



2019年12月27日

稳中求胜—食品饮料行业周报 (1217-1223)

食品饮料

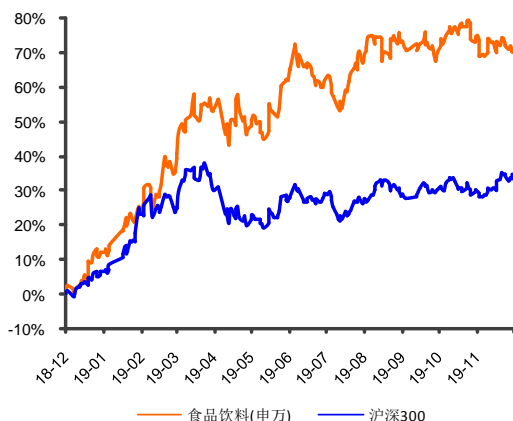
行业评级：增持

市场表现

指数/板块	过去一周 涨跌幅 (%)	过去一月 涨跌幅 (%)	年初至今涨 跌幅 (%)
上证综指	-0.32	3.48	20.59
深证成指	0.07	7.04	42.32
创业板指	0.18	7.93	43.43
沪深300	-0.03	3.81	33.72
SW食品饮料	-1.00	-1.42	66.85
SW饮料制造	-1.44	-2.16	85.78
SW食品加工	0.13	0.47	33.06

资料来源：Wind，华鑫证券研发部

指数表现 (最近一年)



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

分析师：万蓉

执业证书编号：S1050511020001

电话：021-54967577

邮箱：wanrong@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路750号

邮编：200030

电话：(86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>

● **上周行情回顾：**上周各大指数走势基本平稳，其中上证综指、深证成指、创业板和沪深300指数涨跌幅分别为-0.32%、+0.07%、+0.18%和-0.03%。申万28个一级指数中，排名前三的分别为建筑材料、有色金属和休闲服务，涨跌幅为+3.86%、+3.27%和+2.50%；上涨幅度排名后三位的是计算机、农林牧渔和钢铁，分别为-2.52%、-2.21%和-1.80%。食品饮料板块下跌1.00个百分点，跑输沪深300指数0.97个百分点。食品饮料各子板块涨跌不一，涨跌幅排名前三的分别是葡萄酒(+1.46%)、食品综合(+0.65%)和乳品(+0.48%)，肉制品(-2.94%)、白酒(-1.52%)和黄酒(-1.42%)分列后三位。

● **行业及上市公司信息回顾：**《2019年线上甜食消费趋势》发布；2018美国植物补充剂市场报告：销售额达到88.42亿美元，增长9.4%；蒙牛全球化的澳洲棋局；中国啤酒消费连续16年世界第一，去年喝掉3936万千升；人头马君度与天猫达成深度合作；开创数字化酒类消费新格局；美国啤酒消费税减免政策延长一年；安慕希联手瑞幸咖啡再搞大动作；韩国将于2020年1月1日开始对鸡肉、鸭肉、鸡蛋实施畜产品追溯管理制度；中国旺旺半年净利润增长近2成。

● **本周观点：**今年以来食品饮料板块涨幅较大，尤其是白酒和调味发酵品涨幅居前，与我们年初的策略是完全吻合的。本周受酒鬼酒甜蜜素事件影响，整个白酒板块都受到了一定的影响。除贵州茅台、五粮液、洋河股份、泸州老窖外，其余白酒股股价下跌。至于是否还会发酵，还要看后续发展的状况，如果成为行业普遍情况，可能就会持续很长时间。但就目前情况来看，可能性并不大。通常白酒中添加甜蜜素只是个案，不具有普遍性。从另一个角度看，对贵州茅台、五粮液等一线白酒未尝不是机会。建议关注一线白酒龙头、高端啤酒、复合调味发酵品等细分子行业以及此类行业中极具代表性的上市公司，如贵州茅台、五粮液、青岛啤酒、重庆啤酒、天味食品等。

