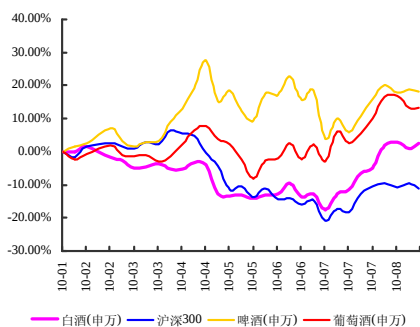


子行业	评级
白酒	看好
葡萄酒	看好
啤酒	中性



报告日期 2010年8月27日

市场数据 2010年8月26日

行业分类 酿酒行业

上市公司(家) 29

沪深 300 2,850.09 +0.25%

食品饮料业 4,776.39 +0.15%

研究员: 郭得存

电话: 0351-4131415

E mail: guodc@dsbc.com.cn

网址: http://www.dsbc.com.cn

九月金秋,“酒”字当头

——酿酒行业9月份投资策略

投资要点:

继续“看好”白酒和葡萄酒,黄酒产量如果能够保持目前的增长态势,也可以积极关注,维持对啤酒行业“中性”的评级。

“看好”的理由:

(1) 白酒和葡萄酒7月份产量虽然出现一定的下滑,但1-7月份的累计增速仍然快于去年同期水平;

(2) 相关上市公司所在的主产区产量继续保持较快增长,并未出现明显的下滑;

(3) 最近部分中高档白酒终端价的上涨可能会最终引发出厂价的上调。

“中性”的逻辑:

(1) 啤酒的产量增速虽然有所恢复,但并未表现出明显的世界杯畅饮效应,增速低于预期;

(2) 今年暴雨天气的影响可能使得啤酒需求量继续下降;

(3) 国际大麦价格近期上涨幅度较大,对于毛利率较低的啤酒行业来说,一旦价格上涨传导至国内,将会严重侵蚀利润。尽管相关公司可以通过使用国产大麦和麦芽、产品结构调整、甚至提价等行为来抵消、转嫁这种负面作用,但侵蚀效应依然存在。

9月份我们继续推荐山西汾酒、张裕A,金种子酒和泸州老窖。

另外,ST皇台近期出现了一些积极的变化。上半年虽然继续亏损,但第二季度营业收入增长71.44%,营业利润也增长24%左右。公司目前正与通达伟思进行营销方面的合作,如果改革成功,未来公司的发展值得期待,建议长期投资者积极关注。

风险提示: 板块估值回调;相关产品需求的下滑。

重点关注公司一览表

公司	EPS adjusted(元)			P/E(倍)			评级
	2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E	
山西汾酒	0.82	1.22	1.69	54.23	44.93	32.43	谨慎推荐
张裕A	2.14	2.73	3.36	37.50	32.78	26.64	谨慎推荐
金种子酒	0.26	0.30	0.50	56.00	56.17	33.70	谨慎推荐
泸州老窖	1.20	1.44	1.80	27.39	24.17	19.33	谨慎推荐

目录

1.投资策略.....	4
1.1 行业策略.....	4
1.2 重点公司策略.....	4
2.酿酒行业实体经济近期运行状况.....	4
2.1 近期产量及进口数据分析.....	4
白酒：7月产量增速继续下滑，四川、江苏等地增长依然迅猛.....	4
葡萄酒：国内产量首现下滑，进口虽下滑但仍在高位.....	5
啤酒：产量增速继续恢复，进口增速明显放缓.....	6
黄酒产量增速有所反弹.....	8
2.2 近期价格数据分析.....	8
白酒：涨声此起彼伏.....	8
葡萄酒：主要品牌涨跌互现.....	9
啤酒：主要品牌价格走势较为平稳.....	10
3.酿酒行业估值水平分析.....	10
3.1 白酒：估值水平大幅提高，市盈率和市净率均高于历史均值.....	10
（1）历史市盈率有所提高，小幅高于历史均值.....	10
（2）滚动市盈率也有所提高，略高于历史均值.....	10
（3）历史市净率略有提高，大幅高于历史均值.....	11
（4）最新市净率略有提高，大幅高于历史均值.....	11
3.2 葡萄酒：估值水平小幅提高，市盈率低于均值，市净率高于均值.....	11
（1）历史市盈率有所提高，低于历史均值.....	11
（2）滚动市盈率也有所提高，低于历史均值.....	12
（3）历史市净率有所提高，大幅高于历史均值.....	12
（4）最新市净率也有所提高，大幅高于历史均值.....	12
3.3 啤酒：估值水平小幅提高，市盈率低于均值，市净率高于均值.....	13
（1）历史市盈率有所提高，略低于历史均值.....	13
（2）滚动市盈率也有所提高，低于历史均值.....	13
（3）历史市净率有所提高，大幅高于历史均值.....	13
（4）最新市净率有所提高，大幅高于历史均值.....	13

