



## 行业加速整合&加多宝纠纷解决方案落地，基本面有望迎来拐点

### 中粮包装 (0906. HK)

#### 事件概述：

11月15日，公司发布公告称其于14日收到香港国际仲裁中心于10月31日出具的《部分仲裁裁决书》，历时近两年的加多宝纠纷解决方案成功落地。

**加多宝纠纷解决方案成功落地。裁决使股东权益得到保障：**公司所获的2.30亿元赔偿为按中粮包装投资实际出资时间及金额计算的应得收益，773万元则为对应利息，该裁决结果公平合理，合乎公司及其股东利益。**双方合作进一步推进：**该裁决认定之前香港王老吉（加多宝旗下公司）申请的终止增资协议无效以及要求加多宝须配合商标注入手续。公司收到上述仲裁裁决后已和加多宝集团进行有效沟通，未来将与加多宝集团密切合作，共同推动加多宝集团上市计划，从而实现持续健康的发展。

**铝包装业务：二片罐行业加速整合&啤酒罐化率稳步提升，行业供需格局优化。供给端：**新增产能有限，近两年落地及在建的较大项目主要来自于一线制罐企业，我们推算二片罐总增加产能约27.7亿罐，若考虑皇冠产能退出，二片罐新增产能实际更少。行业通过收并购加速整合，目前已初步形成中粮包装+奥瑞金+波尔、宝钢包装、昇兴+太平洋三大产能集群，产能市占率合计占比约70%。**需求端：**啤酒罐化率稳步提升带来增量市场，我们预计2019-2021年二片罐年新增需求约20-30亿罐。

**马口铁业务：收入端有一定压力，成本端受益原材料价格下跌。**受部分客户向两片罐转换以及地产因素影响，三片罐、方圆罐销售承压拖累马口铁业务同比下降5.5%。原材料马口铁价格回落，2019H1马口铁业务毛利率同比提升0.4pct至15.2%，后续仍有望持续改善。

**投资建议：**我们预计2019-2021年中粮包装实现营收分别为72.5/79.1/85.6亿元，实现归母净利润分别为3.0/3.4/3.9亿元，对应EPS分别为0.26/0.30/0.34元，PE分别为12.2/10.6/9.3X。公司2012年以来PE中枢13倍，我们认为基本面改善有望推动估值向中枢回升；同时参考A股可比公司2020年平均14倍估值，我们给予公司12倍PE，对应EPS 0.30元，目标价为3.60元（以1人民币兑1.1167港币计算为4.02港元），首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：**原材料价格上涨、啤酒罐化率提升不及预期；客户拓展不及预期、A股和港股的系统性风险。

#### 评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	首次覆盖
目标价格（港元）：	4.02
最新收盘价（港元）：	3.15
股票代码：	0906
52周最高价/最低价：	3.84/2.89
总市值（亿港元）	36.57
自由流通市值（亿港元）	36.57
自由流通股数（百万）	1160.95



#### 分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn  
SAC NO：S1120519080002  
联系电话：17701086910

#### 分析师：戚志圣

邮箱：qizs@hx168.com.cn  
SAC NO：S1120519100001  
联系电话：13651997419

**盈利预测与估值**

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5986.46	6601.01	7252.78	7905.25	8564.76
YoY (%)	14.50	10.27	10.04	9.00	8.34
归母净利润(百万元)	310.51	255.06	298.10	343.14	389.37
YoY (%)	5.59	-17.86	16.88	15.11	13.47
毛利率 (%)	16.07	14.72	15.33	15.26	15.28
每股收益 (元)	0.26	0.22	0.26	0.30	0.34
ROE	6.24	5.21	5.59	6.04	6.42
市盈率	12	14	12	11	9

资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 正文目录

一、2019 年中期业绩回顾：业绩增速较快，盈利能力改善.....	4
二、铝包装业务：二片罐行业加速整合&啤酒罐化率稳步提升，行业供需格局优化.....	5
1、行业供需格局优化.....	5
2、加多宝纠纷解决方案落地，股东利益得到保障，与加多宝进一步合作可期.....	8
3、收入加速增长，新增产能投产有望带来收入增量.....	9
三、马口铁业务：收入端有一定压力，成本端受益原材料价格下跌.....	10
四、盈利预测与投资建议.....	12
五、风险提示.....	14

