



光大证券

EVERBRIGHT SECURITIES

# 2015年低估值确定成长白酒龙头投资价值凸显

—重点推介洋河贵州 贵州茅台 顺鑫农业

食品饮料行业研究团队

2014年11月30日

证券研究报告

# 2015年确定成长+低估值白酒龙头投资价值凸显

- ◆ 2015白酒行业整体增速8-10%以内，市场进一步分化集中，龙头优势凸显。
- ◆ 茅台依赖差异化拥有高端定价权，洋河依赖价格和渠道优势继续全国化放量，传统高端浓香酒五粮液等预期价格稳中有降，同质化竞争加剧。
- ◆ 名酒重构大众价位，洋河、顺鑫农业有确定成长性，汾酒、泸州老窖继续培育，盈利增长难度较大。
- ◆ 重点推介低估值确定成长公司：洋河股份 贵州茅台 顺鑫农业。

证券简称	证券简称	股价	EPS			PE			评级
			2013	2014	2015	2013	2014	2015	
600597	洋河股份	60.24	4.57	5.34	6.22	13	13	11	买入
600519	贵州茅台	155.84	14.5	12.87	14.57	12	12	11	买入
000860	顺鑫农业	17.59	0.45	0.77	1.13	39	22	15	买入
000858	五粮液	18.10	2.1	1.56	2.16	9	11	10	买入
000596	古井贡酒	26.69	1.24	1.24	1.42	22	21	18	买入

---

1

第一部分

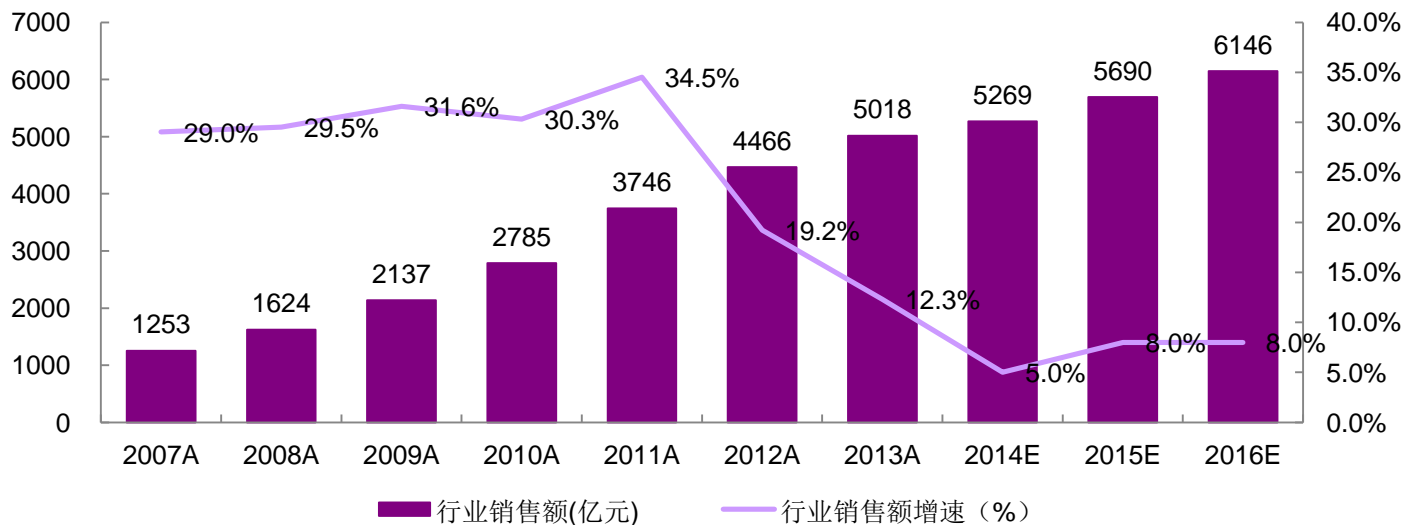
2015年白酒预期增8%，有强势大众品牌的企业会扩张挤压增长

---

# 2015年白酒在稳健中调整，考虑到14年库存消化，预期整个行业2015年保持8%左右消费升级增速

- ◆ 白酒行业截至2014年8月，行业收入增长4.5%，实际销量1-6月增长3.9%，保守预期全年能够保持持平。
- ◆ 2014年是整个行业全价位继续清库存的一年，从经销商到终端。
- ◆ 行业的小幅度增长是以大众消费升级为核心的增长逻辑，特别是从50元以下到50-150元的升级最强。

