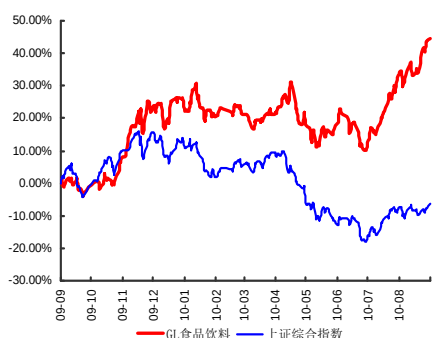


2010 年 9 月 12 日

评级：优异

52 周走势



相关报告

报告作者

国联证券研究所综合组
组长 强系璧
执业证书编号：S0590208070088

联系人

周纪庚
电话：021-38991500-895
Email: zhoujg@glsc.com.cn

独立性申明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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，特此申明。

投资要点：

消费升级、涨价推升行业收入、利润双丰收：上半年食品饮料行业在消费升级以及涨价的大背景下，实现营业收入 1022 亿元，同比增长 18.9%，实现净利润 122.89 亿元，同比增长 28.31%。可选消费品收入同比增长 31.9%，高出大众消费品近 20 个百分点；大众消费品受益于产品结构调整，净利润同比增长 41%。

高端白酒平稳发展，二线品种持续发力：放量以及年初的提价使得高端白酒上半年收入增长 27%，估值水平得以修复；二线白酒加大营销力度及产品升级，盈利快速增长。随着旺季的来临以及提价的逐步兑现，高端白酒有望进入估值提升阶段，并推升整个白酒行业的上涨。

啤酒延续放缓趋势，结构调整推升盈利增长：啤酒行业上半年受天气异常影响，增速延续放缓趋势，实现营业收入 189.77 亿元，同比增长 4.21%，增速同比下滑 10 个百分点。通过产品结构调整，毛利率得以提升，共实现净利润 15.26 亿元，同比增长 31.05%。

乳制品行业回归常态：收入增速出现提升态势，上半年实现营业收入 205.47 亿元，同比增长 18.16%，原奶价格的提升降低了毛利率水平，净利润同比增长 9.15%；销售费用率依然维持高位，行业竞争激烈。

肉制品增长迅速，猪肉价格上涨将提升盈利水平：上半年实现主营业务收入 182 亿元，同比增长 27.48%，实现净利润 4.75 亿元，同比增长 12.96%。随着猪肉价格进入上涨周期，肉制品行业将整体进入毛利率提升的阶段，带动行业业绩的快速增长。

投资策略建议：关注三个方面的投资线索：（1）消费旺季或者提价带来的估值提升，如高端白酒、调味发酵品；（2）具备持续高增长动力的公司，如积累较好、有持续高营销投入、业绩改善明显的二线白酒；（3）有望出现趋势性好转的子行业，如肉制品。

重点推荐：泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒、伊力特、金枫酒业、皇氏乳业、双汇发展、张裕 A、安琪酵母、保龄宝。

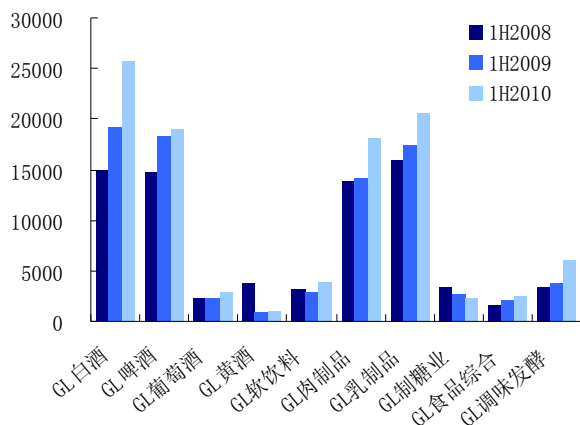
目 录

目 录	2
一、消费升级、涨价推升行业收入、利润双丰收	3
二、食品饮料各子行业上半年情况	4
2.1 白酒：高端平稳、中端发力	4
2.2 啤酒：延续放缓趋势、结构调整推升盈利增长	6
2.3 葡萄酒：需求快速扩张，龙头股表现优异	7
2.4 黄酒：世博效应还有待进一步观察	8
2.5 乳制品：回归常态	9
2.6 肉制品：增长迅速，猪肉价格上涨将提升盈利水平	10
三、重点公司盈利预测与评级	11

