

饮料制造

量稳价升，行以致远

-关于 2019H1 啤酒行业利润快速释放的思考

评级：增持（维持）

分析师：范劲松

执业证书编号：S0740517030001

电话：021-20315733

Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

分析师：熊欣慰

执业证书编号：S0740519080002

Email: xiongxw@r.qlzq.com.cn

分析师：龚小乐

执业证书编号：S0740518070005

Email: gongxl@r.qlzq.com.cn

研究助理：房昭强

Email: fangzq@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	7
行业总市值(百万元)	123,937
行业流通市值(百万元)	83,570

行业-市场走势对比

相关报告

- 《从优秀到卓越，高端定位与高效运营铸就啤酒巨头-百威英博成长启示录》2019.08.08
- 《结构升级叠加产能优化，啤酒龙头演绎戴维斯双击-对标美国啤酒龙头及中国啤酒先行指标》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

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	50.7	1.05	1.37	1.76	2.11	48	37	29	24	1.01	买入
重庆啤酒	42.0	0.83	0.99	1.18	1.37	51	42	36	31	1.86	买入
华润啤酒	39.0	0.30	0.50	0.91	1.15	130	78	43	34	0.52	买入

备注：

投资要点

- **价升驱动收入增长，龙头业绩加速释放。**2019 年 1-7 月规模以上啤酒企业产量增长 0.3%，销售收入增长 5.8%，利润总额增长 19.3%。2019H1 啤酒上市公司普遍实现 5-10% 的收入增长，利润端受益结构升级+增值税税率下调+提价普遍实现 20%+ 增长。由于 2017 年底、2018 年初行业集中提价的同比影响已过，2019H1 尤其是 2019Q2 利润快速释放验证了本轮提价不仅仅是为抵御成本压力的一次性行为，而是可持续的消费升级，我们认为啤酒行业已进入利润快速释放的三年大周期。
- **量：月度波动不改量稳趋势，份额向优质龙头集中。**短期看，啤酒行业月度产量受渠道库存、气温等多方面影响，波动较大；但拉长到一年的时间则保持稳定。因此应理性看待行业短期量的波动。2019H1 嘉士伯中国、青岛啤酒、华润啤酒、重庆啤酒销量增长领先行业，份额向优质龙头集中。我们认为在吨酒收入持续提升的背景下，销量依然重要，核心在于对固定成本的分摊。参考青岛啤酒固定成本占比 20%，假设其他条件不变，销量变动 -10%、-5%、0%、5%、10% 时，吨酒成本分别变动 +2.22%、+1.05%、0%、-0.95%、-1.82%。
- **价：二季度 ASP 继续提升，结构升级具备可持续性。**对比 2008 年行业为抵御成本压力的一次性的集体提价，本轮提价存在本质差异。2019H1 为抵御成本压力的一次性提价已经不存在明显的同比影响，但主要公司吨酒收入仍保持 5% 左右的增长，说明结构升级持续推动了价格上升，标志着行业开启了价格上升的通道。2019H1 各企业结构持续提升，中高档新品表现优秀。我们认为啤酒终于步入消费升级阶段，主要系：（1）行业量无明显增长，且 CR5 超过 70%，价格战无法为企业带来量的明显增长，因此需从价格上寻求增长点；（2）随着啤酒企业优化产能，公司不用再过度追求量来消化过剩产能从而摊低固定成本；（3）龙头华润啤酒从要份额转向要利润，百威英博也有较强的利润诉求来减轻财务成本。此外，受益增值税税率下调，青岛啤酒吨酒收入增速从 Q1 的 4.5% 提升至 Q2 的 6%。
- **成本及费用：成本高点已过，销售费用率保持稳定。**2019H2 采购成本涨幅趋缓，明后年预计持平或下行：（1）啤酒瓶：今年压力主要来自旧瓶，但旺季不旺使回瓶成本低于预期。由于 2018H2 啤酒瓶大幅涨价基数高，因此 2019H2 玻璃瓶涨幅环比收窄。中长期看，啤酒消费升级伴随使用更好的玻璃瓶，预计成本小幅上涨；（2）大麦：进口大麦价格环比回落，同比增幅收窄，预计下半年大麦成本增幅小于上半年。农产品存在周期，明后年有望进入下行通道；（3）纸箱：2019Q2 以来瓦楞纸下滑幅度已接近 30%。由于行业从价格战转向消费升级，销售费用率保持

稳定，企业提高费效比，将低效的买赠促销等费用转投到具备长久效果的品牌建设上。此外，吨酒收入持续提升的背景下，啤酒消费税税率的下降间接推升企业净利率。

- **投资建议：**目前我国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，产品结构升级较好的标的将更受益。同时以重啤为代表的公司已率先完成产能优化，提高运营效率。目前龙头企业已跟进关厂，未来将通过提升产能利用率节约成本。按照现有的格局推演，我们认为行业受益的先后顺序分别是华润啤酒、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

