

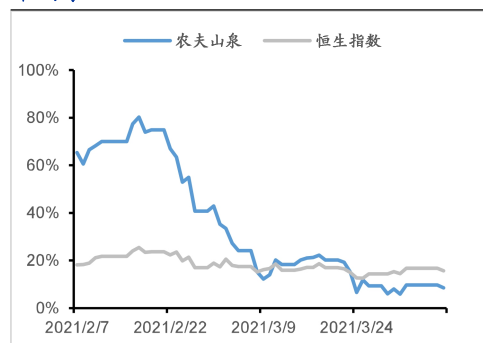
投资评级 优于大市 维持

股票数据

04 月 07 日收盘价	39.70
52 周股价波动 (HKD)	37.05-68.75
总股本 (百万股)	5035
总市值/流通市值 (百万 HKD)	446485/199876

相关研究

市场表现



恒生指数对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-12.65	-33.38	19.94
相对涨幅 (%)	-11.20	-32.28	18.35

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 闻宏伟

Tel: (010)58067941

Email: whw9587@htsec.com

证书: S0850514030001

分析师: 张宇轩

Tel: (021)23154172

Email: zyx11631@htsec.com

证书: S0850520050001

利润略超预期彰显强大盈利能力, 看好 2021 年恢复较好成长

投资要点:

- **事件:** 2021 年 3 月 25 日公司披露 2020 年业绩公告, 其中实现主营业务收入 228.77 亿元, 实现归母净利润 52.77 亿元。
- **点评:**
- **整体情况:** 收入端低个位数下滑基本符合预期, 利润端高个位数增长继续彰显强大盈利能力。

2020 年公司主营业务营收实现 228.77 亿元 (YOY-4.8%, 较 2020 年中期 6.2% 跌幅有所收窄), 实现归母净利润 52.77 亿元 (YOY6.6%)。利润表具体拆分来看, (1) 成本端, 主要受益于 PET 采购价格下降 & 中国政府推行的社保减免政策, 公司毛利率由 2019 年的 55.4% 上升 3.6pct 至 59.0%; (2) 费用端, 公司销售费用率/管理费用率/财务费用率为 24.1%/5.8%/0.3%, 销售 & 管理费用率基本与 2019 年同期持平, 财务费用增长较快主要系 2020 年计息借贷利息开支增加; (3) 其他收入 6.41 亿元 (YOY-17%), 其他开支 2.49 亿元 (YOY-33%, 其中 20 年含汇兑损失约 2.4 亿元, 19 年含捐款约 3.6 亿元); 因此最终公司实现归母净利润率 23.07%, 较 2019 年同期增长 2.47pct, 继续保持较好盈利能力。此外公司派息每股 0.17 元 (共计股息约 19.12 亿元), 派息比例为 36.2%。

- **包装饮用水业务:** 行业市占率或持续提升体现龙头优势, 持续多消费场景渗透打开增长空间。

2020 年全年公司包装饮用水业务实现销售收入 139.66 亿元 (YOY-2.65%), 其中 2020 年上半年公司包装水业务实现收入 71.02 亿元 (YOY0.72%), 下半年实现收入 68.64 亿元 (YOY-5.91%)。

我们认为, 包装饮用水业务 2020 年上半年正增长体现出了强大的必选属性及消费者对于公司品牌的认知。此外虽然公司下半年包装饮用水业务同比有所下滑, 但主要系受到了 7 月中国多个省份的暴雨引发的水灾所带来了负面影响 (影响零售网点的产品运输销售 & 导致部分零售网点暂时关闭)。我们预计随着这些偶然性不利因素的消除, 继续看好公司包装水业务在 2021 年恢复较好增长。

此外据公司年报显示, 2020 年全国饮料行业中包装水产量下降 10.44%。我们认为, 对比公司包装饮用水业务的全年自身表现与行业情况, 公司包装水领域市场占有率或仍在继续提升, 这也进一步突出公司作为行业领头羊继续实现“强者恒强”竞争格局。

主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	24105	22950	27009	31570	36523
(+/-) YoY (%)	17.38%	-4.79%	17.69%	16.89%	15.69%
净利润 (百万元)	4949	5277	5926	6799	7854
(+/-) YoY (%)	37.23%	6.63%	12.30%	14.73%	15.52%
全面摊薄 EPS	0.46	0.49	0.53	0.60	0.70
毛利率 (%)	55.41%	59.05%	57.90%	57.50%	57.00%
净资产收益率 (%)	50.08%	34.06%	27.94%	24.48%	22.22%

