

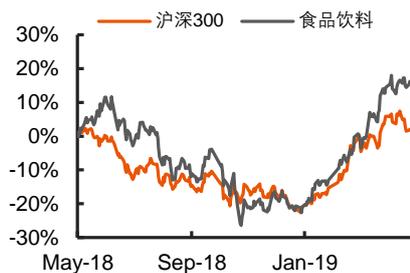
食品饮料行业调味品 2018 年年报及 2019 年一季报业绩综述

调味品防御性凸显，龙头高基数下快增

强于大市（维持）

投资要点

行情走势图



相关研究报告

- 《行业周报*食品饮料*消费韧性较强，市场偏好上升》 2019-05-05
- 《行业周报*食品饮料*行业持仓占比大幅提高，一季报基本实现开门红》 2019-04-28
- 《行业周报*食品饮料*海南首现非瘟疫情，重视猪周期中的成长性》 2019-04-21
- 《行业周报*食品饮料*产品清理&百人招聘彰显五粮液改革魄力。》 2019-04-14
- 《行业周报*食品饮料*年季报催化行情，关注弹性及滞涨标的》 2019-04-07

证券分析师

文献 投资咨询资格编号
S1060511010014
0755-22627143
WENXIAN001@PINGAN.COM.CN

研究助理

蒋寅秋 一般从业资格编号
S1060117110064
0755-33547523
JIANGYINQIU660@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

- **食品支出、餐饮增速均持续放缓，调味品防御性较强。**1Q19 城镇居民人均食品支出增速 1.7%，同比降 1.5 pct，餐饮、限额餐饮收入当月同比增速仍在放缓。18 年、1Q19 调味品营收分别增 15%、14%；归母净利分别增 20%、12%。相较于其他细分行业，调味品因刚需属性，在宏观经济承压下防御性较强。根据 WIND 一致预期，19 年调味品 PE41X，位于全行业第二，主要因市场仍认可调味品的防御属性和高景气度。从基金持仓占比看，1Q19 调味品行业基金持仓占比 0.62%，超配 0.14 pct，在 19 年诸多不确定性下，配置价值仍凸显。
- **龙头高基数下增长仍快，蚝油成新增长引擎。**1Q19 营收增速：海天 17%、中炬（美味鲜）15%、千禾 18%、加加 4%、恒顺 15%、天味 25%、安琪 12%，调味品龙头海天自 1Q18 后季度间增速平稳，高基数下仍保持 17%较快增长，强者恒强态势愈发凸显。根据统计局最新数据，酱油 18 年产量 576 万吨或较为客观，由此测算海天市占率约 33%，未来龙头增长空间主要来自于酱油业务继续收割主竞品的份额带来的销量增长、蚝油放量增长和产品结构提升。
- **调味行业竞争加剧，销售费用率全年或逐渐上行。**展望 19 全年，龙头要求较快增长，中炬在宝能取得实控权后有快速增长的动力；千禾、恒顺须要抓住零添加酱油、醋、料酒的时间窗口。综合看，19 年调味品行业费用，尤其是销售人员薪酬、渠道费用支持仍将维持快速增长，费用率或将前低后高。综合看，1Q19 主要调味品公司盈利水平再次提升。1Q19 扣非后净利率：海天 25.4%（+0.9 pct）、中炬 14.6%（+0.3 pct）、千禾 15.7%（+0.1pct）、恒顺 13.6%（+1.1%）、安琪 12.6%（-3.6pct）。
- **策略：1、推荐海天味业；**公司蚝油已成新增长核心动能，未来随着产品结构提升，毛利率将进一步提升。19 年公司事业部架构调整，设置酱油、蚝油、酱、醋酒 4 个产品所，内部竞争机制有望充分挖掘销售潜力；**2、关注利用窗口期布局“零添加”的千禾味业。**
- **风险提示：1、重大食品安全事件的风险：**消费者对食品安全问题尤为敏感，若发生重大食品安全事故，短期内消费者对公司信心降至冰点且信心重塑需要较长时间，从而造成业绩不达预期；**2、行业景气度下降风险：**虽然调味品是属于一个刚性需求较强的一个产品，但易受高端餐饮下滑等因素的影响，大众消费品的增速也有可能面临下行的风险；**3、原材料价格波动风险：**黄豆、白糖等农产品是公司生产产品的主要原材料，农产品价格主要受当年的种植面积、气候条件、市场供求以及国际期货市场价格等因素的影响。如果原材料价格上涨较大，将有可能对产品毛利率水平带来一定影响；**4、食品龙头企业通过兼并收购切入酱油/调味品行业打破现有格局、引起行业激烈竞争的风险：**调味品行业景气度较高，未来空间仍大，若现有食品龙头企业通过兼并收购酱油区域品牌，利用其渠道网络、品牌的品台优势切入调味品行业，或将打破现有竞争格局，引发激烈竞争。

正文目录

一、	调味品防御性较强，1Q19 基金超配 0.14pct.....	4
二、	龙头高基数下增长仍快，蚝油成新增长引擎.....	7
三、	重点公司年季报点评.....	12
3.1	海天味业：蚝油如期放量增长，新销售架构充分挖潜.....	12
3.2	安琪酵母：基数影响及不利因素逐步缓解可期.....	12
四、	风险提示.....	13