图表1：白酒行业的销售规模继续保持稳定（亿元 %）

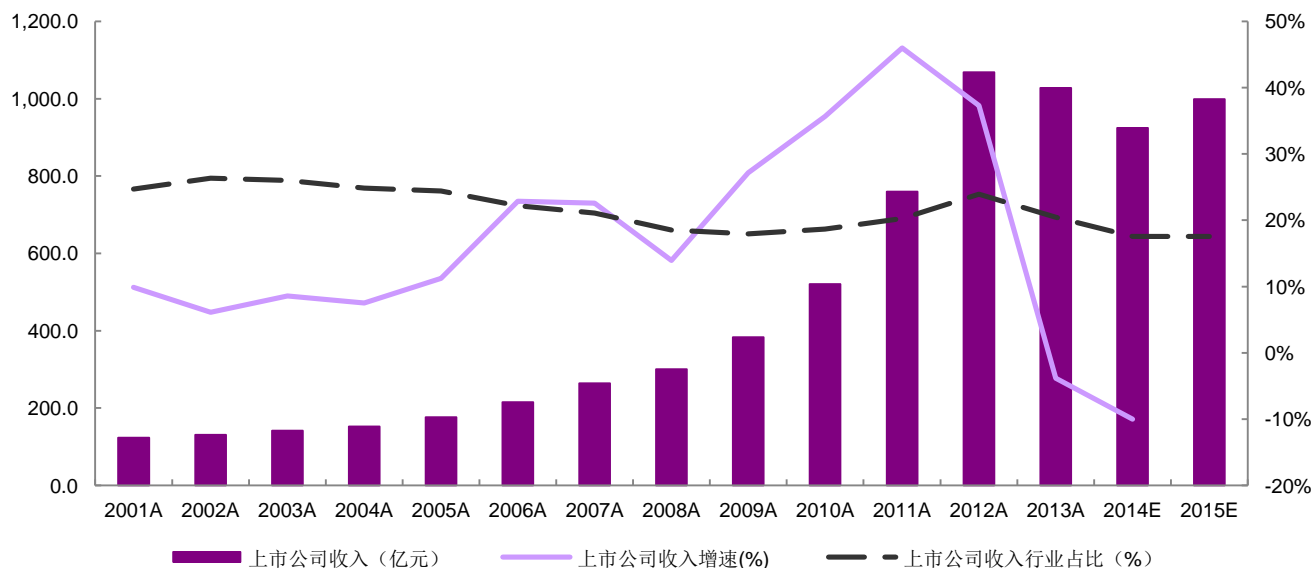


资料来源：iFinD

# 白酒上市公司需要挤压增长才能进入稳健增长轨道，短期来看上市公司并没有表现出显著的成长优势

- ◆ 上市公司整体并没有表现出超越行业的增速，五粮液、泸州老窖的下滑是主因，行业2014年增长4.5%，但是上市公司下滑幅度预期10%。
- ◆ 短期依赖挤压增长需要上市酒业公司在大众价位市场实现强有力品牌增长，特别是在中档、中低档市场。

图表2：白酒上市公司收入增速14年预期下滑10%，占比下降到18%



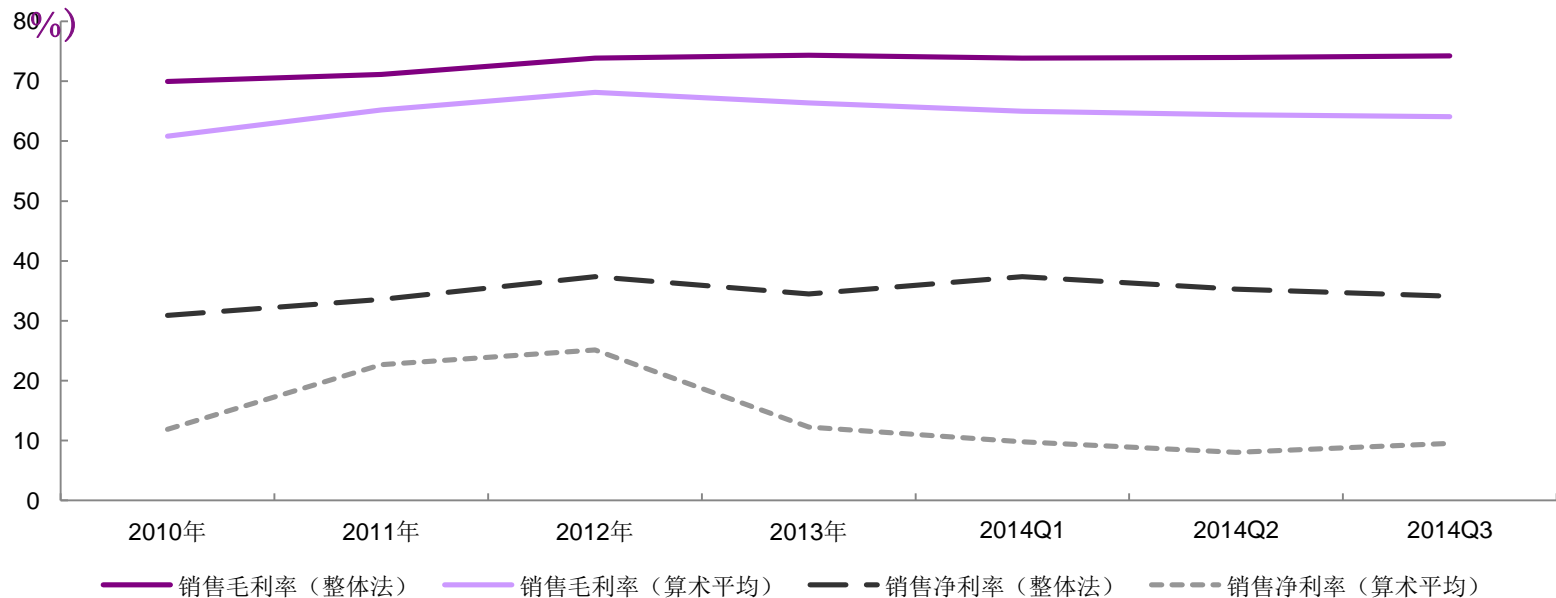
资料来源：iFinD

资料来源：iFinD

# 上市公司整体的盈利能力小幅度下降，但是到今年三季度开始毛利率已经开始稳定，调整基本结束

- ◆ 上市公司整体盈利能力保持稳定，整体毛利率74.2%，净利率34.1%。
- ◆ 行业盈利能力的保持证明了行业潜力仍然较大，上市公司目前的平均净利率水平大约为9.5%，扣除茅台五粮液等龙头公司，整个区域酒业公司的盈利能力提升需要更大的规模产生效益。

图表3：白酒上市公司盈利能力基本保持稳定，净利率到三季度基本见底%（亿元



资料来源：iFinD

# 预期15年绝大部分企业需要提升大众品牌实现挤压增长，市场投入需要加大，盈利难度短期难提升

- ◆ 目前名酒公司大众价位单一品牌10-20亿规模的龙头基本具备比较优势。
- ◆ 大众价位作为行业扩容的中心，大众价位优势企业如洋河股份、古井贡酒以及大量区域非上市龙头将持续获得成长空间。
- ◆ 整个上市公司构建大众价位优势将是未来2-3年的核心投入和增长方向。

