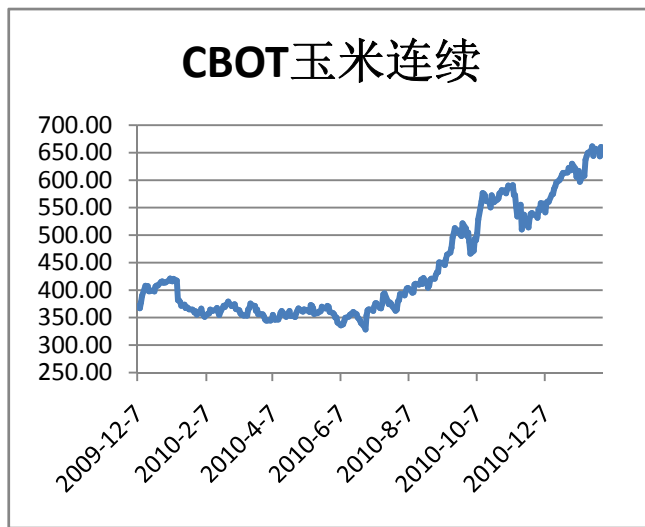


图 17、国内豆粕期货走势

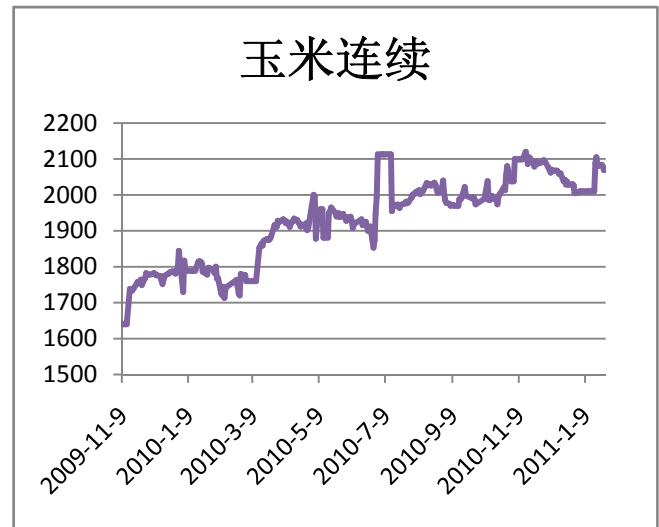


资料来源：招股说明书，德邦证券研究所

图 18、国际玉米期货走势



19、国内玉米期货走势



资料来源：招股说明书，德邦证券研究所

八、募集资金运用

本次 IPO 募集资金拟投资四个项目：（1）惠州成农年产 23 万吨猪饲料项目；（2）长沙成农年产 10 万吨猪饲料项目（3）哈尔滨远大牧业年产 6 万吨猪饲料项目（4）金新农研发中心项目，若本次实际募集资金未达到项目所需金额，公司将自筹解决。

表格 4 募投项目投资和建设情况介绍（单位：万元）

序号	项目名称	投资总额	其中		建设期
			建设投资	流动资金	
1	惠州成农年产 23 万吨猪饲料项目	15,203.46	11,203.46	4,000.00	18 个月
2	长沙成农年产 10 万吨猪饲料项目	9,995.91	7,695.91	2,300.00	12 个月
3	哈尔滨远大牧业年产 6 万吨猪饲料项目	2,000.00	1,579.25	420.75	10 个月
4	金新农研发中心项目	6,621.40	6,121.40	500.00	18 个月
合计		33,820.77	26,600.02	7,220.75	-

资料来源：公司招股书、德邦证券研究所

（1）公司在华南地区由于只有公司本部生产基地，产能严重偏小，而且还要承担总部核心料生产功能，发行人目前产能仅为 6 万吨，生产设备已处于严重超负荷运转状态。通过建设惠州成农年产 23 万吨猪饲料项目，将进一步提高产品的生产能力，满足子公司对核心料的需求和华南地区的对公司产品的市场需求。

(2) 长沙成农募集资金投资项目拟利用公司作为教槽料龙头企业的优势，通过新建长沙成农年产 10 万吨猪饲料项目，填补公司在湖南区域的生产基地空白。

(3) 远大牧业募投项目主要基于以下原因：一、2009 年，远大牧业产能利用率接近 100%；二、由于原工艺较复杂，同时生产畜禽料和反刍动物饲料，生产效率低、生产组织难度大；三、远大牧业的设备略显老化陈旧，维护费用高。募集资金投资项目投产后，将有效解决哈尔滨远大牧业目前产能不足、生产组织难度大和设备老化问题，提高哈尔滨远大牧业产品的供应能力，募投项目形成产能后将东北区域产能将达到 24 万吨。

从整体布局来看，公司以目前的生产基地和未来的募投项目为依托，将分别在东北地区、华东地区、华南地区、华中地区形成 24 万吨、10 万吨、29 万吨、15 万吨产能，巩固公司在华南地区、东北地区的优势，提升公司的市场竞争力，不断扩大公司产品的在重要生猪养殖区域的辐射范围，向更多的客户提供公司产品，不断完善公司在全国的合理化布局，实现公司的发展目标。

