

量价齐升锁定业绩 欧盟出口有望助力

——华英农业（002321）投资价值分析报告

分析师：闫亚磊

SAC NO: S1150511010018

2011年9月6日

农林牧渔——畜禽加工

联系人

崔喜君

022-28451945

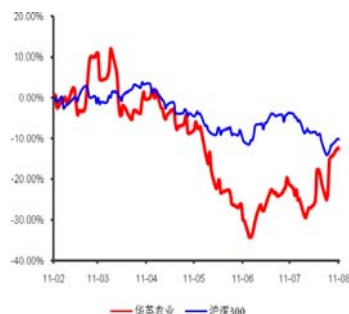
cuixj@bhqz.com

评级：推荐

目标价格：30

最新收盘价：20.71

最近半年股价相对走势



相关研究报告

首次

投资要点：

● 行业潜在增长空间较大，公司充分享受行业成长

综合考虑肉类消费结构的改善以及城市化进程的推动，禽肉消费量在十二五期间有望维持 7.1% 的增长速度。凭借品牌、规模以及产业链一体化的竞争优势，公司市场份额有望继续提升，充分享受行业成长。

● 下半年主要产品价格高位态势基本确立，助推 11 年业绩

11 年下半年猪肉供求依然偏紧，有望维持高位，对鸡鸭肉仍有助推作用；禽肉消费由淡季逐步转向旺季，支撑价格上行；受鸭肉价格推动和养殖利润向好，鸭苗价格有望高位运行。

● 今明两年迎来产能集中释放，业绩无忧

公司募投项目及富民计划进展顺利，提前达产可能性较大，产能将于今明两年集中释放。项目达成后，华英最终将形成鸭屠宰 9000 万只，鸭苗 9500 万只，鸡屠宰 7200 万只。

● 公司+基地+农户模式进可攻退可守

该模式通过整合政府、金融机构等多方资源迅速扩张生产规模，同时公司采用五统一管理方式，对基地的管理约束较强，养殖风险在掌控之中。

● 欧盟出口认证注册成功是大概率事件，打开想象空间

河南省极为重视此次出口认证注册。另外公司具有良好的基础条件，已取得日本、韩国、加拿大等国卫生注册资格，我们预计此次欧盟出口注册认证成功是大概率事件，有望成为股价催化剂。

● 业绩增长明确，给予公司推荐评级

9 月 5 日公司股价收于 20.71 元。考虑到公司今明两年产能集中释放，11-13 年净利润年复合增长率高达 48% 以及同类公司 12 年市盈率均值为 25 倍，综合给予公司 2012 年 25 倍估值水平，按照 2012 年 EPS1.19 元/股，对应目标价位 30 元。

财务摘要（百万元）	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入	932	1,303	1,886	2,751	2,983
(+/-)%	-3%	40%	45%	46%	8%
经营利润（EBIT）	66	81	127	206	214
(+/-)%	-18%	22%	57%	62%	4%
净利润	40	57	100	175	184
(+/-)%	-14%	40%	78%	75%	5%
每股净收益（元）	0.27	0.38	0.68	1.19	1.25
每股股利（元）	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

资产负债表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	利润表 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	638	447	170	456	239	营业收入	932	1303	1886	2751	2983
应收票据	0	0	10	15	16	营业成本	813	1149	1663	2445	2660
应收账款	95	110	672	942	981	营业税金及附加	0	0	7	1	1
预付款项	77	181	264	362	468	销售费用	18	20	25	36	39
其他应收款	14	37	9	14	12	管理费用	35	54	64	63	69
存货	266	319	729	938	875	财务费用	37	31	31	31	31
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	3	7	4	6	6
长期股权投资	0	5	5	5	5	投资收益	0	0	0	0	0
固定资产	617	793	332	432	506	汇兑收益	0	0	0	0	0
在建工程	30	129	124	137	119	营业利润	26	43	92	169	178
工程物资	0	0	0	0	0	营业外收支净额	15	12	10	9	9
无形资产	114	112	101	90	78	税前利润	41	55	102	178	186
长期待摊费用	0	2	1	1	1	减：所得税	0	-1	1	2	2
资产总计	1977	2280	2463	3439	3347	净利润	40	55	101	176	185
短期借款	547	808	1252	1791	1441	归属于母公司的净利润	40	57	100	175	184
应付票据	70	80	91	134	146	少数股东损益	0	-1	0	1	1
应付账款	113	142	410	603	656	基本每股收益	0.27	0.38	0.68	1.19	1.25
预收款项	15	33	35	38	40	稀释每股收益	0.27	0.38	0.68	1.19	1.25
应付职工薪酬	10	16	10	1	-1	财务指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
应交税费	-10	-16	-16	-16	-16	成长性					
其他应付款	72	80	80	80	80	营收增长率	-3.1%	39.8%	44.7%	45.9%	8.4%
其他流动负债	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	-18.3%	22.1%	57.2%	62.4%	4.0%
长期借款	102	57	57	57	57	净利润增长率	-14.0%	40.5%	77.6%	74.6%	4.9%
负债合计	1000	1263	2003	2803	2526	盈利性					
股东权益合计	977	1017	1118	1294	1478	销售毛利率	12.8%	11.9%	11.8%	11.1%	10.8%
现金流量表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	销售净利率	4.3%	4.3%	5.3%	6.4%	6.2%
净利润	40	55	101	176	185	ROE	4.1%	5.6%	9.0%	13.6%	12.4%
折旧与摊销	100	115	40	48	55	ROIC	3.86%	4.22%	5.01%	6.24%	6.82%
经营活动现金流	85	33	-600	-114	252	估值倍数					
投资活动现金流	-189	-379	-120	-150	-100	PE	75.6	53.8	30.3	17.4	16.5
融资活动现金流	653	155	443	551	-370	P/S	3.3	2.3	1.6	1.1	1.0
现金净变动	549	-191	-277	287	-218	P/B	3.12	2.99	2.72	2.35	2.06
期初现金余额	96	638	447	170	456	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
期末现金余额	645	447	170	456	239	EV/EBITDA	19.1	18.2	25.9	18.1	16.7

