



低配行业 甄选个股

投资要点:

- 从上市公司上半年趋势判断, 行业增长在 2010 年将持续
- 行业三个月内涨幅较大, 经中报调整后的整体市盈率超过 40 倍, 估值已不低
- 甄选个股为主, 维持山西汾酒“买入”、张裕“增持”评级

报告摘要:

- 行业整体 2010 年将保持稳定增长:** 2010 年上半年 54 家上市公司销售收入和净利润分别为 1037.37 亿元和 130.99 亿元, 分别同比增长 19.3% 和 29.67%; 整体毛利为 374.36 亿元, 同比增长 19.5%; 分行业观察, 乳业、肉制品行业整体毛利率走低, 成本影响较大; 制糖业、白酒及红酒行业毛利率继续上升, 显示相关行业品牌公司竞争力仍在加强; 啤酒行业毛利率高位趋稳, 成本影响在今年将保持稳定。
- 从 2010 年 5 月 28 日至今, 行业整体涨幅较快:** 大盘自 5 月 28 日至今几无涨幅, 但食品饮料板块整体市盈率从 34 倍快速超过 40 倍 (已经中报业绩调整计算), 安全边际已降低。我们建议低配行业, 重点甄选个股。
- 重点推荐公司:** 重点推荐山西汾酒 (600809), 我们认为其业绩持续爆发增长的过程才刚刚开始; 对于成长性较好的张裕 A (000868) 我们非常看好其长期投资价值, 但提醒警惕短期估值增长较快, 透支长期业绩。
- 风险提示:** 货币政策收紧引起流动性紧缩、大盘估值重心下移

重点公司	股价	10EPS	11EPS	12EPS	评级	变动
张裕 A	74.53	2.86	3.56	4.30	增持	维持
泸州老窖	28.29	1.44	1.73	2.10	买入	维持
山西汾酒	40.58	1.40	2.11	2.73	买入	维持

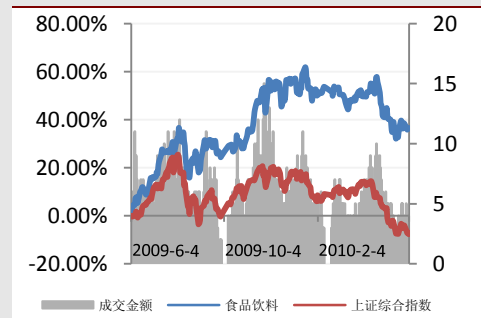
分析师

分析师姓名 苏静然

电话: 010-88085978

Email: sujingran@hysec.com

市场表现



行业数据

股票家数 (家)	54
总市值 (亿元)	6605.56
流通市值 (亿元)	4151.15
重点公司 (家)	24
重点公司占行业市值比重	84%

相关研究

- 燕京啤酒: 高增长如何持续? 2010.3.9
- 重庆啤酒: 主业增长受限, 疫苗促业绩尚需时日 2010.3.12
- 张裕 A: 引领红酒行业涅槃的龙头 2010.4.9
- 山西汾酒: 期待二次变革引发业绩井喷 2010.4.14
- 新希望点评: 依靠金融投资收益贡献净利润 2010.4.28
- 泸州老窖: 估值优势凸现 2010.4.29
- 古越龙山: 与“女儿红”整合进行中, 营业外收入增厚业绩 2010.5.10
- 燕京啤酒: 成本锁定, 今年业绩无虞 2010.5.15
- 深深宝 A: 最坏的时候应已过去 2010.5.25

目录

一、食品饮料行业 2010 年上半年业绩回顾	4
(一) 整体情况回顾：净利增长高于收入，质量提高	4
(二) 白酒子行业：总体增长，中高端领跑	6
(三) 啤酒子行业：成本下降将持续，长期期待整合加强	9
(四) 红酒行业：持续增长，长期看好，短期警惕估值	11
(五) 乳品行业：受益消费升级、关注成本变化	13
(六) 肉制品及速冻制品行业：有望稳定增长，关注成本变化	13
二、食品饮料行业估值水平已不低，建议低配、甄选个股	14
(一) 行业思路：低配行业 重视个股	14
(二) 主要公司	14

插图

市场表现	1
图 1: 上市公司营业收入及营业成本 (亿元)	4
图 2: 上市公司净利润及毛利润 (亿元)	4
图 3: 2010 年上半年各子行业营业收入增速	5
图 4: 2010 年上半年各子行业净利增速	5
图 5: 2003-2010 年城乡居民收入及增长 (元 %)	6
图 6: 2009、2010 年各月白酒产量增长情况 (万千升 左轴, % 右轴)	6
图 7: 各层次酒企销售收入增速比较	7
图 8: 各层次酒企成本增速比较	7
图 9: 各层次酒企毛利率变化比较	8
图 10: 各层次酒企净利增速比较	8
图 11: 2009、2010 年各月啤酒产量增长情况 (万千升, %)	9
图 12: 2008-2010 年各月啤酒大麦进口量及进口单价 (万吨, 千美元/万吨)	10
图 13: 2009 年、2010 年上半年啤酒行业经营情况	10
图 14: 2009 年、2010 年 1 季度啤酒行业经营情况	10
图 15: 2010H1 各主要公司净利增长情况	11
图 16: 2009、2010 年各月红酒产量增长情况 (万千升, %)	11
图 17: 2009 年、2010 年上半年红酒行业经营情况	12
图 18: 2009 年、2010 年上半年红酒行业经营情况	12
图 19: 2010 年红酒行业重点公司经营情况 (%)	13
图 20: 2010 年 6 月 1 日宏源各行业估值水平	14

表格

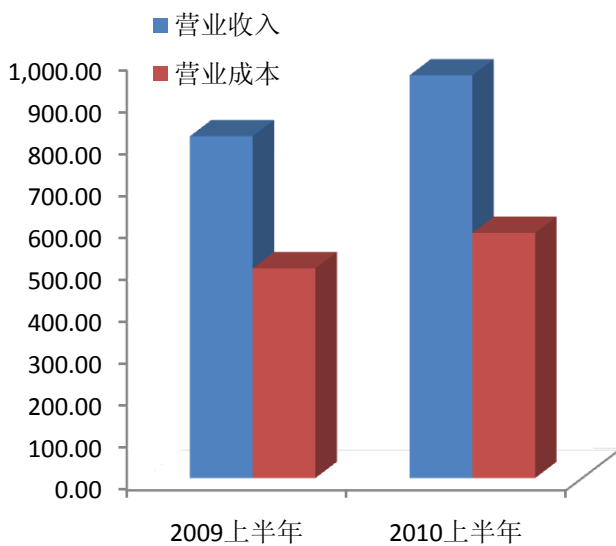
行业数据	1
表 1: 各白酒企业 2009 年和 2010 年 1 季度业绩表现	8
表 2: 各啤酒企业 2009 年和 2010 年上半年业绩表现	11
表 3: 各乳品企业 2009 年和 2010 年上半年业绩表现	13
表 4: 各肉制品及速冻食品企业 2009 年和 2010 年 1 季度业绩表现	14