资料来源: 公司年报 (2019-2020), 海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

最后从包装饮用水产品构成来看，公司针对居家消费场景的中大规格包装水继续保持着较好景气度，其 2020 年上半年同比增长 26.2%（2018、2019 年同比增速分别为 34.8%、30.5%）。疫情提升了消费者对于健康饮水的关注度，同时公司“好水煲好汤”、“好水才能煮好饭”也逐渐为消费者所接受和认同。此外据公司官方公众号，为提升茶汤品质与风味，公司 2021 年新推出武夷山泡茶山泉水，严循中国农业科学院茶叶研究所推荐的泡茶水理化指标。我们认为随着消费升级的进行&消费者大健康意识的不断提升，公司中大规格包装水未来仍有着更多的消费场景去渗透，增长空间依然广阔。此外相较于小规格包装水，中大规格包装水具有更高的消费者粘性，随着中大规格包装水占比的提升，公司亦能够继续不断在消费者心智中构建强大品牌护城河。

茶饮料业务：下半年恢复势头明显，契合消费升级需求，预计仍有较长生命周期。

2020 年公司茶饮料业务实现营收 30.88 亿元（YOY-1.59%），其中上半年实现营收 16 亿元（YOY-10.71%），下半年实现营收 14.88 亿元（YOY10.55%），恢复趋势显著。

我们认为当前茶饮料市场中传统茶饮料依然占据着很大比例，而新式茶饮料&无糖茶饮料能够迎合传统茶饮料消费者的消费升级需求，未来几年有望持续保持较快成长。

对于茶π，一方面 2020 年 4 月产品再次携手代言人权志龙，我们认为继续突显年轻酷炫品牌势能，另一方面公司也推出了包括杯装形式在内的更多产品 sku 来继续丰富消费者选择。我们预计茶π作为一款推出当年即录得超过人民币 16 亿元收益的明星单品，身处茶饮料大赛道，未来仍有较长生命周期。

对于东方树叶，2021 年公司推出了青柑普洱、玄米茶两款口味新品，此外公司在冬季亦进行了“东方树叶”暖茶的推广活动增加饮用场景。东方树叶作为无糖茶领域的市场占有率第一的品牌，我们认为随着中国无糖茶市场的快速打开，未来成长性将更值得重点关注。

果汁饮料业务：坚持源头战略打造优质产品，看好未来纯果汁快速发展。

2020 年公司果汁饮料实现营收 19.77 亿元（YOY-14.45%），其中上半年实现营收 9.42 亿元（YOY-9.68%），下半年实现营收 10.35 亿元（YOY-18.38%）。

我们认为，相较于其他饮料，果汁具有更好的健康属性以及居家、聚会、节假日、餐饮等场景消费属性。一方面公司坚持“好果汁是种出来的”源头战略，与优质果园深度合作以保障水果品质，另一方面随着消费者健康意识的提升，公司中高浓度果汁产品收入占比随其品类市场空间的不断扩大而逐渐提升。

短期而言，随着节假日、餐饮等消费场景的恢复，我们看好公司果汁饮料业务将重回较好增长。中长期而言，我们预计未来几年纯果汁有望成为果汁市场消费的主要增长点，同时伴随着公司继续积累在纯果汁市场的品牌信任度，看好公司“17.5° 和 NFC 果汁”系列非浓缩还原 100%纯果汁继续占据果汁高端品牌阵营，并不断享受行业快速增长的红利。

功能饮料业务：受场所渠道关闭影响较大，预计 2021 年恢复性增长。

2020 年公司功能饮料业务实现营收 27.92 亿元（YOY-26.12%），其中上半年实现营收 14.48 亿元（YOY-36.44%），下半年实现营收 13.44 亿元（YOY-10.46%）。

我们认为 2020 年公司功能饮料主要是受到了新冠疫情期间，学校、运动场馆等消费场所关闭的冲击，而随着下半年这些场所渠道的重新开放，公司本块业务销售降幅有所收窄。此外 2021 年公司推出了尖叫新品，包括海盐柚子味（等渗运动饮料）、海盐青橘味（等渗电解质饮料）两种口味，主打快速补充水分，正式切入高强度运动饮料市场。我们预计 2021 年受益于场所渠道的继续恢复，公司功能饮料业务有望迎来较好的恢复增长。

