

消费

0288.HK 万洲国际

港股通（沪、深）

买入（维持）

目标价：10.6 港元

现价：8.15 港元

自美国进口猪肉关税预计豁免，中美业务均将获益

2019 年 12 月 16 日

预期升幅：30.1%

主要财务指标

市场数据

日期	2019.12.13
收盘价(港元)	8.15
总股本(亿股)	147.19
总市值(亿港元)	1,199.60
净资产(亿美元)	82.87
总资产(亿美元)	164.53
每股净资产(美元)	0.56

数据来源: Wind

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万美元)	22,605	24,428	26,590	28,158
同比增长	1.0%	8.1%	8.9%	5.9%
净利润(百万美元)	943	1,308	1,437	1,682
同比增长	-16.8%	38.7%	9.9%	17.1%
毛利率	20.8%	20.0%	19.5%	20.2%
净利率	5.1%	6.3%	6.4%	7.0%
净资产收益率	13.7%	17.0%	17.8%	19.9%
每股收益(美元)	0.064	0.089	0.098	0.115

数据来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院

投资要点

● **事件:** 12 月 6 日中国宣布将豁免美国大豆及猪肉等部分产品的加征关税。12 月 13 日, 中美第一阶段贸易协议文本达成一致。

● **点评:**

一、预计我国猪价上涨将持续至 2020H1, 目前中国猪价约为美国的 4-5 倍。非洲猪瘟叠加猪周期使得年初至今我国生猪均价上涨 68%, 目前中国猪价约为美国的 4-5 倍。2019 年猪肉缺口超 1000 万吨, 靠进口难以弥补缺口。由于各地开始繁育的仔猪到明年下半年才陆续上市, 因此预计猪价上涨持续至 2020H1。

二、关税豁免有助大幅加大对美猪肉进口, 有望带动 2020 年美国猪价提升。2019 年 1-10 月美国猪肉出口至中国量已达 28.8 万吨(胴体重), 同比大增 123%。特别是 7 月来每月出口至中国量突破 4 万吨, 创新高。进口猪肉关税将从 72% 降至 37%, 2020 年进口量将继续大幅提升。

三、万洲 3Q 业绩弹性已显现, 高景气预计延续至 2020 年。**美国业务方面**, 3Q19 收入同比增 1.3%, 经营利润同比增 172.4%。**养殖:** 3Q19 美国生猪价格其实是下跌的, 但养殖板块经营利润从去年同期的-8000 万美元扭亏至 8800 万美元, 这得益于有效的对冲手段。2020 年受益中国加大对美进口, 美国猪价有望提升, 再考虑到 1Q19 养殖亏损 1.57 亿美元的低基数, 美国养殖板块业绩将显著改善。**屠宰:** 3Q19 屠宰业务实现环比减亏, 近几个月屠宰价差已开始回升, 公司表示 9 月开始美国屠宰业务已实现盈利, 预计 4Q19 将扭亏并实现同比增长。2020 年有望在今年低基数上进一步实现显著复苏。**中国业务方面**, 3Q19 中国业务收入同比增 22.2%, 经营利润同比增 18.3%。**屠宰:** 3Q19 受益低价冻肉库存释放, 经营利润大增 122.6%。4Q19 继续受益低价冻肉库存, 2020 年在关税豁免后, 则将大幅受益于低价进口冻肉, 经营利润提升有望继续延续。**肉制品:** 2019 年至今因成本上涨先后进行了 6 次提价, 年初 2.5%, 二季度 2.5%, 7 月 5%, 11 月 10%, 总共 20%, 从结果来看销量仍同比保持稳定。3Q19 肉制品吨利达 3300 元/吨, 主要由于低价冻肉库存的释放、提价和产品结构调整。4Q19 受益低价冻肉库存及持续增加的进口冻肉, 肉制品吨利有望维持高位, 预计吨利同比持平, 达 2800 元/吨。公司表示 2020 年将继续进行肉制品提价与结构调整保障肉制品利润率。

四、我们的观点: 假设 2020 年出口至中国猪肉达 40 万吨, 在美国生猪价格不变的情况下, 35% 的关税豁免可节约 1.62 亿美元, 即带来 9% 经营利润的增长。我们上调公司 2019-2021 年净利润 8.5%/4.4%/6.1% 至 13.08/14.37/16.82 亿美元, 上调目标价 6% 至 10.6 港元, 相当于 2019/2020 年 15.1/13.8 倍 PE, 维持买入评级。