目 录

1 公司简介	5
1.1 股权结构	5
1.2 业务构成	5
2 行业增长稳定，龙头企业充分享受行业成长	6
2.1 禽肉消费总量及占比稳步上升	6
2.2 公司依靠品牌和产业链一体化优势来提升市场份额	8
3 下半年主要产品价格高位态势基本确立，助推 11 年业绩	8
3.1 猪肉价格下半年仍处高位，助推作用依然显著	8
3.2 供求关系推动价格上涨	9
4 今明两年迎来产能集中释放，业绩无忧	11
5 公司+基地+农户模式进可攻退可守	12
6 欧盟出口认证注册成功是大概率事件，打开想象空间	12
7 盈利预测与投资建议	13
7.1 盈利预测	14
7.2 投资建议	15
8 投资风险	15

图 目 录

图 1: 公司股权结构.....	5
图 2: 公司主营收入来源.....	5
图 3: 历年禽肉和猪牛羊产量.....	6
图 4: 禽肉和猪牛羊肉年复合增长率.....	6
图 5: 禽肉在肉类中的占比.....	7
图 6: 我国城市化进程.....	8
图 7: 猪肉价格与鸡鸭肉价格的走势.....	9
图 8: 生猪存栏量.....	9
图 9: 活鸡活鸭的价格走势.....	10
图 10: 鸭苗与毛鸭的价格走势.....	10
图 11: 毛鸭盈利能力.....	11
图 12: 公司产能扩张前后的情况.....	12
图 13: 公司出口收入总额及占比.....	13

表 目 录

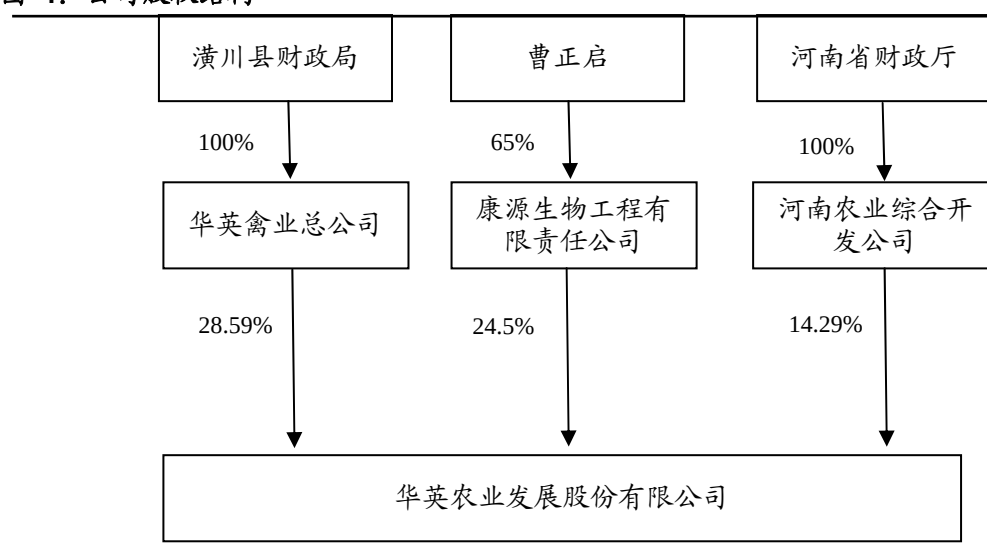
表 1: 城镇居民和农村居民人均家禽消费量（千克）.....	7
表 2: 公司利润预测表.....	14
表 3: 同类公司的估值比较.....	15

1 公司简介

1.1 股权结构

公司成立于 2002 年 1 月，总部位于河南省潢川县，以种禽养殖孵化、商品禽养殖、屠宰加工及其制品的生产与销售、饲料加工为主营业务。公司 09 年发行 3700 万股上市。潢川县财政局为本公司最终实际控制人。潢川县财政局根据潢川县人民政府的授权，履行出资人职能，并承担国有资产保值增值责任。

