

2011-06-15

农林牧渔

正邦科技 002157-SZ

受益养殖景气度，业绩将爆发

◆饲料行业龙头，打造上下游全产业链：

公司原为江西省内饲料企业，通过几年的快速发展，逐步从区域龙头走向全国市场，业务范围不断向下游延伸，打造了“饲料-养殖-屠宰-终端零售”的全产业链经营模式。11-12年，公司的饲料销量有望达到300万吨和400万吨，生猪销量实现65万头和100万头。

◆景气度贯穿全年，养殖带来业绩爆发：

根据对生猪存栏量和能繁母猪及仔猪的补栏周期推算，11年生猪价格全年将维持高位，12年年后可能出现回落。公司近年通过不断的扩建、新建，生猪养殖产能成倍增加。预计公司今年生猪出栏量有望达到65万头。今年生猪头均盈利同比大幅攀升，6月初已突破600元，进入盈利高位区。我们认为公司猪业务将带来今年业绩爆发。而09年投资建设的子公司和康源主要从事禽类养殖，业务拓展迅速，可能成为公司业绩增长的又一动力。

◆受益下游，饲料盈利水平将回升：

顺产业链景气度将向上延伸，在下游景气度如此之高的前提下，饲料业务可顺利实现成本转嫁。并随着生猪补栏，饲料需求将逐步增加，行业盈利水平有望走出10年低谷，11、12年效益水平显著提升。

公司饲料业务通过低价换市场的策略实现了连续四年56%的高速增长。在完成全国布局后，饲料业务产能扩张步伐可能有所放缓，转而通过提价实现毛利率的提升。

◆盈利预测及评级：

我们预测正邦科技11-13年净利润分别为1.63亿、2.1亿和2.93亿元，年复合增长率34%，为对应EPS分别为0.38元、0.49元和0.68元。

在养殖景气度高企的背景下，公司的业绩超预期是大概率事件。此外，无论从饲料角度还是养殖角度，结合市值看，其弹性都是行业最高的，公司是具有较强进攻性的品种。

我们给予公司11年30-35倍PE，对应11.4-13.3元目标价，买入评级。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	4,459	7,427	10,378	13,699	16,802
营业收入增长率	65.35%	66.59%	39.73%	31.99%	22.65%
净利润（百万元）	54	58	163	210	293
净利润增长率	62.00%	8.02%	180.07%	29.00%	39.96%
EPS（元）	0.12	0.13	0.38	0.49	0.68
ROE（归属母公司） （摊薄）	12.78%	6.31%	15.03%	17.21%	20.77%
P/E	83	77	27	21	15
P/B	11	5	4	4	3
EV/EBITDA	24	19	16	13	11

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

首次

买入

当前价格	10.36 元
目标价格	11.4-13.30 元
目标期限	6 个月

分析师：

李婕

（执业证书编号：S0930511010001）

联系人

刘晓波

021-2216 9177

liuxb@ebsecn.com

王碧玉

021-2216 9316

wangbiyu@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	431
总市值(百万元)	4,466
流通比例(%)	62.20%
12个月最高/最低(元)	22.20/7.92
近3月日均成交量(百万股)	5.15
主要股东	正邦集团有限公司

股价表现(12个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	24.09	13.07	-8.63
绝对收益	19.78	4.81	-0.12

相关报告：

景气度超预期，看好养殖产业链

..... 2011-06-15

按景气度配置大子行业：养殖与饲料

..... 2011-05-15

投资要件

关键假设

1. 生猪养殖业景气度贯穿 11 年全年。
2. 饲料行业景气度受养殖业提振，但相对滞后 3-6 个月。
3. 饲料业务增速有所放缓，产品定价提高带来毛利改善。
4. 11、12 年生猪出栏数分别实现 65 万头和 100 万头。

我们区别于市场的观点

公司饲料业务连续四年实现 56% 的高复合增长率，成功完成了从区域性龙头走向全国市场的业务拓展。我们认为未来公司饲料业务增速将有所放缓，配合饲料占比逐步稳定，有望通过提升产品价格改善毛利水平。

11 年公司养殖业务将进入业绩爆发期。09、10 年公司生猪养殖业务仍处于市场拓展期，头猪盈利水平低于市场均值。我们认为随着公司生猪业务的逐步成熟，11 年头猪盈利将达到市场平均水平，出栏数将达到 65 万头。在 11 年养殖景气度高企的背景下，养殖业务将大幅提高公司的盈利水平。此外，子公司和康源禽类养殖有望成为公司新的利润增长点。

估值和目标价格

预计公司 11-13 年 EPS 分别为 0.38 元、0.49 元和 0.68 元，对应当前股价的 PE 分别为 28X、21X 和 15X。我们给予其目标价 11.4-13.3 元，买入评级。

