

中信证券研究部



李鑫
首席轻工分析师
S1010510120016



肖昊
轻工分析师
S1010519070002

核心观点

近期我们调研了公司河南地区，该区域销售规模名列前茅、增速高于全国平均水平、终端盈利情况理想。除得益于金字塔式的分销体系外，还依赖严格的管理：河南是公司为数不多的直营省份，不断开拓空白区域，同时在精品文创销售上投入了更多的人力、物力。根据河南市场调研以及对公司的近期跟踪，我们判断公司 Q3 传统业务内生增速或明显提高。

■ **河南地区发展情况：销售规模名列前茅，增速高于全国平均水平。**河南作为直营省份，拥有郑州和洛阳 2 家一级经销商分公司，后者为 2018 年新设。自 2007 年设立郑州公司以来，河南销售年复合增速达 30%，2018 年一级经销商销售额排名全国第四，主要得益于持续加强空白和弱势区域开发力度。目前公司已覆盖河南 80% 以上区域，为省内第一大文具公司，市场份额为 8.6%。2019 年初至今增速预计超 20%，高于全国平均水平，且较 2018 年提速。

■ **河南地区终端盈利较理想。**批发业务，一级经销商毛利率约 18%、二三级经销商约 15%，考虑批发门店的零售贡献、一级经销商给予的返利（约 8%），预计二三经销商净利率在 10%-15%。终端方面，预计毛利率可达 50%+、净利率 10%+。渠道良好的盈利能力主要受益成熟的分销体系（唯一经销商制、经销商层面产品“排他”等）和严格的管理（“零窜货”、“标准化”价格体系等）。

■ **库存水平有所升高，但仍安全。**从库存周转来看，郑州公司约 1 个月、二三级经销商 2-3 个月，各级周转速度虽较以往有所变慢，但仍处合理水平。库存增加主要系：1) 伴随销售规模扩大和品类拓展，须配合额外库存支持；2) 新产品动销情况暂弱于经典产品；3) 严考核、高激励制度下，有预先提货的可能。

■ **精品文创拓展成效显著，儿美具备发展潜力。**河南地区的精品文创的规模、增速均处于全国领先水平，其成功说明：精品文创的销售确实要投入更多的人力、物力，深耕市场，但赚钱效应更强。公司层面，未来通过区域切分增加管理单元，或许是实现精细化管理和贴近零售终端的一种方式，自有一级经销商或有进一步增加的可能。儿美在河南尚未达理想状态，伴随公司逐步探索出更合适的产品、价格和渠道策略，同时安硕产品纳入晨光渠道，其销售料有所改观。

■ **风险因素：**传统业务增长低于预期；科力普净利率低于预期。

■ **投资建议：**根据河南市场调研以及对公司的近期跟踪，我们判断公司 Q3 传统业务内生增速或明显提高，叠加安硕并表贡献，维持全年传统业务 13.4% 的增长预测；科力普增速虽或有波动，但盈利质量料有所提高，随着办公集采行业红利持续释放，全年目标料完成无虞（收入增速 50% 左右，净利率 2% 以上）。维持 2019-2021 年 EPS 预测为 1.08/1.35/1.67 元，维持“增持”评级。

| | |
|-------------|---------------|
| 晨光文具 | 603899 |
| 评级 | 增持（维持） |
| 当前价 | 44.65 元 |
| 总股本 | 920 百万股 |
| 流通股本 | 920 百万股 |
| 52 周最高/最低价 | 44.65/25.36 元 |
| 近 12 月绝对涨幅 | 50.07% |

| 项目/年度 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 6,357 | 8,535 | 10,970 | 13,830 | 17,292 |
| 营业收入增长率 | 36.3 | 34.3 | 28.5 | 26.1 | 25.0 |
| 净利润(百万元) | 634 | 807 | 993 | 1238 | 1537 |
| 净利润增长率 | 28.6 | 27.3 | 23.1 | 24.7 | 24.1 |
| 每股收益 EPS(基本)(元) | 0.69 | 0.88 | 1.08 | 1.35 | 1.67 |
| 净资产收益率 ROE% | 22.4 | 23.7 | 26.2 | 26.6 | 26.9 |
| PE | 65 | 51 | 41 | 33 | 27 |