一、消费升级、涨价推升行业收入、利润双丰收

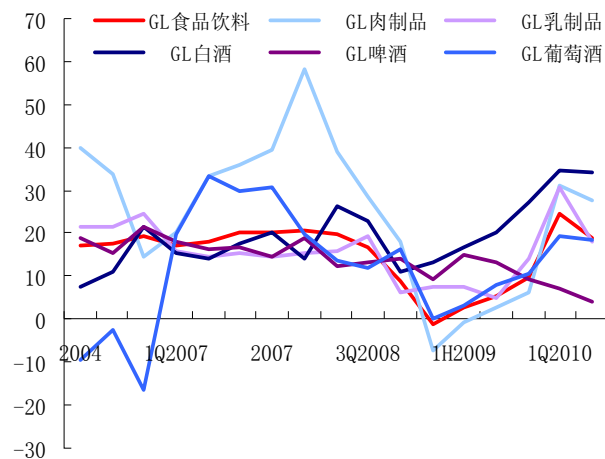
2010年上半年食品饮料行业实现营业收入1022亿元，同比增长18.9%，延续了一季度快速增长的态势，目前从上市公司来看行业收入增速已经完全恢复到危机前的水平；上半年行业收入增速较快除了去年同期较低的基数以外，主要原因在于消费升级（消费升级主要表现在可选消费品收入增速远高于大众消费品以及产品结构的优化调整）及涨价。上半年以白酒、葡萄酒为主的可选消费品收入同比增长31.9%，高出大众消费品近20个百分点；大众消费品中肉制品、软饮料上半年表现相对较好，收入增速超过20%，而其中占比最大的啤酒行业收入同比增长仅4.1%，直接拖累了大众消费品的增速。

图表 1: GL 食品饮料各子行业收入 (百万元)



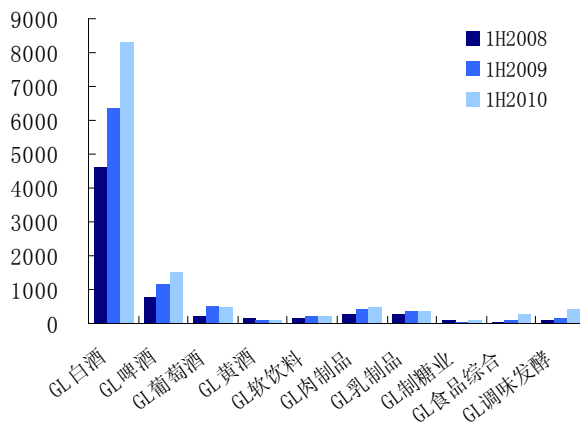
数据来源: WIND 国联证券研究所

图表 2: GL 食品饮料主要子行业收入增速 (%)



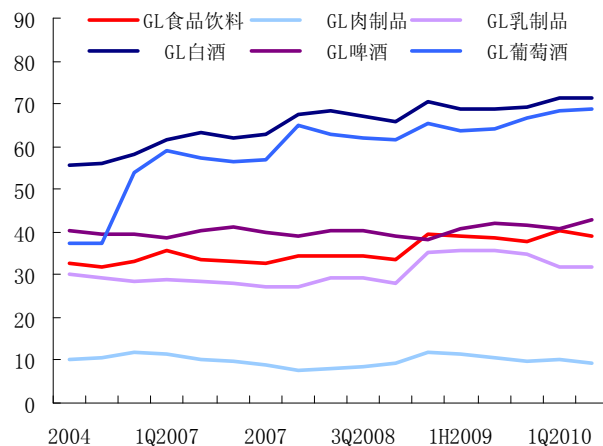
数据来源: WIND 国联证券研究所

图表 3: GL 食品饮料各子行业净利润 (百万元)



数据来源: WIND 国联证券研究所

图表 4: GL 食品饮料主要子行业毛利率 (%)



数据来源: WIND 国联证券研究所

上半年食品饮料行业毛利率为 39.24%，同比略有提升。受益于年初的涨价，白酒毛利率同比增长 2.3 个百分点，葡萄酒行业毛利率 3 个百分点，推升可选消费品毛利率同比提升 2.1 个百分点；大众消费品方面，啤酒受益于产品结构优化，毛利率提升 2.1 个百分点。

净利润增长势头良好。上半年食品饮料行业实现净利润 122.89 亿元，同比增长 28.31%，高于收入增速，增速同比提升近 3 个百分点。其中可选消费品同比增长 26.9%，白酒同比增长 30.69%，葡萄酒、黄酒增速均远低于收入增速；大众消费品净利润同比增长 41%，主要得益于净利润占比较大的啤酒毛利率的提升，其净利润同比增长 31.05%。

图表 5: GL 食品饮料及各子行业 2010 年上半年财务指标 (%)

