

食品饮料

茅台大会彰显信心，行业淡季需求稳健

-中泰食品饮料周报(第22周)

评级：增持（维持）

分析师：范劲松

执业证书编号：S0740517030001

电话：021-20315138

Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

分析师：龚小乐

执业证书编号：S0740518070005

Email: gongxl@r.qlzq.com.cn

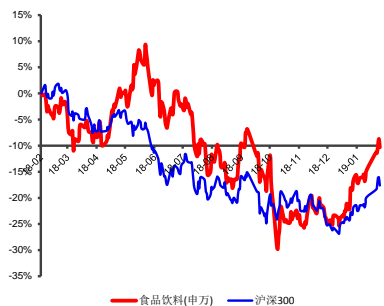
研究助理：熊欣慰

Email: xiongxiw@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	90
行业总市值(百万元)	2454678.058
行业流通市值(百万元)	2238277.270

行业-市场走势对比



相关报告

《啤酒行业深度报告：结构升级叠加产能优化，啤酒龙头演绎戴维斯双击 -对标美国啤酒龙头及中国啤酒先行指标》
2019.5.30

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评 级
		2017A	2018A	2019E	2020E	2017A	2018A	2019E	2020E		
五粮液	101.25	2.55	3.47	4.46	5.33	35.06	28.55	22.24	18.61	0.71	买入
古井贡酒	106.77	2.28	3.37	4.42	5.57	31.66	32.11	24.48	19.43	0.47	买入
口子窖	57.19	1.86	2.55	3.05	3.57	28.42	23.25	19.44	16.61	0.74	买入
中炬高新	38.73	0.57	0.76	0.91	1.17	42.78	45.76	38.34	29.82	0.83	买入
伊利股份	30.01	0.99	1.06	1.20	1.37	31.51	28.55	25.22	22.09	0.87	买入
元祖股份	24.90	0.85	1.01	1.44	1.72	27.87	23.97	16.81	14.08	0.76	买入

备注：股价为2019年5月31日收盘价。

投资要点

■ **5月组合：组合跑赢大盘。**本月推荐组合标的涨跌幅分别为五粮液(-1.08%)、古井贡酒(-9.17%)、口子窖(-9.74%)、中炬高新(7.43%)、伊利股份(-3.19%)、元祖股份(2.47%)，组合收益率为-2.22%。同期上证综指下跌-5.84%，组合领先上证综指3.62%。**6月推荐组合为：贵州茅台、五粮液、口子窖、绝味食品、中炬高新和伊利股份。**

■ **白酒：剑南春、今世缘跟进提价，次高端卡位再升级。**本周飞天茅台批价达到1950元以上，普五批价达到939-950元，名酒淡季价格继续保持坚挺。继前两周五粮液、老窖、郎酒、洋河、汾酒等名酒相继提价后，本周剑南春和今世缘继续跟进，其中水晶剑提价20元/瓶，国缘四开零售价及团购价提价30元/瓶，对开提价20元/瓶。我们认为，名酒抱团提价再次验证了行业需求稳健的趋势，剑南春和今世缘提价一方面是对此前名酒提价的被动跟随，另一方面是两者主动巩固在次高端价格带的市场地位，拔高水晶剑和国缘大单品的品牌形象，同时提振经销商信心。

■ **贵州茅台：人气高涨，行稳致远。**本周贵州茅台召开2018年度股东大会，会上保芳书记对当前市场所关心的热点话题予以回应，我们对重点信息梳理如下：

1) **关于集团营销公司**，公司明确集团营销公司不会伤害股东利益，茅台集团(大股东)不会与中小股东争利。集团营销公司的成立主要有三方面考虑，一是反腐败，即打破渠道腐败行为，二是补短板，即补齐除飞天之外其他产品的短板，三是促发展，即希望子板块均衡发展。

2) **关于产能**，公司计划到2020年茅台酒扩产能项目全部竣工，形成5.6万吨茅台酒产能，5.6万吨系列酒产能，且相当长时间内不再扩建。同时公司将建成5万吨中特库存，以熨平经济周期的波动。

