



种猪发力，缔造养殖全产业链领袖

方正证券研究所证券研究报告

分析师：陈光尧

执业证书编号：S1220511020005

TEL: 010-68582893

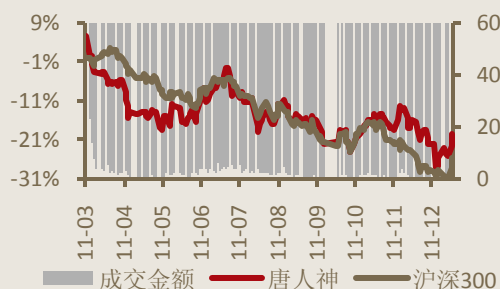
E-mail: chenguangyao@foundersc.com

联系人：汪庭满

TEL: 010-68582897

Email: wangtingman@foundersc.com

历史表现



盈利预测

单位:百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入	4379.68	5469.16	6582.18	7994.23
(+/-)	16.84%	24.88%	20.35%	21.45%
净利润	83.14	115.00	193.11	231.56
(+/-)	25.65%	38.32%	67.92%	19.91%
EPS (元)	0.60	0.83	1.40	1.68
P/E	33.73	24.29	14.46	12.06

相关研究

主业突出 布局生猪产业链，2011.03
投资种猪和饲料，将增厚利润四成，
2011.04

数据来源：港澳资讯，方正证券研究所

请务必阅读最后特别声明与免责条款

唐人神(002567)

公司深度报告

2012.02.10 买入（调升）

饲料 II 行业

投资要点

1 产业链相对完善，链上各环节竞争力强

唐人神是湖南最大的农业产业化国家重点龙头企业，拥有生猪相关完整产业链，由“品种改良、安全饲料、健康养殖、肉品加工、品牌专卖”五大环节构成。公司在产业链各环节都非常有竞争力，饲料、肉制品、种猪业务等毛利率高于同行，综合毛利率为 9.75%，处于行业领先水平。

2 种猪技术领先，进入高增长阶段

公司与美国威特先育种合资成立美神育种是中国唯一经 NSR 认证的具有国际水准的原种猪场，通过消化吸收美国育种技术达到美国同步育种水平，毛利率高达 55%。依据公司 2011 年投资公告，公司以现金出资占 70% 股权，威特先以评估后种猪出资占 30% 股权在湖南、河南、广东等地成立美神育种，预计公司种猪销售 2011-2013 年 1.1 万头、2.2 万头、4.5 万头，经过我们估算国内原种猪市场容量在 50 万头左右，公司目前在原种猪市场占有率 2.4% 左右，市场开拓大有空间。

3 投资曙光农牧收益丰厚

曙光农牧依靠其独特工业园扩张的盈利模式带动公司快速成长，净利润从 2008 年的 1000 万增至 2011 年的 1 亿，唐人神投资收益（持曙光农牧 31% 股权）约 3000 万，预计未来几年曙光农牧每年以 30% 速度增长。2011 年 4 月上海复星谱润、滨海国际与曙光农牧签约启动上市仪式，为唐人神股权投资提供退出渠道，参照上市农牧企业 25 倍估值水平，公司市值约 25 亿，唐人神可变现投资收益将达到 6 亿。

4 饲料、肉制品业务稳定发展

饲料行业受益需求上升：猪肉价格涨幅巨大，使养殖户逐渐扩大规模，存栏量连续 9 个月上涨，对饲料的需求量大幅提高，从全国和湖南的月度产量保持较高的增速印证行业景气。公司肉制品业务 70% 收入来源于湖南省内，销售渠道以超市为主（约 70%），将逐步转向终端鲜肉销售，未来依然以湖南省内市场为主，重点开拓长株潭地区。

5 盈利预测与投资评级

调整公司 2011-2013 年 EPS 0.83、1.40、1.68 元（上次预测：2011.04，《投资种猪和饲料将增厚利润四成》，EPS 0.85、1.10、1.43 元），对应 PE 24、14、12 倍，我们认为公司具有高成长性，高毛利种猪业务进入高速增长通道，带动综合毛利率提升，调升评级至“买入”，目标价 28 元。

6 风险提示：疫情疫病风险、原材料价格波动风险。

正文目录

一、公司全产业链经营宏大愿景	3
二、种猪业务进入爆发式增长期	5
2.1 公司种猪竞争优势	5
2.2 种猪放量增长来临	6
三、曙光农牧投资收益	7
3.1 唐人神曙光农牧基本情况	7
3.2 上市公司投资收益估算	8
四、饲料、肉类加工一体化发展	8
4.1 饲料处于行业景气期	8
4.2 肉制品稳定发展	10
五、盈利预测与估值	11
5.1 盈利预测	11
5.2 公司估值水平	11
5.3 给予买入投资评级	12
六、风险提示	13
6.1 疾病疫情风险	13
6.2 原材料价格波动风险	13