图表目录

图 1 7 月白酒产量继续下滑	5
图 2 累计增速下滑，但仍高于 09 年同期水平	5
图 3 葡萄酒产量增速首现下滑	5
图 4 累计增速仍高于去年同期 9.11 个百分点	5
图 5 基数效应使得葡萄酒 7 月进口金额增速下滑	6
图 6 进口金额累计增速保持高位运行	6
图 7 葡萄酒 7 月进口数量维持高位	6
图 8 进口数量累计增速也保持高位运行	6
图 9 7 月份啤酒产量增速继续恢复	7
图 10 1-7 月啤酒产量增速仍未达到去年同期水平	7
图 11 啤酒 7 月进口金额增速继续下滑	7
图 12 啤酒进口金额累计增速也出现下滑	7
图 13 啤酒 7 月进口数量增速继续大幅下滑	7
图 14 进口数量累计增速也继续下滑	7
图 15 7 月份黄酒产量增速继续提高	8
图 16 1-7 月黄酒产量增速超过前三年同期水平	8
图 17 7 月白酒超高端涨幅最大，中档波幅最大	9
图 18 广州市场白酒涨幅较大，中档和超抵挡尤为突出	9
图 19 各城市中档白酒波动幅度最大	9
图 20 老白汾的终端价 7 月涨幅最为明显	9
图 21 北京市场葡萄酒只有沙城长城略有上涨	9
图 22 主要葡萄酒品牌涨跌互现	9
图 23 主要市场啤酒价格环比下跌	10
图 24 主要品牌价格变化较 6 月平稳	10
图 25 白酒目前的历史市盈率（月度）高于其历史均值 6.34%	11
图 26 白酒目前的滚动市盈率（月度）高于其历史均值 0.64%	11
图 27 白酒目前的历史市净率（月度）高于其历史均值水平 61.78%	11
图 28 白酒目前的最新市净率（月度）高于其历史均值水平 67.64%	11
图 29 葡萄酒目前的历史市盈率（月度）低于其历史均值 9.03%	12
图 30 葡萄酒目前的滚动市盈率（月度）低于其历史均值 9.74%	12
图 31 葡萄酒目前的历史市净率（月度）高于其历史均值 77.34%	12
图 32 葡萄酒目前的最新市净率（月度）高于其历史均值水平 95.21%	12
图 33 啤酒目前的历史市盈率（月度）低于其历史均值水平 0.41%	13
图 34 啤酒目前的滚动市盈率（月度）低于其历史均值水平 10.55%	13
图 35 啤酒目前的历史市净率（月度）高于其历史均值水平 47.33%	14
图 36 啤酒目前的最新市净率（月度）高于其历史均值水平 39.38%	14

1.投资策略

1.1 行业策略

继续“看好”白酒和葡萄酒，黄酒产量如果能够保持目前的增长态势，也可以积极关注，维持对啤酒行业“中性”的评级。

“看好”的理由：

(1) 白酒和葡萄酒 7 月份产量虽然出现一定的下滑，但 1-7 月份的累计增速仍然快于去年同期水平；

(2) 相关上市公司所在的主产区产量继续保持较快增长，并未出现明显的下滑；

(3) 最近部分中高档白酒终端价的上涨可能会最终引发出厂价的上调。

“中性”的逻辑：

(1) 啤酒的产量增速虽然有所恢复，但并未表现出明显的世界杯畅饮效应，增速低于预期；

(2) 今年暴雨天气的影响可能使得啤酒需求量继续下降；

(3) 国际大麦价格近期上涨幅度较大，对于毛利率较低的啤酒行业来说，一旦价格上涨传导至国内，将会严重侵蚀利润。尽管相关公司可以通过使用国产大麦和麦芽、产品结构调整、甚至提价等行为来抵消、转嫁这种负面作用，但侵蚀效应依然存在。

1.2 重点公司策略

9 月份我们继续推荐山西汾酒、张裕 A、金种子酒和泸州老窖。

另外，ST 皇台近期出现了一些积极的变化。上半年虽然继续亏损，但第二季度营业收入增长 71.44%，营业利润也增长 24% 左右。公司目前正与通达伟思进行营销方面的合作，如果改革成功，未来公司的发展值得期待，建议长期投资者积极关注。

2.酿酒行业实体经济近期运行状况

2.1 近期产量及进口数据分析

白酒：7 月产量增速继续下滑，四川、江苏等地增长依然迅猛

7 月份的白酒产量为 56.29 万千升，同比仅增长 6.04%，同比、环比增速均出现大幅下滑。

1-7 月份白酒的累计产量为同比增长 26.28%，增速比去年同期加快 4.81 个百分点，但今年以来白酒产量的累计增速处于下降通道中。

分地区来看，7 月份白酒产量前五大省份中，山东省的产量同比大幅下降 41.05%；河南省产量仅增长 2.37%；四川、辽宁和江苏等省份保持较快增长，尤其是江苏省，7 月份强劲增长 66.49%，四川和辽宁也保持了 30%以上的增长速度。

图 1 7 月白酒产量继续下滑

单位：万千升

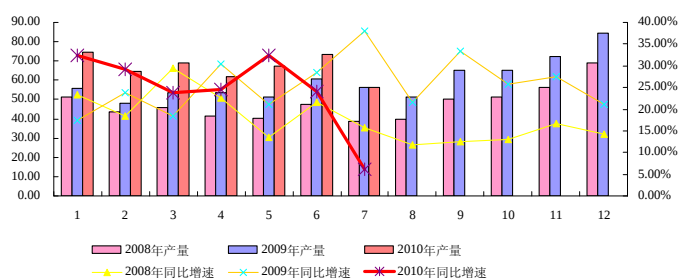
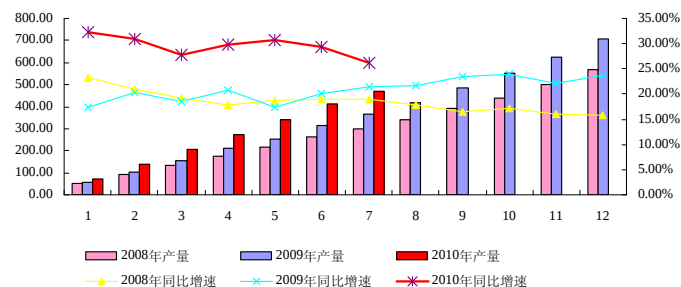


图 2 累计增速下滑，但仍高于 09 年同期水平

单位：万千升



数据来源：wind，大同证券研究部。

数据来源：wind，大同证券研究部。

葡萄酒：国内产量首现下滑，进口虽下滑但仍在高位

7 月份的葡萄酒产量为 6.66 万千升，同比下降 6.40%，这是其年内增速首次下降，但 1-7 月份仍然同比增长 17.29%，增速比去年同期加快 9.11 个百分点。总体来看，葡萄酒的累计产量增速仍然高于去年同期水平，但随着基数效应的增强，预计这种增速会继续放缓。

分地区来看，7 月份葡萄酒产量前五大省份中，山东、河北、河南的产量同比出现下降，下降幅度分别为 3.40%、19.83%、65.34%；可以看出河南、河北产量下降幅度较大；而天津和吉林的产量则同比增长，其中以天津 100.82%的增幅最为明显，吉林则实现 2.22%的小幅增长。