● **风险提示：**消费增速不达预期、行业政策变动风险、食品安全问题等。



目录

1. 市场行情回顾	3
1.1 上周 SW 食品饮料跑赢沪深 300 指数	3
1.2 上周 SW 食品饮料各子板块表现	3
1.3 2019 年初至今 SW 食品饮料指数排名第二	4
1.4 估值回到历史中位水平	5
2. 行业及公司动态回顾	5
2.1 《2019 年线上甜食消费趋势》发布	5
2.2 2018 美国植物补充剂市场报告:销售额达到 88.42 亿美元, 增长 9.4%	6
2.3 蒙牛全球化的澳洲棋局	6
2.4 中国啤酒消费连续 16 年世界第一, 去年喝掉 3936 万千升	7
2.5 人头马君度与天猫达成深度合作: 开创数字化酒类消费新格局	7
2.6 美国啤酒消费税减免政策延长一年	8
2.7 单品销售额破 200 亿后, 安慕希联手瑞幸咖啡再搞大动作	8
2.8 韩国将于 2020 年 1 月 1 日开始对鸡肉、鸭肉、鸡蛋实施畜产品追溯管理制度	8
2.9 中国旺旺半年净利润增长近 2 成	9
3. 本周观点	9
4. 风险提示	10
图表 1: 上周 SW 一级行业指数排名 (单位: %)	3
图表 2: 上周 SW 食品饮料各子板块排名 (单位: %)	4
图表 3: 2019 年初至今 SW 一级行业排名 (%)	4
图表 4: 2019 年初至今 SW 食品饮料各子行业排名 (%)	4
图表 5: SW 一级行业估值水平 (单位: 倍)	5
图表 6: SW 食品饮料静态估值 (PE/TTM)	5
图表 7: 一号店白酒价格 (单位: 元)	10
图表 8: 京东白酒价格 (单位: 元)	10



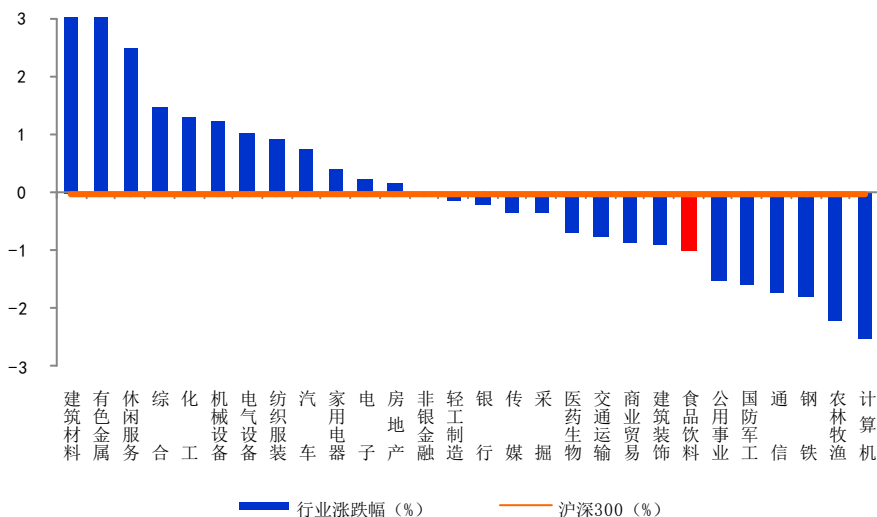
1. 市场行情回顾

1.1 上周 SW 食品饮料跑赢沪深 300 指数

上周各大指数走势基本平稳，其中上证综指、深证成指、创业板和沪深 300 指数涨跌幅分别为-0.32%、+0.07%、+0.18%和-0.03%。

申万 28 个一级指数中，排名前三的分别为建筑材料、有色金属和休闲服务，涨跌幅为+3.86%、+3.27%和+2.50%；上涨幅度排名后三位的是计算机、农林牧渔和钢铁，分别为-2.52%、-2.21%和-1.80%。食品饮料板块下跌 1.00 个百分点，跑输沪深 300 指数 0.97 个百分点。