图表目录

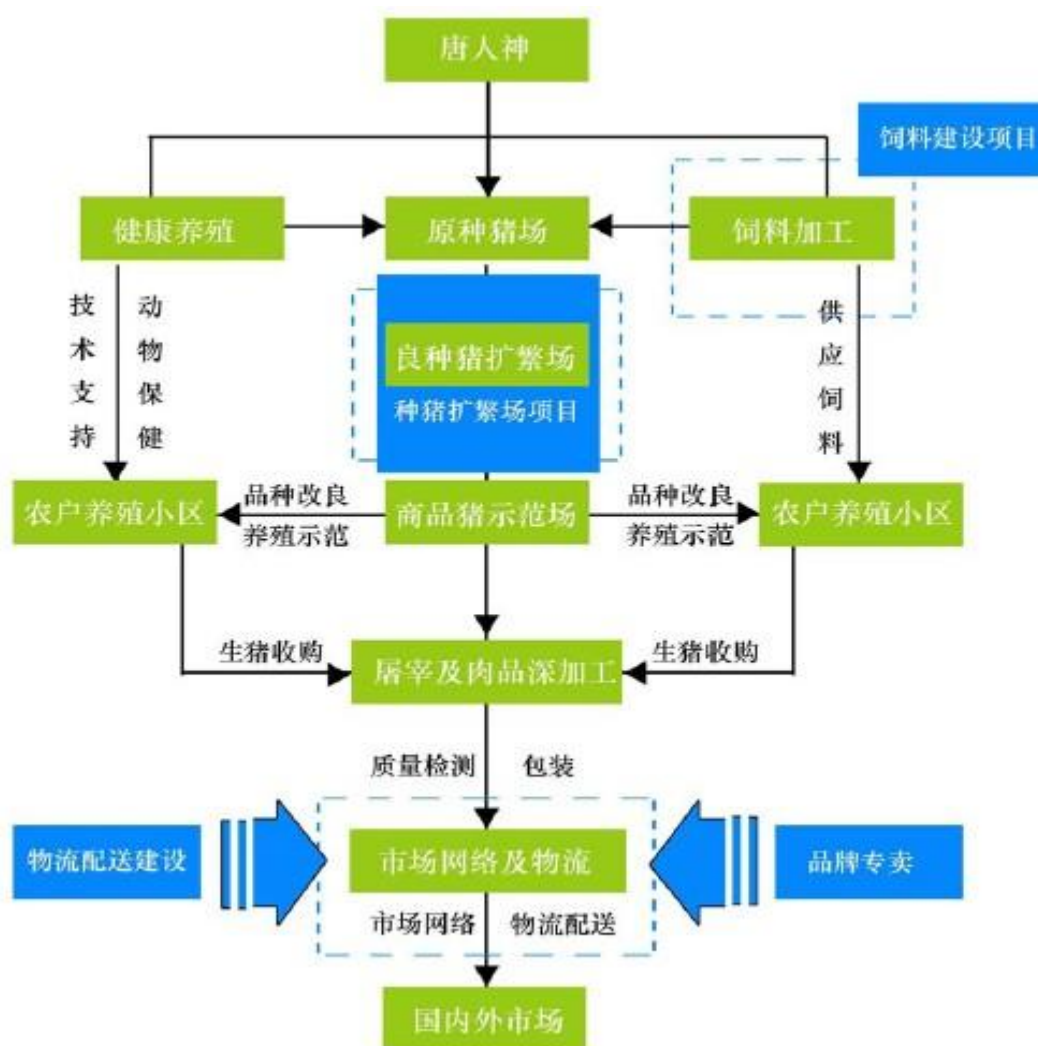
图表 1 公司全产业链愿景目标	3
图表 2 公司个产业链环节收入构成	4
图表 3 公司各产业链环节毛利率变化趋势	4
图表 4 各项业务的毛利率与同行对比	4
图表 5 公司综合毛利率处于行业上游水平	5
图表 6 公司种猪育种流程	5
图表 7 2008-2010 年我国种猪进口数据	6
图表 8 公司种猪扩张计划	6
图表 9 国内原种猪市场容量测算	7
图表 10 曙光农牧 2010 年经营状况	7
图表 11 全国生猪存栏量连续 9 个月上涨	8
图表 12 全国、湖南配合饲料产量保持快速增长	9
图表 13 饲料原材料价格下降	9
图表 14 饲料行业利润率呈上升趋势	9
图表 15 唐人神中式、西式肉制品在湖南市场占有率	10
图表 16 公司分产品盈利预测	11
图表 17 公司估值处于行业中游水平	11
图表 18 唐人神 PB、PE 变化趋势	12

一、公司全产业链经营宏大愿景

唐人神是湖南最大的农业产业化国家重点龙头企业，拥有生猪相关产业的完整产业链，产业链一体化经营主要由“品种改良、安全饲料、健康养殖、肉品加工、品牌专卖”五大环节构成。

公司立志做世界级又大又强的农牧加工企业，逐步由单一的产品制造商向综合服务商转型，通过实施产业链一体化经营，致力带动农民养殖致富，打造安全放心绿色肉品，推动中国农牧业产业化进程。在健康养殖环节实施“公司+农民专业户（猪场）+现代服务体系”模式，品牌专卖成为安全放心肉品的销售终端。

