

正邦科技：生猪养殖“黑马”雏形已现

正邦科技 (002157.SZ)

推荐 维持评级

合理估值区间 14 - 16.8 元

投资要点:

● 养殖行业空间巨大

2010 年我国出栏商品肉猪 6.67 亿头，以平均每头 1500 元计算，生猪养殖行业的年销售收入达 1 万亿！占整个畜牧行业产值的 50%。目前广东温氏在行业内排名第一，预计 2011 年生猪出栏量约 600 万头，在这样一个产值达万亿级别的行业，市场占有率最大的企业竟然不过超过 1%。

● 公司 - 生猪养殖“黑马”轮廓已现

1) 目前公司已形成“种猪育种→饲料→商品猪养殖→生猪屠宰及肉食品加工销售”的一体化产业链。2) 公司良种猪繁育体系基本形成。3) 轻资产运作模式实现快速扩张。4) 多种养殖模式共用。种猪、仔猪环节主要采取自繁自养方式，而在育肥猪环节，企业会根据不同区域的养殖文化、公司核心竞争力而采取不同的养殖模式。

● 业绩增长确定性

随着公司养殖基地的逐步建成，预计公司 11 年/12 年/13 年公司生猪出栏量将达到 70 万头/130 万头/200 万头是大概率事件。而公司饲料业务随着产能利用率的提高，预计 11/12/13 年饲料销量分别为 350 万吨、450 万吨、550 万吨。

● 公司估值与投资建议

我们测算公司 11 年/12 年/13 年公司 EPS 分别为 0.35 元/0.56 元/0.86 元，增速分别为 157%、67%、55%。鉴于公司未来 3 年业绩保持年均 60% 以上的高增长特征，我们认为公司估值应获得一定溢价。我们给予公司 2012 年业绩 25 - 30 倍 PE，对应公司合理估值在 14 - 16.8 元，给予“推荐”投资评级。

主要财务指标

(百万元, 元)	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
销售收入(百万元)	4459	7427	11472	14861	19451
EBITDA(百万元)	151	228	390	534	697
净利润	54	58	149	240	373
摊薄 EPS(元)	0.24	0.22	0.35	0.56	0.86
PE(X)	48.4	53.4	33.3	20.7	13.3
EV/EBITDA(X)	22.7	17.2	16.2	11.4	9.4
PB(X)	3.99	2.54	3.13	2.60	2.12
ROIC	5.64%	5.50%	5.57%	7.89%	8.45%
总资产周转率	3.24	3.20	2.90	2.70	2.85

资料来源：中国银河证券研究部

分析师：董俊峰

☎: (8610) 6656 8876

✉: dongjunfeng@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511010002

特此鸣谢

吴立 (8610) 83571305

(wuli@chinastock.com.cn)

对本报告的编制提供信息

市场数据 时间 2011.09.28

A 股收盘价(元)	10.53
A 股一年内最高价(元)	22.20
A 股一年内最低价(元)	7.51
上证指数	2415
市净率	4.89
总股本 (万股)	43105
实际流通 A 股 (万股)	26809
限售的流通 A 股 (万股)	16295
流通 A 股市值(亿元)	45.60

相对沪深 300 表现图



资料来源：中国银河证券研究部

相关研究

- 2011.04.15 《正邦科技：公司处于产能释放期，业绩仍需期待》
- 2011.7.24 《正邦科技：高速成长的生猪养殖“黑马”》
- 2011.08.20 《正邦科技：业绩符合预期 下半年会更好》

投资概要:

驱动因素、关键假设及主要预测:

1、养殖行业空间巨大。我国出栏商品肉猪 6.67 亿头，以平均每头 1500 元计算，生猪养殖行业的年销售收入达 1 万亿！占整个畜牧行业产值的 50%。而饲料工业产值已经超过了 5000 亿元，该行业均高度依赖于生猪养殖业，因此综合来看，养猪业至少创造了 1.5 万亿元的产值。在这样一个产值达万亿级别的行业，市场占有率最大的企业竟然不过超过 1%。目前广东温氏在行业内排名第一，预计 2011 年生猪出栏量约 600 万头，但市场占有率也仅占到整个养猪行业的 1%。

2、公司生猪养殖“黑马”轮廓已现。1) 目前已形成“种猪育种→饲料→商品猪养殖→生猪屠宰及肉食品加工销售”的一体化产业链。2) 公司良种猪繁育体系基本形成。3) 轻资产运作模式实现快速扩张。4) 多种养殖模式共用。种猪、仔猪环节主要采取自繁自养方式，而在育肥猪环节，企业会根据不同区域的养殖文化、公司核心竞争力而采取不同的养殖模式。

3、业绩增长确定性。随着公司养殖基地的逐步建成，预计公司 11 年/12 年/13 年公司生猪出栏量将达到 70 万头/130 万头/200 万头是大概率事件。而公司饲料产能已有 1000 万吨，随着产能利用率的提高，盈利能力也会有所提升，预计 11/12/13 年饲料销量分别为 350 万吨、450 万吨、550 万吨。我们测算公司 11 年/12 年/13 年公司 EPS 分别为 0.35 元/0.56 元/0.86 元，增速分别为 157%、67%、55%。

我们与市场不同的观点:

市场普遍认为公司难以实现快速的生猪养殖产能扩张及业绩的提升。

我们认为公司未来 3 年完全有可能实现业绩的高速增长。主要原因：(1) 良种猪繁育体系基本形成，为公司生猪养殖产能扩张提供“源动力”。江西正邦种猪厂现有 11 个生产基地，包括 2 个核心场。(2) 养殖土地资源是相对稀缺的，公司近两年通过新建、收购、租赁、合作等多种方式迅速占领江西省内养殖土地资源，将养殖的小“红旗”几乎插满了江西。(3) 资金上，公司主要通过债务融资、非公开发行、引入战略投资者、利用产业资金等方式解决。(4) 人员上，公司通过前两年全面推行养猪业务的专业化、标准化、集约化和规模化的管理方式，稳步提升了畜禽的育种水平，并通过进一步完善“公司+农户”的商品猪养殖模式锻炼了一支优秀的养殖专业团队。

估值与投资建议:

我们测算公司 11 年/12 年/13 年公司 EPS 分别为 0.35 元/0.56 元/0.86 元，增速分别为 157%、67%、55%。鉴于公司未来 3 年业绩保持年均 60% 以上的高增长特征，我们认为公司估值应获得一定溢价。我们给予公司 2012 年业绩 25-30 倍 PE，对应公司合理估值在 14-16.8 元，给予“推荐”投资评级。

股价表现的催化剂:

1、公司生猪出栏量超预期增加；2、饲料行业进入高景气阶段；3、猪价持续维持高位。

主要风险因素:

1、猪疫病大规模爆发；2、公司养殖基地投产速度低于预期；3、猪价出现大幅下降；4、饲料销量不及预期。

目 录

一、公司基本情况.....	1
(一) 公司组织架构	1
(二) 公司发展战略	2
(三) 公司业务模式	3
二、生猪养殖行业空间巨大.....	4
(一) 猪肉需求稳定刚性增长	4
(二) 生猪养殖业集中度亟待提升.....	5
(三) 散户退出、规模化企业扩张是行业发展趋势	6
三、生猪养殖“黑马”轮廓已现.....	7
(一) 饲料业务：现金牛	8
(二) 生猪养殖业务－公司重点打造的明星业务	9
(三) 肉食品业务－未来业绩增长点.....	13
四、公司盈利预测及估值水平.....	14
(一) 公司盈利预测	14
(二) 公司相对估值水平	15
五、投资建议.....	15
六、风险分析.....	16
插图目录	18
表格目录	18

一、公司基本情况

正邦集团简介: 正邦集团成立于 1996 年, 是农业产业化国家重点龙头企业, 国家农产品加工技术创新机构, 拥有博士后科研工作站和江西省唯一国家生猪核心育种场, 先后荣获中国名牌产品、全国饲料企业 30 强、中国制造企业 500 强、中国养猪行业百强企业等称号。2010 年集团下属农牧、农资、粮油、零售、金融投资五大产业, 300 多家子/分公司, 遍布 20 多个省市、自治区, 销售规模突破 150 亿大关, 名列江西省第 9 位。