风险提示: 食品安全及瘟疫; 猪肉价格超预期波动; 汇兑风险; 贸易政策

相关报告

万洲国际 (0288.HK) _跟踪报告_20180329
万洲国际 (0288.HK) _跟踪报告_20180521
万洲国际 (0288.HK) _跟踪报告_20180815
万洲国际 (0288.HK) _跟踪报告_20181031
万洲国际 (0288.HK) _跟踪报告_20190316
万洲国际 (0288.HK) _跟踪报告_20190430
万洲国际 (0288.HK) _跟踪报告_20190815

海外消费研究

分析师: 张忆东

兴业证券经济与金融研究院副院长

zhangyd@xyzq.com.cn

SFC: BIS749

SAC: S0190510110012

联系人: 罗越文

luoyuewen@xyzq.com.cn

SAC: S0190119060088



报告正文

事件

中国宣布将豁免美国大豆及猪肉等部分产品的加征关税。12月6日,据国务院关税税则委员会,我国正在根据相关企业的申请,开展部分大豆、猪肉等商品排除工作,对排除范围内商品,采取不加征对美301措施反制关税等排除措施。对排除范围内商品采购,企业自主商谈、自行进口、自负盈亏。

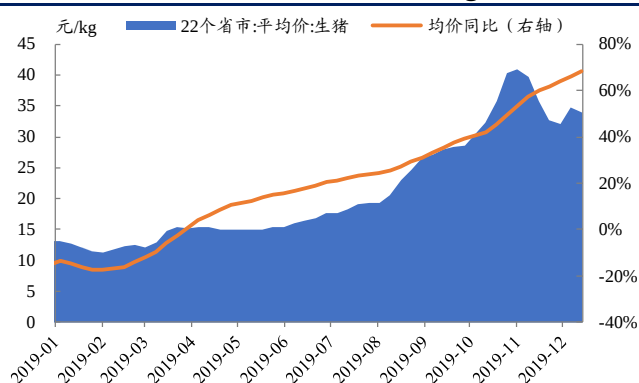
中美第一阶段贸易协议文本达成一致。12月13日,中美第一阶段贸易协议文本达成一致。协议文本包括序言、知识产权、技术转让、食品和农产品、金融服务、汇率和透明度、扩大贸易、双边评估和争端解决、最终条款九个章节。

点评

一、预计我国猪价上涨将持续至2020H1,目前中国猪价为美国的4-5倍

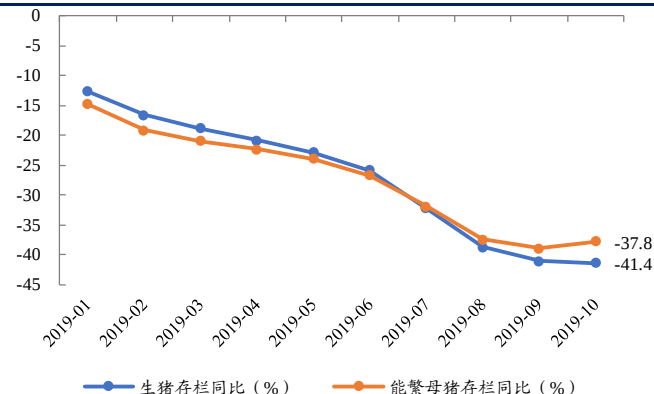
年初至今生猪均价上涨68%。2019年10月份生猪存栏量环比下降-0.6%,同比下降41.4%。能繁母猪存栏环比上升0.6%,同比下降37.8%。截止12月13日,生猪价格为33.95元/kg,同比+156%,年内最高达41元/kg;2019年初至今(12月13日)中国生猪均价21.3元/kg, YoY+68.1%。

