

物以稀为贵

——关于调味品行业的年末思考和展望

行业动态

◆**确定性溢价推升板块整体估值。**2014Q1-2019Q3 调味品上市公司整体营收/归母净利润增速均值为 12%/26%，远优于同期肉制品、乳制品和啤酒的表现。随着经济增速中枢的系统性下移，调味品板块作为防御性突出的必选消费代表正在享受成长确定性带来的估值溢价。

◆**海天估值溢价是源自全球权益资产横向比较下的稀缺性。**根据彭博统计口径，2018FY 海天营业利润率/税前利润率/ROA/ROE 分别达到 28.1%/30.7%/23.9%/34.1%。我们以 2018FY 营业利润率 \geq 25%且 ROE (ttm) \geq 25%为基准，从全球全行业 5.9 万支证券进行筛选，发现满足上述条件盈利能力上市公司且具备五个完整年度收入/利润的公司仅有 255 家。如果进一步过去考虑过去五年公司的收入/利润/盈利能力等指标的稳定性和且可持续性，海天味业稀缺性则更为显著。

◆**与全球顶级的消费品公司相比，海天依然处于价值创造阶段。**回顾可口可乐的估值演变可以看到，对于消费品公司而言，相较于收入增速，持续且高水平的盈利能力才是决定其长期估值中枢的核心因素，因为它背后隐含了公司在产品/品牌/渠道/管理/研发等层面的高壁垒，这也是行业进入存量时代后企业维持生存所必须具备的竞争能力。与可口可乐早已进入稳态期不同的是，海天正在耕耘的调味品市场依然处于稳健成长期，公司也依然处于价值创造阶段，其 ROIC/WACC 达到 3.26%，不仅高于可口可乐 1.23%的水平，同时也高于全球许多顶级公司。

◆**调味品享受高估值溢价的产业逻辑再思考。**(1) 3000+亿元的工业产值叠加 8%+的自然增长，既有规模又有成长，这是调味品板块实现稳健增长的必要条件也是其显著优于其他大众消费品赛道的客观事实。(2) 依托厨师粘性建立的餐饮渠道壁垒是调味品龙头估值溢价的核心要素。

◆**2020 年四大展望。**(1) 原材料价格上升的压力逐步加大，提价周期利好行业龙头。(2) 龙头加速拓展经销商，市场份额进一步向头部集中。(3) 消费升级趋势明显，品类逻辑持续发酵。(4) 改革释放增长动力，个股逻辑值得期待。

◆**投资建议：**继续关注稳健经营的龙头海天味业；受益机制改革释放活力的中炬高新；卡位复合调味品赛道，凭借产品和渠道进行快速扩张的天味食品；受益酱油消费升级和渠道产品全面开花的千禾味业；期待涪陵榨菜渠道下沉取得积极改善。

◆**风险提示：**经济放缓、物价下行、食品安全问题、成本上涨等风险。

证券代码	公司名称	股价 (元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			19E	20E	21E	19E	20E	21E	
603288	海天味业	112.26	1.92	2.30	2.75	58	49	41	买入
600872	中炬高新	45.70	0.89	1.10	1.29	51	42	35	买入
603317	天味食品	46.90	0.83	1.04	1.27	57	45	37	增持
603027	千禾味业	23.22	0.45	0.53	0.64	52	44	36	增持
002507	涪陵榨菜	25.53	0.95	1.10	1.28	27	23	20	增持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 11 月 15 日

买入 (维持)

分析师

叶倩瑜 (执业证书编号：S0930517100003)

021-52523657

yeqianyu@ebsec.com

张喆 (执业证书编号：S0930519050003)

021-52523805

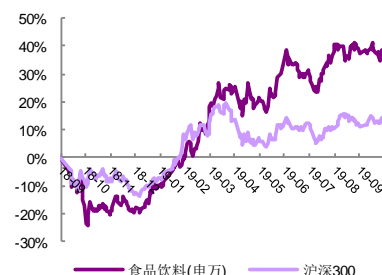
zhangzhe@ebsec.com

周翔 (执业证书编号：S0930518080002)