一、食品饮料行业 2010 年上半年业绩回顾

（一）整体情况回顾：净利增长高于收入，质量提高

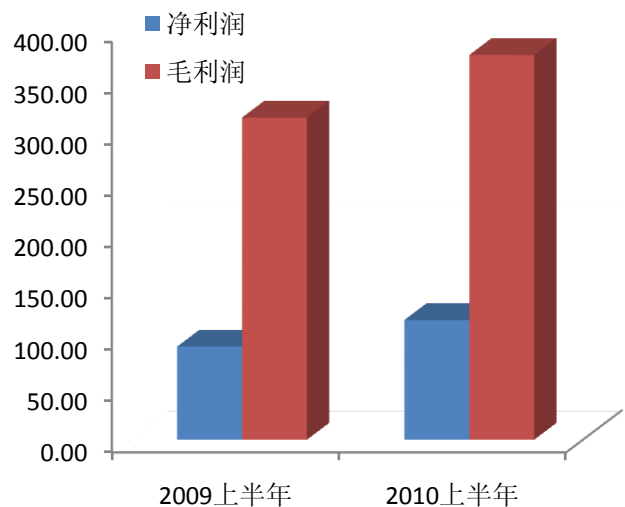
总体概况： 2010 年上半年 54 家上市公司销售收入和净利润分别为 1037.37 亿元和 130.99 亿元，分别同比增长 19.3%和 29.67%；整体毛利为 374.36 亿元，同比增长了 19.5%。从经营绩效看，相比第一季度，出现净利增速高于销售收入增速，显示成本上升因素对上市公司影响逐步内化，通过降低费用、压低成本和提高产品价格，上市公司收益质量整体提高。从毛利率观察，2010 年上半年整体毛利率 38.6%，与去年同期相比略降 0.53 个百分点。乳业、肉制品行业整体毛利率走低，成本影响较大；制糖业、白酒及红酒行业毛利率继续上升，显示相关行业品牌公司竞争力仍在加强；啤酒行业毛利率高位趋稳，成本影响在今年将保持稳定。

图 1：上市公司营业收入及营业成本（亿元）



来源：公司公告 宏源证券

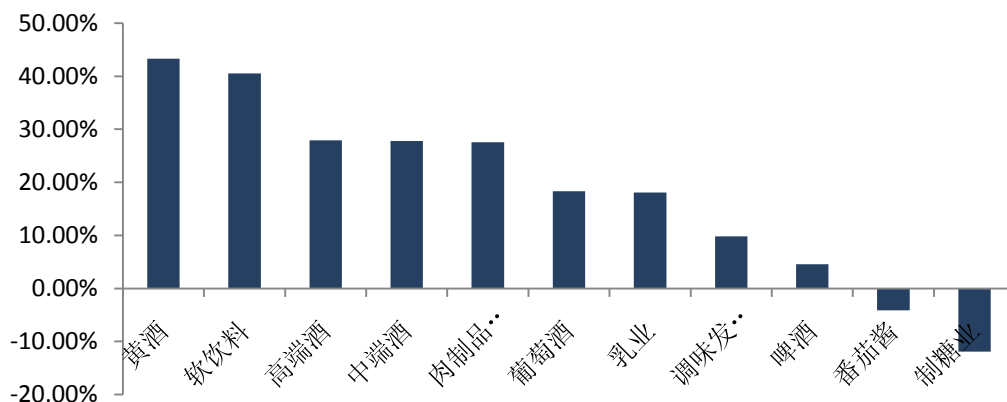
图 2：上市公司净利润及毛利润（亿元）



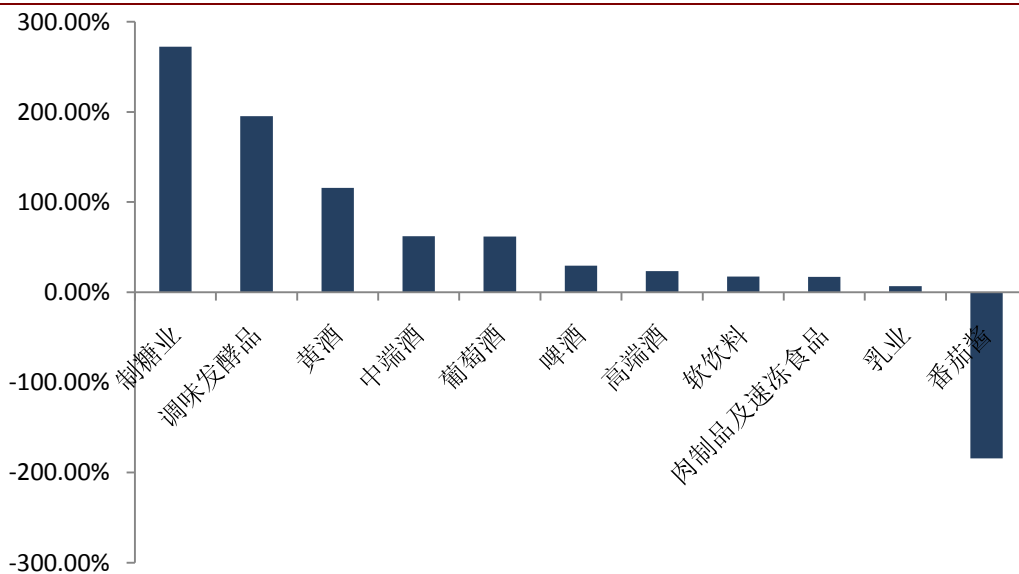
来源：公司公告 宏源证券

从营业收入看，2010 年上半年增长最快的子行业分别是：黄酒（43.33%）、软饮料行业（40.50%）、白酒行业（27.87%）和肉制品及速冻食品行业（27.57%），制糖业营业收入下降 11.89%，番茄酱行业营业收入下降 4.15%；

从净利增长角度观察，增长最快的子行业分别为：制糖行业（272.44%）、调味发酵品行业（195.14%）、黄酒行业（115.7%）和葡萄酒行业（61.91%）。番茄酱行业净利下降幅度为-184.16%。