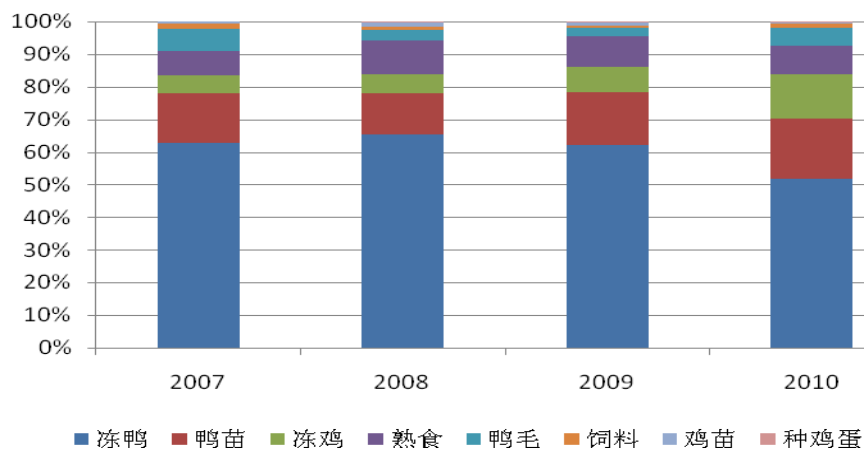
图 1：公司股权结构



资料来源：公司 10 年年报 渤海证券研究所

1.2 业务构成

图 2：公司主营收入来源



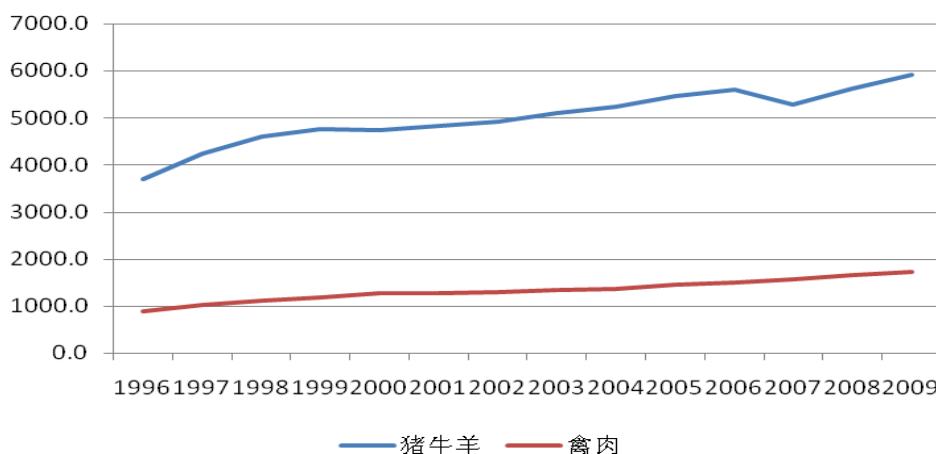
资料来源：公司年报 渤海证券研究所

公司的主要业务是禽类孵化、养殖、屠宰加工、肉食制品生产及饲料生产业务，拥有与禽类生产有关的采购、生产和销售体系，产业链条独立完整，具备面向市场独立经营的能力。公司主营业务收入主要来自于冻鸭、鸭苗、冻鸡、熟食、鸭毛、饲料等产品的销售。其中，07-10 年冻鸭和鸭苗两项收入占主营业务收入的平均比例为 76.07%。