021-52523853

zhouxiang@ebsec.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

民以食为天，食以味为先 ——调味品行业深度报告

.....2019-05-21

目 录

1、 全球权益资产比较下看待海天的估值溢价	4
2、 调味品享受高估值溢价的产业逻辑再思考	8
3、 调味品明年展望	10
4、 风险提示	12

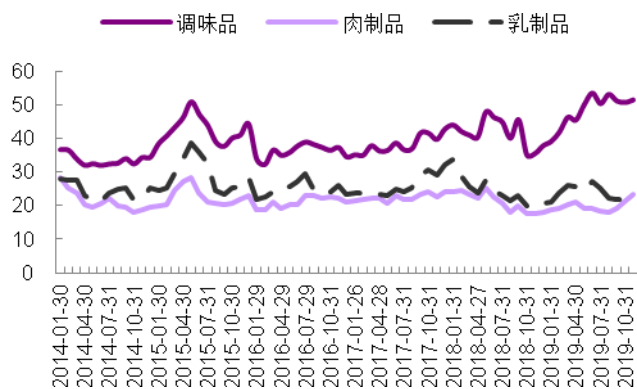
图表目录

图 1：大众品各细分子版块 PE (TTM,整体法)	4
图 2：2017 年开始海天/中炬的估值 (PE) 中枢抬升	4
图 3：2018Q3 恒顺/榨菜估值 (PE) 提升	4
图 4：千禾/天味估值 (PE) 中枢持续处于高位	4
图 5：大众消费品各板块营收增速 (%)	5
图 6：大众消费品各板块归母净利润同比增速 (%)	5
图 7：大众消费品各板块 2014-2019Q3 营收/归母净利润各季同比增速均值	5
图 8：海天/中炬外资持股市值占比 (%) 变动	6
图 9：海天味业上市以来盈利能力表现	6
表 1：全球高盈利能力水平饮料公司	6
图 10：可口可乐市盈率与收入增速 (%)	7
图 11：可口可乐市盈率与 EBIT 同比增速 (%)	7
图 12：可口可乐市盈率与 ROE (%)	7
图 13：可口可乐市盈率与净股息率 (%)	7
图 14：全球部分顶级公司的股息率(%)与 ROIC/WACC 比率(%)	7
图 15：调味品终端消费规模 (亿元)	8
图 16：2017 年大众品各板块工业销售产值 (亿元)	8
图 17：欧睿统计口径下调味品和乳制品的市场规模增速	8
图 18：调味品的竞争格局相对乳制品更为零散	9
图 19：调味品/乳制品规模以上企业平均营收 (亿元)	9
图 20：调味品家庭零售终端 CR2 份额变动	9
图 21：乳制品 CR2 份额变动	9
图 22：餐饮渠道调味品/酱油消费量占比 (%)	10
图 23：调味品餐饮渠道特点	10
图 24：调味品成本指数	10
图 25：大豆/豆粕/白糖价格 (元/吨)	10
图 26 海天/中炬经销商拓展家数提速	11
图 27：海天有能力做到持续挤压渠道环节利润率	11
图 28：各酱油厂商在线上的品类竞争策略	11
图 29：天猫双十一基础调味品预售额	12
图 30：中国复合调味料市场规模 (亿元)	12
表 2：主要上市公司盈利预测及估值	12
表 1：全球高盈利能力水平饮料公司	6
表 2：主要上市公司盈利预测及估值	12

1、全球权益资产比较下看待海天的估值溢价

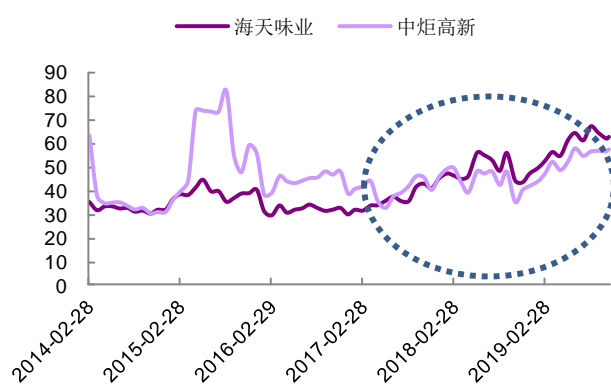
调味品板块估值提升源自稳定且持续的成长能力。调味品相对于肉制品、乳制品、啤酒等大众品的估值溢价历来存在。2014Q1-2019Q3 调味品上市公司整体营收/归母净利润增速均值为 12%/26%，远优于同期肉制品、乳制品和啤酒的表现。随着经济增速中枢的系统性下移，调味品板块作为防御性突出的必选消费代表正在享受成长确定性带来的估值溢价。2017 年，调味品龙头海天/中炬的估值中枢出现系统性抬升。2018 年以来，调味品相对于乳制品等其他大众消费板块的估值溢价不断创新高。

图 1：大众品各细分子版块 PE (TTM,整体法)