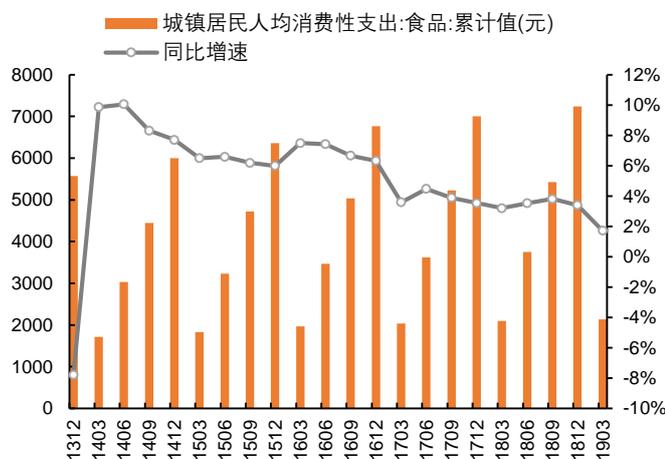
图表目录

图表 1	1Q19 城镇居民人均食品支出增速 1.7%，同比降 1.5 pct	4
图表 2	1Q19 餐饮收入当月同比增速仍在放缓	4
图表 3	调味品韧性十足，2018 年营收同比+15%，1Q19 营收同比+14%	5
图表 4	调味品盈利能力较强，2018 年归母净利润同比+20%，1Q19 归母净利润同比+12%	6
图表 5	调味品 2019 年 WIND 一致预测 PE 41X，位于全行业第二	6
图表 6	从 1Q19 食品饮料行业基金持仓占比 13.72%，超配 8.54 pct	7
图表 7	1Q19 调味品行业基金持仓占比 0.62%，超配 0.14 pct	7
图表 8	1Q19 营收增速海天 17%、中炬（美味鲜）15%、千禾 18%、加加 4%、恒顺 15%、天味 25%、安琪 12%	7
图表 9	1Q19 海天高基数下仍维持 17%增长	8
图表 10	1Q19 扣非后净利润增速恒顺最快	8
图表 11	1Q19 调味品公司销售商品取得现金流与收入较为匹配	8
图表 12	1Q19 调味品公司期末预收款仍充足	8
图表 13	酱油海天高基数下快增，渠道+品牌收割份额	9
图表 14	2018 年中国年酱油产量 576 万吨	9
图表 15	商超酱油销售额增速放缓	9
图表 16	蚝油成调味品龙头新增长引擎	10
图表 17	自 4Q18 大豆价格降幅明显	10
图表 18	白砂糖价格仍在低位	10
图表 19	1Q19 毛利率提升主因产品结构提升	11
图表 20	1Q19 销售费用率略升	11
图表 21	1Q19 重点公司毛销差再提升（%）	11
图表 22	1Q19 重点公司扣非净利率提升	11

一、调味品防御性较强，1Q19 基金超配 0.14pct

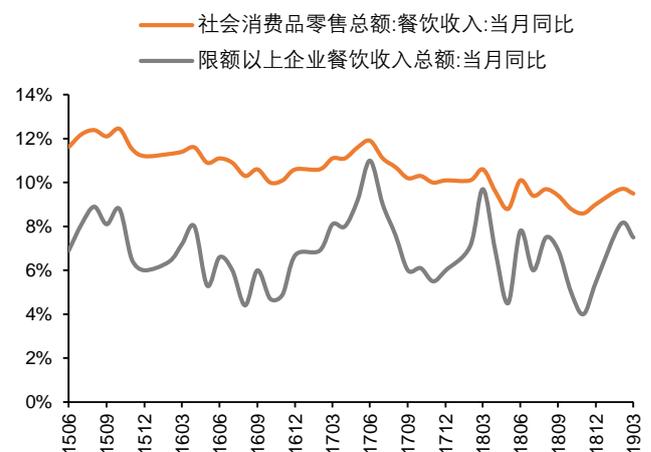
食品支出、餐饮增速均持续放缓，调味品防御性较强。自 2H18 宏观经济压力持续加大，1Q19 城镇居民人均食品支出增速 1.7%，同比降 1.5 pct，餐饮、限额餐饮收入当月同比增速仍在放缓。2018 年调味品、白酒、非白酒食品饮料、沪深 300 营收分别增 15%、25%、8%、13%；归母净利润分别增 20%、34%、11%、7%；1Q19 调味品、白酒、非白酒食品饮料、沪深 300 营收分别增 14%、22%、8%、13%；归母净利润分别增 12%、28%、10%、11%。相较于其他细分行业，调味品因刚需属性，在宏观经济承压下防御性较强。