板块名称	收入增长率	营业利润增长率	净利润增长率	毛利率	净利率	期间费用率
GL 食品饮料	18.9	29.16	28.31	39.24	12.72	19.23
GL 食品	17.04	15.66	36.75	20.43	3.64	17.06
GL 肉制品	27.48	9.17	12.96	9.45	3.19	5.6
GL 乳制品	18.16	-11.68	9.15	31.66	1.94	29.36
GL 制糖业	-11.89	191.6	284.44	18.09	5.2	14.37
GL 食品综合	15.08	225.16	221.54	22.73	10.04	19.93
GL 调味发酵	2.37	-5.66	26.9	15.26	7.48	9.66
GL 饮料	20.72	31.06	27.08	57.05	21.32	21.28
GL 白酒	34.01	32.08	30.69	71.16	33.54	17.59
GL 啤酒	4.21	30.23	31.05	43.04	8.98	23.87
GL 葡萄酒	18.31	54.28	-11.23	68.96	17.59	38.55
GL 黄酒	21.27	6.57	4.08	44.9	12.77	25.12
GL 软饮料	38.25	-22.95	6.61	27.36	5.89	19.72

数据来源: WIND 国联证券研究所

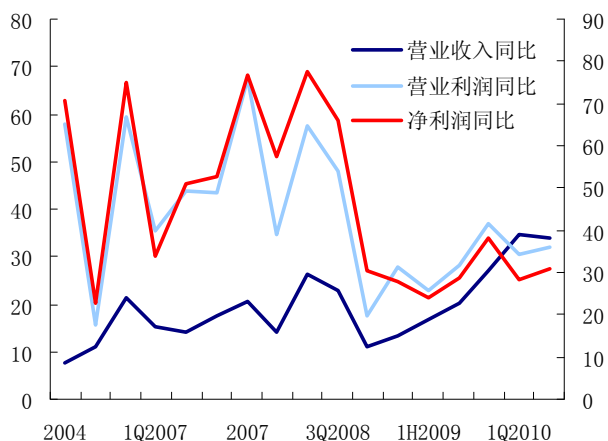
二、食品饮料各子行业上半年情况

2.1 白酒: 高端平稳、中端发力

2010 年上半年白酒行业可谓多点开花，继续引领食品饮料行业。13 家白酒上市公司实现营业收入 257.5 亿元，同比增长 34.01%，同比提升 20 个百分点，甚至较前期 2008 年年中高点还高出 8 个百分点；主要得益于去年底今年初大部分白酒的提价及放量，而白酒的消费升级趋势也使得白酒销售毛利率得到进一步提升。

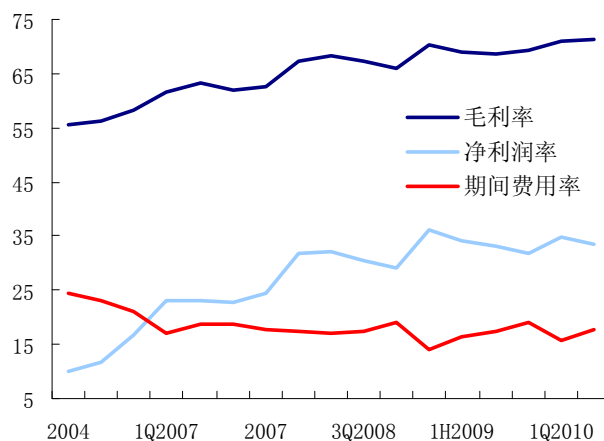
上半年白酒行业实现净利润 82.95 亿元，同比增长 30.69%；净利润增速低于收入增速，一方面是去年下半年白酒行业加强增收消费税使得主营税金率有所提升，另一方面二线白酒企业纷纷加大营销投入，争夺高端白酒提价后留下的空间，使得期间费用率有所提升。

图表 6: 白酒子行业成长能力 (%)



数据来源: WIND 国联证券研究所

图表 7: 白酒子行业盈利能力 (%)



数据来源: WIND 国联证券研究所

高端白酒发展总体平稳。上半年高端白酒实现营业收入 166 亿元, 同比增长 26.92%, 实现净利润 64 亿元, 同比增长 22%, 其中五粮液收入和净利润增速均超过 40%, 主要受益于去年收购集团酒类相关资产以及酒类销售公司的成立。受益年初提价, 高端白酒上半年毛利率提升近 3 个百分点至 77.3%, 五粮液和泸州老窖毛利率提升超过 5 个点。

图表 8: 高端白酒上市公司经营数据

证券简称	收入 同比	净利润 同比	毛利率 %	同比	净利率 %	主营税 金率%	期间费 用率%	同比	存货 同比	预收账 款同比
贵州茅台	18.78	11.09	91.36	0.94	49.71	13.0	11.78	-0.69	38.05	199.84
五粮液	41.86	40.91	67.39	5.39	30.93	8.4	18.03	2.81	24.51	1807.58
泸州老窖	11.23	22.38	70.14	5.61	43.84	7.7	12.92	-3.74	23.39	63.58

数据来源: WIND 国联证券研究所

上半年高端白酒产销两旺, 存货和预收账款都保持较快增长, 其中茅台预收账款 19.68 亿元, 同比增长近 200%, 五粮液更是同比增长 1800% 至 52.71 亿元。