图 1: 正邦集团销售规模达 150 亿



资料来源: 公司网站, 中国银河证券研究部

图 2: 正邦集团 - 农业产业化国家重点龙头企业



资料来源: 公司网站, 中国银河证券研究部。

正邦科技简介: 正邦科技作为正邦集团的龙头子公司, 主要承担着集团的生猪产业链建设任务, 正邦科技以生产可溯源·放心肉为目标, 以打造生猪产业链为核心业务, 目前已形成了“种猪育种→饲料→商品猪养殖→生猪屠宰及肉食品加工销售”的一体化产业链。正邦系列猪饲料、正邦种猪等产品的生产技术位居同行业领先地位。

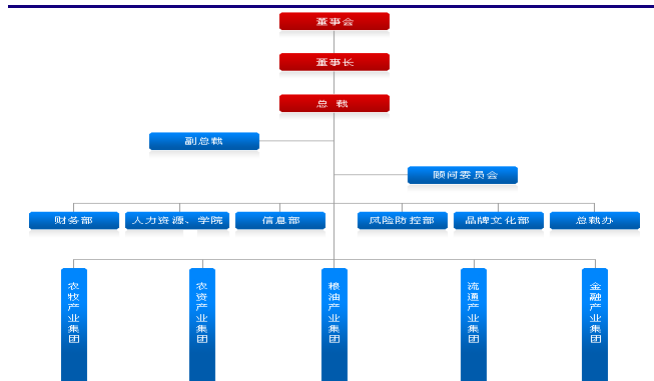
正邦科技以养猪业为重点, 带动饲料、兽药、屠宰业发展, 目前已具备 1000 万吨饲料生产能力、100 万头商品猪生产能力、5 万头种猪培育能力。正邦繁育的“双肌臀”大白猪, 通过了农业部的技术鉴定, 评定意见为“国际先进水平”。

(一) 公司组织架构

正邦集团正致力于“二次创业”, 打通农业产业价值链, 建设 100 万吨大米及肉粮油食品、100 万亩油茶、1000 万头商品猪、1000 家生活超市等重点项目, 力争成为中国农业产业化领军企业。

而今正邦集团旗下共五大产业集团: 农牧产业集团、农资产业集团、粮油产业集团、流通产业集团、金融产业集团。五大产业在全国各地共 300 多家子/分公司, 遍布 20 多个省市、自治区。

图 3: 正邦集团组织结构图



资料来源: 公司网站, 中国银河证券研究部

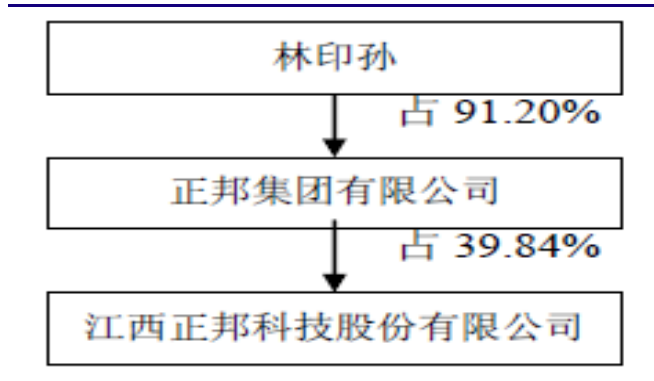
图 4: 正邦集团股权结构图



资料来源: 公司招股说明书, 中国银河证券研究部。

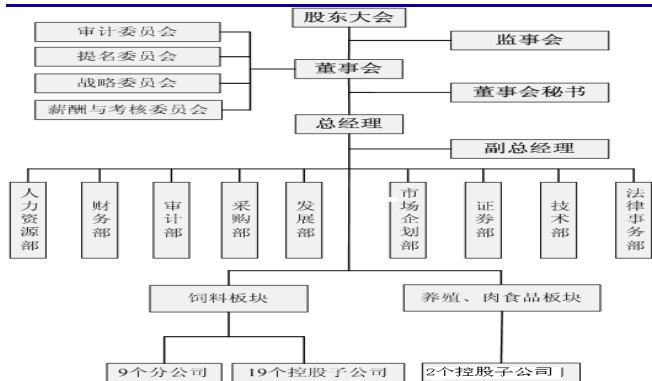
2010 年年报显示, 实际控制人林印孙先生持有正邦集团 91.2% 股份, 比上市时进一步增持股权, 主要是将李旭荣先生持有的 6.2% 的股权收购所得。正邦集团持有正邦科技 39.84% 的股权比例, 仍为公司第一大股东。

图 5: 正邦科技控制关系图



资料来源: 2010 年年报, 中国银河证券研究部

图 6: 正邦科技组织架构图



资料来源: 公司招股说明书, 中国银河证券研究部。

正邦科技作为正邦集团的龙头子公司, 主要承担着集团的生猪产业链建设任务, 隶属于正邦集团的农牧产业集团板块, 是集团的重中之重。正邦科技以养猪业为重点, 带动饲料、兽药、屠宰业发展, 目前已具备 1000 万吨饲料生产能力、100 万头商品猪生产能力、5 万头种猪培育能力。正邦繁育的“双肌臀”大白猪, 通过了农业部的技术鉴定, 评定意见为“国际先进水平”。

(二) 公司发展战略

公司文化: 公司以打造属于大家的完整生猪产业链企业为价值导向。公司价值观是把小公司做成大公司, 把大公司做成大家的公司。这是公司近两年快速扩张的文化因素。

1、正邦集团发展战略: 正邦集团正致力于“二次创业”, 打通农业产业价值链, 建设 100 万吨大米及肉粮油食品、100 万亩油茶、1000 万头商品猪、1000 家生活超市等重点项目, 力争成为中国农业产业化领军企业。

2、正邦科技战略目标: 正邦科技主要负责 1000 万头商品猪这一集团战略的落地工作,

公司未来五年的战略目标是 2016 年公司生猪出栏量达到 1000 万头，能繁母猪出栏 50 万头。预计公司 11 年生猪出栏量约 70 万头，若要实现目标，公司未来 5 年至少年均增长保持 70% 左右的增速。正邦科技是目前集团内唯一的上市公司，在未来的发展中将得到集团的更多资源倾斜，全力保证公司战略目标的实现。

事业战略：打造“饲料+养殖+肉食加工”全产业链一体化战略，重点发展种猪、仔猪养殖，快速占领养殖资源、市场份额。尽快形成饲料、养殖、肉食加工并举。

竞争战略：一句话来总结是先把肉割到碗里，再调整。饲料业务：竞争激烈，因此关键是先做量，挣钱在 原料采购、配方下功夫。养殖业务：首先发展原种猪培育，重点把仔猪养殖模式做好，然后通过轻资产运作迅速扩张占领养殖资源（土地、人才）。

职能战略：公司战略落地上需要职能的支持，公司理念是主抓“人才+资本”两翼。人才方面，通过引入外界精英以及通过公司自己的传、帮、带培养公司自己的“正规军”。另外公司有正邦商学院定期对公司的中层干部进行培训。在资本策略上，实现产业与资本的良好互动。

（三）公司商业模式

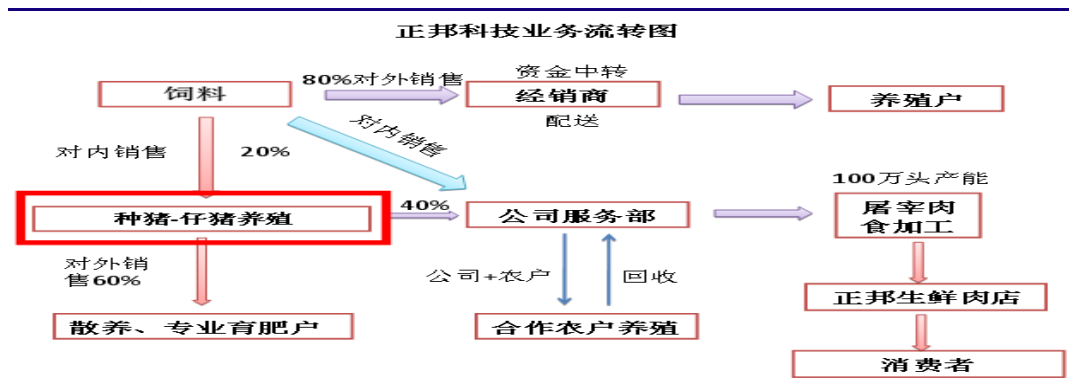
公司遵循“饲料+养殖+肉食加工”的产业链一体化发展战略，以饲料为业务为基础。采用横向并购及产业链纵向一体化的经营策略，对重点区域实施配套开发和相关业务进行有机整合，通过产业化经营快速扩大产品产能和市场份额，力争尽快形成饲料、养殖、肉食加工三大业务并举的良好发展格局，增强盈利能力和抵御行业风险的能力。