图表4：白酒上市公司的优势价位比较（10-20亿单品衡量）

公司	高端酒品牌品类竞争力	80-300大众价位竞争力	2015年大众价位增长预期
贵州茅台	强	弱，正在构建	难度较大
五粮液	较好	弱，正在构建	难度较大
泸州老窖	弱	良好	难度较大
水井坊	弱	弱	难以增长
洋河股份	优秀，江苏有核心竞争优势	强，需再重新构建	中苏增长，全国化扩张
山西汾酒	弱	弱	重新培育
酒鬼酒	弱	弱	重新培育期
沱牌舍得	弱	弱	重新培育起
古井贡酒	弱	强	稳定增长
顺鑫农业	弱	中低、中档价位强	低端市场增长
青青稞酒	弱	强	缓慢增长
金种子酒	弱	强	缓慢增长

资料来源：光大证券研究所

# 2015年投资的逻辑两点纲要——确定成长+低估值

- ◆ 行业当前仍然处于结构调整期、品牌培育期、产能消化期。
- ◆ 在行业地成长过程中，企业盈利仍然存在较大的不确定性和下滑风险，预期2015年上市公司的增速将随着内生品牌、品类、管理优势的不同而分化。
- ◆ 投资品选择上需要考虑两点：
- ◆ 首先，确定收入和业绩增长是估值适度提升的基本保障，否则2014年即使业绩下滑较大，2015年的估值水平依然较高，或者持续处于低估值水平。
- ◆ 其次，对于二三线酒业公司，受到整体增速影响，低估值是价值提升基础。
- ◆ 2014年截至11月5日，年度股价涨幅较大的品种为贵州茅台、洋河股份、顺鑫农业，其主要的股价提升动力在估值提升。
- ◆ 2015年估值提升需要收入和盈利的进一步支撑。



---

2

第二部分

底部买入低估值+确定成长的细分  
龙头

---

# 1、高端酒增长继续缓慢，浓香白酒同质化竞争，价格竞争未来2-3年会持续

- ◆ 高端酒整体在价格没有大幅度变动情况下，进一步增长的难度较大。
- ◆ 到2014Q3，茅台和洋河收入依然保持平稳，但是茅台的压力依然较大。
- ◆ 价格下降并没有带来名酒销量大幅度提升，进一步增长依赖相互竞争。

图表5：高端酒主导企业的近期收入增速及变化（%）

证券名称	2012A	2013A	2014Q1	2014Q2	2014Q3
沱牌舍得	54.4	-27.6	-24.0	-3.2	1.5
贵州茅台	43.8	16.9	4.0	1.4	-1.0
洋河股份	35.6	-13.0	-10.3	-8.0	-5.7
五粮液	33.7	-9.1	-22.5	-24.9	-21.4
泸州老窖	37.1	-9.7	-49.3	-30.8	-41.5
水井坊	10.4	-70.3	-77.0	-65.5	-43.1
山西汾酒	44.4	-6.0	-44.3	-43.4	-43.3
酒鬼酒	71.8	-58.6	-58.9	-53.0	-43.8

资料来源：光大证券研究所

# 五粮液、国窖、水井坊等高端酒进一步下降到500元左右，满足渠道利润并稳定需求

- ◆ 2015年高端酒的价格将分化，浓香白酒进一步丧失高端酒的定价权，在300-800元之间根据供需而波动，短期会通过竞争向500元迈进。
- ◆ 2014年茅台高端占比整个高端37000吨的45%左右，挤压增长难度极大，只能依靠经销商挖掘潜力，飞天茅台增长预期10%-15%左右。

图表6：政府相关影响对贵州茅台酒整体销量增长影响将逐渐消除

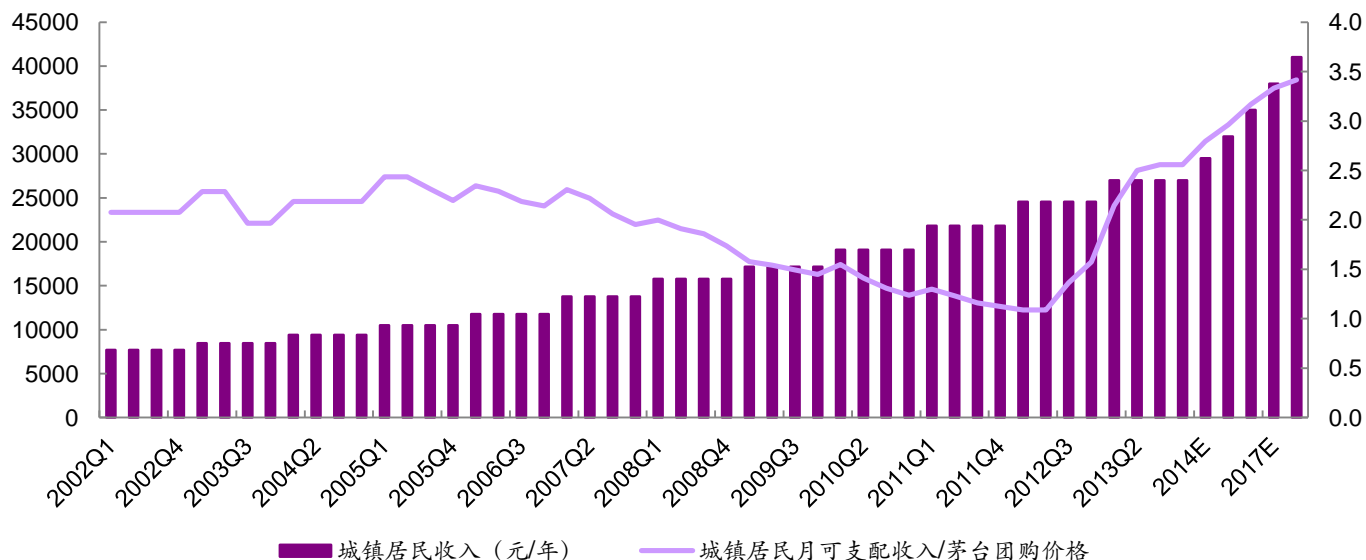
贵州茅台 (高低度)	政府相关 占比	销量 (吨)	销量增速	非政府相 关占比	销量 (吨)	销量增速	总量 (吨)	整体量增 长
2012年假设	<b>40.0%</b>	6,458	20.0%	60.0%	9,687	25.0%	16,145	<b>20.0%</b>
2013年假设	20.0%	3,378	-47.7%	80.0%	13,512	<b>39.5%</b>	16,890	<b>4.6%</b>
2014年假设	10.4%	1,800	-46.7%	89.6%	15,500	<b>14.7%</b>	17,300	<b>2.4%</b>
2015年假设	8.2%	1,600	-11.1%	91.8%	17,825	<b>15.0%</b>	19,425	<b>12.3%</b>
2016年假设	7.4%	1,600	0.0%	92.6%	20,142	<b>13.0%</b>	21,742	<b>11.9%</b>
2017年假设	6.2%	1,500	-6.3%	93.8%	22,761	<b>13.0%</b>	24,261	<b>11.6%</b>