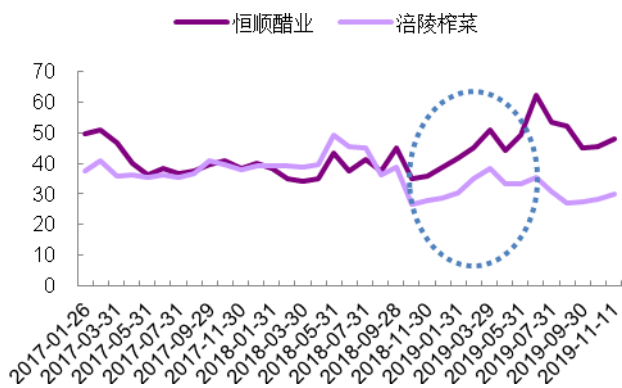
资料来源：Wind，光大证券研究所 注：截止日期 20191115

图 2：2017 年开始海天/中炬的估值 (PE) 中枢抬升



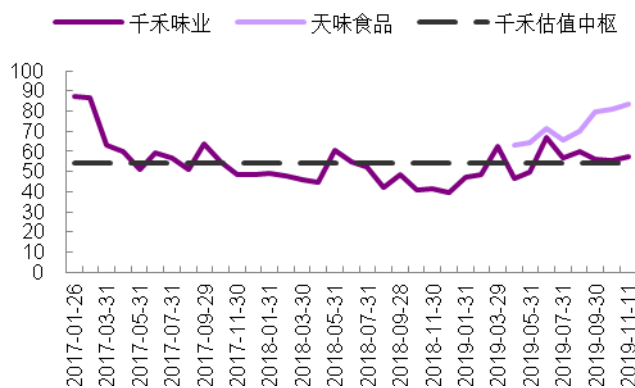
资料来源：Wind，光大证券研究所 注：截止日期 20191115

图 3：2018Q3 恒顺/榨菜估值 (PE) 提升



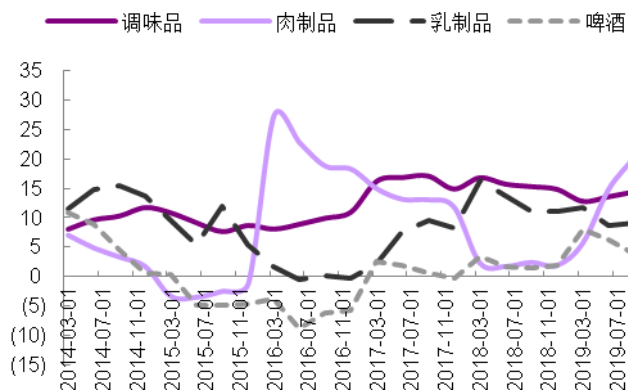
资料来源：Wind，光大证券研究所 注：截止日期 20191115

图 4：千禾/天味估值 (PE) 中枢持续处于高位



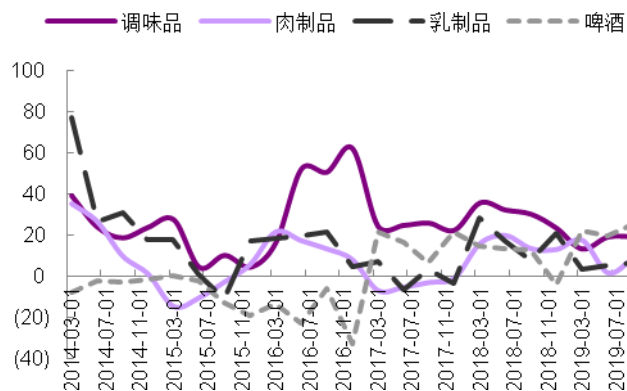
资料来源：Wind，光大证券研究所 注：截止日期 20191115

图 5：大众消费品各板块营收增速 (%)



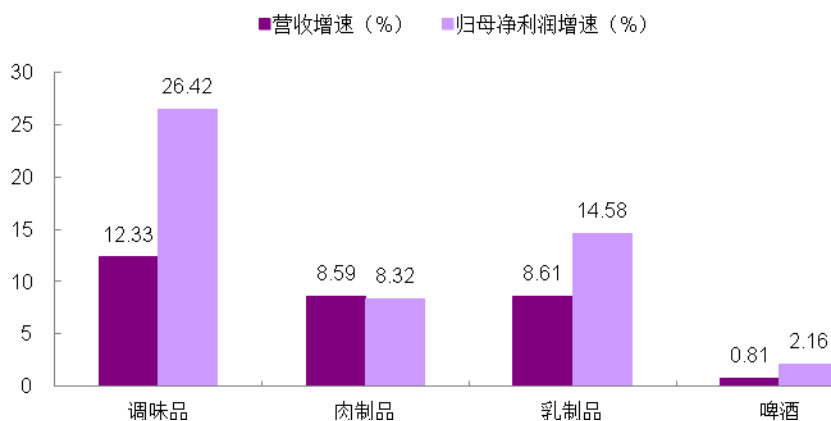
资料来源：Wind，光大证券研究所 注：截止日期 20190930

图 6：大众消费品各板块归母净利润同比增速 (%)



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：截止日期 20190930

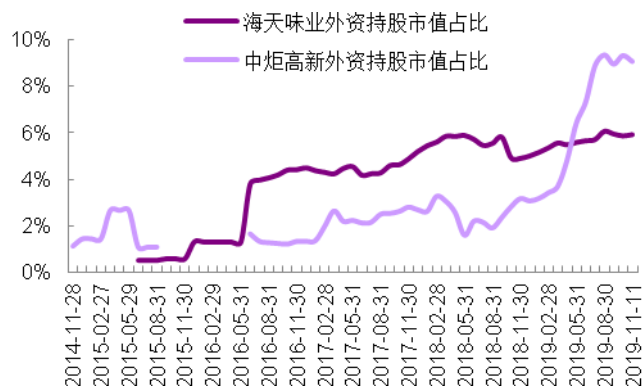
图 7：大众消费品各板块 2014-2019Q3 营收/归母净利润各季同比增速均值



资料来源：Wind，光大证券研究所

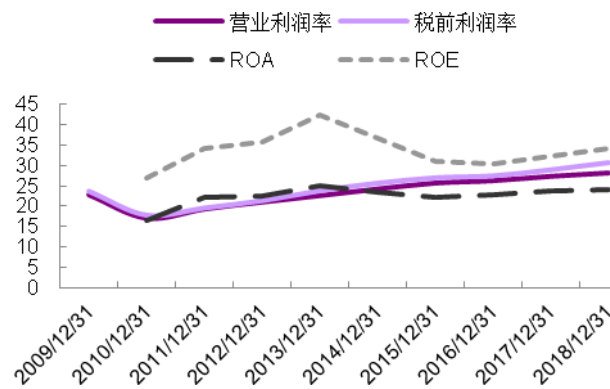
在 A 股国际化进程提速的背景下，海天估值溢价是源自全球权益资产横向比较下的稀缺性。今年我们曾在中期策略提到用 DCF 模型来看待海天估值的合理性（详见：《重估龙头新时代-2019 年中期策略》）。截至三季度末，海天/中炬的外资持股市值占比达到 5.9%/9.4%。在此时点，我们不妨继续用一个全球权益资产横向比较的视角来看待海天当前的估值溢价。2018FY 海天味业的营业利润率/税前利润率/ROA/ROE 分别达到 28.1%/30.7%/23.9%/34.1%。我们以 2018FY 营业利润率» 25%且 ROE (ttm) » 25%为基准，从全球全行业 5.9 万支证券进行筛选，发现满足上述条件盈利能力上市公司且具备五个完整年度收入/利润的公司仅有 255 家。其中食品饮料相关公司仅有 13 家，A 股公司包括贵州茅台/五粮液/海天味业/泸州老窖/古井贡酒/涪陵榨菜进入名单，海外可对标的企业主要为可口可乐和帝亚吉欧。如果进一步过去考虑过去五年公司的收入/利润/盈利能力等指标的稳定性和且可持续性，海天味业稀缺性则更为显著。

