

2019年09月27日

精密制造，步步为营

立讯精密 (002475)

分析判断：

► 精密加工制造为基础，核心客户产品持续扩张

消费电子业务驱动成长，精密制造能力行业出众，稳步推进新市场开拓。公司在消费电子领域有完整的产品和市场规划，以及强大的落地能力，同时持续优化内部经营系统平台、不断精进智能制造。在全球智能手机换机周期拉长，总出货量下降的背景下，公司深挖北美大客户需求，实现无线耳机、声学器件、LCP 天线模组、无线充电模组、线性马达等产品的份额扩张和盈利提升，逆势实现高增长。精密加工制造能力是公司基础，单位生产效率高和产品良率高造就行业竞争力，新品切入及老产品供应份额提升是公司业绩增长的主要动力。

► 5G 双向布局，手机、基站全受益

2018 年 Bishop and Associates 公布的全球连接器 50 强，公司位列第 8，是前 10 名唯一的大陆公司，比肩国际一流仍有充分成长空间。消费电子业务紧跟国际大客户，立足前沿市场需求，以精密制造能力为依托，具备低成本高质量快速量产能力。通信业务的成长来源于互联产品（高速连接器、高速电缆组件等）和基站射频产品（基站天线、滤波器等）。公司已经为华为、中兴、等主流通信设备厂商供应不同品类的线缆和基站天线、滤波器等产品，伴随 5G 基站建设落地，公司业绩将持续释放。

投资建议

我们预计公司 2019-2021 年的归母净利润分别为 38.1 亿元、52.6 亿元、65.5 亿元，同比增速分别为 40.1%、38.0%、24.5%；对应 EPS 分别为 0.71 元、0.98 元、1.22 元。我们给予公司 2020 年 35 倍 PE，目标价 34.3 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

系统性风险；大客户出货量低于预期；5G 商用进展低于预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	22826.10	35849.96	50210.21	67040.11	83300.00
YoY (%)	65.86%	57.06%	40.06%	33.52%	24.25%
归母净利润(百万元)	1690.57	2722.63	3813.87	5262.42	6551.09
YoY (%)	46.18%	61.05%	40.08%	37.98%	24.49%
毛利率 (%)	20.00%	21.05%	20.86%	20.45%	20.08%
每股收益 (元)	0.32	0.51	0.71	0.98	1.22
ROE	13.07%	17.57%	19.92%	21.56%	21.16%
市盈率	82.64	51.32	36.63	26.55	21.33

资料来源：Wind，华西证券研究所

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	34.3
最新收盘价：	26.12
股票代码：	002475
52 周最高价/最低价：	27.87/13.13
总市值(亿)	1,397.16
自由流通市值(亿)	1,395.76
自由流通股数(百万)	5,343.64



分析师：孙远峰

邮箱：sunyf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080005

分析师：张大印

邮箱：zhangdy@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090005

相关研究

正文目录

1. 精密制造能力凸显，平台优势步步为营	3
2. 高效率、高良率能力复制，从手机走向可穿戴	4
3. 5G 赛道双向布局，手机、基站全面跟进	5
4. 投资建议	6
5. 风险提示	8

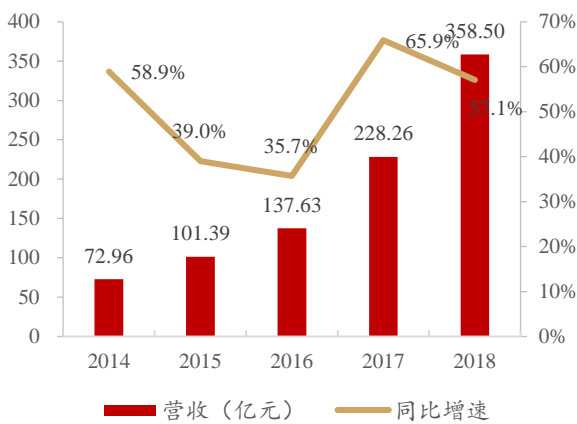
图表目录

图 1 2014~2018 年公司营收及增速	3
图 2 2014~2018 年公司归母净利润及增速	3
图 3 公司能提供多种智能手机核心零部件及周边零部件	3
图 4 AirPods 2 完全拆解图	4
图 5 2018~2020 年无线耳机销量预测（百万部）	5
图 6 Counterpoint 在线调查结果	5
表 1 收入拆分和预测	7