资料来源：光大证券研究所

# 高端酒继续大众化，价格和渠道继续下沉，剑南春、梦之蓝等受益，五粮液、国窖、汾酒继续调整

- ◆ 预计2015年将是继续适度调整价格获得稳定销量的一年，盈利增长难度相对较大，因为高端价格需求弹性从2014年来看并没有大幅度超过1。
- ◆ 剑南春和洋河300-400元价位依然获得收入的稳定。那么市场必然通过价格的下降进行市场份额的争夺。
- ◆ 茅台的价格压力依然存在，但是随着购买力提升，压力会逐步减轻。

图表7：居民月收入相对茅台价格到2016年将达到3.5的历史高水平（%）



资料来源：国家统计局 光大证券研究所

# 高端酒2015年均会略微放量，只有茅台有确定性放量增长，出厂价格要适度下降补贴渠道

- ◆ 茅台计划外价格下降刺激经销商进货打开潜在高端需求，确定性增长。
- ◆ 五粮液、国窖等价格进一步下降刺激消费需求，渠道的盈利2015年预期会显著传导到厂家，从而使得企业的补贴会增大。
- ◆ 五粮液、泸州老窖、沱牌、水井坊等企业的中低端品牌的市场需要持续投入创造新品牌，且是否能够在1-2年内成功做大并盈利存在较大不确定性。

图表8：名酒企业高端酒占比差异较大（%）

公司	高端品牌	其他贵州 10-20亿品牌	高端品牌收入占比
贵州茅台	飞天茅台	无	90%
五粮液	五粮液	五粮春	50%
泸州老窖	国窖	无	15%
水井坊	水井坊	无	94%（2013H1数据）
沱牌舍得	舍得	无	68%左右
洋河股份	梦之蓝	海之蓝、天之蓝、洋河大曲	12%

资料来源：上市公司公告 光大证券研究所

# 高端酒投资策略：贵州茅台具备确定性盈利和估值提升，重点配置贵州茅台和洋河股份

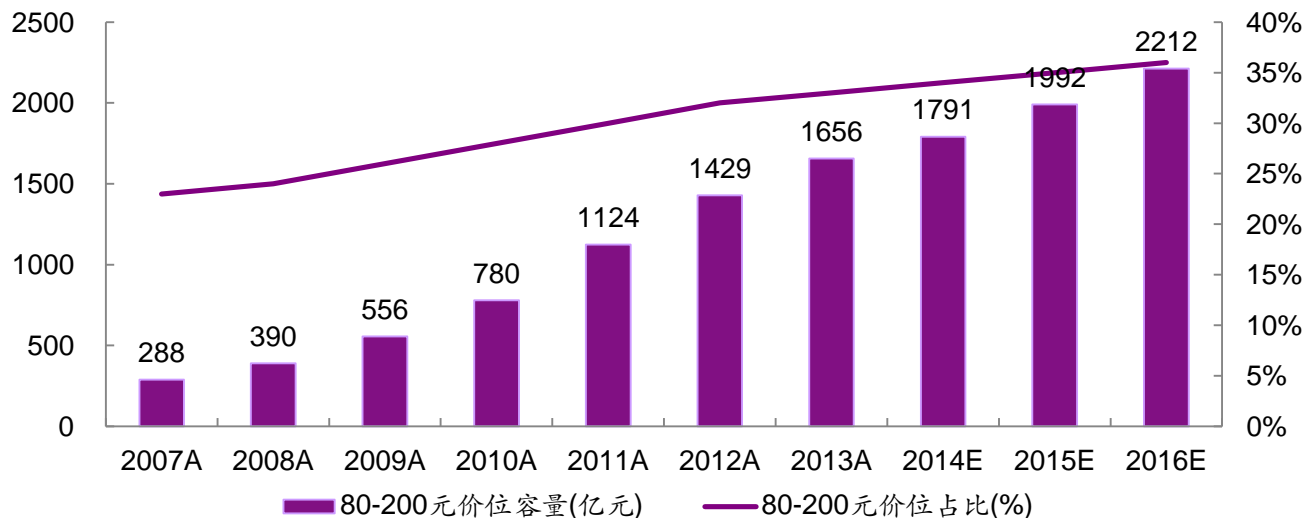
---

- ◆ 高端酒目前的估值在10-13倍左右，刺激估值进一步提升需要业绩的稳定，从而反映基本面的稳定。
- ◆ 同时从产品结构-消费群结构两个方面转型来看，产品结构调整将是一个相对长期的累积过程，好在上市公司的资本、规模、品牌和品质优势确定。
- ◆ 3年内高端酒业绩增长核心动力还是高端酒的稳定放量，中低端短期创造的利润难以成为盈利和新增长点。
- ◆ 我们预期贵州茅台在业绩增长13%，PE估值达到13-15倍，目标价210元。