图 8：海天/中炬外资持股市值占比 (%) 变动



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：截止日期 20191115

图 9：海天味业上市以来盈利能力表现



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所 注：截止日期 20181231

表 1：全球高盈利能力水平饮料公司

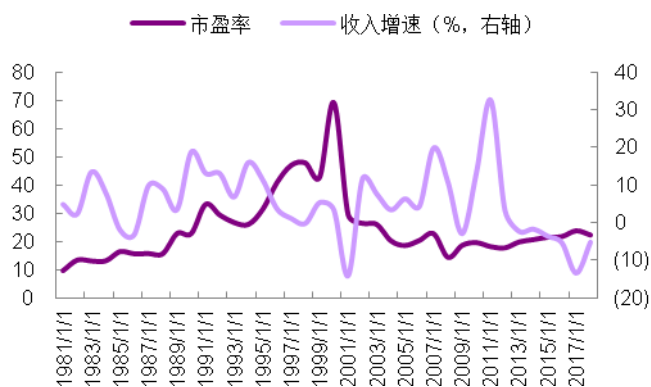
彭博代码	名称	ROE(ttm)	营业利润率 (%)，2018 年	收入 (CAGR5,%)	EBIT(CAGR5,%)	PE 五年均值
KO US Equity	可口可乐	41.9	26.7	-6.1	-1.2	23.1
600519 CH Equity	贵州茅台	36.0	66.5	22.2	24.3	29.0
DGE LN Equity	帝亚吉欧	34.5	31.4	4.6	9.5	22.8
000858 CH Equity	五粮液	25.5	43.8	11.8	40.3	24.1
603288 CH Equity	海天味业	36.6	28.1	15.4	18.3	52.1
MNST US Equity	怪兽饮料公司	27.3	33.7	11.1	15.2	30.7
BF/B US Equity	布朗福曼	54.2	34.4	2.1	2.3	31.4
000568 CH Equity	泸州老窖	26.1	38.1	2.7	30.8	23.6
CHR DC Equity	克里斯蒂安汉森控股公司	31.9	29.4	9.0	10.5	47.0
000596 CH Equity	古井贡酒	27.7	29.0	13.4	41.9	25.3
ATM NZ Equity	a2 牛奶有限公司	42.8	31.5	63.8	222.5	36.6
FEVR LN Equity	蓝桉树饮料公共有限公司	36.4	31.7	59.1	54.9	53.6
002507 CH Equity	涪陵榨菜	25.7	38.1	18.0	32.6	30.9

资料来源：Bloomberg，光大证券研究所 数据统计日期 20191115

与全球顶级的消费品公司相比，海天依然处于价值创造阶段。在过去的 40 年，可口可乐的估值表现基本可以分为三个阶段。阶段一是在 1980-1995 年，公司收入稳步增长盈利能力快速提升，营收复合增速达到 8%，ROE 从 20%起步最高时触及 60%，公司 PE 从 10 倍提升至 30 倍；阶段二是在 1996-2008 年，公司营收复合增速降至 5%，且 ROE 水平从最高时的 60% 回落至 30%左右的稳态中枢，在此期间，公司经历估值消化阶段，PE 从 2000 年最高时的 70 倍滑落至 2008 年的 14 倍。阶段三是从 2009 年至今，在过去的 10 年中，公司营收复合增速零增长，ROE 中枢保持在 27%左右，但是净股息率从 2.8%逐年稳步提升至 3.3%，公司 PE 从 14 倍稳步上升至当前的 24 倍。从可口可乐的估值演变可以看到，对于消费品公司而言，相较于收入增速，持续且高水平的盈利能力才是决定其长期估值中枢的核心因素，因为它背后隐含了公司在产品/品牌/渠道/管理/研发等层面的高壁垒，这也是行业进入存量时代后企业维持生存所必须具备的竞争能力。与可口可乐早已进入稳态期不同的是，海天正在耕耘的调味品市场依然处于稳健成长期，。

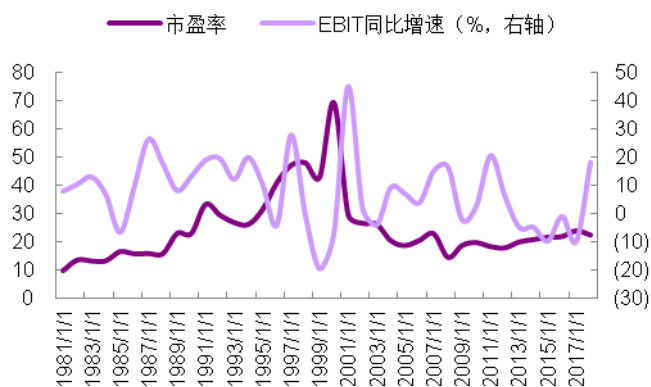
公司也依然处于价值创造阶段，其 ROIC/WACC 达到 3.26%，不仅高于可口可乐 1.23%的水平，同时也高于全球许多顶级公司。

图 10: 可口可乐市盈率与收入增速 (%)



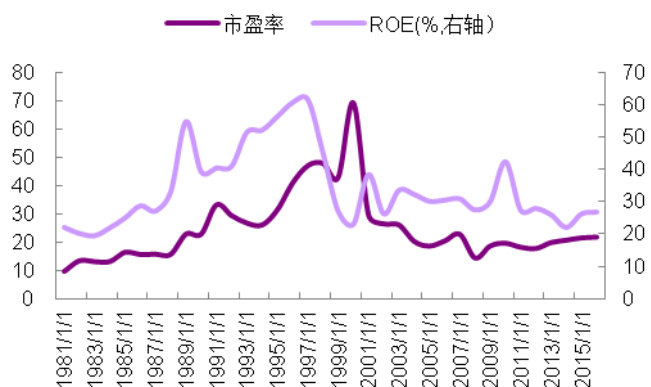
资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所

图 11: 可口可乐市盈率与 EBIT 同比增速 (%)



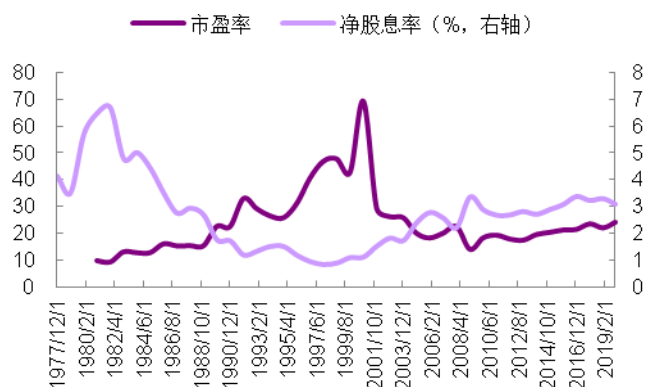
资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所