1. 精密制造能力凸显，平台优势步步为营

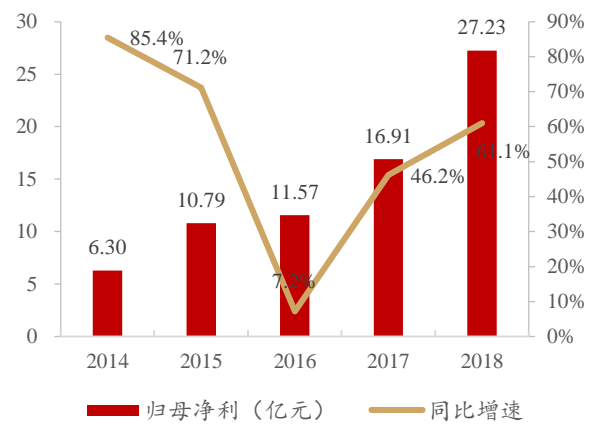
公司成立于 2004 年，主要生产连接线、连接器、声学、无线充电、马达及天线等零组件、模组与配件类产品，产品广泛应用于电脑及周边、消费电子、通讯、汽车及医疗等领域。公司坚持秉承“老客户、新产品；老产品、新客户、新市场”的发展思路，面对新项目前期资源投入大、产品工艺流程复杂、团队工作负荷较高等项目运营管理压力，通过持续提高自身精密自动化制造能力、优化内部经营管理等方式，实现了向新领域的持续扩张，在新产品、新客户上取得了重大突破。公司在电子元件行业协会评选的 2018 年（第 31 届）中国电子元件百强企业中排名第 4 位。公司营业收入从 2014 年的 72.96 亿元增长到 2018 年的 358.5 亿元，CAGR 达到 48.9%，归母净利从 2014 年的 6.3 亿元增长到 2018 年的 27.23 亿元，CAGR 达到 44.2%。

图 1 2014~2018 年公司营收及增速



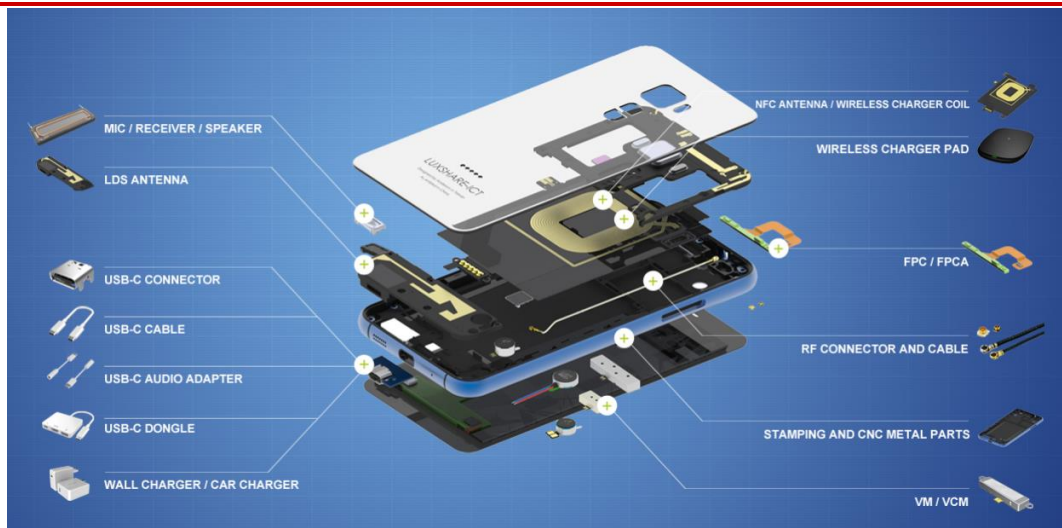
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 2 2014~2018 年公司归母净利润及增速



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 3 公司能提供多种智能手机核心零组件及周边零部件



资料来源：公司官网，华西证券研究所

公司主营连接器，属于横跨多领域的定制产品，多定制产品的收入扩大就要求公司的生产效率和良率要达到行业领先才能生存和发展，这是基本盘。公司成长的加速点是 2016 年为苹果供应 lightning 转 3.5mm 耳机线，是全行业从无到有的产品，虽然新产品的高研发投入对 2016 年业绩有所拖累，但是凭借转接线产品的出色表现使得公司成功进入苹果核心供应链。

消费电子业务驱动成长，精密制造能力行业出众，稳步推进新市场开拓。公司在消费电子领域有完整的产品和市场规划，以及强大的落地能力，同时持续优化内部经营系统平台、不断精进智能制造。在全球智能手机换机周期拉长，总出货量下降的背景下，公司深挖北美大客户需求，实现无线耳机、声学器件、LCP 天线软板、无线充电模组、线性马达等产品的份额扩张和盈利提升，逆势实现高增长。