## 2、大众价位继续扩容，上市公司全面加大市场投入 打造未来的大众品牌打造新增长点

- ◆ 80-300元的大众市场将是白酒企业争夺的核心，市场容量超过1800亿。
- ◆ 企业开始分化，2014年老窖、汾酒、五粮液、茅台等缺乏大众品牌和全国化网络的企业遭受了较为显著的下滑，而洋河、古井、金种子等强势企业通过80-300元价位实现稳定。
- ◆ 2015年名酒在大众价位的竞争将进一步加剧，争夺这1800亿市场，并进一步向下延伸。

图表9：80-200元价位容量目前为1790亿，占行业收入比重不足30%（%）



资料来源：国家统计局 光大证券研究所

# 中档大众价位80-200元128万吨，占比行业销量10%，名酒全面推动品牌化扩容

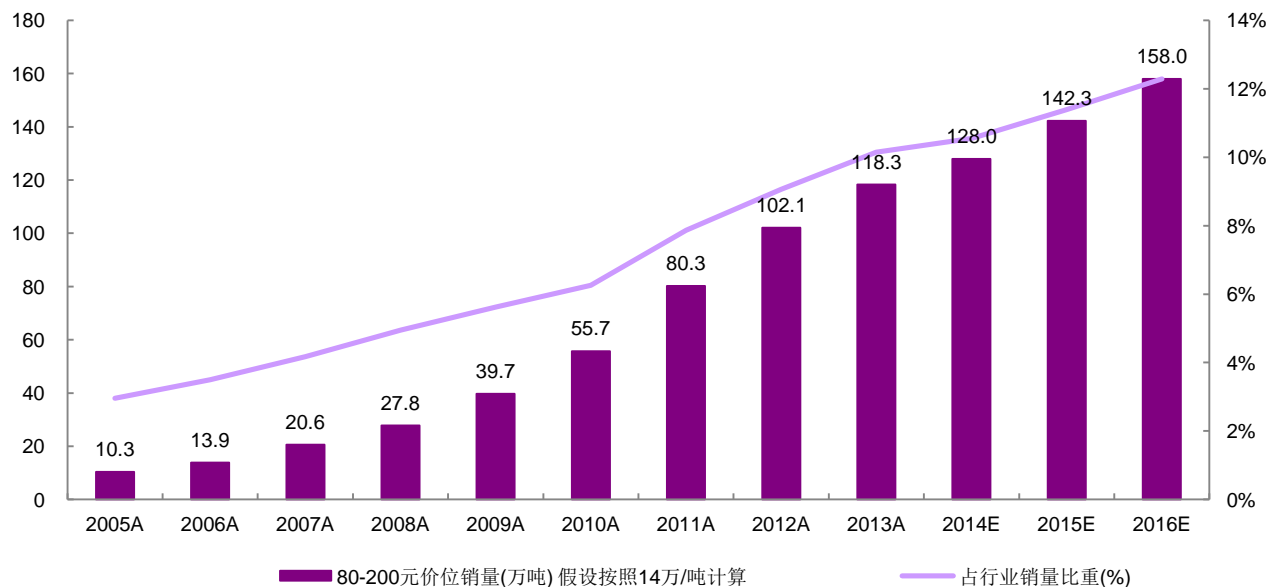
## ◆ 中档大众价位将进一步扩容：

首先，名酒将营销资源绝大部分转入大众价位培育，品牌化带动升级。

其次，居民收入提升会进一步推动消费升级，向80-200元集中。

最后，中档大众价位目前行业占比10%，参考东部地区，提升到20-30%确定。

图表10：80-200元价位销量128万吨，销量比重不足10%（%）



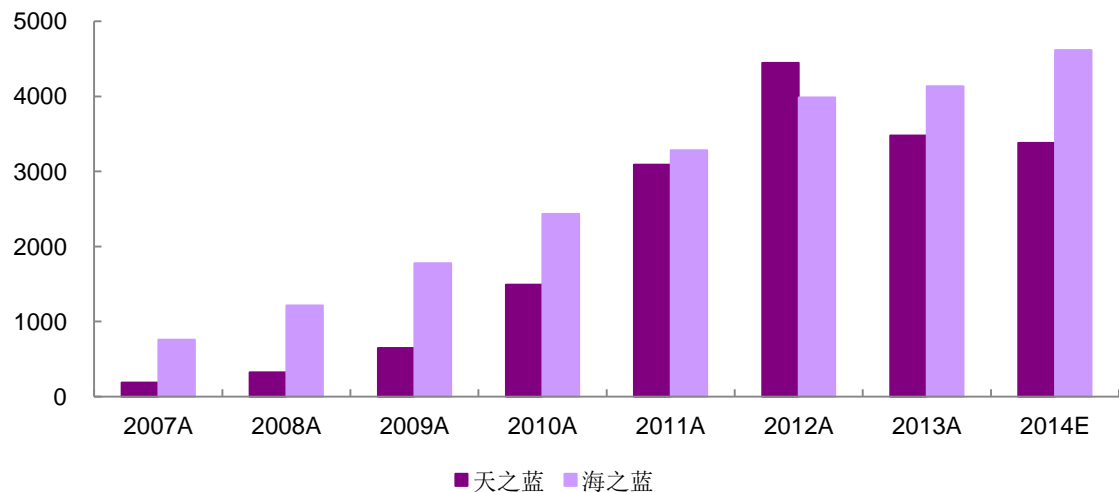
资料来源：国家统计局 光大证券研究所



# 洋河、古井等通过强势大众品牌，实现扩张+挤压增长，2015年的全国化扩张

- ◆ 对于具备优势的企业，2015年将在2014年调整之后发力全国，发力多个大众价位，代表企业有洋河股份、古井贡酒。
- ◆ 2011-2012年三年间，洋河、古井、汾酒等主要精力放在200元以上价位的团购运营，2013-2014年的产品结构调整调整为2015年的全国化增长打下了基础。
- ◆ 洋河、汾酒等通过价格的下降实现大众消费群的扩容，例如梦之蓝350元的价格会得到持续的增长需求