## 图表目录

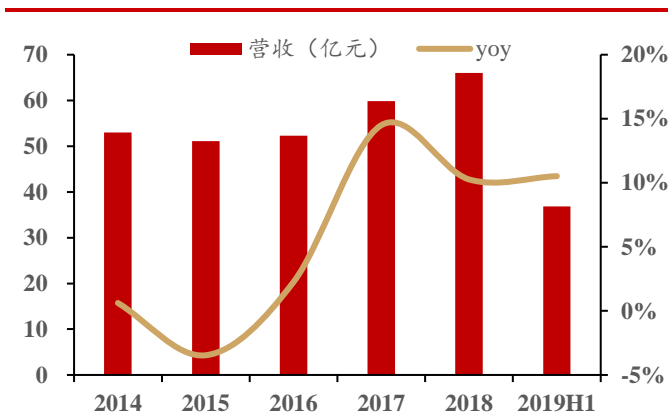
图 1 2019H1 收入同比增长 10.5%.....	4
图 2 2019H1 归母净利润同比增长 18.8%.....	4
图 3 2019H1 财务费用率同比增加.....	5
图 4 2019H1 毛利率同比改善.....	5
图 5 金属包装行业已经告别投资高速增长期.....	5
图 6 16 年开始原材料铝价进入上升通道.....	6
图 7 近年啤酒产量增速趋缓.....	7
图 8 软饮料产量增速中枢明显下移.....	7
图 9 2018 年果汁及果汁饮料产量同比下降 2.51%.....	7
图 10 2018 年罐头产量同比下降 0.07%.....	7
图 11 双方矛盾主要集中在加多宝对清远合资公司的商标注入问题.....	9
图 12 近年铝制包装业务收入增长加速（亿元）.....	10
图 13 2019H1 铝制包装业务毛利率为 16.7%.....	10
图 14 2019H1 马口铁业务收入同比下降 5.5%.....	11
图 15 2019H1 钢桶、奶粉罐收入占比分别为 25%、18%.....	11
图 16 2019H1 三片饮料罐、方圆罐收入同比下滑.....	11
图 17 18 年以来镀锡板卷价格明显回落（元/吨）.....	12
图 18 2019H1 马口铁业务毛利率约 15.2%，同比提升 0.4pct.....	12
表 1 奥瑞金、嘉美近年落地和计划新增两片罐产能共 27.7 亿罐.....	6
表 2 行业通过收并购加速整合.....	6
表 3 啤酒二片罐需求测算表.....	8

## 一、2019 年中期业绩回顾：业绩增速较快，盈利能力改善

据中粮包装 2019 年中期业绩报告数据显示，回顾期内公司实现营收 36.9 亿元，同比增长 10.5%，实现净利润 1.7 亿元，同比增长 18.8%，扣非后净利 1.6 亿元，同比增长 21.1%，业绩增速较快。

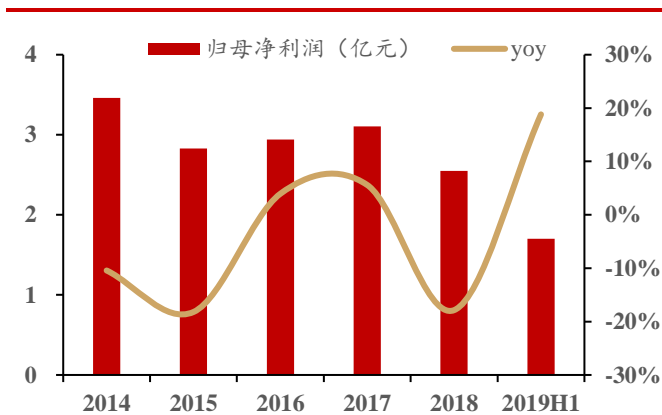
分业务来看，2019 年财政年度上半年铝包装实现收入 17.2 亿元，同比增长 34.9%；马口铁包装实现收入 16.9 亿元，同比减少 5.5%，产品均价有所提升，但系部分客户转向两片罐包装形式，需求减少，收入出现下滑；塑料包装实现收入 2.7 亿元，收入持平去年同期。

图 1 2019H1 收入同比增长 10.5%



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 2 2019H1 归母净利润同比增长 18.8%



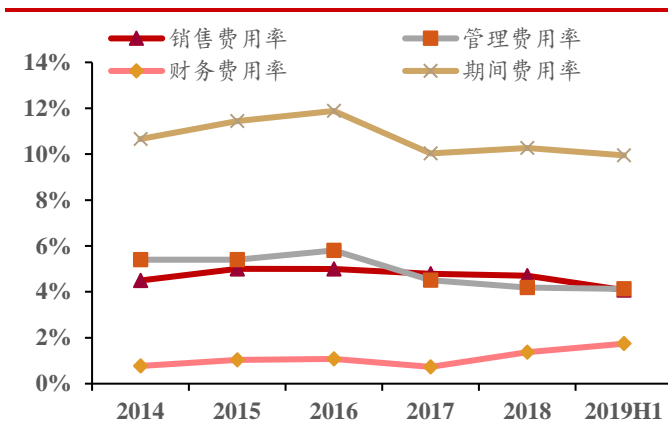
资料来源：Wind，华西证券研究所

融资成本略有增加，毛利率同比改善。

整体费用率略有下降，回顾期内销售费用率 4.1%，同比减少 0.59pct，管理费用率 4.1%，同比增加 0.18pct，财务费用率 1.7%，同比增加 0.57pct，系期间银行贷款利息总额及成本增加所致。