2. 高效率、高良率能力复制，从手机走向可穿戴

在与苹果的长期合作中，公司积累了充分的大规模量产能力和产线协调管理能力，能够配合大客户，快速实现新产品的配套开发，并优化生产效率和产品良率，最终实现低成本的规模复制。

AirPods 耳机即为公司能力优势的体现。AirPods 耳机是苹果于 2016 年发布，直到 2017 年才量产销售的产品，之所以量产被推迟，正式因为苹果在极其轻巧的结构中实现繁复的设计，产品需要 SiP 封装、小电池封装、FPC 贴装、无线充电、lightning 接口、塑胶外观件组合等多重工序，导致产品生产良率爬坡缓慢，生产成本居高不下。凭借立讯精密在手机零组件产品的优异表现，成功接手 AirPods 耳机组装代工业务，快速实现规模化量产，并成功盈利，逐步成为公司最大的单品收入来源之一。

图 4 AirPods 2 完全拆解图



资料来源：iFixit，华西证券研究所

2019 年 AirPods 发布 2 代产品，国际知名拆解团队 iFixit 发表了对这款无线耳机的拆解报告，iFixit 为 AirPods 2 打出了零分的可修复性评分，意味着该耳机无法正常工作的话，无法通过拆解维修来解决问题，足以说明 AirPods 2 代产品的设计之复杂，结构之精巧，也说明该产品在生产过程中难以返工修复，必须一次通过，这

款月产百万量级的产品，充分体现了生产难度之高，而公司依然是该产品的主力供应商。

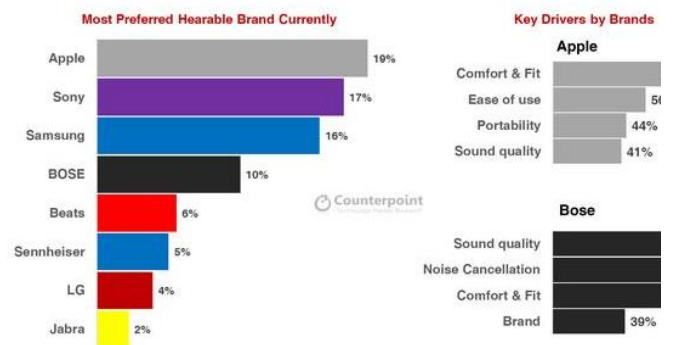
据 Counterpoint 数据，2018 年全球无线耳机总出货量 4600 万部，苹果 AirPods 的出货量约占 75%，预计到 2020 年，全球无线耳机的销量将达到 1.29 亿部。Counterpoint 对 200 多名美国用户进行的在线调查显示，苹果、索尼、三星、Bose 和 Beats 是最受消费者喜爱的无线耳机品牌，其中，购买苹果 AirPods 主要是因为该产品的易用性、舒适型，和便携性，而选择 Bose 等品牌的消费者则更加看重音质、降噪和舒适性等功能。Counterpoint 预计到 2021 年，无线耳机的全球市场规模将达到 270 亿美元。我们相信，凭借公司在 AirPods 产品积累的出色能力，将充分受益于无线耳机市场爆发带来的行业红利。

图 5 2018~2020 年无线耳机销量预测（百万部）



资料来源：Counterpoint，华西证券研究所

图 6 Counterpoint 在线调查结果



资料来源：Counterpoint，华西证券研究所

3. 5G 赛道双向布局，手机、基站全面跟进

公司拥有一套先进、完整的 NPI（新产品导入）管理流程，从产品的开发设计源头阶段开始管控品质质量，为产品的顺利量产打下了坚实基础。在新产品的 POC（概念验证）、Proto（模型验证）、EVT（开发初期验证测试）、DVT（设计验证测试）及 PVT（小批量验证测试）等各个环节，公司均以该阶段所应满足的量产最高要求作为往下一阶段推进的核可标准。公司作为全球领先的多元化零部件供货商，高质量的精密制造一直是核心竞争力。从上市至今，公司制造能力已从“被动式定位的自动化”精密制造，历经“主动式定位的自动化”精密制造，到今天的“全自动智能”超精密模块化制造。在产品自动化工艺方面，公司在确保关键工站制程能力保持业内领先的基础上，全面导入视觉机器人进行全自动光学检测，以实现零件与治具的主动相互配合定位。同时，运用最先进的大数据与 AI（人工智能）技术配合自研的算法，对于所量测的大量生产数据进行实时回馈，除了使产品本身具有可靠的品质保证与完整的可追溯性外，更使自动化产线具备了深度学习的能力。此外，通过进一步导入了智能物流与仓储，也使公司从早期的“精密制造”、中期的“精密质造”到真正迈入现在的“精密智造”。