图表 1 公司全产业链愿景目标

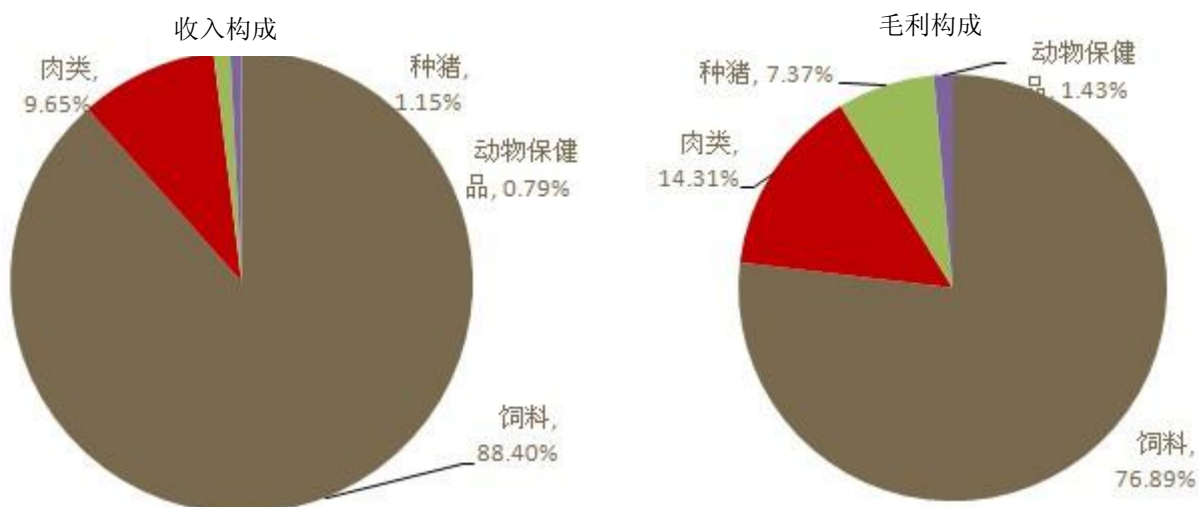


资料来源：招股说明书 方正证券研究所

公司在产业链各环节都非常有竞争力。2010 年饲料市场覆盖了湖南 100%的乡镇，省内的市场份额高达 7.3%，产销量和市场占有率都位居湖南第一。“唐人神”肉品在湖南中式肉制品市场份额 68%，西式肉制品市场份额 18%，排名第二。公司与美国威特先育种公司合资成立美神育种是中国唯一经 NSR 认证的具有国际水准的

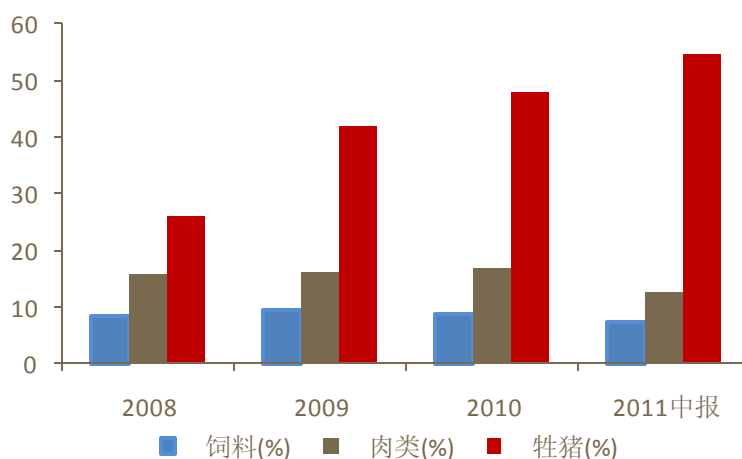
原种猪场，毛利率高达 55%。

图表 2 公司个产业链环节收入、毛利构成



资料来源：公司公告 方正证券研究所

图表 3 公司各产业链环节毛利率变化趋势



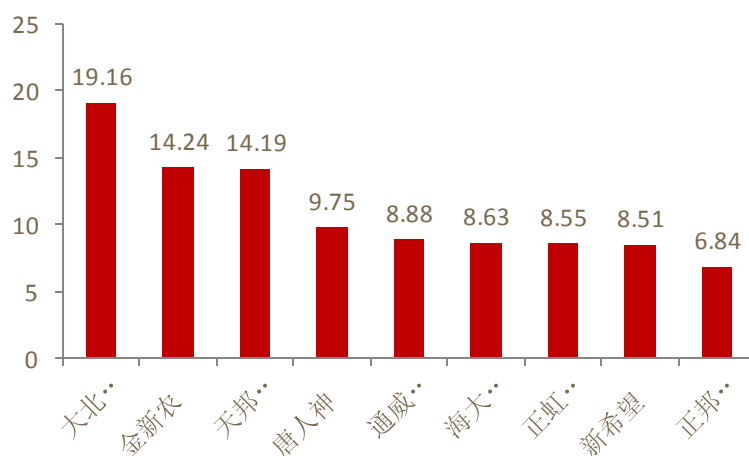
资料来源：公司公告 方正证券研究所

图表 4 各项业务的毛利率与同行对比

业务名称	最高毛利率	最高毛利率归属公司	唐人神对应业务毛利率
种猪	54.79%	唐人神	54.79%
饲料	19.16%	大北农	7.48%
动物保健品	46.70%	通威股份	15.42%
肉类	21.0%	雨润食品	12.69%

资料来源：公司公告 方正证券研究所

图表 5 公司综合毛利率处于行业上游水平



资料来源：公司公告 方正证券研究所（大北农为饲料业务毛利率）

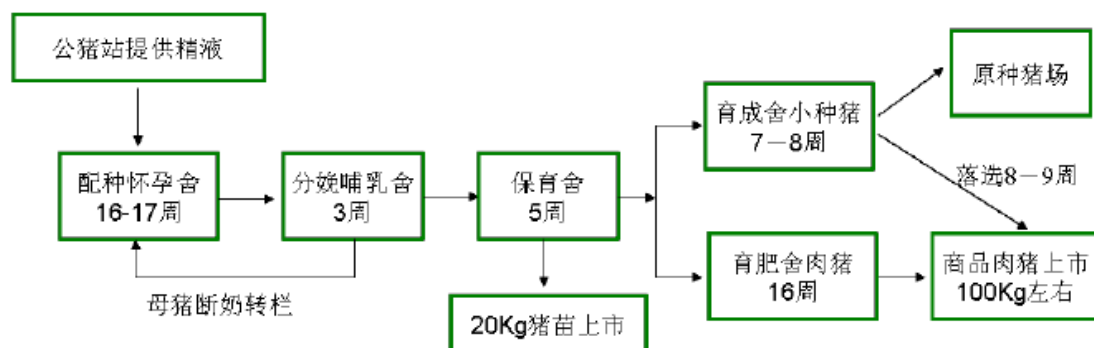
二、种猪业务进入爆发式增长期

养猪业是我国畜牧业的支柱产业，种猪产业是养猪业产业化发展的龙头，种猪产业的顺利发展依赖于健全的种猪市场。随着经济社会的发展，优良种猪仍将保持旺盛需求，我国种猪市场将保持快速发展的势头。