图1、年初至今中国生猪均价21.3元/kg, YoY+68.1%



资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

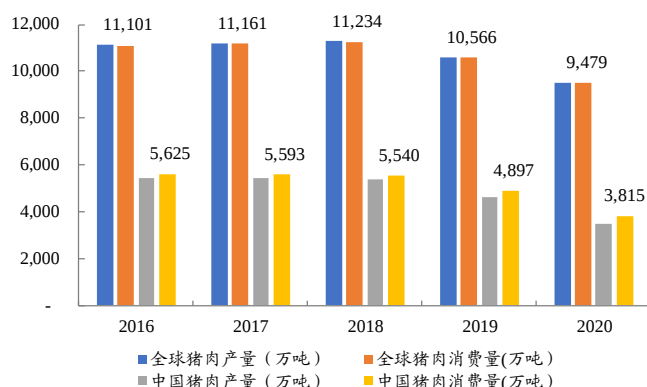
图2、截止10月,我国生猪存栏量同比-41.4%



资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

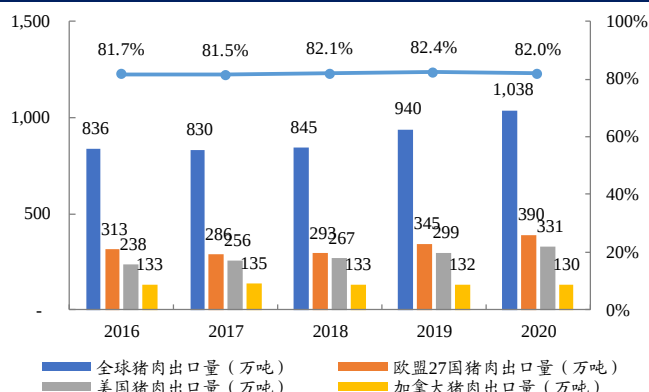
我国2019年猪肉缺口超1000万吨。2018年全球的猪肉消费量和产量在1.1亿吨左右,其中中国占比超50%,产量在5400万吨,消费量5550万吨。2019年受猪瘟影响,中国的猪肉减产量将在1100-1400万吨。如果按照消费量保持不变的话,猪肉缺口大约在1250-1550万吨。这比美国一年生猪产量还高,而从猪肉出口情况来看,2018年全球猪肉出口量为845万吨,也就是说全世界用来贸易的猪肉加起来,都不一定能补上中国的猪肉缺口。

图3、全球猪肉产量一年约 1.1 亿吨，中国超 50%



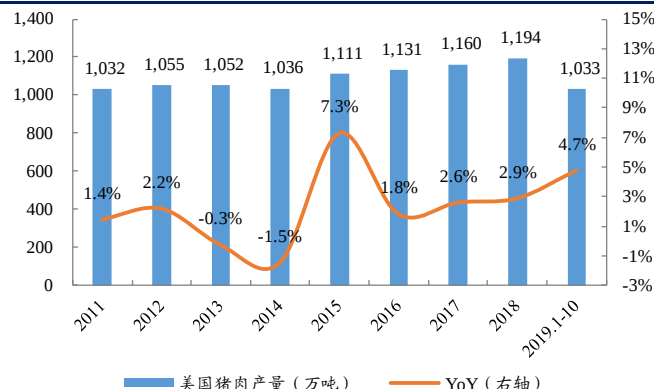
资料来源：USDA，兴业证券经济与金融研究院整理
注：2019、2020 年来自 USDA 预测

图4、2018 年全球猪肉总出口量 845 万吨



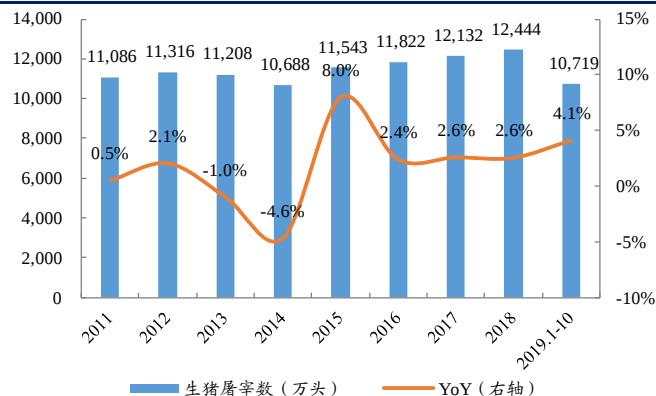
资料来源：USDA，兴业证券经济与金融研究院整理
注：2019、2020 年来自 USDA 预测

图5、美国一年猪肉产量约 1,200 万吨



资料来源：USDA，兴业证券经济与金融研究院整理

图6、美国一年猪肉屠宰量近 13,000 万头



资料来源：USDA，兴业证券经济与金融研究院整理

预计猪价上涨持续至 2020H1，3Q 才出现拐点

- 第一、各地目前正在大力发展生猪养殖，从 8 月底开始，各地全部取消了农村生猪禁养规定开始，已经推出了一系列的发展生猪养殖的 72 条新规、措施、方法。各地这批开始繁育的仔猪，通过育肥，到明年下半年才陆续上市。