图表11：洋河海之蓝和天之蓝收入2014年达到53亿和37亿（百万元）



资料来源：国家统计局 光大证券研究所

# 中档大众价位品牌塑造难度加大，企业投入加大，短期费用率难以下降，净利率提升的故事不好讲

- ◆ 一方面市场竞争更加激烈，培育品牌难度进一步加大，周期会拉长。
- ◆ 目前主流经销商经过2013-2014年的市场竞争，进一步主动大幅度配合厂家进行市场、品牌和组织投入的意愿不强，需要厂家主动大幅度投入才能进行新品牌培育。
- ◆ 目前重新投入品牌的模式并不清晰，不论线下和线上，成功的难度加大，比如洋河推广老字号、五粮液和泸州老窖系列酒多品牌，目前还没有确定成功的证据。

图表12：区域白酒的短期盈利能力提升难度较大，费用率难下降，毛利率难提升（%）

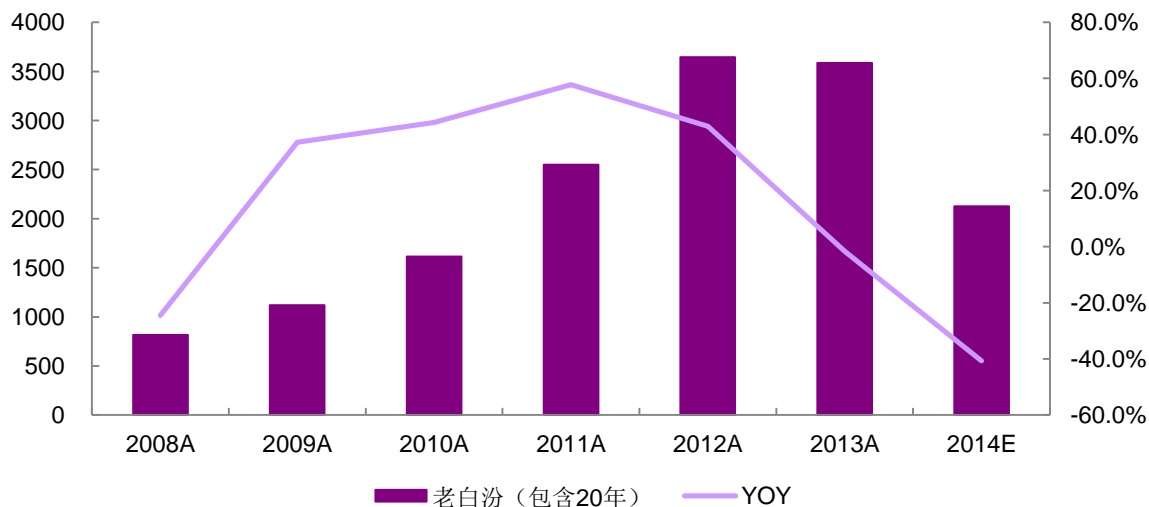
证券名称	2013年 销售净利率	2014Q3 销售净利率	2013年 销售毛利率	2014Q3 销售毛利率	2014年 销售费用率	2014Q3 销售费用率	2013年 管理费用率	2014Q3 管理费用率
山西汾酒	16.2	13.7	75.1	67.9	27.4	24.4	7.6	10.2
古井贡酒	13.6	13.0	69.8	69.4	27.9	30.4	11.1	11.1
洋河股份	33.3	32.4	60.4	61.1	9.2	9.6	6.9	8.1
金种子酒	6.4	3.6	66.0	62.1	37.2	37.9	5.3	6.0
青青稞酒	26.0	25.4	66.9	70.3	15.9	19.1	5.9	6.7

资料来源：iFinD

# 二三线酒业收入超越行业挤压增长，需要产品结构进一步大众化，2015年仍将继续处于调整期

- ◆ 预期在1-2年时间内，区域名酒企业依赖自身的综合实力可以实现布局。
- ◆ 我们更看好现有企业的大品牌实现进一步的增长，例如洋河的海之蓝2014年预期营收46亿，进一步提升空间依然较大。
- ◆ 汾酒、泸州老窖等企业过去缺乏对大众价位80-200元的重视，现在需要重新全国推广，推广新产品。汾酒等品牌正在砸钱投入新品牌，预期2015年新品难大幅盈利。