表 1：公司各项业务定位

业务	定位
饲料业务	现金牛
商品仔猪养殖	明星
育肥猪养殖	次明星
屠宰加工（冷鲜肉）	配套
熟食	配套

资料来源：中国银河证券研究部

图 7：正邦科技业务结构图



资料来源：中国银河证券研究部

公司饲料业务的扩张目标：2011 年为 350 万吨，2012 年达到 450 万吨，2013 年达到 500 万吨。

公司出栏商品仔猪量：2011 年争取达到 70 万头，2012 年达到 130 万头，2013 年达到 250 万头。

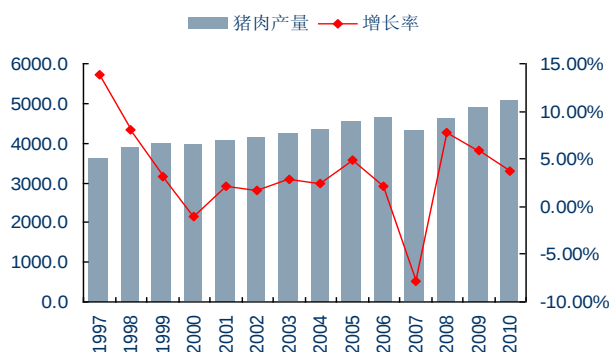
公司生猪屠宰量：2011 年达到 60 万头，2012 年达到 100 万头，2013 年达到 150 万头。

二、生猪养殖行业空间巨大

（一）猪肉需求稳定刚性增长

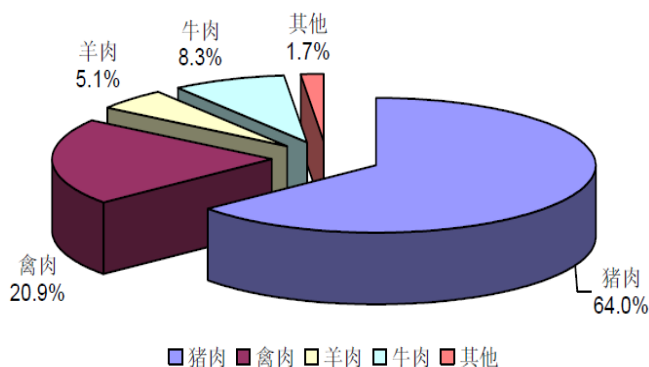
我国肉类消费量在“十五”期间年均增幅约 5%。我国是全球最大的猪肉生产国和消费国，生猪市场容量巨大。生猪养殖行业是国家政策大力扶持的产业。2010 年，我国肉类总产量 7,925 万吨，同比增长 3.6%，其中猪肉产量 5070 万吨，同比增长 3.7%，占肉类总产量的 64.0%，全年生猪出栏量为 6.67 亿头，同比增长 3.3%。

图 8：我国猪肉产量稳定增长



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究部

图 9：猪肉仍是我国主要肉类消费品种

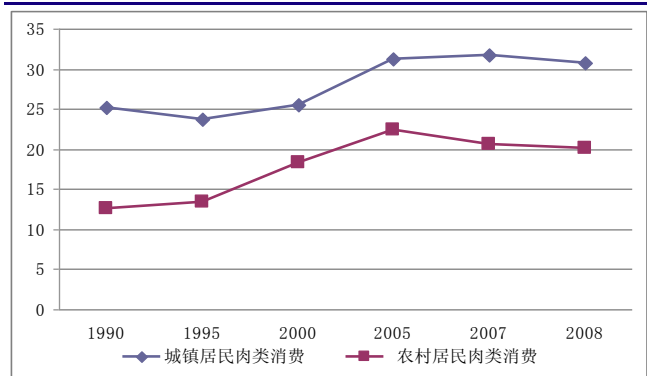


资料来源：中国肉类协会，中国银河证券研究部

随着人们收入水平不断提高，对肉类、奶类、禽蛋的消费需求将呈稳定增长态势。但与其他发达国家相比，我国人均肉类消费仍较低。美国人均肉类消费 130 公斤，台湾地区人均肉类消费已达 70 公斤，我国境内城镇居民人均肉类消费 38 公斤左右，而农村人均肉类消费仅 21 公斤；按与大陆居民生活消费习惯类似台湾消费量来计算，我国境内肉类消费仍有一倍的增长空间。而我国猪肉是肉类消费的第一品种，预计占比仍将稳定在 60% 以上。

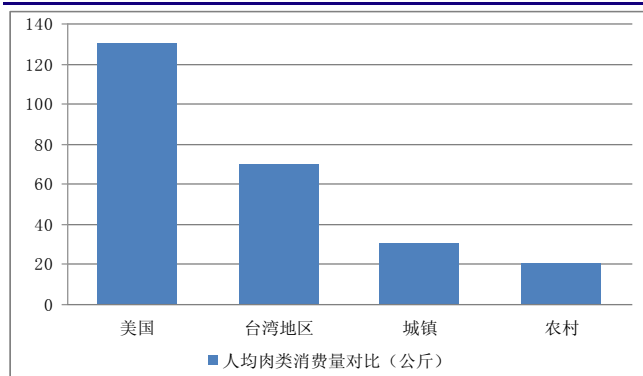
从需求增量贡献度来看，随着城镇化的加快，农民收入的增加，农村地区将成为我国猪肉需求增长的主要动力。预计到 2015 年我国猪肉消费总量将接近 5500 万吨。2011 年-2015 年复合增速预测为 3% 左右。

图 10: 我国城镇及农村人均居民肉类消费情况 (公斤)



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究部

图 11: 猪肉仍是我国主要肉类消费品种

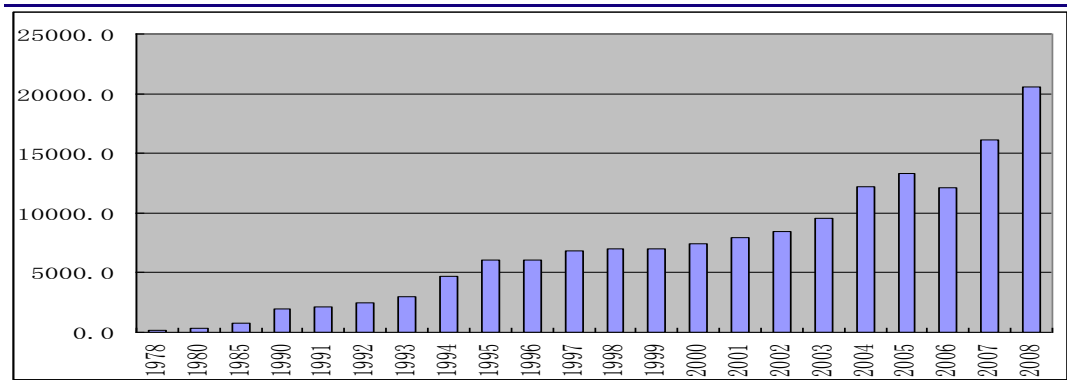


资料来源: USDA, 国家统计局, 中国银河证券研究部

(二) 生猪养殖业集中度亟待提升

目前我国畜牧业产值已经超过了 2 万亿, 畜牧业总产值占农林牧渔业总产值的 33%。而生猪养殖业的总产值有多少呢? 以 2010 年为例, 我国出栏商品肉猪 6.67 亿头, 以平均每头 1500 元计算, 生猪养殖行业的年销售收入达 1 万亿! 占整个畜牧行业产值的 50%。而饲料工业产值已经超过了 5000 亿元, 该行业均高度依赖于生猪养殖业, 因此综合来看, 养猪业至少创造了 1.5 万亿元的产值。

图 12: 我国畜牧业产值已过 2 万亿



资料来源: 中国银河证券研究部

在这样一个产值达万亿级别的行业, 市场占有率最大的企业竟然不过超过 1%。目前公认, 目前广东温氏在行业内排名第一, 预计 2011 年生猪出栏量约 600 万头, 但市场占有率也仅占到整个养猪行业的 1%。