2.1 公司种猪竞争优势

公司于 2008 年与美国威特先公司联合成立湖南美神育种有限公司，在生猪遗传育种领域展开战略合作，通过消化吸收美国育种技术，公司种猪达到美国同步育种水平，公司也成为美国国家种猪登记系统（NSR）在美国本土之外的第一家成员单位，成为中国第一家世界级原种猪场。

图表 6 公司种猪育种流程

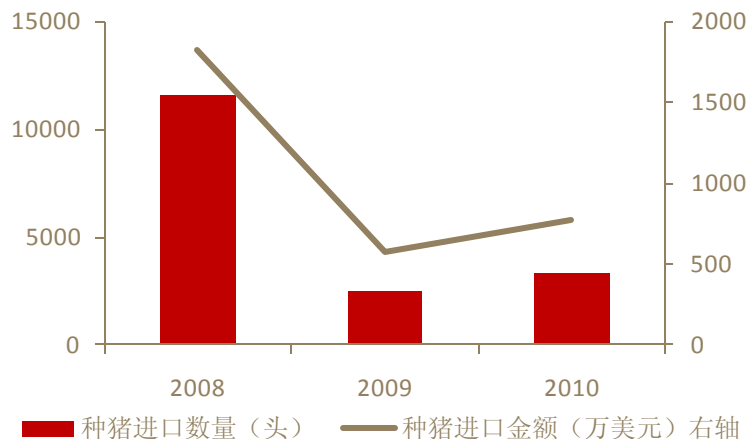


资料来源：公司公告 方正证券研究所

由于从进口种猪需要付出各种相关费用，国外种猪价格大大高于国内种猪价格，唐人神引进国外先进技术，发挥性价比优势，按

照中高档产品定位来进行定价。公司种猪销售有两种渠道：外销渠道以自己开发客户和中介销售为主；内销渠道则是唐人神种猪内部系统供种。

图表 7 2008-2010 年我国种猪进口数据



资料来源：海关总署 方正证券研究所

2.2 种猪放量增长来临

截至 2010 年底，公司种猪和商品猪的产能总计为 2.4 万头，其中祖代种猪 0.965 万头、商品猪 1.435 万头。依据今年 4 月公告 2011 年将在湖南郴州、湖南邵阳、湖南岳阳、河南驻马店、广东惠州、广西南宁等地设立美神育种子公司，从事原种猪的繁育业务。5 月份，公司决定设立河南美神育种、河北美神育种、广东美神育种，均延续与威特先公司的合作。其中公司均以现金出资，占 70%的股权，威特先均以评估后的种猪出资，占 30%的股权。

我们调研得知，公司 2011 年种猪销售 1.1-1.2 万头，预计 2012 年 2.2-2.4 万头，2013 年 4.5 万头，力争种猪利润每年翻番。在种猪业务布局完成后将进军商品猪市场，预计未来发展商品猪规模 10 万头。经过我们测算，国内原种猪的市场容量在在 50 万头左右，公司目前在原种猪市场占有率 2.4%左右，市场开拓大有空间。

图表 8 公司种猪扩张计划

	子公司名称	规模	设立时间
已有种猪公司	湖南美神育种有限公司	存栏 1200 头	2008.01
	湖南唐人神育种有限公司	存栏 1500 头	2009.11
	株洲唐人神生态科技有限公司	存栏 1200 头	2009.12
拟设立种猪公司	河南美神育种（原种）有限公司	年出栏纯种猪 1 万头	2011 下半年
	河北美神育种（原种）有限公司	年出栏纯种猪 1 万头	2011 下半年
	广东美神育种（原种）有限公司	年出栏纯种猪 1 万头	2011 下半年
	郴州美神育种有限公司	存栏 1500	
	邵阳美神育种有限公司	存栏 1500	
	岳阳美神育种有限公司	存栏 1200	

资料来源：公司公告 方正证券研究所

图表 9 国内原种猪市场容量测算

原种猪市场容量估算（万头）			
年份	2009	2010	2011（截至 11 月）
能繁母猪存栏量（万头）	4910	4750	4905
能繁母猪需求量 （存栏量*淘汰率）	1635	1582	1633
每头母猪年产仔猪数 （窝数*头数*存活率）	2*12*85%	2*12*85%	2*12*85%
原种猪存栏量	160.28	155.1	160.1
原种猪市场容量 （存栏量*淘汰率）	53.37	51.65	53.31

资料来源：方正证券研究所

三、曙光农牧投资收益

3.1 唐人神曙光农牧基本情况

曙光农牧集团是农业产业化国家重点龙头企业，集畜禽良种繁育推广、畜禽生产基地建设、科技产品研究开发、畜禽屠宰分割加工、曙光食品连锁加盟及现代金融产业于一体，以“龙头企业+生产基地+合作组织+金融机构+养殖农户+科技研发+曙光新城+农民新村”为经营模式的现代化、综合性、科技型、规模化大型农牧企业。