图 3 葡萄酒产量增速首现下滑

单位：万千升

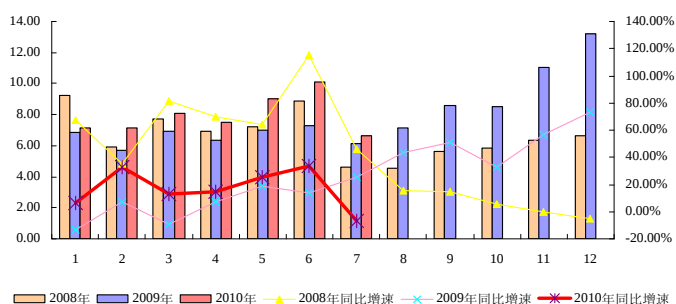
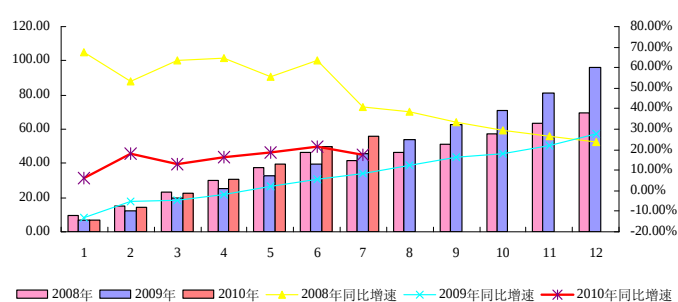


图 4 累计增速仍高于去年同期 9.11 个百分点



数据来源：wind，大同证券研究部。

数据来源：wind，大同证券研究部。

从进口金额来看，1-7月份我国葡萄酒的进口金额为6.37亿美元，同比增长60.70%。其中7月份的进口金额为1.08亿美元，同比增长38.09%，进口增速虽然有所放缓，但仍保持较快的速度，进口葡萄酒不容小觑！

从进口数量上来看，1-7月份，我国葡萄酒进口数量为15.77万千升，同比增长70.80%，其中7月份进口数量为2.89万千升，同比增长66.67%，增速仍然保持高位。

另一方面，1-7月份的葡萄酒进口金额增速仍小于数量的增速，在考虑汇率因素后，说明进口葡萄酒的吨酒价格或产品类别继续发生变化，吨酒价格可能在继续下降。

图 5 基数效应使得葡萄酒 7 月进口金额增速下滑 单位：亿美元

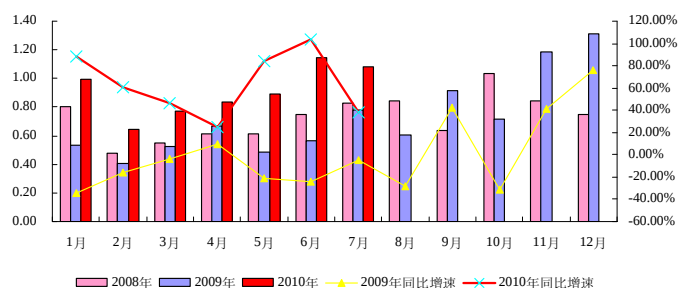
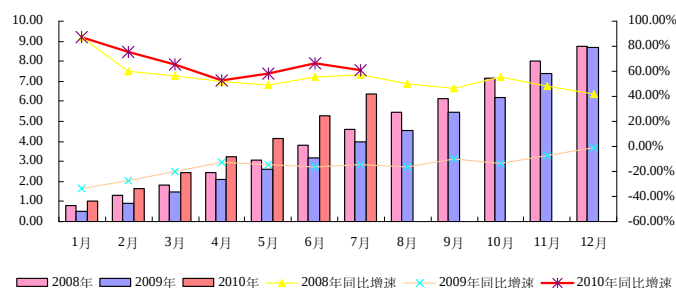


图 6 进口金额累计增速保持高位运行 单位：亿美元



数据来源：wind，大同证券研究部。

数据来源：wind，大同证券研究部。

图 7 葡萄酒 7 月进口数量维持高位 单位：万千升

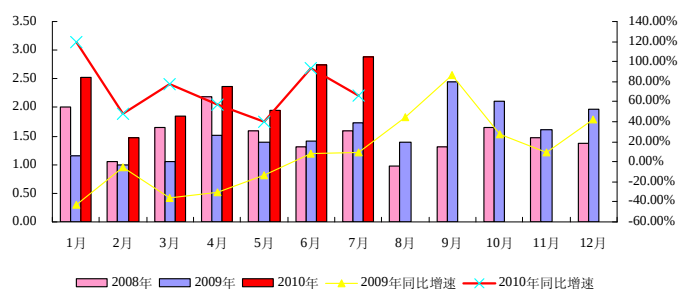
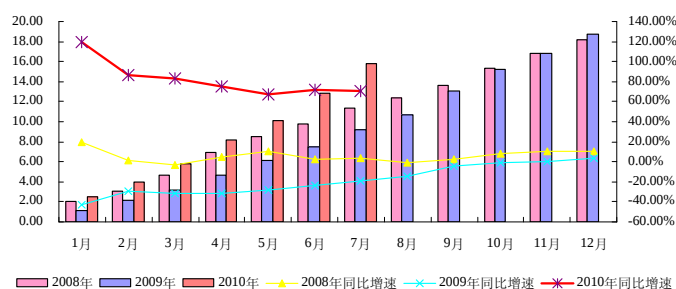


图 8 进口数量累计增速也保持高位运行 单位：万千升



数据来源：wind，大同证券研究部。

数据来源：wind，大同证券研究部。

啤酒：产量增速继续恢复，进口增速明显放缓

7 月份的啤酒产量为 557.43 万千升，同比增长 9.14%，增速同比、环比均出现一定的提高，这可能要得益于世界杯的消费刺激，但增长的幅度并不刺激。1-7 月份啤酒产量同比增长 5.97%，增速仍然低于去年同期水平，但累计增速环比有所提高。总体来看，啤酒产量增速仍然没有恢复到 09 年的同期水平。