2 行业增长稳定，龙头企业充分享受行业成长

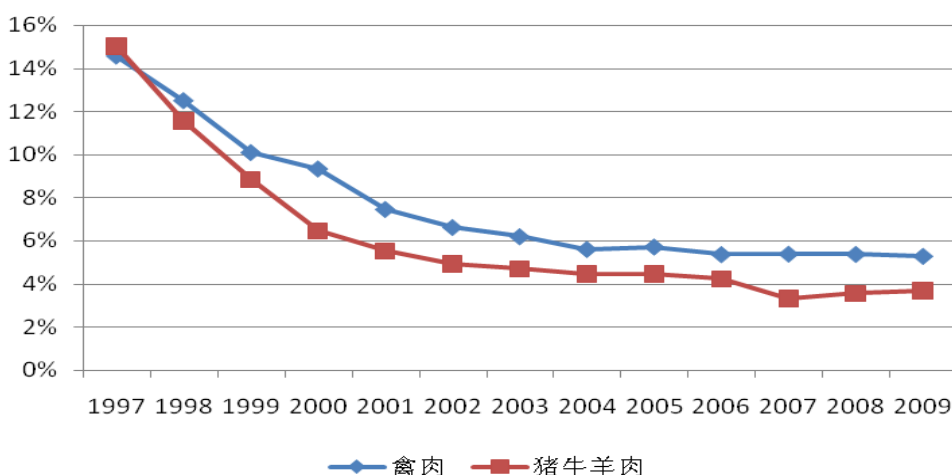
2.1 禽肉消费总量及占比稳步上升

图 3：历年禽肉和猪牛羊产量



资料来源：中国统计年鉴 渤海证券研究所

图 4：禽肉和猪牛羊肉年复合增长率



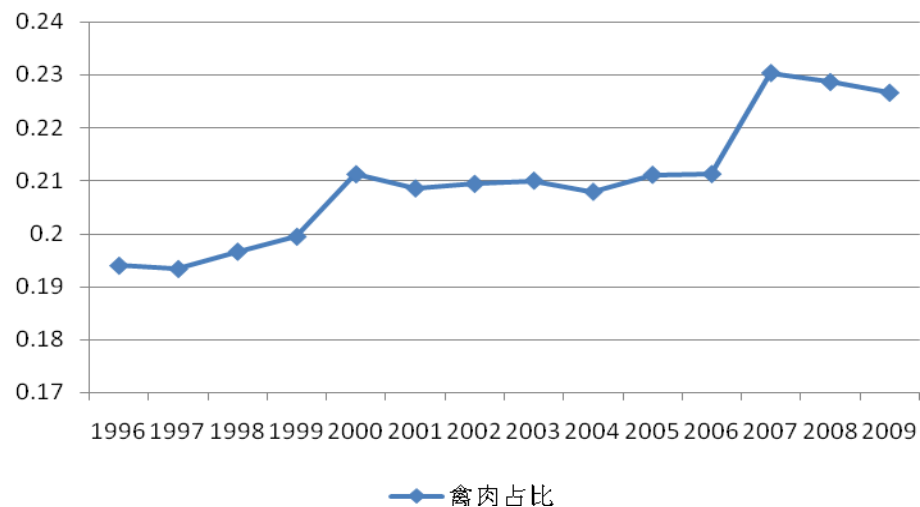
资料来源：中国统计年鉴 渤海证券研究所

从历年禽肉产量来看，呈现快速提升的趋势。1996 年到 2009 年，禽肉产量由 889.3 万吨上升到 1734 万吨，增长将近一倍，相比之下，同期猪牛肉产量增长 0.6 倍。

1996 年到 2009 年，禽肉产量年复合增长率高达 5.3%，同期猪牛羊肉产量年复合增长率为 3.6%。

随着经济增长和国民生活水平的提高，肉类消费结构趋于均衡，单极肉品消费不复存在，理性、均势的消费理念更加明显。从肉类结构来看，以猪肉为代表的红肉消费逐年递减，而禽肉消费正在逐年递增。传统肉类消费结构中的主流消费品猪肉从 1996 年的 68.9% 下降到 2009 年的 63.9%，而禽肉在肉类消费结构中的比重却从 1996 年的 19.4% 持续上升到 2009 年的 22.7%。

图 5：禽肉在肉类中的占比



资料来源：中国统计年鉴 渤海证券研究所

另外，城市化进程的加快也会带动禽肉消费的增加。农村居民的消费习惯将逐渐向城镇居民靠拢，饮食结构将逐步发生变化，肉类需求比重将逐渐扩大。从城镇家庭人均购买家庭数量可以看出，短短不到十年，由 1992 年增长了将近一倍的数量。城市化进程从 2009 年开始加速，十二五规划进一步推波助澜，按照初步规划，由目前的 47.5% 提高到 51.5%，这将充分提升消费水平，打开禽肉消费的增长空间。

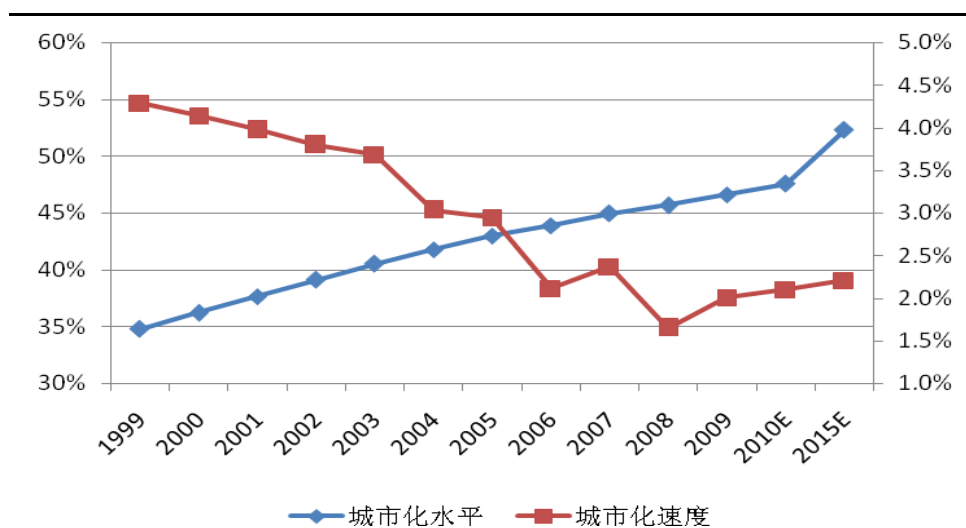
综合考虑肉类消费结构的改善以及城市化进程的推动，禽肉消费量在十二五期间有望维持 7.1% 的增长速度。

表 1：城镇居民和农村居民人均家禽消费量（千克）

	1990	1995	2000	2005	2008	2009
城镇居民	3.42	3.97	5.44	8.97	8	10.47
农村居民	1.25	1.83	2.81	3.66	4.36	4.25

资料来源：中国统计年鉴 渤海证券研究所

图 6: 我国城市化进程



资料来源: Wind 渤海证券研究所

2.2 公司依靠品牌和产业链一体化优势来提升市场份额

肉类产品的质量安全问题越来越突出,特别是我国加入 WTO 以来,禽肉产品出口大量增加,对产品质量提出更高要求。标准化、规模化养殖场及肉类加工企业在质量安全控制方面比散养户及小型加工企业具有优势,在禽类养殖及肉类制品加工过程中能对疫病及产品质量安全进行有效的检测及技术控制。