股价上涨的催化因素

1. 11 年生猪价格进一步走高，头均盈利大幅提升。
2. 生猪出栏数超预期。
3. 饲料业务毛利率提升。

投资风险

饲料原材料价格上涨；政府对生猪市场价格的干预；生猪疫情。

公司基本情况

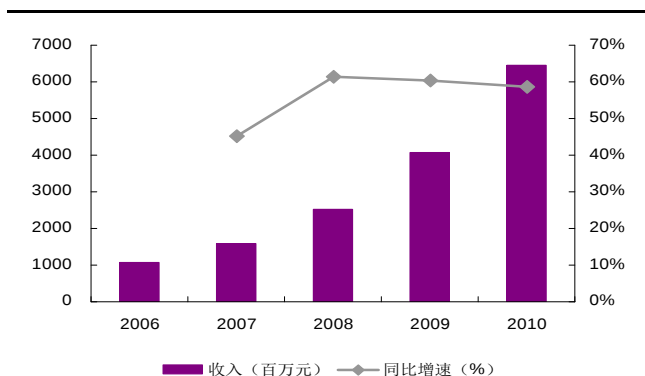
公司起家于江西省，以饲料业务为基础，通过向下游拓展，逐步打造“饲料-养殖-屠宰及肉制品加工-终端零售”为一体的全产业链。公司 10 年实现收入 74.27 亿元，净利润 5804 万元。

公司饲料业务以猪、禽饲料为主，反刍饲料和水产饲料为补充。10 年实现销量 240 万吨。06-10 年，公司饲料业务高速增长，年复合增长率为 56%，远超饲料行业 6% 的增速，凸显出公司强劲的营销能力和产品竞争力。公司的销售区域也逐渐从江西省内及周边地区扩展到国内主要畜牧养殖区域，基本完成全国性的市场布局。

公司并致力于向下游产业链延伸，近年建立了包括种猪、商品猪、鸡苗和鸭苗的畜禽养殖产业。随后，又以生猪养殖为基础，打造了包括屠宰、肉制品加工、终端零售的生猪产业链。公司通过整合上下游资源，熨平了猪肉价格周期性波动带来的经营风险。

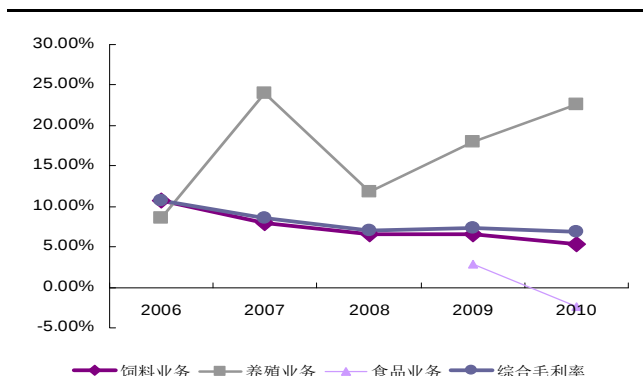
相对于饲料业务低毛利下的规模扩张不同，公司养殖业务依靠自身较强的盈利能力，未来将逐步贡献更多的利润来源。

图表 1：06-10 年收入复合增长率达 50% 以上



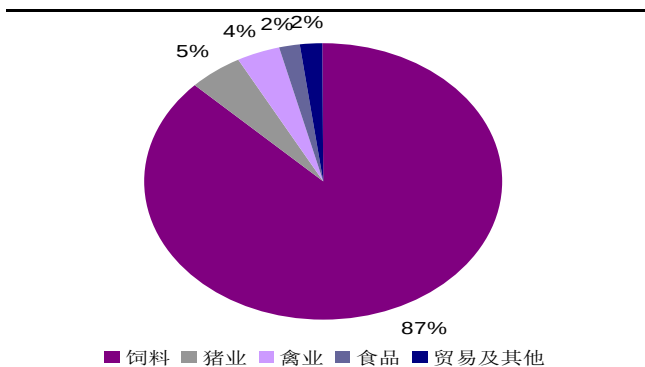
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图表 2：养殖业毛利率持续好转



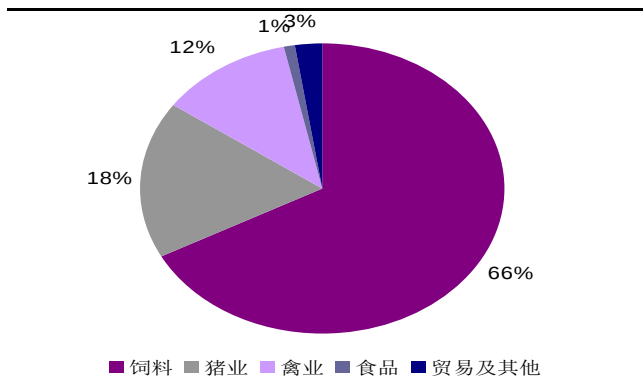
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图表 3：2010 年各项业务收入占比



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图表 4：2010 年各项业务毛利贡献



资料来源：公司公告，光大证券研究所

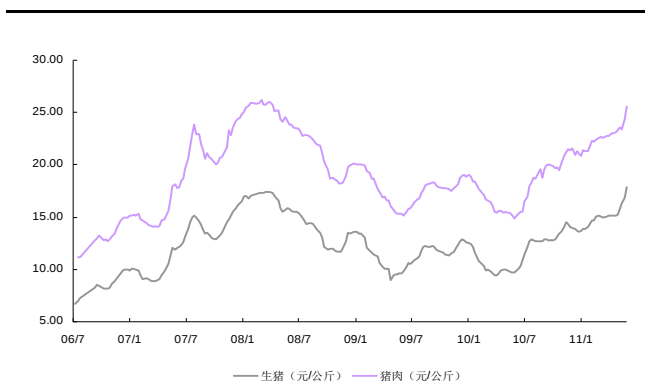
养殖景气度超预期，顺产业链饲料行业盈利能力有望改善

11 年生猪价格持续超预期

10 年，生猪市场先后受到五号病和高热病的影响，上半年猪肉价格持续下跌，经历了长达 6 个月的亏损期，再加上农村劳动力的机会成本逐年上升，许多农村劳动力选择出门打工，大量中小养殖户开始退出生猪市场。