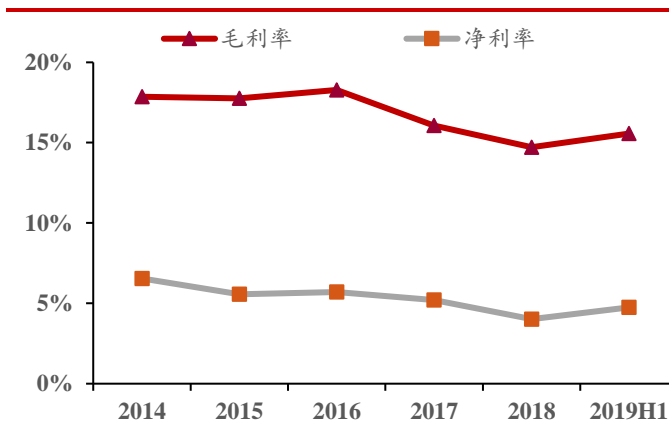
整体来看，盈利能力有所提升。回顾期内毛利率 15.6%，同比增加 0.51pct，净利率 4.8%，同比增加 0.37pct，其中马口铁包装毛利率 15.2%，同比增加 0.4%；铝制包装业务毛利率 16.7%，同比增加 0.2%。

图3 2019H1 财务费用率同比增加



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图4 2019H1 毛利率同比改善



资料来源: Wind, 华西证券研究所

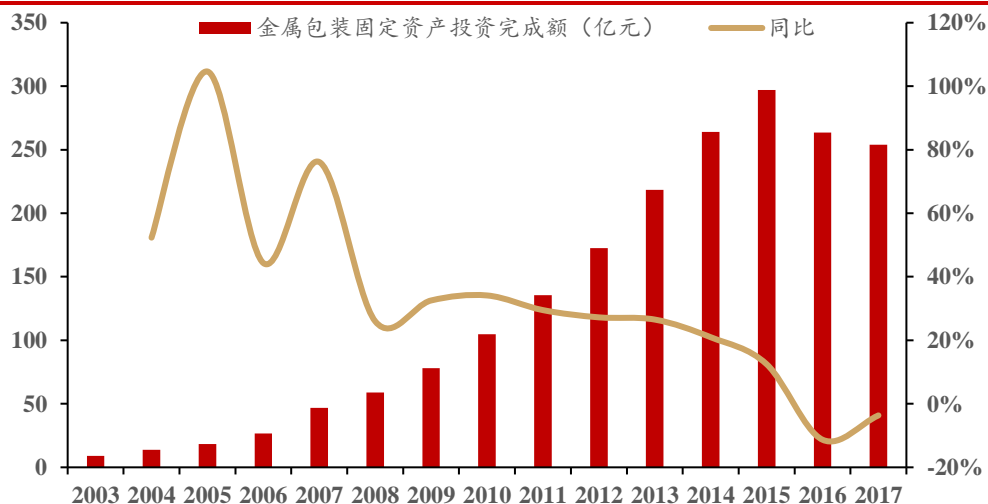
## 二、铝包装业务：二片罐行业加速整合&啤酒罐化率稳步提升，行业供需格局优化

### 1、行业供需格局优化

供给端：新增产能有限，行业通过收并购加速整合。

- 金属包装行业已经告别投资高速增长期。2000-2010 年间由于下游需求快速增长，国内金属包装行业固定资产投资保持较高增速。随着新增产能逐步投产以及下游增速放缓，金属包装行业固投增速中枢明显下移，并在 2016、2017 年进入负增长（增速分别为-11.3%、-3.7%），行业进入理性扩张期。

图5 金属包装行业已经告别投资高速增长期



资料来源: Wind, 华西证券研究所

- 目前行业整体新增产能有限。近两年落地及在建的较大项目主要来自于一线制罐企业，包括奥瑞金咸宁、山东生产线以及嘉美包装 IPO 募投项目，根据以上公司公告我们推算二片罐总增加产能为 27.7 亿罐。此外，根据皇冠

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

控股 (CCK.N) 在其 2018 年年报中披露, 皇冠在 2016 年关闭上海工厂、2017 年关闭北京工厂、2018 年关闭莆田工厂、2019 年关闭惠州工厂。若考虑皇冠产能退出, 行业实际新增产能更少。