二线白酒延续高成长。上半年二线白酒实现收入 91.33 亿元, 同比增长 26.9%; 实现净利润 18.91 亿元, 同比增长 71.9%; 两者均高于高端白酒, 这也是上半年二线白酒市场表现较好的主要原因。收入快速增长的同时, 毛利率也提升明显, 由去年同期的 56.8% 提升到 60%。其中古井贡酒毛利率提升 20.45 个百分点, 金种子酒提升 5.23 个百分点, 主要是得益于公司产品结构调整和售价的提升。

图表 9: 二线白酒上市公司经营数据

证券简称	收入 同比	净利润 同比	毛利率 %	同比	净利率 %	主营税 金率%	期间费 用率%	同比	存货 同比	预收账 款同比
洋河股份	93.24	81.39	57.72	1.57	30.64	11.0	15.64	3.68	163.77	-35.93
水井坊	56.67	14.99	69.75	-4.85	16.65	11.7	31.88	-1.73	30.87	-31.68
山西汾酒	46.96	44.91	75.78	2.30	24.32	16.0	26.15	6.36	22.83	136.76

金种子酒	37.36	177.04	43.06	5.23	13.31	11.7	15.21	-2.42	-12.77	9.19
古井贡酒	21.42	201.57	71.77	20.45	12.54	15.1	40.62	11.32	6.74	170.04
老白干酒	0.42	3.07	42.52	0.41	3.62	11.7	25.51	4.98	29.14	19.18
沱牌曲酒	25.78	54.82	37.58	-13.45	8.13	6.6	18.13	-17.08	14.12	-3.70
酒鬼酒	30.36	250.41	74.49	-7.01	20.75	13.0	56.90	0.01	53.03	69.25
ST 皇台	49.63	37.82	53.00	35.68	-56.26	17.7	56.29	-26.35	-10.11	-51.92
伊力特	13.41	8.95	48.27	3.38	14.40	12.6	12.49	1.99	17.83	-47.33

数据来源：WIND 国联证券研究所

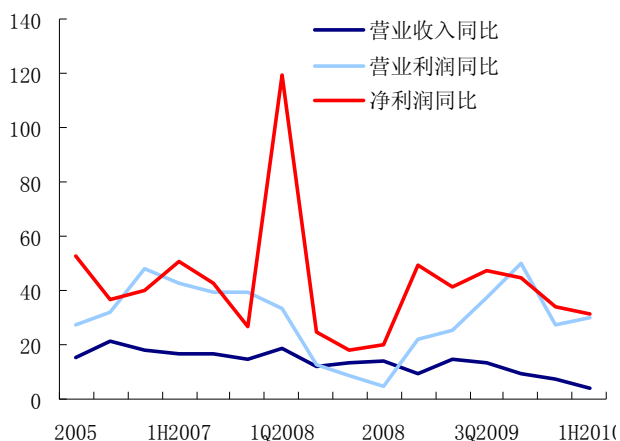
销售费用率维持高水平，并继续增长。上半年二线白酒整体销售费用率达到了 15.2%，同比提升 2 个百分点。二线白酒在 10 年纷纷加大了市场营销力度，以期在争夺中高端市场份额中占得先机。而从数据来看，除了洋河（虽然比率略低，但总量不低）之外，二线白酒中收入和净利润增速较快的，其销售费用率都保持较高水平。

综合来看，我们仍然看好高端白酒未来的增长，终端旺盛的需求将继续推升量价齐升，有望进一步推升高端白酒的估值水平，重点看好泸州老窖，公司目前正处于调整蓄势期，未来有望获得超预期增长。对于二线白酒，我们认为营销是关键，具备历史积累且能够持续地大力推进营销的公司将会获得更快的发展，我们看好山西汾酒、古井贡酒；同时看好新疆区域发展给当地第一白酒企业伊力特带来的发展机遇。

2.2 啤酒：延续放缓趋势、结构调整推升盈利增长

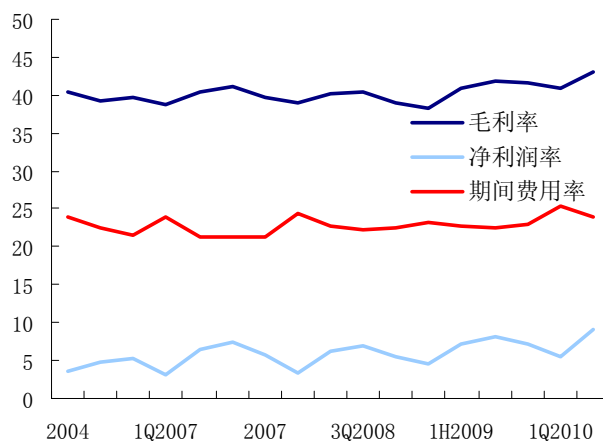
2010 年上半年行业内 8 家上市公司实现营业收入 189.77 亿元，同比增长 4.21%，增速同比下滑 10 个百分点，收入放缓主要是受上半年天气异常影响，其中区域性啤酒受影响程度更大，兰州黄河、惠泉啤酒收入同比下降超过 18%；实现净利润 15.26 亿元，同比增长 31.05%。利润增速快于收入，主要是青岛啤酒和燕京啤酒通过产品结构调整，净利润分别同比增长 30%和 25%。