表 2: 我国主要养殖企业生猪出栏情况

生猪养殖企业	预计 2011 年生猪出栏量 (万头)
广州温氏	600
河南牧原	120
雏鹰农牧	100
正邦科技	70

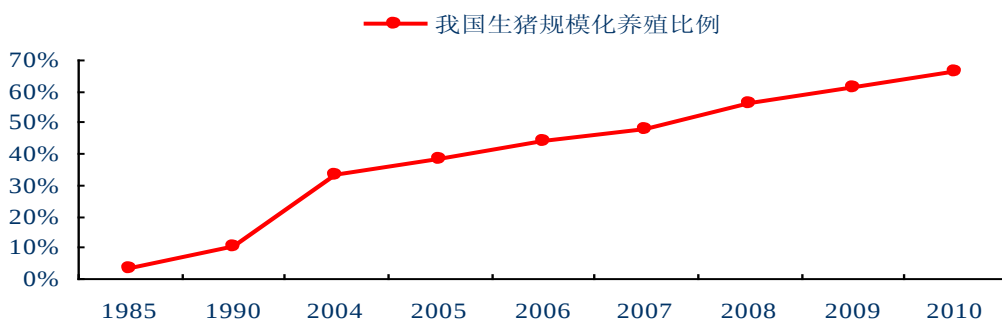
大康牧业	25
罗牛山	40
新五丰	40
河北衡水老白干	5 万以下
四川高金食品	5 万以下

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

（三）散户退出、规模化企业扩张是行业发展趋势

2010 年我国猪肉产量为 5070 万吨，同比增长 3.7%。在上个世纪 90 年代，我国生猪养殖业主要以散养模式为主，年出栏生猪占比达到 90%。在小农经济环境下，养猪业一直作为农户的“副业”存在。“养猪不赚钱，回头看看田”，“零钱攒整钱，养猪过大年”，“一季施肥三季壮，一年施肥三年长”等谚语反应了 90 年代的生猪散养状态。随着城镇化的加快，及经过几轮生猪价格周期的淘洗后，生猪规模化养殖比例不断上升，到 2010 年规模化养殖比例已经达 65%。我们认为，未来 5 年散养退出、规模化养殖企业快速扩张是行业发展的主要趋势。

图 13：2010 年规模化养殖比例达 65 %



资料来源：中国畜牧业年鉴，中国银河证券研究部 注：规模化养殖指生猪存栏量在 50 头以上。

主要原因：

（1）养殖户机会成本上升

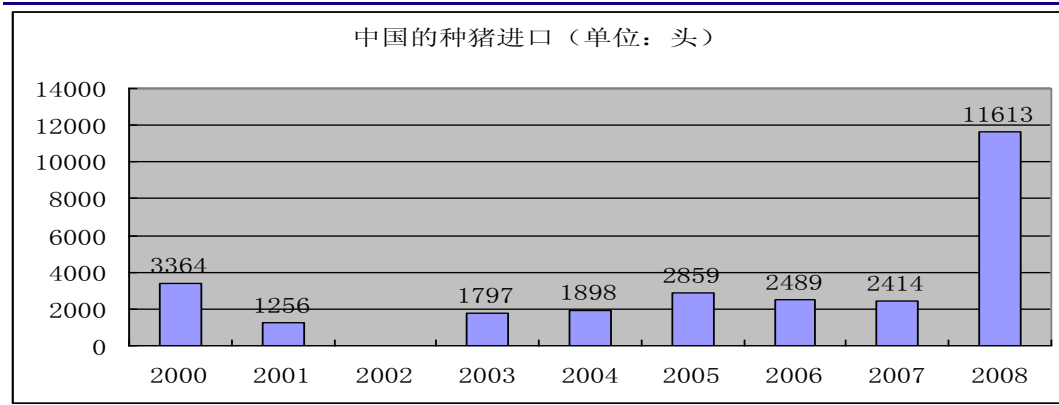
在小农经济时代，农户在种植业与养猪业上的互补以及劳动力相对充裕的情况下形成的“范围经济”降低了农户生猪养殖的成本。但随着中国经济的发展，尤其是城镇化速度的加快，大量农民工进城务工，近 5 年来，农民工工资的复合增速接近 20%，2010 年农民工平均工资上涨至 1700 元/月左右，较 2009 年上涨 22%。农民工工资稳定、且快速的增长，以及农民工就业条件的不断改善，导致生猪养殖的机会成本大大提高。

（2）“洋猪”全面占领中国的结果

在 20 年前，遍布中国的还是地方种猪，其生长周期在 8-12 个月。具有耐粗饲、抗逆性强、产仔率高、肉质好等优点。但因生长周期比国外的长白、大约克、杜洛克等品种猪要长，且日增重、屠宰率远不及国外品种，地方种猪的生产效率低下导致其无法满足人口快速增长所带来的市场需求，现在地方种猪已逐渐退出历史舞台。国外品种猪因生长周期短、屠宰率高、瘦肉

率高、饲料转化率高等优势而被引入中国，并同步推广“三元杂交”模式，目前“杜长大”三元杂交商品猪是我国猪肉生产的主力。

图 14：国外种猪进口量逐年增多



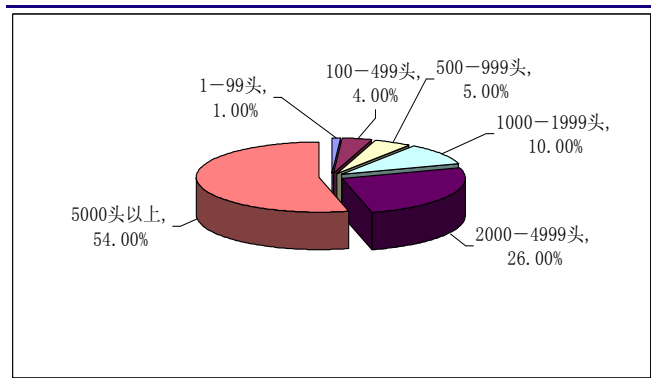
资料来源：中国畜牧业年鉴，中国银河证券研究部

外国的优良猪种虽然具有生产效率高，瘦肉率高的优点，但是这些外国猪种对防疫、饲养管理技术的要求也较高。所以外国猪种更适合于在技术力量较强和管理水平较高的规模化养殖场进行养殖，而不适合于散养。

（3）国外生猪养殖业发展史表明行业集中度提升是趋势。

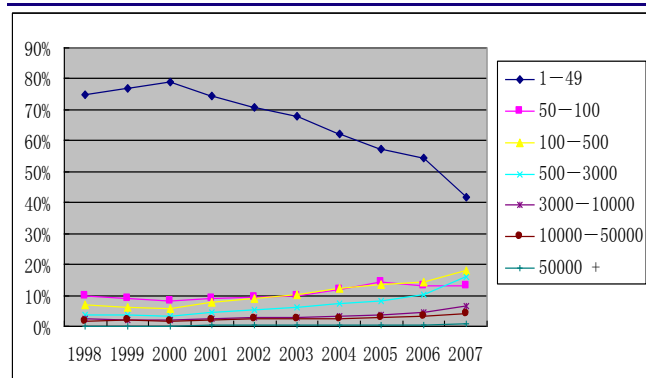
20 世纪 60 年代到 2000 年，发达国家的猪场减少了 80%-90%，而平均养猪场的规模扩大了 13 倍，养猪场的主体规模在向 1000-10000 头的趋势发展。以美国为例，1968 年美国猪场的数量 967,580 个，2005 年则下降为 75,400 个，降幅达 90% 以上。猪场的平均存栏数由 1954 年的 26 头增加为 2005 年的 782 头。

图 15：2007 年美国生猪养殖规模结构



资料来源：USDA，中国银河证券研究部

图 16：历年中国生猪养殖规模结构情况



资料来源：中国畜牧业年鉴，中国银河证券研究部

三、生猪养殖“黑马”轮廓已现

公司遵循“饲料+养殖+肉食加工”的产业链一体化发展战略，以饲料为业务为基础。采用横向并购及产业链纵向一体化的经营策略，对重点区域实施配套开发和相关业务进行有机整

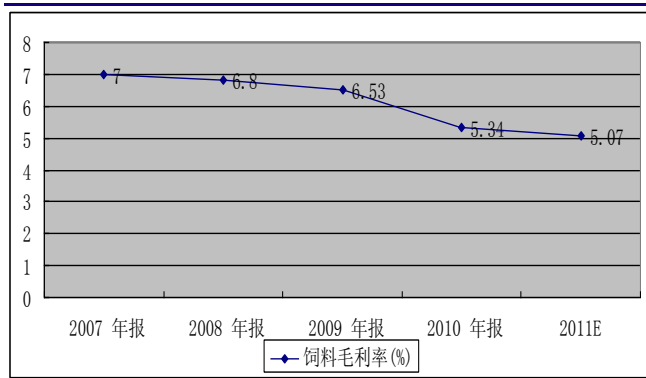
合，通过产业化经营快速扩大产品产能和市场份额，力争尽快形成饲料、养殖、肉食加工三大业务并举的良好发展格局。