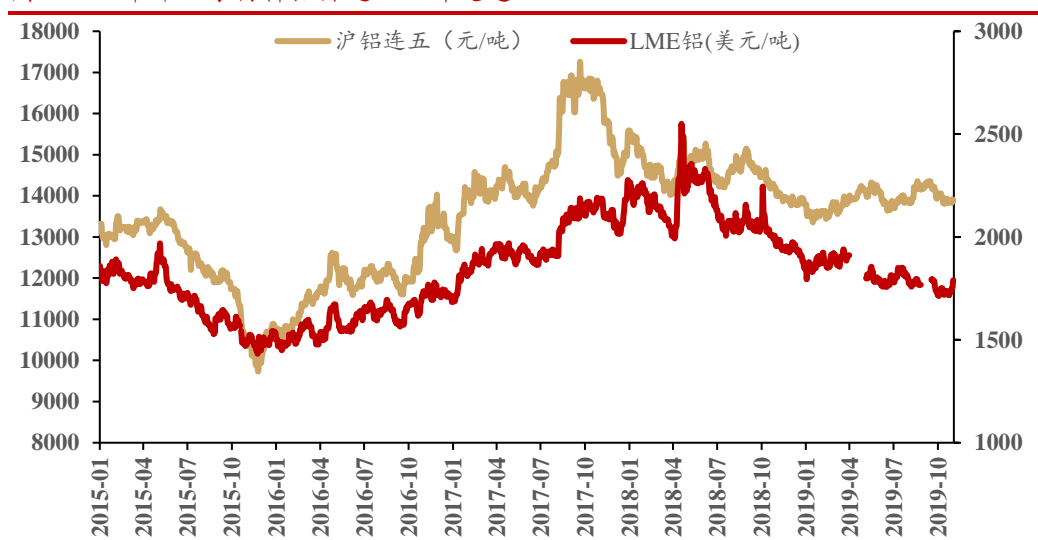
**表 1 奥瑞金、嘉美近年落地和计划新增两片罐产能共 27.7 亿罐**

公司	项目名称	新增产能 (亿罐)
奥瑞金	湖北咸宁啤酒铝瓶灌装包装生产线	2.5
	山东 500ml 罐型生产线	5.2
嘉美包装	二片罐生产线建设项目 (嘉美包装)	10
	二片罐生产线建设项目 (临颖嘉美)	10

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

- **行业通过收并购加速整合。**经过 15 年之前的固投快速增长, 二片罐产能明显过剩, 16 年开始原材料铝价进入上升通道压缩盈利空间, 行业竞争日趋激烈。多家头部企业开始对外收购, 行业整合得以加速, 目前已初步形成中粮包装+奥瑞金+波尔、宝钢包装、昇兴+太平洋三大产能集群, 产能市占率合计占比约 70%。

**图 6 16 年开始原材料铝价进入上升通道**



资料来源: Wind, 华西证券研究所

**表 2 行业通过收并购加速整合**

时间	事件
2015 年 11 月	奥瑞金收购中粮包装 22.93% 股份
2016 年 11 月	昇兴股份参与设立的产业基金收购“太平洋制罐集团”下属六家制罐公司股权
2017 年 3 月	奥瑞金收购纪鸿包装 19% 股权
2017 年 3 月	中粮包装收购纪鸿包装 51% 股权、成都高森包装 100% 股权

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

2018年12月 奥瑞金收购波尔中国业务

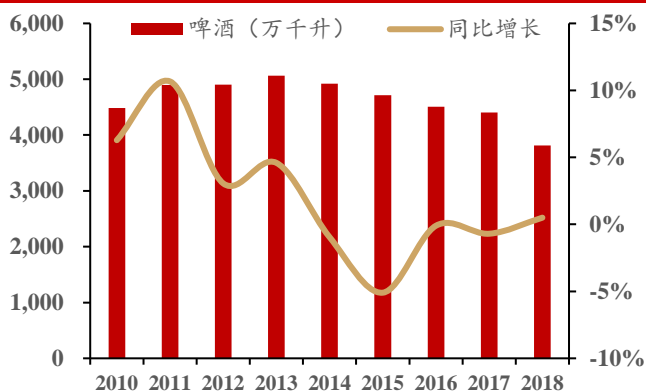
2019年5月 昇兴控股收购太平洋制罐中国包装业务四家公司

资料来源：公司公告，华西证券研究所

**需求端：啤酒罐化率稳步提升带来增量市场。**

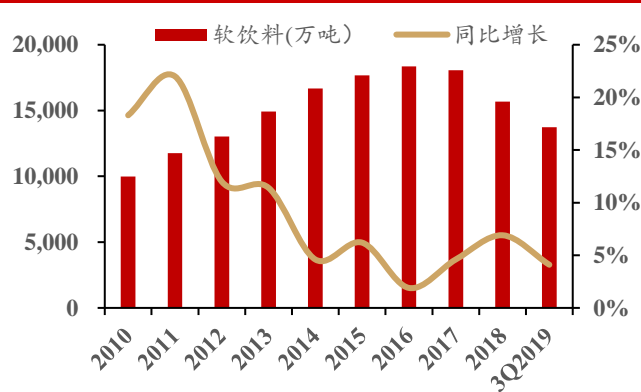
- **二片罐下游以饮料、啤酒为主，近年产量增速放缓。**以啤酒、软饮料、果汁、罐头为例，2018年上述品类产量增速分别为0.5%、6.9%、-0.07%、-2.51%，产量增速放缓趋势明显。

