

饮料制造

 从消费税的视角出发，再议啤酒行业盈利能力的提升
 -基于吨酒收入持续提升的背景

评级：增持（维持）

分析师：范劲松

执业证书编号：S0740517030001

电话：021-20315138

Email: fanjs@r.qizq.com.cn

研究助理：熊欣慰

Email: xiongxw@r.qizq.com.cn

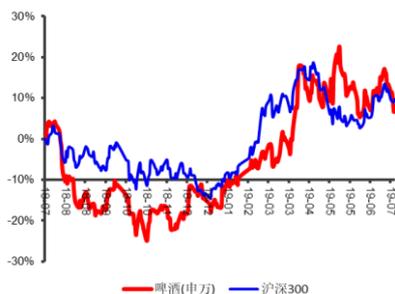
分析师：龚小乐

执业证书编号：S0740518070005

Email: gongxl@r.qizq.com.cn

基本状况

上市公司数	7
行业总市值(百万元)	120,867
行业流通市值(百万元)	82,725

行业-市场走势对比

相关报告

- 《结构升级叠加产能优化，啤酒龙头演绎戴维斯双击》2019.05.28
- 《青岛啤酒：降本增效红利渐显，结构升级推动业绩释放》2019.04.03
- 《2019年啤酒板块有望进入业绩快速释放期-复盘2009年啤酒业绩高速增长之谜》2019.01.29
- 《提价滞后效应&成本要素驱动板块业绩加速释放》2018.12.12
- 《周期底部，业绩有望加速释放》2018.12.06

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E		
青岛啤酒	46.9	1.05	1.37	1.76	2.11	45	34	27	22	0.94	买入
重庆啤酒	42.9	0.83	1.05	1.23	1.44	52	41	35	30	2.04	买入
华润啤酒	31.4	0.30	0.45	0.84	1.17	105	70	38	27	0.44	买入

投资要点

- **核心观点：2018年12月以来我们持续发布多篇报告推荐啤酒板块，强调行业竞争格局从价格战转向结构升级，应积极关注ASP提升。同时行业内企业积极优化产能、降本增效，此外期待格局优化费用率进入下行周期。目前上述逻辑持续验证，2019年啤酒行业业绩进入快速释放期。本文从消费税的视角出发，论证了在吨酒收入持续提升的背景下，除了提价直接带来的净利率提升外，啤酒消费税税率的下降将间接推升公司净利率。**
- **啤酒消费税分两档从量征收，涨价背景下税率有望下降。**啤酒企业的消费税根据出厂价格（含包装物及包装物押金）从量征收。出厂价3000元/吨（含3000元，不含增值税）以上的，每吨征收250元消费税；出厂价格在3000元（不含3000元，不含增值税）以下的，每吨征收220元消费税。在不跨越3000元的分档线时，啤酒出厂价格上升将使消费税税率持续下行。当价格上升刚过3000元/吨时，企业通常会采取合理的方式避免提价红利小于消费税增加的情况。长期看随着啤酒行业价格持续提升，啤酒的消费税税率呈下降趋势。
- **产品结构升级将带动消费税税率下降。**青岛啤酒主品牌出厂价格为4122元/吨，按全部主品牌消费税为250元/吨估算，消费税税率为6.1%；其他品牌均价为2455元/吨，按消费税为220元/吨估算，消费税税率为9.0%。重庆啤酒高中低档酒出厂价格分别为5391、3576、2429元/吨，假设各档消费税为250、250、220元/吨，则消费税税率分别为4.6%、7.0%、9.1%。因此，产品结构升级通常会带来消费税税率的下降。横向对比上市公司，出厂价格重庆啤酒>青岛啤酒>珠江啤酒>燕京啤酒，有更高出厂价格的公司消费税税率通常更低。
- **提价期间啤酒企业消费税/啤酒收入下降明显。**2008年行业集体提价，青岛啤酒、重庆啤酒、燕京啤酒的消费税/啤酒收入明显下降。青岛啤酒经历价格战，2018年受益新一轮提价，消费税/啤酒收入再次下降。重庆啤酒受益2012年行业提价和2015年产品结构大幅升级，消费税/啤酒收入加速下降。燕京啤酒和珠江啤酒在2011-2012年和2018年两轮提价周期中，消费税/啤酒收入也明显下降。短期看，2018年行业新一轮的提价带动消费税/啤酒收入加速下降；长期看，行业结构升级拐点已现，吨酒收入将持续提升，使消费税/啤酒收入持续下降。
- **各公司ASP增幅与消费税/啤酒收入的关系：**假设所有产品价格变动时均不会越过分档线，即公司缴纳的消费税总额不变。当所有产品价格上升5%时，青岛啤酒、重庆啤酒、燕京啤酒、珠江啤酒的消费税/啤酒收入理论上将分别下降0.3、0.3、0.4、0.4个pct。啤酒企业吨酒收入上