图表 10：啤酒子行业成长能力（%）



数据来源：WIND 国联证券研究所

图表 11：啤酒子行业盈利能力（%）



数据来源：WIND 国联证券研究所

行业毛利率基本呈现不同程度上涨。上半年综合毛利率为 43.04%，同比提升 2.1 个百分点，其中燕京啤酒、西藏发展和兰州黄河毛利率提升超过 3 个百分点。费用方面，管理费用率基本保持平稳，营业费用率同比增长 1.5 个百分点至 17.22%。

图表 12：啤酒行业上市公司经营数据

证券简称	收入 同比	净利润 同比	毛利率 %	同比	净利率 %	销售费 用率%	同比	管理费 用率%	同比
燕京啤酒	2.88	25.20	42.08	3.24	9.24	12.14	2.02	7.75	0.02
西藏发展	12.85	34.46	38.06	3.69	19.45	5.51	1.10	5.72	-0.47
兰州黄河	-18.37	604.19	38.70	5.17	27.11	15.25	2.10	6.48	1.39
珠江啤酒	0.18	30.03	40.92	-	3.97	14.56	-	8.98	-
啤酒花	1.22	-15.18	43.78	0.04	8.44	14.38	3.41	9.24	-1.10
重庆啤酒	-2.20	6.13	45.25	-1.39	8.73	12.90	-0.79	10.33	0.07
惠泉啤酒	-19.89	-19.45	33.64	1.41	5.70	8.03	0.56	7.41	1.51
青岛啤酒	9.04	29.74	44.24	1.92	8.77	21.51	1.11	4.10	-0.10

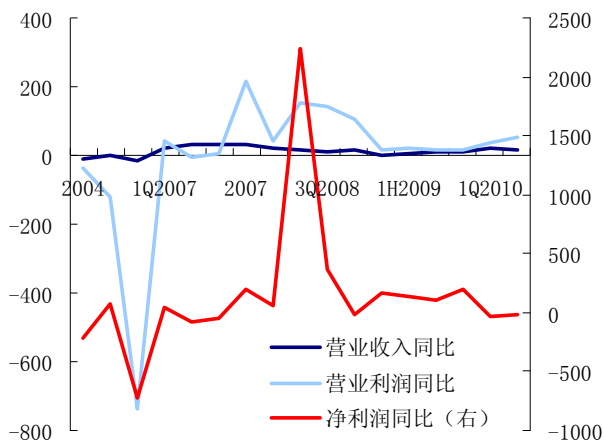
数据来源：WIND 国联证券研究所

目前来看，啤酒行业仍处于竞争比较激烈的时期，虽然前四大啤酒企业市场占有率已经超过 60%，但从各品牌所拥有的超过 50% 市场份额的省份数量来看，燕京和华润各有 3 个，青啤有 2 个，因此从这个角度来说，啤酒行业的市场格局仍没有稳定，未来并购、扩建仍将继续，同时产品结构调整将是行业的主旋律。

2.3 葡萄酒：需求快速扩张，龙头股表现优异

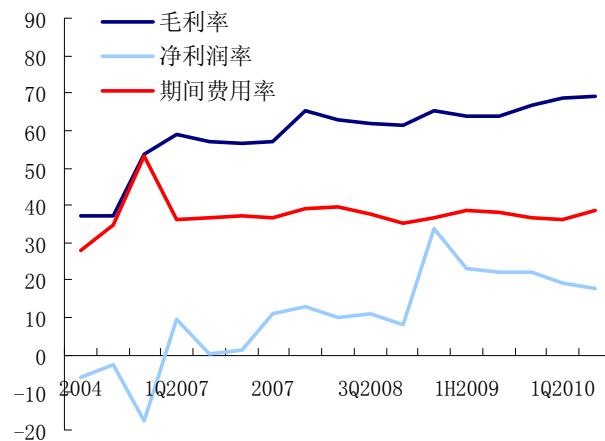
上半年葡萄酒子行业继续复苏，我们统计的 5 家上市公司实现营业收入 27.91 亿元，同比增长 18.31%，较去年同期增速提升 15 个百分点；其中张裕、莫高股份的葡萄酒业务收入增速超过行业，分别达到 26% 和 18.3%。