实施全面建设农牧产业价值链的战略，在保持饲料业务竞争力的前提下，通过养猪产业价值的打造，生猪养猪“五统一保”的产业模式，直接带动农户从事专业化生猪养殖生产。一方面通过直接带动农户的示范作用，引导周边农户应用良好的饲养规范带动全行业的生产技术进步；另一方面，通过养猪产业链打造，促进公司饲料业务的快速发展。

（一）饲料业务：现金牛

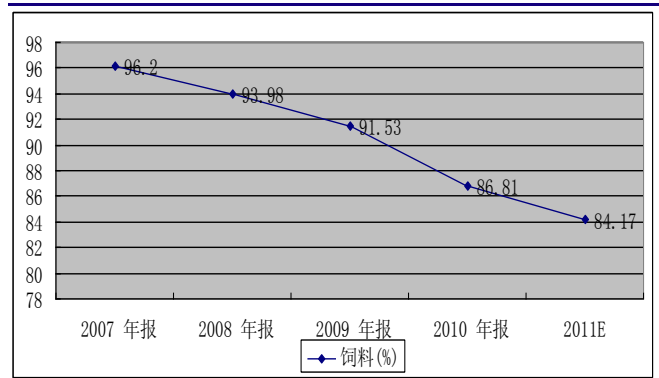
1、业务定位：2007年公司上市之初，饲料业务仍是公司主要利润来源，但由于饲料行业竞争比较激烈，毛利率逐年下降，公司有意以饲料业务为基础，作为实施其农牧产业链战略的突破口。一方面，可以为公司提供稳定和充裕的现金流，一方面，通过饲料销售引导周边农户应用良好的饲养规范，为与农户合作奠定良好的基础。

图 17：公司饲料毛利率逐年下降



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

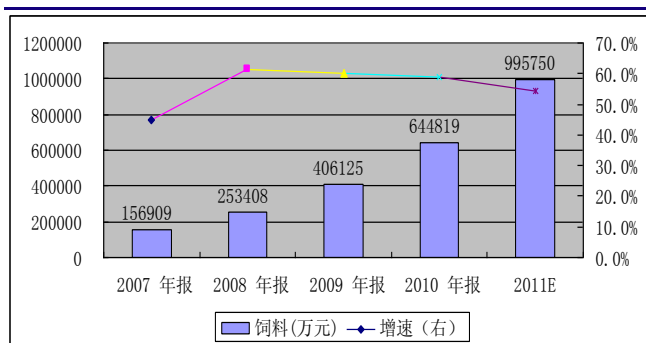
图 18：饲料业务销售收入占比呈下降趋势



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

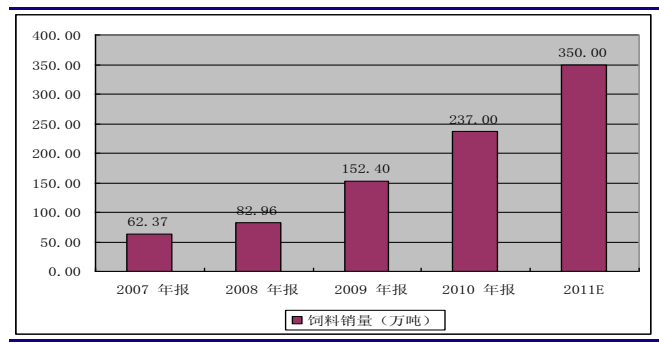
2、发展规划：公司上市以来，利用募集资金和自有资金，通过自建、合资和并购方式迅速扩大产能，进行全国性布局，目前公司饲料加工单班产能 500 万吨，双班 1000 万吨。其中禽料占比 50% 左右，猪饲料占比 40% 左右，水产料占比约 10%。

图 19：公司饲料业务高速增长



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

图 20：预计 2011 年饲料销量达 350 万吨



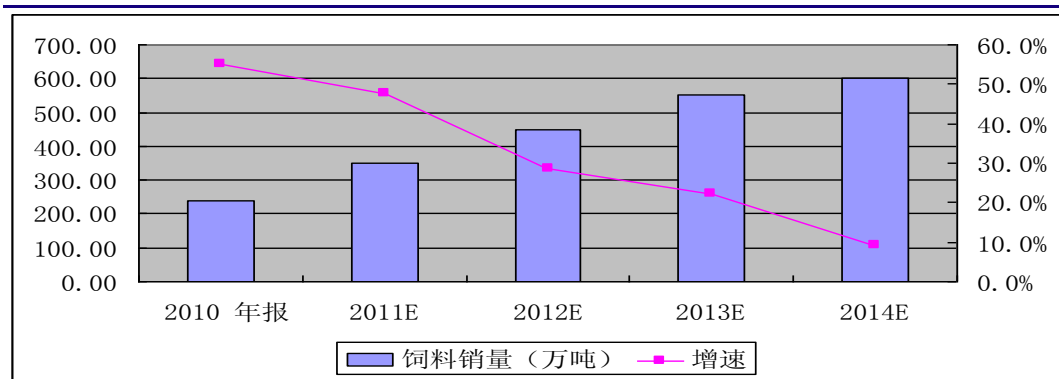
资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

随着公司业务重心转向生猪养殖业务，未来公司饲料业务的增速将会放慢，转而从通过成本管理、深度服务营销等手段增加效益上来。**未来公司竞争战略是先做量，挣钱在原料采购、配方下功夫。**我们预计公司 11/12/13 年饲料销量分别为 350 万吨、450 万吨、550 万吨，增速分别为 48%、27%、22%。

3、业绩贡献：1) 销量假设：预计公司 11/12/13 年饲料销量分别为 350 万吨、450 万吨、550 万吨，增速分别为 48%、27%、22%。2) 净利假设：由于净利比较低的禽料占比较大，且公司近两年新建产能还没有完全释放，我们保守预计公司 11/12/13 年的平均单吨净利 25 元/30 元/30 元。

我们测算，公司 11 年/12 年/13 年饲料业务净利润贡献分别为 0.875 亿元/1.35 亿元/1.65 亿元，分别占公司净利的 41%、38%、30%。

图 21：预计未来公司饲料业务增速将下降



资料来源：公司调研，中国银河证券研究部

表 3：公司饲料业务业绩预测

公司业绩预测	11 年	12 年	13 年
饲料业务：			
总销量(万吨)	350	450	550
净利/吨（元）	25	30	30
饲料业务净利(万元)	8750	13500	16500
股本规模（万）	43105	43105	43105
EPS 贡献	0.14	0.22	0.27
净利占比	41.2%	38.1%	29.5%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

（二）生猪养殖业务—公司重点打造的明星业务

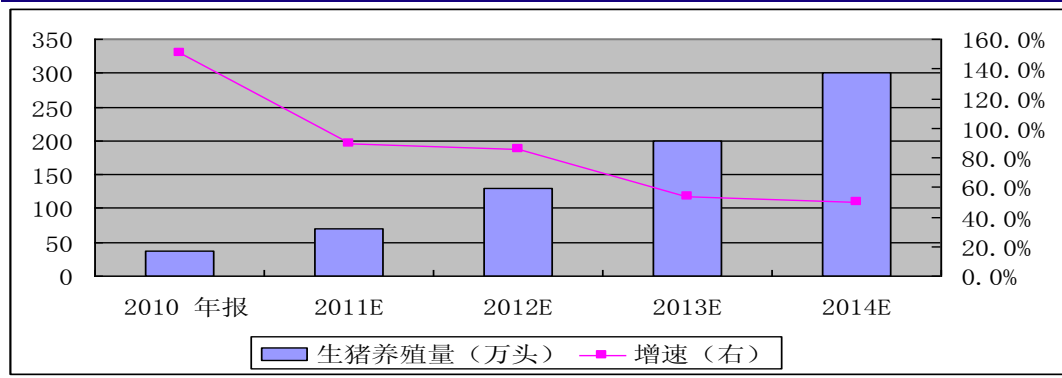
1、业务定位：

正邦科技主要承担着集团的生猪产业链建设任务，主要负责 1000 万头商品猪这一集团战略的落地工作，公司以生产可溯源·放心肉为目标，以打造生猪产业链为核心业务，目前已形成了“种猪育种→饲料→商品猪养殖→生猪屠宰及肉食品加工销售”的一体化产业链。公司未来五年的战略目标是 2016 年公司生猪出栏量达到 1000 万头，能繁母猪出栏 50 万头。