升时，除了直接带来的净利率提升，通过消费税/啤酒收入的下降会间接推动净利率进一步上升。以青岛啤酒 2018 年 5.87% 的销售净利率为例，假设吨酒收入提升 5% 时，消费税/啤酒收入的下降会间接增厚净利润 5.4%，净利润增长中枢有望上移 5% 左右。

- **投资建议：**啤酒行业人均销量变化不大，而消费升级、吨价提升将是未来啤酒行业发展需求端的核心驱动力，格局优的标的有望持续受益。在吨酒收入提升背景下，除了提价直接对净利率的提升，消费税税率的下降将进一步提振上市公司净利率。从议价力的角度，我们认为具备较高市场份额的公司（包括局部地区）具备较强的提价权，同时品牌力更强的企业在结构升级中也具备优势，建议关注华润啤酒、青岛啤酒、嘉士伯（重庆啤酒）等。
- **风险提示：**因不可抗力要素带来销量的下滑；市场竞争恶化带来超预期促销活动

内容目录

啤酒消费税分两档从量征收，涨价背景下税率有望下降.....	- 4 -
产品结构升级将带动消费税税率下降.....	- 5 -
提价期间啤酒企业消费税/啤酒收入下降明显.....	- 7 -
各公司 ASP 增幅与消费税/啤酒收入的关系.....	- 9 -
投资建议.....	- 10 -
风险提示.....	- 10 -

图表目录

图表 1: 关于我国啤酒消费税的规定.....	- 4 -
图表 2: 啤酒消费税与白酒消费税对比.....	- 4 -
图表 3: 啤酒出厂价格(元/吨, 横轴)与消费税税率的关系.....	- 5 -
图表 4: 啤酒上市公司的消费税分档概况.....	- 6 -
图表 5: 青岛啤酒主副品牌出厂价格和消费税税率.....	- 6 -
图表 6: 青岛啤酒主副品牌产量.....	- 6 -
图表 7: 重庆啤酒消费税税率高端<中档<低档.....	- 7 -
图表 8: 重庆啤酒各档次产量.....	- 7 -
图表 9: 出厂价格更高的公司消费税税率更低.....	- 7 -
图表 10: 青岛啤酒吨酒收入与消费税/收入关系.....	- 8 -
图表 11: 重庆啤酒吨酒收入与消费税/收入关系.....	- 8 -
图表 12: 燕京啤酒吨酒收入与消费税/收入关系.....	- 8 -
图表 13: 珠江啤酒吨酒收入与消费税/收入关系.....	- 8 -
图表 14: ASP 增幅与消费税/啤酒收入的关系.....	- 9 -

啤酒消费税分两档从量征收，涨价背景下税率有望下降

- 啤酒消费税分两档从量征收。**我国啤酒企业的消费税根据出厂价格（含包装物及包装物押金）从量征收。其中出厂价 3000 元/吨（含 3000 元，不含增值税）以上的，每吨征收 250 元消费税；出厂价格在 3000 元（不含 3000 元，不含增值税）以下的，每吨征收 220 元消费税。税务局还明确了，不得以向关联企业的啤酒销售公司销售的价格作为确定消费税税额的标准，而应当以关联企业的啤酒销售公司对外的销售价格（含包装物及包装物押金）作为确定消费税税额的标准。