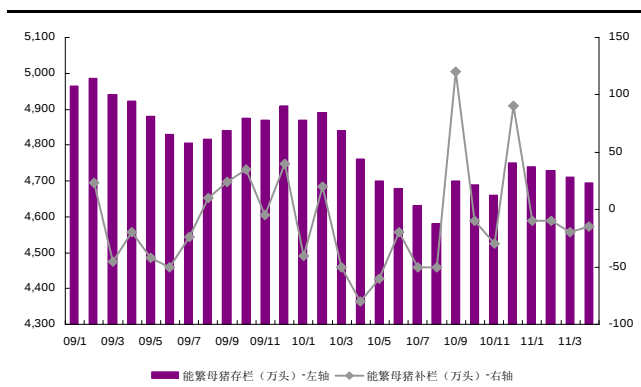
虽然下半年生猪价格向上突破盈亏平衡点，进入盈利区间，但是受疫情因素，显著影响了下半年补栏效果。能繁母猪存栏量在 10 年 8 月份达到阶段性低点 4580 万头后，补栏情绪一直相对低迷，能繁母猪存栏数始终处于历史低位。从历史上看，补栏恢复的越慢，生猪的盈利期便越长。

图表 5：22 个省市生猪、猪肉平均价格



资料来源：中国畜牧业信息网，光大证券研究所

图表 6：能繁母猪存栏量



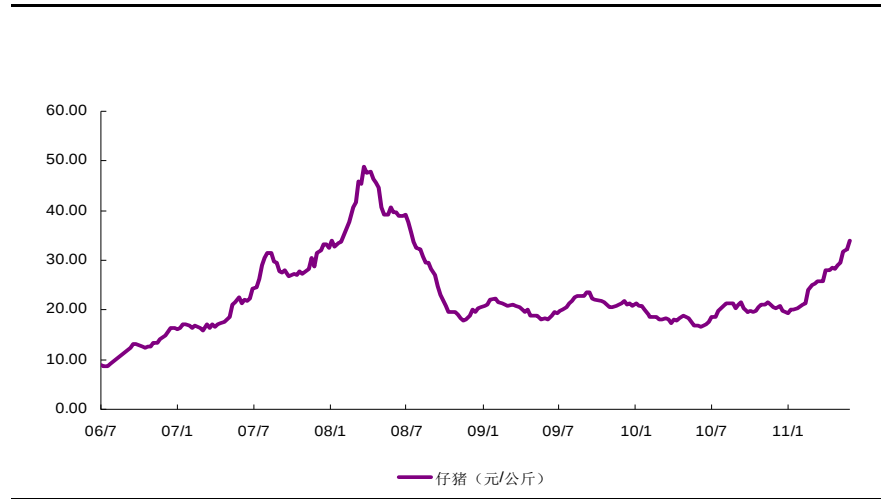
资料来源：农业部，光大证券研究所

10 年的 9 月和 12 月各有一波能繁母猪补栏行情。根据生猪的“三、四、五”周期定律，即从能繁母猪补栏开始到生猪出栏，要经历三个月配种、四个月妊娠、五个月生长总共 12-13 个月的周期，依此推算，我们认为到 11 年 9 月后生猪的供给才会有效释放。

但同时 9 月以后已进入肉类消费旺季，4 季度猪肉价格依然会维持在全年高位。

进入 11 年 2、3 月份以来，仔猪价格出现快速上涨，反映了市场补栏的积极性迅速提升，而由于能繁母猪的存栏量处于低位，供给严重不足，供需缺口扩大，反映在市场上就是价格的急涨。