价升驱动收入增长，龙头业绩加速释放	- 4 -
量：月度波动不改量稳趋势，份额向优质龙头集中	- 5 -
价：二季度 ASP 继续提升，结构升级具备可持续性	- 6 -
成本及费用：成本高点已过，销售费用率保持稳定	- 8 -
投资建议	- 11 -
风险提示	- 11 -

图表目录

图表 1: 2019H1 啤酒上市公司收入稳健增长，利润快速释放	- 4 -
图表 2: 2019Q2 啤酒龙头利润加速增长	- 4 -
图表 3: 2019H1 啤酒行业产量增长 0.8%	- 5 -
图表 4: 2019 年 6 月行业旺季备货	- 5 -
图表 5: 2019H1 啤酒上市公司销量增速	- 5 -
图表 6: 2019Q1 和 Q2 啤酒上市公司销量增速	- 5 -
图表 7: 啤酒行业固定成本占比较高	- 6 -
图表 8: 销量变动对吨酒固定成本的弹性测算	- 6 -
图表 9: 2019H1 啤酒公司吨酒收入增长强劲	- 7 -
图表 10: 啤酒公司分半年度吨酒收入增速	- 7 -
图表 11: 2019H1 啤酒上市公司产品结构升级	- 7 -
图表 12: 中国啤酒行业 CR5 超过 70%	- 8 -
图表 13: 啤酒企业关厂提效	- 8 -
图表 14: 2019Q2 受益增值税下降青岛啤酒 ASP 加速提升	- 8 -
图表 15: 进口大麦价格走势	- 9 -
图表 16: 瓦楞纸价格降幅扩大	- 9 -
图表 17: 2018Q3 青岛啤酒的吨酒成本涨幅扩大	- 9 -
图表 18: 2019H1 销售费用率相对稳定	- 10 -
图表 19: 青岛啤酒销售费用中运费增长较多	- 10 -
图表 20: 啤酒出厂价格（元/吨，横轴）与消费税税率的关系	- 10 -
图表 21: 2019H1 税金及附加率下降	- 10 -

价升驱动收入增长，龙头业绩加速释放

- 收入稳健增长，二季度利润释放逻辑强化。**根据国家统计局数据，2019年1-7月规模以上啤酒企业产量为2399.5万千升，同比增长0.3%；销售收入为1014.6亿元，同比增长5.8%；利润总额为111.8亿元，同比增长19.3%。上半年行业整体呈现利润增长快于收入增长快于产销量增长的趋势。从上市公司看，2019H1啤酒企业普遍实现5-10%的收入增长，其中嘉士伯中国收入大幅增长19%，重庆啤酒主业收入增长有6.4%，仅燕京啤酒收入增长较慢。利润端受益结构升级的持续推进+增值税税率下调+提价效应，上半年啤酒企业利润普遍实现20%+增长。重庆啤酒主要系所得税税率影响较大，2019H1利润总额增长25%。仅燕京啤酒利润基本持平。由于二季度增值税税率开始下调，龙头青岛啤酒及百威英博的利润增长环比一季度加速。
- 我们认为啤酒行业已进入利润快速释放的三年大周期。**由于2017年底、2018年初行业集中提价的同比影响已过，2019H1尤其是2019Q2利润快速释放验证了之前的ASP提升不仅仅是为抵御成本压力的一次性行为，而是标志着行业进入了持续的消费升级阶段。未来3-5年内，吨酒收入将受益结构升级持续提升，同时成本在经过两年上涨后将趋于平稳甚至回落，再叠加优化产能带来的效率提升，在净利率较低的背景下行行业将延续利润快速增长的趋势。

图表 1: 2019H1 啤酒上市公司收入稳健增长，利润快速释放

公司	2019H1			
	收入(亿元)	增速	扣非净利润(亿元)	增速
华润啤酒	188.25	7.2%	18.71	24.1%
青岛啤酒	165.51	9.2%	14.45	30.6%
燕京啤酒	64.62	1.4%	4.97	2.0%
重庆啤酒	18.33	3.9%	2.20	13.3%
珠江啤酒	21.09	5.5%	1.41	88.5%
百威英博中国	-	7.4%	-	21.6%
嘉士伯中国	-	19.0%	-	-