分地区来看，7月份啤酒产量前五大省份中，除江苏产量下降6.14%以外，山东、河南、广东、浙江等地的产量均同比有所增长，其中山东、河南和广东的增速较为一致，都在11%左右。

从进口金额来看，1-7月份，我国啤酒的进口金额为3,168.20万美元，同比增长31.60%。其中7月份的进口金额为633.80万美元，同比增长9.73%，增速大幅下滑。

从进口数量上来看，1-7月份，我国啤酒的进口数量为2.48万千升，同比增长24.60%，增速比前6个月略有下滑。其中7月份进口数量为5,597.00千升，同比增长15.55%，环比增速明显下降。另一方面，进口金额累计增速快于数量增速，说明进口啤酒的吨酒价格在上升，单月来看。7月份的吨酒价格可能出现下降。

图 9 7 月份啤酒产量增速继续恢复

单位：万千升

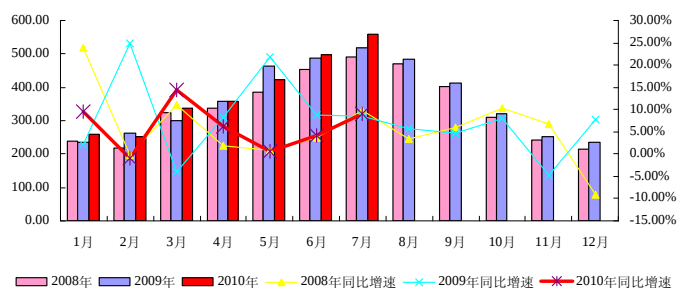
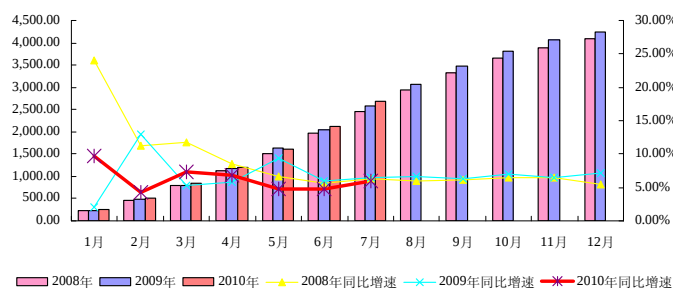


图 10 1-7 月啤酒产量增速仍未达到去年同期水平

单位：万千升



数据来源：wind，大同证券研究部。

数据来源：wind，大同证券研究部。

图 11 啤酒 7 月进口金额增速继续下滑

单位：万美元

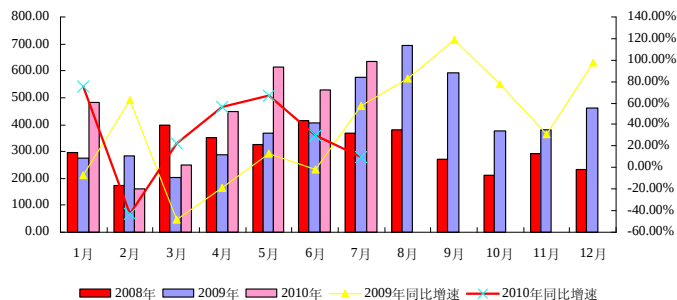
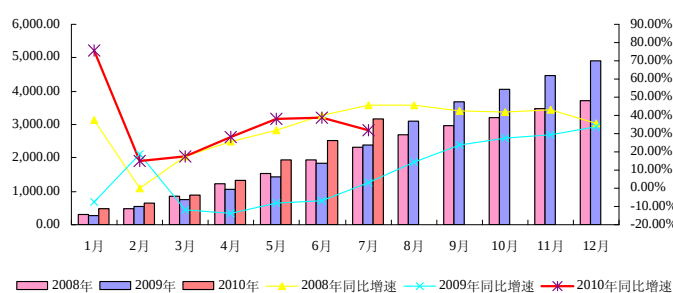


图 12 啤酒进口金额累计增速也出现下滑

单位：万美元



数据来源：wind，大同证券研究部。

数据来源：wind，大同证券研究部。

图 13 啤酒 7 月进口数量增速继续大幅下滑

单位：万千升

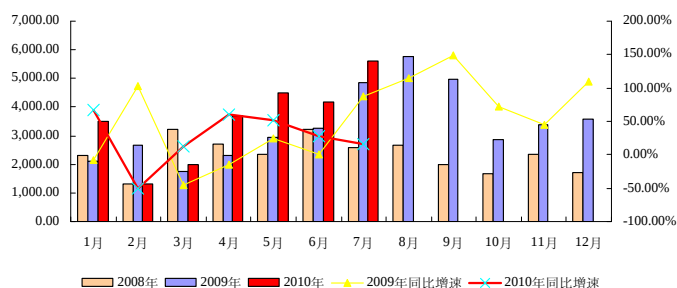
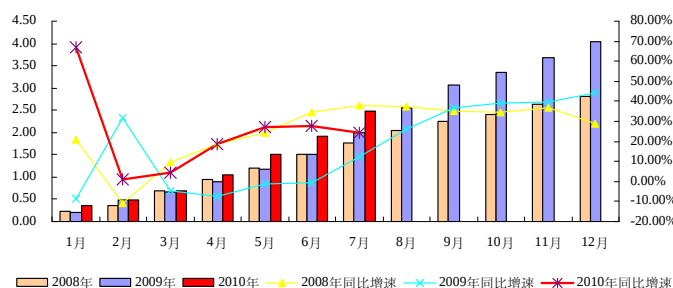


图 14 进口数量累计增速也继续下滑

单位：万千升



数据来源：wind，大同证券研究部。

数据来源：wind，大同证券研究部。

黄酒产量增速有所反弹

7月份的黄酒产量为6.89万千升，同比增长23.34%，虽然产量进入了淡季水平，但增速却继续提高，超出我们的预期。1-7月份我国黄酒的产量同比增长13.89%，增速比去年同期提高了3.82个百分点，累计增速已超过前三年的同期水平。