图表 13：葡萄酒子行业成长能力（%）



数据来源：WIND 国联证券研究所

图表 14：葡萄酒子行业盈利能力（%）



数据来源：WIND 国联证券研究所

上半年实现归属母公司净利润 4.81 亿元，同比下降 11.23%，出现下降的原因主要是 ST 银广夏去年实现债务重组利得 2.57 亿，而今年上半年出现亏损，如果扣除该股的影响，其余四家葡萄酒企业归属母公司净利润同比增长 63.5%，远高于白酒和啤酒子行业的利润增长。

毛利率同比提升 5 个百分点，整体达到 68.96%。张裕毛利率稳中有升，达到 71.8%，ST 中葡和莫高股份分别提升 18 和 9 个百分点至 42.5%和 47.9%，仅通葡股份毛利率下降 3.5 个百分点。

销售费用率继续走高达到 30.3%，较去年同期上涨近 4 个百分点。费用方面，葡萄酒作为外来品，其营销宣传投入一直很大，随着今年葡萄酒消费的逐步兴起，进口葡萄酒的大量涌入，行业内的公司必然通过销售费用的高投入来求得发展和生存；张裕上半年销售费用率达到 30%以上，ST 中葡更是达到了 43%，莫高和通葡也在 18%以上。

图表 15: 葡萄酒行业上市公司经营数据

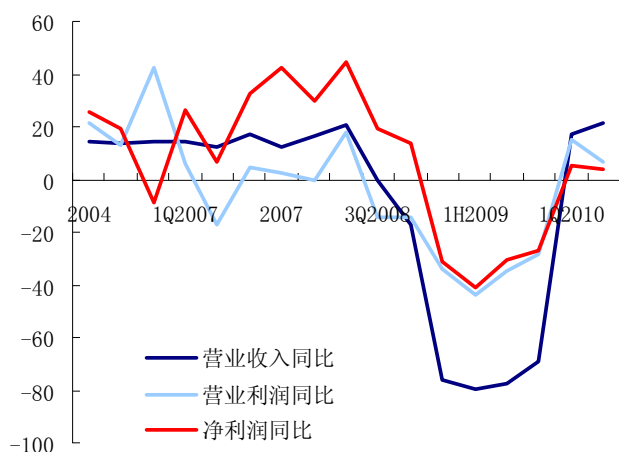
证券简称	收入 同比	净利润 同比	毛利率 %	同比	净利率 %	销售费 用率%	同比	管理费 用率%	同比
张裕 A	26.02	28.65	71.88	1.81	23.89	30.66	0.99	4.44	-0.96
*ST 中葡	-39.34	36.10	42.45	18.27	-111.24	43.32	32.44	41.92	17.97
通葡股份	-1.32	3.15	45.04	-3.63	2.56	18.48	-5.06	15.26	2.24
莫高股份	-4.91	8.46	47.87	9.41	12.92	18.64	7.24	9.42	3.46
ST 银广夏	-	-106.86	-	-	-	-	-	-	-

数据来源: WIND 国联证券研究所

经过多年的市场培育和发展，我国葡萄酒行业进入了快速发展时期，国内葡萄酒销量有望继续快速增长，同时葡萄酒行业的发展也正好契合了国内消费升级，因此我们认为目前葡萄酒行业兼具了内生性和外生性增长的双重特性。鉴于此，我们长期看好具备较好市场基础、品牌影响力较大的张裕 A。

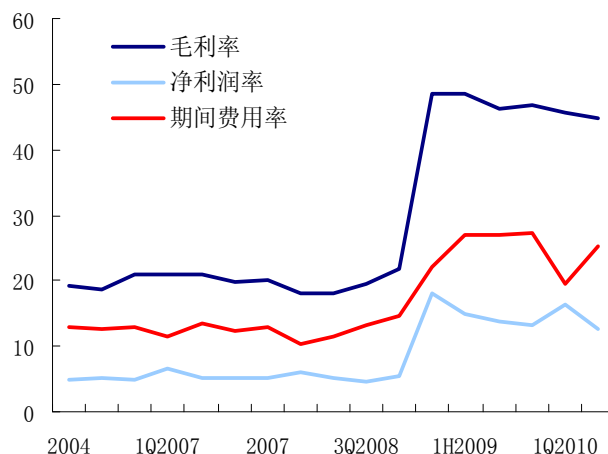
2.4 黄酒：世博效应还有待进一步观察

图表 16: 黄酒子行业成长能力 (%)



数据来源: WIND 国联证券研究所

图表 17: 黄酒子行业盈利能力 (%)



数据来源: WIND 国联证券研究所

黄酒行业上半年实现营业收入 9.92 亿元，同比增长 21.27%，其中古越龙山收入增长达到 50%，主要是因为收购的女儿红资产报表合并增加了公司的收入；毛利率同比下降 3.6 个百分点至 44.9%，由于并入的女儿红毛利率低于古越龙山原有业务，导致公司毛利率下降 3.93 个百分点，而金枫酒业毛利率稳中略有升。