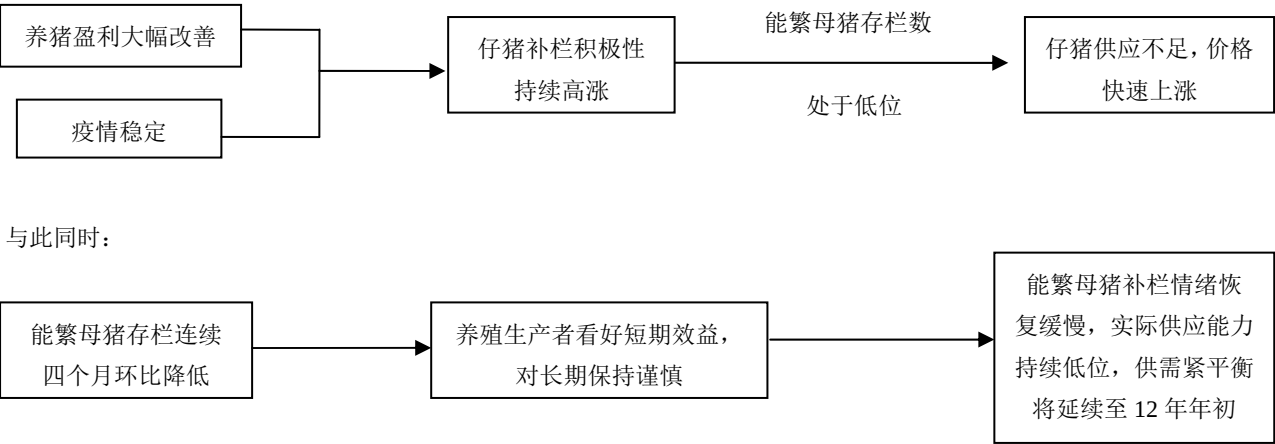
图表 7：22 个省市仔猪平均价格（截止日期：2011/6/3）



资料来源：中国畜牧业信息网，光大证券研究所

我们通过对仔猪价格大幅上涨的分析，推导出我们以下的主要逻辑：

图表 8：生猪市场分析逻辑



资料来源：光大证券研究所

近几年，生猪疫情逐渐成为生猪市场波动的重要扰动因素。从仔猪价格的走势来看，自今年2月开始到最近的6月初，价格在持续加速上涨，不断创出年内新高，我们可以判断养殖户对于疫情的担忧是较低的，相对于2010年要缓和得多。总的来说，今年上半年疫情处于一种较为稳定的状态。

2、3月份的仔猪补栏仍会小幅增加市场供应，这部分供应在5个月生长期后，在消费淡季会一定程度的缓和，我们初步判断，生猪价格在6月初经历端午节前的快速冲高后，将在7、8月进入盘整期，但是波动幅度

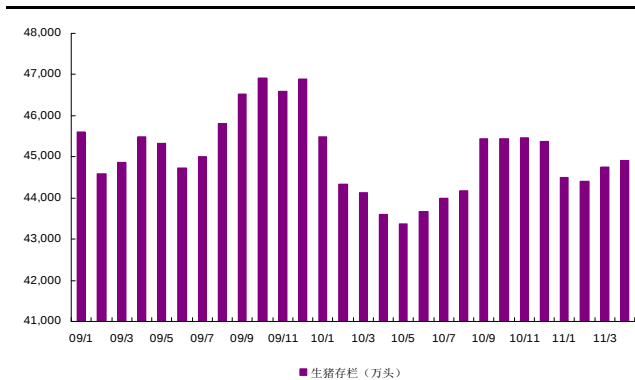
相对较小。

我们对今年生猪市场价格总的判断是，随着端午节日消费的拉动，生猪市场价格经过 5 月底的快速拉升后，6 月份将到达阶段性高点，在 7、8 月肉类消费淡季期间，猪肉需求有所下降，但是因为供给端并未有效释放，因此价格即使有所回落，幅度也是非常有限。生猪供给的实质性放量要到今年 9 月后才会出现，届时，猪肉再次进入消费旺季，并伴随着中秋、国庆假日的到来，我们预计 9 月份可能出现下一个高点，在此之后直到年底仍会维持高位运行态势。生猪价格的真正回落可能会出现在 12 年 1 季度。

景气度顺产业链向上延伸，饲料行业盈利能力有望改善

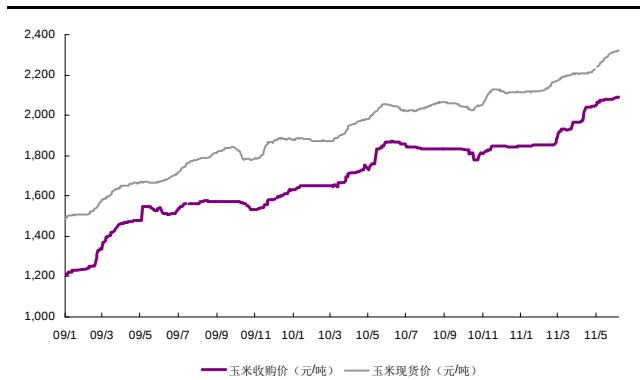
2010 年，养殖业持续低迷，生猪养殖历经 6 个月的亏损期，存栏量大幅下降。而另一方面，大宗农产品价格快速上涨，饲料主要原材料玉米的价格更是不断创出历史新高，造成饲料特别是全价配合饲料来自于供给端和需求端的双重挤压，从而造成盈利能力下降。