图表1 1Q19 城镇居民人均食品支出增速 1.7%，同比降 1.5 pct



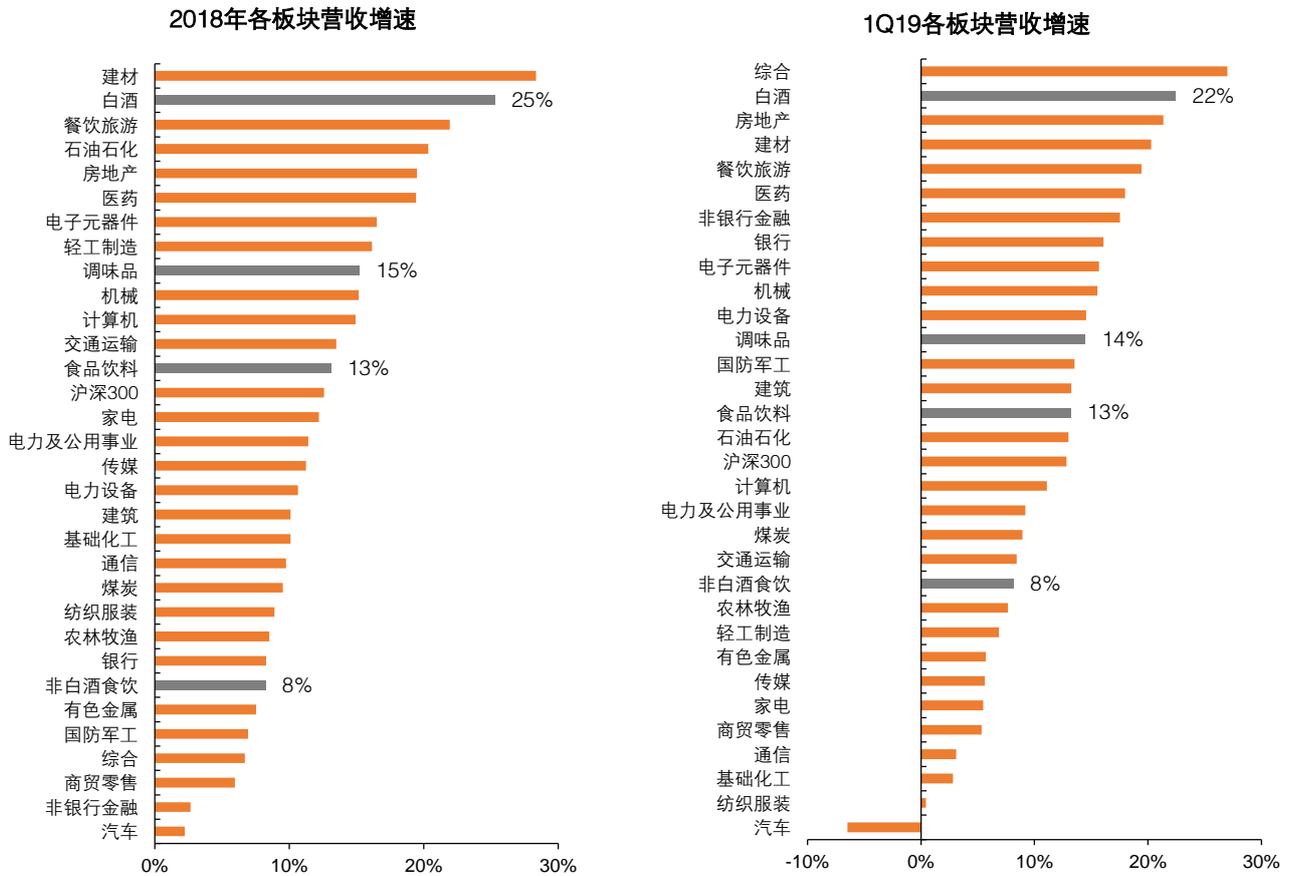
资料来源：WIND、平安证券研究所

图表2 1Q19 餐饮收入当月同比增速仍在放缓



资料来源：WIND、平安证券研究所

图表3 调味品韧性十足，2018年营收同比+15%，1Q19营收同比+14%

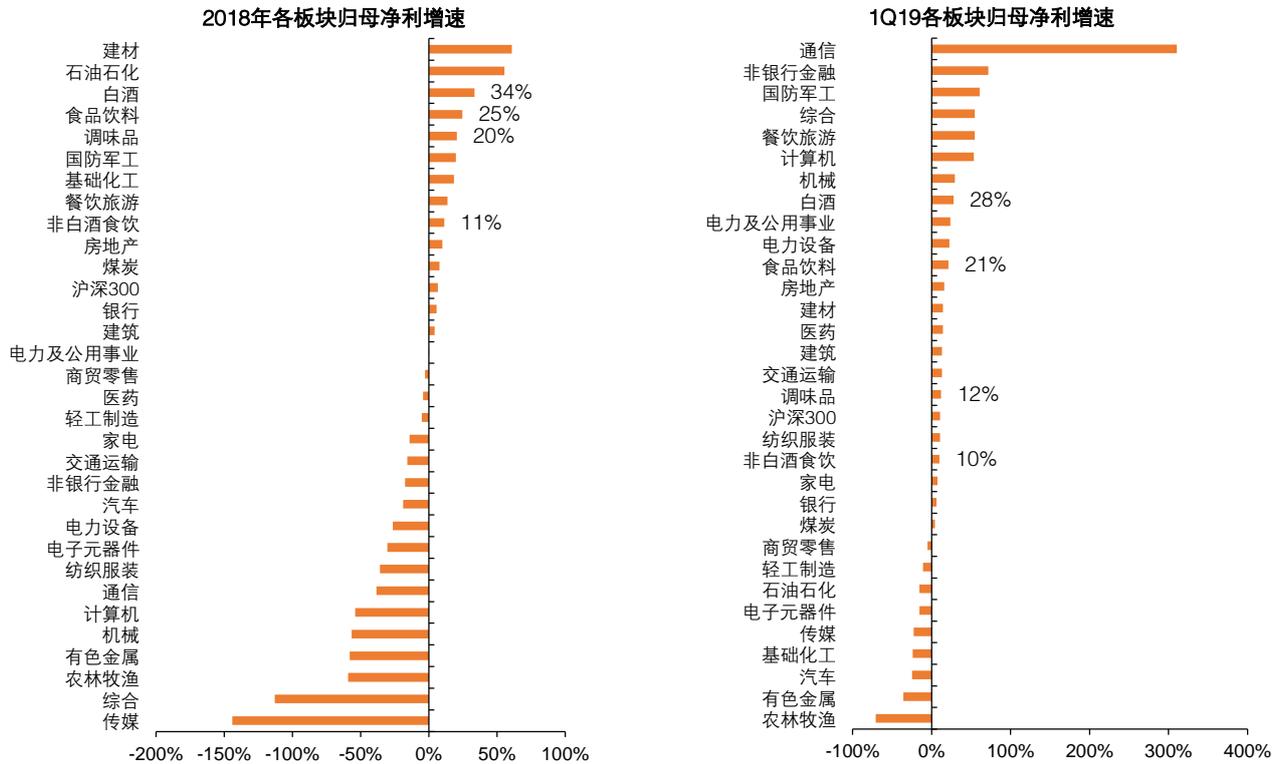


资料来源：WIND、平安证券研究所

备注：1) 本篇将食品饮料行业分为白酒（19家上市公司）和非白酒食品饮料（80家上市公司）；

2) 本篇中“调味品”包括8家上市公司：海天味业、中炬高新、千禾味业、加加食品、恒顺醋业、安琪酵母、安记食品、天味食品

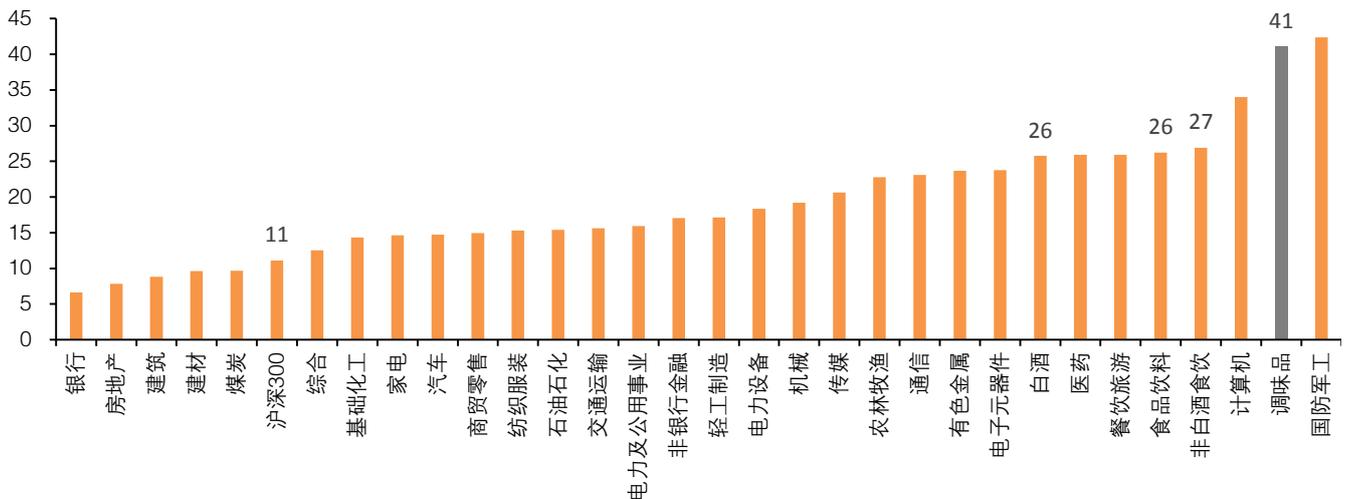
图表4 调味品盈利能力较强，2018年归母净利润同比+20%，1Q19归母净利润同比+12%