公司目前是全国规模最大的樱桃谷鸭孵化、养殖、屠宰加工和禽类制品生产销售一体化企业,是农业产业化国家重点龙头企业、中国食品工业百强企业和中国肉类食品行业 50 强企业。上市之前,2008 年公司作为鸭肉生产龙头企业,在全国樱桃谷鸭一体化养殖加工企业市场占有率为 15%。据调研了解,公司下游需求依然旺盛,主营产品冻鸭处于供不应求的局面,下游客户对公司产品具有较强的依赖性。伴随着品牌、规模以及产业链一体化的竞争优势,公司市场份额有望继续提升,充分享受行业成长。

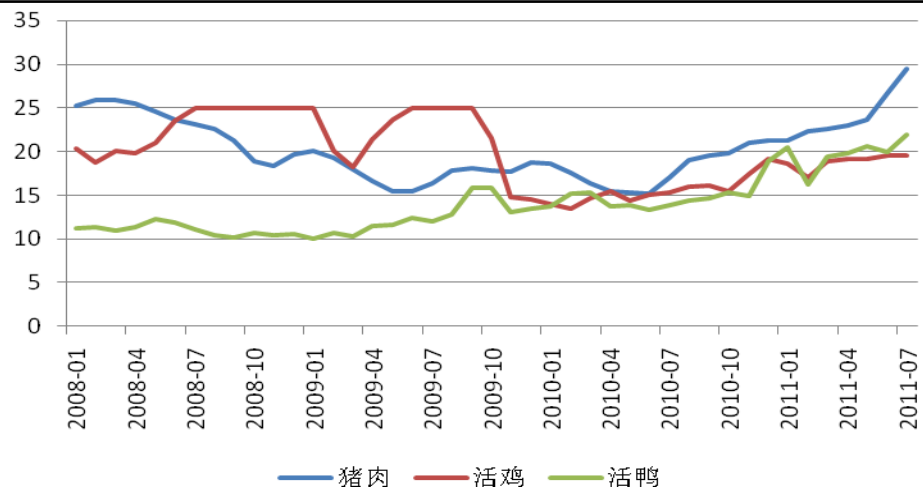
3 下半年主要产品价格高位态势基本确立,助推 11 年业绩

3.1 猪肉价格下半年仍处高位,助推作用依然显著

需求端拉动是公司主要产品(鸭肉、鸡肉、鸭苗)价格上扬的重要原因。进入今年 6 月份以来,猪肉价格大涨,6 月份猪肉价格同比涨幅超过 50%。猪肉价格超预期上涨,提振了对其他肉禽产品的需求,鸡肉鸭肉价格出现大幅反弹。而对鸭苗价格

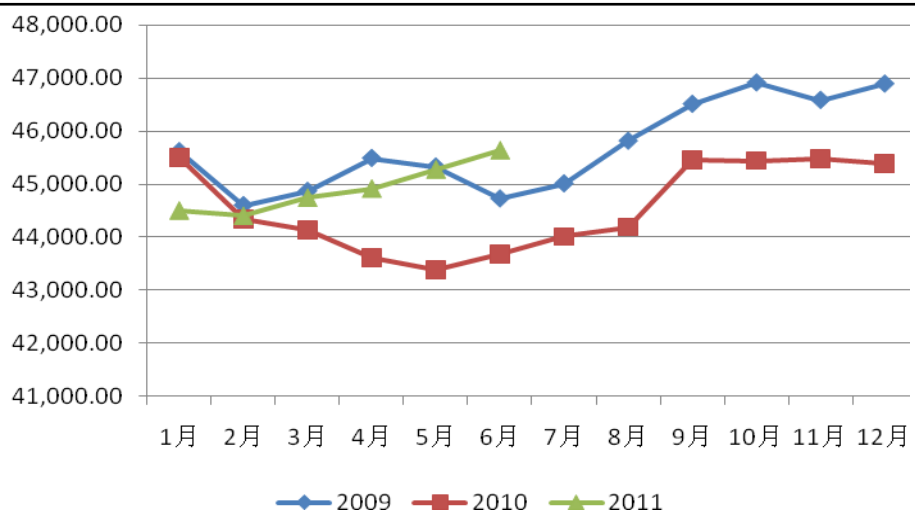
的影响则是通过猪肉价格拉动鸭肉整体上涨，毛鸭补栏积极性提升，从而鸭苗需求旺盛，导致鸭苗价格上涨。尽管前期国家向市场投放储备肉，适度缓解了供求偏紧的局面。但从生猪总体供应来看，目前生猪和母猪存栏量虽有增加，但考虑到年初存栏较低以及 5 个月的生产周期，供应量在明年春节后才会加大，下半年供求依然偏紧，猪肉价格仍有望维持高位，相应春节后猪肉价格才有所回落。即便猪肉有所回落，由于生产周期较短，鸡鸭肉的价格下调幅度也会较小。