黄酒的产地集中在江浙沪一带，地域性非常明星。分地区来看，7月份黄酒产量前五大省份中，除上海产量下降0.72%以外，浙江、河南、安徽、江苏等地的产量均同比有所增长，其中浙江、河南、安徽的增速幅明显，河南地区增幅高达81.15%，浙江、安徽的产量增速都在37%左右。

图 15 7 月份黄酒产量增速继续提高

单位：万千升

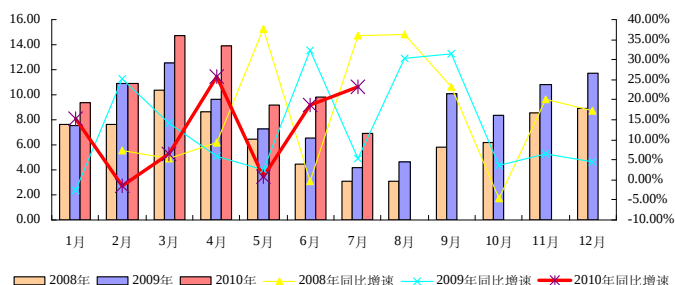
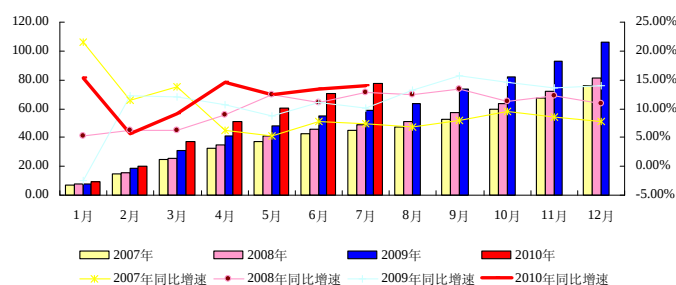


图 16 1-7 月黄酒产量增速超过前三年同期水平

单位：万千升



数据来源：wind，大同证券研究部。

数据来源：wind，大同证券研究部。

2.2 近期价格数据分析

白酒：涨声此起彼伏

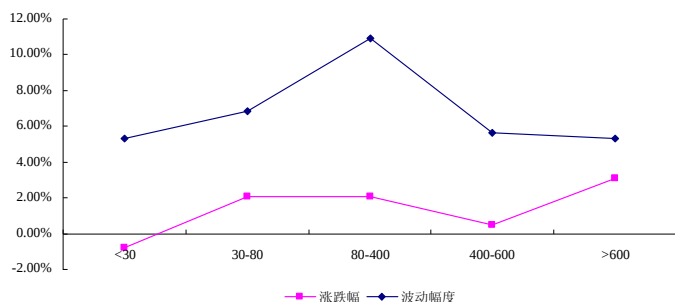
糖酒快讯7月份的调研数据显示，中低档白酒的终端价格环比涨幅在2%左右；超高档白酒价格环比提高3.12%，而高档白酒则小幅提高0.45%；超低档白酒则环比出现小幅下跌，幅度在0.76%左右。从价格波动幅度来看，中档白酒最大，反映了该档次白酒的市场竞争较为激烈。

从糖酒快讯监测的白酒产品来看，7月份老白汾、剑南春和五粮液的终端价环比涨幅居前，价格分别环比上涨32.00%、8.10%和7.36%。从波动幅度来看，老白汾、剑南春和飞天茅台居前，波幅分别为32.00%、17.56%和10.74%，五粮液的波幅为8.59%，排在第四位。

老白汾的大幅上涨主要是太原地区贡献的，这也反映了汾酒在山西的稳固消费基础；剑南春的上涨可能跟传闻提价有关；五粮液的价格回升在太原地区较为明显，终端价从上月的613元涨回到700元，上涨13.3%，其他地区也上涨5%左右。（数据来源：糖酒快讯）

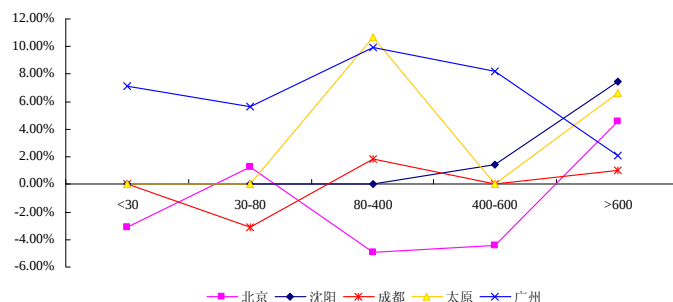
进入8月份以来，剑南春旗下的剑南春、东方红以及年份酒提价，幅度为每瓶20元。泸州老窖董事长谢明透露，泸州老窖的白酒提价已经在启动，白酒涨价已从传言变为现实。