如取消了自从 2016 年开始执行的超出法规的不合理农村生猪禁养的规定，取消了划定农村生猪禁养区，恢复已经拆除的农民养猪的所有设施，取消了农村生猪养殖占地面积 15 亩的上限，鼓励和支持农民使用一般性普通耕地，除基本农田以外的已经确权的土地资源，作为养猪用地，并且取消了各种审批手续，降低了审批成本，取消了审批门槛，提倡养殖户充分利用荒山、荒丘、荒沟、荒滩作为养猪场地，并且向农村养殖户发生生猪养殖补贴，提供资金扶持，提供信贷、保险、技术、信息等相关的服务，并且向各地农村发放因非洲猪瘟疫病造成养猪户的重大经济损失进入补偿等等方法和措施。

- 第二，是明年正处于猪周期的中后期。这个猪周期是由 2018 年 8 月份传染到境内的非洲猪瘟疫病引起的各地疫区发生严重的疫情，以及农村生猪禁养规定带来的农村养猪户大量减少，养猪规模大大缩小，削减了生猪产能。由这

两个具体原因叠加在一起形成的猪周期,一般需要 2-3 年时间才能终止结束。2020 年仍然处于这个猪周期之内,生猪价格行情基本上不会改变,仍然处于上涨的总趋势。

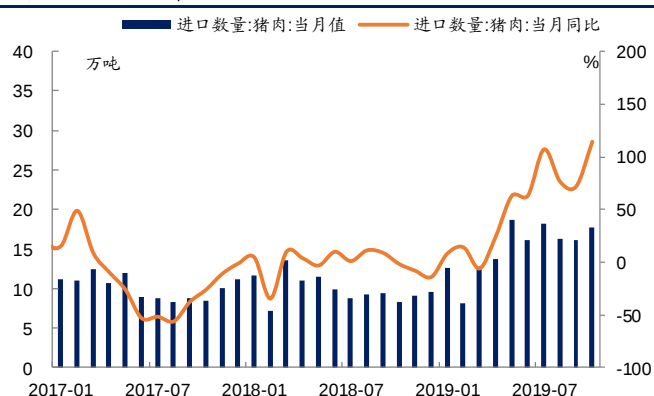
二、关税豁免有助大幅加大对美猪肉进口,有望带动 2020 年美国猪价提升

1-10 月我国猪肉进口量同增 49%。由于我国猪价的上涨和供给缺口,国内肉制品企业进口猪肉量逐月攀升,1-10 月进口量达 150.3 万吨,同比+49%;其中 10 月进口量 17.7 万吨,同比+114%。

预计今年美国出口至中国猪肉量创历史新高。据 USDA,2019 年 1-10 月美国生猪均价为 1.08 美元/kg, YoY+4.4%,当前中美猪肉价差已达 4-5 倍。美国一年猪肉产量约 1200 万吨,其中 20-25%出口,约 270 万吨,2019 年至今中国占比提升至 13%。2019 年 1-10 月出口至中国量已达 28.8 万吨,同比大增 123%。特别是 7 月以来每月出口至中国量突破 4 万吨,创新高。

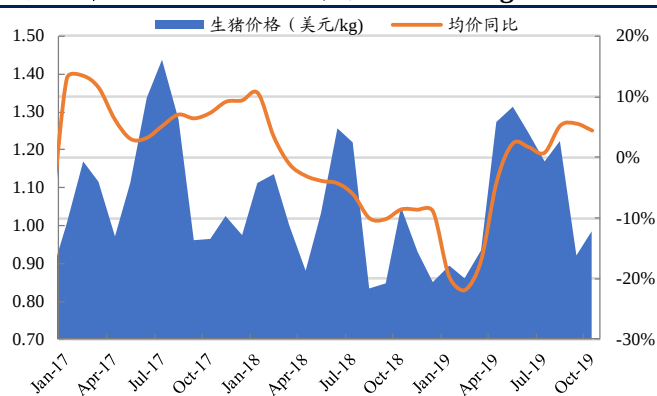
进口猪肉关税将从 72%降至 37%,2020 年进口量将继续大幅提升。贸易战前,我国对美猪肉进口的关税为 37%,贸易战以来已加征了 35%关税至 72%。若关税豁免成功,美国对中国的猪肉出口量 2020 年将继续大幅提升,带动生猪价格。

图7、1-10 月中国猪肉进口量同比+49%



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图8、年初至今美国生猪均价 1.08 美元/kg, YoY+4.4%