图表 1：关于我国啤酒消费税的规定

时间	相关规定及批复
1995 年 6 月	对酒类生产企业销售酒类产品而收取的包装物押金，无论押金是否返还与会计上如何核算，均需并入酒类产品销售额中，依酒类产品的适用税率征收消费税。
2001 年 5 月	每吨啤酒出厂价格（含包装物及包装物押金）在 3000 元（含 3000 元，不含增值税）以上的，单位税额 250 元/吨；每吨啤酒出厂价格在 3000 元（不含 3000 元，不含增值税）以下的，单位税额 220 元/吨。娱乐业、饮食业自制啤酒，单位税额 250 元/吨。
2002 年 2 月	对啤酒生产企业销售的啤酒，不得以向其关联企业的啤酒销售公司销售的价格作为确定消费税税额的标准，而应当以其关联企业的啤酒销售公司对外的销售价格（含包装物及包装物押金）作为确定消费税税额的标准，并依此确定该啤酒消费税单位税额。
2003 年 4 月	啤酒生产集团内部企业间调拨销售的啤酒液，应由啤酒液生产企业按现行规定申报缴纳消费税。 购入方企业应依据取得的销售方销售啤酒液所开具的增值税专用发票上记载的销售数量、销售额、销售单价确认销售方啤酒液适用的消费税单位税额，单独建立外购啤酒液购入使用台账，计算外购啤酒液已纳消费税额。 购入方使用啤酒液连续灌装生产并对外销售的啤酒，应依据其销售价格确定适用单位税额计算缴纳消费税，但其外购啤酒液已纳的消费税额，可以从其当期应纳消费税额中抵减。
2006 年 1 月	啤酒消费税单位税额按照出厂价格（含包装物及包装物押金）划分档次，上述包装物押金不包括供重复使用的塑料周转箱的押金。

来源：中泰证券研究所，国家税务总局

图表 2：啤酒消费税与白酒消费税对比

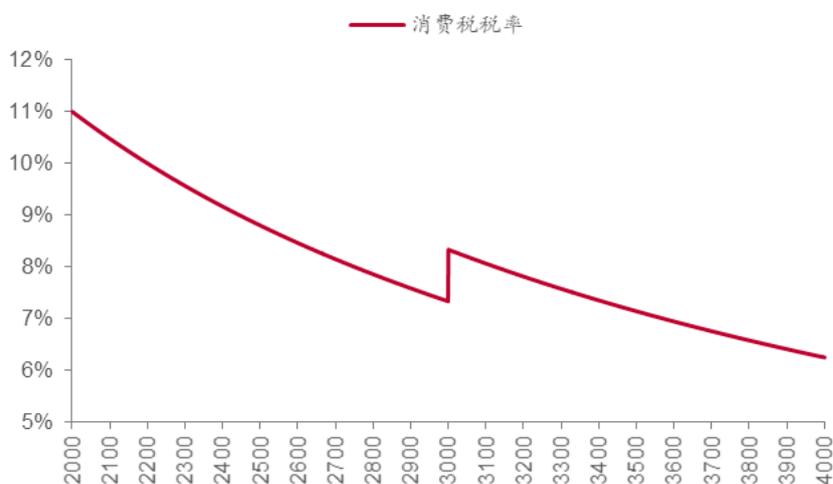
酒种	从价部分	从量部分
啤酒	按出厂价格 3000 元（不含增值税）分两档	出厂价格 3000 元（含 3000 元）以上的，单位税额 250 元/吨；出厂价格在 3000 元（不含 3000 元）以下的，单位税额 220 元/吨
白酒	20%的从价税率征收	0.5 元/斤从量征收