资料来源：WIND、平安证券研究所

根据WIND一致预期，2019年调味品、白酒、非白酒食饮、沪深300预测PE分别为41、26、27、11X，调味品位于全行业第二，而19年预测净利增速约30%，排序位于行业较后位置。估值较高主要因市场仍认可调味品的防御属性和高景气度。

图表5 调味品2019年WIND一致预测PE 41X，位于全行业第二



资料来源：WIND、平安证券研究所

备注：18年预测市盈率以18年10月31收盘价计算

从基金持仓占比看，1Q19 食品饮料行业基金持仓占比 13.72%，超配 8.54 pct，其中调味品行业基金持仓占比 0.62%，超配 0.14 pct。对比食品饮料其他细分行业，白酒、乳品、食品综合分别超配 6.35、1.7、0.39 pct，调味品基金持仓占比不高，在 19 年诸多不确定性下，配置价值仍凸显。

图表6 从1Q19 食品饮料行业基金持仓占比 13.72%，超配 8.54 pct



资料来源：WIND、平安证券研究所

备注：基金持仓市值和行业划分均为申万行业分类

图表7 1Q19 调味品行业基金持仓占比 0.62%，超配 0.14 pct



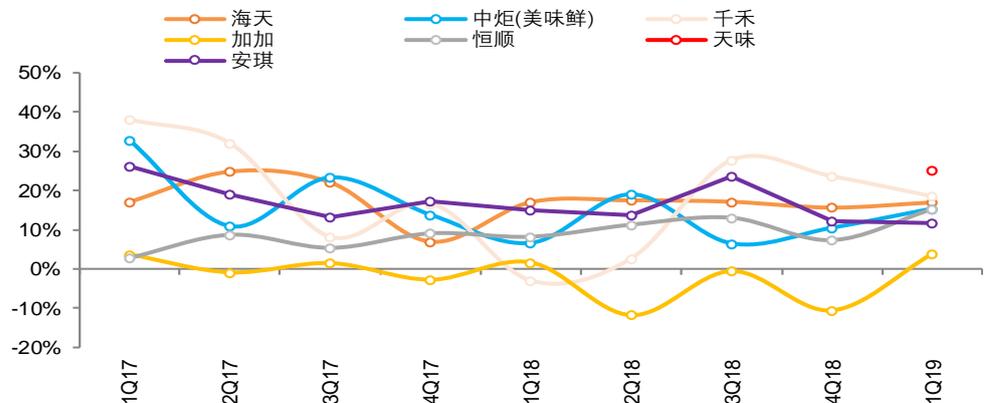
资料来源：WIND、平安证券研究所

备注：基金持仓市值和行业划分均为申万行业分类

二、 龙头高基数下增长仍快， 蚝油成新增长引擎

龙头高基数下增长仍快，恒顺提价增速改善明显。观察调味品主要上市公司，1Q19 营收增速分别为：海天 17%、中炬（美味鲜）15%、千禾 18%、加加 4%、恒顺 15%、天味 25%、安琪 12%，调味品龙头海天自 1Q18 后季度间增速平稳，高基数下仍保持 17%较快增长，强者恒强态势愈发凸显。其他调味品公司如厨邦、千禾、恒顺因基数扰动因素影响，1Q19 增速均有不同程度提升。其中恒顺 1Q19 对其主要产品提价，1Q19 收入增速同比提高 5.3 pct。复合调味料公司天味食品（1Q19 新股）1Q19 收入增 25%，火锅底料、复合调味料现处于成长培育期，未来增长潜力较大。

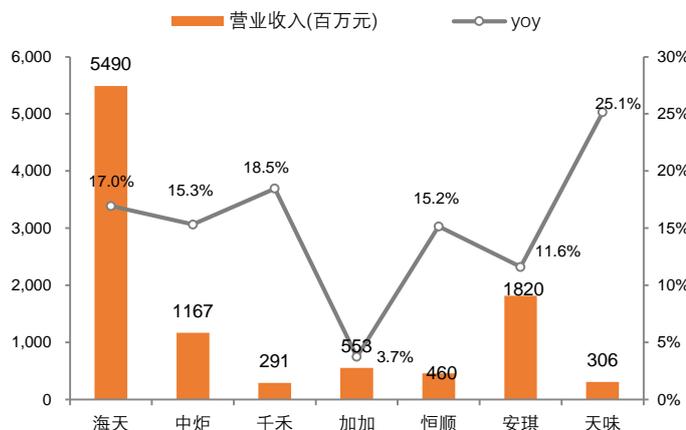
图表8 1Q19 营收增速海天 17%、中炬（美味鲜）15%、千禾 18%、加加 4%、恒顺 15%、天味 25%、安琪 12%