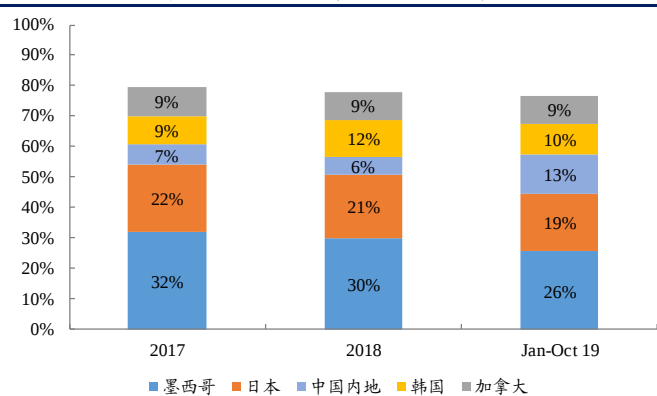
资料来源: USDA, 兴业证券经济与金融研究院整理

图9、美国 20-25%的猪肉产量用于出口, 约 270 万吨



资料来源: USDA, 兴业证券经济与金融研究院整理

图10、2019 年至今出口至中国比例提升至 13%



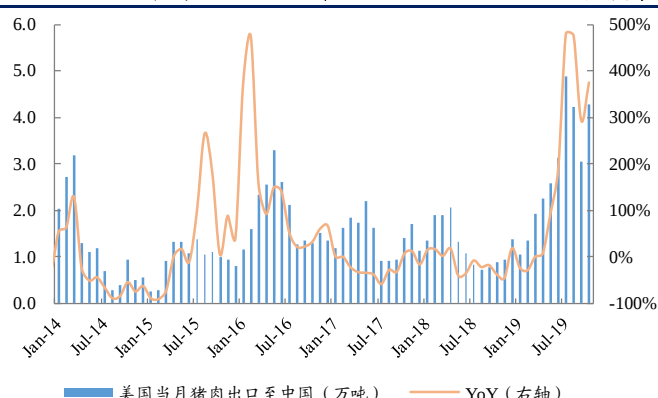
资料来源: USDA, 兴业证券经济与金融研究院整理

图11、1-10月美国出口至中国量累计同比+123.3%



资料来源: USDA, 兴业证券经济与金融研究院整理

图12、7月来每月出口至中国量突破4万吨,创新高



资料来源: USDA, 兴业证券经济与金融研究院整理

三、万洲 3Q 业绩弹性已显现, 高景气预计延续至 2020 年

● 美国业务

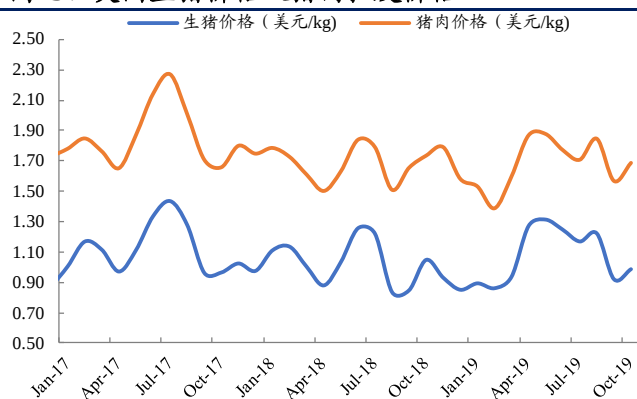
3Q19 美国业务收入同比增 1.3%，经营利润同比增 172.4%。主要由于有效的对冲策略和出口增加使得生猪养殖业务扭亏。

养殖: 3Q19 美国生猪价格其实是下跌的, 但养殖板块经营利润从去年同期的-8000 万美元扭亏至 8800 万美元, 这得益于有效的对冲手段。4Q19 美国猪价季节性低点, 但管理层表示对冲收益可完全抵消 4Q 养殖亏损并继续实现盈利。2020 年受益中国加大对美进口, 美国猪价有望提升, 再考虑到 1Q19 养殖亏损 1.57 亿美元的低基数, 美国养殖板块业绩将显著改善。

屠宰: 3Q19 屠宰业务实现环比减亏, 近几个月屠宰价差已开始回升, 公司表示 9 月开始美国屠宰业务已实现盈利, 预计 4Q19 将扭亏并实现同比增长。2020 年有望在今年低基数上进一步实现显著复苏。