毛利率的下降使得行业净利润增速远低于收入增速，上半年两家企业实现净利润 1.26 亿元，同比仅增长 4.08%。总体来看，黄酒的世博效应还有待进一步观察。

图表 18: 黄酒行业上市公司经营数据

证券简称	收入 同比	净利润 同比	毛利率 %	同比	净利率 %	销售费 用率%	同比	管理费 用率%	同比
古越龙山	50.18	31.25	34.86	-3.93	10.18	12.32	0.47	5.10	-1.19
金枫酒业	0.26	-9.12	55.84	0.22	15.59	18.48	-1.38	13.07	1.35

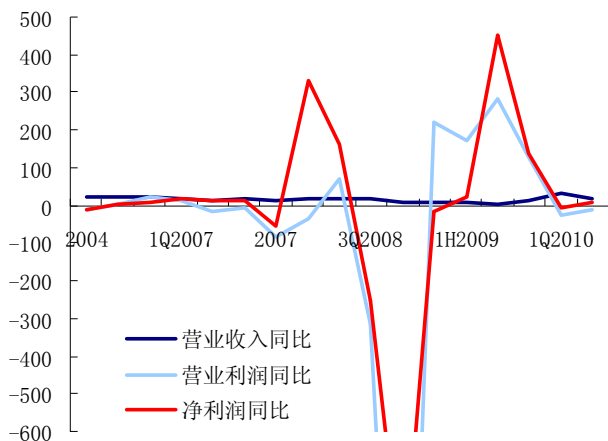
数据来源: WIND 国联证券研究所

从毛利率和净利润率来看，金枫酒业的盈利能力要强于古越龙山，未来随着对华光酿酒的整合完成，将进一步优化公司资源，降低费用，我们看好公司的长期发展。

2.5 乳制品: 回归常态

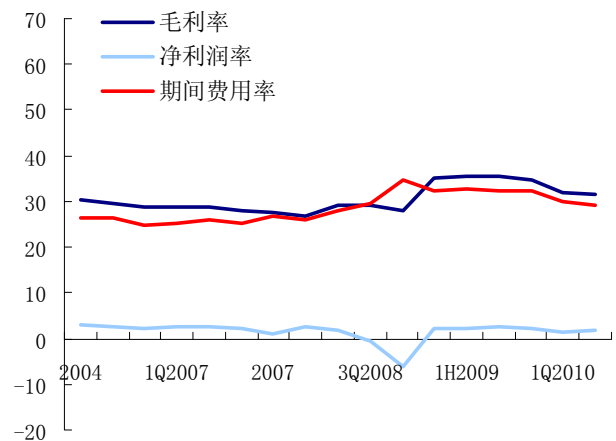
收入增速出现提升态势。上半年 4 家乳制品上市企业实现营业收入 205.47 亿元，同比增长 18.16%，实现归属母公司净利润 3.84 亿元，同比增长 9.15%。

图表 19: 乳制品子行业成长能力 (%)



数据来源: WIND 国联证券研究所

图表 20: 乳制品子行业盈利能力 (%)



数据来源: WIND 国联证券研究所

毛利率受原奶价格影响出现下滑。乳制品子行业 10 年上半年毛利率为 31.7%，较去年同期下滑 3.7 个百分点，主要是受上游原奶价格上涨的影响，导致各乳品企业毛利率均出现不同程度下滑，其中三元股份毛利率下降 9.84 个百分点，而皇氏乳业由于差异化的产品和销售区域，其毛利率在上市乳企中最高，达到 39.17%，净利率更是达到了 16.36%。

图表 21: 乳制品行业上市公司经营数据

证券简称	收入 同比	净利润 同比	毛利率 %	同比	净利率 %	销售费 用率%	同比	管理费 用率%	同比
皇氏乳业	26.69	45.25	39.17	-3.16	16.36	18.88	0.30	6.32	-0.19
三元股份	13.57	-262.92	16.70	-9.84	-4.05	18.75	-1.81	4.66	-0.64
光明乳业	12.35	34.70	35.49	-2.33	1.51	30.60	-0.79	2.71	-0.59
伊利股份	20.31	35.58	31.76	-3.69	2.41	24.46	-3.73	4.26	0.15