2、业务规划:

产能上,我们预计公司 11 年/12 年/13 年公司生猪出栏量将达到 70 万头/130 万头/200 万头。公司未来 5 年规划是实现 2016 年公司生猪出栏量达到 1000 万头,能繁母猪出栏 50 万头。

图 22: 未来 3 年公司生猪出栏量仍将高速增长



资料来源: 公司调研, 中国银河证券研究部

3、竞争优势:

1) 良种猪繁育体系基本形成。正邦种猪有限公司是一家专业从事种猪销售及技术服务的育种公司, 于 2010 年顺利通过了国家农业部遴选, 成为全国首批 16 个国家生猪核心育种场之一。江西正邦种猪厂现有 11 个生产基地, 包括 2 个核心场 (存栏母猪 2500 头), 种猪场现存栏基础母猪 10000 头, 每年可向社会提供 80000 头种猪。(资源来源: 公司网站)。

表 4: 正邦长大二元母猪主要特征

品种	窝产仔数 (头)	30-100KG 日增重	30-100KG 料肉比	瘦肉率 (国 际)	备注
二元母猪	12.6	950 以上	2.35: 1	68%	
特点	适应性强 无应激 繁殖性能高 泌乳性能好 生长速度快 饲料报酬高				

资料来源: 公司网站, 中国银河证券研究部

图 23: 江西吉安种猪厂基地鸟瞰图



资料来源: 公司网站, 中国银河证券研究部

图 24: 正邦种猪厂所产二元母猪



资料来源: 公司网站, 中国银河证券研究部

2) 轻资产运作模式实现快速扩张。资金上公司主要通过债务融资、非公开发行、引入战

略投资者、利用产业资金等方式解决。而规模上主要通过如新建、收购、租赁、合作等多种方式迅速占领江西省内外养殖土地资源。近两年公司通过增资扩股、股权收购、新设子公司等方式扩大公司业务市场幅盖能力。新增加了“江门得宝”、“山东万兴”、“山东和康源”、“广西牧标”和“沙洋正邦农牧”等一批具有潜力的子公司，使公司的市场范围和能力得到有效扩大。

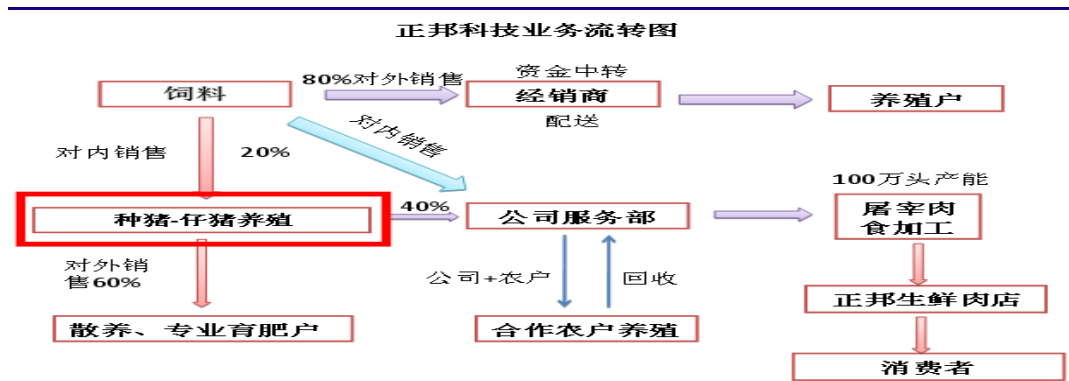
3) 养殖人才储备。公司通过前两年全面推行养猪业务的专业化、标准化、集约化和规模化的管理方式，稳步提升了畜禽的育种水平，并通过进一步完善“公司+农户”的商品猪、禽养殖模式锻炼了一支优秀的养殖专业团队，总结了一套有效的规模化养殖企业的管理方法，为公司后继发展提供了宝贵的经验和人才资源。

4、养殖模式：

1) 养殖模式理解：企业会根据不同区域的养殖文化、及公司核心竞争力而采取不同的养殖模式。若公司与农民打交道的能力比较强，则可以选择“公司+农户”的养殖模式，若公司善于组织管理，可选择“公司+基地+农户”的方式。若公司现金流比较充足，公司可选择自繁自养的工厂化养殖模式。另不同区域的养殖模式也不同。主要考虑因素：可以选择养殖模式的选择主要考虑三个成本因素，即人力、土地、原材料，还要考虑防疫情况。

2) 多种养殖模式共同发挥效力。公司在种猪、仔猪环节主要采取自繁自养方式，而在育肥猪环节，企业会根据不同区域的养殖文化、公司核心竞争力而采取不同的养殖模式，由于养殖员工、资金、占地规模等因素限制，我们预计公司最多 40% 自养，至少一半以上的育肥猪将采用“公司+农户”的模式解决。

图 25：未来 3 年公司生猪出栏量仍将高速增长



资料来源：公司调研，中国银河证券研究部

3) 育肥环节主要采用“公司+农户”模式：合作农户交押金至公司服务部，签订合同，公司提供猪仔、饲料、兽药和技术服务，保证农户的养殖安全、规范，同时收购农户的出栏生猪并统一销售，保证农户的收入。公司承担市场风险，农户获得养殖劳务收入。据我们在江西草根调研农户时了解到，养殖户大多以中年人为主，养殖收入在 120 元/头左右。行情好时，农户会多一些，行情坏时，农户会少一些。一般公司与农户在养殖开始前已签合同，合同中已规定了收购价格等主要条款，公司服务部人员会在一周内至少 3 次查访合作农户的养殖情况，以避免农户在猪价行情好时将生猪销售给市场。

5、区域布局：从布局思路来看，1) 主布局靠近市场区域，如江西靠近珠三角经济圈，山东、河南靠近环渤海经济圈，安徽靠近长三角经济圈。2) 由于生猪养殖中饲料成本占比约 70%，

因此公司考虑未来布局在玉米带即贴近原材料的地区，如 东北三省、河南、安徽、山东等省份。

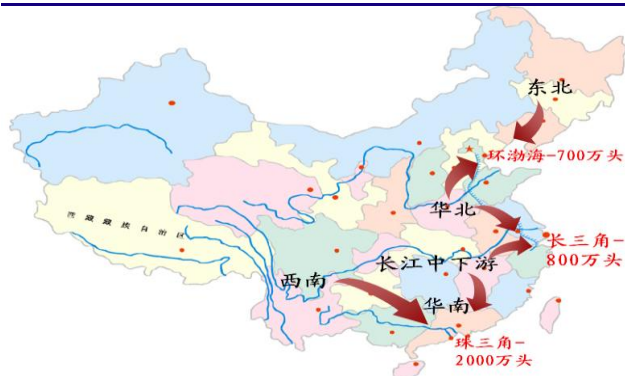
当前公司已在江西省、湖北省、山东省、河南省、安徽省、黑龙江省、辽宁省、内蒙古省建立了大型养殖基地。

表 5: 正邦科技主要养殖基地一览表

投资时间	地区	公司名称	面向主销区
2008-2011 年	江西	安远重石、信丰古陂、信丰嘉定、龙南八宝洞、新干谭丘、新干金川、凤凰等猪场	珠三角经济圈
2009 年	湖北	沙洋正邦原种猪及商品猪养殖场	长三角经济圈
2011 年 1 月	山东	山东正邦养殖	环渤海经济圈
2011 年 4 月	河南	河南正邦养殖	环渤海经济圈
2011 年 8 月	辽宁	辽宁盘山正邦养殖	环渤海经济圈
2011 年 8 月	黑龙江	黑龙江肇东正邦养殖	环渤海经济圈
2011 年 9 月	内蒙古	内蒙古乌兰察布正邦养殖	环渤海经济圈

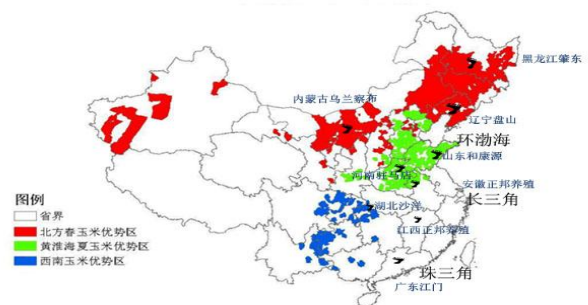
资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