其他业务：快速高增长，期待苏打水成为未来大单品。

公司其他业务包括苏打水饮料、含气风味饮料、咖啡饮料、植物酸奶产品等其他饮料产品，及鲜果等农产品。2020 年公司本块业务实现营收 10.54 亿元（YOY135.79%），其中上半年实现营收 4.53 亿元（YOY210.27%），下半年实现营收 6.01 亿元（YOY99.67%）。据前瞻产业研究院数据，2019 年国内苏打水整体市场规模为 150 亿元左右，预测到 2025 年达到 320 亿元左右。公司的“SODA”系列苏打天然水饮品，一方面选用公司优质天然水源地的优质天然水为原料，在苏打水市场中具有差异化竞争优势，另一方面我们认为其作为“近水类”饮品，能够更好享受公司包装饮用水的渠道协同效应，看好公司苏打水饮料未来成长为优质大单品。

未来公司将继续坚持推进包装饮用水和饮料双引擎发展的格局，并不断更新推出高品质、更健康产品。

包装饮用水方面，公司继续提高饮用水产品的家庭渗透率，通过健康水知识的宣传和服务体验的提升，让更多用户认知和选择农夫山泉。饮料方面，公司将从基础研发入手，推出满足消费者需求的优质饮料产品，此外在推广上将继续实行多品牌战略，以高质量的内容传递品牌的内涵和精神，灵活运用线上线下各种媒介和方式，进一步提高消费者对饮料产品的认知和喜爱。此外未来公司将根据市场变化，不断更新推出高品质、更健康的创新产品，满足消费者对产品品质不断升级的需求。

盈利预测与投资建议。

我们预计 2021-2023 年公司营业总收入分别为 270.09/315.70/365.23 亿元，主营业务收入为 269.29/314.82/364.27 亿元，归母净利润分别为 59.26/67.99/78.54 亿元，对应 EPS 分别为 0.53/0.60/0.70 元/股。

(1) 参照可比公司 PE 估值，我们给予公司 60-70 倍的 PE(2021E)估值区间，对应每股价值区间为 31.80-37.10 元/股。

(2) 参照 DCF 估值法 (FCFE 贴现)，其中选取 Beta 权益系数为 0.8681，五年期国债收益率/无风险利率为 3.053%，沪深 300 (000300.SH) 近 5 年的年化收益率平均值 4.39%作为市场平均风险收益率，则对应风险溢价为 1.34%，股票贴现率 K_e 为 4.22%。

此外分两阶段计算现值，2021-2030 年为第一阶段，之后为永续价值。我们给予公司 1.25%的永续增长率。根据 DCF (FCFE 贴现) 估值模型测算，公司合理企业价值为 4927.86 亿元，每股合理价值 43.82 元。

综合参照 PE 估值下的中位数 (合理价值区间 31.80-37.10 人民币元/股，对应均值为 34.45 人民币元/股) 和 DCF 估值 (每股合理价值 43.82 元) 情况，我们认为公司每股价值区间为 34.45-43.82 元/股。按照 2021 年 04 月 07 日港元兑人民币 0.84 汇率计算，对应合理价值区间 41.01-52.17 港元/股，继续给予“优于大市”评级。

风险提示。 (1) 市场需求下滑，(2) 产品推广不及预期，(3) 原材料价格波动，(4) 食品安全问题。

表 1 公司主营产品收入预测 (2020 年末披露细分收入构成的毛利率情况)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入 (百万元)	20475.05	24021.04	22877.29	26928.90	31481.64	36426.50
包装饮用水产品	11780.2	14346.31	13966.13	16061.05	18309.60	20689.84
功能饮料产品	3321.98	3779.29	2791.82	3406.02	4019.10	4621.97
茶饮料产品	3036.27	3137.52	3087.63	3705.16	4372.08	5027.90
果汁饮料产品	1854.41	2311.06	1977.23	2174.95	2566.44	3208.06
其他产品	482.19	446.86	1054.48	1581.72	2214.41	2878.73
其他营业收入	60.64	84.14	73.15	80.47	88.51	97.36
营业总收入	20535.69	24105.18	22950.44	27009.36	31570.15	36523.86
主营业务收入同比增长	17.06%	17.32%	-4.76%	17.71%	16.91%	15.71%
包装饮用水产品	16.40%	21.78%	-2.65%	15.00%	14.00%	13.00%
功能饮料产品	13.16%	13.77%	-26.13%	22.00%	18.00%	15.00%
茶饮料产品	16.93%	3.33%	-1.59%	20.00%	18.00%	15.00%
果汁饮料产品	26.31%	24.63%	-14.44%	10.00%	18.00%	25.00%
其他产品	30.11%	-7.33%	135.98%	50.00%	40.00%	30.00%
其他营业收入同比增长	51.64%	38.75%	-13.06%	10.00%	10.00%	10.00%
营业总收入同比增长	17.14%	17.38%	-4.79%	17.69%	16.89%	15.69%
毛利率	53.34%	55.41%	59.05%	57.90%	57.50%	57.00%
包装饮用水产品	56.50%	60.18%	--	--	--	--
功能饮料产品	49.82%	50.86%	--	--	--	--