图 7：猪肉价格与鸡鸭肉价格的走势



资料来源：Wind 渤海证券研究所

图 8：生猪存栏量



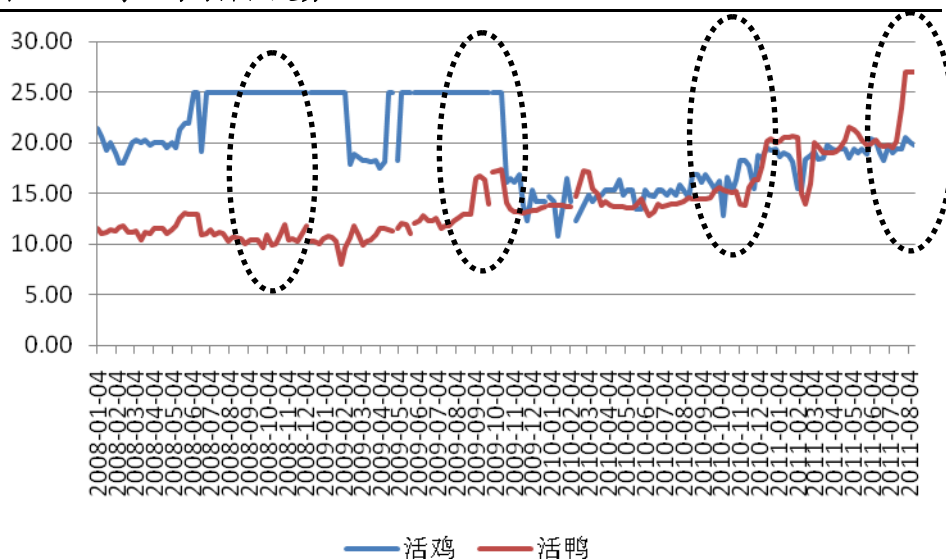
资料来源：Wind 渤海证券研究所

3.2 供求关系推动价格上涨

随着中秋国庆两节的到来，家禽需求由淡季逐渐步入旺季。另外，从供应来看，高温多雨使肉鸭养殖周期延长，疾病多发，市场毛鸭总体供应偏紧。

从 2008-2011 年活鸡活鸭价格表现来看，下半年价格上涨是大概率事件。

图 9：活鸡活鸭的价格走势



资料来源：Wind 渤海证券研究所

鸭苗价格一方面会随鸭肉价格上涨，另一方面下半年处于需求旺季，而且目前肉鸭养殖利润正处于年内高位。由于受农忙和南方旱涝灾害转换并持续影响补栏，5月底6月初，鸭苗价格由此前的5元/羽一度跌至最低1元/羽，进入6月下旬以来，养殖利润迅速提升，11年第32周肉鸭养殖利润高达5.48元/只，极大提振了补栏积极性。因而，鸭苗价格高位运行较为明确。

图 10：鸭苗与毛鸭的价格走势



资料来源：博亚和讯 渤海证券研究所

图 11: 毛鸭盈利能力



资料来源：博亚和讯 渤海证券研究所

4 今明两年迎来产能集中释放，业绩无忧

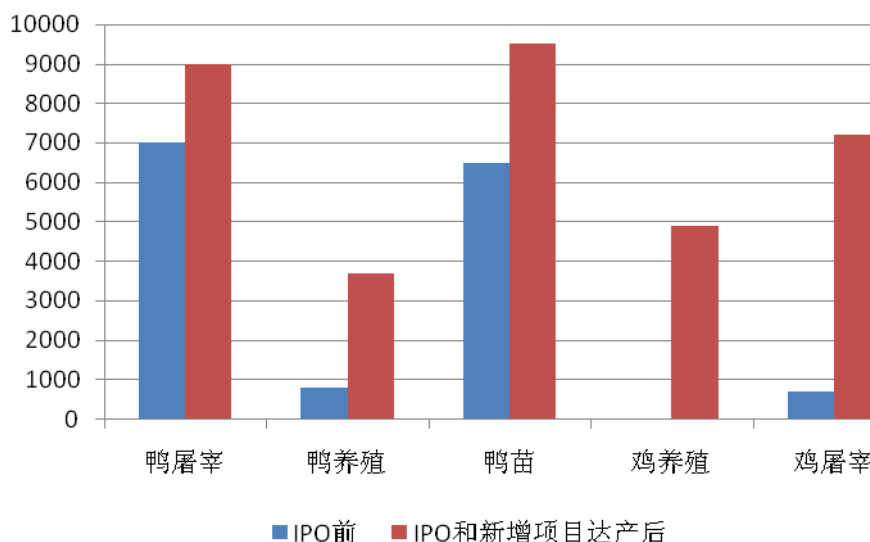
公司募投项目和新增项目产能将于今明两年集中释放。公司IPO项目包括陈州华英的4000万只商品肉鸡系列养殖加工综合项目、菏泽华英的2000万只/年雏鸭生产项目、丰城华英的1000万只/年商品雏鸭生产项目以及在公司总部建设900万只/年商品肉鸭养殖项目；仅有丰城华英在2009年6月完工，其余项目均在2010年6月底之后。募投项目完工后公司在鸭产业链上拥有9500万只鸭苗、3000万只商品鸭养殖和7000万只鸭屠宰产能；鸡产业链上则包括4800万只鸡苗、600万只肉鸡养殖和4000万只屠宰产能。

2010年7月富民计划的提出，进一步解决了公司面临的养殖瓶颈。首先，按照计划拟在华英农业樱桃谷鸭加工厂（潢川）60公里范围内，鼓励和支持农户建设养殖场（养殖小区）500个，每个场年出栏商品鸭12-15万只，全部建成后可实现新增出栏6000-7500万只樱桃谷鸭，其中2010年底完成260个，2011年底完成240个。其次，拟在华英农业肉鸡加工厂（淮滨）60公里范围内，鼓励和支持农户建设养殖场（养殖小区）200个，每个场年出栏商品鸡14-16万只，全部建成后可实现新增出栏商品鸡3000万只左右，其中2010年底完成120个，2011年底完成80个。