来源：公司公告、中泰证券研究所（华润啤酒为归母净利润，A股上市公司为扣非后归母净利润，百威英博为EBITDA）

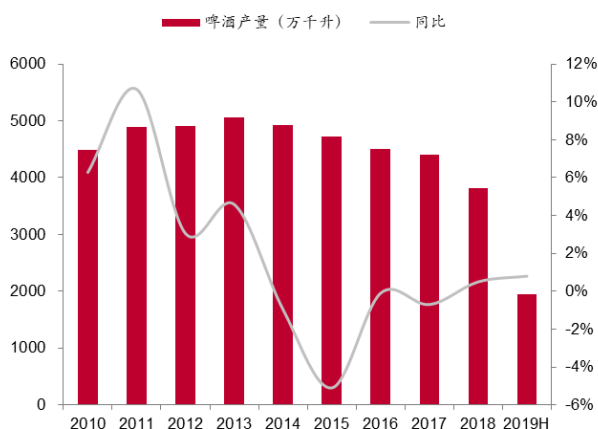
图表 2: 2019Q2 啤酒龙头利润加速增长

公司	2019Q1				2019Q2			
	收入(亿元)	增速	扣非净利润(亿元)	增速	收入(亿元)	增速	扣非净利润(亿元)	增速
青岛啤酒	79.51	11.4%	7.18	26.7%	85.99	7.3%	7.27	34.7%
燕京啤酒	34.48	5.1%	0.51	4.1%	30.14	-2.6%	4.47	1.7%
重庆啤酒	8.33	2.5%	0.81	71.4%	9.99	5.1%	1.39	-5.4%
珠江啤酒	7.51	4.7%	-0.08	64.4%	13.58	6.0%	1.49	53.1%
百威英博中国	-	7.8%	-	18.8%	-	7.1%	-	24.4%

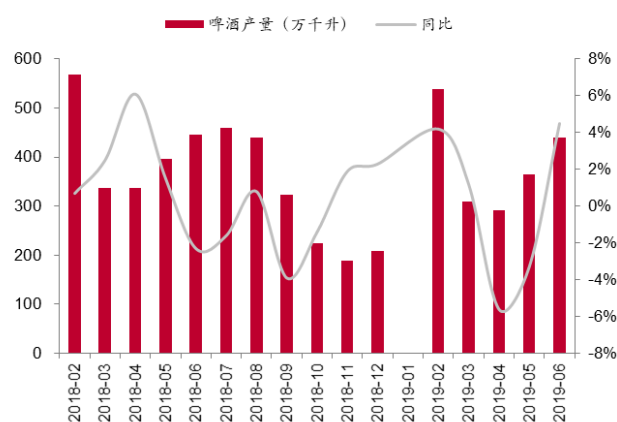
来源：公司公告、中泰证券研究所（华润啤酒为归母净利润，A股上市公司为扣非后归母净利润，百威英博为EBITDA）

量：月度波动不改量稳趋势，份额向优质龙头集中

- 2019H1 行业产量微增，6月存在旺季备货因素。**2019H1 啤酒行业产量为 1949 万千升，同比微增 0.8%。分月看，由于春节旺季+气温较高，1-3 月行业产量增长较好；4-5 月行业处于去库存阶段，同时气温偏低，产量连续下滑；6 月行业进入旺季备货阶段，单月产量增速回升。短期看，行业月度产量受渠道库存、气温等多方面影响，波动较大。但拉长到一年的时间维度，2016-2018 行业产量增速分别为-0.1%、-0.7%、0.5%，保持稳定。因此我们认为应理性看待行业短期量的波动，以年为单位行业的产销量基本保持稳定。