资料来源：WIND、平安证券研究所

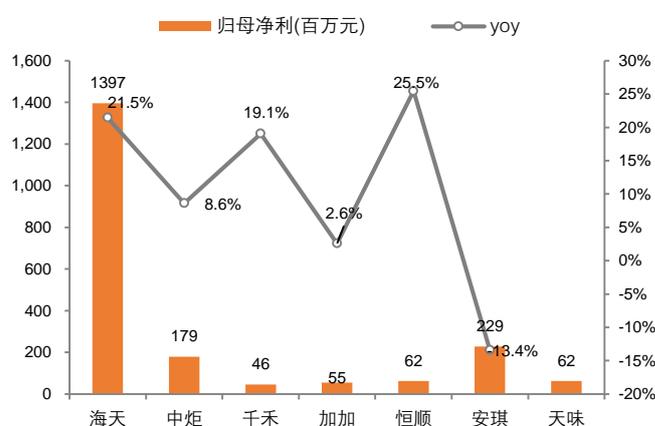
备注：中炬高新在此仅考虑其主业子公司美味鲜收入

图表9 1Q19 海天高基数下仍维持 17%增长



资料来源: WIND、平安证券研究所

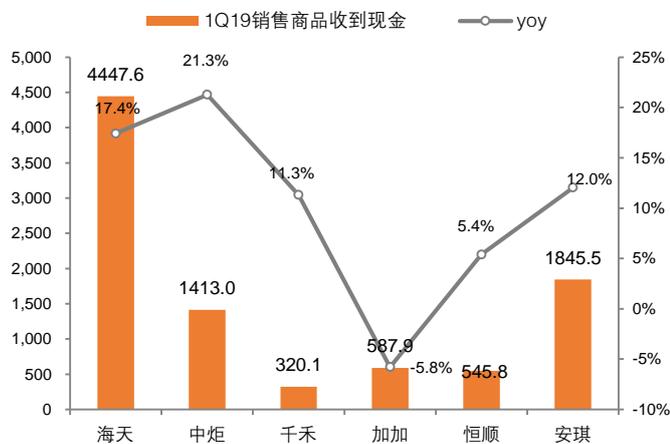
图表10 1Q19 扣非后净利润增速恒顺最快



资料来源: WIND、平安证券研究所

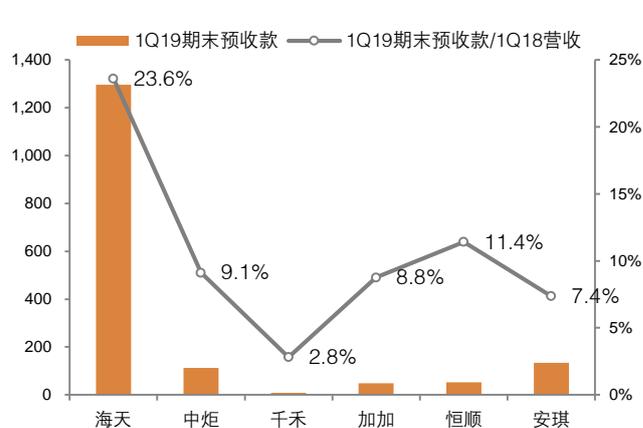
销售现金流匹配收入增速、预收款仍充足。1Q19 销售商品取得现金流增速分别为海天 17.4%、中炬 21.3%、千禾 11.3%、恒顺 5.4%、安琪 12%，基本匹配收入增速。1Q19 末调味品公司预收款仍较为充足，与草根调研反馈渠道打款较为积极一致，1Q19（期末预收款/1Q19 营收）比例分别为：海天 23.6%（同比+2.7pct）、中炬 9.1%（-5.6 pct）、千禾 2.8%（+1.5 pct）、恒顺 11.4%（+0.1pct）、安琪 7.4%（+3 pct）。

图表11 1Q19 调味品公司销售商品取得现金流与收入较为匹配



资料来源: WIND、平安证券研究所

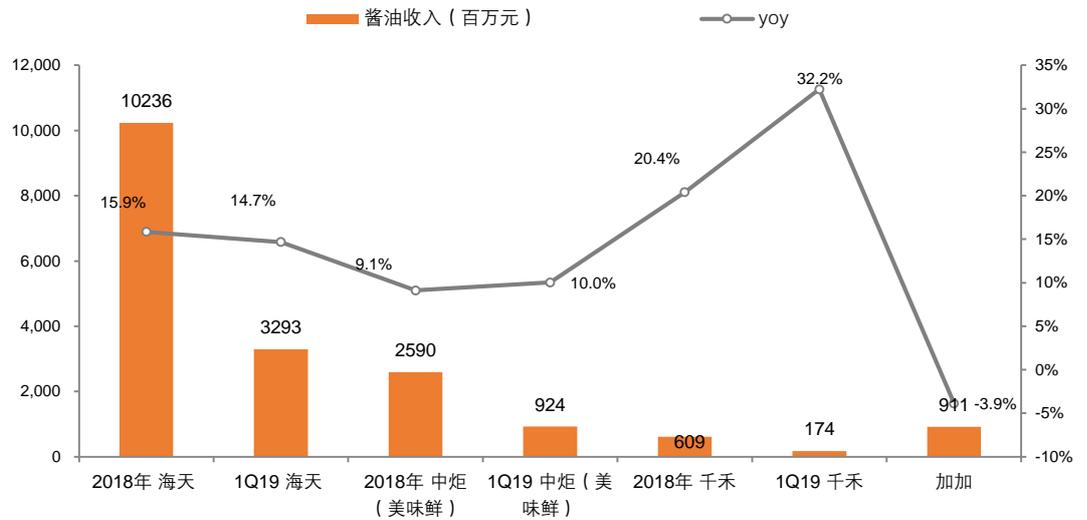
图表12 1Q19 调味品公司期末预收款仍充足



资料来源: WIND、平安证券研究所

酱油海天高基数下快增，渠道+品牌收割份额。海天 18 年酱油收入 103 亿元，同比增 15.9%。中炬、千禾、加加酱油收入分别为 25.9、6.1、9.1 亿元，同比分别+9.1%、+20.4%、-3.9%。1Q19 海天、中炬、千禾酱油业务收入分别增 14.7%、10%、32.2%。海天在高基数下维持 15%左右的增长，依靠其渠道+品牌的绝对优势在存量市场上收割份额，千禾自 4Q18 确立主打零添加+高鲜抢量的双轨战略，酱油业务重回高增态势。