另外公司争取到的政府一系列的政策支持，包括用地支持、实行税收优惠、建场财政直补、信贷担保支持、开展养殖保险、加强设施配套、实行优惠电价、提供环保服务和建设沼气池用于清洁生产等，都相当于一定程度上降低了公司养殖环节的风险。

目前公司募投项目及富民计划进展顺利，提前达产可能性较大。项目达产后，华英最终将形成鸭屠宰9000万只，鸭苗9500万只，鸡屠宰7200万只。乐观预计，11年鸭苗产能有望突破1亿只，超过之前预期的9500万只，其中，5000万只用于外销。而11年肉鸡产能则由于淮阳项目投产延迟2-3个月，养殖规模没有及时跟进，预计冻鸡产量大概5万吨左右。

图 12: 公司产能扩张前后的情况



资料来源：公司公告 渤海证券研究所

5 公司+基地+农户模式进可攻退可守

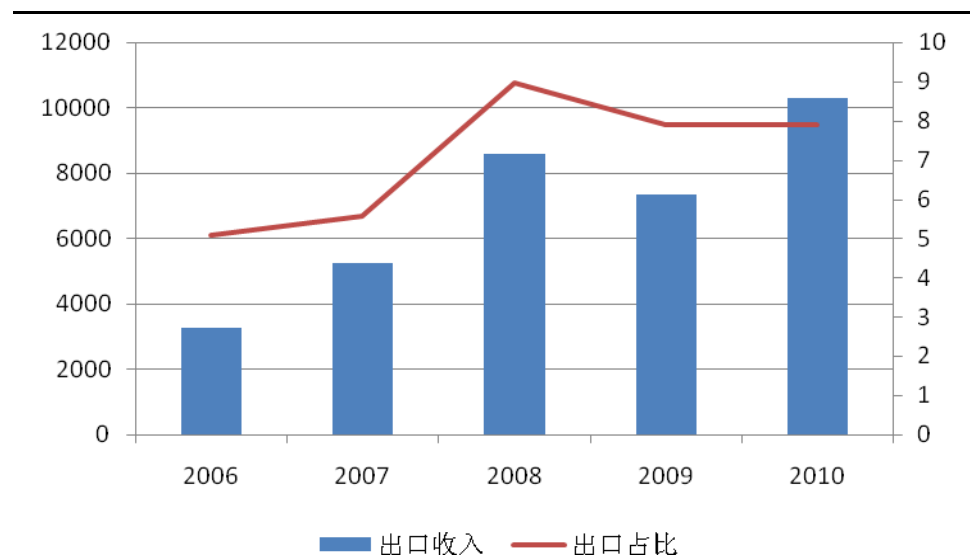
公司+基地+农户模式因符合当地政府发展经济的需求，可以整合了政府、农户、金融机构等多方资源，在资金约束下得到利润最大化，既可以迅速扩张企业的生产规模，又可以规避养殖风险。单纯从农户处收购往往会遇到产品质量与产量波动较大、食品安全等问题，而公司自养则会增加投资，难以得到规模的迅速扩张，在竞争中处于不利地位。2008年华英屠宰所用樱桃谷鸭，25%来自基地养殖，25%来自外购，50%来自合同养殖。今后会继续降低外购比例，发展基地饲料。而当地政府的支持也会推动基地的建设。在养殖风险控制方面，公司表示严格把关，采用五统一的管理方式，即统一供雏、统一供料、统一防疫、统一收购、统一加工”，对基地的管理约束较强，养殖风险在掌控之中。

6 欧盟出口认证注册成功是大概率事件，打开想象空间

欧盟出口注册认证不同于韩日出口资格的获取，相对而言更为复杂，需要企业与

政府的协同与努力。从目前河南省政府与企业的准备情况来看，此次通过欧盟注册认证是大概率事件。一方面，河南省极为重视此次出口注册。河南省作为畜牧业大省，肉类产量位居全国首位，然而并未通过欧盟注册。2010年7月1日，河南省推进华英对欧盟出口注册工作会中省政府及市政府明确表态把华英对欧盟注册工作当作是承担省委、省政府走出去的使命，全力支持企业对欧盟出口的注册认证。随后，在省政府和企业的共同努力下，国家质检总局、国家认监委同意河南华英、大用等四家禽肉生产企业申请对欧盟注册。2011年5月，河南省出入境检验检疫局在华英农业总部召开了华英对欧盟出口注册工作现场办公会，督促有关部门和企业协调加快推进注册工作。另一方面，企业对欧盟出口认证注册具有良好的基础。上市之前公司已取得ISO9001质量体系认证、HACCP食品安全体系认证及GAP试点企业一级认证资格，从孵化、饲料、养殖到屠宰热加工形成了一条龙安全体系模式，统一监控产品质量，为生产优质、安全、放心的食品提供了可靠保障，并为打破发达国家设置的贸易壁垒，实现顺利安全出口打下坚实基础。上市之前公司已取得日本、韩国卫生注册资格，向其出口熟食鸭肉和鸡肉制品，并向香港等地出口冻鸭、生鲜品及熟食制品。10年公司获得国家标准化良好行为“4A”级企业称号等，并顺利通过对加拿大卫生注册。经过前期1年多的准备和企业良好的基础，我们预计此次欧盟出口注册认证成功是大概率事件。按照注册认证流程，我们预计最早可能11月份左右完成。