图 12: 可口可乐市盈率与 ROE (%)



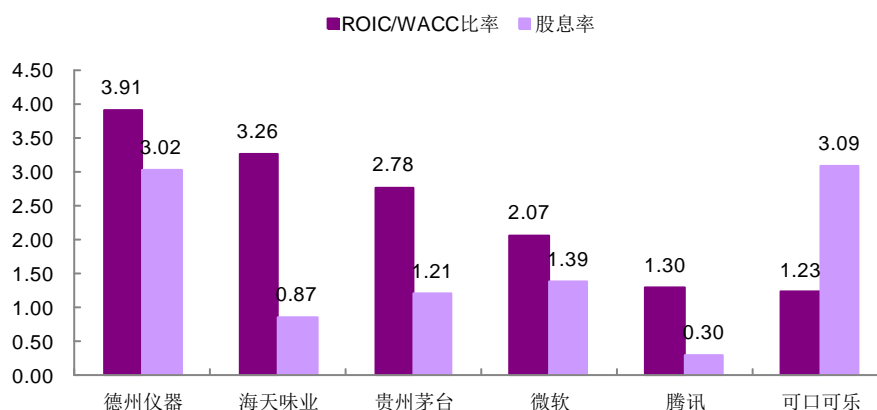
资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所

图 13: 可口可乐市盈率与净股息率 (%)



资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所

图 14: 全球部分顶级公司的股息率(%)与 ROIC/WACC 比率(%)

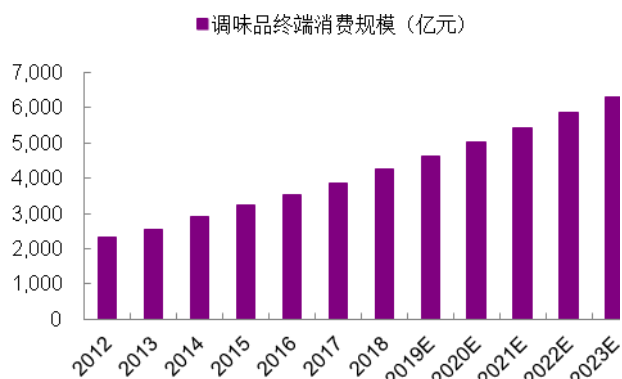


资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所

2、调味品享受高估值溢价的产业逻辑再思考

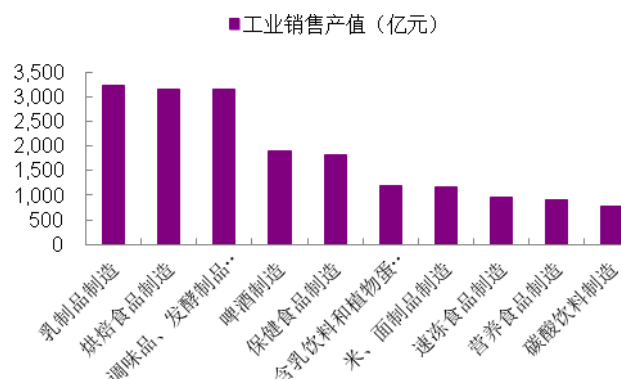
有规模、有成长，这是调味品板块实现稳健增长的必要条件也是其显著优于其他大众消费品赛道的客观事实。在行业专题《民以食为天，食以味为先》中我们曾通过欧睿数据换算预估调味品终端消费在 2023 年预计达到 6300 亿，2019-2023 年的复合增速达到 8%，这足以支撑海天从酱油之王向调味品平台的蜕变。为了进一步感知调味品板块在主要大众品细分赛道中所处的位置，我们以工业统计年鉴公布的销售产值做横向比较。数据显示，乳制品/烘焙食品/调味品、发酵制品 2017 年的工业销售产值分别为 3222/3151/3142 亿，啤酒/保健食品处于第二梯队，分别为 1908/1802 亿。所以，仅从工业销售产业的规模来看调味品与乳制品不相上下。同时，在不考虑餐饮渠道增速的情况下，调味品家庭零售终端的市场规模增速也稳定的高于乳制品。