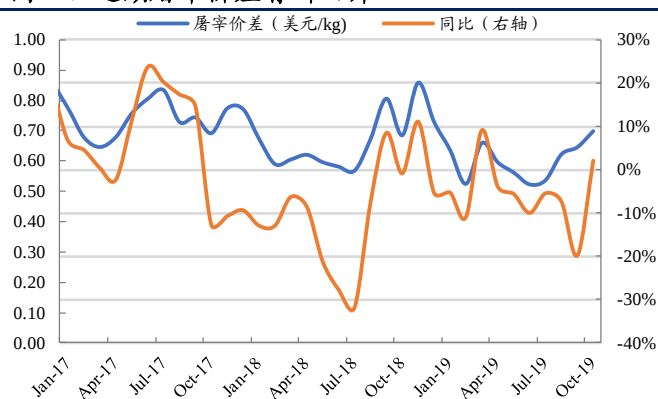
肉制品: 预计随着产品结构提升, 利润率基本稳定。

图13、美国生猪价格及猪肉批发价格



资料来源: USDA, 兴业证券经济与金融研究院整理

图14、近期屠宰价差有所回升



资料来源: USDA, 兴业证券经济与金融研究院整理

● 中国业务

3Q19 中国业务收入同比增 22.2%，经营利润同比增 18.3%，主要由于肉制品提价

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

和结构升级, 以及部分前期冻肉库存的消化。

屠宰: 3Q19 受益低价冻肉库存释放, 经营利润大增 122.6%。4Q19 继续受益低价冻肉库存, 2020 年在关税豁免后, 则将大幅受益于低价进口冻肉, 经营利润提升有望继续延续。

肉制品: 2019 年至今因成本上涨先后进行了 6 次提价, 年初 2.5%, 二季度 2.5%, 7 月 5%, 11 月 10%, 总共 20%, 从结果来看销量仍同比保持稳定。3Q19 肉制品吨利达 3300 元/吨, 主要由于低价冻肉库存的释放、提价和产品结构调整。4Q19 受益低价冻肉库存及持续增加的进口冻肉, 肉制品吨利有望维持高位, 预计吨利同比持平, 达 2800 元/吨。公司表示 2020 年将继续进行肉制品提价与结构调整保障肉制品利润率。