曙光农牧粗粮精细加工量列全国之首，“曙光”牌饲料原料-羽血粉、精炼油和鲜骨粉产销量居全国之冠，曙光“农牧产业园、安全环保产业链”模式乃全国首创，粮食收储烘干贸易量在东北民营企业中第一，曙光肉鸡饲料产销量东北第一，曙光肉禽屠宰加工量东北第三。

图表 10 曙光农牧 2010 年经营状况

曙光农牧 2010 年经营情况	
肉鸡屠宰	3598 万只
销售肉鸡冷鲜肉	9 万吨
生猪屠宰	33.3 万头
生猪冷鲜肉	4 万吨
销售饲料	20 万吨
销售收入	241894 万
税后利润	4478 万

资料来源：公司网站 方正证券研究所

得益养殖行业高景气，预计 2011 年收入将超过 30 亿元，净利润达 1 亿元，唐人神投资收益约 3000 万。

3.2 上市公司投资收益估算

2008 年唐人神投资 3600 万元获得曙光农牧 31%股权，目前曙光农牧每月利润为 1000 万左右，唐人神每月获得约 300 万元的收益。由于 08 年唐人神投资至今，曙光农牧依靠其独特的工业园扩张的盈利模式带动公司快速成长，净利润从 2008 年的 1000 万增至今年的 1 亿，预计未来几年曙光农牧每年以 30%的速度增长。

2011 年 4 月 7 日，上海复星谱润股权投资企业、滨海国际（天津）股权交易所沈阳分公司与辽宁唐人神曙光农牧集团有限公司股权投资签约暨曙光集团上市仪式启动，为唐人神的股权投资提供了退出渠道。参照上市农牧企业的估值水平，给予曙光农牧 25 倍估值，公司市值约 25 亿，唐人神可变现投资收益将达到 7.5 亿。

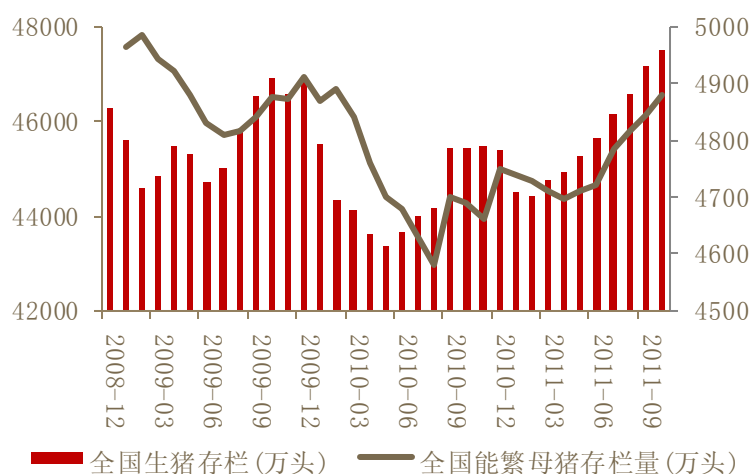
四、 饲料、肉类加工一体化发展

4.1 饲料处于行业景气期

需求上升：今年的猪肉价格涨幅巨大，包括鸡鸭的价格也开始随之上行，使养殖户逐渐扩大规模，存栏量连续 9 个月上涨，对饲料的需求量会大幅提高。从全国和湖南的月度产量保持较高的增速印证饲料行业的景气。成本下降：玉米、豆粕占到饲料成本的 60% 以上，自新粮上市以来，玉米供需格局转变，饲用原料现货价格大幅回落，一定程度上缓解养殖成本压力。

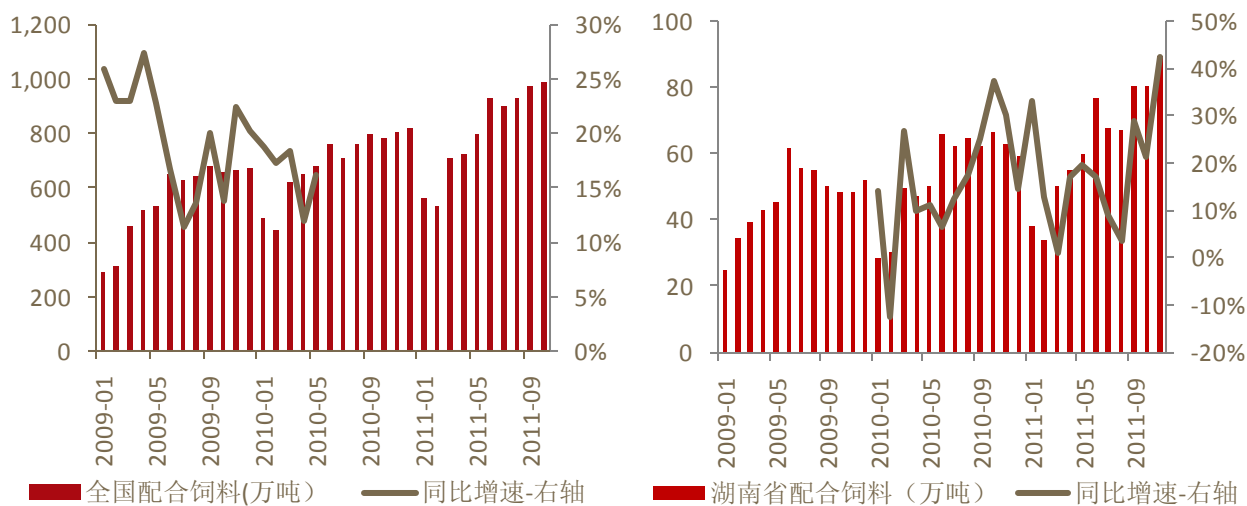
公司拥有 28 个饲料厂，省内 13 个，省外 15 个，全国经销商 10000 多家，省内 5000 多家饲料销量，2010 年产量 130 万吨，预计 2011 年 160 万吨，2012 年 200 万吨，占湖南市场的 7-8%。董事长提出明年饲料做到 4% 的净利率，说明公司要从饲料要产量到要利润的变化。