图 15：调味品终端消费规模（亿元）



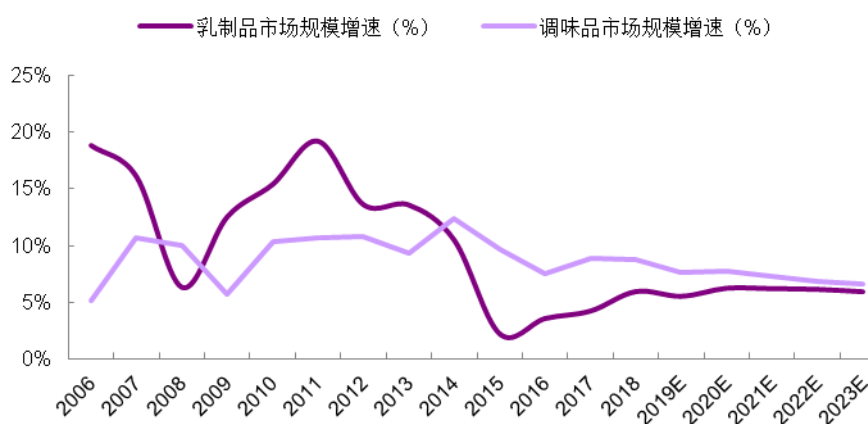
资料来源：Euromonitor，光大证券研究所预测

图 16：2017 年大众品各板块工业销售产值（亿元）



资料来源：工业统计年鉴，光大证券研究所

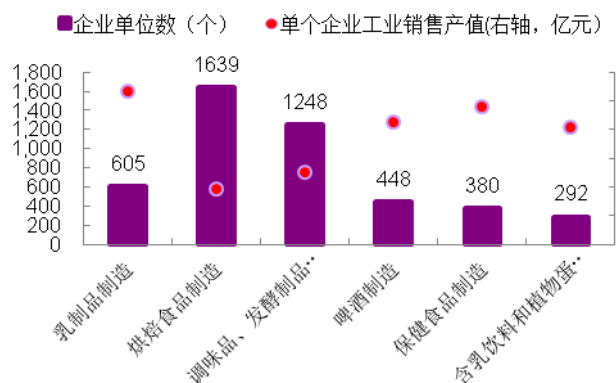
图 17：欧睿统计口径下调味品和乳制品的市场规模增速



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所，调味品统计口径仅包括家庭零售端

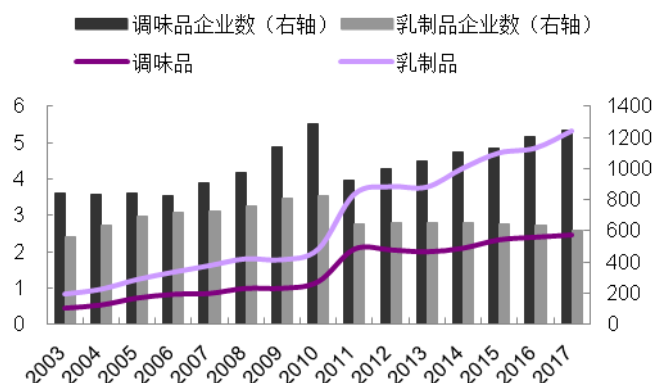
依托厨师粘性建立的餐饮渠道壁垒是调味品龙头估值溢价的核心要素。在不拆分渠道结构的情形下，我们可以观察到调味品以及烘焙食品的市场集中度大幅低于乳制品、啤酒。以规模以上企业平均营收口径的数据作为参考依据可以看到，20年前调味品和乳制品的市场零散程度相差无几，从2011年以来，乳制品行业集中度提升的速度大幅超越调味品。截至2018年，欧睿数据口径显示的乳制品CR2达到46%，而调味品在家庭零售终端的CR2仅为10.6%。调味品餐饮渠道易守难攻的特性才是其竞争格局相对占优的主要原因。目前，海天在餐饮渠道市占率超过20%，相对其他竞争对手处于绝对领先地位。因此，市场给予调味品龙头的估值溢价实则来自于调味品主力消费渠道餐饮端难以撼动的竞争格局。

图 18: 调味品的竞争格局相对乳制品更为零散



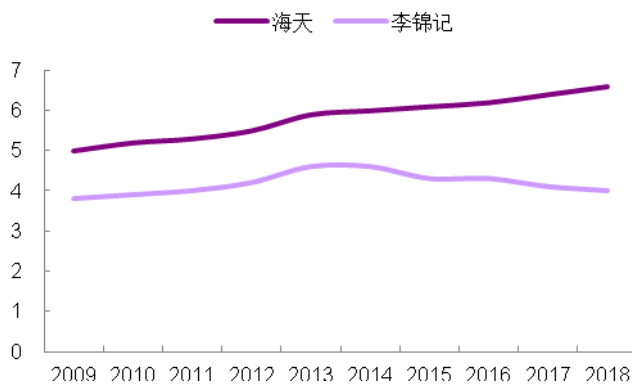
资料来源: 工业统计年鉴, 光大证券研究所

图 19: 调味品/乳制品规模以上企业平均营收 (亿元)



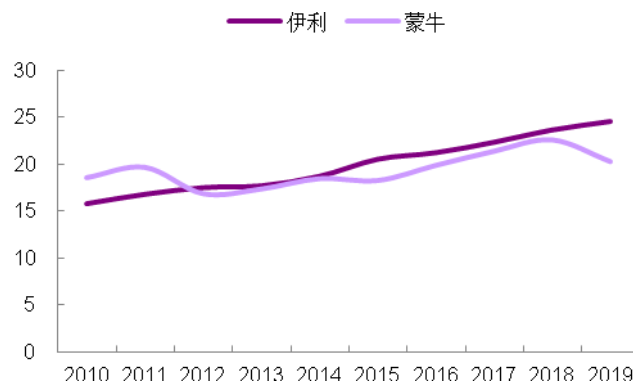
资料来源: 工业统计年鉴, 光大证券研究所

图 20: 调味品家庭零售终端 CR2 份额变动 (%)



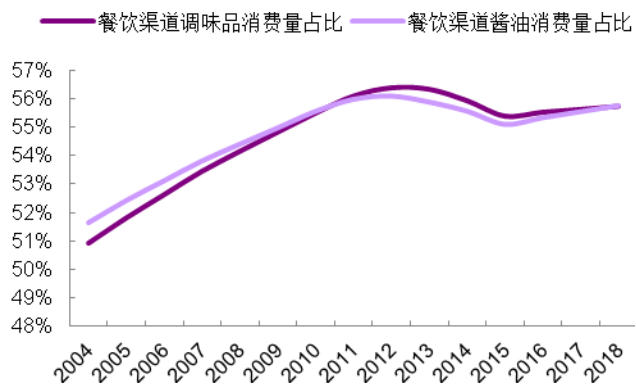
资料来源: Euromonitor, 光大证券研究所

图 21: 乳制品 CR2 份额变动 (%)



资料来源: Euromonitor, 光大证券研究所

图 22：餐饮渠道调味品/酱油消费量占比 (%)