来源：国家税务总局、中泰证券研究所

- 在不跨越 3000 元的分档线时，啤酒出厂价格上升将使消费税税率持续下行；啤酒企业通常会合理避税，避免涨价红利小于消费税增加值（图 3 中跳点）的情况出现。**白酒的消费税按 20%的从价税率和 0.5 元/斤的从量税征收。对比白酒，啤酒分出厂价格 3000 元以下和 3000 元以上（含）两个档从量征收，因此在两个区间内随着价格的不断提升，啤酒消费税税率将下降。我们测算，当啤酒出厂价格从 2000 元/吨提升到无限接近于 3000 元/吨时，消费税税率将从 11.0%下降至 7.3%；当啤酒出厂价格

从 3000 元/吨提升到 4000 元/吨时，消费税税率将从 8.3% 下降至 6.3%。唯一的消费税及消费税税率上升出现在价格上升刚过 3000 元/吨时，但企业通常会采取合理的方式避免提价带来的红利小于消费税增加的情形。从利润额的角度看，价格跨越 3000 元/吨时消费税将增加 30 元/吨，则企业提价至少提至 3030 元/吨，基于企业盈利的目的，3000-3030 元/吨的出厂价格理论上不会出现；从利润率的角度看，价格跨越 3000 元/吨时消费税税率从 7.3% 上升至 8.3%，则价格至少提到 3409 元/吨才能保证消费税税率不超过 7.3%。企业主要以利润额为经营指标，但长期看随着啤酒行业价格持续提升（包含直接提价和间接的结构升级），啤酒的消费税税率呈下降趋势。

图表 3：啤酒出厂价格（元/吨，横轴）与消费税税率的关系



来源：国家税务总局、中泰证券研究所

产品结构升级将带动消费税税率下降

- 啤酒的消费税在生产环节而不是销售环节征收，而上市公司财报通常根据销售编制，因此无法精确计算消费税税率（单位消费税/单位计税价格），我们基于以下假设估算各家企业的消费税税率：
 - （1）啤酒计税的出厂价格使用销售收入/销量近似；
 - （2）单位税额使用税金及附加科目中的消费税/（生产量+库存量变动）近似。
- 假设（1）是由于消费税的计税价格不完全等同于会计上的出厂价格，通过财务报表无法获得，假设（2）是由于啤酒企业存在销售外购产成品的情况，而外购产成品的消费税由外购企业缴纳，计入上市公司的成本而非上市公司消费税科目。
- 重庆啤酒和珠江啤酒大部分产品的消费税为 250 元/吨。青岛啤酒的主品牌出厂价格基本在 3000 元/吨以上，消费税为 250 元/吨，副品牌的消费税基本为 220 元/吨。重庆啤酒和珠江啤酒结构偏中高端，大部分产品消费税为 250 元/吨。燕京啤酒中高端占比较低，大部分产品消费税为 220 元/吨。

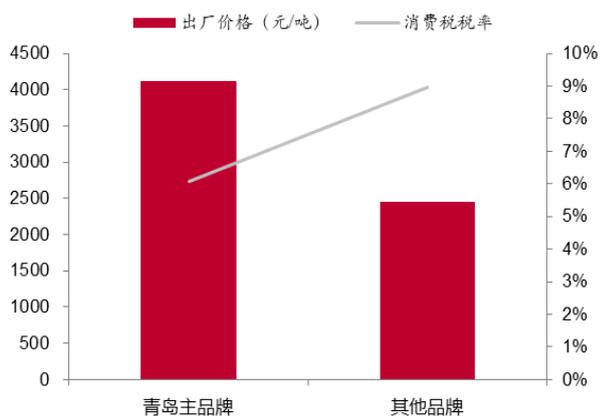
图表 4: 啤酒上市公司的消费税分档概况

公司	消费税分档情况
青岛啤酒	青岛主品牌消费税基本为 250 元/吨, 其他品牌消费税基本为 220 元/吨
燕京啤酒	大部分产品消费税为 220 元/吨, 中高档占比约 1/3
重庆啤酒	除少数低档产品外, 大部分产品消费税均为 250 元/吨
珠江啤酒	大部分产品消费税为 250 元/吨, 少量产品消费税为 220 元/吨