图 26: 我国猪肉三大主销区分布情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

图 27: 正邦科技养殖基地分布图



资料来源：中国银河证券研究部

6、业绩贡献:

产能释放上来看，由于目前公司新建养殖厂占比较大，达到均衡产能的养殖厂较少，预计产能集中释放可能始于 2012 年。

猪价周期判断：我们预计这一轮猪肉价格上涨将持续至 2012 年春节附近，2012 年春节过后，随着猪肉供应增加及季节性需求放缓导致猪价出现拐点。但由于当前母猪补栏积极性仍处于理性状态，由于对于 2012 年猪价判断的不确定性导致大多养殖户内心比较纠结，所以目前养殖户在补栏母猪的速度较慢，从而导致此次猪价回落的幅度与速度将大大低于前一周期的幅度与速度。2012 年全年将会是养殖行业的又一个盈利之年的概率较大！

1) 生猪出栏量假设：我们预计公司 11 年/12 年/13 年公司生猪出栏量将达到 70 万头/130 万头/200 万头。

2) 盈利假设：由于目前公司新建养殖厂占比较大，达到均衡产能的养殖厂较少，预

计产能释放可能始于 2012 年。我们预计 11 年/12 年/13 年公司仔猪养殖净利分别为 200 元/200 元/200 元。公司育肥猪养殖净利分别为 250 元/180 元/130 元。

表 6: 公司生猪养殖业务盈利预测

	11 年	12 年	13 年
商品仔猪（万头）	50	80	120
净利/头（元）	200	200	190
育肥猪（万头）	20	50	80
净利/头（元）	250	180	130
养猪贡献利润（万元）	15000	25000	33200
净利占比	69.00%	71.40%	63.60%
EPS 贡献	0.24	0.41	0.55

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

（三）肉食品业务 - 未来业绩增长点

1、业务定位：正邦希望依托完善的产业链优势，形成了“自养猪、可溯源”为特点的正邦鲜肉生产全过程控制体系和规模化肉制品深加工体系，将美味、营养、安全的肉制品送到人们的餐桌上。公司打造生猪全产业链条业务中的最后一环，公司屠宰加工生产线建成，标志着公司生猪产业价值链全面建成，通过可溯源的自养猪体系供应的安全健康生猪为原料，为市场提供可溯源安全放心猪肉体系已全面完成。

2、发展规划：公司 2010 年公司 2010 年非公开发行募集资金项目之一——吉安正邦食品有限公司工程竣工投产，其年生猪屠宰产能达 100 万头。2010 年肉食品营业收入已达 1.42 亿元，区域内零售市场网络得到发展与巩固、部分县域市场鲜肉市场占有率达到 50%以上。屠宰及食品加工业务仅限于江西一市并不符合公司的全产业链一体化战略，但目前对外设立屠宰加工厂仍有诸多区域壁垒，因此屠宰业务对外扩张仍具有不确定性。我们预计公司未来会在生猪养殖基地附近继续建设屠宰加工线。

3、业绩贡献：由于公司 2010 年开始投产，再加上 2011 年全国生猪出栏量不足导致产能利用率低，公司食品业务仍处于亏损状态。随着产能利用率上升，我们预计公司肉食品加工业务 11 年/12 年/13 年净利为 -2000 万元/-1500 万元/500 万元。公司 2013 年“止血”扭亏的可能性较大。

表 7: 公司肉食品业务盈利预测

	2011E	2012E	2013E	2014E
销售收入（万元）	24000	30000	40000	50000
营业成本	22500	27600	36800	46000
毛利率	7.70%	8.00%	8.00%	8.00%
毛利	1500	2400	3200	4000
净利（万元）	-2000.00	-1500.00	500.00	1000.00

资料来源：中国银河证券研究部

四、公司盈利预测及估值水平

(一) 公司盈利预测

前提假设:

1) 饲料销量假设: 预计公司 11/12/13 年饲料销量分别为 350 万吨、450 万吨、550 万吨, 增速分别为 48%、27%、22%。

2) 饲料净利假设: 由于净利比较低的禽料占比较大, 且公司近两年新建产能还没有完全释放, 我们保守预计公司 11/12/13 年的平均单吨净利 25 元/30 元/30 元。

3) 生猪出栏量假设: 我们预计公司 11 年/12 年/13 年公司生猪出栏量将达到 70 万头/130 万头/200 万头。

4) 盈利假设: 由于目前公司新建养殖厂占比较大, 达到均衡产能的养殖厂较少, 预计产能释放可能始于 2012 年。我们预计 11 年/12 年/13 年公司仔猪养殖净利分别为 200 元/200 元/200 元。公司育肥猪养殖净利分别为 250 元/180 元/130 元。

5) 我们假设公司肉食品加工业务 11 年/12 年/13 年净利为 -2000 万元/-1500 万元/500 万元。

我们预计 2011 年公司净利润 1.49 亿元, 同比增长为 149%, EPS 为 0.35 元; 预计 2012 年公司净利润为 2.4 亿元, 同比增长 61%, EPS 为 0.56 元; 2013 年净利润为 3.73 亿元, 同比增长 55%, EPS 为 0.86 元。

表 8: 公司财务预测表

利润表 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
营业收入	4459	7427	11472	14861	19451
营业成本	4134	6919	10654	13744	17975
营业税金及附加	0	0	1	1	1
销售费用	120	188	287	372	486
管理费用	107	177	264	342	428
财务费用	31	53	60	80	50
资产减值损失	2	4	3	3	3
投资收益	0	4	4	4	4
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	64	90	207	324	511
营业外收支净额	13	7	19	19	19
税前利润	77	96	226	342	530
减: 所得税	15	16	23	17	25
净利润	62	80	203	325	505
归属于母公司的净利润	54	58	149	240	373
少数股东损益	9	22	54	86	133

基本每股收益	0.24	0.22	0.35	0.56	0.86
稀释每股收益	0.24	0.22	0.35	0.56	0.86

资料来源：中国银河证券研究部

（二）公司相对估值水平

我们测算公司 11 年/12 年/13 年公司 EPS 分别为 0.35 元/0.56 元/0.86 元, 对应 PE 为 33×、20×、13×。而当前畜牧养殖行业 11 年对应 PE 平均值为 30×, 12 年 PE 值为 22×。鉴于 2011 会计年度即将完结, 市场开始关注 2012 年的业绩预期, 鉴于公司未来 3 年业绩保持年均 60% 以上的高增长特征, 我们认为公司估值应获得一定溢价。我们给予公司 2012 年业绩 25-30 倍 PE, 对应公司股票合理估值在 14-16.8 元。

表 9: 畜牧养殖类上市公司相对估值情况

证券代码	证券简称	收盘价	A 股市值 (亿元)	EPS			PE		
				2011	2012	2013	2011	2012	2013
000876.SZ	新希望	20.36	164.81	1.39	1.41	1.51	8	7	6
002477.SZ	雏鹰农牧	29.65	80.23	1.09	1.28	1.67	26	22	17
002505.SZ	大康牧业	17.71	28.22	0.45	0.57	0.83	40	30	22
002157.SZ	正邦科技	11.88	49.61	0.35	0.56	0.86	33	20	13
600975.SH	新五丰	11.38	19.78	0.17	0.29	0.43	65	38	25
002567.SZ	唐人神	22.40	30.44	0.92	1.25	1.59	24	18	14
000735.SZ	罗牛山	5.84	50.26						
000860.SZ	顺鑫农业	17.92	76.57	0.98	1.01	1.21	18	18	15
算术平均							30	22	17

资料来源：WIND, 中国银河证券研究部 (注: 除新希望、正邦科技外其余公司 EPS 预测均来自 WIND 一致预期)

五、投资建议

现阶段我们推荐公司的主要理由是:

1、养殖行业空间巨大。我国出栏商品肉猪 6.67 亿头, 以平均每头 1500 元计算, 生猪养殖行业的年销售收入达 1 万亿! 占整个畜牧行业产值的 50%。而饲料工业产值已经超过了 5000 亿元, 该行业均高度依赖于生猪养殖业, 因此综合来看, 养猪业至少创造了 1.5 万亿元的产值。在这样一个产值达万亿级别的行业, 市场占有率最大的企业竟然不过超过 1%。目前广东温氏在行业内排名第一, 预计 2011 年生猪出栏量约 600 万头, 但市场占有率也仅占到整个养猪行业的 1%。