图表13：山西汾酒的老白汾品牌2014年之前限制发展，2014年下滑到20亿（百万元 %）

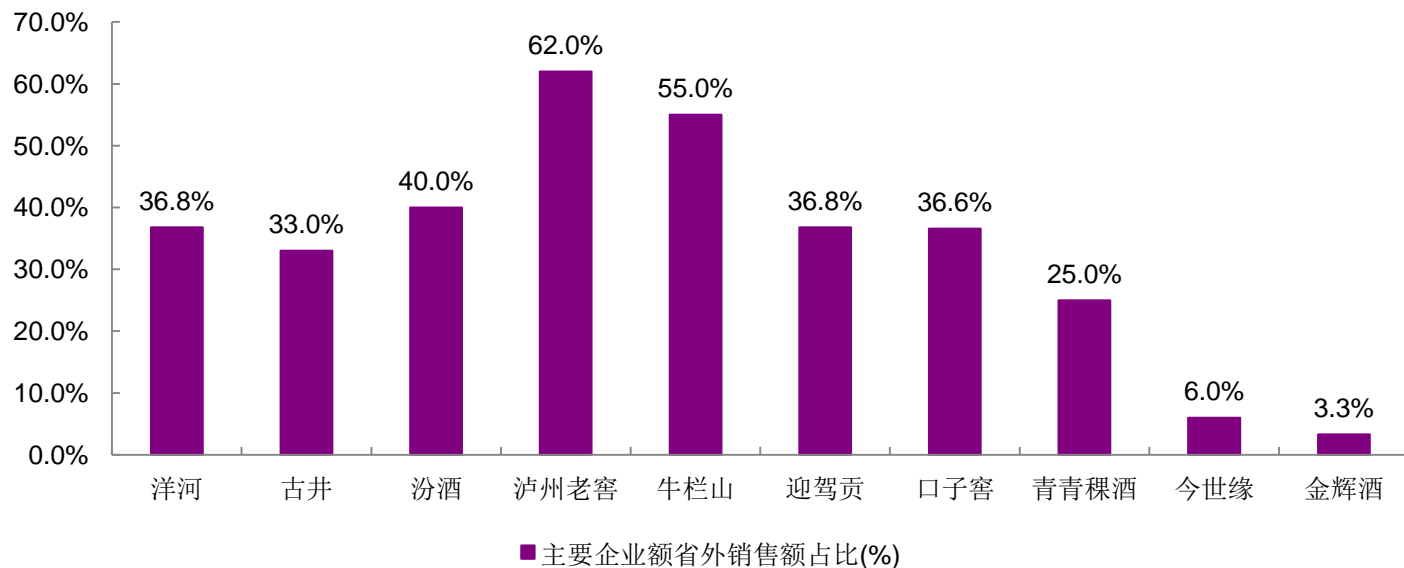


资料来源：光大证券研究所

# 洋河、古井、顺鑫等老品牌进一步挤压增长确定，大众价位强势品牌优势正在放大到全国

- ◆ 非上市企业平均3亿的规模和上市公司比较核心差距在于全国化。
- ◆ 上市公司具备资本和品牌优势，在一定区域内大众价位的竞争，短期来看优势并不十分明显。
- ◆ 品牌的全国化扩张空间仍然极大，洋河、古井、顺鑫全国化占比仍然极低。

图表14：洋河等企业拥有强势大单品全国化空间较大

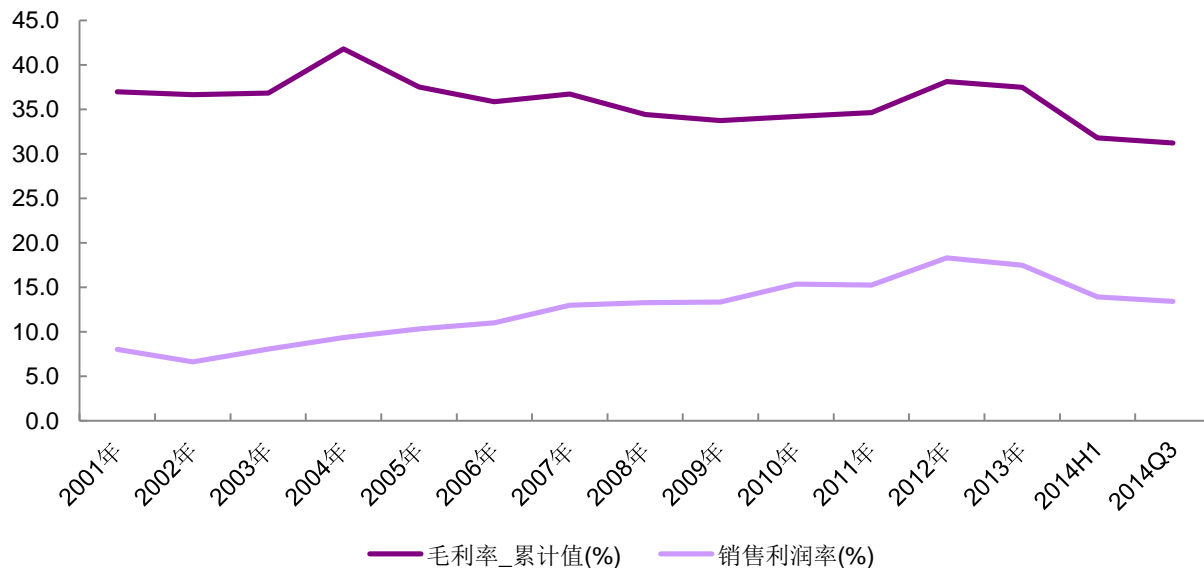


资料来源：公司年报 注：古井贡假设河南收入占比10% 泸州老窖为西南以外地区占比

### 3、产业并购加快，互联网将加快优质品牌和产品放量，传统渠道优势企业值得警惕

- ◆ 行业现有1495家公司，亏损129家，预期会进一步恶化。
- ◆ 洋河股份、五粮液已经从2013年开始启动了并购区域中小企业，2015年预期更多公司加入。
- ◆ 预期2015年会有更多3-5亿元企业经营压力加大，整个白酒行业毛利率下降到今年1-9月的31.2%，净利率下降到13.4%，存在进一步下降的空间。

图表15：白酒行业毛利率基本达到过去十年的低点，净利率也有进一步下行的压力



资料来源：iFinD

# 互联网将使得优势品牌和产品突破渠道壁垒，将会对白酒行业依赖渠道优势企业形成长期压力

- ◆ 2014年双十一，洋河股份夺得淘宝酒类冠军。
- ◆ 而贵州区域酱酒厂金沙回沙也杀入前十，企业通过极高的酱酒性价比实现大众价位的崛起，这是一个典型的依赖品质提升市场份额的案例。
- ◆ 金沙回沙的优质酱酒双十一的价格是67元/斤，而成本约在25元左右。
- ◆ 随着白酒行业回归大众消费，互联网渠道正在改变白酒的定价模式。传统的层层加价终端促销模式将持续乏力，厂家直面消费者的高性价比模式会持续提升市场份额。
- ◆ 那些依赖渠道优势，而缺乏产品创新以及品质品类优势企业会遭遇持续的成本压力和收入增长动力问题。