表 1、公司 2019 年经营情况

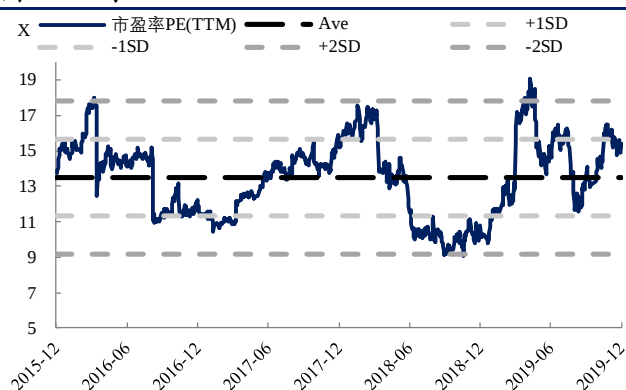
百万美元	19Q1	19H1	19Q1-3	Q1-3 YoY	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	Q3 YoY
收入	5,282	11,127	17,193	3.7%	5,466	6,020	5,282	5,845	6,066	11.0%
肉制品	2,866	5,886	8,893	10.0%	1,941	1,768	2,866	3,020	3,007	22.2%
生鲜猪肉	860	1,732	2,701	1.2%	908	788	860	872	969	6.7%
生猪养殖	1,816	3,744	5,537	16.4%	957	905	1,816	1,928	1,793	32.4%
其他	190	410	655	-66.7%	2	2	190	220	245	-100.0%
中国	1,764	3,745	6,117	10.0%	1,941	1,768	1,764	1,981	2,372	22.2%
肉制品	860	1,732	2,701	1.2%	908	788	860	872	969	6.7%
生鲜猪肉	833	1,851	3,118	16.4%	957	905	833	1,018	1,267	32.4%
生猪养殖	2	2	2	-66.7%	2	2	2	-	-	-100.0%
其他	69	160	296	44.4%	74	73	69	91	136	83.8%
美国	3,093	6,446	9,539	-0.7%	3,052	3,573	3,093	3,353	3,093	1.3%
肉制品	1,816	3,744	5,537	-0.2%	1,813	2,227	1,816	1,928	1,793	-1.1%
生鲜猪肉	1,145	2,400	3,476	-3.4%	1,136	1,192	1,145	1,255	1,076	-5.3%
生猪养殖	132	302	526	13.1%	103	154	132	170	224	117.5%
其他										
欧洲	425	936	1,537	8.5%	473	679	425	511	601	27.1%
肉制品	190	410	655	4.3%	222	288	190	220	245	10.4%
生鲜猪肉	151	349	607	16.7%	165	242	151	198	258	56.4%
生猪养殖	12	25	40	-2.4%	10	20	12	13	15	50.0%
其他	72	152	235	3.5%	76	129	72	80	83	9.2%
经营利润	341	765	1,295	7.2%	341	442	341	424	530	55.4%
肉制品	223	425	709	-1.3%	240	208	223	202	284	3.2%
生鲜猪肉	145	288	497	13.0%	197	148	145	143	209	17.8%
生猪养殖	80	125	194	n.a.	31	53	80	45	69	n.a.
其他	-5	-7	-10	n.a.	2	2	-5	-2	-3	n.a.
中国	223	425	709	-0.7%	240	208	223	202	284	18.3%
肉制品	145	288	497	-11.9%	197	148	145	143	209	6.1%
生鲜猪肉	80	125	194	54.0%	31	53	80	45	69	122.6%
生猪养殖	-5	-7	-10	-433.3%	2	2	-5	-2	-3	-250.0%
其他	3	19	28	33.3%	10	5	3	16	9	-10.0%
美国	110	294	501	23.4%	76	209	110	184	207	172.4%
肉制品	237	446	601	8.1%	162	229	237	209	155	-4.3%
生鲜猪肉	68	-15	-20	-1100.0%	17	46	68	-83	-5	-129.4%
生猪养殖	-157	-62	26	n.a.	-80	-68	-157	95	88	n.a.
其他	-38	-75	-106	n.a.	-23	2	-38	-37	-31	n.a.
欧洲	8	46	85	-3.4%	25	25	8	38	39	56.0%
肉制品	15	27	46	17.9%	12	11	15	12	19	58.3%
生鲜猪肉	-	-7	-18	-280.0%	-3	9	-	-7	-11	n.a.
生猪养殖	-6	24	54	63.6%	13	-4	-6	30	30	130.8%
其他	-1	2	3	-50.0%	3	9	-1	3	1	-66.7%
归母净利润	348	569	874	37.0%	124	305	348	221	305	146.0%
归母净利润(生物公允价值调整前)	196	463	820	8.5%	199	290	196	267	357	79.4%

资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

四、我们的观点：假设 2020 年出口至中国猪肉达 40 万吨，在美国生猪价格不变的情况下，35%的关税豁免可节约 1.62 亿美元，即带来 9%经营利润的增长。我们上调公司 2019-2021 年净利润 8.5%/4.4%/6.1%至 13.08/14.37/16.82 亿美元，上调目标价 6%至 10.6 港元，相当于 2019/2020 年 15.1/13.8 倍 PE，维持买入评级。