图表 1：上周 SW 一级行业指数排名（单位：%）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

1.2 上周 SW 食品饮料各子板块表现

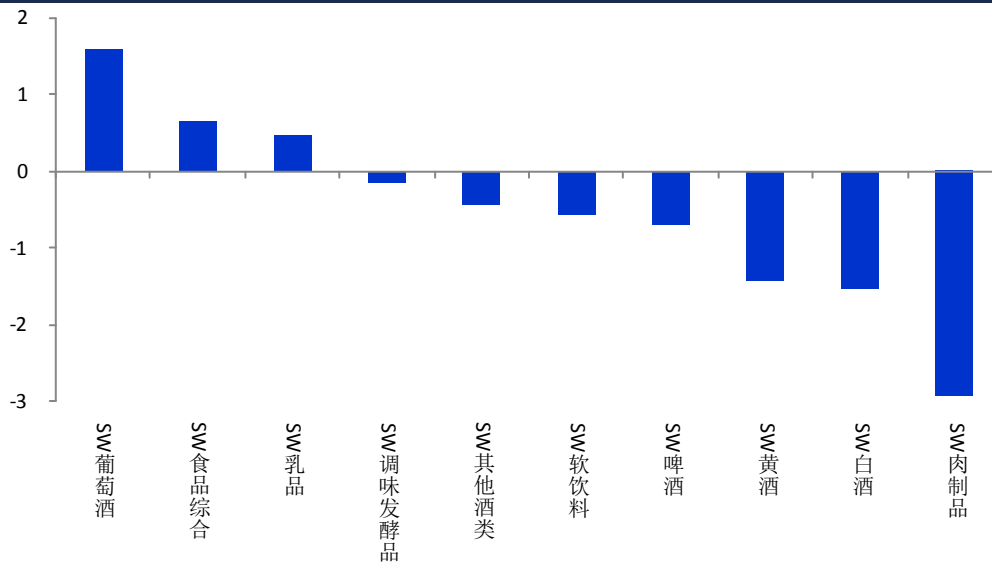
上周各子板块涨跌不一，涨跌幅排名前三的分别是葡萄酒（+1.46%）、食品综合（+0.65%）和乳品（+0.48%），肉制品（-2.94%）、白酒（-1.52%）和黄酒（-1.42%）分列后三位。

受酒鬼酒甜蜜素事件影响，整个白酒板块都受到了一定的影响。除贵州茅台、五粮液、洋河股份、泸州老窖外，其余白酒股股价下跌。至于白酒概念股受影响程度，还要看事件后续发展的状况，如果成为行业普遍情况，可能就会持续很长时间。

从长期来看，国民可支配收入长期增长的趋势仍未改变，随着人民生活水平提高，食品饮料大多数子行业的基本面还是可以确定的。再加上一直是相对受外资青睐的板块，板块中仍有部分优质公司估值相对较低，可以择机进行配置。



图表 2：上周 SW 食品饮料各子板块排名（单位：%）



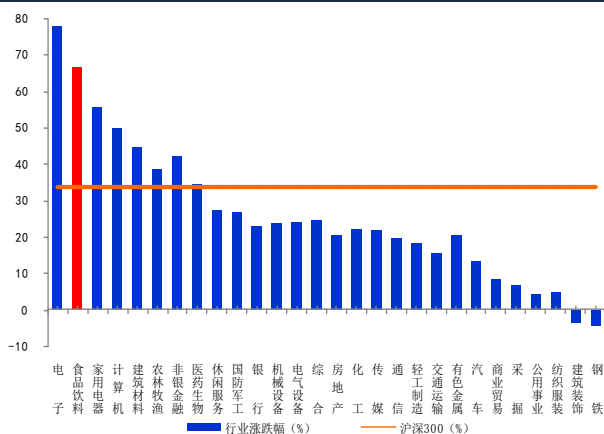
资料来源：Wind，华鑫证券研发部

1.3 2019 年初至今 SW 食品饮料指数排名第二

2019 年元旦后至本周四，申万食品饮料指数上涨+66.85%，同期沪深 300 指数上涨 33.72%，食品饮料跑赢大盘 33.12 个百分点，涨幅排名在申万 28 个一级行业指数中列第二，排名第一和第三的分别为电子和家用电器，涨跌幅为+77.60%和+55.62%；排名后三位的是钢铁、建筑装饰和纺织服装，分别为-4.47%、-3.68%和+4.68%。