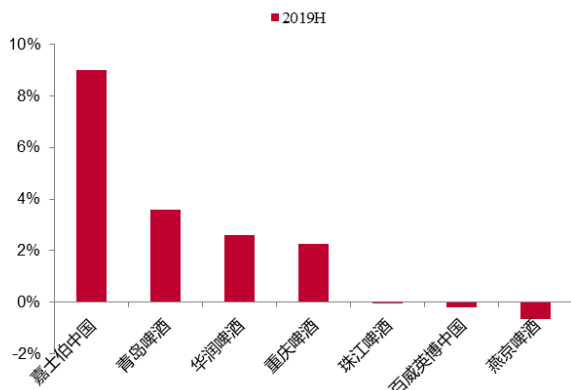
图表 3：2019H1 啤酒行业产量增长 0.8%


来源：wind、中泰证券研究所

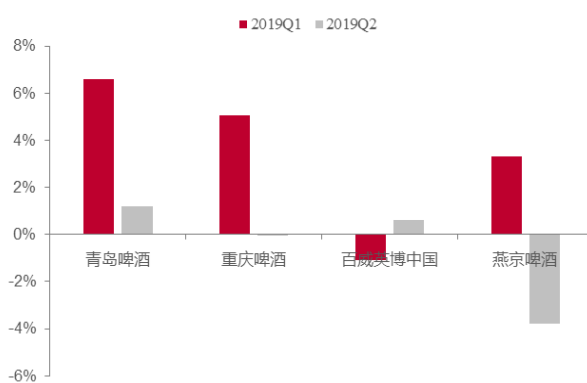
图表 4：2019 年 6 月行业旺季备货


来源：wind、中泰证券研究所（1-2月合并统计）

- 上半年龙头销量普遍实现正增长，行业集中度进一步提升。**2019H1 嘉士伯中国、青岛啤酒、华润啤酒、重庆啤酒销量分别增长 9%、3.6%、2.6%、2.3%，领先行业的 0.8%；珠江啤酒销量微降，但低于广东市场的销量下滑幅度；百威英博中国销量下滑主要系政策因素影响了夜场渠道销量。整体看，行业份额向优质龙头集中。青岛啤酒、重庆啤酒、燕京啤酒的二季度销量增速环比放缓，也反应了二季度消化渠道库存及天气不热的影响。

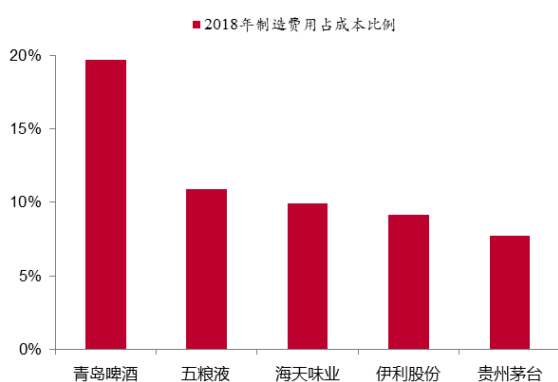
图表 5：2019H1 啤酒上市公司销量增速


来源：公司公告、中泰证券研究所

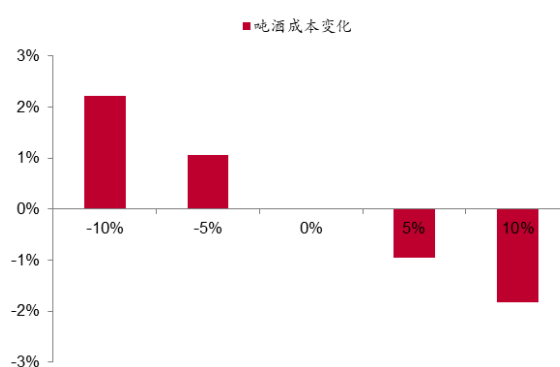
图表 6：2019Q1 和 Q2 啤酒上市公司销量增速


来源：公司公告、中泰证券研究所

- 啤酒行业固定成本占比高，销量对吨酒成本影响较大。**吨酒收入持续提升的背景下啤酒销量是否不再重要？我们认为销量依然重要，核心在于对固定成本的分摊。固定成本主要指财报披露里成本细分中的制造费用，可变成本则主要包括直接材料、直接人工、燃料及动力等。2018年食品饮料龙头中，青岛啤酒的制造费用占成本比例接近20%（剔除外购产成品成本），而白酒、调味品、乳制品龙头的制造费用占成本比例均在10%左右。啤酒行业重资产的属性使得折旧摊销高，因此导致了较高的固定成本。参考青岛啤酒，我们假设啤酒行业固定成本占比20%，其他条件不变的情况下，销量变动-10%、-5%、0%、5%、10%时，吨酒成本分别变动+2.22%、+1.05%、0%、-0.95%、-1.82%。