来源: wind、中泰证券研究所

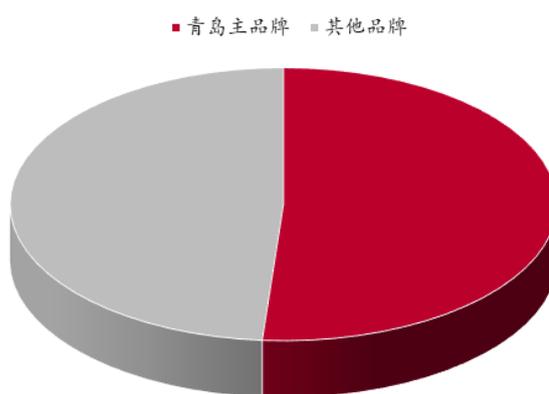
- **青岛啤酒的主品牌出厂价格更高, 消费税税率远低于其他品牌。**2018 年青岛主品牌出厂价格为 4122 元/吨, 按全部主品牌产品消费税均为 250 元/吨估算, 主品牌消费税税率为 6.1%。其他品牌均价为 2455 元/吨, 按全部其他品牌产品消费税均为 220 元/吨估算, 其他品牌消费税税率为 9.0%。从产量看, 2018 年公司生产主品牌 393 万千升, 其他品牌 374 万千升, 主品牌产量占比过半, 外购产成品大部分为其他品牌。理论上随青岛啤酒将其他品牌升级成主品牌, 公司消费税税率将下降。

图表 5: 青岛啤酒主副品牌出厂价格和消费税税率



来源: 公司公告、中泰证券研究所

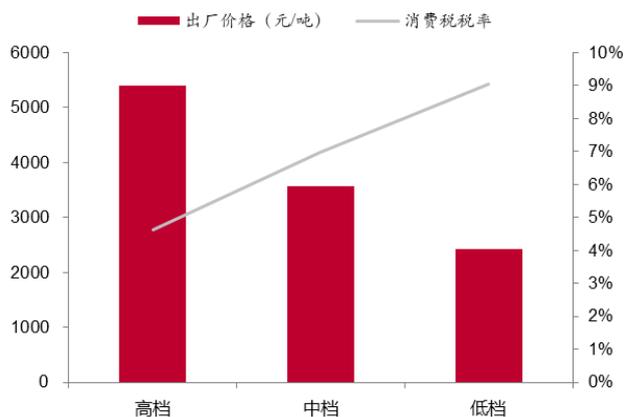
图表 6: 青岛啤酒主副品牌产量



来源: 公司公告、中泰证券研究所

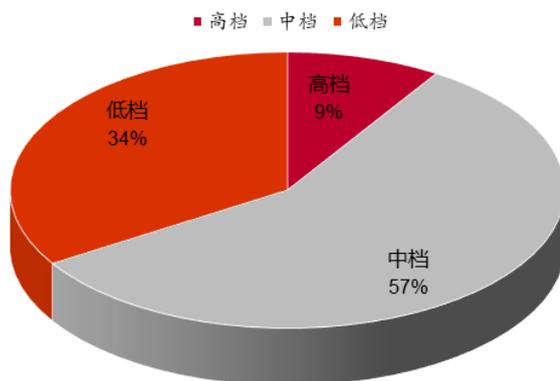
- **重庆啤酒出厂价格高端>中档>低档, 消费税税率高端<中档<低档。**2018 年重庆啤酒高档酒出厂价格为 5391 元/吨, 按全部高档酒征收 250 元/吨消费税计算, 高档酒消费税税率仅为 4.6%; 中档酒出厂价格为 3576 元/吨, 按全部中档酒征收 250 元/吨消费税计算, 中档酒消费税税率为 7.0%; 低档酒出厂价格为 2429 元/吨, 按全部低档酒征收 220 元/吨消费税计算, 低档酒消费税税率为 9.1%。因此伴随重庆啤酒产品结构升级, 公司消费税税率有望下降。2018 年重庆啤酒高中低档产量占比分别为 9%、57%、34%。
- **通过对青岛啤酒和重庆啤酒产品结构分析, 我们发现产品结构升级通常会带来消费税税率的下降, 而价格提升刚过 3000 元/吨时税负压力大于提价红利, 情况通常会被企业合理规避。**