图 17 7 月白酒超高端涨幅最大，中档波幅最大



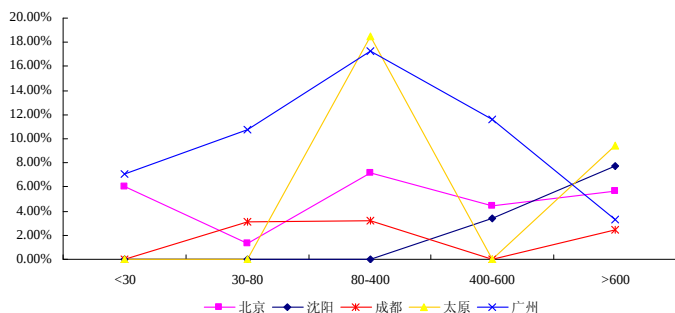
数据来源：糖酒快讯，大同证券研究部。

图 18 广州市场白酒涨幅较大，中档和超抵挡尤为突出



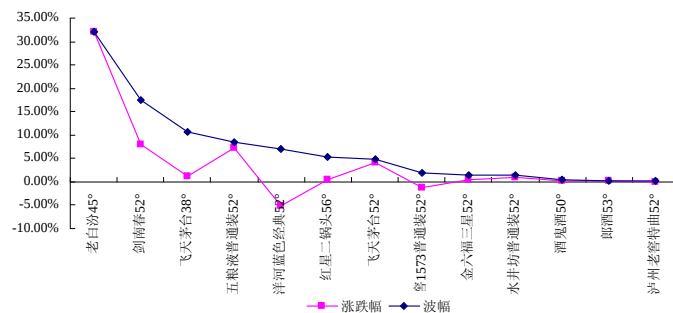
数据来源：糖酒快讯，大同证券研究部。

图 19 各城市中档白酒波动幅度最大



数据来源：糖酒快讯，大同证券研究部。

图 20 老白汾的终端价 7 月涨幅最为明显



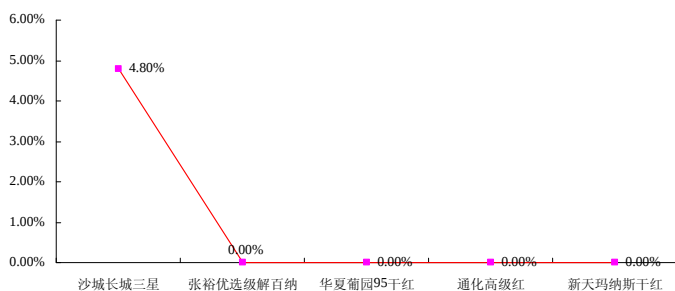
数据来源：糖酒快讯，大同证券研究部。

葡萄酒：主要品牌涨跌互现

糖酒快讯7月份在北京市场的调研数据显示，葡萄酒主流消费区间的产品价格环比基本不变，广州市场也没发生明显变化，而成都市场则出现小幅上涨。

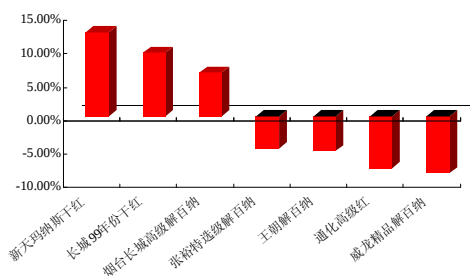
从糖酒快讯监测的主要葡萄酒产品来看，没有表现出一致的变动方向。新天、长城等部分产品出现环比上涨，而张裕、通化、王朝、威龙的部分产品则出现下降。

图 21 北京市场葡萄酒只有沙城长城略有上涨



数据来源：糖酒快讯，大同证券研究部。

图 22 主要葡萄酒品牌涨跌互现



数据来源：糖酒快讯，大同证券研究部。

啤酒：主要品牌价格走势较为平稳

糖酒快讯7月份在部分市场的调研数据显示，北京、沈阳和广东的主要啤酒品牌环比下降较多，成都市场则出现环比上涨。从上述市场的品牌来看，青岛啤酒价格下跌，嘉士伯和雪花则以上涨为主，百威啤酒则涨跌互现。

分品牌来看，7月份终端价较6月份平稳。从糖酒快讯在全国6个城市的调研数据来看，青岛啤酒、嘉士伯、喜力等品牌的均价环比出现一定下跌，幅度不大；百威、雪花、哈尔滨等品牌的价格则出现小幅上涨，总体来看，相对于6月份，啤酒本月的走势较为平稳。

图 23 主要市场啤酒价格环比下跌

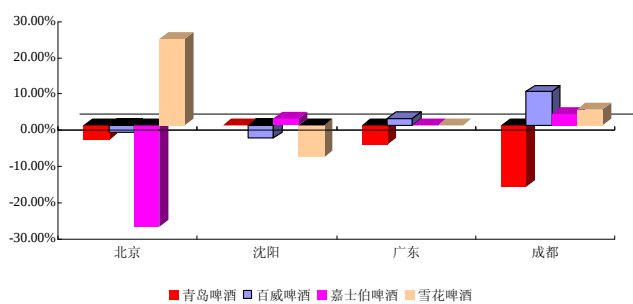
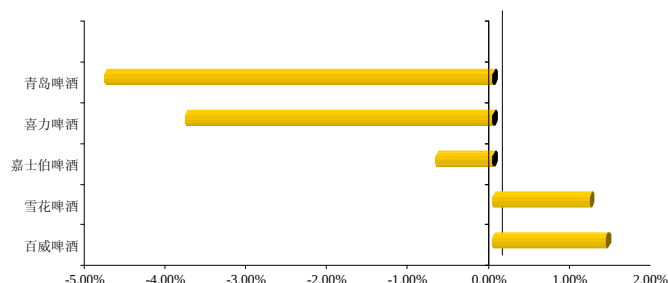


图 24 主要品牌价格变化较 6 月平稳



数据来源：糖酒快讯，大同证券研究部。

数据来源：糖酒快讯，大同证券研究部。

3.酿酒行业估值水平分析

3.1 白酒：估值水平大幅提高，市盈率和市净率均高于历史均值

（1）历史市盈率有所提高，小幅高于历史均值

上月末（截止 8 月 26 日，下同）白酒行业的历史市盈率（上年年报，剔除负值，下同）水平为 39.70 倍，比前一月上升了 6.81%，以月度数据来算，高于历史均值水平 6.34%。

（2）滚动市盈率也有所提高，略高于历史均值

上月末白酒行业的滚动市盈率（剔除负值，下同）水平为 34.10 倍，比前一月上升了 6.80%，以月度数据来算，高于历史均值水平 0.64%。

图 25 白酒目前的历史市盈率（月度）高于其历史均值 6.34%

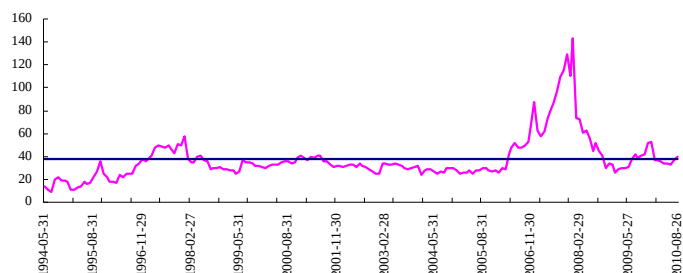
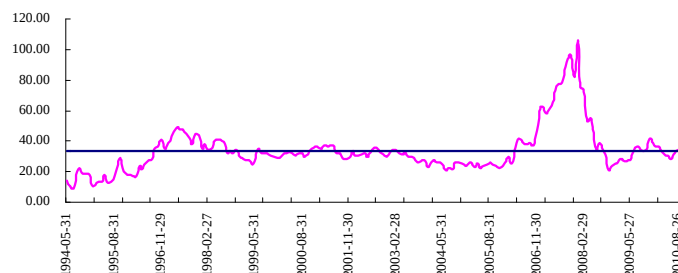