图表 7：啤酒行业固定成本占比较高


来源：公司公告、中泰证券研究所

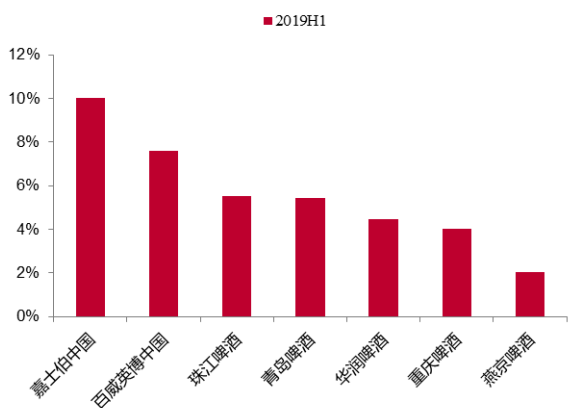
图表 8：销量变动对吨酒固定成本的弹性测算


来源：公司公告、中泰证券研究所

价：二季度 ASP 继续提升，结构升级具备可持续性

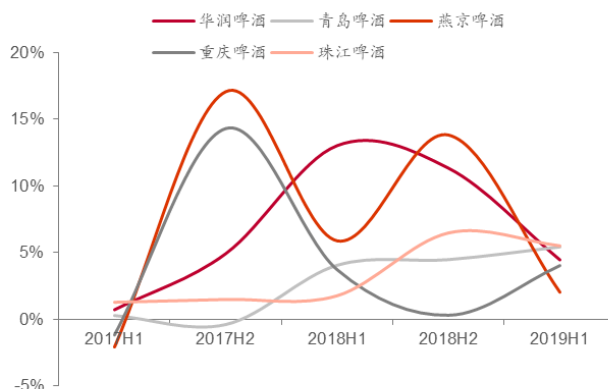
- 2019H1 吨酒收入增长强劲，结构升级推动吨酒价格提升中长期可持续。**根据国家统计局数据，2019年1-7月规模以上啤酒企业产量同比增长0.3%，销售收入同比增长5.8%，整体看吨酒收入提升5.5%。嘉士伯中国、百威英博中国、珠江啤酒、青岛啤酒、华润啤酒、重庆啤酒、燕京啤酒上半年吨酒收入分别增长10%、7.6%、5.5%、5.4%、4.5%、4%、2%。对比2008年行业为抵御成本压力的一次性的集体提价，我们认为本轮提价存在本质差异，本轮是结构升级推动的持续性的吨酒收入提升，标志着行业开启了价格上升的通道。国内啤酒公司为抵御环保限产带来的包材价格上涨压力，在2017年底、2018年初集体提价，因此吨酒收入在2018H1已经出现明显上升。2019H1为抵御成本压力的一次性集体提价已经不存在明显的同比影响，但主要公司吨酒收入仍保持5%左右的增长，说明结构升级持续推动了价格上升。

图表 9: 2019H1 啤酒公司吨酒收入增长强劲



来源: 公司公告、中泰证券研究所

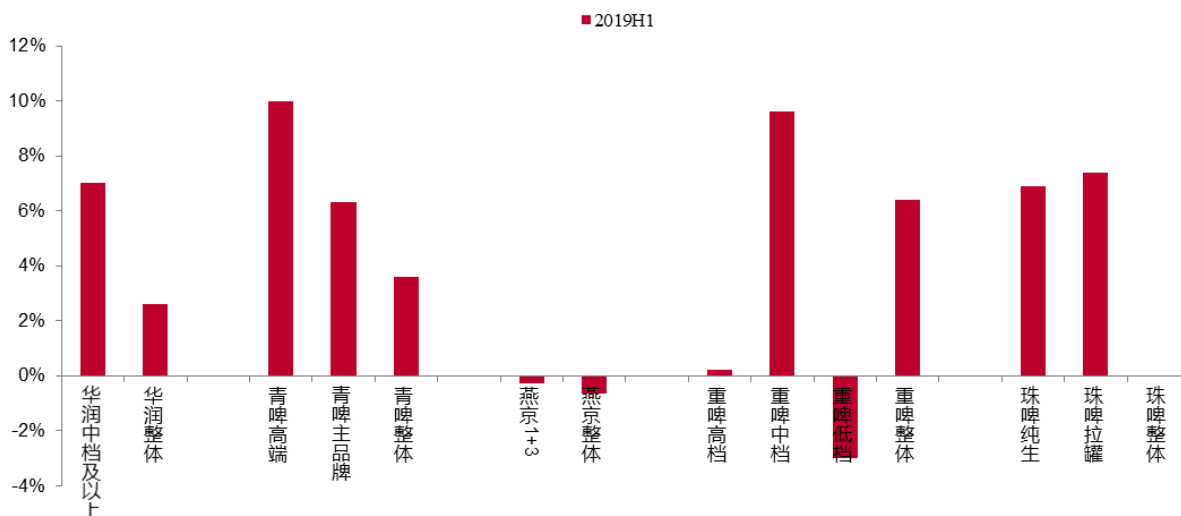
图表 10: 啤酒公司分半年度吨酒收入增速



来源: 公司公告、中泰证券研究所

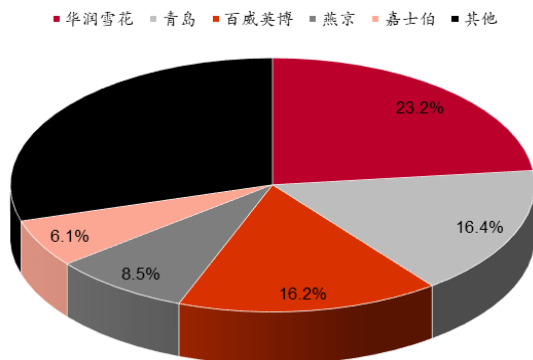
- 产品结构表现优秀，啤酒开启消费升级。**2019H1 华润啤酒销量增长 2.6%，中档及以上产品销量增长 7%；青岛啤酒高端、主品牌、整体销量分别增长 10%、6.3%、3.6%；燕京 1+3 品牌销量下滑低于整体；重啤中档产品收入增长迅速，腰部发力；珠啤整体销量持平，纯生和拉罐分别增长 6.9%和 7.4%。各公司中高档新品表现出色，青岛经典 1903 销量同比增长 40%；重啤 8 元新品醇麦国宾上半年销量 2.7 万吨大超预期，将开启 6 元到 8 元的第二轮消费升级；珠啤高档新品纯生 1997 于 6 月上市，2 个月内实现销量 100 万箱，有望打造为餐饮渠道爆款。我们认为在食品饮料其他子行业陆续开启消费升级后，啤酒终于步入消费升级阶段，主要系：（1）行业量无明显增长，且 CR5 超过 70%，大部分省份格局较稳定，价格战无法为企业带来量的明显增长，因此需要从价格上寻求增长点；（2）随着啤酒企业优化产能，利用率上升，公司不用再过度追求量来消化过剩产能从而摊低固定成本；（3）龙头华润啤酒从要份额转向要利润，百威英博也有较强的利润诉求来减轻财务成本。