图表 7: 重庆啤酒消费税税率高端<中档<低档



来源: 公司公告、中泰证券研究所

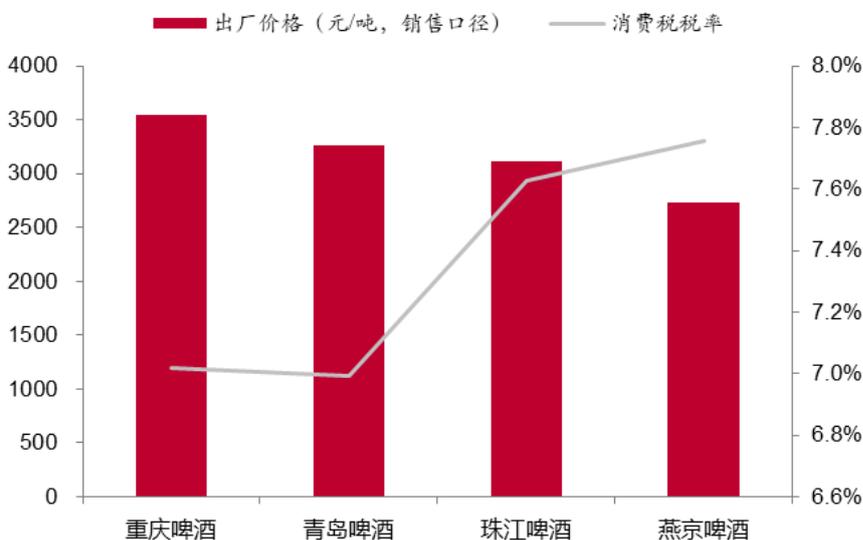
图表 8: 重庆啤酒各档次产量



来源: 公司公告、中泰证券研究所

- 出厂价格更高的公司，通常具备更低的消费税税率。基于本节开头的两个假设，我们计算了啤酒上市公司的消费税税率。从出厂价格来看，重庆啤酒>青岛啤酒>珠江啤酒>燕京啤酒；从消费税税率来看，有更高出厂价格的公司消费税税率通常更低。重庆啤酒消费税税率略高于青岛啤酒主要系其为嘉士伯代工产品以成本加成法结算收入，若以嘉士伯对外销售价格计收入，消费税税率应低于青岛啤酒。

图表 9: 出厂价格更高的公司消费税税率更低



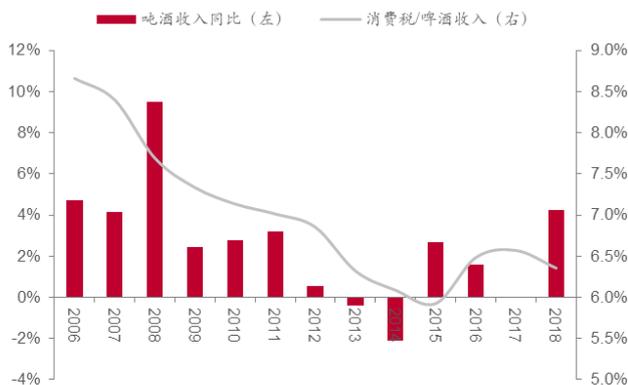
来源: wind、中泰证券研究所 (燕京啤酒由于未披露产量，以销量近似产量+库存量变化)