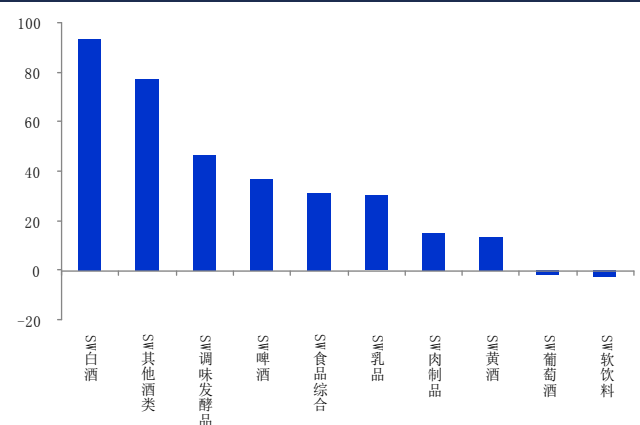
各子行业中，排名前三的分别是白酒（+93.98%）、其他酒类（+77.42%）和调味发酵品（+46.68%），软饮料（-2.66%）、葡萄酒（-1.76%）和黄酒（+13.91%）分列后三位。

图表 3：2019 年初至今 SW 一级行业排名 (%)



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 4：2019 年初至今 SW 食品饮料各子行业排名 (%)

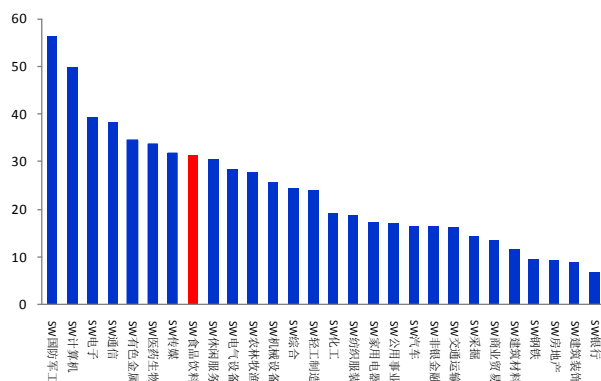


资料来源：Wind，华鑫证券研发部

1.4 估值回到历史中位水平

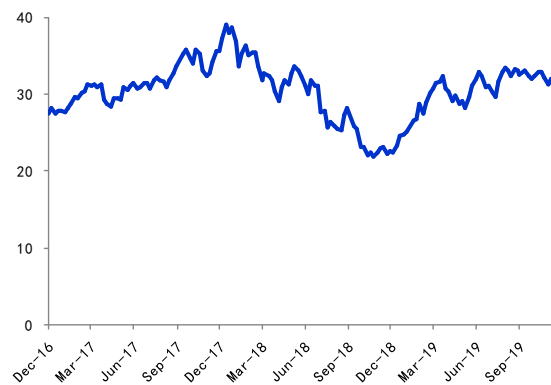
截至 2019 年 12 月 26 日，食品饮料行业动态估值为 31.43X，在所有申万一级行业排中从高到低排第八位，已回到近四年的中等水平。

图表 5：SW 一级行业估值水平（单位：倍）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 6：SW 食品饮料静态估值（PE/TTM）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

2. 行业及公司动态回顾

2.1 《2019 年线上甜食消费趋势》发布

12 月 18 日，第一财经商业数据中心（CBNData）联合天猫新势界发布《2019 年线上甜食消费趋势》。基于 CBNData 消费大数据，以线上甜食品类及用户为主要研究对象，洞察线上甜食市场现状及未来发展趋势。

近年来，伴随着休闲食品市场的发展，消费者对甜食的热爱与日俱增。特别是年轻的消费群体，巧克力成为他们口中必不可少的“那一点甜”。除了青睐固定的品类、品牌，越来越多的消费者更追求同时满足健康、颜值、趣味以及更多新奇口味的巧克力新品。CBNData《报告》显示：

1) 甜味是线上休闲食品第一大口味，近三年来，更是呈现快速增长的趋势。其中，巧克力销售规模、消费者人数稳定增长，人均消费额持续增加，成为更多人喜爱的甜食品类。每年 11 月到次年 2 月，巧克力稳居主场地位。