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

图 23：调味品餐饮渠道特点



资料来源：《调味品营销》，作者：陈小龙 光大证券研究所

3、调味品行业 2020 年四大展望

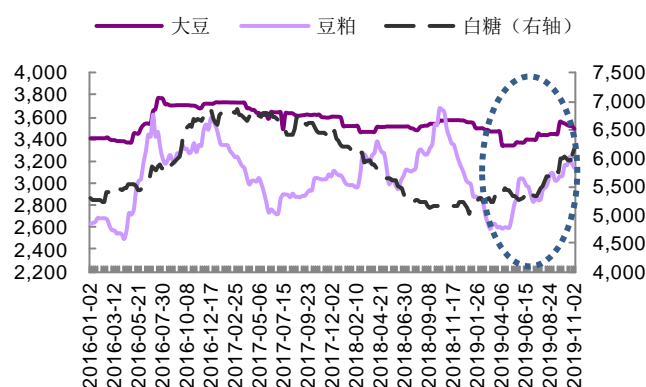
展望一：原材料价格上升的压力逐步加大，提价周期利好行业龙头。受工业品通缩影响，包材/玻瓶/纸箱等价格维持低位，我们跟踪的调味品成本指数目前处于平稳状态。但是，大豆/豆粕/白糖等原材料上涨幅度扩大，继海天在中报反馈原材料价格有所上升后，其他调味品企业在三季度不同程度地反馈原材料成本出现抬升。2019 年，CPI 上涨幅度屡超预期，进一步考虑到调味品板块 2-3 年左右的提价周期，我们认为 2020 年调味品板块的提价行情依然值得期待，而手握定价权的行业龙头最为受益。

图 24：调味品成本指数



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：截止日期 20191026

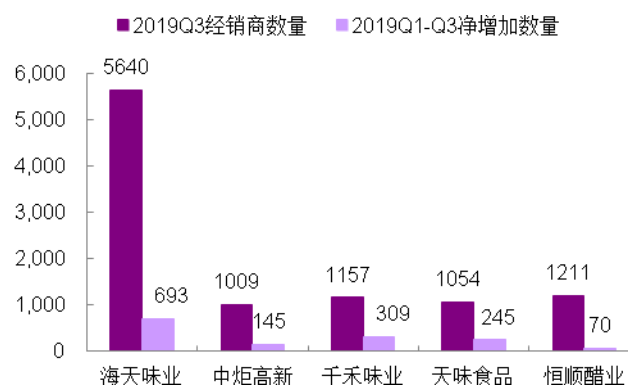
图 25：大豆/豆粕/白糖价格 (元/吨)



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：截止日期 20191109

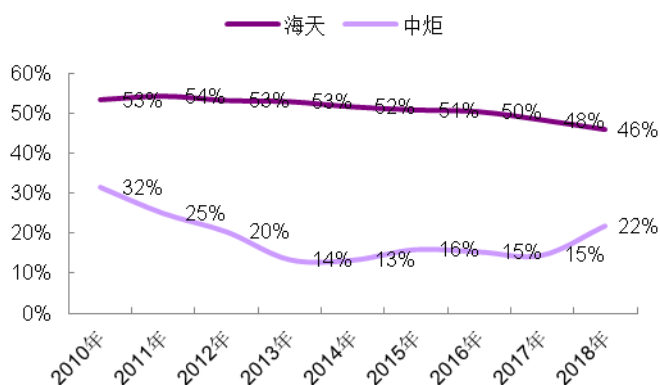
展望二：龙头加速拓展经销商，市场份额进一步向头部集中。不同细分板块的大众消费品公司在 2019 年均加快了渠道下沉的速度来应对行业增速下行的压力。调味品的整体增速虽然具备相对优势，但海天/中炬依然加速开拓经销商，这不仅意味着集中度提升的中长期产业逻辑在持续演绎，同时也意味着市场份额向龙头集中的趋势将进一步强化。我们曾经通过测算海天的渠道利润变动趋势来展示其对渠道的管控能力，在 2019 年我们进一步看到海天通过售价和运费分离的定价策略来压缩销售费用。展望 2020 年，我们认为龙头海天/中炬的市场份额将加速提升。