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 10 月 10 日收盘价

■ 公司在河南地区的份额预计高于其在全国

2018年河南省拥有18个地级市、106个县，常住人口9605万人，其中学生人数占比约15%，对应学生人数1441万人，按人均文具消费（批发口径）150元计算，学生文具市场规模（批发口径）为22亿元，办公文具市场规模约为学生文具市场的1.5倍，则办公文具市场规模（批发口径）为32亿元，整体河南文具市场规模（批发口径）预计合计54亿元。河南文具市场行业格局较为分散，TOP3品牌为晨光/得力/爱好，市占率分别8.6%/4.0%/1.0%，公司在河南的市场份额预计略高于其在全国的市场份额（6%左右）。

■ 公司在河南地区的增速预计高于其在全国水平

河南是公司为数不多的直营省份，发展理想。公司目前有35个一级经销商，其中7个一级经销商为公司下属直营公司：上海、广州、郑州、哈尔滨、义乌，而洛阳和杭州为2018年新设直营公司。2007年设立郑州直营公司以来，河南销售年复合增速达约30%，2018年河南一级经销商销售规模全国排名第四（前三分为广东/四川/山东）。持续加强空白和弱势区域开发力度，是公司在河南市场快速发展的主要原因，截至目前河南地区已实现80%以上的区域覆盖。

2019年初至今预计增速超20%，高于2018年，也高于我们对公司2019年传统业务收入增速13.4%的预测。我们判断原因如下：1.公司加大市场和人员投入，重点品类（精品文创和ToC办公等）增长良好；2.2018年从郑州公司拆分出洛阳公司，对经营有一定影响，导致2018年基数较低；3.增加洛阳公司，将河南市场进一步细分，令管理更聚焦，方便精耕细作，从而激活增长潜力。

■ 河南地区终端盈利情况较为理想

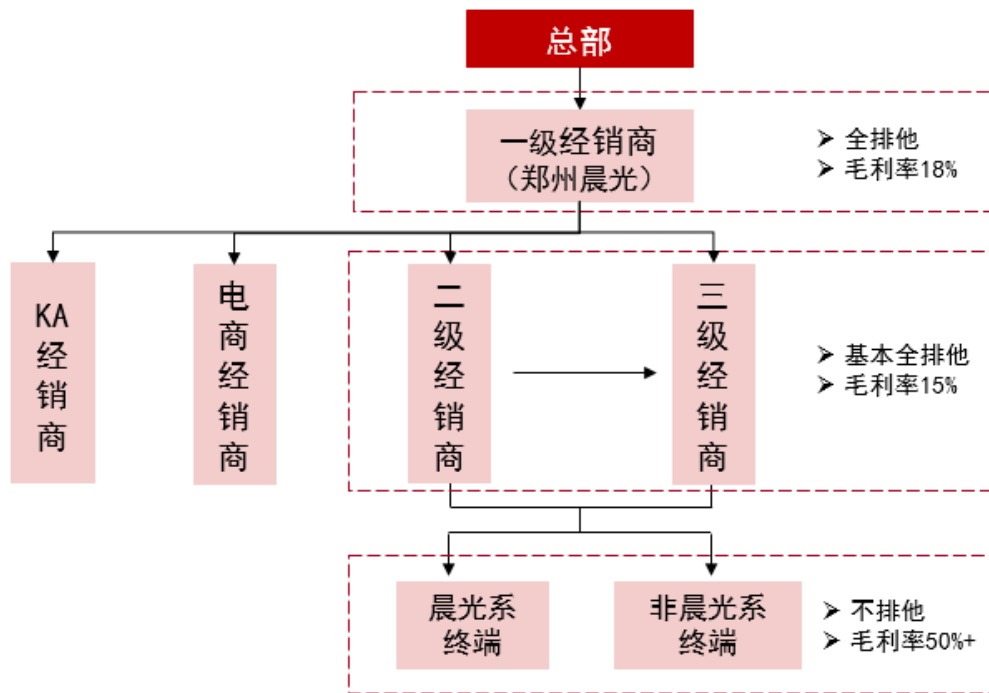
河南地区的经销体系与公司在全国较为一致，即采用3层分销体系：一级经销商、二级经销商和终端门店，以郑州公司为例，郑州公司作为一级经销商旗下拥有10多个二级经销商、50多个三级经销商，此外还有KA和电商经销商。

该体系特点如下：1.唯一经销商制，二三级经销商均是各自辖区唯一的晨光经销商，享有其授权区域的全部经营收益，二级经销商覆盖地级市、三级经销商覆盖县，基本都从一级经销商直接拿货，然后批发给终端门店；2.经营产品“全排他”，二三级经销商原则上须做到全排他，仅部分弱势品类可代理其他品牌；3.批发店开店要求，二三级经销商虽不被鼓励开设零售店（避免与终端门店竞争），但必须拥有1家实体店用于批发展示，该店可兼具零售功能。