2) 巧克力消费者中，新客占比近 5 成，拉新与防止消费者流失是该品类的关键机会点。其中 95 后仅次于 80 后成为第二大消费群体，且 95 后在新客比中占比近 3 成，在流失客中占比不到 1/4，是拉新的重点人群。

3) 95 后消费者更偏爱黑巧克力松露巧克力，价格预期基本在百元以下，同时喜欢更注重颜值、更有趣味、更健康、口味更丰富的产品，自享型消费正在成为巧克力品



类的重要驱动。

4) 跨界拓展将是未来巧克力品类重要的突破点：审美、食玩、健康等理念正在以其逻辑改变和重塑甜食市场，层出不穷的新元素、新理念将带动线上甜食市场的新一轮嬗变。

-----环球食品博览网

2.2 2018 美国植物补充剂市场报告:销售额达到 88.42 亿美元, 增长 9.4%

近日, 美国植物委员会 (ABC) 发布了最新的植物补充剂市场报告。这份报告提供的信息基于市场研究公司 SPIN 和 IRI 提供的零售数据, 和营养商业期刊 (NBJ)。SPIN 与 IRI 合作确定了植物膳食补充剂在主流多店零售渠道的总零售销售额; 营养商业期刊则根据市场渠道和产品类型 (单味药与组合药) 计算了植物补充剂的总销售额以及分类销售额。

2018 年, 美国植物膳食补充剂的销售额继续保持高速增长, 达到 88.42 亿美元。与上一年相比, 总销售额增长了 9.4%, 这是二十年来增幅最大的一次。

除了植物膳食补充剂的总销售额增长外, 2018 年所有市场渠道的总零售额都有所增长。最强劲的增长出现在植物补充剂的直接销售, 2018 年的销售额为 44.8 亿美元, 同比增长 11.8%。大众市场零售额增长 7.6%, 达到 15.58 亿美元; 天然保健品和保健品商店的草本保健品销售额为 28.04 亿美元, 同比增长 6.9%。

-----环球食品博览网

2.3 蒙牛全球化的澳洲棋局

目前, 中国已经是世界第二大乳品消费市场。统计数据显示, 2018 年全国乳制品产量 2687 万吨, 10 年来增长近 50%; 全国人均消费乳品量达 34.3 公斤。由于成本、品类、品牌等各种因素制约, 国人消费的乳制品还有相当一部分需要进口, 也使得中国成为全球乳业进口国。

2019 年中国乳企海外并购案例中, 蒙牛的表现尤为亮眼。9 月中旬, 蒙牛出手收购澳大利亚贝拉米公司 100% 股权。贝拉米是澳大利亚有机婴幼儿配方奶粉及食品生产商, 专注于超高端市场, 旗下婴儿配方奶粉品牌是母婴界的网红品牌, 价位较高, 近些年依靠海淘在中国迅速走红。

收购贝拉米两个月后, 11 月 25 日, 蒙牛又宣布收购澳大利亚乳制品和饮料公司 Lion Dairy & Drinks (以下简称 LDD)。这是蒙牛近年来第三次出手收购。早在收购贝拉米之前, 蒙牛还通过旗下企业富源牧业收购了澳大利亚的 Burra Foods 公司。据介绍, Burra Foods 是澳洲知名乳品原材料加工企业, 手握包括冷冻浓缩乳在内的大批乳业高端技术。

并购“三连击”后, 市场普遍认为, 蒙牛在澳洲已经基本完成从奶源, 到生产加



工能力，到高端品牌的全产业链布局。在收入囊中的三块资产加持下，蒙牛的澳洲业务已形成近百亿规模，在白奶、酸奶、乳饮料、奶粉等市场均位列澳洲市场前三名，酸奶业务更是独占鳌头。

-----食品饮料招商网

2.4 中国啤酒消费连续 16 年世界第一，去年喝掉 3936 万千升

12 月 25 日日本麒麟控股周二发布的数据显示，2018 年全球啤酒消费总量时隔 4 年增加，达到 1 亿 8879 万千升，比 2017 年增长 0.8%，原因包括非洲啤酒消费连续 8 年增加，新兴市场国家的消费起到拉动作用，以及排在首位的中国降幅较小。该调查由麒麟控股根据世界各国啤酒协会等的统计数据自行汇总。一般在年底发布上年的消费总量。