八、收入项目拆分

项目	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
教槽料（属配合料）					
销量（吨）	36657.69	43868.39	48255	57910	113110
单价（元/吨）	5395.35	5025.57	5300	5300	5350
销售金额（百万元）	197.78	220.46	255.75	306.92	605.14
毛利率	20.21%	18.45%	18.00%	18.50%	18.50%
其他配合料					
销量（吨）	49264.72	83303.08	95798	114958	184558
单价（元/吨）	3189.57	2692.88	2800	2850	2850
销售金额（百万元）	157.13	224.33	268.23	327.63	525.99
毛利率	9.08%	6.89%	5.50%	7.00%	7.00%
猪用浓缩料					
销量（吨）	65088.36	84182.58	88390	101650	150450
单价（元/吨）	5102.76	4844.07	5200	5200	5200
销售金额（百万元）	332.13	407.79	459.63	528.58	782.34
毛利率	13.24%	15.35%	15.50%	15.00%	15.00%
猪用预混料					
销量（吨）	16865.24	23315.5	24485	28155	56155
单价（元/吨）	4532.09	4412.59	4500	4500	4500
销售金额（百万元）	76.43	102.88	110.18	126.70	252.70
毛利率	29.78%	34.29%	30.00%	30.00%	30.00%
其他饲料					
销售金额（百万元）	132.89	91.23	96.00	110.00	125.00
毛利率	8.54%	8.14%	9.50%	9.00%	9.00%
养殖产品					
销售金额（百万元）	8.01	9.17	6.50	7.50	8.50
毛利率	47.11%	19.14%	10.00%	10.00%	10.00%
合计					
销售收入（百万元）	904.37	1055.85	1196.30	1407.33	2299.67
毛利率	15.5%	14.9%	14.6%	14.8%	15.4%

资料来源：德邦研究所

九、利润表

单位：百万元，元，万股

利润表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	904.78	1056.23	1196.30	1407.33	2299.67
减：营业成本	768.71	892.69	1021.44	1199.67	1945.64
营业税金及附加	0.27	0.29	0.33	0.39	0.63
营业费用	42.74	58.43	58	68.26	111.6
管理费用	29.23	37.12	35	41.19	67.35
财务费用	0.23	0.14	0.16	0.19	0.31
资产减值损失	0	0	0	0	0
营业利润	62.78	67.49	81.37	97.63	174.14
加：营业外收入	1.12	2.29	1.5	1.5	1.5
减：营业外支出	0.39	0.17	0.2	0.2	0.2
利润总额	63.51	69.61	82.67	98.93	175.44
减：所得税费用	13	11.66	13.87	16.61	29.46
净利润	50.51	57.95	68.80	82.32	145.98
减：少数股东损益	0	0	2	2	2
归属母公司股东净利润	50.51	57.95	66.80	80.32	143.98
全面摊薄每股收益	0.54	0.62	0.711	0.854	1.532
发行后总股本	9400	9400	9400	9400	9400

资料来源：德邦研究所

十、相近公司估值水平

公司代码	公司	最新价格(元)	总股本（百万股）	每股收益（元）			PE		
				10E	11E	12E	10E	11E	12E
002385	大北农	35.60	400.8	0.91	1.35	1.75	39.1	26.4	20.3
002311	海大集团	27.59	291.2	0.72	0.98	1.3	38.3	28.2	21.2
600438	通威股份	8.83	687.52	0.24	0.35	0.5	36.8	25.2	17.7
002157	正邦科技	13.41	269.41	0.38	0.62	0.7	35.3	21.6	19.2
000876	新希望	20.35	832.37	1.15	1.45	2.15	17.7	14.0	9.5
002124	天邦股份	9.13	205.5	0.38	0.49	0.62	24.1	18.7	14.7
	平均						31.9	22.4	17.1

资料来源：德邦证券研究所

考虑行业整体估值水平，且公司未来的成长性、盈利能力亦优于可比公司的平均水平，拥有一定的技术优势，公司可以享受一定估值溢价，我们认为给予公司 2011 年动态 PE 为 30-35 倍较为合理，对应价格区间为 25.5-29.7 元。

十一、风险提示

原料价格风险。玉米、豆粕、鱼粉等是公司的主要成本构成，受目前国际粮食供求关系的影响，这些原料价格变动较大，从容易对公司收入产生重大影响。

下游风险。周期性的生猪价格波动往往导致生猪存栏量和生猪养殖户的补栏积极性受影响，进而对公司的经营造成一定影响。另外，近年来，我国多次发生大范围的动物疫情，影响了养殖业与饲料工业的稳定发展，猪高热病、蓝耳病等疫情导致了全国的猪饲料产量有所下降。畜禽疫情对公司所处的饲料行业有重大不利影响。

投资评级

一、行业评级

推荐-Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数

中性-In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平

回避-Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入-Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$

增持-Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$

中性-Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\%+10\%$

减持-Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $>10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。