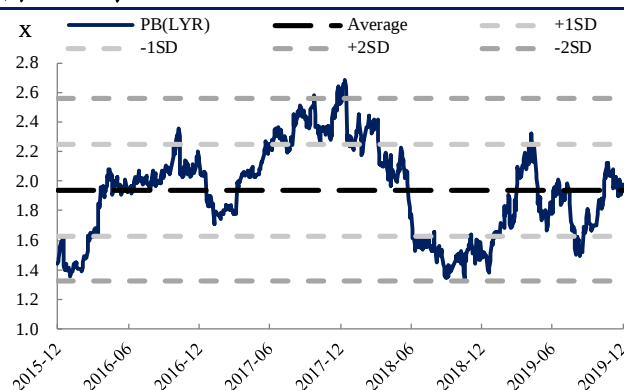
风险提示：食品安全及瘟疫蔓延，猪价超预期波动；汇兑风险；贸易政策

图1、公司 P/E band



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图2、公司 P/B band



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图3、公司港股通持股比例



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图4、公司股息率



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

附表

资产负债表					利润表				
单位:百万美元					单位:百万美元				
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	5,460	5,250	5,502	5,823	营业收入	22,605	24,428	26,590	28,158
货币资金	579	915	978	1,119	营业成本	17,907	19,542	21,405	22,470
交易性金融资产	-	-	-	-	毛利	4,698	4,886	5,185	5,688
应收账款	1,135	977	1,064	1,126	销售费用	2,139	2,260	2,460	2,619
其他应收款	430	345	359	365	管理费用	732	537	532	563
存货	2,969	3,014	3,102	3,213	其他经营费用	-339	-183	-99	-54
非流动资产	9,838	10,726	11,116	11,424	营业利润	2,166	2,271	2,293	2,560
可供出售金融资产	-	-	-	-	其他支出	74	73	80	84
长期股权投资	352	356	359	363	其他收入	98	122	133	141
投资性房地产	1	2	3	4	权益性投资损益	35	31	33	33
固定资产净值	5,300	5,327	5,329	5,332	非经营性损益	-21	12	13	14
商誉及无形资产	3,581	3,634	3,652	3,671	财务成本	115	122	133	113
土地使用权	175	177	179	180	利润总额	1,411	1,876	2,061	2,443
其他非流动资产	423	1,234	1,597	1,878	所得税	258	338	371	464
资产总计	15,298	15,977	16,618	17,247	净利润	1,153	1,539	1,690	1,979
流动负债	3,328	3,363	3,513	3,636	少数股东损益	210	231	254	297
短期借款及长期借款当期到期	819	778	739	702	归属母公司净利润	943	1,308	1,437	1,682
应付票据及账款	977	977	1,070	1,123	EPS(美元)	0.064	0.089	0.098	0.115
应缴税金	61	63	65	67	主要财务比率				
其他流动资产	1,471	1,545	1,639	1,743	会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
非流动负债	3,552	3,576	3,616	3,648	成长性(%)				
长期借款	2,259	2,282	2,282	2,282	营业收入增长率	1.01%	8.06%	8.85%	5.90%
其他	1,293	1,295	1,334	1,366	营业利润增长率	-20.98%	28.10%	9.89%	17.05%
负债合计	6,880	6,940	7,129	7,284	净利润增长率	-16.77%	38.69%	9.86%	17.07%
流动资产净值	2,132	1,887	1,989	2,187	盈利能力(%)				
股本	1	1	1	1	毛利率	20.78%	20.00%	19.50%	20.20%
未分配利润	7,745	8,132	8,539	8,966	净利率	5.10%	6.30%	6.36%	7.03%
少数股东权益	672	904	949	996	ROE	13.70%	17.03%	17.81%	19.86%
股东权益合计	8,418	9,037	9,489	9,963	偿债能力(%)				
负债及权益合计	15,298	15,977	16,618	17,247	资产负债率	44.97%	43.44%	42.90%	42.23%
现金流量表					流动比率	1.64	1.56	1.57	1.60
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E	速动比率	0.77	0.87	0.88	0.91
净利润	1,153	1,539	1,690	1,979	营运能力(次)				
折旧和摊销	437	450	464	478	资产周转率	1.48	1.53	1.60	1.63
营运资金的变动	-570	123	-263	-222	存货周转率	8.86	9.50	10.00	10.00
出售固定资产收到现金	20	18	16	15	每股资料(美元)				
资本性支出	-	-	-	-	每股收益	0.064	0.089	0.098	0.115
投资损失	1,197	856	795	988	每股经营现金	0.09	0.14	0.13	0.16
债务增加	8,658	8,745	8,832	8,920	每股净资产	0.57	0.62	0.65	0.68
债务减少	8,654	8,741	8,828	8,916	估值比率(倍)				
支付股利合计	795	907	1,047	1,222	PE	16.16	11.65	10.60	9.06
经营活动产生现金流量	1,255	2,101	1,917	2,355	PB	1.81	1.69	1.61	1.53
投资活动产生现金流量	-1,217	-874	-811	-1,002					
融资活动产生现金流量	-790	-903	-1,043	-1,218					
现金净变动	-752	324	64	135					
现金的期初余额	1,279	484	808	871					
现金的期末余额	484	808	871	1,007					

分析师声明

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，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了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、信源企业集团有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、朗诗绿色集团有限公司、永升生活服务集团有限公司、天美(控股)有限公司、云能国际股份有限公司、汇量科技有限公司、国际济丰包装集团、微盟集团、日照裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、管道工程控股有限公司、新东方在线科技控股有限公司、盛世大联保险代理股份有限公司、兑吧集团有限公司、慕尚集团控股有限公司、Medialink Group Limited、中国船舶(香港)航运租赁有限公司、思考乐教育集团、华检医疗控股有限公司、旷世控股有限公司、尚晋(国际)控股有限公司和四川蓝光嘉宝服务集团股份有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号：AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。