图表 9：生猪存栏量



资料来源：农业部，光大证券研究所

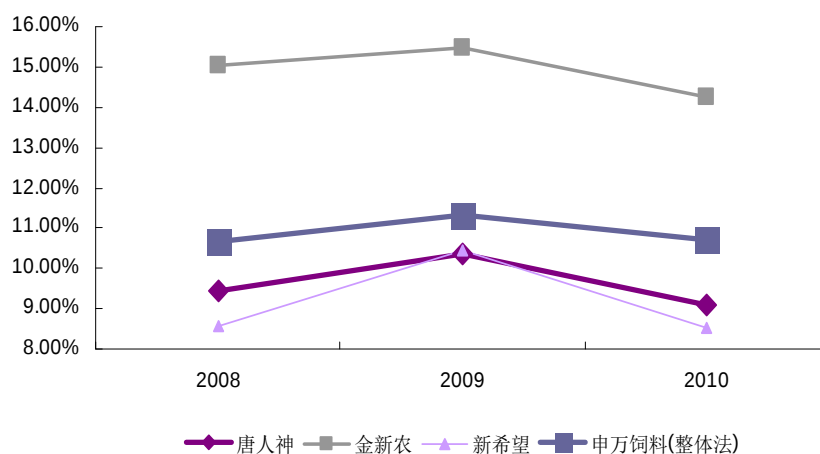
图表 10：国内玉米价格



资料来源：农业部，光大证券研究所

我们考察了与正邦科技业务类型相近的 3 家饲料企业以及申万饲料行业的数值，发现毛利水平在 09 年普遍上涨，而在 10 年出现了下滑。

图表 11：08-10 年饲料企业毛利率变化情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

由于 09 年是养殖业景气度从 07、08 年高景气逐步回落的时期，而在此期间畜禽存栏数大幅增加，从而导致饲料行业毛利率的提升。

进入 11 年，养殖业景气度不断提升，价格的上涨必然带来补栏数量的增加，从而加大对饲料的需求，一般认为饲料行业的复苏会滞后于养殖业 3-6 个月。

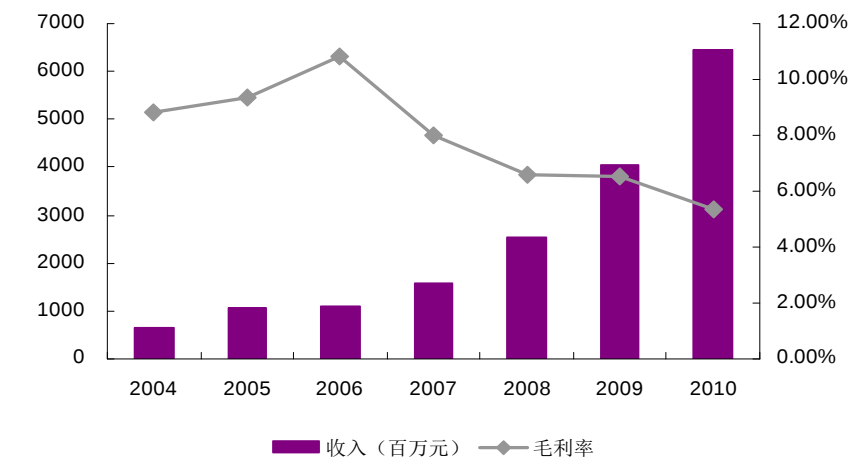
本轮生猪价格的上涨动力主要来自于供给端的紧缩，因此猪肉价格上涨速度远快于养殖成本的上升。在养殖景气度高企的背景下结合历史的经验数据，我们认为饲料企业是有能力通过提价转化农产品价格上涨所带来的成本压力，最终体现为毛利率的有效回升。

饲料业务提供稳定增长，业绩爆发看养殖

饲料区域龙头走向全国市场，规模扩张后盈利增长可期

公司最近几年通过低价营销，实现快速扩张、抢占市场的战略，在 10 年行业景气度低迷的情况下仍然取得了 60% 的增长，从而获得更多的市场份额，提高了公司的产品知名度和品牌认同度，增速远超行业整体水平。从这方面来说，公司的战略是非常成功的。但是在迅速扩张的背后却同样需要面对盈利水平大幅下降的阵痛，并且公司饲料增速主要来自于低毛利的全价配合饲料的增长，饲料业务连续 3 年的毛利水平逐年下降，10 年更是从 09 年的 6.53% 大幅下降到 5.34%。

图表 12：04-10 年饲料业务发展情况



资料来源：公司公告，光大证券研究所

我们认为这是公司为进行全国性布局而采取的阶段性竞争战略，并且在遭遇了养殖产业的寒流时，这种阵痛显得尤其显著。进入 11 年，养殖业景气度不断提升，价格的上涨必然带来补栏数量的增加，从而加大对饲料的需求，一般认为饲料行业的复苏会滞后于养殖业 3 到 6 个月。

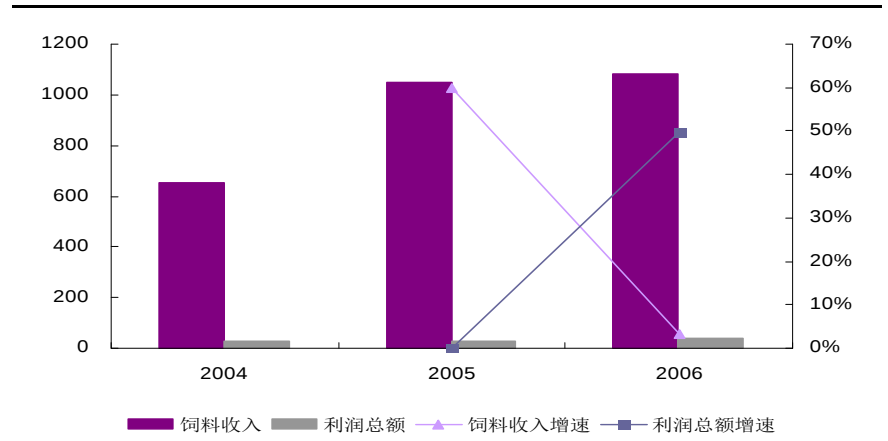
本轮生猪价格的上涨动力主要来自于供给端的紧缩，因此猪肉价格上涨

速度远快于养殖成本的上升。在养殖景气度高企的背景下，我们认为饲料企业是有能力通过提价转化农产品价格上涨所带来的成本压力，最终体现为毛利率的有效回升。

我们判断，公司的饲料业务在完成阶段性的全国布局之后，未来增速有望放缓，而公司将通过一定程度的提价来实现盈利水平的提升。作为规模效应显著的高弹性行业，一旦毛利率有所提升，饲料业务的盈利水平将大幅提高，我们认为在进入 11 年下半年饲料行业的旺季时，这种情况被证实的概率很大。