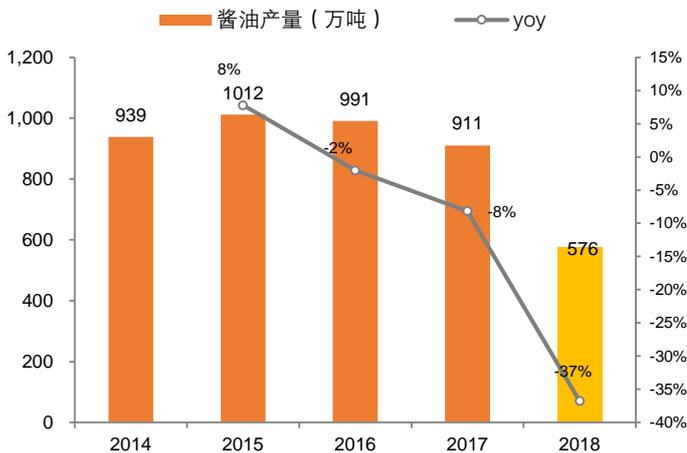
图表13 酱油海天高基数下快增，渠道+品牌收割份额



资料来源：WIND、平安证券研究所

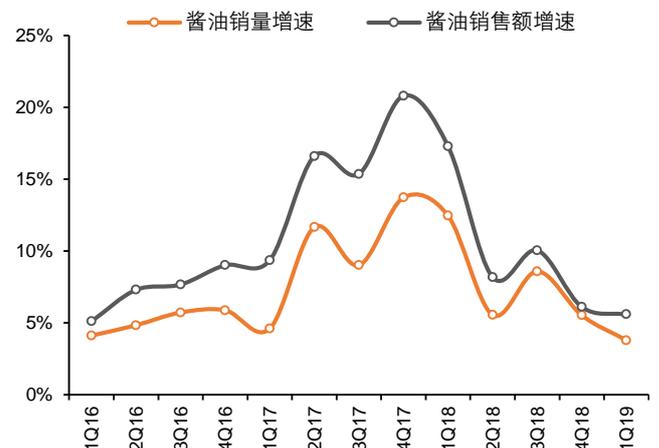
酱油 18 年产量 576 万吨或较为客观，龙头市占率已不低。根据最新统计局公布的数据，2018 年中国酱油产量仅 576 万吨，同比降 37%。我们认为此次公布的酱油产量或较为客观，与平安食品团队估算的 600 万吨较一致。此前市场对酱油产销量空间或过于乐观，导致以 1000 万吨作为基数测算出的龙头市占率过低，如海天仅约 18%。若以此次公布的 576 万吨作为基数，测算海天市占率已不低，约为 33%。未来龙头海天酱油业务的增长空间，或主要来自于继续收割主竞品的份额带来的销量增长，以及由生/老抽到高鲜价格带的产品结构提高带来的价格提升。

图表14 2018 年中国年酱油产量 576 万吨



资料来源：WIND、平安证券研究所

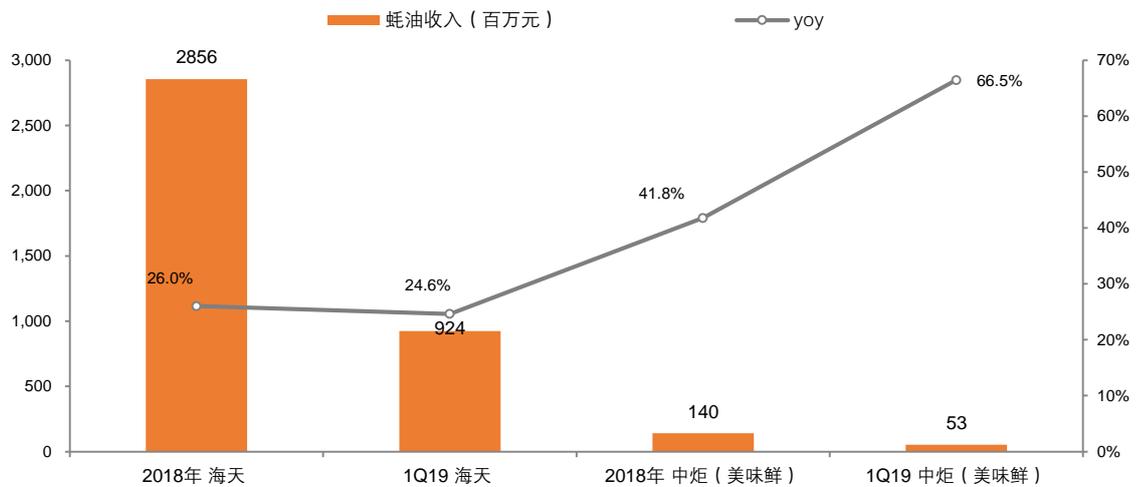
图表15 商超酱油销售额增速放缓



资料来源：WIND、平安证券研究所

蚝油成龙头新增长引擎。海天 18 年、1Q19 蚝油收入分别为 28.6、9.2 亿元，同比增 26%、24.6%，中炬 18 年、1Q19 蚝油收入分别为 1.4 亿元、0.5 亿元，同比增 41.8%、66.5%。相较于醋的口味地域性限制及料酒的导入期，蚝油培育已较为成熟，成调味品龙头的新增长引擎。对比海天酱油 50% 毛利率，蚝油毛利率仍低，主因产品结构以中低价格带为主，未来随着产品结构持续提升，蚝油料将实现量价快速提升。

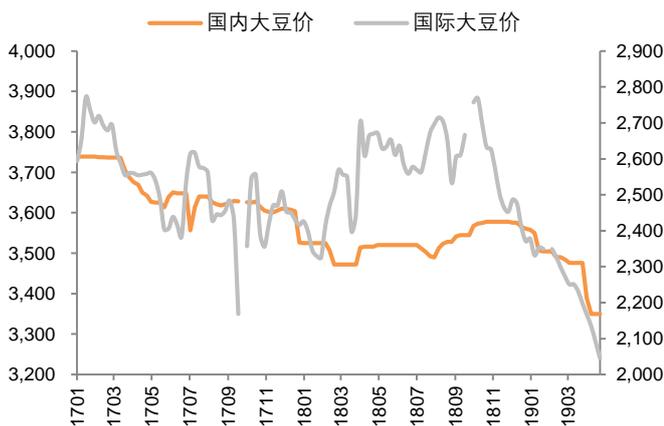
图表16 蚝油成调味品龙头新增长引擎



资料来源: WIND、平安证券研究所

主要原材料价格下行、产品结构提升提高毛利率。海天 1Q19 毛利率 45.8%，同比降 0.9 pct。根据草根调研，我们推测当前公司在市场操作上，或更多的进行促销活动，而经销商或投入更多费用参与做市场。此外，当前中低端蚝油占比仍高，低毛利率（18 年 40.9%）的蚝油增速较快，测算约拉低毛利率 0.1pct。未来随着蚝油产品结构提升，毛利率有望向酱油看齐。中炬、千禾、恒顺毛利率分别为 39.4%、48.3%、43.8%，分别提升 0.5、4.6、3.5pct。主要因主要原材料价格下行、产品结构提升，恒顺提价是其毛利率提升的主要贡献因素。往后看，大豆价格成本压力不大，白糖价格仍持续低迷，2H19-2020 或迎拐点。另一方面，若成本明显抬升，行业有望随龙头进行提价转嫁部分成本上涨压力。事实上，欣和 18 年 6 月、安琪 10 月上旬、涪陵榨菜 10 月下旬，恒顺 19 年 1 月及其他食品公司均有对部分产品提厂价。