3) **关于量价**，价方面，公司表示飞天茅台1499元的价格带来的利润已足够丰厚，短期内不会提价；量方面，未来将不发展新的经销商，不追加计划，同时将在一线城市增加直营渠道，直营份额已从之前500吨升至今年1600吨。

4) **关于2019年计划**，公司2019年目标营收增长14%，公司表示有一定压力但仍有信心全力以赴实现目标。

本次大会吸引了超过2000名投资者参加，参会人数创下历史之最，反映了投资者对于茅台的高度关注与偏好。我们认为，本次大会充分表达了公司稳健发展的态度和决心，既对当下营销公司等问题作出诚恳表态，又对公司长远发展规划作出勾勒。公司当前营销体制改革、扩产能、

不提价都是意在长远，不寻求短期提速，而追求长远发展，我们看好茅台行稳致远，公司长期增长空间仍足，将引领行业不断向前发展。

- **青岛啤酒：预计 2019H1 销量回归平稳增长，成本压力同比改善。**（1）销量：2019 年啤酒行业回暖，但预计一季度销量高增长不可持续。青岛啤酒一季度销量超预期，一方面经销商对提价有预期，Q2 旺季提前备货；另一方面今年销售端加大业绩分享力度，销售人员和经销商积极性高，一季度实现开门红。渠道调研反馈 4-5 月青岛啤酒销量出现下滑，1-5 月销量小个位数增长。（2）价格：2018 年青岛啤酒 ASP 提升 4.2%，其中直接提价贡献约 1 个 pct，主要依靠结构升级。今年公司仍会大力度推进产品结构升级，并实现提价常态化。（3）成本：由于青啤自身商业模式，旧瓶回收率对比同行偏低，今年公司通过经销商激励政策加大旧瓶回收力度以控制成本。我们预计全年玻瓶影响将增加成本约 4 亿，按玻璃瓶占成本的 35%估算，玻瓶涨幅约 7%，相比 2018 年两位数涨幅收窄。（4）关厂：公司持续推进关厂提效动作，集中在规模偏小、竞争力较弱的工厂，20 万吨级工厂关闭可能性较小。去年华东关闭 2 家工厂，一是华东亏损大，二是收购三得利后部分工厂覆盖市场重合，存在供应链优化空间。（5）增值税：2019 年 4 月起增值税税率从 16%下调到 13%，部分投放渠道进行支持，预计将增厚公司利润约 10%。
- **涪陵榨菜：渠道库存改善，积极推进渠道下沉+新渠道开拓。**（1）一季度受高基数拖累，5 月渠道库存改善。2017Q4 原材料紧缺供货较弱，2018Q1 原料充足后收入大幅增长，导致 2019Q1 基数较高增长放缓。公司 4 月份调整销售政策，缩短考核周期、考核范围从总收入到分品类，提高销售人员与经销商积极性。一季度公司渠道库存为 1.5-2 个月偏高水平，5 月份库存好转，恢复至 1.5 个月水平。（2）落实渠道下沉，开拓下线经销商。公司推进办事处裂变，渠道下沉从经销商层面转向公司主导，从原来依靠省城经销商辐射转向新招下线经销商，新增经销商约 300 家。目前办事处、省区经理已到位，人员还在引入阶段，计划销售人员要从 400 人增长到约 700 人。（3）新零售加速布局，逐步切入餐饮渠道。公司渠道发生变化，销售公司下设除流通渠道、商超渠道外，新增新零售和餐饮渠道。新零售方面，公司重视外卖和社区团购平台的开拓，尤其是地区连锁外卖，以 22g 小包装产品形式切入。餐饮渠道采用 800g 大包装产品，性价比高。公司要求现有经销商开拓餐饮渠道，自身也积极开拓餐饮经销商。
- **煌上煌：老字号，新征程。**
 1. **股权激励激发业绩动力，未来三年步入快速扩张期。**公司 19Q1 收入 5 亿，+20%；利润 6387 万，+27%，业绩稳健高增，同时预增公告 2019H1 预计净利润同比+20-60%。2019 年全年预计营收 22 亿元，增速超 15%；净利润 2.10 亿元（扣除摊销 2019 年限制性股票激励费用预计 3666.41 万元），增速 20%以上。公司核心变化是管理机制变化，激励到位提高员工积极性。核心高管+技术骨干 234 人股权激励，渠道销售奖励丰厚，完成度奖、开店奖、同店增长奖，大区+门店 pk 奖等季度兑现，深度捆绑高管、销售、加盟商利益，奖金丰厚，动力十足。2019-2020 年股权激励对赌条件：三年利润翻倍，2020 年利润不低于 2.82 亿元，2021 年不低于 3.24 亿元，有望提前完成。
 2. **我们思考公司业绩高增的驱动因素？**1）卤肉制品行业高增长、集中