图表 11 全国生猪存栏量连续 9 个月上涨



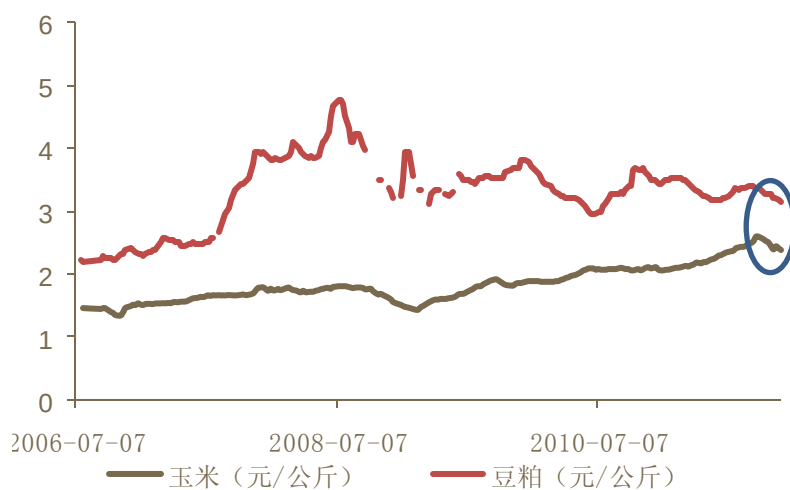
资料来源: wind 方正证券研究所

图表 12 全国、湖南配合饲料产量保持快速增长



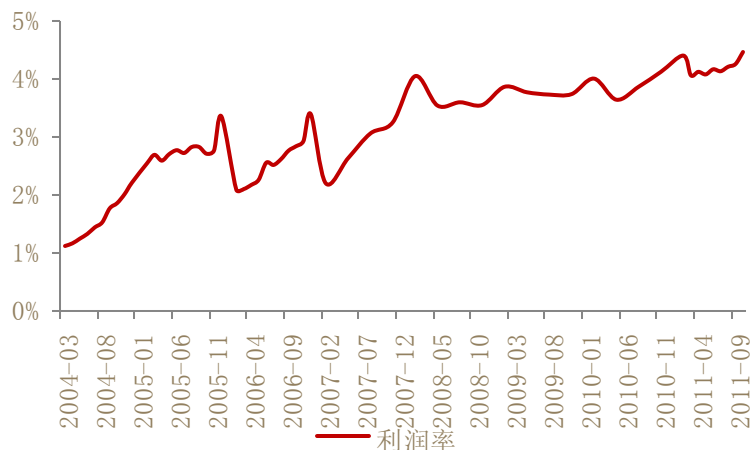
资料来源: wind 方正证券研究所

图表 13 饲料原材料价格下降



资料来源: wind 方正证券研究所

图表 14 饲料行业利润率呈上升趋势



资料来源: wind 方正证券研究所

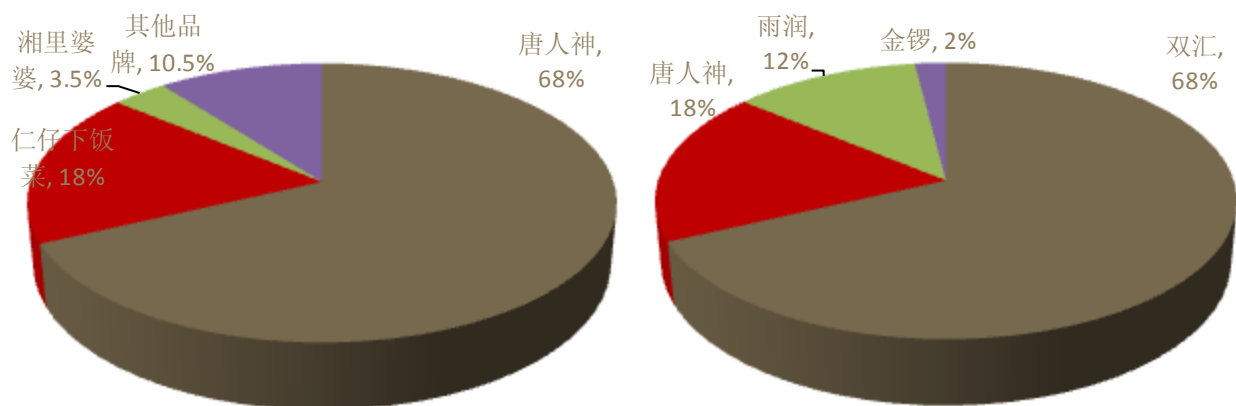
4.2 肉制品稳定发展

目前公司的肉制品业务 70%收入来源于湖南省内，销售渠道以超市为主（约 70%）。未来发展依然是以湖南省内市场为主，逐步转向终端鲜肉销售，重点开拓长株潭地区。

中式肉制品在湖南市场已经比较成熟，市场规模也相对稳定；公司作为湖南市场的中式肉制品龙头，市场份额已经到 68%左右的较高水平，预计该业务规模未来将保持稳定。西式肉制品是公司肉制品业务中的一个快速增长点，目前在湖南市场西式肉制品市场占有率为 18%，处于第二位的水平。随着人们生活水平的提高，对西式肉制品的消费保持快速长，预计此项业务在未来几年达到 20%左右的增速。