值得注意的是，文具产品经销体系的压力不是来自持续的开店，而是对已有文具店（包括晨光系与非晨光系）的产品渗透，这种属性既减轻了文具品类扩张的压力，又对产品和渠道管理提出了更高的要求。产品和渠道管理成为判断公司核心竞争力的关键点。

从盈利能力来看,仅批发业务而言,一级经销商毛利率约 18%、二三级经销商约 15%,考虑到批发门店的零售贡献、一级经销商给予的返利(约 8%),预计二三经销商净利率在 10%-15%。终端方面,预计毛利率可达 50%+、净利率 10%+。

图 1: 晨光文具经销体系(以郑州晨光为例)



资料来源: 中信证券研究部根据调研信息整理绘制

经销商和终端良好的盈利能力,除得益于金字塔式的分销体系外,还依赖有效的管理:

1. “零窜货”管理,首先,经销商须签署反窜货公约,郑州公司杜绝给任何未签约客户供货,终端也仅能从当地经销商进货;其次,建立严格检查机制,郑州公司辖区目前基本可做到每个县配备 1 名业务员,对终端销售情况进行监控,此外搭配有效的举报机制;
2. “标准化”价格体系管理,二三级经销商提货及批发价格标准进行统一管理,确保各级稳定收益,而终端零售价不做限制,有实力的终端可以提高售价抬升利润。

■ 库存水平有所升高,但仍安全

从库存周转来看,郑州公司约 1 个月、二三级经销商 2-3 个月,各级周转速度虽较以往有所变慢,但仍处于合理水平。库存增加主要系: 1. 伴随销售规模扩大和品类拓展,单品数量增加,须配合额外库存支持,郑州公司增量库存主要由近年重点发力品类带来,如精品文创和 ToC 办公; 2. 新产品动销情况暂弱于经典优势产品; 3. 严考核、高激励制度下,不排除有预先提货的可能。

■ 精品文创拓展成效显著，儿童美术具备发展潜力

河南地区的大众产品和 ToC 办公的销售比例近似全国平均水平，而精品文创明显更高、儿美略低于全国水平；增速方面，精品文创和 ToC 办公作为今年重点发力品类，增速要显著高于儿美和大众产品，横向对比其他一级经销商也具备优势。由此可见，无论规模还是增速，河南地区的精品文创均处于全国领先水平。

关于精品文创

精品文创在河南的销售有如下特征：**1.精品文创销售确实要投入更多的人力、物力，深耕市场，但赚钱效应更高**，只要终端肯下功夫，均能取得不错成效；**2.目前主要靠高附加值书写工具带动**，精装本册和辅类（如和纸胶带）等规模尚小，但需求很大，提升空间可观；**3.消费群体仍以学生为主**，销售好坏与能否抓住社会热点和掌握优质 IP 高度相关，例如今年海贼王 IP 的盲盒销售表现良好，但需要持续迭代；**4.下半年销售占比更高**。

精品文创在河南拓展的成功经验：**1.人员配置率高**，郑州公司基层业务人员预计超过 100 人，每个县达到配备 1 名业务员；**2.经销商和终端齐心协力，促销搭配业务动作**，如业务员协助门店布置陈列和上柜、赠送重点终端展示设施、采用道具带货的销售方式等；**3.严考核、高激励**，月度考核与精品文创推广情况挂钩，考核结果决定部分月度返利发放，此外业务员可按销售额获得提成，积极性得到明显提升；**4.已沉淀出部分高复购产品**，经过近两年的探索，通过多款新品尝试，郑州公司已找到一系列销售情况良好的精品文创产品，其动销水平与大众经典款接近。

关于儿童美术

儿童美术在河南地区的销售特征：**1) 产品需要持续创新**，功能、外型或模具上的创新均可以；**2) 产品单价较高**，容易受线上冲击，相比书写工具和其它产品，网络销售更容易上量；**3) 属于刚需品类**，性价比仍是重要考量。

儿童美术在河南发展尚未达理想状态的原因：**1) 儿美今年的发展优先级位于精品文创和 ToC 办公之后**；**2) 郑州公司线上销售占比较低**，电商相对薄弱；**3) 部分高端产品与竞品价格差异较大**，销售情况欠佳。