按国别来看，中国连续 16 年位居首位。随着富裕阶层的增加，中高价位商品表现强劲。市场整体日趋成熟，消费量减少 2%，降至 3936 万千升。日本排在第 7 位，减少 0.1%，降至 510 万千升。

从同比增加率来看，因俄罗斯足球世界杯的影响而啤酒消费量增加的英国增长 5.7%，大幅增长。从人均消费量来看，按照 1 瓶 633 毫升的大瓶换算，消费 303 瓶的捷克连续 26 年维持首位。

-----新浪美股

2.5 人头马君度与天猫达成深度合作：开创数字化酒类消费新格局

12 月 16 日，人头马君度中国 (Remy Cointreau China, 以下简称“人头马君度”) 宣布与浙江天猫技术有限公司 (以下简称“天猫”) 达成进一步战略商业合作。双方将在新品发布、数字化升级、产品创新、消费者运营等多个层面开展深度合作，提升品牌数字化与消费者体验。

同时人头马君度表示，明年公司预计推出三款人头马优质香槟区干邑星座限量版新品，并延续在天猫首发这一传统，继续为中国消费者带来优秀的产品。除此之外，人头马君度也将在未来与天猫展开更多维度的合作。2019 年人头马君度首次入驻天猫超市，并计划于近期进驻天猫国际，全方位登陆“淘系”平台，进一步拓宽洋酒数字化市场。

作为首批入驻天猫平台的洋酒品牌之一，人头马君度与天猫的合作 7 年来一直保持着良好关系。2016 年 8 月 30 日，人头马君度首次开启天猫超级品牌日即为消费者带来一场品牌专属的线上活动。在上次合作的基础之上，人头马君度不断拓宽与天猫及整个阿里巴巴生态系统的合作边界。在过去两年，天猫已然为人头马君度在中国市场新品发布的重要阵地。基于天猫大数据，人头马君度进一步研发出单品人头马 CLUB 350ML 优质香槟区干邑和人头马 CLUB 350ML 星座限量版系列产品。这些产品均在天猫



首发，更是获得了优异的市场反馈，一举成为天猫洋酒品类中消费者最为青睐的洋酒单品之一。

-----北国商界网

2.6 美国啤酒消费税减免政策延长一年

美国当地时间 12 月 23 日消息，由于《精酿饮料现代化和税收改革法案》(Craft Beverage Modernization and tax Reform Act)的减免延长一年，美国精酿啤酒生产商和进口商在 2020 年将不会面临 1.3 亿美元的税收增长。

2018 年，对啤酒厂征收的联邦消费税再次下调。但除非国会会在 2019 年底之前采取行动，否则这一数字将增长近 100%。上周，美国众议院以 297 票通过了延期法案。参议院将在明年初对此进行投票表决。对于年产量低于 200 万桶的美国国内啤酒生产商，前 6 万桶的联邦消费税降低至 3.50 美元/桶；它还将所有其他啤酒生产商和所有啤酒进口商的前 600 万桶的联邦消费税降至 16 美元/桶。另一项规定是将年产量 600 万桶以上的消费税保持在目前的 18 美元/桶，该法案为税务和贸易局提供了额外的资金。

美国酿酒商协会主席兼首席执行官鲍勃·皮斯说：“较低的消费税率对全美 50 个州的小型独立酿酒商来说是一大福音。这些节省下来的钱让酿酒商能够对自己的业务进行再投资，从而每年节省了逾 8000 万美元的税收。”

-----中国国际啤酒网

2.7 单品销售额破 200 亿后，安慕希联手瑞幸咖啡再搞大动作

安慕希年销售额突破 200 亿！面对“大单品时代已经过去了”的论调，安慕希用实打实的成绩给出了有力回应。

就在人们还沉浸在安慕希令人叹为观止的销售奇迹中时，这个中国乳业新晋破 200 亿的大品牌，却已经选择再次出发：战略联手瑞幸咖啡，推出别具一格的安慕希咖啡酸奶。回溯安慕希的成长史，从 2014 年的 7 亿，到 2016 年的 90 亿，从 2017 年的 129 亿，再到 2019 年的 200 亿，其火箭式蹿升速度一直为人称道；而在傲人数据的背后，是安慕希对消费趋势的精准洞察和解读。