图表 11: 2019H1 啤酒上市公司产品结构升级



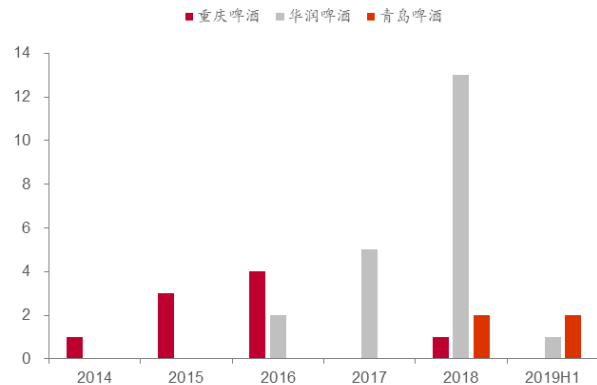
来源: 公司公告、中泰证券研究所（重啤为收入口径，其他公司为销量口径）

图表 12: 中国啤酒行业 CR5 超过 70%



来源: GlobalData、中泰证券研究所

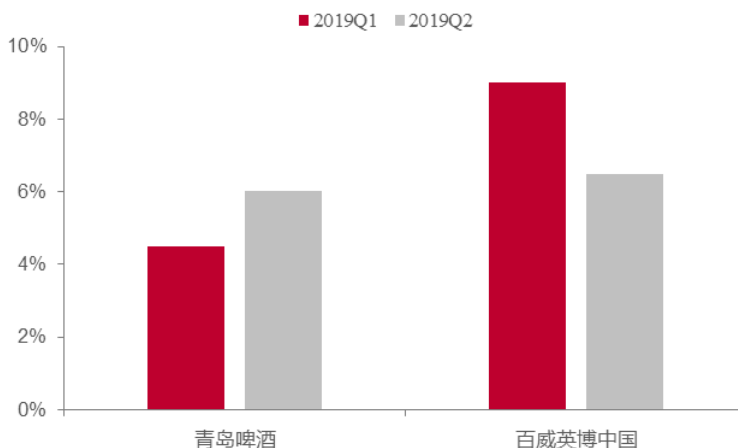
图表 13: 啤酒企业关厂提效



来源: 公司公告、中泰证券研究所

- **受益增值税税率下调, 青岛啤酒 Q2 吨酒收入提升加速。**2019 年 4 月 1 日起制造业等行业增值税税率从 16% 降至 13%。啤酒企业通常保持含税开票价格不变, 增值税税率下调相当于提价。但定价权相对白酒企业较弱, 因此与渠道共享减税红利。由于季报不单独披露啤酒业务收入, 仅青岛啤酒的啤酒主业占收入 99% 左右, 其他企业非啤酒收入的变动会对计算吨酒收入造成较大影响。受益 Q2 开始增值税税率下调, 青岛啤酒吨酒收入增速从 Q1 的 4.5% 提升至 Q2 的 6%; 百威英博由于二季度开始的夜场整治, 中高档酒收到冲击, 吨酒收入增速比一季度放缓。