通过对公司 04-06 年的饲料业务回顾，从另一方面可以对我们的判断提供佐证。

图表 13：04-06 年饲料收入与利润总额增长情况（单位：百万元）



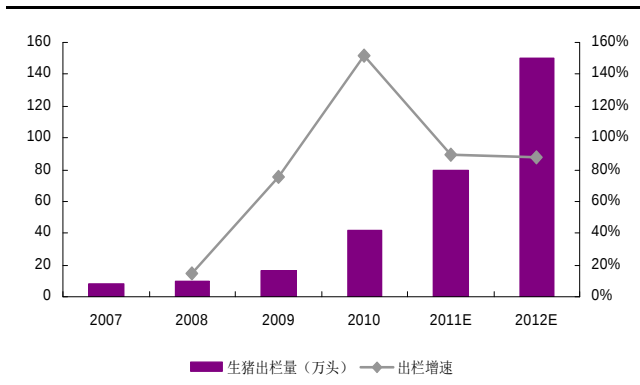
资料来源：公司公告，光大证券研究所

04-06 年期间，公司养殖产业还处于初建期，饲料仍是公司主导业务，饲料业务的毛利占比保持在 97% 以上。05 年公司饲料收入增长了 60%，而利润总额并未随之增长；06 年，饲料收入增速明显放缓，而饲料产品的毛利却得到显著改善，同时期间费用实现了有效降低，利润总额反而出现了大幅上升。根据历史提供的经验，我们认为公司自身是很有可能在此阶段规模扩张期后，通过产品提价和控制费用率实现盈利能力的有效改善。

养殖产业高速成长，未来成为业绩支柱

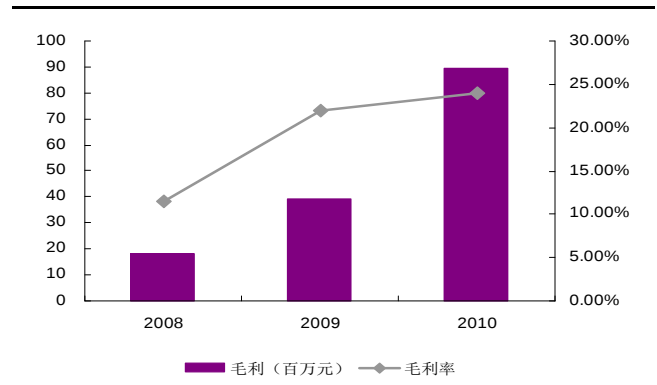
公司自 04 年投建种猪公司以来，致力于将养殖产业做大做强。近年通过不断扩建、新建种猪场和生猪养殖基地，生猪年出栏头数成倍增长，生猪养殖收入快速上升。

图表 14：公司近年生猪出栏量



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图表 15：08-10 年生猪养殖毛利变化

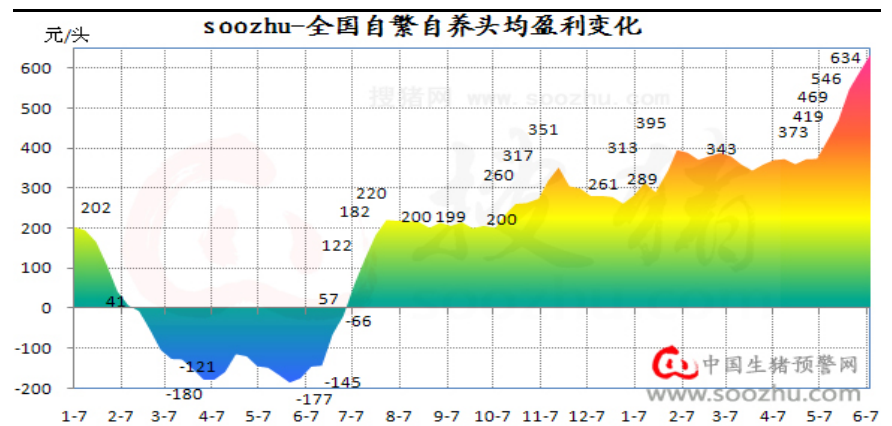


资料来源：公司公告，光大证券研究所

过去几年，公司生猪产业尚处于扩张的筹建期，养猪效益对公司盈利贡献不大。随着公司养猪基地陆续建成，生猪出栏数在今明两年将实现连续增长，成为公司重要的利润来源。

经历了 10 年生猪市场低迷之后，11 年的养猪效益大幅提升，根据搜猪网的统计，自繁自养的头均盈利在 6 月初已经突破 600 元，并继续上涨。根据我们前述对于今年生猪市场的判断，今年养猪效益将维持高位。此外，由于中小养殖户的退出所导致的生猪供给缺口在一定时期内难以恢复，以及养殖户对于长期市场的担忧而对补栏能繁母猪采取的审慎态度，明年的供给难以出现往年的大幅度增加。因此我们判断明年价格会有所下滑，但幅度不会很大。基于谨慎的原则，我们预计今年公司可实现头均毛利 359 元，明年下降至 296 元。