安慕希和瑞幸咖啡的“一拍即合”在于目标人群的高度匹配、品牌调性的深度契合。安慕希咖啡酸奶的上市渠道兵分两路：一是选择在阿里系电商（天猫+盒马+大润发+淘鲜达）开售，一是进驻瑞幸咖啡全国 4000+门店。新零售是大势所趋，消费场景更加“数据化”和“精准化”。无论是新零售平台的发力，还是特通渠道的布局，都有助于凸显安慕希咖啡酸奶的优势：进化出全新的消费场景，创造便捷、个性、沉浸的消费体验。

-----食品招商网

2.8 韩国将于 2020 年 1 月 1 日开始对鸡肉、鸭肉、鸡蛋实施畜产品追溯管理制度

12 月 26 日，韩国农林畜产食品部发表消息称：韩国将从 2020 年 1 月 1 日开始对



鸡肉、鸭肉、鸡蛋实施畜产品追溯管理制度。

养鸡场、养鸭场的经营者每月应申报饲养情况，养鸡场、养鸭场经营者和家畜交易商人在移动家畜时，必须申报。根据《畜产品履历法》，屠宰商、畜产品包装处理销售商等应遵守各类经营者追溯号码标示等义务事项（义务事项包括追溯号码的申请和标示、包装处理实绩及交易内容申报、追溯号码的标示和公布）。违反义务事项时，最多缴纳罚款 500 万韩元。

消费者可以通过畜产品追溯移动应用程序（app）和网页（mtrace.go.kr）上显示的畜产品包装纸上的追溯信息，查询饲养、包装、屠宰、销售等各阶段的交易信息。学校等集体食堂、邮购商及一定规模（700m² 以上）的餐饮商必须公开国产畜产品的履历号码。履历号码的公布、标示义务：由进口追溯畜产品改为韩国国产、进口追溯畜产品。

-----食品伙伴网

2.9 中国旺旺半年净利润增长近 2 成

中国旺旺（00151.HK）公布了半年业绩，虽然收入仅增长 0.6%，但在产品结构优化和原材料成本回落的帮助下，净利润大增近 2 成，这也是近 5 年来中国旺旺净利润增长快的一次。公告显示，2019 年上半财年（4 月 1 日至 9 月 30 日），中国旺旺收入 93 亿元人民币，同比增长 0.6%，但净利润达到 16.1 亿元人民币，同比上升 18.4%，净利润增长较 2018 年的 11% 又有提升。

分项目上看，中国旺旺的米果业务上半年继续减少低毛利的副品牌业务，整体收入 18.2 亿元，同比减少 2.1%，但主品牌旺旺的米果业务增长 3.4%。主要业务乳品及饮料类收入 49.5 亿元，同比增长 5.5%，其中占该项 90% 收入的大单品旺仔牛奶结束了连续下滑，同比增长 6.6%。休闲食品收入 25.1 亿元，同比变化 6.2%，主要是由于天气因素，冰品销售疲软所致。而旺旺的渠道改革方面，电商和连锁店的收入分别占旺旺总收入的 5% 和 10%。

作为早进入国内的休闲食品企业，中国旺旺曾经历了长时间的高速发展，但由于市场竞争的加剧，以及品牌、产品老化等问题，从 2014 年到 2017 年，其营收连续 3 年下滑。

2017 年开始中国旺旺开始推动一系列调整，当年营收恢复增长，但净利润还是下滑了 6.6%，2018 年随着财报统计周期的改变以及改革效果逐步体现，中国旺旺业绩开始反弹，全年净利润增长了 11.6%。

-----饮料招商网

3. 本周观点

今年以来食品饮料板块涨幅较大，尤其是白酒和调味发酵品涨幅居前，与我们年

初的策略是完全吻合的。我们认为在茅台、五粮液占据头部交椅的背景下，次高端酒企间的“合纵连横”将越来越频繁。中长期来看，白酒行业将总体呈现挤兑式增长，两极分化不可避免。