图 3：2010 年上半年各子行业营业收入增速


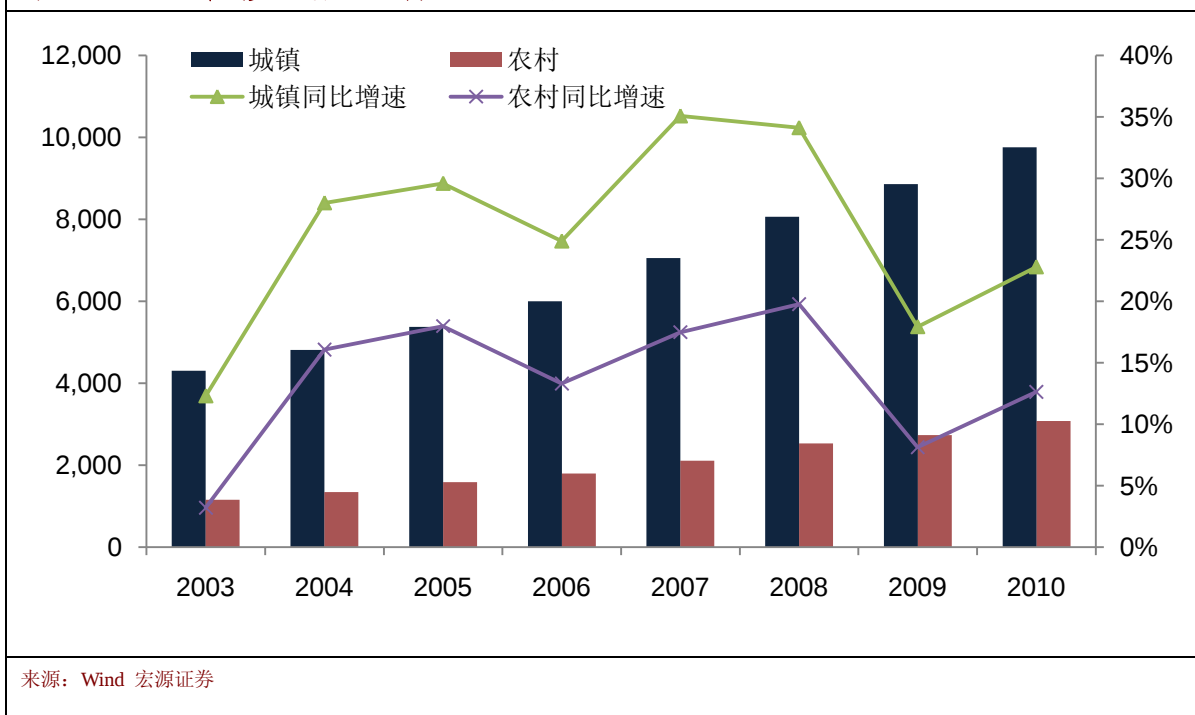
资料来源：宏源证券

图 4：2010 年上半年各子行业净利增速


资料来源：宏源证券

对各行业表现情况小结：在策略报告中，我们曾认为经济增速放缓和通货膨胀上升将是大概率事件。从上半年增长情况观察，具有抗通胀、成本依赖较小的行业如红酒和白酒行业，仍然录得不错的增长（其中中高端白酒行业仍旧保持超过超高端白酒企业的增长速度）。大众消费品行业如啤酒、乳制品等行业受成本因素影响，表现次之。但由于经济持续增长引致的消费升级，尤其是收入结构调整，中低收入人群经济能力提升，我们认为仍将有相当的发展空间。

图 5: 2003-2010 年城乡居民收入及增长 (元 %))



行业投资策略观点:

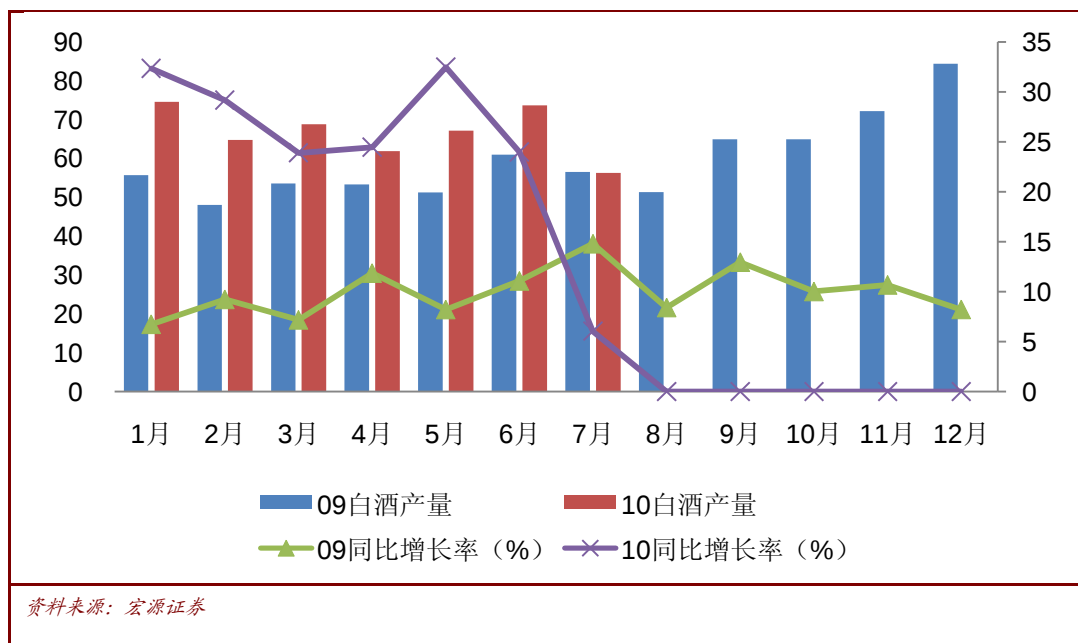
(1) 原材料对公司的影响逐渐内化, 公司通过降低成本、控制费用或者提高产品价格来提高净利润。另一方面, 整个食品饮料行业的 PE 超过 40 倍, 估值已经不低, 暂时建议低配行业, 甄选个股, 保持对行业的谨慎乐观态度。

(2) 对于下半年的投资策略, 我们认为一是业绩恢复弹性最大的黄酒行业有可能增长超越大家预期; 二是代表高端消费品的白酒、红酒子行业, 收益增长明确, 但大部分估值也较高, 我们建议用 PEG 指标甄选个股。对于受益收入增长和结构改善的大众消费类子行业, 我们持续关注成本变化。

(二) 白酒子行业: 总体增长, 中高端领跑

2010 年白酒行业继续保持稳定增长: 1-6 月行业规模以上白酒企业总产量达到 412.54 万吨, 同比增长 20%。其中 6 月份产量 60.97 万吨, 同比增长 28.48%。上半年增速最快的省份分别是四川、江苏, 分别达到 49.1%和 58.9%。

图 6: 2009、2010 年各月白酒产量增长情况 (万千升 左轴, % 右轴)



2009 年全年和 2010 年上半年行业营业收入分别增长 25.39%和 31.88%，而营业成本仅增长 13.15%和 19.32%。毛利率相比同期分别提升 3.2 和 3.24 个百分点，显示经营质量向好。从公司结构分析，全行业收入增长幅度为 31.88%，净利增长幅度为 31.58%，其中以泸州老窖、五粮液、贵州茅台和水井坊为代表的高端白酒收入增长 27.89%，净利增长 23.58%，中高端白酒收入增长 40.06%，净利增长为 73.54%。