图表17 自 4Q18 大豆价格降幅明显



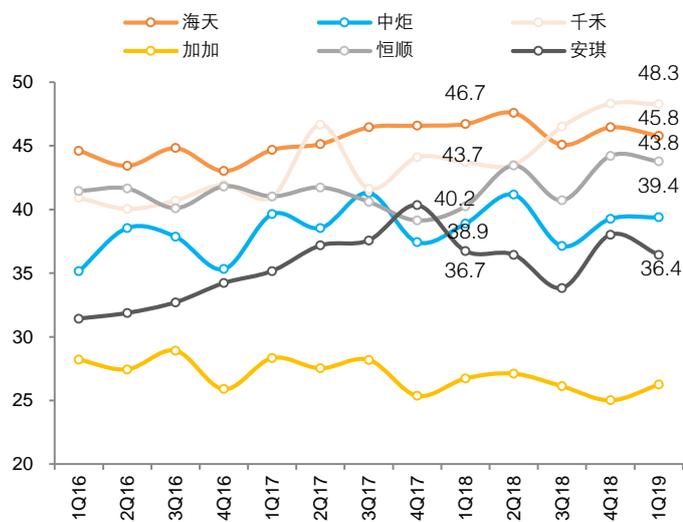
资料来源: WIND、平安证券研究所

图表18 白砂糖价格仍在低位



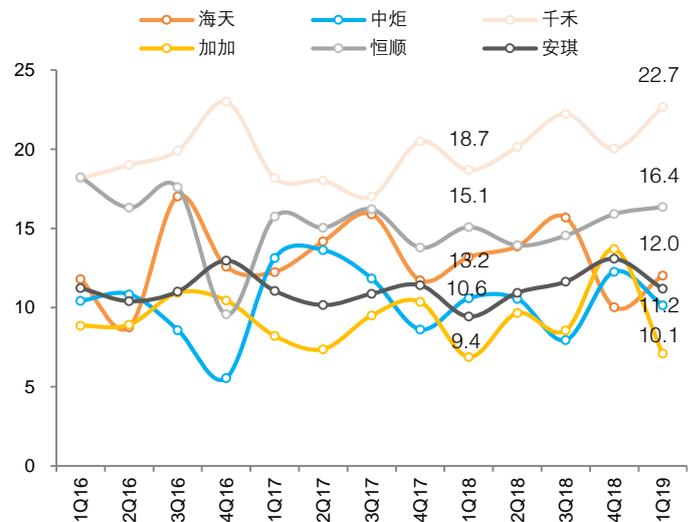
资料来源: WIND、平安证券研究所

图表19 1Q19 毛利率提升主因产品结构提升



资料来源: WIND、平安证券研究所

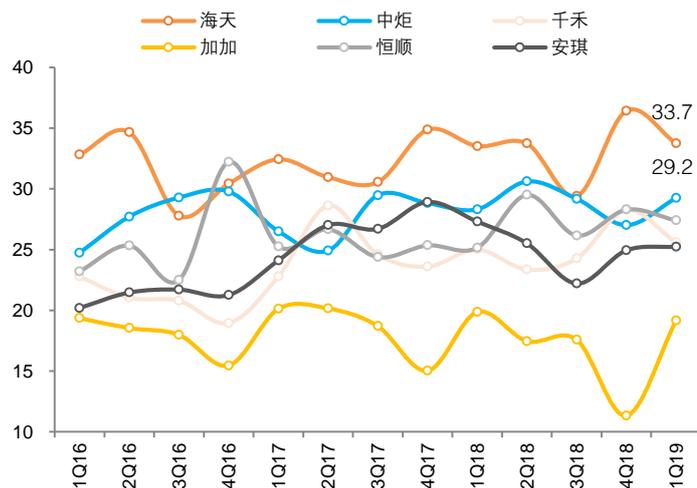
图表20 1Q19 销售费用率略升



资料来源: WIND、平安证券研究所

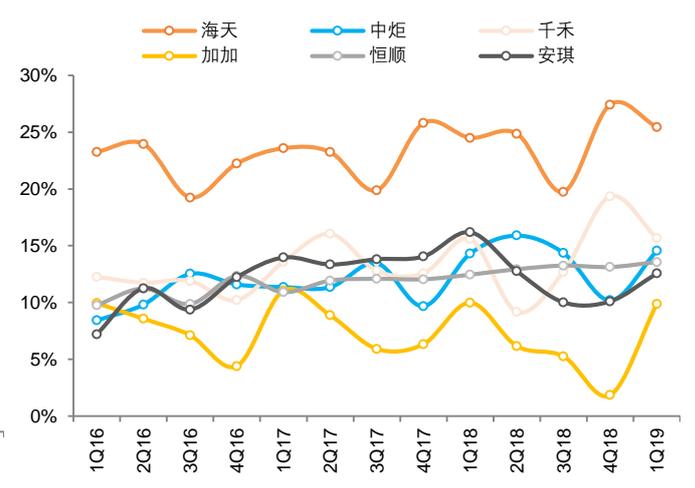
调味行业竞争加剧,销售费用率全年或逐渐上行。海天1Q19销售费用率12%,同比降1.2pct。猜测1Q19销售费用率增速较低也与费用确认时间点有关,此外公司的自主经营战略对压缩销售各环节成本费用有积极影响。根据公司19年预算,费用规划25.8亿,较18年实际费用增15.3%。中炬1Q19销售费用率11.2pct,同比-0.4pct;千禾22.7%,同比+4pct;恒顺16.4pct,同比+1.3pct,安琪11.2pct,同比+1.8pct。展望19全年,龙头要求较快增长,中炬在宝能取得实控权后有快速增长的动力;千禾、恒顺须要抓住零添加酱油、醋、料酒的时间窗口。综合看,19年调味品行业费用,尤其是销售人员薪酬、渠道费用支持仍将维持快速增长,费用率或将前低后高。

图表21 1Q19 重点公司毛销差再提升 (%)



资料来源: WIND、平安证券研究所

图表22 1Q19 重点公司扣非净利率提升



资料来源: WIND、平安证券研究所

综合看,1Q19主要调味品公司盈利水平再次提升。1Q19毛销差:海天33.7%(同比+0.2pct)、中炬29.2%(+0.9pct)、千禾25.6%(+0.6pct)、恒顺27.4%(+2.3pct)、安琪25.2%(-2.1pct);扣非后净利率:海天25.4%(+0.9pct)、中炬14.6%(+0.3pct)、千禾15.7%(+0.1pct)、恒顺13.6%(+1.1pct)、安琪12.6%(-3.6pct)。