生鲜肉专卖店业务目前以热鲜肉为主，但是营养安全的冷鲜肉将是未来的方向，公司募投项目拟开 50 家生鲜连锁专卖店，当前有 20 家，每家单月收入 2000 元左右，还处于摸索阶段，不盈利，我们认为随着收入提高，鲜肉业务是在公司未来在肉品实现快速发展的引擎。

图表 15 唐人神中式、西式肉制品在湖南市场占有率



资料来源: wind 方正证券研究所

五、盈利预测与估值

5.1 盈利预测

公司受益生猪价格上涨、畜牧行业景气，公司主业和投资收益（曙光农牧）实现快速增长，预计公司全年业绩增速 35-40%。

图表 16 公司分产品盈利预测

		2010	2011E	2012E	2013E
动物保健品	收入（百万）	14.90	15.00	16.00	16.00
	成本（百万）	7.96	7.50	8.00	8.00
	毛利（百万）	6.93	7.50	8.00	8.00
肉类	收入（百万）	416.01	499.20	624.00	811.20
	成本（百万）	346.33	415.58	519.48	675.32
	毛利（百万）	69.68	83.62	104.52	135.88
牲猪	收入（百万）	21.04	33.71	60.68	109.23
	成本（百万）	10.93	10.11	18.20	32.77
	毛利（百万）	10.11	23.60	42.48	76.46
饲料	收入（百万）	3921.72	4901.25	5881.50	7057.80
	成本（百万）	3583.54	4479.74	5375.69	6450.83
	毛利（百万）	338.18	421.51	505.81	606.97
总计	收入（百万）	4379.68	5449.16	6582.18	7994.23
	成本（百万）	3952.54	4912.94	5921.38	7166.92
	毛利（百万）	427.14	536.22	660.81	827.31

资料来源: 公司公告 方正证券研究所

5.2 公司估值水平

公司目前估值处于相对同行处于行业中游水平，PB 估值为 1.77，行业最低，PE 估值考虑到业绩快速增长性，下行空间不大，具有较高的安全边际。

图表 17 公司估值处于行业中游水平

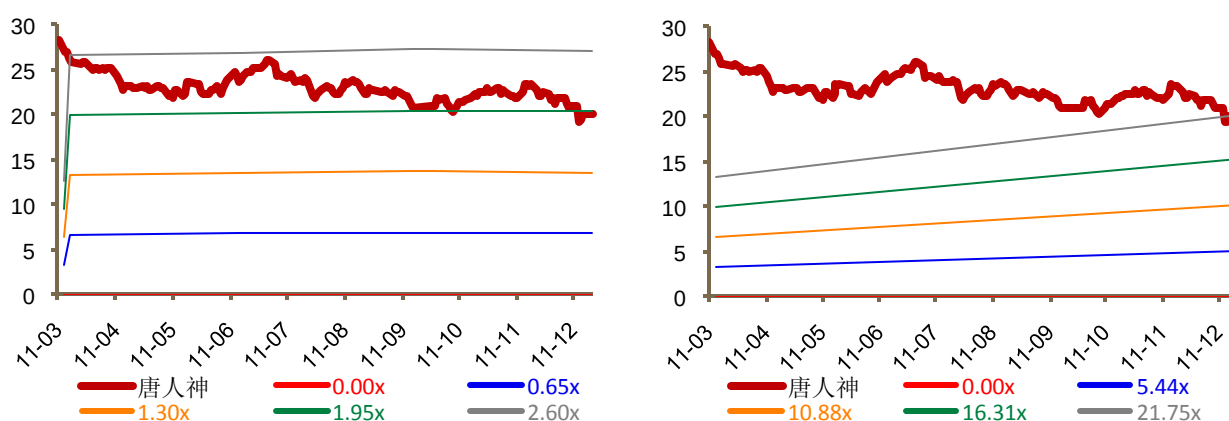
唐人神（002567）公司深度报告



	每股收益			市盈率 PE			市净率 PB	市销率 PS
	TTM	11E	12E	TTM	11E	12E	(MRQ)	(TTM)
行业均值								
(整体法)	0.43	0.91	1.17	33.24	16.99	12.58	4.40	1.17
行业中值	0.41	0.65	1.11	30.98	24.33	16.13	2.41	0.94
新希望	0.59	1.43	1.65	28.35	11.68	10.11	2.43	3.04
大北农	1.07	1.25	1.73	30.42	25.91	18.79	3.95	1.89
海大集团	0.56	0.57	0.75	31.55	31.46	23.68	4.22	0.94
正邦科技	0.26	0.34	0.49	36.19	27.88	19.63	4.01	0.40
通威股份	0.08	0.26	0.33	62.60	19.44	15.22	2.35	0.31
唐人神	0.82	0.83	1.40	24.26	24.29	14.46	1.77	0.53
金新农	0.56	0.72	1.11	29.21	22.75	14.81	2.03	1.14
天邦股份	0.10	0.13	0.27	69.99	53.71	25.71	3.70	0.93
正虹科技	0.06	0.00	0.00	71.11	0.00	0.00	2.39	0.58

资料来源: wind 方正证券研究所 (数据截至 2012.1.10)