由于刚需属性，儿童美术在河南地区有着不错的需求。伴随公司逐步探索出更合适的产品、价格和渠道策略，同时安硕产品纳入晨光渠道，对弱勢品类木头铅笔形成有效补充，儿童美术在河南地区具备较大发展潜力。

■ 启示：精品文创大有可为，区域精细化管理或成趋势

河南人均可支配收入在全国排名不高、居民消费相对保守，但精品文创却能在该区域取得长足发展，规模和增速均排名全国前列，预示了该品类良好的发展前景，河南的成功也为其他省份提供了可供借鉴的经验：适销的产品+严格的渠道管理。

此外，公司在新设洛阳公司后，在河南地区的发展取得不错成效，我们判断通过区域切分增加管理单元，或许是公司实现精细化管理和贴近零售终端的一种方式，不排除自有一级经销商有进一步增加的可能。

■ 风险因素

1. 传统业务增长低于预期；
2. 科力普净利率低于预期；
3. 九木杂物社开店速度低于预期。

■ 投资建议

根据河南市场调研以及对公司的近期跟踪，我们判断公司 Q3 传统业务内生增速提高明显，叠加安硕并表贡献，全年传统业务增长有望保持稳健，维持 13.4% 的增长预测；科力普增速虽有波动，但盈利质量料有所提高，随着办公集采行业红利持续释放，全年目标料完成无虞（收入增速 50% 左右，净利率 2% 以上）；九木开店稳步推进，经营质量逐渐提升。维持 2019-2021 年 EPS 预测为 1.08/1.35/1.67 元，维持“增持”评级。

表 1：晨光文具盈利预测

| 项目/年度 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 6,357 | 8,535 | 10,970 | 13,830 | 17,292 |
| 增长率 YoY% | 36.3 | 34.3 | 28.5 | 26.1 | 25.0 |
| 净利润(百万元) | 634 | 807 | 993 | 1238 | 1537 |
| 增长率 YoY% | 28.6 | 27.3 | 23.1 | 24.7 | 24.1 |
| 每股收益 EPS(基本)(元) | 0.69 | 0.88 | 1.08 | 1.35 | 1.67 |
| 净资产收益率 ROE% | 22.4 | 23.7 | 26.2 | 26.6 | 26.9 |
| PE | 65 | 51 | 41 | 33 | 27 |
| PB | 14 | 12 | 10 | 8 | 7 |

资料来源：Wind，公司公告，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 10 月 10 日收盘价

利润表 (百万元)

| 指标名称 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 6,357 | 8,535 | 10,970 | 13,830 | 17,292 |
| 营业成本 | 4,721 | 6,330 | 8,201 | 10,372 | 13,012 |
| 毛利率 | 25.73% | 25.83% | 25.24% | 25.00% | 24.75% |
| 营业税金及附加 | 26 | 35 | 46 | 60 | 75 |
| 营业费用 | 570 | 789 | 976 | 1,223 | 1,515 |
| 营业费用率 | 8.97% | 9.25% | 8.90% | 8.84% | 8.76% |
| 管理费用 | 384 | 494 | 645 | 808 | 977 |
| 管理费用率 | 6.03% | 5.79% | 5.88% | 5.84% | 5.65% |
| 财务费用 | -3 | -8 | -27 | -41 | -59 |
| 财务费用率 | -0.04% | -0.09% | -0.24% | -0.29% | -0.34% |
| 投资收益 | 38 | 35 | 36 | 37 | 38 |
| 营业利润 | 683 | 935 | 1,149 | 1,438 | 1,796 |
| 营业利润率 | 10.74% | 10.95% | 10.47% | 10.40% | 10.39% |
| 营业外收入 | 73 | 46 | 47 | 48 | 48 |
| 营业外支出 | 10 | 21 | 15 | 18 | 16 |
| 利润总额 | 746 | 960 | 1,181 | 1,469 | 1,827 |
| 所得税 | 119 | 152 | 187 | 229 | 289 |
| 所得税率 | 15.94% | 15.87% | 15.80% | 15.60% | 15.80% |
| 少数股东损益 | -7 | 1 | 1 | 2 | 2 |
| 归属于母公司股东的净利润 | 634 | 807 | 993 | 1,238 | 1,537 |
| 净利率 | 9.97% | 9.45% | 9.05% | 8.95% | 8.89% |