三、重点公司季报点评

3.1 海天味业：蚝油如期放量增长，新销售架构充分挖潜

蚝油放量增长，酱类增速回升。1Q19 营收 54.9 亿元，占 19 年预算目标 197.6 亿的 27.8%，为全年定下良好基础。分品类看，1Q19 酱油、酱、蚝油收入分别为 28.7、6.8、7.4 亿元，同比增 14.7%、6.1%、24.6%。三大支柱品类合计增速 15.1%，其他品类如醋、料酒增速较快，料酒或实现翻倍增长。分区域看，中西部地区增速较快，分别为 26.4%、20.2%；成熟市场北部和南部区域增速分别为 10.3%、11.1%；东部增速略超公司平均水平为 17.1%。公司 1Q19 末经销商数量达 4989 个，同比净增 182 个，其中北部和中部地区新增经销商数量最多，分别为 45、47 个。19 年公司成立酱油、蚝油、酱、醋酒 4 个产品所，通过轮岗制内部竞争，充分挖掘销售增长潜力。

毛销差同比提升 0.2 pct，销费增速低或与确认方式和时间点有关。1Q19 毛利率 45.8%，同比降 0.9 pct；1Q19 销售费用 6.6 亿，同比增 6.7%，销售费用率 12%，同比降 1.2 pct。公司 1Q19 毛销差为 33.7%，同比提升 0.2 pct。1) 根据草根调研，我们推测当前公司在市场操作上，或更多的进行促销活动，而经销商或投入更多费用参与做市场。此外，当前中低端蚝油占比仍高，低毛利率（18 年 40.9%）的蚝油增速较快，测算约拉低毛利率 0.1pct。未来随着蚝油产品结构提升，毛利率有望向酱油看齐。2) 销售费用方面，根据公司 19 年预算，费用规划 25.8 亿，较 18 年实际费用增 15.3%，猜测 1Q19 销费增速较低也与费用确认时间点有关，此外公司的自主经营战略对压缩销售各环节成本费用有积极影响。

蚝油放量增长&产品结构提升，事业部架构调整挖掘销售潜力，“推荐”。公司蚝油已成新增长核心动能，未来随着产品结构提升，毛利率将进一步提升。19 年公司事业部架构调整，设置酱油、蚝油、酱、醋酒 4 个产品所，内部竞争机制有望充分挖掘销售潜力。产能方面，高明和宿迁厂稳步释放产能，与销售进度一致。维持 19-20 年 EPS 预测 1.95、2.41 元，同比增 21%、24%，对应 19-20 年 PE 45X、36X。公司坐拥广、深、密的大流通餐饮渠道网络及强劲品牌力，享集中度提升、下线城市扩容、消费升级红利，维持公司“推荐”评级。

3.2 安琪酵母：基数影响及不利因素逐步缓解可期

白糖业务拉低收入增速，酵母衍生物增长较快。1Q19 收增 11.6%，低于年度预算 15% 的目标，主因国内白糖业务拖累，因年初糖价低迷，公司 1Q19 延续 4Q18 惜售策略。若剔除白糖业务，估计国内收增超 15%。海外业务 1Q19 收增 13%，增速高于 18 年同期。分产品看，酵母衍生物及保健品增长较快，其中 YE 约增 20%+，动物营养和保健品增速接近 30%，酿酒业务增速超 40%。

高基数叠加多重不利因素，利润端虽仍承压。1Q19 归母净利润仍降 14.6%，主因 1Q18 高基数，叠加利润端不利因素的延续。1Q18 公司归母净利润 2.77 亿元，同比增 30%，净利率达 17.4% 的历史高点，这是公司 16-17 年业绩释放的趋势性延续，但利润端不利因素已露端倪，在 2Q18 开始加速凸显：转固后单吨制造费用增加，叠加糖蜜成本逐季走高，拉低毛利率；转固后利息费用化处理，叠加汇率升值（影响汇兑损益）抬高财务费用；此外可抵扣 DTA 用完，高毛利的伊犁厂因环保限产&赤峰厂搬迁停产约一个季度，均加剧了利润端的恶化。

基数影响&不利因素逐步缓解，2H19 有望迎业绩拐点，“推荐”。往后看，基数影响和不利因素正逐步缓解，糖蜜成本在 19 年有望逐季降低 1-2%，正与 18 年趋势相反，伊犁厂开工率由 60% 恢复至 80%。但 19 年宏观经济压力仍大以及国内外竞争较激烈，全年费用投放或将加大，下调 19-20 年 EPS 预测 6%、10% 至 1.20、1.44 元，同比增 15.7%、20%，对应 19-20 年 PE 23X、19X，维持公司“推荐”评级。

四、风险提示

- 1、重大食品安全事件的风险：**消费者对食品安全问题尤为敏感，若发生重大食品安全事故，短期内消费者对公司信心降至冰点且信心重塑需要较长时间，从而造成业绩不达预期；
- 2、行业景气度下降风险：**虽然调味品是属于一个刚性需求较强的一个产品，但易受高端餐饮下滑等因素的影响，大众消费品的增速也有可能面临下行的风险；
- 3、原材料价格波动风险：**黄豆、白糖等农产品是公司生产产品的主要原材料，农产品价格主要受当年的种植面积、气候条件、市场供求以及国际期货市场价格等因素的影响。如果原材料价格上涨较大，将有可能对产品毛利率水平带来一定影响；
- 4、食品龙头企业通过兼并收购切入酱油/调味品行业打破现有格局、引起行业激烈竞争的风险：**调味品行业景气度较高，未来空间仍大，若现有食品龙头企业通过兼并收购酱油区域品牌，利用其渠道网络、品牌的品台优势切入调味品行业，或将打破现有竞争格局，引发激烈竞争。

平安证券研究所投资评级:

股票投资评级:

- 强烈推荐 (预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 20%以上)
- 推 荐 (预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间)
- 中 性 (预计 6 个月内, 股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间)
- 回 避 (预计 6 个月内, 股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上)

行业投资评级:

- 强于大市 (预计 6 个月内, 行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上)
- 中 性 (预计 6 个月内, 行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间)
- 弱于大市 (预计 6 个月内, 行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上)

公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2019 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PING AN SECURITIES

平安证券研究所

电话: 4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融
融中心 62 楼
邮编: 518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编: 200120
传真: (021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编: 100033