分公司情况观察，2010 年上半年销售收入增长最快的公司有洋河股份 (93.24%)、水井坊 (56.67%)、皇台酒业 (49.63%) 和山西汾酒 (46.96%)；净利增长最快的公司有：酒鬼酒 (247.5%)、古井贡 (202.04%)、金种子酒 (177.2%) 和洋河股份 (81.62%)。

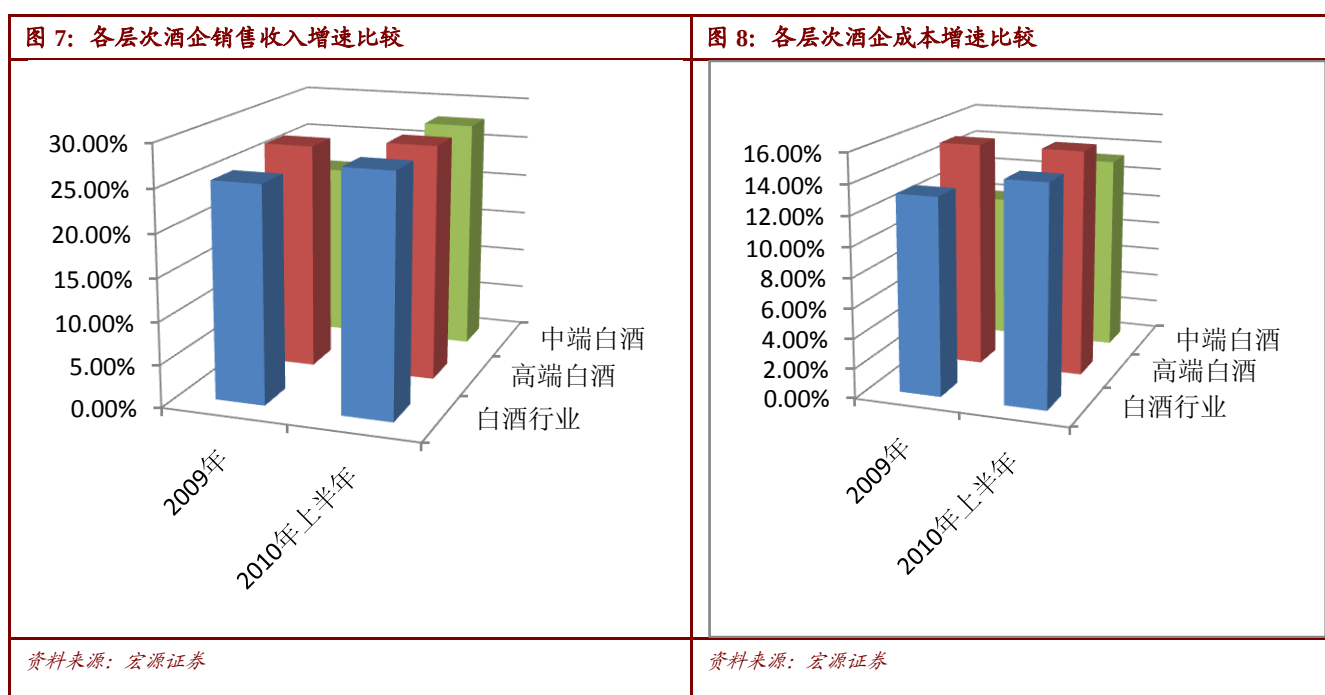
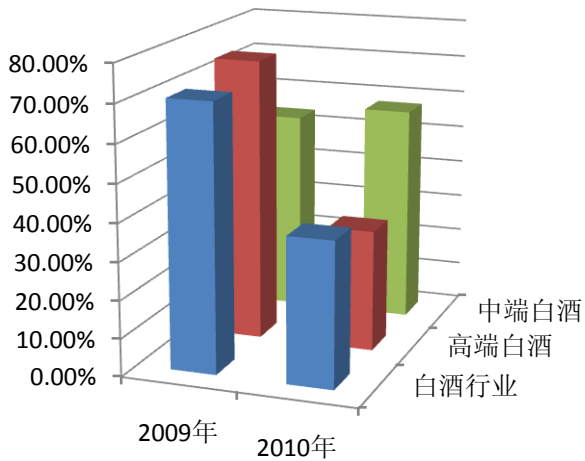
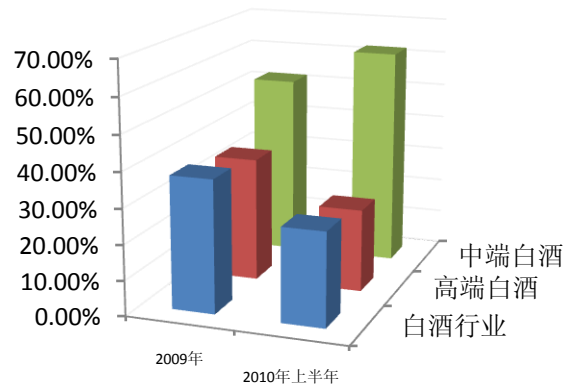


图 9: 各层次酒企毛利率变化比较



资料来源: 宏源证券

图 10: 各层次酒企净利增速比较



资料来源: 宏源证券

表 1: 各白酒企业 2009 年和 2010 年 1 季度业绩表现

股票简称	09 毛利率	10H1 毛利率	09 收入增速	10H1 收入增速	09 成本增速	10H1 成本增速	09 净利增速	10H1 净利增速
泸州老窖	62.95%	70.14%	15.06%	11.23%	13.08%	-6.37%	33.50%	25.50%
古井贡酒	51.32%	71.77%	-2.72%	21.42%	-38.04%	-29.58%	306.25%	202.04%
酒鬼酒	78.01%	74.49%	11.76%	30.36%	-1.30%	79.71%	41.63%	247.50%
五粮液	67.45%	67.39%	40.29%	41.86%	6.70%	21.75%	89.47%	44.65%
皇台酒业	12.65%	53.00%	-7.40%	49.63%	-13.41%	-14.94%	-110.87%	-37.10%
伊力特	38.03%	48.27%	19.15%	13.41%	12.15%	6.45%	-13.55%	8.98%
金种子酒	41.25%	43.06%	58.02%	37.36%	47.12%	25.80%	194.27%	177.20%
贵州茅台	89.99%	91.36%	17.33%	18.77%	18.88%	7.07%	13.80%	11.80%
沱牌曲酒	49.78%	37.58%	-16.94%	25.78%	-11.03%	60.32%	29.66%	54.82%
水井坊	83.84%	69.75%	41.95%	56.67%	136.45%	86.58%	0.84%	11.15%
老白干酒	34.38%	42.52%	55.38%	0.42%	65.15%	-0.29%	14.68%	3.07%
山西汾酒	76.32%	75.78%	35.27%	46.96%	44.48%	34.23%	45.55%	33.82%
洋河股份	53.66%	57.72%	49.21%	93.24%	30.06%	86.30%	68.71%	81.62%