茶饮料产品	58.10%	59.69%	--	--	--	--
果汁饮料产品	41.08%	34.70%	--	--	--	--
其他产品	17.43%	18.12%	--	--	--	--
营业成本	9553.66	10710.98	9368.25	11337.07	13379.70	15663.39
包装饮用水产品	5124.39	5712.70	--	--	--	--
功能饮料产品	1666.97	1857.14	--	--	--	--
茶饮料产品	1272.20	1264.73	--	--	--	--
果汁饮料产品	1092.62	1509.12	--	--	--	--
其他产品	398.14	365.89	--	--	--	--

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 2 可比上市公司估值表

上市公司	证券代码	收盘价 (元)	PE (倍, 2021E)
海天味业	603288	170.23	72.98
金龙鱼	300999	80.46	56.51
颐海国际	1579.HK	81.60	58.19
平均 PE (倍, 2021E)			62.56

资料来源: Wind, 海通证券研究所

备注: 按 201 年 04 月 07 日收盘价计算 (以上均来自 Wind 一致预测)

表 3 可比公司 Beta (52 周历史数据) (截至日期为 2021 年 04 月 07 日)

上市公司	Beta (52 周历史数据)
海天味业	0.9130
颐海国际	0.8231
平均	0.8681

资料来源: Wind, 海通证券研究所

备注: 剔除了上市不足 1 年的金龙鱼

表 4 2021-2030 年主要财务数据预测

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
主营业务收入 (亿元)	269.29	314.81	364.26	415.26	473.39	516.00	562.44	613.06	643.71	675.90
(+/-) YOY (%)	17.71%	16.91%	15.71%	14.00%	14.00%	9.00%	9.00%	9.00%	5.00%	5.00%
营业成本 (亿元)	113.37	133.80	156.63	180.64	205.93	227.04	247.47	269.94	286.45	300.77
毛利率 (%)	57.90%	57.50%	57.00%	56.50%	56.50%	56.00%	56.00%	56.00%	55.50%	55.50%
其他收入 (亿元)	0.80	0.89	0.97	1.07	1.18	1.30	1.43	1.57	1.72	1.90
(+/-) YOY (%)	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 5 2021-2030E 年 FCFE 预测 (亿元)

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
EBIT	70.65	78.17	90.66	104.56	118.65	136.38	146.02	160.60	176.50	182.88	194.04
所得税税率	24.5%	23.0%	24.0%	24.0%	24.0%	24.0%	24.0%	24.0%	24.0%	24.0%	24.0%
息前税后利润(NOPLAT)	53.37	60.19	68.91	79.46	90.18	103.65	110.97	122.05	134.14	138.99	147.47
加: 折旧与摊销	-	16.93	16.88	16.53	15.98	15.38	14.85	14.39	13.98	13.62	13.30
减: 营运资金的增加	-	-5.55	6.26	6.73	6.90	8.07	5.66	6.42	7.00	3.92	4.44
减: 资本性投资	-	-18.00	-15.00	-13.00	-11.00	-11.00	-11.00	-11.00	-11.00	-11.00	-11.00
加: 其他非现金调整	-	1.27	1.27	1.27	1.27	1.27	1.27	1.27	1.27	1.27	1.27
公司自由现金流量 FCFF	53.37	101.94	95.79	103.53	111.53	123.23	132.43	142.29	153.39	160.95	168.61
净利润	52.77	59.26	67.99	78.54	89.26	102.73	110.05	121.14	133.23	138.07	146.55
利息费用-税收抵减	0.19	0.28	0.29	0.29	0.29	0.29	0.29	0.29	0.29	0.29	0.29
利息费用 (利息支出)	0.79	1.21	1.21	1.21	1.21	1.21	1.21	1.21	1.21	1.21	1.21
新增付息债务	1.61	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
股权自由现金流量 FCFE	54.19	100.74	94.59	102.32	110.32	122.02	131.23	141.08	152.18	159.74	167.40

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 6 公司 DCF 估值法测算 (亿元)