图表 18 唐人神 PB、PE 变化趋势



资料来源: wind 方正证券研究所

5.3 给予买入投资评级

预计公司 2011-2013 年 EPS 0.83、1.40、1.68 元,对应 PE 24.29、14.46、12.06 倍,大股东增持股份显示对公司成长信心十足,考虑到公司高毛利种猪业务进入高速增长通道,带动综合毛利率提升,调升评级到“买入”,目标价 28 元。

六、风险提示

6.1 疾病疫情风险

如果出现大规模的畜禽疫病，将对公司饲料、种猪业务产生不利影响。

6.2 原材料价格波动风险

公司饲料生产的主要原材料包括玉米、豆粕等，其原材料成本占饲料生产总成本的 95%以上。因此原材料价格的波动会对产品的销售价格和毛利率有很直接的影响。

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					现金流量表				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	633.77	1757.93	1631.43	2011.37	经营活动现金流	89.52	354.61	30.52	482.04
现金	124.35	1133.86	921.06	1065.08	净利润	89.27	125.05	208.61	250.19
应收账款	39.42	65.21	55.63	89.40	折旧摊销	53.92	56.67	69.86	86.04
其它应收款	28.03	53.94	28.56	74.03	财务费用	24.49	30.14	34.19	43.43
预付账款	73.70	122.34	125.38	180.04	投资损失	-15.82	-9.75	-29.92	-29.78
存货	364.77	373.82	495.74	593.22	营运资金变动	-62.70	154.19	-253.22	132.27
其他	3.50	8.77	5.06	9.59	其它	0.35	-1.69	1.01	-0.11
非流动资产	817.20	962.45	1107.52	1288.74	投资活动现金流	-142.87	-190.48	-186.02	-237.36
长期投资	95.57	105.57	135.57	165.57	资本支出	90.47	136.09	114.54	151.29
固定资产	507.58	616.32	710.11	823.77	长期投资	-13.86	-10.00	-30.00	-30.00
无形资产	121.92	150.70	178.49	213.95	其他	-66.26	-64.39	-101.47	-116.08
其他	92.13	89.87	83.35	85.45	筹资活动现金流	87.25	845.38	-57.30	-100.66
资产总计	1450.97	2720.39	2738.95	3300.11	短期借款	105.02	-90.68	25.45	13.26
流动负债	722.43	934.00	796.98	1183.97	长期借款	45.00	-9.34	-15.55	-15.76
短期借款	387.02	296.34	321.79	335.05	其他	-62.77	945.41	-67.20	-98.16
应付账款	160.41	285.65	202.38	382.67	现金净增加额	33.90	1009.51	-212.80	144.02
其他	174.99	352.01	272.81	466.25					
非流动负债	151.24	139.04	125.25	109.28	主要财务比率	2010	2011E	2012E	2013E
长期借款	143.00	133.66	118.11	102.35	成长能力				
其他	8.24	5.38	7.14	6.92	营业收入	16.84%	24.88%	20.35%	21.45%
负债合计	873.67	1073.04	922.23	1293.24	营业利润	16.06%	46.92%	70.45%	19.95%
少数股东权益	56.67	66.72	82.22	100.84	归属母公司净利润	25.65%	38.32%	67.92%	19.91%
归属母公司股东权益	520.63	1580.63	1734.50	1906.03	获利能力				
负债和股东权益	1450.97	2720.39	2738.95	3300.11	毛利率	9.75%	10.38%	11.29%	11.23%
					净利率	2.04%	2.29%	3.17%	3.13%
利润表	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	15.46%	7.59%	11.48%	12.47%
营业收入	4379.68	5469.16	6582.18	7994.23	ROIC	8.43%	6.10%	9.40%	10.45%
营业成本	3952.54	4901.69	5839.03	7096.34	偿债能力				
营业税金及附加	0.38	0.41	0.51	0.64	资产负债率	60.21%	39.44%	33.67%	39.19%
营业费用	205.70	256.57	321.26	380.23	净负债比率	60.67%	43.19%	51.81%	37.18%
管理费用	114.90	144.18	173.06	210.22	流动比率	0.88	1.88	2.05	1.70
财务费用	24.49	30.14	34.19	43.43	速动比率	0.37	1.48	1.42	1.20
资产减值损失	1.43	4.78	3.49	4.61	营运能力				
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	3.24	2.62	2.41	2.65
投资净收益	15.82	9.75	29.92	29.78	应收帐款周转率	117.25	104.54	108.94	110.24
营业利润	96.06	141.12	240.55	288.54	应付帐款周转率	26.87	21.98	23.93	24.26
营业外收入	10.54	8.86	8.34	9.24	每股指标(元)				
营业外支出	0.65	2.30	2.42	1.79	每股收益	0.60	0.83	1.40	1.68
利润总额	105.95	147.68	246.47	296.00	每股经营现金	0.65	2.57	0.22	3.49
所得税	16.67	22.63	37.87	45.81	每股净资产	3.77	11.45	12.57	13.81
净利润	89.27	125.05	208.61	250.19	估值比率				
少数股东损益	6.13	10.05	15.49	18.63	P/E	33.73	24.29	14.46	12.06
归属母公司净利润	83.14	115.00	193.11	231.56	P/B	3.84	1.77	1.61	1.47
EBITDA	159.86	204.35	316.33	382.04	EV/EBITDA	15.44	10.74	7.71	6.06
EPS（元）	0.60	0.83	1.40	1.68					

数据来源：港澳资讯 公司公告 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%；
减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；
减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

	北京	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
电话：	(8610) 68584820	(86731) 85832351
传真：	(8610) 68584803	(86731) 85832380
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com