图7 近年啤酒产量增速趋缓



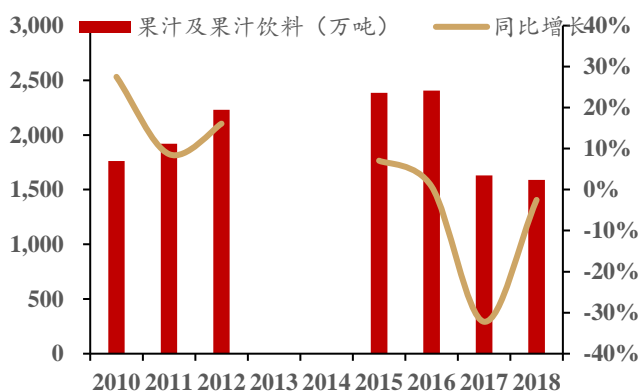
资料来源：Wind，华西证券研究所

图8 软饮料产量增速中枢明显下移



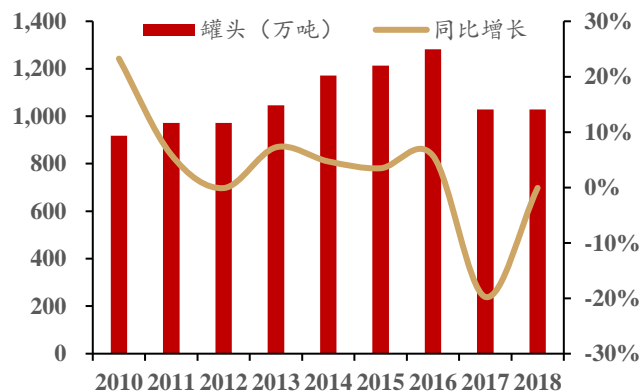
资料来源：Wind，华西证券研究所

图9 2018年果汁及果汁饮料产量同比下降2.51%



资料来源：Wind，华西证券研究所

图10 2018年罐头产量同比下降0.07%



资料来源：Wind，华西证券研究所

- **啤酒罐化率提升带来二片罐收入增量。**相比玻璃瓶而言，金属罐具备低成本、轻量化、便携优势，未来罐化率有望持续提升。我们假设未来啤酒产量没有增长，罐化率每年提升2-3pct，罐型为330ml，则2019-2021年二片罐年新增需求分别约20-30亿罐。



表 3 啤酒二片罐需求测算表

时间	啤酒产量 (万千升)	罐化率	啤酒罐装量	制罐需求
2011	4899			
2012	4902			
2013	5062			
2014	4922			
2015	4716			
2016	4506			
2017	4402	18%	770.3	233
2018	3812	22%	838.7	254
2019E	3812	25%	934.0	283
2020E	3812	27%	1029.3	312
2021E	3812	29%	1105.5	335

资料来源：Wind、安捷包装官网，华西证券研究所

## 2、加多宝纠纷解决方案落地，股东利益得到保障，与加多宝进一步合作可期

往期纠纷回顾：矛盾主要集中在加多宝对清远合资公司的商标注册问题

- 2017 年 10 月，中粮包装与加多宝达成协议，入股清远加多宝草本，注资 20 亿元，持股占比 30.6%。香港王老吉（加多宝旗下公司）则以商标注册的方式增资 30 亿元，持股占比 45.6%，原先 100% 控股股东智首持股占比降至 23.6%。协议规定香港王老吉公司需在规定时间内履行向清远加多宝草本注入商标作为实物出资的承诺。
- 2018 年上半年中粮包装完成出资，但因香港王老吉未在规定时间内履行承诺，7 月 6 日，中粮包装正式向香港国际仲裁中心对香港王老吉公司提出仲裁申请，双方出现第一次冲突。中粮包装停止对加多宝的两片罐供应，加多宝受此影响，产能开工率有所下降。
- 2018 年 9 月，中粮包装在款到发货的情况下，恢复对加多宝的供罐，同年 12 月底，加多宝任命中粮包装前董事会主席王金昌为董事长，向外界释放积极信号，意欲冲击上市。2019 年 1 月双方签订 2019 年度供罐合作协议，冰释前嫌。
- 2019 年 6 月，智首向相关国际仲裁中心申请回购中粮包装所持股份，并愿意归还中粮包装按年化 10% 收益计算的现金及注资额。



图 11 双方矛盾主要集中在加多宝对清远合资公司的商标注册问题



资料来源：公司公告，华西证券研究所

**从已落地的解决方案看，我们认为对公司的影响正面积极：**

- **股东权益得到保障：**公司所获的 2.30 亿元赔偿为按中粮包装投资实际出资时间及金额计算的应得收益，773 万元则为对应利息，该裁决结果公平合理，合乎公司及其股东利益。
- **双方合作进一步推进：**该裁决认定之前香港王老吉公司申请的终止增资协议无效以及要求加多宝须配合商标注册手续。公司收到上述仲裁裁决后已和加多宝集团进行有效沟通，未来将与加多宝集团密切合作，共同推动加多宝集团上市计划，从而实现持续健康的发展。