度低,区域扩张空间较大。根据 Frost & Sullivan 数据,预计 2015-2020 年休闲卤制品零售额复合增速 18.8%,至 2020 年市场规模将达到 1235 亿元,CR3 市占率 17%,随着卤味夫妻店逐渐被淘汰,行业集中度提升趋势明显。**公司鲜货产品门店加速扩张**,我们渠道调研了解,2019 年门店有望净增加 1000 家(2018 年 3008 家门店),增速有望提高到 30% 以上。江西、福建、广东优势市场保持和下沉(深圳门店扩张很快),江浙沪、贵阳、北方等市场开高铁、机场高势能门店。一二线开高势能店与绝味、周黑鸭的差异点是产品,核心热销产品鸭掌、酱牛肉、酱鸭有独特口感差异化优势。2) **生产配送销售供应链优化,保障门店存活率。生产上,全国六大生产基地中,预计未来设立 3-4 个大型核心基地,生产聚集政策税收优惠区,发挥规模效应+低成本优势。规划 5-6 个小型基地,如广东等高成本基地逐渐改造成产品分捡基地,可降低原规划新建工厂的折旧摊销,优化后成本减少大于运费增加。公司经历 26 年发展历史,拥有成熟的自建+第三方冷链物流体系。加盟商管理上,销售人员+人才储备翻倍增至 400 人,5 大区裂变为 12 个省区办事处管理加盟商,CRM 系统日配监控终端+门店稽查惩罚体系确保食品安全。**3) **米面制品收入占比 18%,基数小,增速快:**真真老老江粽子江浙市场知名度高,16-18 年收入复合增速 30% 以上增长,2018 年 3.5 亿收入,传统文化品牌标签+品类丰富和产品研发能力强,新品传人粽热销,保障营收利润高增长。4) **原材料储备管控+产品结构升级保障毛利率水平稳健。**公司低价鸭副产品原料储备 4-5 月,预计全年鸭价高位震荡。不同于绝味、周黑鸭聚焦休闲鸭类卤味,煌上煌产品丰富繁多更像卤味店,江西市场餐桌文化盛行,未来老化产品逐渐砍掉,主推热销高毛利产品,增加锁鲜装,结构升级稳步推进。

- **投资策略:**行业结构性机会依旧明显,即使经济增速下行,运营能力强的企业仍具较好的竞争力和业绩的确定性。参照美国、日本等发达国家的发展经验,消费都是经济增长的绝对主力,中长期领涨。后期减税降费发力以及外资的流入,食品饮料板块有望不断超预期。当下核心上市公司估值不贵,我们长期最看看高端白酒。重点推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖、古井贡酒、口子窖、顺鑫农业、洋河股份、山西汾酒等;啤酒板块行业拐点已现,持续推荐华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒;食品重点推荐中炬高新、元祖股份、海天味业等,保健品行业建议关注汤臣倍健,肉制品行业积极关注龙头双汇发展等。
- **风险提示:**三公消费限制力度加大、消费升级进程放缓、食品安全。

内容目录

市场回顾与盈利预测	- 5 -
每周市场回顾: 板块落后综指-0.41%, 子板块调味发酵品涨幅居前	- 5 -
2019年5月投资组合: 五粮液、古井、口子窖、中炬高新、伊利、元祖... ..	- 5 -
最新重点报告观点(第22周)	- 7 -
啤酒行业深度报告: 结构升级叠加产能优化, 啤酒龙头演绎戴维斯双击 -对标美国啤酒龙头 及中国啤酒先行指标	- 7 -

图表目录

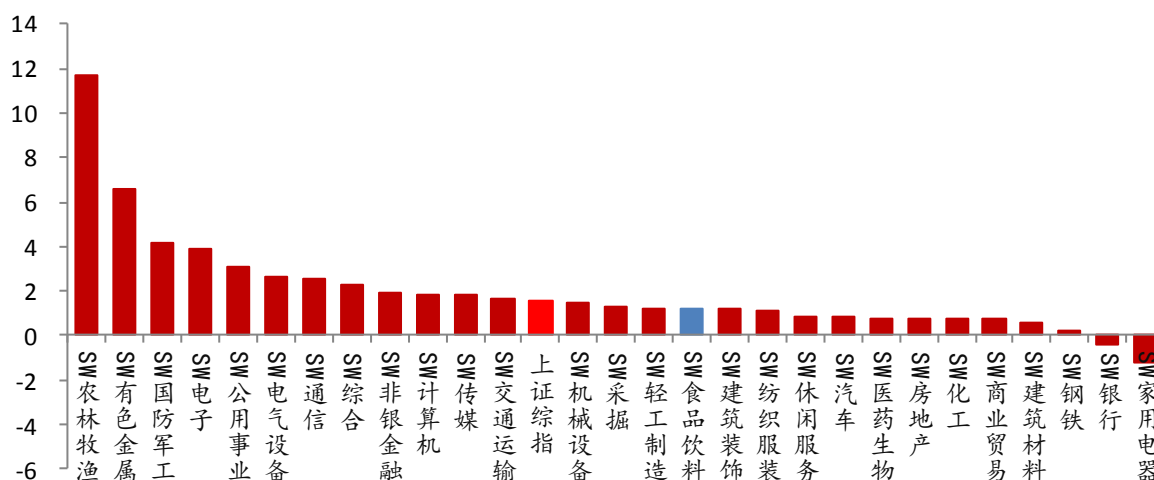
图表1: 食品饮料行业周上涨为1.19%, 落后上证综指0.41%	- 5 -
图表2: 子板块调味发酵品居前	- 5 -
图表3: 周涨跌幅前五个股一览	- 5 -
图表4: 5月组合收益率为-2.22%	- 6 -

市场回顾与盈利预测

每周市场回顾：板块落后综指-0.41%，子板块调味发酵品涨幅居前

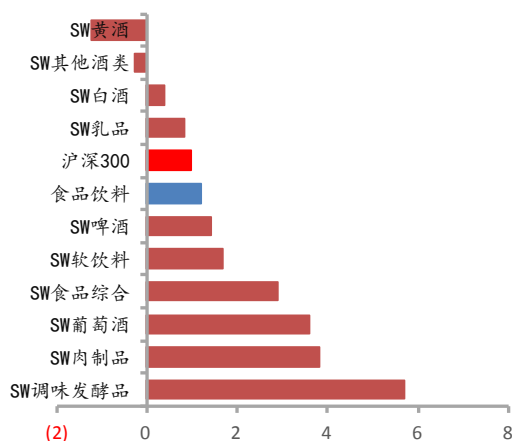
- **市场回顾：**本周上证综指上涨 1.60%，食品饮料板块上涨 1.19%，落后上证综指 0.41 个百分点。子板块方面调味发酵品、肉制品、葡萄酒、食品综合、软饮料、啤酒、乳品和白酒分别上涨 5.71%、3.81%、3.59%、2.91%、1.67%、1.42%、0.82% 和 0.40%。其他酒类和黄酒分别下跌-0.29% 和-1.25%。个股方面，金字火腿（18.49%）领涨板块。

图表 1：食品饮料行业周上涨为 1.19%，落后上证综指 0.41%



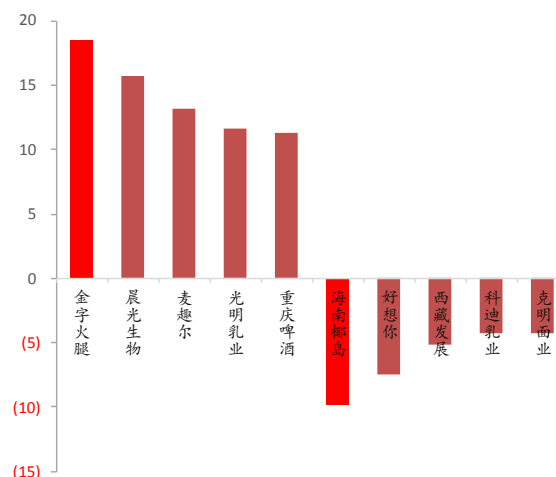
来源：wind、中泰证券研究所

图表 2：子板块调味发酵品居前



来源：wind、中泰证券研究所

图表 3：周涨跌幅前五个股一览



来源：wind、中泰证券研究所

2019 年 5 月投资组合：五粮液、古井、口子窖、中炬高新、伊利、元祖

- 5 月推荐组合：五粮液、古井、口子窖、中炬高新、伊利 股份、元祖股

份。当月内六者涨跌幅分别为五粮液 (-1.08%)、古井贡酒 (-9.17%)、口子窖 (-9.74%)、中炬高新 (7.43%)、伊利股份 (-3.19%)、元祖股份 (2.47%)，组合收益率为-2.22%。同期上证综指下跌-5.84%，组合领先上证综指 3.62%。**6月推荐组合为：贵州茅台、五粮液、口子窖、绝味食品、中炬高新和伊利股份。**

图表4：5月组合收益率为-2.22%

公司名称	代码	权重	5月区间涨跌幅	核心推荐理由	组合收益率
五粮液	000858.SZ	17%	-1.08%	普五动销显著好于市场预期，性价比优势凸显；下半年普五提价，业绩有望量价齐升。	-2.22%
古井贡酒	000596.SZ	17%	-9.17%	持续费用投入提升品牌势能，古8进入放量增长阶段；省内消费升级趋势显著，省外市场表现逐步向好，利润弹性有望充分释放。	
口子窖	603589.SH	17%	-9.74%	2018和19Q1利润增速均超预期，200元以上产品快速放量，结构换挡升级显著，目前估值21倍，具备性价比优势。	
中炬高新	600872.SH	17%	7.43%	19Q1调味品主业加速增长，盈利能力继续提升；公司转变为民营体制，宝能入主后公司激励机制有望加强。	
伊利股份	600887.SH	17%	-3.19%	市占率加速提升，利润稳健增长，渠道和品牌壁垒正在逐渐增强，有望进入利润释放期。	
元祖股份	603886.SH	17%	2.47%	门店持续扩张，结构升级+成本因素驱动毛利率提升，费用稳健，预计利润维持较快增长。	

来源：wind、中泰证券研究所

图表5：重点公司盈利预测表

股票名称	股价(元)	市值(亿元)	EPS			PE		
			2017A	2018A	2019E	2017A	2018A	2019E
贵州茅台	890.00	11178.4	21.56	28.02	33.05	41.3	31.8	26.9
五粮液	101.25	3843.5	2.55	3.47	4.46	39.7	29.1	22.7
泸州老窖	70.63	990.2	1.75	2.38	2.75	40.4	29.7	25.7
洋河股份	114.36	1723.4	4.40	5.39	6.16	26.0	21.2	18.6
古井贡酒	106.77	538.1	2.28	3.37	4.42	46.8	31.7	24.2
山西汾酒	56.52	489.5	1.09	1.69	2.10	51.9	33.4	26.9
口子窖	57.19	343.1	1.86	2.55	3.05	30.7	22.4	18.8
水井坊	46.99	229.8	0.69	1.19	1.59	68.1	39.6	29.6
沱牌舍得	26.22	88.4	0.43	1.02	1.33	61.0	25.7	19.7
顺鑫农业	41.20	235.3	0.77	1.30	2.27	53.5	31.6	18.1
伊力特	17.43	76.9	0.80	0.97	1.34	21.8	18.0	13.0
老白干酒	15.53	68.0	0.37	0.54	1.04	42.0	28.8	14.9
迎驾贡酒	17.17	137.4	0.83	0.97	1.03	20.7	17.7	16.7
伊利股份	30.01	1839.3	0.99	1.06	1.20	30.3	28.3	25.0
绝味食品	48.59	199.2	1.26	1.56	1.95	38.6	31.1	24.9
元祖股份	24.90	59.8	0.85	1.01	1.44	29.3	24.7	17.3
青岛啤酒	48.61	656.2	0.94	1.05	1.37	1.6	46.2	35.5
重庆啤酒	44.69	216.3	0.68	0.83	1.02	65.7	53.8	43.8
中炬高新	38.73	308.7	0.57	0.76	0.91	67.9	50.8	42.6
海天味业	100.20	2711.4	1.31	1.62	1.94	76.5	61.9	51.6
安琪酵母	29.28	96.6	1.03	1.04	1.41	28.4	28.2	20.8
双汇发展	25.07	827.3	1.31	1.49	1.65	19.1	16.8	15.2
恒顺醋业	14.59	88.0	0.47	0.39	0.44	31.0	37.5	33.2
光明乳业	10.39	127.2	0.50	0.28	0.68	20.8	37.1	15.3

来源：wind、中泰证券研究所

最新重点报告观点（第22周）

啤酒行业深度报告：结构升级叠加产能优化，啤酒龙头演绎戴维斯双击 -对标美国啤酒龙头及中国啤酒先行指标

- **核心观点：**2018年12月以来我们持续发布多篇报告推荐啤酒板块，强调行业竞争格局从价格战转向结构升级，应积极关注ASP提升。同时行业内企业积极优化产能、提高产能利用率、降本增效。此外，期待未来格局优化后费用率进入下行周期。本文从对比视角出发，借鉴美国啤酒龙头安海斯-布希及中国啤酒先行指标重庆啤酒的经验，我们认为中国啤酒龙头华润啤酒和青岛啤酒将演绎戴维斯双击。
- **美国：消费升级+格局优化，龙头盈利能力与估值双击。**
- **(1) 结构升级带动均价上升，推升企业毛利率。**1960-1980年美国高端啤酒的市场份额从20.2%提升至62.9%，期间价格的CAGR为3.5%；1980年至今精酿、进口、超高端占比从8.7%提升至35.1%，价格的CAGR为2.9%。

安海斯-布希的毛利率从1987年的35.6%提升至2003年的40.3%；并购后的百威英博北美2009-2018年的吨酒收入从1150提升至1400美元/千升，毛利率从51.4%提升至62.7%。