图 13：公司出口收入总额及占比



资料来源：公司公告 渤海证券研究所

7 盈利预测与投资建议

7.1 盈利预测

表 2: 公司利润预测表

合计	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	963	932	1303	1885	2751	2982
毛利率	13.40%	12.80%	11.90%	11.80%	11.12%	10.81%
主营利润(百万元)	129	120	155	222	305	322
1、冻鸭产品	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
实际屠宰产能(吨)	138880	138880	138880	186380	186380	186380
产量(吨)	76238	75808	84062	112813	139900	148000
销量(吨)	72210	70916	78279	103410	131704	143333
销售价格(元/吨)	8661	8132	8572	8900	8800	8700
主营收入(百万元)	625	577	671	920	1159	1247
毛利率	14.80%	16.50%	7.50%	10.00%	11.00%	11.00%
主营利润(百万元)	92	95	50	92	127	137
2、鸭苗	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
商品代鸭苗产能(万只)	6500	7500	9500	9500	9500	9500
商品代鸭苗产量(万只)	9498	8098	9565	10000	10000	10000
商品代鸭苗销售量(万只)	3579	5729	6433	5000	4900	4500
商品代鸭苗销售价格(元/只)	3.21	2.61	3.76	4.3	4.2	4.2
主营收入(百万元)	118	150	242	215	205.8	189
毛利率	30.40%	24.20%	29.90%	32.00%	32.00%	32.00%
主营利润(百万元)	36	36	72	68.8	65.856	60.48
3、熟食	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
实际产能(吨)	21000	21000	21000	21000	21000	21000
销售量(吨)	6101	5399	6049	6200	6771	7163
销售价格(元/吨)	16039	15723	18661	21000	21000	21000
主营收入(百万元)	98	85	113	130.2	142.191	150.423
毛利率	13.30%	14.00%	10.60%	13.00%	13.00%	13.00%
主营利润(百万元)	13	12	12	16	18	19
4、冻鸡产品	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
公司自有养殖产能(万只)	0	0	600	1600	1600	1600
实际屠宰产能(吨)	9000	9000	76200	154160	154160	154160
产量(吨)	5763	8679	18606	54000	114000	130071
销售量(吨)	5932	7972	18163	50000	113556	129290
销售价格(元/吨)	9560	9178	9653	10000	9800	9700
主营收入(百万元)	57	73	175	500	1112	1254
毛利率	4.30%	-1.20%	6.90%	8.00%	8.00%	8.00%
主营利润(百万元)	2	-1	12	40	89	100
5、其他	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	65	48	102	120	131	142
主营利润(百万元)	-15	-23	9	4.65	5	5

资料来源：公司公告 渤海证券研究所

预计2011-2013年，公司将分别实现营业收入18.85、27.51和29.83亿元，同比分别增长45%、46%和8.4%；分别实现归属于母公司所有者净利润1、1.75和1.84亿元，同比分别增长78%、75%和5%；对应每股收益分别为0.68、1.19和1.25元/股。

7.2 投资建议

9月5日，公司收盘于20.71元，对应2011年PE为30倍，2011PE为17.54倍。考虑到公司今明两年产能集中释放，11-13年净利润年复合增长率高达48%以及同类公司12年市盈率均值为25倍，综合给予公司2011年25倍估值水平，按照2012年EPS1.19元/股，对应目标价位30元。给予公司推荐投资评级。

表 3：同类公司的估值比较

代码	简称	收盘价（元）	每股收益		市盈率 PE	
			11E	12E	11E	12E
002234	民和股份	29.34	1.11	1.11	26.38	26.44
002458	益生股份	26.58	1.32	1.40	20.14	19.02
002299	圣农发展	16.56	0.53	0.72	31.14	22.90
002477	雏鹰农牧	29.50	1.13	1.32	26.19	22.42
600975	新五丰	11.28	0.17	0.29	66.51	38.63
002505	大康牧业	16.10	0.43	0.57	37.40	28.10
002321	华英农业	20.71	0.68	1.19	30.32	17.40
	均值		0.77	0.94	34.01	24.99

资料来源：Wind 渤海证券研究所

8 投资风险

鸭苗和家禽价格下行风险；疫情风险。

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	强烈推荐	未来 6 个月内绝对收益率 > 50%
	推荐	未来 6 个月内绝对收益率 > 30%
	持有	未来 6 个月内绝对收益率 > 10%
	回避	未来 6 个月内绝对收益率 < 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

重要声明 1: 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做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做出任何形式的担保。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发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，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“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明 2: 本报告PDF版本由郭靖唯一制作。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

渤海证券研究所机构销售团队

朱艳君

渤海证券研究所机构销售部经理

华南区销售经理

座机: 86-22-28451995

手机: 13502040941

邮箱: zhuyanjun@bhq.com

吴慧

渤海证券研究所机构销售部

华东区销售经理

座机: 86-10-68784269

手机: 13811199719

邮箱: wuhuihui09@gmail.com

刘啸

渤海证券研究所机构销售部

华北区销售经理

座机: 86-10-68784275

手机: 13810427284

邮箱: helen.newday@gmail.com

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区阜外大街 22 号 外经贸大厦 11 层

邮政编码: 100037

电话: (010) 68784253

传真: (010) 68784236

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn

请务必阅读正文之后的免责条款部分