图表 14: 2019Q2 受益增值税下降青岛啤酒 ASP 加速提升



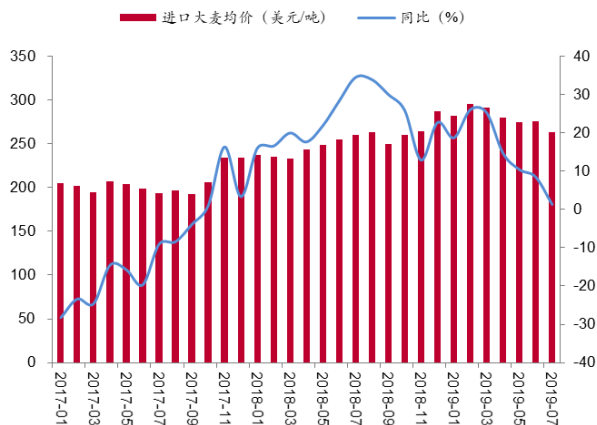
来源: 公司公告、中泰证券研究所

成本及费用: 成本高点已过, 销售费用率保持稳定

- **2019H2 采购成本涨幅趋缓, 明后年预计持平或下行。(1) 啤酒瓶:** 环保限产导致去年新瓶价格大幅上涨, 尤其是去年下半年涨幅扩大。今年新瓶涨幅收窄, 压力主要来自旧瓶, 但旺季不旺使回收旧瓶带来的成本压力低于预期。预计 2019H2 玻璃瓶成本环比 2019H1 不会出现大幅波动, 由于 2018H2 啤酒瓶大幅涨价基数高, 因此 2019H2 玻璃瓶涨幅环比收窄。

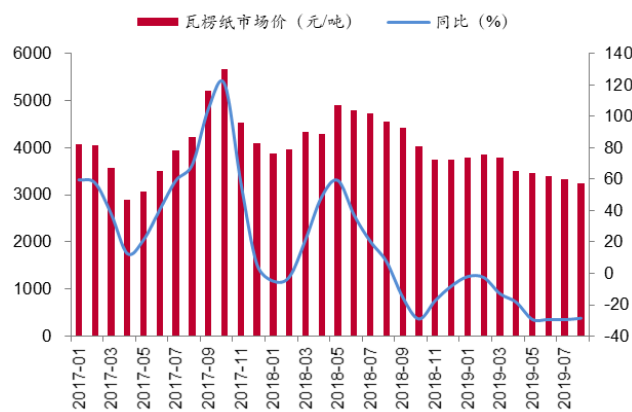
中长期看，啤酒消费升级伴随使用更好的玻瓶，预计成本小幅上涨。**(2) 大麦：**进口大麦价格环比回落，同比增幅收窄，预计下半年大麦成本增幅小于上半年。农产品存在周期，明后年有望进入下行通道。**(3) 纸箱：**2019Q2 以来瓦楞纸价格进一步下降，下滑幅度已接近 30%，下半年受益。

图表 15: 进口大麦价格走势



来源: wind、中泰证券研究所

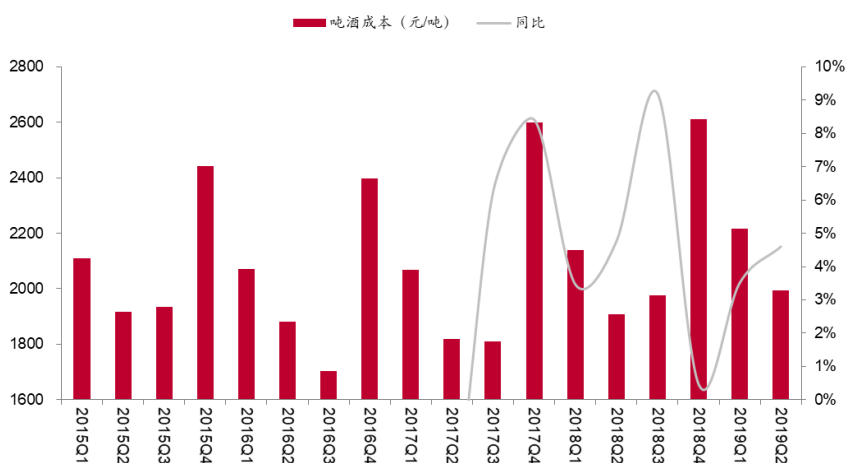
图表 16: 瓦楞纸价格降幅扩大



来源: wind、中泰证券研究所

- **2018Q3 吨酒成本涨幅扩大，2019Q3 高基数下涨幅有限。**正常年份如 2015 和 2017 年，青岛啤酒二三季度旺季的吨酒成本接近。但 2018Q3 由于包材成本压力进一步上涨，单季度吨酒成本同比大幅增长 9.2%，远高于 2018Q2 吨酒成本增长的 4.8%。我们预计 2019Q3 吨成本环比 2019Q2 保持稳定，因此在 2018Q3 高基数的情况下，2019Q3 吨成本同比涨幅有限。