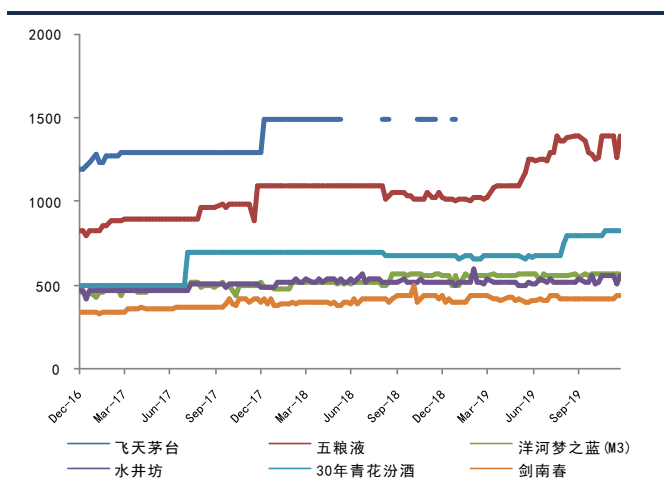
本周受酒鬼酒甜蜜素事件影响，整个白酒板块都受到了一定的影响。除贵州茅台、五粮液、洋河股份、泸州老窖外，其余白酒股股价下跌。

12月25日，湖南省市场监督管理局公布2019年12月酒鬼酒甜蜜素专项抽检结果公告，公告称，湖南省食品质量监督检验研究院于2019年12月24日至12月25日对长沙、株洲、湘潭市场上销售的湖南省酒鬼酒股份有限公司生产的相关产品进行了专项抽检，随机共抽取了酒鬼酒股份有限公司生产的产品30批次，涉及6家经销单位。经检验，本次专项抽检的30批次酒鬼酒产品均未检出甜蜜素（定量限0.0001g/kg），符合标准要求。此次事件到此算是告一段落。至于是否还会发酵，还要看后续发展的状况，如果成为行业普遍情况，可能就会持续很长时间。但就目前情况来看，可能性并不大。通常白酒中添加甜蜜素只是个案，不具有普遍性，一般只有手艺不达标的小酒厂为提高白酒品质，往酒里添加甜蜜素。从另一个角度看，对贵州茅台、五粮液等一线白酒未尝不是机会。

长期来看，国民可支配收入长期增长的趋势仍未改变，随着人民生活水平提高，食品饮料大多数子行业的基本面还是可以确定的。再加上一直是相对受外资青睐的板块，板块中仍有部分优质公司估值相对较低，可以择机进行配置。

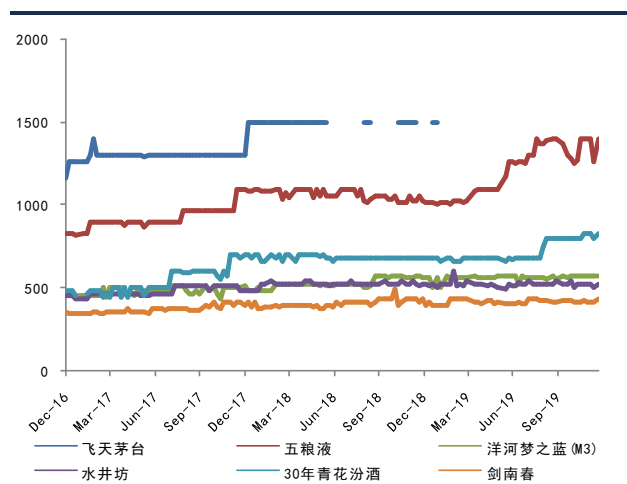
建议关注一线白酒龙头、高端啤酒、复合调味发酵品等细分子行业以及此类行业中极具代表性的上市公司，如贵州茅台、五粮液、青岛啤酒、重庆啤酒、天味食品等。

图表 7：一号店白酒价格（单位：元）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 8：京东白酒价格（单位：元）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

4. 风险提示

消费增速不达预期、行业政策变动风险、食品安全问题等。



分析师简介

万蓉：华鑫证券分析师，商业管理硕士，2007年7月加入华鑫证券研发部。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-)5%— (+)5%
4	减持	(-)15%— (-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。



免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>