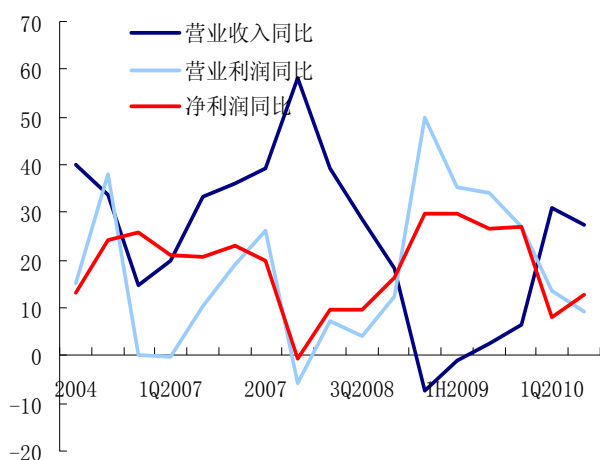
数据来源: WIND 国联证券研究所

销售费用率依然维持高位, 行业竞争激烈。行业上半年销售费用率为 25.34%, 虽同比有所下降, 但仍处于高位, 龙头企业伊利股份、光明乳业销售费用率也在 25% 以上。

2.6 肉制品: 增长迅速, 猪肉价格上涨将提升盈利水平

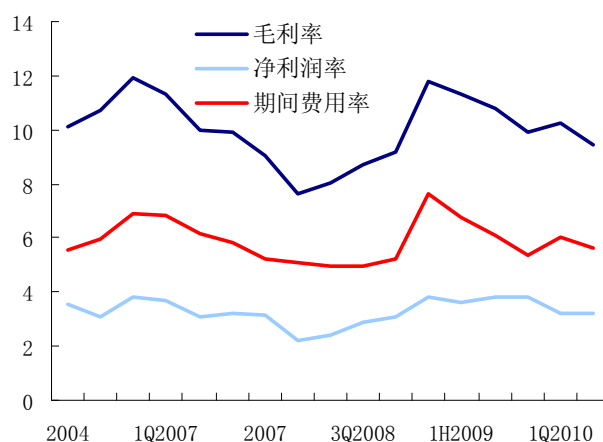
肉制品呈现出快速增长的态势。上半年肉制品行业上市公司实现主营业务收入 182 亿元, 同比增长 27.48%, 实现归属母公司的净利润 4.75 亿元, 同比增长 12.96%。

图表 22: 肉制品子行业成长能力 (%)



数据来源: WIND 国联证券研究所

图表 23: 肉制品子行业盈利能力 (%)



数据来源: WIND 国联证券研究所

毛利率受猪肉价格低迷影响下滑, 龙头企业受影响较小。上半年肉制品行业毛利率同比下降 1.8 个百分点至 9.85%, 主要是受上半年猪肉价格低迷影响; 其中双汇发展毛利率下降 1.6 个百分点, 高金食品、得利斯分别下降 3 个和 6.5 个百分点, 但得利斯由于收入中毛利率较高的低温肉制品占比较大, 总体毛利率水平在行业内最高。

图表 24: 肉制品行业上市公司经营数据

证券简称	收入 同比	净利润 同比	毛利率 %	同比	净利率 %	销售费 用率%	同比	管理费 用率%	同比
------	----------	-----------	----------	----	----------	------------	----	------------	----

双汇发展	27.82	27.54	9.46	-1.58	3.43	3.97	-1.33	1.40	0.06
高金食品	25.93	-477.55	4.92	-3.09	-2.91	4.17	0.40	2.65	-0.05
得利斯	21.67	-31.94	15.29	-6.51	5.92	6.33	0.28	2.58	1.16

数据来源: WIND 国联证券研究所

从历史数据来看,肉制品行业的毛利率与猪肉价格周期的步调基本一致。而目前来看,猪肉价格正处于恢复性上涨阶段,从猪肉价格周期来看,此轮上涨周期将持续到明年下半年,因此未来肉制品行业将整体进入毛利率提升的阶段,带动行业业绩的快速增长。我们重点推荐双汇发展,一方面作为行业龙头将直接受益于行业的发展,另一方面集团上游业务的注入也值得期待。

三、重点公司盈利预测与评级

图表 25: 重点公司盈利预测与评级

简称	股价 (2010-9-9)	EPS			PE			评级
		2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E	
泸州老窖	37.23	1.20	1.50	1.85	31.0	24.8	20.1	推荐
山西汾酒	58.82	0.82	1.42	1.85	71.7	41.42	31.8	推荐
古井贡酒	56.85	0.60	1.17	1.76	94.75	48.6	32.3	推荐
伊力特	18.14	0.25	0.33	0.55	72.6	55.0	33.0	推荐
金枫酒业	14.26	0.40	0.41	0.57	35.6	34.8	25.0	推荐
双汇发展	49.48	1.50	1.87	2.27	33.6	26.9	22.2	推荐
皇氏乳业	39.04	0.43	0.68	1.05	90.8	57.4	37.2	推荐
张裕 A	92.66	2.14	2.79	3.42	43.3	33.2	27.1	推荐
安琪酵母	37.12	0.77	1.10	1.43	48.2	33.7	26.0	推荐
保龄宝	27.87	0.49	0.69	1.30	56.9	40.4	21.4	推荐

数据来源: 国联证券研究所

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22 楼

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资 评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 - 10% ~ 10%
行业 投资 评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。