图表 17: 2018Q3 青岛啤酒的吨酒成本涨幅扩大

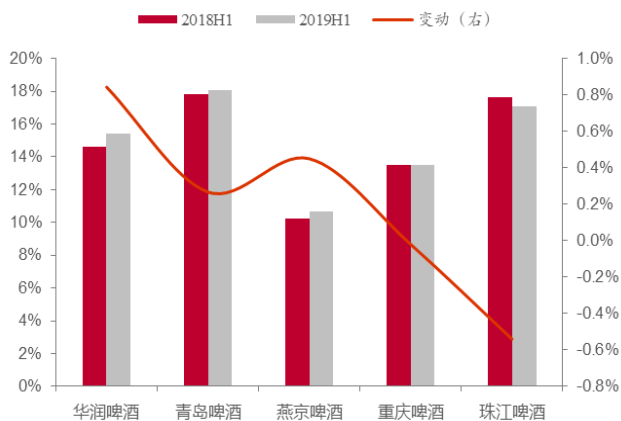


来源: 公司公告、中泰证券研究所

- **销售费用率保持稳定，高端化背景下加大品牌投入。**由于行业从价格战转向消费升级，啤酒企业的销售费用率保持稳定。2019H1 重庆啤酒和珠江啤酒的销售费用率下降。华润啤酒销售费用率提升 0.8 个 pct，主要

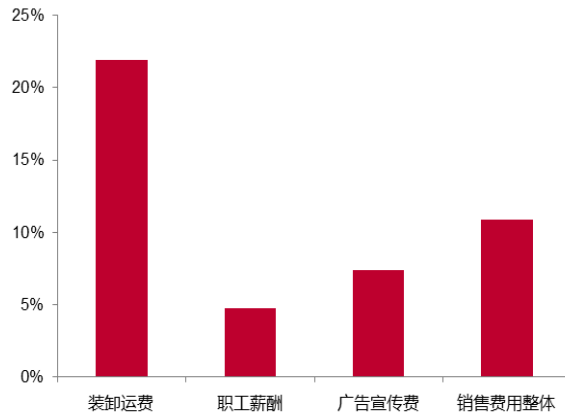
系加大广告投入及收购喜力中国的影响。青岛啤酒销售费用率上升 0.3 个 pct，主要系高端化导致外调酒增加，从而提升了运费。我们认为在结构升级的趋势下，啤酒企业提高费效比，将低效的买赠促销等费用转投到具备长久效果的品牌建设上。

图表 18: 2019H1 销售费用率相对稳定



来源: wind、中泰证券研究所

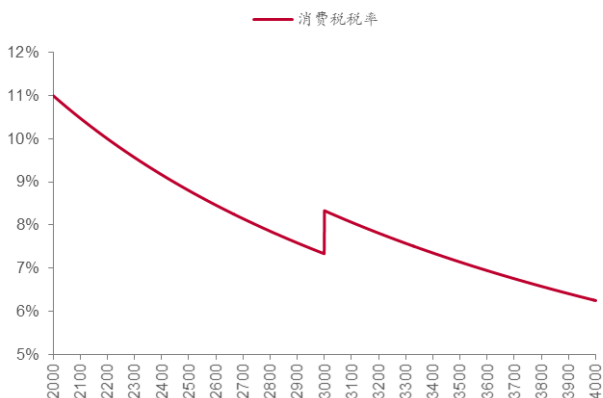
图表 19: 青岛啤酒销售费用中运费增长较多



来源: wind、中泰证券研究所

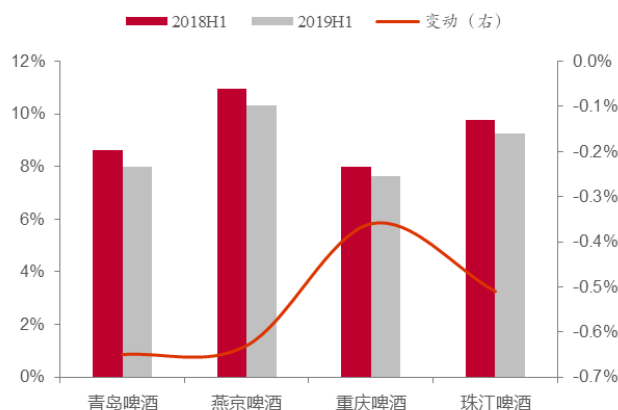
- 吨酒收入持续提升的背景下，啤酒消费税税率的下降将间接推升企业净利率。啤酒企业的消费税根据出厂价格（含包装物及包装物押金）从量征收。出厂价 3000 元/吨（含 3000 元，不含增值税）以上的，每吨征收 250 元消费税；出厂价格在 3000 元（不含 3000 元，不含增值税）以下的，每吨征收 220 元消费税。长期看随着啤酒行业价格持续提升，啤酒的消费税税率呈下降趋势。2019H1 青岛啤酒、燕京啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒的税金及附加率分别下降 0.7、0.6、0.4、0.5 个 pct。

图表 20: 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

图表 21: 2019H1 税金及附加率下降



来源: wind、中泰证券研究所

投资建议

- 目前我国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，产品结构升级较好的标的将更受益。同时以重啤为代表的公司已率先完成产能优化，提高运营效率。目前龙头企业已跟进关厂，未来将通过提升产能利用率节约成本。按照现有的格局推演，我们认为行业受益的先后顺序分别是华润啤酒、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。