表 4 从已落地的解决方案看，我们认为对公司的影响正面积极

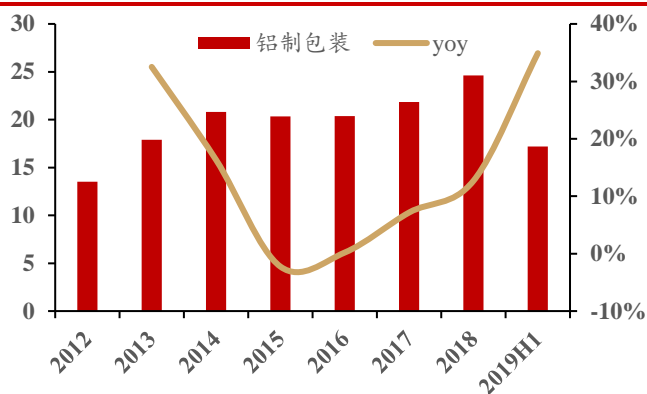
序号	裁决内容
1	确认香港王老吉公司申请终止增资协议无效
2	香港王老吉公司须根据增资协议将加多宝商标注册入清远加多宝并完成相关的商标注册手续，而清远加多宝亦须配合相关商标注册手续
3	香港王老吉公司须马上赔偿中粮包装投资人民币 2.30 亿元
4	香港王老吉公司须向中粮包装投资支付利息人民币 773.48 万元(连同自 2019 年 11 月 1 日起按年利率 4%计算的日息，直至赔偿金额付清为止)
5	智首及清远加多宝须就上述(2)至(4)项裁决和香港王老吉公司承担连带责任

资料来源：Wind、安捷包装官网，华西证券研究所

**3、收入加速增长，新增产能投产有望带来收入增量**

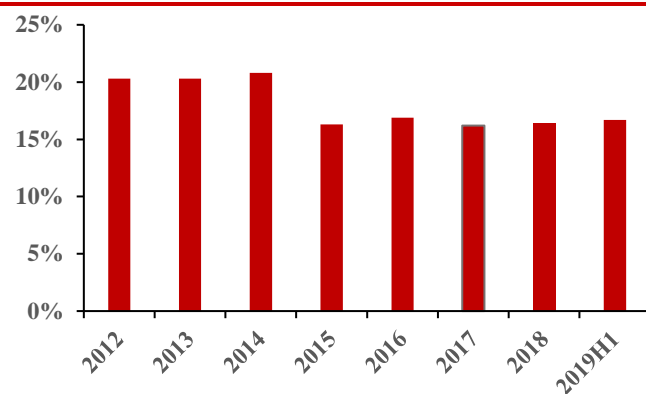
近年公司铝制包装收入增长加速，2019H1 收入 17.21 亿元，同比增长 34.9%；根据公司 19 年中期业绩报告披露，福建制罐二线项目已在 6 月启动产线安装，公司第一个海外项目比利时两片罐生产基地进展顺利，预计年内试生产，新增产能逐步投产有望带来收入增量。盈利能力方面，2018、2019H1 铝制包装业务毛利率分别为 16.4%、16.7%，受益于原材料价格下跌，盈利水平有所改善。

图 12 近年铝制包装业务收入增长加速（亿元）



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 13 2019H1 铝制包装业务毛利率为 16.7%

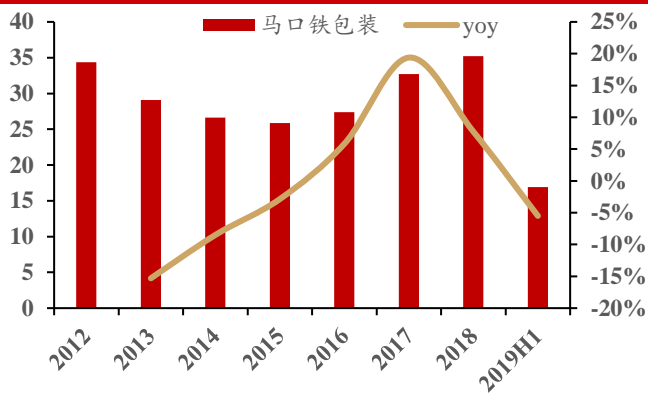


资料来源：Wind，华西证券研究所

### 三、马口铁业务：收入端有一定压力，成本端受益原材料价格下跌

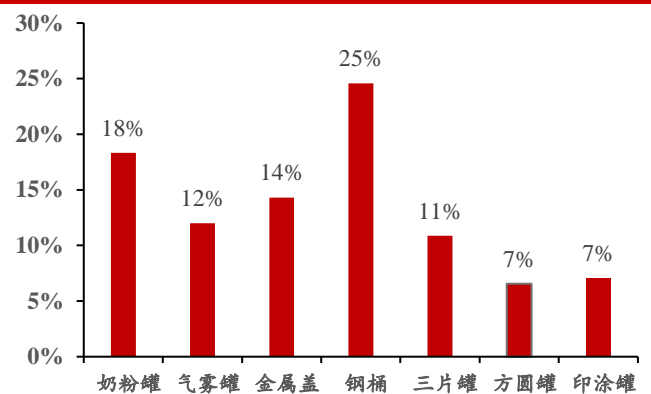
**19 年马口铁业务收入端承压。**13 年以来公司马口铁业务收入增速持续向上修复，2018 年收入 35.22 亿元，同比增长 7.7%。马口铁业务以钢桶、奶粉罐为主，2019H1 分别收入 4.16、3.10 亿元，占比分别为 25%、18%。2019H1 马口铁业务收入承压，实现营收 16.92 亿元，同比下降 5.5%。其中奶粉罐、气雾罐、金属盖、钢桶、三片饮料罐、方圆罐、印涂铁收入增速分别为 9.2%、2.0%、1.3%、3.2%、-33.8%、-12.6%、-27.7%。受部分客户向两片罐转换以及地产因素影响，三片罐、方圆罐销售承压拖累马口铁业务。