资料来源: 宏源证券

关键结论: (1) 白酒行业将持续受益于收入增长和消费升级; 其中中高端酒收入和利润增速将保持持续高于超高端白酒的趋势。高端白酒主要依靠提高价格、销量稳定增长贡献利润; 中高端白酒产品结构提升和销售渠道的细化使其业绩持续保持高速增长; 这一增长过程将持续到其主要强势地区基本覆盖完毕为止。

(2) 从个股估值水平和各公司增长状况, 我们认为持续高业绩的同时, 资本市场对公司未来增长也寄予了较高的期望, 目前估值水平都不再具备充分的安全边际。相

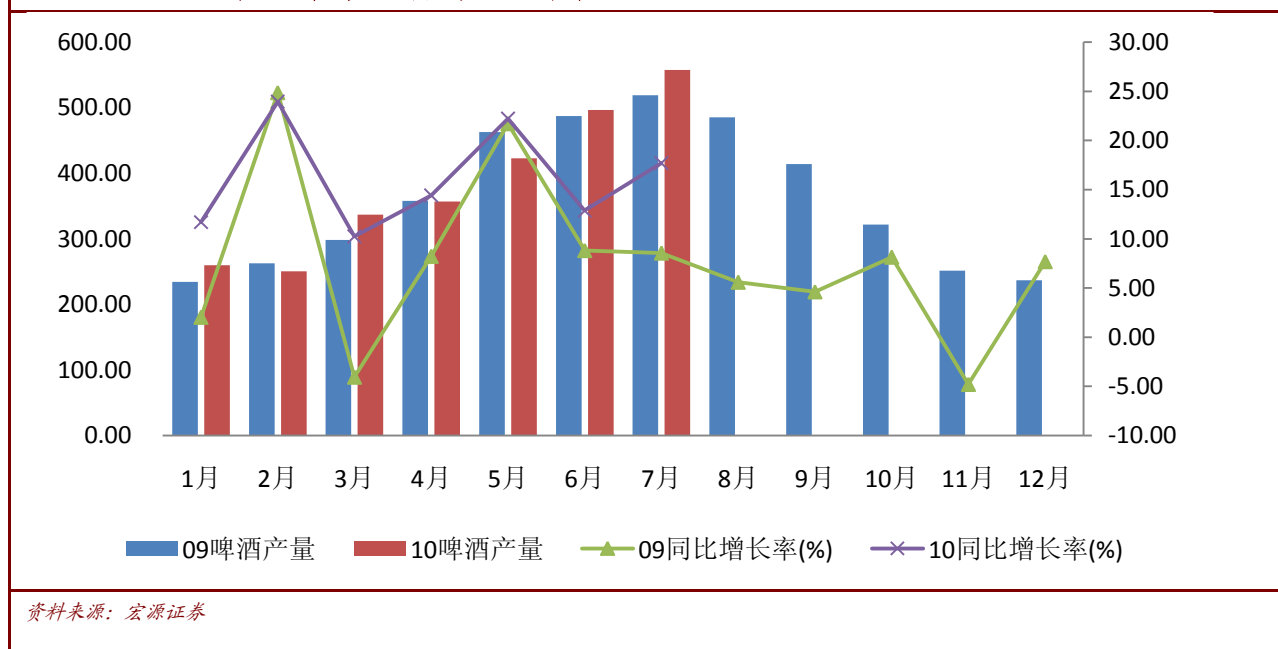
对而言，我们推荐山西汾酒（600809）。

（三）啤酒子行业：成本下降将持续，长期期待整合加强

由于全国今年入夏较晚，加上南方地区受极端恶劣天气影响，2010 年前 5 月行业总产量达到 1615.55 万千升，同比增长 4.79%；6 月之后全国陆续入夏，尤其世界杯的举行，对啤酒销量起到较大推动作用。1-7 月，全国啤酒销量为 2685 万千升，同比增长 6%。其中 7 月单月产量为 557.43 万千升，同比增速高达 9.14%。

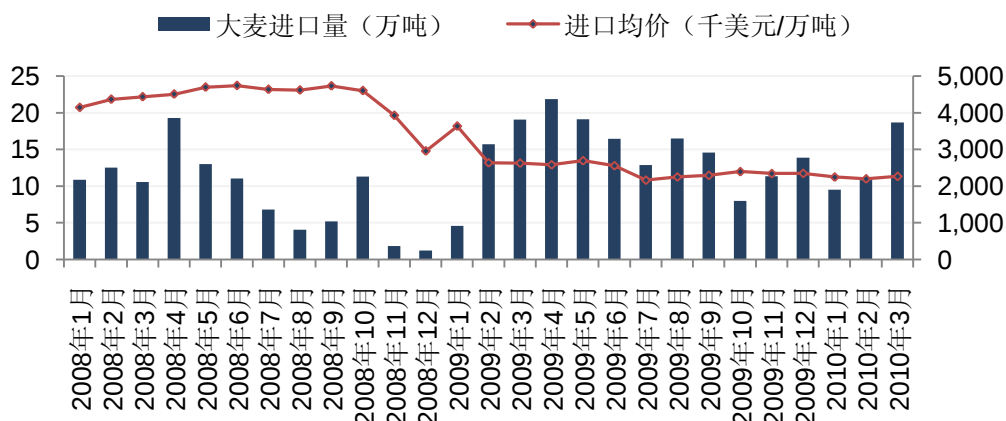
结论：啤酒行业受天气影响较大，上半年销量放缓，5 月份甚至仅增长 0.51%；下半年天气急速回升，加之世界杯的推动，增速加快。预计全行业全年产量增速位于 5-8% 区间的概率较大。

图 11：2009、2010 年各月啤酒产量增长情况（万千升，%）



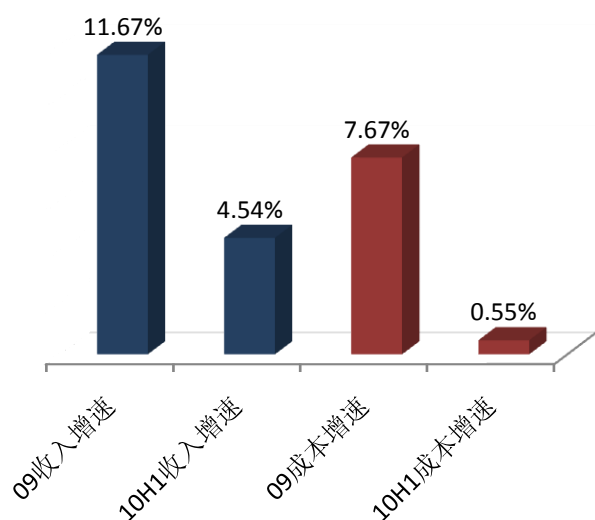
截止 2010 年 5 月啤麦价格仍未超过 250 美元/吨。通过与相关上市公司交流，8-9 月进口啤麦价格约为 290-300 美元/吨。国内啤麦价格约为 1700 元/吨。从今年全世界啤麦生产情况看，澳麦产量保持稳定，略有增长。加麦产量略有下降，整体看，啤麦供给较为充分。今年啤麦价格大幅上涨可能性不大。预计 2010 年毛利率与上期持平。