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	TV	合 计
FCFE	100.74	94.59	102.32	110.32	122.02	131.23	141.08	152.18	159.74	167.40	5714.00	6995.60
PV	96.66	87.09	90.40	93.52	99.25	102.43	105.66	109.37	110.16	110.76	3780.81	4786.10

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 7 DCF 估值法所得结果 (亿元)

每股价值/元	43.82	TV(永续)增长率	1.25%
隐含 P/E	83.16	Ke	4.22%
企业值	4927.86	债务	24.14
股票价值	4927.86	投资	141.76
		少数股东权益	0.00

资料来源: Wind, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	12192	17808	25819	35129	营业总收入	22950	27009	31570	36523
现金	9119	14176	21550	30156	营业成本	9369	11337	13380	15663
应收账款	358	359	420	486	销售费用	5511	6517	7618	8797
存货	1805	2061	2433	2848	管理费用	1324	1567	1832	2094
其他	910	1212	1417	1639	财务费用	-69	-114	-212	-372
非流动资产	13668	13775	13587	13234					
固定资产	12592	12679	12473	12104	营业利润	6745	7588	8740	9969
无形资产	752	772	790	806	利润总额	6986	7696	8946	10335
租金按金					所得税	1709	1770	2147	2480
使用权资产									
其他	324	324	324	324	净利润	5277	5926	6799	7854
资产总计	25859	31582	39406	48363	少数股东损益	0	0	0	0
流动负债	9825	9829	11092	12469					
短期借款	2414	2414	2414	2414	归属母公司净利润	5277	5926	6799	7854
应付账款	882	945	1115	1305	EBITDA	7065	9510	10754	12108
其他	6529	6470	7563	8750	EPS (元)	0.49	0.53	0.60	0.70
非流动负债	542	542	542	542					
长期借款	0	0	0	0					
租赁负债									
其他	542	542	542	542	主要财务比率	2020	2021E	2022E	2023E
负债合计	10367	10371	11634	13011	成长能力				
少数股东权益	0	0	0	0	营业收入	-4.79%	17.69%	16.89%	15.69%
股本	1125	1125	1125	1125	营业利润	8.91%	12.50%	15.17%	14.06%
留存收益和资本公积	14368	20086	26647	34227	归属母公司净利润	6.65%	12.29%	14.73%	15.53%
归属母公司股东权益	15492	21211	27772	35351	获利能力				
负债和股东权益	25859	31582	39406	48363	毛利率	59.05%	57.90%	57.50%	57.00%
					净利率	22.99%	21.94%	21.54%	21.51%
现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E	ROE	34.06%	27.94%	24.48%	22.22%
经营活动现金流	-	7191	9239	10308	ROIC	0.30	0.25	0.23	0.21
净利润	-	5926	6799	7854	偿债能力				
折旧摊销	-	1693	1688	1653	资产负债率	40.09%	32.84%	29.52%	26.90%
少数股东权益	-	0	0	0	净负债比率	-43.28%	-55.45%	-68.90%	-78.47%
营运资金变动及其他	-	-428	753	800	流动比率	1.24	1.81	2.33	2.82
投资活动现金流	-	-1806	-1506	-1306	速动比率	1.06	1.60	2.11	2.59
资本支出	-	-1800	-1500	-1300	营运能力				
其他投资	-	-6	-6	-6	总资产周转率	0.89	0.86	0.80	0.76
筹资活动现金流	-	-328	-359	-396	应收账款周转率	63.98	75.00	75.00	75.00
借款增加	-	0	0	0	应付账款周转率	10.62	12.00	12.00	12.00
普通股增加	-	0	0	0	每股指标 (元)				
已付股利	-	-328	-359	-396	每股收益	0.49	0.53	0.60	0.70
其他	-	0	0	0	每股经营现金	0.00	0.64	0.82	0.92
现金净增加额	-	5057	7374	8606	每股净资产	1.38	1.89	2.47	3.14
					估值比率				
					P/E	68.25	63.29	55.16	47.75
					P/B	23.25	17.68	13.50	10.61
					EV/EBITDA	50.03	38.20	39.74	34.58

备注：（1）表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 07 日；（2）以上各表均为简表；（3）业绩公告未披露现金流量表数据
 资料来源：Wind，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

闻宏伟 食品饮料行业
张宇轩 食品饮料行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 洋河股份伊力特贵州茅台双汇发展澳优中炬高新安琪酵母汤臣倍健海天味业今世缘绝味食品天味食品青岛啤酒
中国飞鹤安井食品涪陵榨菜

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准：	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通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。