图表 16：养猪效益变化



资料来源：搜猪网，光大证券研究所

09 年公司在山东成立合资公司和康源，开始大举进军禽类养殖。公司持有 50% 股权，孟庆利（原六和集团养殖部总经理）和王胜（原六和集团养殖部高管）分别占 40%、10% 的股权，公司本身不直接参与经营，只在财务等环节派驻人员。我们看好这种合资模式，高管由于持有大量股权，会把公司看做是自己的公司，依靠自身的行业经验和管理能力，做大做强禽类养殖产业是大概率事件。我们预计禽类产品收入未来三年将保持 30% 以上的复合增长率。

综合来看，由于公司的饲料业务具有规模优势的特点，养殖业务相对于单独的养殖企业，具有明显的成本优势，在饲料服务方面能够获得专业有效的支持。养殖的景气周期的波动虽然会一定程度上影响公司的养殖业务的利润，但是由于饲料行业的景气滞后效应，因此公司的综合盈利水平会保持相对平稳而持续的增长。

投资评价和建议

基于公司业务情况，我们分别对饲料、生猪养殖、禽类养殖选取具有可比性的上市公司，考察了当前市场的平均估值水平。

结合公司未来 3 年净利润复合增速 34%，我们给予公司 11 年 30-35 倍 PE，对应目标价 11.4-13.3 元。

图表 17：可比性公司估值水平及均值

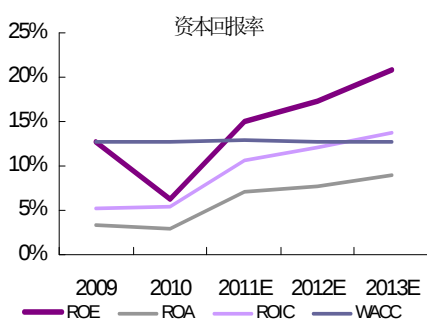
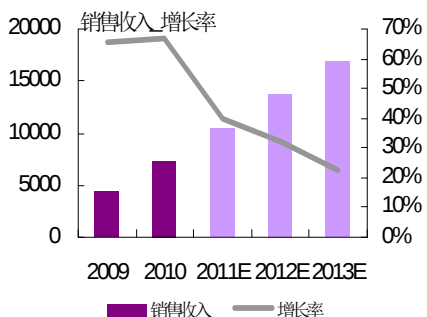
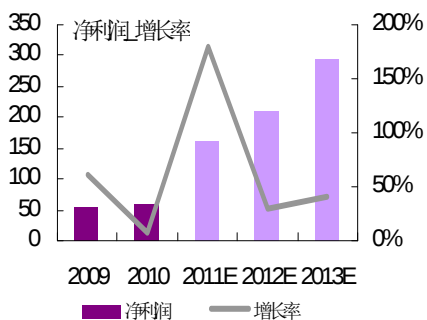
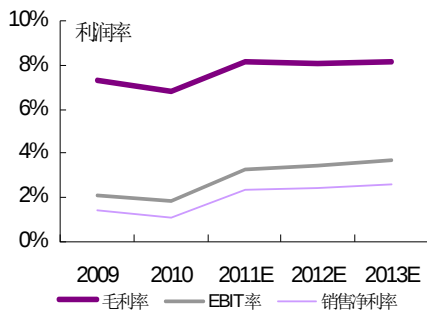
	2010A	2011E	2012E
饲料			
大北农	42	26	19
唐人神	38	27	21
金新农	33	23	17
均值	38	26	19
生猪养殖			
雏鹰农牧	67	37	28
大康牧业	65	40	28
新五丰	74	43	29
均值	69	40	28
禽类养殖			
华英农业	48	23	19
圣农发展	55	32	24
民和股份	56	28	25
均值	53	28	23

资料来源：Wind，光大证券研究所

风险分析

1. 玉米、豆粕等大宗农产品价格大幅上扬带来的原材料成本压力，可能导致饲料毛利率水平走低。
2. 通胀高企背景下，政府对生猪市场进行调控。
3. 下半年生猪疫情变化需要继续观察。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	4,459	7,427	10,378	13,699	16,802
营业成本	4,134	6,919	9,536	12,591	15,426
折旧和摊销	54	89	51	56	60
营业税费	0	0	1	1	1
销售费用	120	188	259	329	403
管理费用	107	177	239	301	353
财务费用	31	53	60	84	98
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	4	1	1	1
营业利润	64	90	284	392	521
利润总额	77	96	292	400	529
少数股东损益	9	22	80	120	140
归属母公司净利润	53.73	58.04	162.54	209.67	293.45