图 14 2019H1 马口铁业务收入同比下降 5.5%



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 15 2019H1 钢桶、奶粉罐收入占比分别为 25%、18%



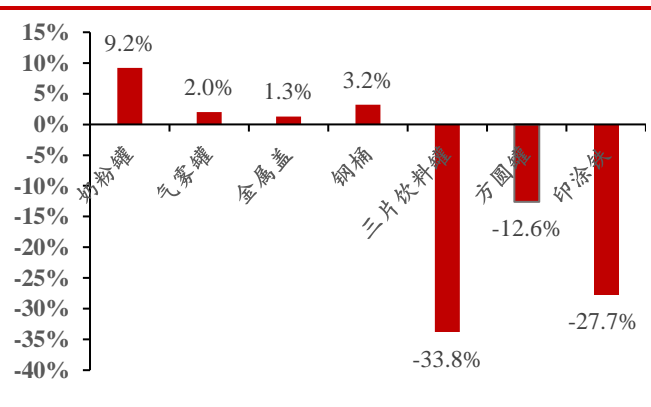
资料来源: Wind, 华西证券研究所

表 5 马口铁业务客户一览

马口铁产品	客户
奶粉罐	飞鹤乳业、伊利、君乐宝、雀巢、蒙牛等
气雾罐	天津因诺、上海庄臣、上海大造、中山榄菊、河北康达等
金属盖	海天、老干妈、欢乐家、厨邦、百威英博、华润雪花、青啤等
钢桶	中石化、中石油、埃克森美孚、立邦、阿克苏诺贝尔、巴斯夫等
三片饮料罐	银鹭、养元、露露、红牛等
方圆罐	威士伯集团、亚士漆、叶氏集团、嘉宝莉、益海嘉里等
印涂铁	奥瑞金、老干妈、苏泊尔、东山电池、松下等

资料来源: Wind, 华西证券研究所

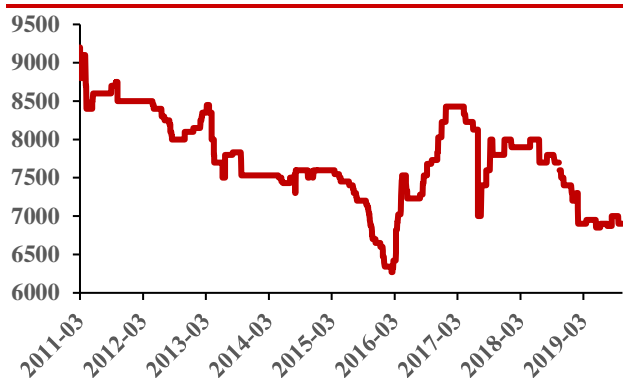
图 16 2019H1 三片饮料罐、方圆罐收入同比下滑



资料来源: Wind, 华西证券研究所

**原材料马口铁价格回落，成本端有望受益。**18 年以来镀锡板卷价格步入下行区间，由年初的约 7700 元/吨跌至目前约 6700 元/吨，跌幅约 13%。2018 年均价 7597 元/吨，2019 年至今均价约 6771 元/吨，若以此参考全年均价，则镀锡板卷价格下跌约 11%。我们预计原材料跌价红利将逐步反映到成本端，2019H1 马口铁业务毛利率同比提升 0.4pct 至 15.2%，后续仍有望持续改善。

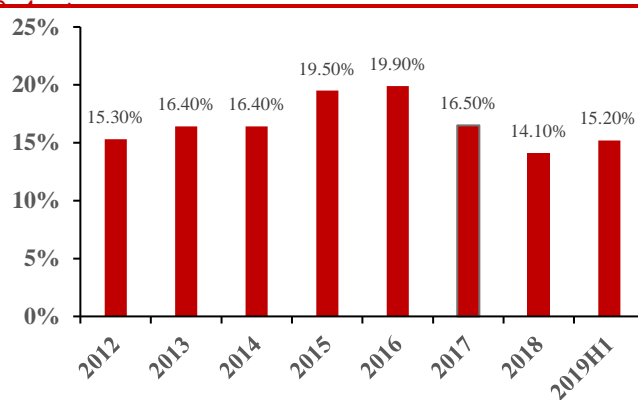
图 17 18 年以来镀锡板卷价格明显回落 (元/吨)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

注: 镀锡板卷价格采用上海宝钢 DR8:0.16\*895\*C 规格

图 18 2019H1 马口铁业务毛利率约 15.2%，同比提升



资料来源: Wind, 华西证券研究所

## 四、盈利预测与投资建议

### 基本假设:

- **收入端:** 受下游市场需求转换, 三片罐转用两片罐等其他包装, 马口铁包装业务增速逐渐放缓; 两片罐受益于啤酒罐化率提升, 未来仍保持比较高的增速; 塑胶包装业务受限塑令等政策调控, 我们预计未来收入基本持平。
- **成本端:** 参考同比公司成本变化和公司具体情况预估成本的变动。
- **费用端:** 按照公司历史费用水平进行平均来计算。