提价期间啤酒企业消费税/啤酒收入下降明显

- 青岛啤酒: 受益 2008 年行业集体提价，青岛啤酒 2008 年吨酒收入增长了 9.5%，推动当年消费税/啤酒收入大幅下降 0.7 个 pct。2005-2011 年由于吨酒收入持续提升，消费税/啤酒收入整体呈下降趋势；2012-2017 年行业价格战激烈，吨酒收入增长停滞，消费税/啤酒收入出现波动；2018 年受益新一轮提价周期，消费税/啤酒收入下降 0.2 个 pct。

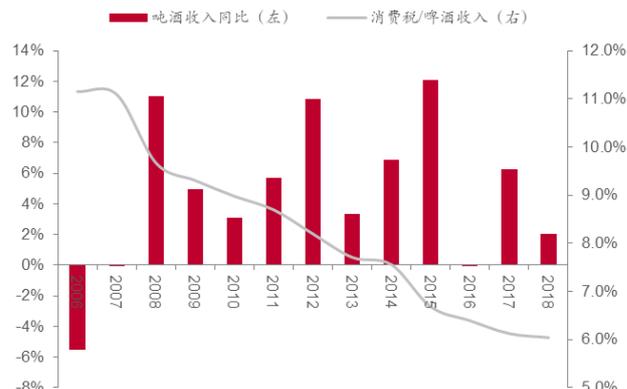
- **重庆啤酒**: 2008 年行业集体提价年, 重庆啤酒吨酒收入大幅上升 11%, 当年消费税/啤酒收入下降 1.4 个 pct。此后重庆啤酒一直延续了消费升级趋势, 消费税/啤酒收入持续下降。其中 2012 年受益行业提价和 2015 年大幅提升产品结构 (重庆品牌替换山城品牌) 时, 吨酒收入均出现 10%+ 的大幅上升, 当年消费税/啤酒收入加速下降。

图表 10: 青岛啤酒吨酒收入与消费税/收入关系



来源: 公司公告、中泰证券研究所 (青岛啤酒 2018 年收入为还原口径)

图表 11: 重庆啤酒吨酒收入与消费税/收入关系



来源: 公司公告、中泰证券研究所

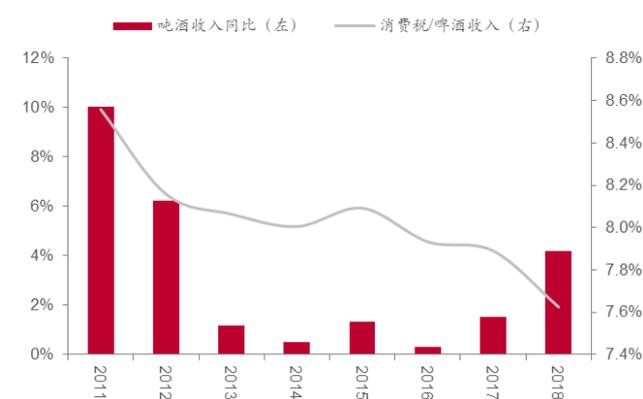
- **燕京啤酒**: 2008 年公司吨酒收入受益提价上升 6.1%, 消费税/啤酒收入下降 0.8 个 pct; 2011-2012 年公司又迎来一轮提价周期, 两年消费税/啤酒收入合计下降 0.9 个 pct; 2018 年公司第三轮提价周期吨酒收入上升 9%, 消费税/啤酒收入大幅下降 1.1 个 pct。
- **珠江啤酒**: 2011、2012、2018 年公司吨酒收入出现明显上升, 分别增长 10.1%、6.2%、4.2%, 当年消费税/啤酒收入分别下降 0.8、0.4、0.3 个 pct。

图表 12: 燕京啤酒吨酒收入与消费税/收入关系



来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 13: 珠江啤酒吨酒收入与消费税/收入关系



来源: 公司公告、中泰证券研究所

- **短期看, 2018 年行业新一轮的集体提价带动消费税/啤酒收入加速下降, 部分提价在 2019 年仍有滞后效应。长期看, 啤酒行业产品结构升级拐点已现, 吨酒收入将持续提升, 从而使消费税/啤酒收入持续下降。**