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	1,822	2,824	3,461	4,227	4,883
流动资产	1,026	1,734	2,305	3,028	3,693
货币资金	137	395	519	685	840
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	39	107	119	157	193
应收票据	1	1	1	1	2
其他应收款	141	101	135	164	185
存货	536	715	954	1,259	1,543
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	10	10	10	10	10
固定资产	512	789	841	872	857
无形资产	95	116	111	105	100
总负债	1,171	1,606	2,000	2,509	2,830
无息负债	442	680	758	979	1,173
有息负债	729	926	1,243	1,531	1,657
股东权益	651	1,218	1,461	1,718	2,052
股本	226	269	431	431	431
公积金	37	436	290	311	341
未分配利润	157	214	360	476	641
少数股东权益	230	299	379	499	639

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-223	-92	-14	134	275
净利润	54	58	163	210	293
折旧摊销	54	89	51	56	60
净营运资金增加	389	363	516	501	470
其他	-719	-602	-743	-634	-549
投资活动产生现金流	-354	-268	-119	-99	-49
净资本支出	334	280	100	80	30
长期投资变化	10	10	0	0	0
其他资产变化	-698	-558	-219	-179	-79
融资活动现金流	489	633	257	131	-71
股本变化	0	44	162	0	0
债务净变化	432	197	316	288	126
无息负债变化	257	237	78	221	195
净现金流	-88	273	124	166	155

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	65.35%	66.59%	39.73%	31.99%	22.65%
净利润增长率	62.00%	8.02%	180.07%	29.00%	39.96%
EBITDA 增长率	54.57%	52.94%	73.57%	34.82%	27.47%
EBIT 增长率	31.61%	46.25%	147.46%	38.54%	30.03%
估值指标					
PE	83	77	27	21	15
PB	11	5	4	4	3
EV/EBITDA	24	19	16	13	11
EV/EBIT	38	31	19	15	12
EV/NOPLAT	47	37	23	18	15
EV/Sales	1	1	1	1	0
EV/IC	2	2	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	7.27%	6.84%	8.11%	8.09%	8.19%
EBITDA 率	3.33%	3.06%	3.80%	3.88%	4.03%
EBIT 率	2.12%	1.87%	3.30%	3.47%	3.68%
税前净利润率	1.73%	1.30%	2.82%	2.92%	3.15%
税后净利润率 (归属母公司)	1.21%	0.78%	1.57%	1.53%	1.75%
ROA	3.42%	2.83%	7.01%	7.80%	8.88%
ROE (归属母公司) (摊薄)	12.78%	6.31%	15.03%	17.21%	20.77%
经营性 ROIC	5.25%	5.46%	10.57%	12.10%	13.69%
偿债能力					
流动比率	1.32	1.34	1.36	1.38	1.46
速动比率	63.32%	78.65%	79.89%	80.35%	85.26%
归属母公司权益/有息债务	0.58	0.99	0.87	0.80	0.85
有形资产/有息债务	2.32	2.88	2.66	2.67	2.86
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.12	0.13	0.38	0.49	0.68
每股红利	0.00	0.00	0.17	0.23	0.30
每股经营现金流	-0.52	-0.21	-0.03	0.31	0.64
每股自由现金流(FCFF)	-1.37	-1.01	-0.65	-0.30	0.16
每股净资产	0.98	2.13	2.51	2.83	3.28
每股销售收入	10.34	17.23	24.08	31.78	38.98

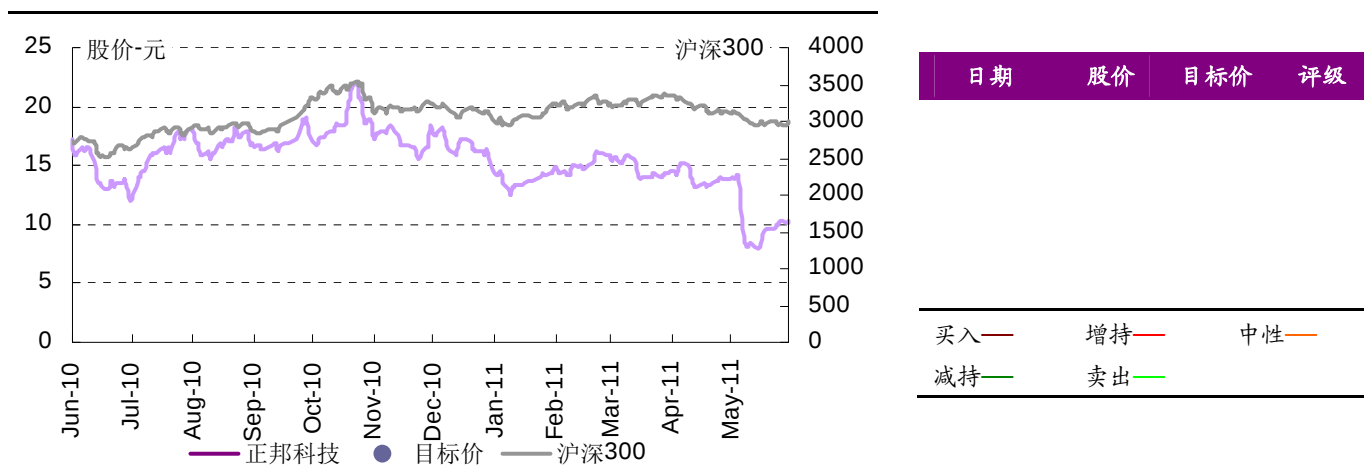
资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本证券研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

正邦科技（002157）



资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
专题 QFII	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本证券研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

本公司经营业务许可证编号：z22831000

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。