我们看好中粮包装在行业供需格局优化情况下, 随着啤酒罐化率提升, 两片罐业务保持较快增速, 三片罐业务受益原材料价格走低, 盈利有所改善, 具备较好的发展空间。

根据以上假设, 我们预计 2019-2021 年中粮包装实现营收分别为 72.5/79.1/85.6 亿元, 实现归母净利润分别为 3.0/3.4/3.9 亿元, 对应 EPS 分别为 0.26/0.30/0.34 元, PE 分别为 12.2/10.6/9.3X。公司 2012 年以来 PE 中枢 13 倍, 我们认为基本面改善有望推动估值向中枢回升; 同时参考 A 股可比公司 2020 年平均 14 倍估值, 我们给予公司 12 倍 PE, 对应 EPS 0.30 元, 目标价为 3.60 元 (以 1 人民币兑 1.1167 港币计算为 4.02 港元), 首次覆盖给予“买入”评级。

表 6 收入拆分表

		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
合计 (亿元)						
	营业收入	59.8	65.9	72.5	79.1	85.6
	YoY		10.3%	10.0%	9.0%	8.3%
	毛利率	16.1%	14.7%	15.3%	15.3%	15.3%
马口铁包装 (亿元)						
	营业收入	32.7	35.2	34.5	36.2	38.1
	YoY		7.7%	-2.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	16.5%	14.1%	15.0%	15.0%	15.0%
铝制包装 (亿元)						
	营业收入	21.8	24.6	32.0	36.8	41.6
	YoY		12.7%	30.0%	15.0%	13.0%
	毛利率	16.2%	16.4%	16.5%	16.3%	16.3%
塑胶包装 (亿元)						
	营业收入	5.3	6.1	6.0	6.0	6.0
	YoY		15.8%	-1.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	12.7%	11.7%	11.0%	10.5%	10.0%

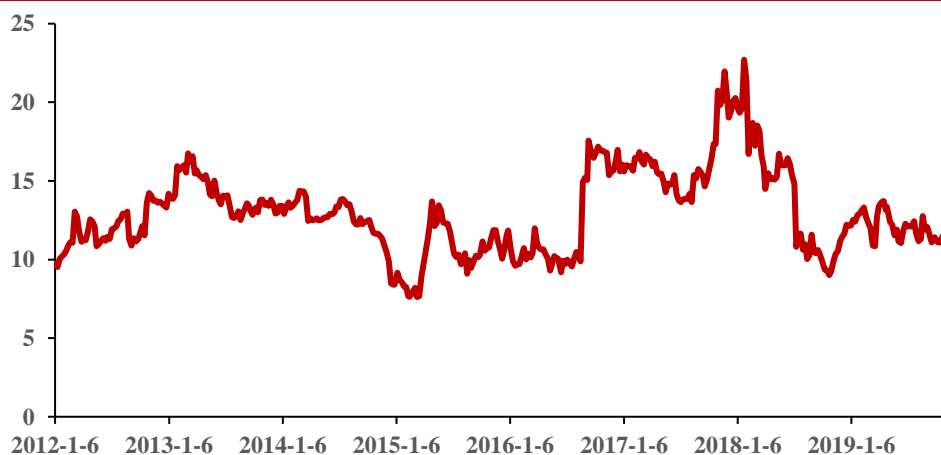
资料来源：公司公告，华西证券研究所

表 7 可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE		
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
002701.SZ	奥瑞金	4.2	0.10	0.34	0.39	42.3	12.4	10.8
002831.SZ	裕同科技	24.7	2.36	1.24	1.47	22.9	19.9	16.8
300057.SZ	万顺新材	5.5	0.28	0.26	0.36	19.8	21.1	15.4
	平均						18	14

资料来源：Wind，华西证券研究所（万顺新材采用 wind 一致预期）

表 8 12 年以来公司 PE 均值为 13 倍



资料来源：Wind，华西证券研究所

## 五、风险提示

原材料价格上涨（二片罐、三片罐主要原材料为铝和马口铁，原材料价格将影响公司成本）、啤酒罐化率提升不及预期（啤酒玻璃瓶装向金属罐装升级将带来二片罐需求）、客户拓展不及预期（拓展客户不力将影响公司收入）、A 股和港股的系统性风险。

### 分析师与研究助理简介

徐林锋：轻工行业首席分析师。2019年7月加盟华西证券，7年从业经验。浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士。曾就职于中金公司等券商研究所，所在团队获2015年新财富第5名。

戚志圣：轻工行业分析师。2019年9月加盟华西证券，4年从业经验。英国克兰菲尔德大学金融学硕士。曾就职于东海证券、太平洋证券。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区阜成门外大街22号外经贸大厦9层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>



## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。