各公司 ASP 增幅与消费税/啤酒收入的关系

- 通过财务报表计算的吨酒收入为公司所有产品的平均值，实际上同一公司不同产品的单位税额根据出厂价格不同存在差异。因此从理论上计算价格变动时可能面临公司平均价格跨越 3000 元/吨分档线的情况。我们测算了公司所有产品同时涨价-10%到 10%时消费税/啤酒收入的变化，为排除 3000 元/吨分档线的影响，假设所有产品价格变动时均不会越过分档线，即公司缴纳的消费税总额不变。
- 我们测算发现，当所有产品价格上升 5%时，青岛啤酒、重庆啤酒、燕京啤酒、珠江啤酒的消费税/啤酒收入理论上将分别下降 0.3、0.3、0.4、0.4 个 pct；当价格上升幅度为 10%时，青岛啤酒、重庆啤酒、燕京啤酒、珠江啤酒的消费税/啤酒收入将分别下降 0.6、0.5、0.7、0.7 个 pct。
- 啤酒企业吨酒收入上升时，除了直接带来的净利率提升，通过消费税/啤酒收入的下降会间接推动净利率进一步上升。以青岛啤酒 2018 年 5.87%的销售净利率为例，假设吨酒收入提升 5%时，消费税/啤酒收入的下降会间接增厚净利润 5.4%，净利润增长中枢有望上移 5%左右。

图表 14: ASP 增幅与消费税/啤酒收入的关系

价格变动	青岛啤酒	重庆啤酒	燕京啤酒	珠江啤酒
-10%	7.3%	6.7%	8.6%	8.5%
-9%	7.3%	6.6%	8.5%	8.4%
-8%	7.2%	6.6%	8.4%	8.3%
-7%	7.1%	6.5%	8.3%	8.2%
-6%	7.0%	6.4%	8.2%	8.1%
-5%	7.0%	6.4%	8.2%	8.0%
-4%	6.9%	6.3%	8.1%	7.9%
-3%	6.8%	6.2%	8.0%	7.9%
-2%	6.7%	6.2%	7.9%	7.8%
-1%	6.7%	6.1%	7.8%	7.7%
0%	6.6%	6.0%	7.8%	7.6%
1%	6.5%	6.0%	7.7%	7.5%
2%	6.5%	5.9%	7.6%	7.5%
3%	6.4%	5.9%	7.5%	7.4%
4%	6.4%	5.8%	7.5%	7.3%
5%	6.3%	5.8%	7.4%	7.3%
6%	6.2%	5.7%	7.3%	7.2%
7%	6.2%	5.6%	7.2%	7.1%
8%	6.1%	5.6%	7.2%	7.1%
9%	6.1%	5.5%	7.1%	7.0%
10%	6.0%	5.5%	7.0%	6.9%

来源：中泰证券研究所，wind（青岛啤酒采用 2018 年会计准则调整后的口径）

投资建议

- 啤酒行业人均销量变化不大，而消费升级、吨价提升将是未来啤酒行业发展需求端的核心驱动力，格局优的标的有望持续受益。本文从啤酒消费税的视角出发，论证了在吨酒收入提升背景下，除了提价直接对净利率的提升，消费税税率的下降将进一步提振上市公司净利率。从议价力的角度，我们认为具备较高市场份额的公司（包括局部地区）具备较强的提价权，同时品牌力更强的企业在结构升级中也具备优势，建议关注华润啤酒、青岛啤酒、嘉士伯（重庆啤酒）等。

风险提示

- **因不可抗力要素带来销量的下滑：**人口老龄化加速，餐饮行业增速放缓，均会对啤酒消费量造成负面影响。
- **市场竞争恶化带来超预期促销活动：**随着外资啤酒和进口啤酒在国内市场加大促销，可能会进一步加剧市场的竞争态势。而由于市场竞争压力，啤酒企业为提高产能利用率加大促销力度，使广告、促销等市场费用持续增长。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的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。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。