2、公司生猪养殖“黑马”轮廓已现。1) 目前已形成“种猪育种→饲料→商品猪养殖→生猪屠宰及肉食品加工销售”的一体化产业链。2) 公司良种猪繁育体系基本形成。3) 轻资产运作模式实现快速扩张。4) 多种养殖模式共用。种猪、仔猪环节主要采取自繁自养方式, 而在育肥猪环节, 企业会根据不同区域的养殖文化、公司核心竞争力而采取不同的养殖模式。

3、业绩增长确定性。随着公司养殖基地的逐步建成, 预计公司 11 年/12 年/13 年公司生

猪出栏量将达到 70 万头/130 万头/200 万头是大概率事件。而公司饲料产能已有 1000 万吨，随着产能利用率的提高，盈利能力也会有所提升，预计 11/12/13 年饲料销量分别为 350 万吨、450 万吨、550 万吨。我们测算公司 11 年/12 年/13 年公司 EPS 分别为 0.35 元/0.56 元/0.86 元，增速分别为 157%、67%、55%。

鉴于公司未来 3 年业绩保持年均 60% 以上的高增长特征，我们认为公司估值应获得一定溢价。我们给予公司 2012 年业绩 25 - 30 倍 PE，对应公司股票合理估值在 14 - 16.8 元。

六、风险分析

- 1、猪疫病大规模爆发；
- 2、公司养殖基地投产速度低于预期；
- 3、猪价出现大幅下降；
- 4、饲料销量不及预期。

表 10: 公司财务预测表 1

财务摘要 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
主营收入	4,459	7,427	11,472	14,861	19,451
(+/-)%	65%	67%	54%	30%	31%
经营利润 (EBIT)	97	142	266	403	561
(+/-)%	32%	46%	87%	51%	39%
净利润	54	58	149	240	373
(+/-)%	62%	8%	157%	61%	55%
每股净收益 (元)	0.238	0.215	0.345	0.556	0.864
每股股利 (元)	0.30	0.17	0.00	0.00	0.17
利润率和估值指标	2009A	2010E	2011E	2012E	2012E
销售毛利率 (%)	7.27%	6.84%	7.13%	7.52%	7.59%
ROE (%)	8.26%	4.76%	9.41%	12.56%	15.91%
ROIC (%)	5.64%	5.50%	5.57%	7.89%	8.45%
PE	48.35	53.38	33.29	20.68	13.30
PB	3.99	2.54	3.13	2.60	2.12
EV/EBITDA	22.66	17.19	16.16	11.42	9.45

资料来源：中国银河证券研究部

表 11: 公司财务报表预测 2

资产负债表	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	利润表 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
货币资金	137	395	1721	2229	2918	营业收入	4459	7427	11472	14861	19451
应收票据	1	1	1	0	2	营业成本	4134	6919	10654	13744	17975
应收账款	39	107	102	132	172	营业税金及附加	0	0	1	1	1
预付款项	167	410	702	476	968	销售费用	120	188	287	372	486
其他应收款	141	101	363	471	616	管理费用	107	177	264	342	428
存货	536	715	1280	1773	2315	财务费用	31	53	60	80	50
其他流动资产	6	5	5	5	5	资产减值损失	2	4	3	3	3
长期股权投资	10	10	10	10	10	投资收益	0	4	4	4	4
固定资产	512	789	742	697	620	汇兑收益	0	0	0	0	0
在建工程	99	72	70	65	37	营业利润	64	90	207	324	511
工程物资	1	0	0	0	0	营业外收支净额	13	7	19	19	19
无形资产	95	116	59	40	22	税前利润	77	96	226	342	530
长期待摊费用	16	22	12	10	8	减: 所得税	15	16	23	17	25
资产总计	1822	2824	5086	5927	7713	净利润	62	80	203	325	505
短期借款						归属于母公司的净					
应付票据	349	476	2260	2484	3522	利润	54	58	149	240	373
应付账款	33	15	84	109	142	少数股东损益	9	22	54	86	133
预收款项	209	367	489	688	901	基本每股收益	0.24	0.22	0.35	0.56	0.86
应付职工薪酬	42	30	77	140	204	稀释每股收益	0.24	0.22	0.35	0.56	0.86
应交税费	18	21	21	21	21	财务指标	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
其他应付款	7	0	0	0	0	成长性					
其他流动负债	113	208	208	208	208	营收增长率	65.4%	66.6%	54.5%	29.5%	30.9%
长期借款	0	0	-1	-1	-2	EBIT 增长率	32.0%	46.4%	87.0%	51.4%	39.1%
负债合计	380	290	290	290	290	净利润增长率	62.0%	8.0%	156.6%	61.0%	55.5%
股东权益合计	1171	1606	3616	4131	5484	盈利性					
资产负债表	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	销售毛利率	7.3%	6.8%	7.1%	7.5%	7.6%
货币资金	137	395	1721	2229	2918	销售净利率	1.2%	0.8%	1.3%	1.6%	1.9%
应收票据	1	1	1	0	2	ROE	8.3%	4.8%	9.4%	12.6%	15.9%
应收账款	39	107	102	132	172	ROIC	5.64%	5.50%	5.57%	7.89%	8.45%
预付款项	167	410	702	476	968	估值倍数					
其他应收款	141	101	363	471	616	PE	48.4	53.4	33.3	20.7	13.3
存货	536	715	1280	1773	2315	P/S	0.6	0.4	0.4	0.3	0.3
其他流动资产	6	5	5	5	5	P/B	3.99	2.54	3.13	2.60	2.12
长期股权投资	10	10	10	10	10	股息收益率	2.6%	1.5%	0.0%	0.0%	1.5%
						EV/EBITDA	22.7	17.2	16.2	11.4	9.4

资料来源: 中国银河证券研究部

插图目录

图 1: 正邦集团销售规模达 150 亿	1
图 2: 正邦集团 - 农业产业化国家重点龙头企业	1
图 3: 正邦集团组织结构图	2
图 4: 正邦集团股权结构图	2
图 5: 正邦科技控制关系图	2
图 6: 正邦科技组织架构图	2
图 7: 正邦科技业务结构图	3
图 8: 我国猪肉产量稳定增长	4
图 9: 猪肉仍是我国主要肉类消费品种	4
图 10: 我国城镇及农村人均居民肉类消费情况 (公斤)	5
图 11: 猪肉仍是我国主要肉类消费品种	5
图 12: 我国畜牧业产值已过 2 万亿	5
图 13: 2010 年规模化养殖比例达 65 %	6
图 14: 国外种猪进口量逐年增多	7
图 15: 2007 年美国生猪养殖规模结构	7
图 16: 历年中国生猪养殖规模结构情况	7
图 17: 公司饲料毛利率逐年下降	8
图 18: 饲料业务销售收入占比呈下降趋势	8
图 19: 公司饲料业务高速增长	8
图 20: 预计 2011 年饲料销量达 350 万吨	8
图 21: 预计未来公司饲料业务增速将下降	9
图 22: 未来 3 年公司生猪出栏量仍将高速增长	10
图 23: 江西吉安种猪厂基地鸟瞰图	10
图 24: 正邦种猪厂所产二元母猪	10
图 25: 未来 3 年公司生猪出栏量仍将高速增长	11
图 26: 我国猪肉三大主销区分布情况	12
图 27: 正邦科技养殖基地分布图	12

表格目录

表 1: 公司各项业务定位	3
表 2: 我国主要养殖企业生猪出栏情况	5
表 3: 公司饲料业务业绩预测	9
表 4: 正邦长大二元母猪主要特征	10
表 5: 正邦科技主要养殖基地一览表	12
表 6: 公司生猪养殖业务盈利预测	13
表 7: 公司肉食品业务盈利预测	13

表 8: 公司财务预测表	14
表 9: 畜牧养殖类上市公司相对估值情况	15
表 10: 公司财务预测表 1.....	16
表 11: 公司财务报表预测 2.....	17

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

董俊峰，食品饮料行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

吴立，农林牧渔行业研究员。2007 年毕业于中央财经大学，硕士学位，2007 年-2010 年于中粮集团从事农产品期货交易、研发工作。2010 至今从事农林牧渔行业研究。

覆盖股票范围：

A 股：新希望（000876.SZ）、正邦科技（002157.SZ）、大北农（002385.SZ）、新中基（000972.SZ）、中粮屯河（600737.SH）、中粮生化（000930.SZ）等

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

机构请致电：

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路99号震旦大厦26楼

上海地区：于淼 021-20257811 yumiao-jg@chinastock.com.cn

深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn