

轻工制造行业：烟草专题

全球视野观察，下行周期具韧性，成长节奏看创新

分析师： 赵中平



SAC 执证号: S0260516070005

SFC CE.no: BND271



0755-23953620



zhaozhongping@gf.com.cn

核心观点：

- **本文逻辑及研究意义：判断烟草产销量增长的稳健性，以及长期发展路径，为烟标企业业绩预期提供指引**

劲嘉股份、东风股份等烟标企业作为中国烟草公司的供应商，其订单收入情况与下游烟草生产消费密切相关。市场普遍关心在经济下行环境中，烟草行业的短期增速是否会受到冲击，以及控烟大环境下烟草公司的长期成长逻辑。本文选择四大跨国烟草公司之一的菲莫国际为研究对象，通过分析菲莫国际在经济下行阶段中的业绩表现，探求烟草消费是否具备抗周期性。

经过分析，本文主要得出结论如下：1、通过复盘菲莫国际，我们认为，**烟草消费量在经济危机中具备一定韧性**，市场扩张、产品创新等因素是对冲经济下行的一种良好手段。2、重税控烟政策决定了传统烟草长期下行的局面，但我们预期国内下一次加税不会太快发生，国内烟草的销量有望在未来几年保持稳健。3、对烟草消费量的预期，应当更加关注人口因素、产品因素、控烟政策等因素。**国内烟草通过不断推出新品、创新产品（细支烟等），未来有望维持稳健增长**。4、菲莫国际 IQOS 产品的业绩表现，印证了新型烟草作为烟草新动力的确定性。5、继续看好劲嘉股份，其受益于下游需求的稳健增长与产品中标率的提升，又长期受益于新型烟草行业的发展。

- **烟草消费量在经济危机中具备一定韧性，市场扩张、产品创新等是对冲经济下行的良好手段**

1) 菲莫国际出货量：2008 年全球金融危机背景下，菲莫国际出货量实现与上年基本持平，主要得益于其外延扩张策略、产品创新能力。2) 国内烟草销量：宏观经济下行、烟草税利政策是我国烟草销量增速下滑的原因，我们认为其中烟草税利政策更为重要，并判断后续短期内再加税可能性不大，烟草销量有望保持稳健增长。

- **烟草成长更关注人口、产品因素动：新品、创新产品、新型烟草缔造成长动力**

1) 国内烟草行业借助新品推出、创新烟草推出等方式，实现了近年来烟草销量的重新回暖。我们认为，凭借新品、创新烟草的流行趋势，后续国内的烟草销量将继续维持稳健增长；2) 菲莫国际 IQOS 产品的成功，说明新型烟草作为烟草行业下一发展阶段的确定性；3) 继续看好受益下游需求增长、积极布局新型烟草的劲嘉股份，公司推荐详细逻辑参见此前报告：《烟标主业向阳而生，大包装破茧成蝶》、《彩盒包装不断突破，全年业绩增速亮眼》。

- **风险提示**

国内烟草消费习惯与国际环境存在差异；国内新型烟草政策放开、产业推动不及预期；烟草加税政策再一次推出的风险。

相关研究：

定制家具行业:新时代需新体系，拐点孕育新机遇	2019-02-13
轻工制造行业:追本溯源，寻生活用纸龙头竞争壁垒与天花板	2019-01-27
轻工制造行业:2018Q4 轻工板块基金重仓分析	2019-01-25

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

本报告联系人： 徐成 0755-29953620 xucheng@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	评级	货币	股价	合理价值	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
				2019/2/18	(元/股)	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
劲嘉股份	002191.SZ	买入	人民币	9.24	10.03	0.49	0.58	19.0	16.0	19.2	14.8	10.80%	12.10%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

目录索引

一、本文逻辑及研究意义.....	5
二、烟草消费是否具备抗周期性?	6
2.1 从菲莫国际卷烟销量来看, 烟草消费量在经济下行中具备一定韧性.....	6
2.2 国内市场: 重税控烟致使烟草销量增速下行, 预期下一次提税不会太快实施.....	7
三、烟草成长更关注政策、人口、产品因素.....	10
3.1 控烟政策、人口因素、产品因素, 是烟草销量的重要因素.....	10
3.2 新型烟草, 是烟草行业的长期增长活力来源.....	11
风险提示	14

图表索引

图 1: 菲莫国际出货量增速 vs 全球 GDP 增速	6
图 2: 菲莫国际欧盟市场出货量增速 vs 相关地区 GDP 增速	6
图 3: 菲莫国际拉丁美洲市场出货量增速 vs 相关地区 GDP 增速	6
图 4: 菲莫国际中东等市场出货量增速 vs 相关地区 GDP 增速	7
图 5: 菲莫国际亚洲市场出货量增速 vs 相关地区 GDP 增速	7
图 6: 我国卷烟销量增速 vs 国内实际 GDP 增速	8
图 7: 我国卷烟销量增速 vs 人均可支配收入增速	8
图 8: 我国烟草税利情况	8
图 9: 菲莫国际各烟草品牌出货量增速	10
图 10: 2012-2017 年上市卷烟新品数量	11
图 11: 2012-2017 年行业上市新品价区分布	11
图 12: 全国烟草创新产品销量、销售额情况	11
图 13: PMI IQOS 产品系列	12
图 14: PMI 产品收入结构	12
图 15: IQOS 用户增长	12
图 16: 我国细支烟销量 (万箱)	13
图 17: 我国细支烟销量占总销量比重	13
图 18: 2017 年烟草创新产品构成	13
图 19: 公司研发人员数量	14
图 20: 公司研发投入情况	14
表 1: 烟草税收政策内容梳理	8
表 2: 相关可比公司估值表	15

一、本文逻辑及研究意义

劲嘉股份、东风股份等烟标企业作为中国烟草公司的供应商，其订单收入情况与下游烟草生产消费密切相关。烟标企业在与中烟公司长期合作中，顺应下游行业趋势也逐步渗透了新型烟草等领域，未来期望能够切入电子烟配套烟具的研发制造销售。烟标企业的经营情况与大型烟草公司的销售紧密绑定，市场也普遍关心在经济下行环境中，烟草行业的短期增速是否会受到冲击，以及控烟大环境下烟草公司的长期成长逻辑。

本文选择四大跨国烟草公司之一的菲莫国际为研究对象，通过分析菲莫国际在经济下行阶段中的业绩表现，探求烟草消费是否具备抗周期性。并且，菲莫国际作为减害产品领头羊，其IQOS在全球市场取得良好反响，也是我们印证烟草公司长期成长路径的重要案例。

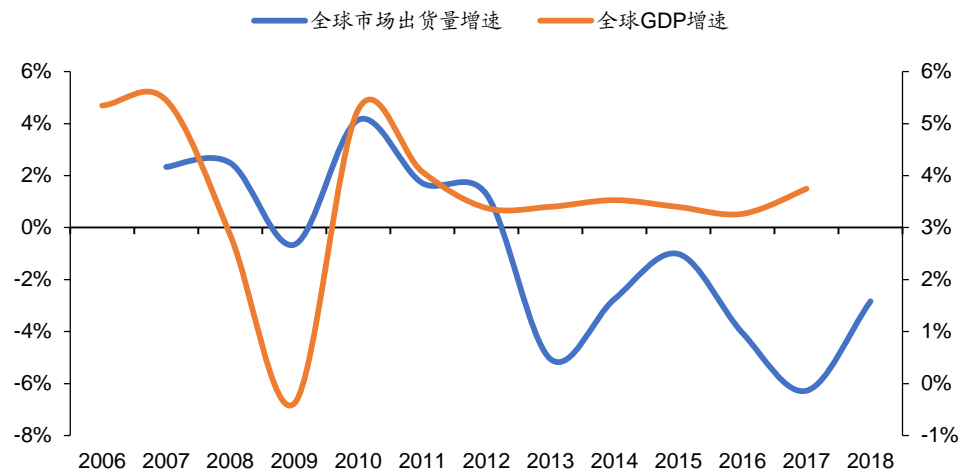
经过分析，本文主要得出结论如下：

- 1、通过复盘菲莫国际，我们认为，**烟草消费量在经济危机中具备一定韧性**，市场扩张、产品创新等因素是对冲经济下行的一种良好手段。
- 2、重税控烟政策决定了传统烟草长期下行的局面，但我们预期国内下一次加税不会太快发生，国内烟草的销量有望在未来几年保持稳健。
- 3、对烟草消费量的预期，应当更加关注人口因素、产品因素、控烟政策等因素。**国内烟草通过不断推出新品、创新产品（细支烟等），未来有望维持稳健增长。**
- 4、菲莫国际IQOS产品的业绩表现，印证了新型烟草作为烟草新动力的确定性。
- 5、继续看好劲嘉股份，受益于下游需求的稳健增长与产品中标率的提升，又长期受益于新型烟草行业的发展。

二、烟草消费是否具备抗周期性？

2.1 从菲莫国际卷烟销量来看，烟草消费量在经济下行中具备一定韧性
经济危机背景下菲莫国际烟草出货量具备一定的韧性，出货量下行程度低于GDP下行程度。对比菲莫国际烟草销量增速与全球GDP增速，可以看到：2008年全球金融危机背景下，菲莫国际卷烟全球出货量受到冲击，但相比于GDP大幅下滑，菲莫国际出货量增速下滑幅度较低；2011年之后全球GDP保持平稳增速，而菲莫国际烟草出货量总体在走低。

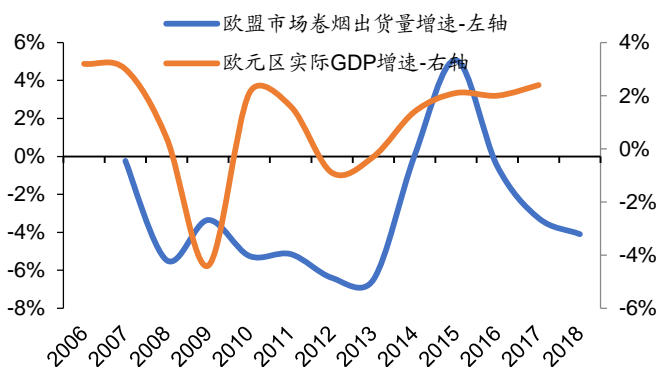
图1：菲莫国际出货量增速vs全球GDP增速



数据来源：PMI 年报、世界银行、广发证券发展研究中心

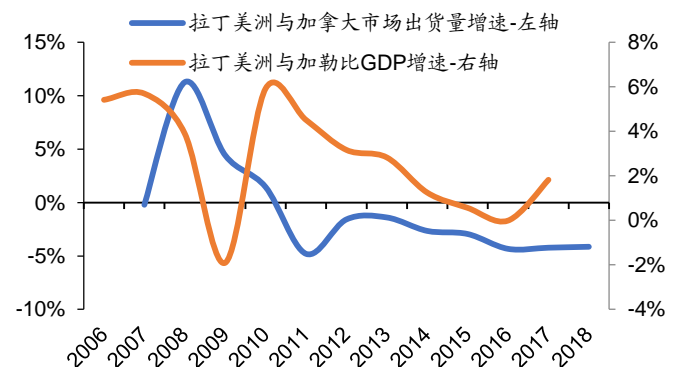
注：GDP 基于购买力平价（2005 价），下同

图2：菲莫国际欧盟市场出货量增速vs相关地区GDP增速



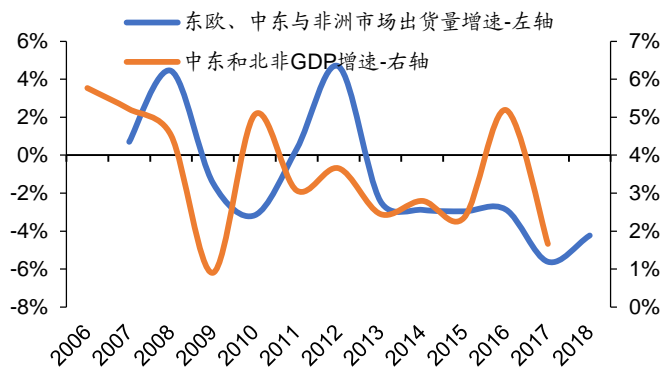
数据来源：PMI 年报、世界银行、广发证券发展研究中心

图3：菲莫国际拉丁美洲市场出货量增速vs相关地区GDP增速



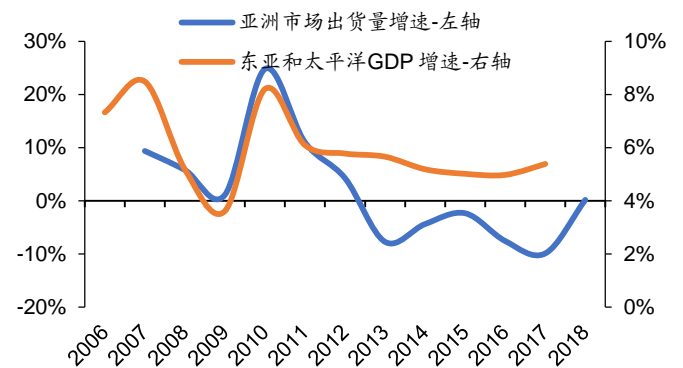
数据来源：PMI 年报、世界银行、广发证券发展研究中心

图4: 菲莫国际中东等市场出货量增速vs相关地区GDP增速



数据来源: PMI 年报、世界银行、广发证券发展研究中心

图5: 菲莫国际亚洲市场出货量增速vs相关地区GDP增速



数据来源: PMI 年报、世界银行、广发证券发展研究中心

第一阶段 (2007~2010年): 外延扩张+产品创新抵御经济下行

此阶段, 全球经历金融危机, 尤其 2009 年全球 GDP 增速大幅下行。在此背景下, 菲莫国际通过外延并购、积极发展产品创新的方式, 减少了出货量受宏观经济的冲击, 2009 年出货量与上年相对保持平稳。

2008 年, 根据公司年报披露, 菲莫国际的卷烟发货量为 8698 亿支, 增长了 2.5%。1) 外延收购上, 公司收购加拿大乐富门等公司, 剔除收购影响后, 公司出货量同比增长 1.0%。2) 品牌发展上, 菲莫国际核心品牌万宝路 (Marlboro) 销量 621.4 万箱, 同比增长 0.2%, 尽管与去年持平, 与 2001 年相比仍然处于下滑趋势中; L&M 销量达 184.8 万箱, 比上年减少 4.6%。为避免传统核心品牌老化带来的市场风险, 菲莫国际积极发力其他重点品牌 Chesterfield、Parliament、Virginia Slims 则分别增长 13.7%、20.0%、8.2%。

2009 年, 根据公司年报披露, 菲莫国际卷烟出货量 8640 亿支, 同比减少 0.7%。全球 GDP 增速大幅下滑背景下, 公司在亚洲地区保持正增长, 但是欧盟 (Europe) 以及东欧、中东和非洲地区 (EEMA) 市场下滑严重, 致使总体出货量走低。这些地区主要受波罗的海、西班牙、乌克兰等地经济危机影响。

第二阶段 (2011~2018): 全球控烟力度步步推高, 菲莫国际卷烟出货量趋势走低

全球绝大多数国家签署《烟草控制框架公约》, 重烟控税成为全球主要国家的控烟手段。烟草价格的提升, 促使一些经济承受能力弱的烟民减少吸烟甚至戒烟, 菲莫国际的销量也在逐年下滑。此外, 针对烟草公司的诉讼在日益高涨, 税收提升背景下非法烟草贸易也愈发猖獗, 造成了菲莫国际烟草出货量进一步受冲击。

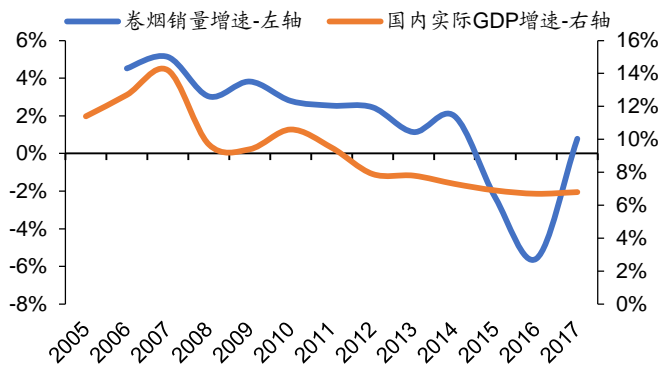
公司积极采取方式应对市场压力, 但出货量仍是走低趋势。以 2013 年公司南欧国家市场为例, 南欧国家政府大幅提高卷烟消费税致使公司在南欧销售压力明显增加, 当地消费者倾向于选择低价烟, 甚至转而寻求购买非法卷烟。公司为应对压力, 转而推出自卷烟、聚焦中档品牌 L&M 等。

2.2 国内市场: 重税控烟致使烟草销量增速下行, 预期下一次提税不会太快实施

国内烟草销量增速逐年走低, 我们认为, 不仅仅是宏观经济波动的影响, 更主要是国家重税控烟政策的影响。随着经济增长放缓, 国内实际 GDP 增速、人均可支配收入增速逐年走低, 我国卷烟销量增速也在逐年走低的过程中。但是, 我们认为,

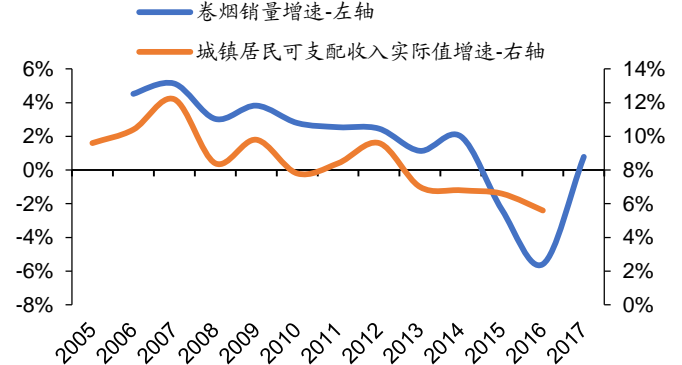
国家重税控烟政策是烟草销量逐年走低更关键的因素。根据国家烟草专卖局数据，我国烟草税利从2005年的2000亿左右，增长至今，年税利已经过万亿规模。

图6: 我国卷烟销量增速vs国内实际GDP增速



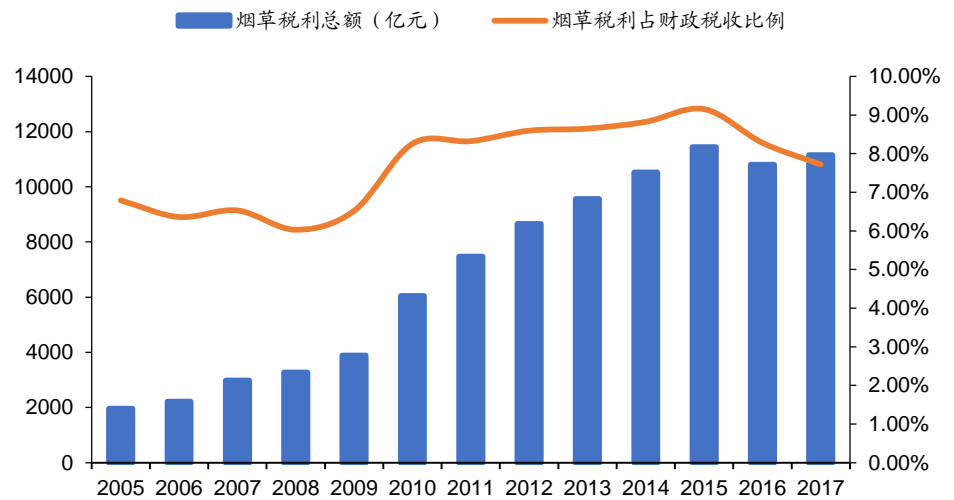
数据来源: 烟草专卖局、广发证券发展研究中心

图7: 我国卷烟销量增速vs人均可支配收入增速



数据来源: 烟草专卖局、广发证券发展研究中心

图8: 我国烟草税利情况



数据来源: 烟草专卖局、广发证券发展研究中心

短期内国家烟草加税可能性较低，国内烟草销量有望保持稳健，但不排除此类风险。1) 从过去政策周期来看，每次征税之间会相隔5-6年。2) 2009年国家提税行为，使得烟草税利大幅提升，同时烟草销量也未受到剧烈冲击，但是2015年提税行为导致烟草大幅下滑反而拖累烟草税收，因此我们认为未来几年相关征税政策会更加谨慎。我们判断，国内烟草销量未来几年应当会保持稳健增长。

表1: 烟草税收政策内容梳理

时间	烟草税收政策内容
1994年前	烟草与其他行业一样统一征收60%的产品;
1994	烟草实行“分税制”后，将产品税改征增值税，并新增消费税种，各类卷烟按照出厂价统一征收40%的消费税;

1998	将烟草消费税税率调整为三档，一类烟 50%，二三类烟 40%，四 五类烟 25%；
2001	实行从量和从价相结合的复合计税方法，按照每 5 万支卷烟计征 150 元的定额税；从价计征调整为两档，即每条调拨价为 50 元以上的税 率为 45%，50 元一下的税率为 30%；
2009	由原在卷烟生产环节征收的消费税调整为在卷烟生产环节与批发环节 征收消费税，批发环节加征一道从价税，消费税税率为 5%；
2015	卷烟批发环节从价税税率由 5%提高至 11%，并按照 0.005 元/支加 征从量税。

数据来源：烟草在线、广发证券发展研究中心

三、烟草成长更关注政策、人口、产品因素

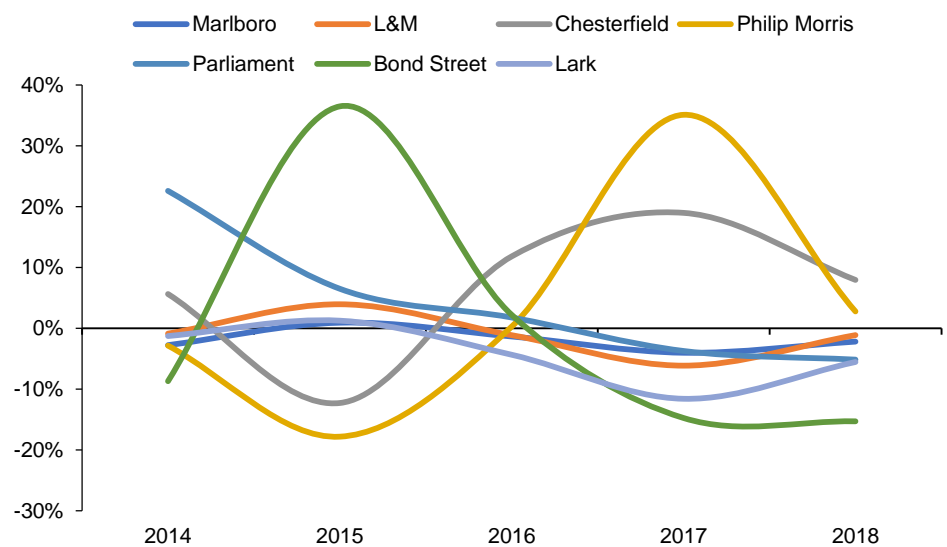
依据前文分析，我们判断，对于烟草销售量情况，应当更多地从控烟政策因素、卷烟消费习惯、产品营销水平角度进行考虑。

3.1 控烟政策、人口因素、产品因素，是烟草销量的重要因素

控烟是全球大趋势，人口吸烟比例将长期呈现下降趋势，但总量仍有增长空间。WHO 2003年建立了烟草控制框架公约，呼吁所有国家开展国际合作，遏制全球烟草消费的流行。2015年WHO发布《全球吸烟趋势报告》，并在第16届世界烟草与健康大会报告中指出，2010年全球15岁以上人口（约51亿）中约78%为非吸烟者，在有效控烟措施之下，2025年全球15岁以上人口（约61亿）中非吸烟者比例将提升至81%。尽管吸烟人口比例在下降，但是由于总人口的上升，2010-2025年之间全球吸烟人口将从11.22亿到11.59亿。

从结构角度来说，产品因素是烟草销量增长的重要驱动力。以菲莫国际为例，公司2006年以来出货量长期保持下滑的态势。细分到公司产品子品牌来看，近两年Marlboro、Bond Street等品牌出货量均保持下滑态势，但是Philip Morris、Chesterfield等子品牌却取得了良好的增长。Bond Street与Chesterfield都是典型的美式混合香烟，但是两者却表现出截然相反的出货量表现，说明了产品因素可以具备超越行业的表现。

图9：菲莫国际各烟草品牌出货量增速

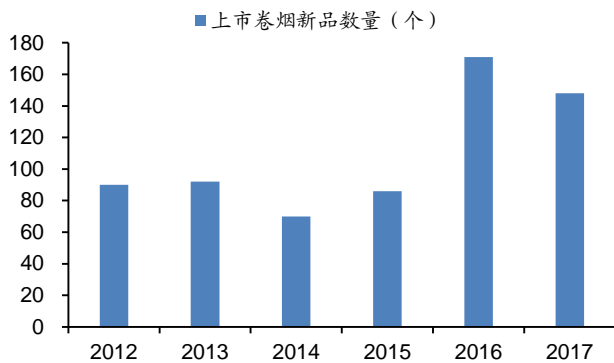


数据来源：PMI 年报、广发证券发展研究中心

国内烟草行业，借助新品推出、创新产品推出，实现销量重新回暖。1) 新品。根据中国烟草总公司披露的数据，自2012年至2017年7月，烟草行业供给上市615款新品。其中，2016、2017年分别上市171个、148个新品，相比于2012-2015的年均新品上市数实现翻番。2) 创新产品。从国家烟草专卖局烟草经济信息中心披露的数

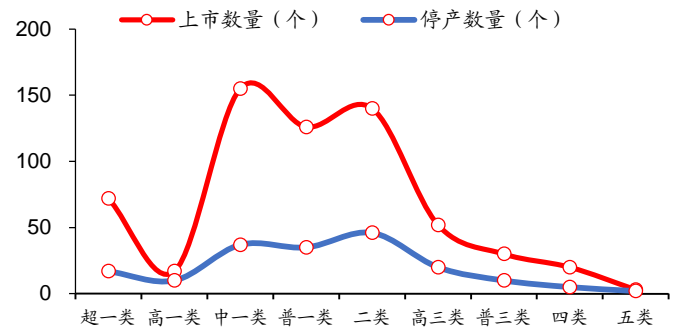
据看,2017年烟草创新产品销量314万箱(占比6.6%),对销量的增量贡献率为72.1%;创新产品销售额1350亿元(占比9.4%),对销售额增量的贡献率为96.8%。

图10: 2012-2017年上市卷烟新品数量



数据来源: 中国烟草总公司、广发证券发展研究中心

图11: 2012-2017年行业上市新品价区分布

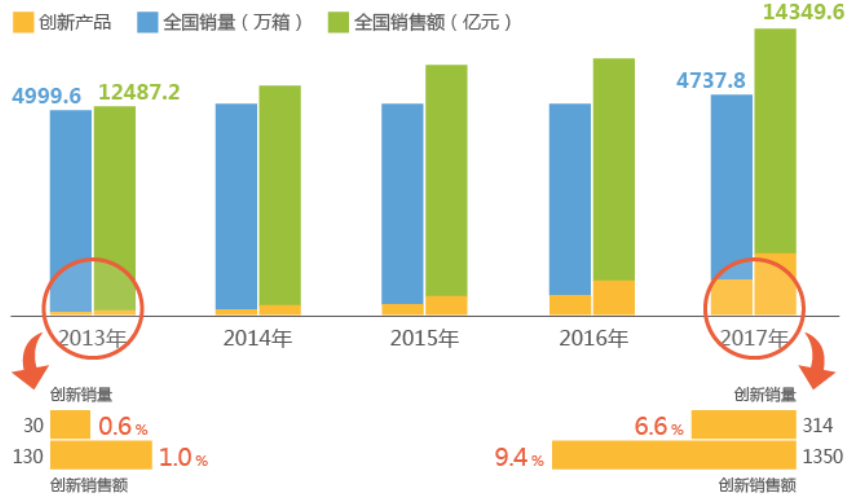


数据来源: 中国烟草总公司、广发证券发展研究中心

注: 数据截至2017年7月

图12: 全国烟草创新产品销量、销售额情况

全国及创新产品销量、销售额走势



数据来源: 国家烟草专卖局烟草经济信息中心、广发证券发展研究中心

3.2 新型烟草, 是烟草行业的长期增长活力来源

上世纪滤嘴型卷烟作为烟草行业一次重大技术变革, 缓解了吸烟的健康问题。烟草行业百年发展历史当中, 曾经发生过两次重大技术变革。第一次是1881年, 第一台卷烟机诞生于美国, 大幅提高了烟草加工效率, 促使烟草加工真正实现工业化。第二次技术变革则发生于二十世纪初, 滤嘴型卷烟诞生。卷烟过滤嘴能够有效减少吸烟时入口的焦油、其他微粒等, 让消费者在吸烟过程中更加有安全感。

我们认为, 新型烟草是近十几年来, 全球烟草行业的第三次重大变革。新型烟草实际上是延续了第二次烟草技术变革, 进一步减少了烟草的危害, 缓解了吸烟与

健康之间难以调和的矛盾。

菲莫国际积极投入减害产品（新型烟草）项目研发。自2005年“烟草控制框架公约”生效后，菲莫国际即开始推动减害产品研发项目，通过加热或其他创新方式来产生烟雾。目前，公司已经拥有四大减害产品（RRP）平台来面向不同消费需求，这四大产品平台处于不同的研发和商业化阶段。

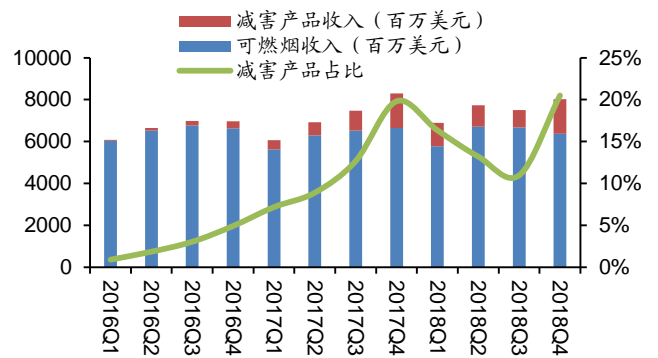
四大产品平台中目前最为成功的产品是IQOS，上市后取得良好业绩增长。2014年，公司IQOS1发布并在日本和意大利试点销售，2016年IQOS2在日本全面上市后市占率快速提升，此后IQOS又相继推出IQOS3和IQOS Multi等产品。从数据表现来看，公司IQOS用户数从2017Q1的290万至2018Q4增长到960万，其中约有69%的用户使用IQOS产品后停止了吸食可燃式烟草。

图13: PMI IQOS产品系列



数据来源：PMI Slide Presentation 文件、广发证券发展研究中心

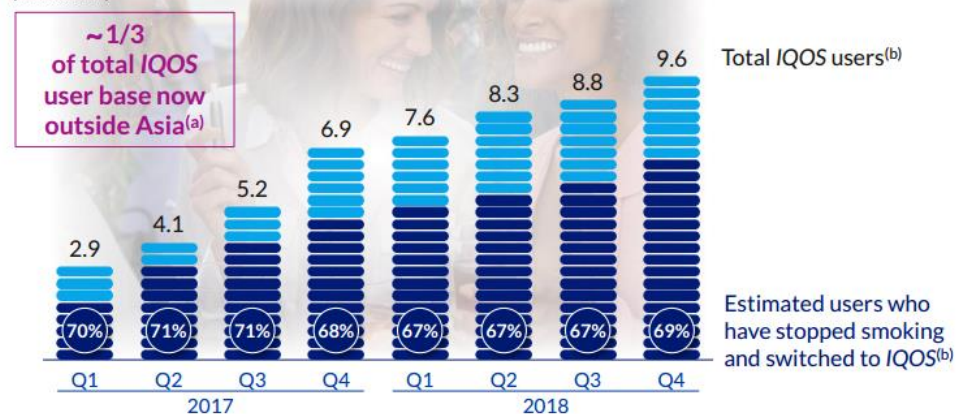
图14: PMI产品收入结构



数据来源：PMI 季报、广发证券发展研究中心

图15: IQOS用户增长

IQOS: Continued User Growth (in millions)

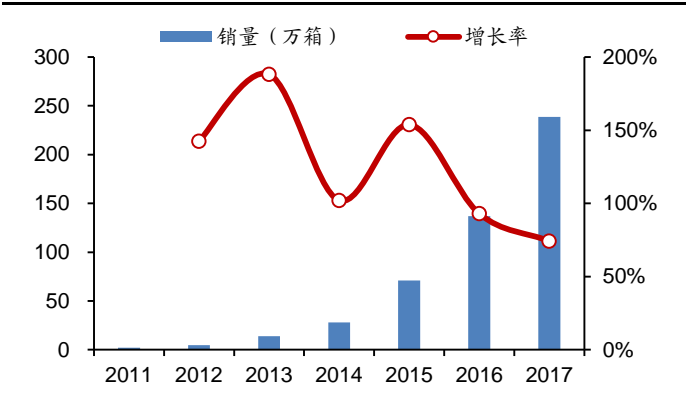


数据来源：PMI 季报 Slide Presentation、广发证券发展研究中心

创新产品，是控烟大背景下烟草行业保持增长活力的重要途径。以IQOS为代表的新型烟草，实际上是传统烟草行业的革新与延伸，有效缓和了烟草行业的健康问题。无论从产品生命周期的角度，还是从技术创新的角度，都保障了后续行业的持续增长。

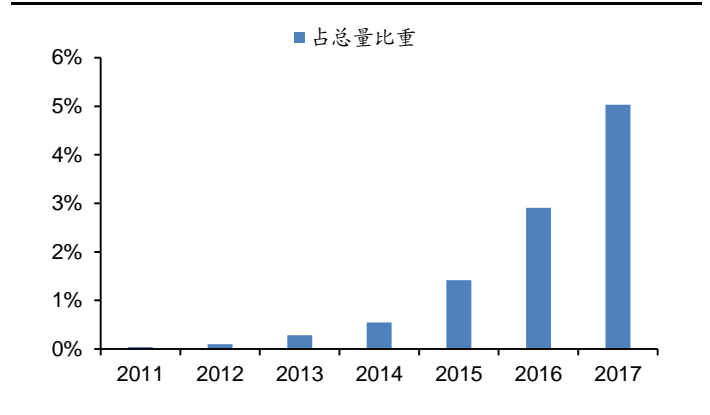
经济下行背景下,中国烟草公司“细中短爆”等创新产品的推出也会持续推进,从而维持烟草消费稳健增长。为了对冲经济下行的冲击,中烟公司会持续推出创新产品,目前细支烟正处于高速成长期。随着细支烟产销量的不断攀升,细支烟占总销量的占比也在不断提升。根据中国烟草公司数据,目前,细支烟产销量通过5年时间发展,占总量比重均提升到5%左右。

图16: 我国细支烟销量(万箱)



数据来源: 中国烟草、广发证券发展研究中心

图17: 我国细支烟销量占总销量比重



数据来源: 中国烟草、广发证券发展研究中心

图18: 2017年烟草创新产品构成

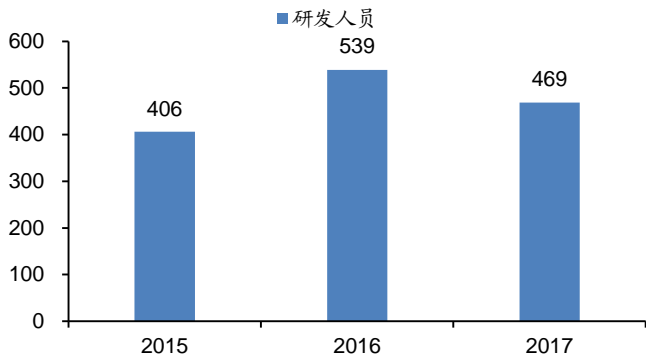


数据来源: 国家烟草专卖局烟草经济信息中心、广发证券发展研究中心

劲嘉股份具备的研发优势、设计优势,使得公司能够从同行中脱颖而出。劲嘉股份配置近500位研发人员,研发费用占比保持在4%以上。旗下全资子公司蓝莓文化,致力于品牌设计、视觉识别,包括战略咨询、品牌整合、包装设计、品牌传播、品牌整合营销等,设计作品曾荣获WPO世界之星大奖、iF设计奖等全球包装

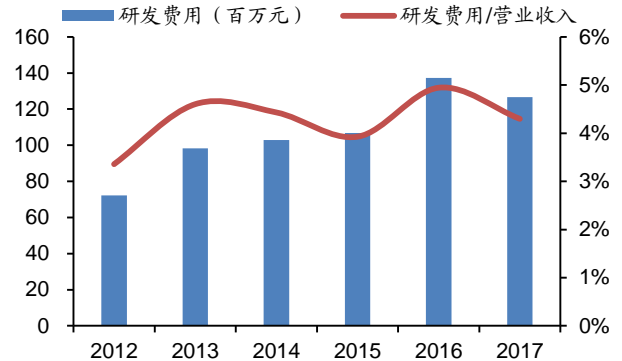
届、工业设计届的顶级奖项。产品研发设计能力有助于劲嘉股份提高新品招投标中的中标率，使得劲嘉股份能够享受新品的增长空间，以及新品附带的高利润性。

图19: 公司研发人员数量



数据来源: 公司各年年报、广发证券发展研究中心

图20: 公司研发投入情况



数据来源: 公司各年年报、广发证券发展研究中心

继续推荐以劲嘉股份为代表积极布局新型烟草的烟标企业。一方面，在经济环境低迷的背景下，国内烟草行业未来有望继续保持稳健增长；另一方面，在产品创新方面，劲嘉股份具备的深厚营销设计能力，有助于其在新品招投标中提升中标率，抢占市场份额。新型烟草的试水与发展，保障了烟草行业的长期希望，未来劲嘉股份除了包装外，还有望切入烟具的生产制造，从而在产业链条中攫取更大的利益份额。公司推荐详细逻辑参见此前报告：《劲嘉股份：烟标主业向阳而生，大包装破茧成蝶》《劲嘉股份：彩盒包装不断突破，全年业绩增速亮眼》。

风险提示

国内烟草消费习惯与国际环境存在差异；国内新型烟草政策放开、产业推动不及预期；烟草加税政策再一次推出的风险。

表2: 相关可比公司估值表

股票代码	公司简称	单位	当前股价 (2019/2/18)	EPS (元/美元)			PE		
				2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
002303.SZ	美盈森	人民币	4.73	0.23	0.28	0.36	21	17	13
601515.SH	东风股份	人民币	8.12	0.59	0.58	0.64	14	14	13
002831.SZ	裕同科技	人民币	51.10	2.26	2.75	3.27	23	19	16
WRK.N	WestRock	美元	39.05	2.77	7.34	4.26	14	5	9
PKG.N	美国包装公司	美元	98.47	7.07	7.80	8.37	14	13	12

数据来源: Wind、Bloomberg、广发证券发展研究中心

注: 表中 A 股标的的盈利预测均来自 Wind 一致预测 (裕同科技来自本组最新报告盈利预测), EPS 单位为人民币元; 美股标的的盈利预测来自 Bloomberg 一致预测, EPS 单位为美元。

广发造纸轻工行业研究小组

- 赵中平：首席分析师，对外经贸大学金融学学士，香港中文大学金融学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。2017年度新财富最佳分析师入围、水晶球最佳分析师第四名、金牛分析师上榜。
- 汪达：分析师，吉林大学金融学硕士、管理学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。2017年度新财富最佳分析师入围、水晶球最佳分析师第四名、金牛分析师上榜。
- 陆逸：联系人，亚利桑那州立大学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心，曾就职于天风证券。
- 徐成：联系人，南京大学管理学学士，北京大学管理学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河北路183号大都会广场5楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼1401-1410室
邮政编码	510075	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。