图 12: 2008-2010 年各月啤酒大麦进口量及进口单价 (万吨, 千美元/万吨)



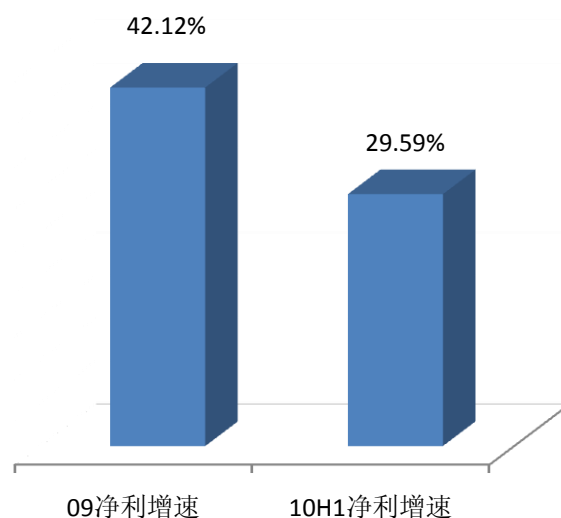
资料来源: 宏源证券

图 13: 2009 年、2010 年上半年啤酒行业经营情况



资料来源: 万得咨询 宏源证券

图 14: 2009 年、2010 年 1 季度啤酒行业经营情况

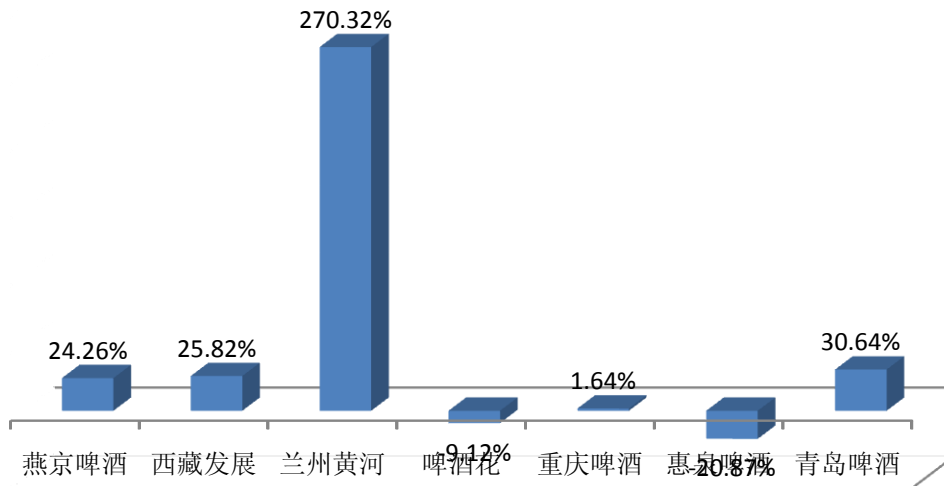


资料来源: 万得咨询 宏源证券

从公司结构分析, 除兰州黄河业绩增长较快, 龙头企业青岛啤酒和燕京啤酒表现继续优于其它中小啤酒公司。在策略报告中我们曾分析过啤酒行业寡头时代已经到来, 龙头企业在全国布局设厂将对地方品牌企业形成越来越大的压力。我们预计这种趋势在未来若干年还将持续下去。

拉长时间因素分析, 我们认为啤酒行业整合仍在持续过程之中。2009 年和 2010 年业绩增长受外部成本影响因素和内部竞争环境相对改善因素两方面同时作用。未来行业内公司业绩增长主要还是应该依赖于行业竞争格局改进、大型企业整合效应出现。我们相对看好龙头公司燕京啤酒 (000729) 和青岛啤酒 (600600)。

图 15: 2010H1 各主要公司净利增长情况



资料来源: 公司公告 宏源证券

表 2: 各啤酒企业 2009 年和 2010 年上半年业绩表现

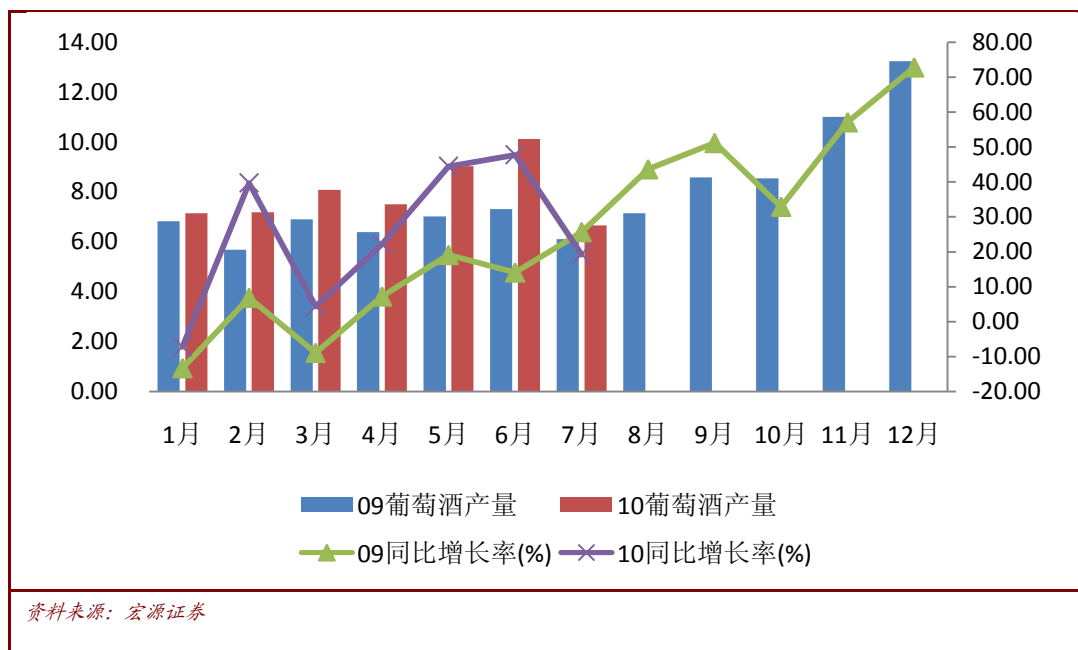
股票简称	09 年 1 季度 毛利率	10 年 H1 毛利率	09 收入 增速	10H1 收入 增速	09 成本 增速	10H1 成本 增速	09 净利 增速	10H1 净利 增速
燕京啤酒	35.09%	42.08%	15.08%	2.88%	9.41%	-2.57%	39.10%	24.26%
西藏发展	31.75%	38.06%	28.91%	12.85%	25.80%	6.51%	26.90%	25.82%
兰州黄河	32.44%	38.70%	-15.60%	-18.37%	-16.28%	-24.71%	11.22%	270.32%
啤酒花	45.04%	43.78%	8.95%	1.22%	28.40%	1.15%	-70.64%	-9.12%
重庆啤酒	44.46%	45.25%	6.56%	-2.20%	0.46%	0.34%	14.45%	1.64%
惠泉啤酒	29.25%	33.64%	6.42%	-19.89%	4.98%	-21.55%	12.39%	-20.87%
青岛啤酒	39.83%	44.24%	12.50%	9.04%	8.16%	5.41%	77.05%	30.64%