图 26 白酒目前的滚动市盈率（月度）高于其历史均值 0.64%



数据来源：wind,大同证券研究部。

数据来源：wind,大同证券研究部。

（3）历史市净率略有提高，大幅高于历史均值

上月末白酒行业的历史市净率（上年年报，剔除负值，下同）水平为 9.88 倍，比前一月上升了 6.81%，以月度数据来算，高于历史均值水平 61.78%。

（4）最新市净率略有提高，大幅高于历史均值

上月末白酒行业的最新市净率（当年中报，剔除负值，下同）水平为 9.08 倍，比前一周提高了 7.08%，以月度数据来算，高于历史均值水平 67.64%。

图 27 白酒目前的历史市净率（月度）高于其历史均值水平 61.78%

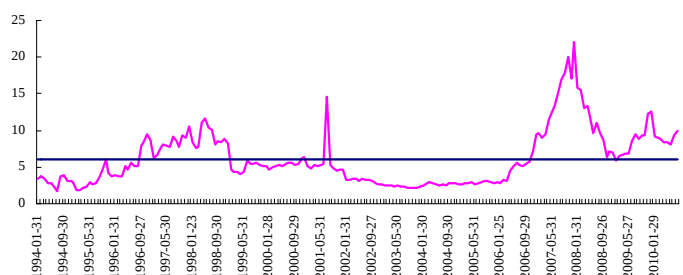
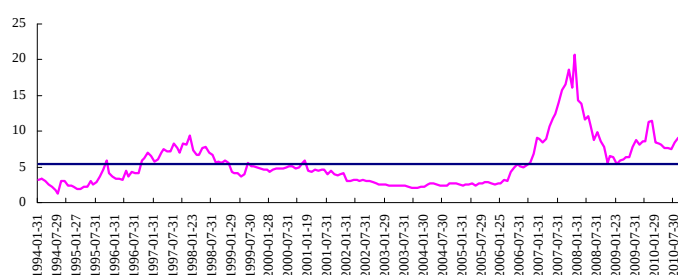


图 28 白酒目前的最新市净率（月度）高于其历史均值水平 67.64%



数据来源：wind,大同证券研究部。

数据来源：wind,大同证券研究部。

3.2 葡萄酒：估值水平小幅提高，市盈率低于均值，市净率高于均值

（1）历史市盈率有所提高，低于历史均值

上月末葡萄酒行业的历史市盈率水平为 40.65 倍，比前一月提高了 1.68%，以月度数据来算，低于历史均值水平 9.03 %。

(2) 滚动市盈率也有所提高，低于历史均值

上月末葡萄酒行业的滚动市盈率水平为 39.61 倍，比前一月提高了 1.88%，以月度数据来算，低于历史均值水平 9.74%。

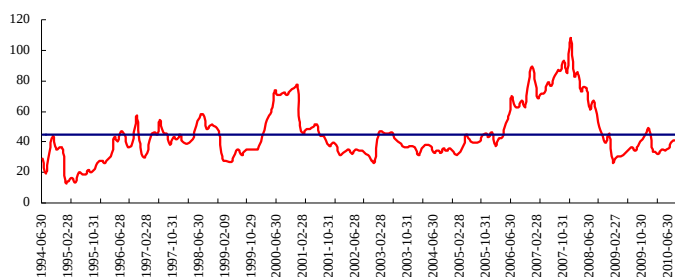
(3) 历史市净率有所提高，大幅高于历史均值

上月末葡萄酒行业的历史市净率水平为 11.40 倍，比前一月提高了 2.43%，以月度数据来算，大幅高于历史均值水平 77.34%。

(4) 最新市净率也有所提高，大幅高于历史均值

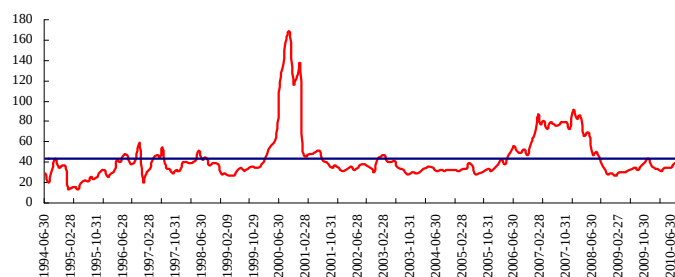
上月末葡萄酒行业的最新市净率水平为 11.70 倍，比前一月提高了 2.45%，以月度数据来算，高于历史均值水平 95.21%。