现金流量表 (百万元)

| 指标名称 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|--------|------|------|-------|-------|-------|
| 净利润 | 634 | 807 | 993 | 1,238 | 1,537 |
| 少数股东损益 | -7 | 1 | 1 | 2 | 2 |
| 折旧和摊销 | 159 | 198 | 201 | 210 | 226 |
| 营运资金变动 | -52 | -145 | -141 | -120 | -107 |
| 其他 | -17 | -33 | -47 | -71 | -83 |
| 经营现金流 | 717 | 828 | 1,007 | 1,260 | 1,576 |
| 资本支出 | -539 | -318 | -264 | -242 | -270 |
| 投资收益 | 68 | 36 | 36 | 37 | 38 |
| 资产变卖 | 3 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | -150 | -14 | 0 | 0 | 0 |
| 投资现金流 | -617 | -296 | -228 | -205 | -232 |
| 发行股票 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 负债变化 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股息支出 | -230 | -230 | -230 | -287 | -356 |
| 其他 | 0 | 5 | 27 | 41 | 59 |
| 融资现金流 | -230 | -225 | -203 | -246 | -297 |
| 现金净增加额 | -130 | 307 | 576 | 808 | 1,047 |

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

资产负债表 (百万元)

| 指标名称 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 货币资金 | 436 | 1,047 | 1,623 | 2,431 | 3,478 |
| 存货 | 872 | 1,043 | 1,453 | 1,888 | 2,272 |
| 应收账款 | 469 | 809 | 1,076 | 1,356 | 1,628 |
| 其他流动资产 | 1,197 | 1,201 | 1,046 | 1,109 | 1,296 |
| 流动资产 | 2,975 | 4,100 | 5,197 | 6,784 | 8,674 |
| 固定资产 | 871 | 877 | 958 | 1,002 | 1,058 |
| 长期股权投资 | 0 | 30 | 30 | 30 | 30 |
| 无形资产 | 196 | 188 | 178 | 170 | 160 |
| 其他长期资产 | 346 | 483 | 475 | 470 | 468 |
| 非流动资产 | 1,414 | 1,578 | 1,641 | 1,672 | 1,716 |
| 资产总计 | 4,388 | 5,678 | 6,838 | 8,457 | 10,390 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款 | 841 | 1,319 | 1,640 | 2,074 | 2,602 |
| 其他流动负债 | 554 | 788 | 864 | 1,096 | 1,319 |
| 流动负债 | 1,395 | 2,108 | 2,504 | 3,170 | 3,921 |
| 长期负债 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 79 | 73 | 73 | 73 | 73 |
| 非流动性负债 | 79 | 73 | 73 | 73 | 73 |
| 负债合计 | 1,474 | 2,181 | 2,577 | 3,243 | 3,994 |
| 股本 | 920 | 920 | 920 | 920 | 920 |
| 资本公积 | 272 | 272 | 272 | 272 | 272 |
| 股东权益合计 | 2,834 | 3,411 | 4,174 | 5,125 | 6,306 |
| 少数股东权益 | 80 | 86 | 87 | 89 | 90 |
| 负债股东权益总计 | 4,388 | 5,678 | 6,838 | 8,457 | 10,390 |

主要财务指标

| 指标名称 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---------------|------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入增长率 | 36.3 | 34.3 | 28.5 | 26.1 | 25.0 |
| 营业利润增长率 | 27.1 | 36.9 | 22.9 | 25.2 | 24.9 |
| 净利润增长率 | 28.6 | 27.3 | 23.1 | 24.7 | 24.1 |
| 毛利率 | 25.7 | 25.8 | 25.2 | 25.0 | 24.8 |
| EBITDA Margin | 12.8 | 12.7 | 11.9 | 11.4 | 11.2 |
| 净利率 | 10.0 | 9.5 | 9.1 | 9.0 | 8.9 |
| 净资产收益率 | 22.4 | 23.7 | 26.2 | 26.6 | 26.9 |
| 总资产收益率 | 14.7 | 16.3 | 16.1 | 16.4 | 16.5 |
| 资产负债率 | 33.6 | 38.4 | 37.7 | 38.4 | 38.4 |
| 所得税率 | 15.9 | 15.9 | 15.8 | 15.6 | 15.8 |
| 股利支付率 | 36.3 | 34.2 | 23.2 | 23.2 | 23.2 |

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

| 投资建议的评级标准 | | 评级 | 说明 |
|--|------|------|--------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上 |
| | | 增持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间 |
| | | 持有 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间 |
| | | 卖出 | 相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上 |
| | 行业评级 | 强于大市 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上 |
| | | 中性 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间 |
| | | 弱于大市 | 相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上 |

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ00001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告有任何疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和 markets 法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。