资料来源: 万得资讯 宏源证券

(四) 红酒行业: 持续增长, 长期看好, 短期警惕估值

2010 年上半年增速为 18.31%和 61.91%。(由于 ST 中葡业绩起伏较大, 因此这一数据暂未计算在内。若算上中葡, 2010 年上半年数据分别为 23.14%和 29.03%)

图 16: 2009、2010 年各月红酒酒产量增长情况 (万千升, %)



我们维持红酒行业在我国仍属于朝阳行业，发展空间巨大的判断。经过 2008-2009 金融危机洗礼，上市公司业绩重新走上稳定增长道路。同时重点公司张裕在我们 3 月份推荐之后已经有了 51% 的涨幅。我们非常看好张裕公司的长期投资价值，但认为目前估值参考应该给予的溢价水平已经合理，短期内将评级由“买入”调整为“增持”。

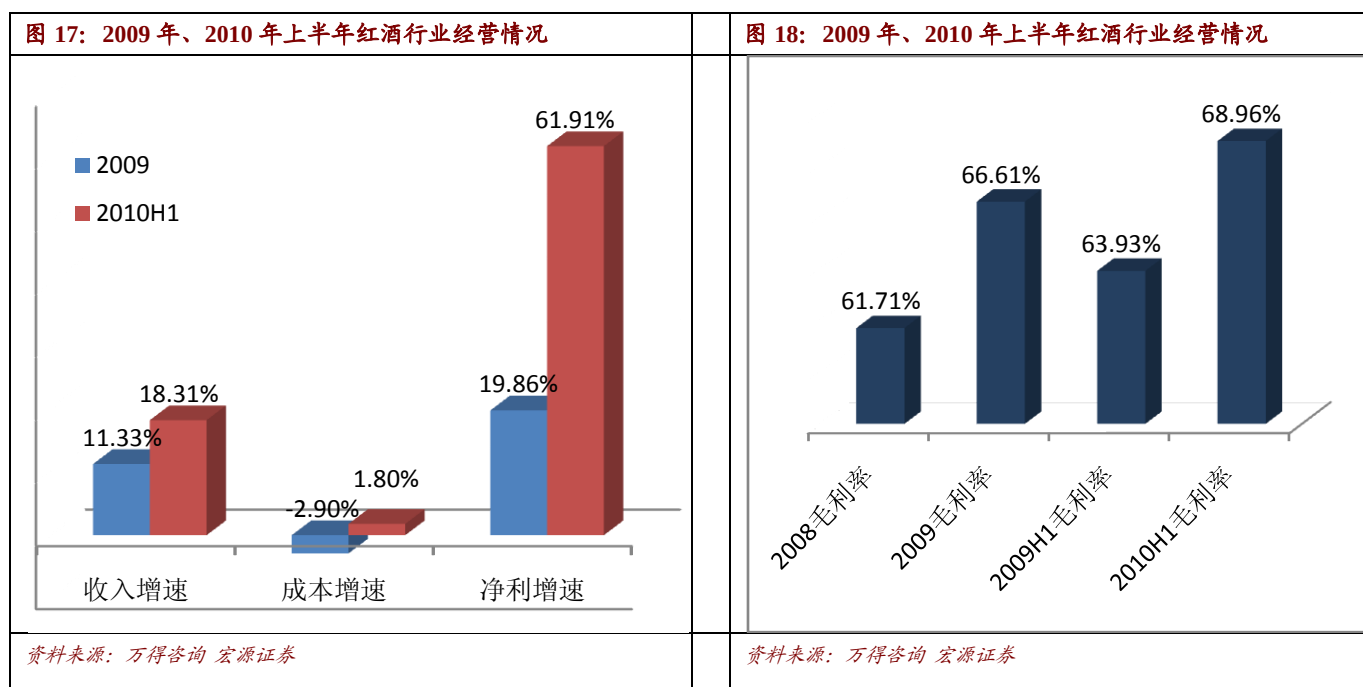
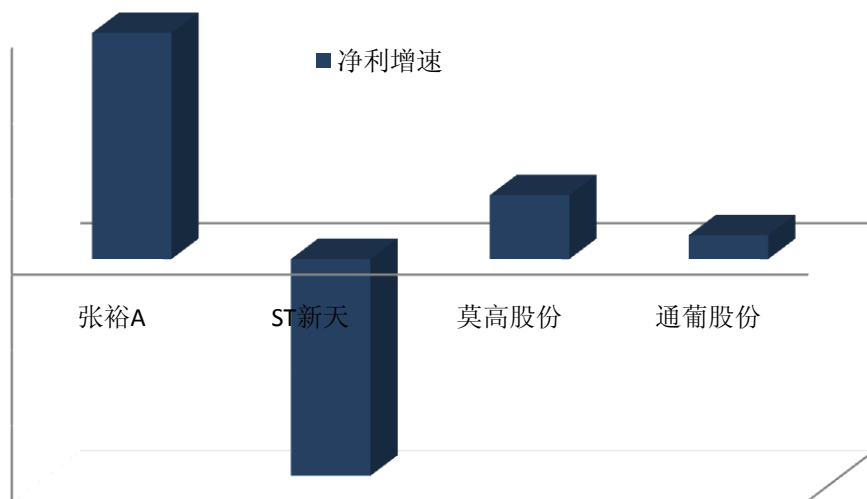


图 19: 2010 年红酒行业重点公司经营情况 (%)



资料来源: 宏源证券

(五) 乳品行业: 受益消费升级、关注成本变化

2010 年, 乳品行业的全行业销售收入为 205.47 亿, 同比增长 18.16%; 净利润为 3.98 亿, 同比增长率为 9.04%, 其中伊利股份的销售收入和净利润分别为 147.5 亿和 3.55 亿, 同比增长率分别为 20.31%和 30.28%。

表 3: 各乳品企业 2009 年和 2010 年上半年业绩表现

股票简称	09 年毛利率	10 年 H1 毛利率	09 收入增速	10H1 收入增速	09 成本增速	10H1 成本增速	09 净利增速	10H1 净利增速
三元股份	26.90%	16.70%	68.33%	13.57%	65.11%	28.78%	-473.19%	-272.72%
光明乳业	37.26%	35.49%	7.94%	12.35%	0.08%	16.55%	-148.01%	56.50%
伊利股份	35.04%	31.76%	12.30%	20.31%	-0.45%	27.19%	-138.31%	30.28%
皇宝乳业	41.45%	39.17%	18.68%	26.69%	18.28%	33.63%	24.23%	45.25%

资料来源: 万得资讯 宏源证券

(六) 肉制品及速冻制品行业: 有望稳定增长, 关注成本变化

2010 年, 肉制品行业的全行业销售收入为 226.9 亿, 同比增长 24.88%; 净利润为 10.18 亿, 同比增长率为 12.2%。其中双汇发展的销售收入和净利润分别为 165.8 亿和 5.68 亿, 同比增长率分别为 27.82%和 24.37%; 三全食品的销售收入和净利润分别为 9.99 亿和 5703.5 万, 同比增长率分别为 25.02%和 18.69%。

表 4: 各肉制品及速冻食品企业 2009 年和 2010 年 1 季度业绩表现

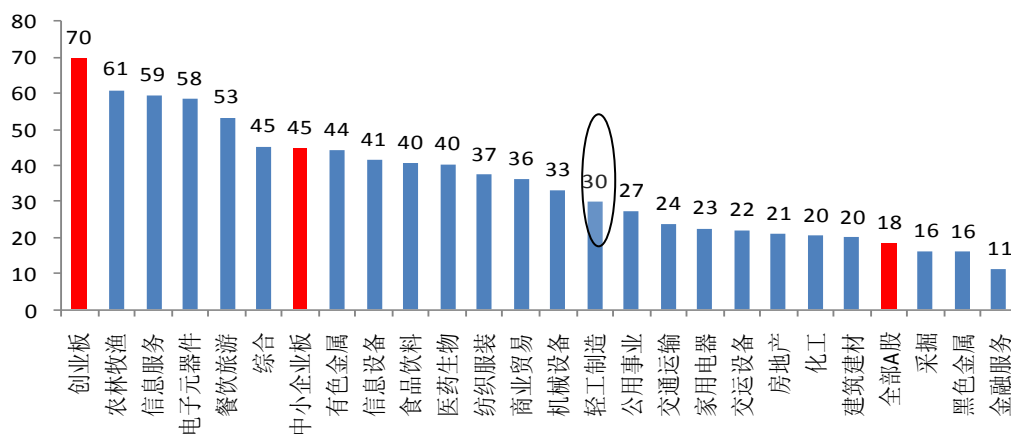
股票简称	09 年毛利 率	10 年 H1 毛 利率	09 收入 增速	10H1 收入 增速	09 成本 增速	10H1 成本 增速	09 净利 增速	10H1 净利 增速
双汇发展	11.93%	9.46%	9.00%	27.82%	8.26%	30.08%	35.23%	24.37%
三全食品	36.94%	36.46%	4.47%	25.02%	8.45%	26.00%	13.58%	18.69%
高金食品	9.02%	4.92%	-19.61%	25.93%	-20.24%	30.15%	-31.42%	-506.06%
新希望	9.58%	8.31%	-6.41%	12.91%	-8.32%	16.05%	83.78%	12.21%
得利斯	17.43%	15.29%	-7.98%	21.67%	-7.96%	31.80%	-5.97%	-29.99%

资料来源: 万得资讯 宏源证券

二、食品饮料行业估值水平已不低，建议低配、甄选个股

(一) 行业思路: 低配行业 重视个股

截至 2010 年 5 月 28 日，上证指数收于 2656.35 点，相比 6 月初而言，整体指数几乎没有上涨（2010 年 5 月 28 日，上证指数收于 2655 点），但整个食品饮料行业板块市盈率已从约 34 倍上升到超过 40 倍（按照中报进行调整，并剔除负值受益）。相对行业历史估值水平已逐渐偏高。我们认为，食品饮料行业从长期看依然能保持收入和利润稳定持续增长的态势，但相对短期估值水平，大量公司已不再具有足够的安全边际，建议低配行业板块，重视甄选个股。

图 20: 2010 年 9 月 10 日宏源各行业估值水平


资料来源: 宏源证券

(二) 主要公司

张裕 A (000868): 增持

从收入增长、费用率及利润率指标观察，公司保持高质量增长。8 月 7 日，公司公布

2010 年中报业绩: 营业收入 24.8 亿元, 同比增长 26%; 营业利润 7.74 亿元, 同比增长 29.7%; 净利润 5.85 亿元, 同比增长 26.8%; 其中以北京爱斐堡和解百纳增速分别达到 200% 和 30%, 有效拉高公司吨酒价格和毛利率。从二季度数据观察, 同比和环比均出现加速增长趋势。公司增长速度稳定、质量较高。

在着重发展中高端产品基础上, 公司向各酒种全方位发展的战略努力。在此思路下, 公司在重点建设酒庄、扩大酒庄酒产能同时, 着手实施“细分市场, 分类营销”战略。在高端酒增长的同时白兰地、香槟酒和保健酒也保持了较快增长; 我们认同公司此种思路, 但预测未来若干年费用也将有较大提高。综合各方面考虑, 我们认为未来 5 年公司净利润仍能维持 25% 以上增速。

风险与投资建议: 维持预计公司 2010 年、2011 年每股收益 2.86 元、3.5 元。我们看好其作为红酒行业龙头企业长期投资价值。但前期公司股价已有较大涨幅, 相对今年业绩估值已经位于合理区间, 短期内调整评级至“增持”, 长期维持“买入”评级。

山西汾酒 (600809): 买入

改制和增长之路刚刚开始: 未来 3-5 年内二线白酒业绩保持快速增长应是大概率事件。公司属于传统老八大名酒系列, 品牌影响力强、消费基础好。我们认可新上任的管理层在公司治理改革上的努力, 认为山西汾酒体制和爆发过程才刚刚开始, 未来 2-3 年时间内将是其业绩持续爆发增长的时期, 我们看好其未来在省内市场的精耕细作和省外市场的重点开拓。

维持预计公司 2010 年、2011 年和 2012 年每股收益达到 1.4 元、2.11 元和 2.73 元, 给予公司“买入”评级。

分析师简介:

苏静然: 宏源证券研究所食品饮料行业研究员, 中国人民银行研究生部金融学硕士, 2008 年 12 月加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司: 五粮液、泸州老窖、山西汾酒、水井坊、酒鬼酒、张裕 A、燕京啤酒、青岛啤酒、古越龙山、三全食品、安琪酵母等

宏源证券机构销售团队

华北区域	华东区域	华南区域
孙利群 010-88085958 sunliqun@hysec.com	曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
牟晓凤 010-88085275 muxiaofeng@hysec.com	刘爽 010-88085798 liushuang@hysec.com	

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5%~+20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 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、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。