图 29 葡萄酒目前的历史市盈率（月度）低于其历史均值 9.03%



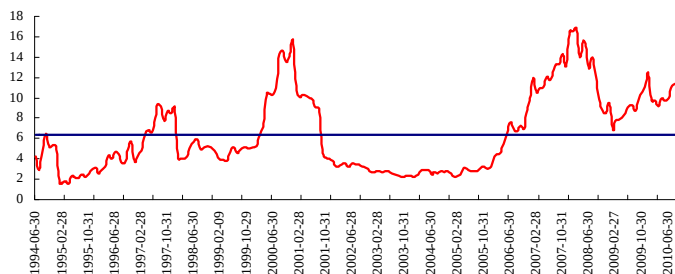
数据来源：wind,大同证券研究部。

图 30 葡萄酒目前的滚动市盈率（月度）低于其历史均值 9.74%



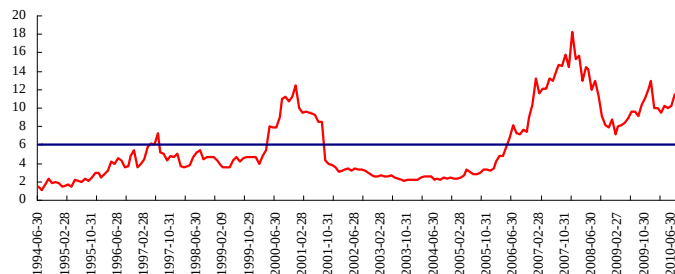
数据来源：wind,大同证券研究部。

图 31 葡萄酒目前的历史市净率（月度）高于其历史均值 77.34%



数据来源：wind,大同证券研究部。

图 32 葡萄酒目前的最新市净率(月度)高于其历史均值水平 95.21%



数据来源：wind,大同证券研究部。

3.3 啤酒：估值水平小幅提高，市盈率低于均值，市净率高于均值

(1) 历史市盈率有所提高，略低于历史均值

上月末啤酒行业的历史市盈率水平为 45.80 倍，比前一月提高了 1.28%，以月度数据来算，略低于历史均值水平 0.41%。

(2) 滚动市盈率也有所提高，低于历史均值

上月末啤酒行业的滚动市盈率水平为 39.60 倍，比前一月提高了 1.28%，以月度数据来算，低于历史均值水平 10.55%。

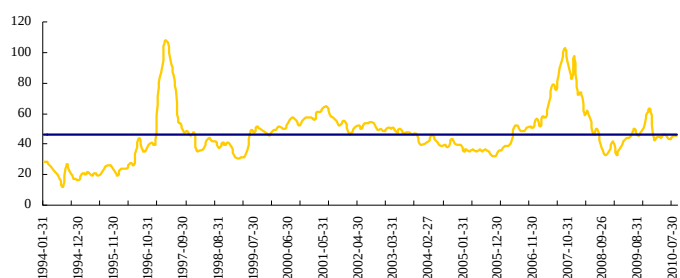
(3) 历史市净率有所提高，大幅高于历史均值

上月末啤酒行业的历史市净率水平为 5.26 倍，比前一月提高了 1.35%，以月度数据来算，高于历史均值水平 47.33%。

(4) 最新市净率有所提高，大幅高于历史均值

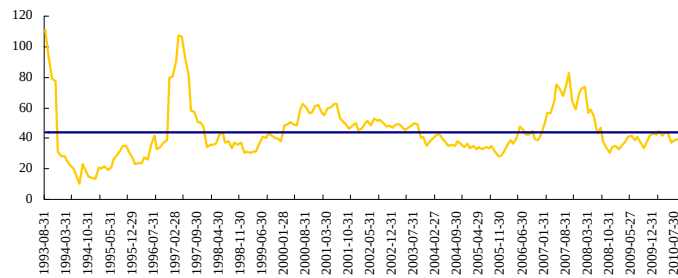
上月末啤酒行业的最新市净率水平为 5.05 倍，比前一月提高了 1.20%，以月度数据来算，高于历史均值水平 40.24%。

图 33 啤酒目前的历史市盈率（月度）低于其历史均值水平 0.41%



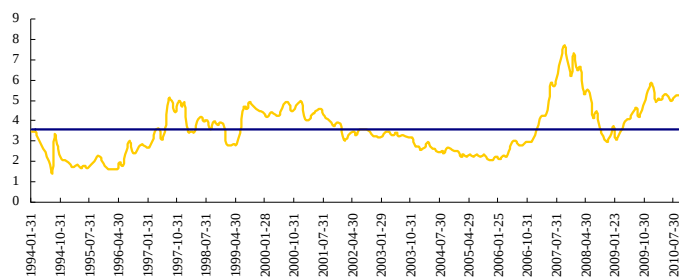
数据来源：wind,大同证券研究部。

图 34 啤酒目前的滚动市盈率（月度）低于其历史均值水平 10.55%



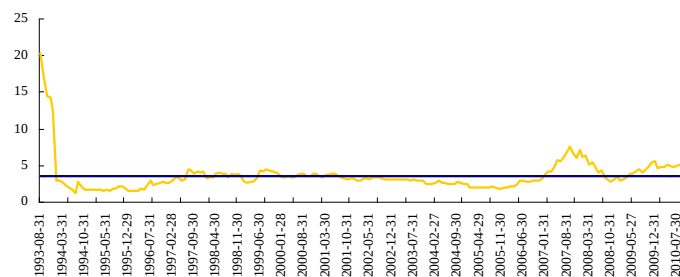
数据来源：wind,大同证券研究部。

图 35 啤酒目前的历史市净率（月度）高于其历史均值水平 47.33%



数据来源：wind,大同证券研究部。

图 36 啤酒目前的最新市净率（月度）高于其历史均值水平 39.38%



数据来源：wind,大同证券研究部。

大同证券投资评级的类别、级别定义：

类别	级别	定义
股票评级	强烈推荐	预计未来6~12个月内，股价表现优于市场基准指数20%以上
	谨慎推荐	预计未来6~12个月内，股价表现优于市场基准指数10%~20%
	中性	预计未来6~12个月内，股价波动相对市场基准指数-10%~+10%
	回避	预计未来6~12个月内，股价表现弱于市场基准指数10%以上
	“+”表示市场表现好于基准，“-”表示市场表现落后基准	

类别	级别	定义
行业评级	看好	预计未来6~12个月内，行业指数表现强于市场基准指数
	中性	预计未来6~12个月内，行业指数表现跟随市场基准指数
	看淡	预计未来6~12个月内，行业指数表现弱于市场基准指数

注1：公司所处行业以交易所公告信息为准

注2：行业指数以交易所发布的行业指数为主

注3：基准指数为沪深300指数

免责声明：

- 1、此报告所载资料的来源及观点皆为公开信息，但大同证券不能保证其准确性和完整性，因此大同证券不对因使用此报告的所载资料而引致的损失负任何责任。
- 2、此报告仅做参考，并不能依靠此报告以取代独立判断。
- 3、本报告仅反映研究员的不同设想、见解及分析方法，并不代表大同证券经纪有限责任公司。
- 4、大同证券可发出其他与本报告所载内容不一致及有不同结论的报告。

版权声明：

本报告版权为大同证券经纪有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用需注明出处为大同证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。