图 26 海天/中炬经销商拓展家数提速



资料来源：上市公司公告，光大证券研究所

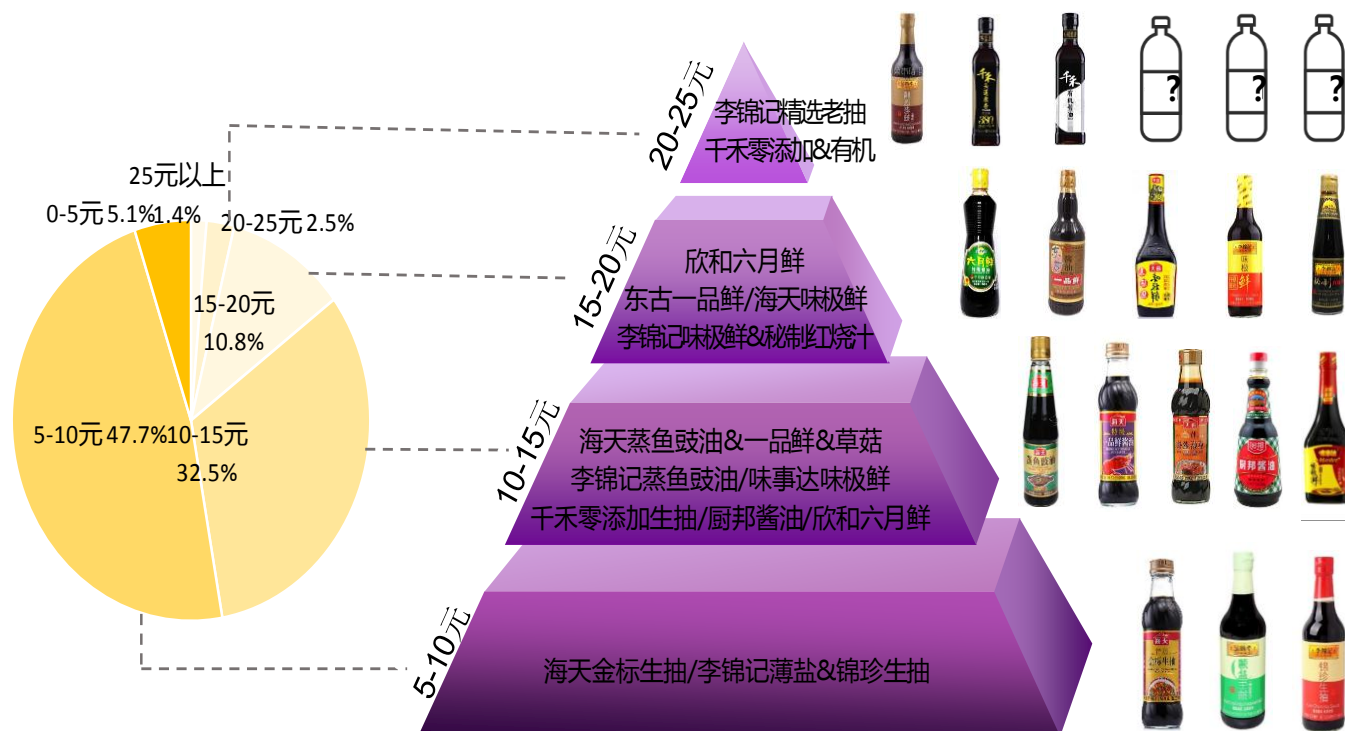
图 27：海天有能力做到持续挤压渠道环节利润率



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

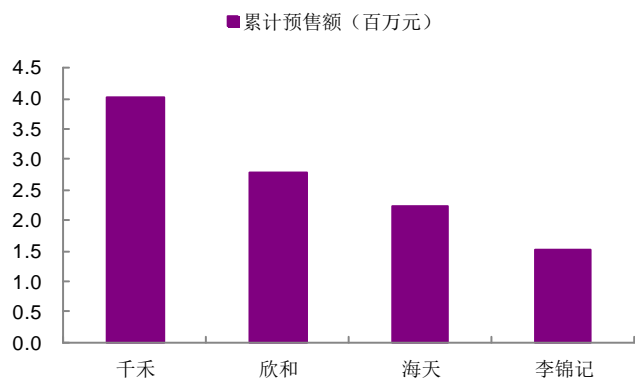
展望三：消费升级趋势明显，品类逻辑持续发酵。对于家庭端的基础调味品而言，7-10元虽然仍是主力价格带，但10-15元价格带的市场容量开始加速扩容，今年双十一预售期间，千禾、欣和在线上的销售量出现大幅领先传统厂商的趋势，中型调味品企业凭借凭借品类差异化打开战略突围窗口。为迎合行业趋势，千禾今年进行组织架构调整，特通餐饮合并为餐饮事业部、电商部则上升至电商事业部，加上传统经销商渠道的加速布局，千禾来年表现值得期待。另外一方面，在餐饮连锁化的趋势下，火锅底料和中式复合调味料成为调味品赛道里增速最快的子领域。目前，行业进入渗透率快速提升的阶段，颐海/天味凭借上市带来的先发优势在渠道端攻城拔寨，两家公司均有望实现快速增长。

图 28：各酱油厂商在线上的品类竞争策略



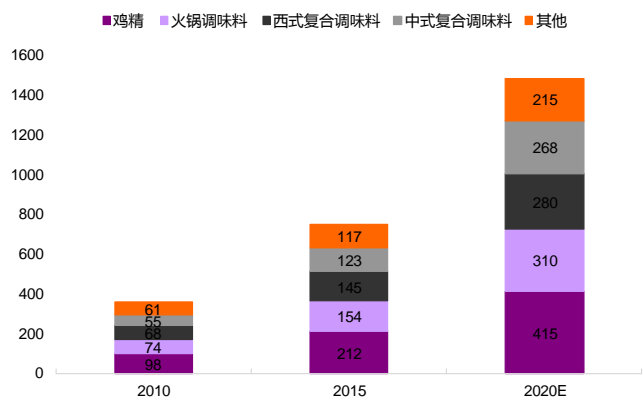
资料来源：淘数据，光大证券研究所

图 29：天猫双十一基础调味品预售额



资料来源：魔镜市场情报，光大证券研究所

图 30：中国复合调味料市场规模 (亿元)



资料来源：Frost&Sullivan 预测，光大证券研究所整理

展望四：改革释放增长动力，中炬/榨菜值得期待。中炬机制改革红利释放，2019 年前三季度调味品主业继续保持稳健增长，经销商家数破千提前完成年度任务。展望 2020 年，公司通过加大管理人员/业务骨干/基层销售人员的激励力度，体制活力得以释放。另外一方面，随着公司未来产能的逐步释放，餐饮渠道份额的提升亦值得期待。涪陵榨菜虽遭遇经营周期的波动，但通过积极的渠道变革有助于弥补公司在低线城市渠道布局的欠缺。公司具备产品力、品牌力以及绝对定价权，此次渠道重塑有助于公司长远发展。

表 2：主要上市公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	总市值(亿元)	股价	EPS			PE		
				2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
603288.SH	海天味业	3,031	112.26	1.92	2.30	2.75	58	49	41
600872.SH	中炬高新	364	45.70	0.89	1.10	1.29	51	42	35
603317.SH	天味食品	194	46.90	0.83	1.04	1.27	57	45	37
603027.SH	千禾味业	108	23.22	0.45	0.53	0.64	52	44	36
002507.SZ	涪陵榨菜	202	25.53	0.95	1.10	1.28	27	23	20

资料来源：Wind,光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 11 月 15 日

4、风险提示

经济增速放缓压力加大。如果经济总需求下行，影响人均收入和消费意愿，公司收入增长或将放缓。

物价下行风险。食品饮料行业的超额收益与物价水平关系密切，若未来物价进入持续下行时期，对食品板块将会产生压制性影响。

成本大幅上涨。一方面粮食等生产原材料成本的提高，另一方面成品包装使用的包材成本上升，都会对公司盈利能力及产品策略产生较大影响。

食品安全问题。如果食品安全问题出现，不仅相关公司生产经营或将受到冲击，同时亦有可能产生负面溢出效应波及至行业层面。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