- **(2) 格局优化费用率下行，精酿冲击后龙头费用率上升。**1947-1981年美国前五大啤酒厂的市场份额从19%提升至75.9%，2000年前三大已占据约80%的份额，其中安海斯-布希的市占率接近50%。1987-1994年随行业集中度提升，安海斯-布希龙头地位持续加固，公司营业开支/收入从21.9%下降至16.8%。2010年精酿啤酒厂快速扩张侵蚀了传统的工业啤酒巨头的份额，2010-2018年安海斯-布希的份额从50%下降至42%，米勒-康胜的份额从30%下降至24%，导致2012年后百威英博北美地区营业开支/收入从约20%提升至28%。
- **(3) 英博收购安海斯-布希后迅速进行产能优化节约成本。**2009-2014年百威英博北美单位销量的折旧摊销从72.3下降至62.1美元/千升。2008年北美员工数为21871人，2014年下降至15348人。
- **(4) 盈利能力提升推动安海斯-布希估值中枢上移。**1987-2004年安海斯-布希的EBITDA利润率从17.6%提升至28.8%，净利率从7.4%提升至15.0%，EV/EBITDA从7倍上升至12倍。
- **中国：重庆啤酒率先升级+优化供应链，实现盈利能力提升。**
- **(1) 中高档啤酒占比上升，吨酒收入持续上行。**2013-2018年，我国高端及超高端消费量占比从10.9%提升至16.4%，但对比美国的42.1%提升空间大，预计2023年占比将提升至19.9%。重庆啤酒率先升级，2015-2018年高中低档销量的CAGR分别为2.5%、2.1%、-16.9%。2014-2018年山城（定位4元）销量从74万吨下降到仅12万吨，重庆（定位6元）和乐堡（定位8元）销量上升。2013-2018年重庆啤酒吨酒收入从2731提升至3544元/千升，CAGR为5.4%，剔除委托加工后啤酒业务的毛利率从2015年的39%上升至2018年的46%。
- **(2) 优化供应链降本增效，节约吨酒人工和制造费用。**重庆啤酒2014年率先关厂优化产能，工厂数从23减少到14家，同时生产人员从3272人减少到1068人。剔除包销嘉威的部分，2015-2018年公司吨酒人工成本从169下降至120元千升/吨，酒制造费用从596下降至477元/千升，产能优化大幅节约了生产成本。
- **(3) 结构升级和产能优化推动盈利能力提升。**2015-2018年重庆啤酒EBITDA利润率提升15.1个pct，剔除销售费用、管理费用、资产减值损失的影响，结构升级对利润率的提升约3.3个pct。2014-2018年关厂对利润率的提升贡献约2.1个pct。2016年随公司盈利能力转正并持续提升，重庆啤酒PS从1.7倍上升至4.4倍以上。
- **中国啤酒龙头有望实现盈利能力和估值双击。**2017年以来青岛啤酒和华润啤酒开始升级产品结构并优化产能。2018年华润中档及以上销量增长4.8%，整体销量下降4.5%；青啤高端、主品牌、整体销量分别增长5.98%、3.97%、0.76%。2018年华润和青啤吨酒收入分别增长12.2%和4.2%。产能优化方面，华润2017和2018分别关闭5家和13家工厂，青岛啤酒2018年关闭2家。参考重庆啤酒，我们估算青岛啤酒和华润啤酒的净利率分别能达到12%和12.4%，而2018年两者的净利率仅5.9%和3.0%。同时根据安海斯-布希及重庆啤酒的经验，青啤和雪花利润率上升将伴随着估值中枢的上移。若仅考虑ASP的提升，按4-5%的中性ASP

提升速度测算，三年后青岛啤酒和华润啤酒的 PE 估值在 25 倍左右。

- **投资建议:**啤酒行业人均销量变化不大，而消费升级、吨价提升将是未来啤酒行业发展需求端的核心驱动力，格局优的标的有望持续受益。国内啤酒行业正在进入新阶段，CR5 有望逐步向 CR4 甚至是 CR3 变化。若五家变四家甚至变成三家，或者份额拉开，无论是国际经验还是国内区域市场主导企业的盈利能力都证明了行业格局改善后竞争趋缓费用存在下降的可能，盈利能力存在较大的提升空间。同时以重啤为代表的公司已率先完成产能优化，其余企业跟进，通过提升产能利用率节约成本。按照现有的格局推演，我们认为行业受益的先后顺序分别是华润啤酒、青岛啤酒、嘉士伯(重庆啤酒)等。
- **风险提示:**因不可抗要素带来销量的下滑;市场竞争恶化带来超预期促销活动

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15% 之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10% 以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10% 以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10% 以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，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“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。