# 投资建议：选择超低估值+低增长为选股标准，重点看好洋河股份、贵州茅台和顺鑫农业

- ◆ 行业调整期竞争激烈，行业收入增速预期10%左右。
- ◆ 重点配置低估值确定成长品牌：洋河股份、贵州茅台、顺鑫农业。

图表16：洋河等企业拥有强势大单品全国化空间较大

证券名称	市盈率 (PE, TTM)	预测市盈率2014	预测市盈率 2015
五粮液	12.3	10.4	9.5
贵州茅台	11.8	11.2	10.2
泸州老窖	12.3	12.0	10.8
伊力特	16.6	13.3	12.2
洋河股份	14.6	13.6	12.5
古井贡酒	21.6	19.9	17.5
顺鑫农业	30.0	22.0	16.2
今世缘	23.3	24.2	23.3
山西汾酒	96.1	29.4	25.6
金种子酒	-61.8	29.8	24.4
老白干酒	68.3	59.2	36.4
沱牌舍得	481.1	79.9	108.0
水井坊	-13.4	128.9	112.8
酒鬼酒	-32.7	1,338.0	-133.8

资料来源：iFinD

# 重点公司推荐—洋河股份：大众强势品牌全国化

- ◆ 洋河通过优势品牌和一流渠道去全国化扩张，省内2014年已经保持平稳。
- ◆ 海天梦的价格在100-350元布局，充分把握大众消费的品牌升级。
- ◆ 进一步发力商务渠道，平台化优势开始起效。
- ◆ 预期未来两年收入增速15%，净利增速16%，给予15X PE，目标价81.8元，维持“买入”评级。

图表17：洋河股份收入及盈利预测

指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万元）	17,270.48	15,023.62	15,487.81	17,848.55	20,429.12
营业收入增长率	35.55%	-13.01%	3.09%	15.24%	14.46%
净利润（百万元）	6,154.30	5,002.07	4,936.86	5,769.90	6,718.86
净利润增长率	53.05%	-18.72%	-1.30%	16.87%	16.45%
EPS（元）	5.70	4.63	4.57	5.34	6.22
ROE（归属母公司）	41.88%	28.77%	24.31%	24.19%	24.02%
P/E	10.7	13.2	13.9	11.9	10.2
P/B	4	4	3	3	2
EV/EBITDA	8	9	8	7	6

资料来源：光大证券研究所



# 重点公司推荐—贵州茅台

- ◆ 茅台计划外价格进一步下降到靠近可819位置，经销商继续放量进货。
- ◆ 茅台的高端品牌力进一步提升，绝对竞争优势。
- ◆ 系列酒和年份酒停滞下滑势头，飞天茅台单品模式，15年估值再次提升。
- ◆ 维持“买入”评级，6个月目标价210元，对应2015年14.4倍PE。

图表18：贵州茅台收入及盈利预测

指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万元）	26,455	30,922	30,519	34,343	39,417
营业收入增长率	43.76%	16.88%	-1.30%	12.53%	14.77%
净利润（百万元）	13,308.08	15,136.64	14,694.20	16,638.72	19,516.95
净利润增长率	51.86%	13.74%	-2.92%	13.23%	17.30%
EPS（元）	11.7	13.25	12.87	14.57	17.09
ROE（归属母公司） （摊薄）	38.97%	35.51%	27.85%	26.01%	25.53%
P/E	13.1	11.5	11.4	10.0	8.6
P/B	5.1	4.1	3.2	2.6	2.2
EV/EBITDA	8.5	7.4	7.5	6.4	5.2

资料来源：光大证券研究所

# 重点公司推荐—顺鑫农业

- ◆ 低档酒继续维持15-20%增速。
- ◆ 基本面受到剥离资产影响，企业主营逐步清晰，会刺激估值进一步提升。
- ◆ 公司现有市值不能反映白酒主业的盈利能力，预期白酒业务潜在净利2015年达到55亿左右，按照12%净利率计算净利可以达到6.6亿。
- ◆ 给予公司23.8元目标价，维持“买入”评级。

图表19：顺鑫农业收入及盈利预测

指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万元）	8,342	9,072	9,899	10,382	11,199
营业收入增长率	10.05%	8.76%	9.11%	4.88%	7.86%
净利润（百万元）	125.82	197.65	405.16	616.77	887.51
净利润增长率	-58.99%	57.09%	104.98%	52.23%	43.90%
EPS（元）	0.22	0.35	0.71	1.08	1.56
ROE（归属母公司）（摊薄）	4.36%	6.46%	7.65%	10.61%	13.56%
P/E	76.5	48.7	24.4	16.1	11.2
P/B	3.3	3.1	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	23	23	17	12	8

资料来源：光大证券研究所

# 风险提示：2015年行业存在较大的名酒价格下降风险，二三线名酒的价格存在压力

---

- ◆ 如果五粮液等企业进一步大幅度降低出厂价格至500元左右，那么零售价格的下降，将使得300元左右的价格进一步下降，短期内行业的基本面压力加大，上市公司的估值压力会较大。
- ◆ 非上市公司进一步做大的意愿没有改变，如果行业竞争加剧超出预期，毛利率压力会较大，同时费用率短期内难以降低，行业整体盈利能力可能会进一步恶化。
- ◆ 如果宏观经济低迷带来白酒消费价位下跌，那么上市公司盈利能力整体受损，包括高端的贵州茅台、五粮液等。



光大证券

EVERBRIGHT SECURITIES

谢谢！

光大证券研究所 食品饮料行业研究团队

分析师：邢庭志

执业证书编号：S0930513030001

Email: xingtz@ebscn.com

电话：021-22169078

# 特别声明

本证券研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

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，经营业务许可证编号：z22831000。

本公司已获业务资格：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；证券资产管理；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。

本证券研究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。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本证券研究报告报告中的资料、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。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

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，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

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。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐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，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本证券研究报告报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。