公司高度重视在底层材料及创新生产技术的长期耕耘，包括材料、设备及应用。公司与核心客户共同建立了数间先进技术开发实验室，主要开发研究点胶、AOI 外观检查及焊接等最前沿技术。公司正逐渐成为引领精密制造行业前进的全球标杆企业。除了在底层材料与创新技术的投入外，公司还涉及围绕新产品、新领域及产品迭代的研发投入，最近三年，累计研发投入 49.89 亿元。

在未来 5G 与 AI 技术进步的推动下，IoT 设备的发展预计将百花齐放，相关零部件及成品的机会也将会属于在消费电子行业高度竞争中脱颖而出的优秀厂家。从产品技术的角度看，通讯产业的发展轨迹将与消费电子产业类似，硬件将向集成化、微小化发展。在 4G 走向 5G 的技术变革中，基站向多端口、多波数趋势发展，小型化对精密制造的要求不断提高。汽车行业未来将向四大技术变革方向推进：智能驾驶、车联网、电动车与共享出行。面对这样的技术大趋势，公司目前从零件、模块到系统方案均已完成整体发展框架的搭建并已实现核心产品的布局。

2018 年 Bishop and Associates 公布的全球连接器 50 强，公司位列第 8，是前 10 名唯一的大陆公司，比肩国际一流仍有充分成长空间。消费电子业务紧跟国际大客户，立足前沿市场需求，以精密制造能力为依托，具备低成本高质量快速量产能力。通信业务的成长来源于互联产品（高速连接器、高速电缆组件等）和基站射频产品（基站天线、滤波器等）。公司已经为华为、中兴、诺基亚、爱立信等主流通信设备厂商供应不同品类的线缆和基站天线、滤波器等产品，伴随 5G 基站建设落地，公司业绩将持续释放。

4. 投资建议

关键业务假设：

(1) 消费性电子业务，公司在苹果手机零部件供应份额持续提升，产品种类快速扩充。现在的无线耳机以及未来潜在的手表业务有望为公司贡献持续的收入增长。预计 2019-2021 年该业务的收入增速分别为 47.3%、34.2%、20.8%。

(2) 在通信产品方面，主要包括互联产品（高速连接器、高速电缆组件等）、射频产品（基站天线、滤波器等）及光电产品（有源光缆、光模块等），公司能够在第一时间为客户提供完整的信号、能源传输解决方案。信号数据从消费者所使用的终端产品到云端的完整传输链路，公司可提供全方位的技术、产品覆盖。目前，公司通讯业务在全球范围内已具备了良好的客户基础，预计在 5G 商用普及进程中保持较高的收入增速。预计 2019-2021 年该业务的收入增速分别为 51.0%、53.8%、60.0%。

(3) 在 PC 产品方面，随着全球 PC 销量持续稳定，目前没有看到快速回暖的迹象，预计公司 PC 连接器相关业务将保持相对稳定，2019-2021 年该业务的收入增速分别为-10.5%、0%、-1.2%。

(4) 在汽车业务方面，面对新的市场，公司采取“老酒装新瓶”的方式快速提升，即提供新的平台，配合一组有专业技术和销售背景的专家来服务客户，解决客户需求，逐渐打开市场。预计 2019-2021 年该业务的收入增速分别为 45.8%、46.8%、62.2%。

(5) 其他连接器产品，2019-2021 年该业务的收入增速分别为 11.8%、25.0%、0%。

基于以上假设，我们预计公司 2019-2021 年的收入分别为 502 亿元、670 亿元、833 亿元，同比增速分别为 40.1%、33.5%、24.3%；归母净利润分别为 38.1 亿元、52.6 亿元、65.5 亿元，同比增速分别为 40.1%、38.0%、24.5%；对应 EPS 分别为 0.71 元、0.98 元、1.22 元。

参考申万电子零部件制造指数过去 2 年 PE (TTM) 平均值约为 40 倍，目前为 47 倍；公司过去 2 年 PE (TTM) 波动区间为 25 倍~55 倍。我们给予公司 2020 年 35 倍 PE，目标价 34.3 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 1 收入拆分和预测

营收 (亿元)	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
消费性电子	69.0	151.9	268.1	395.0	530	640
同比增速	56.3%	120.1%	76.5%	47.3%	34.2%	20.8%
毛利率	21.0%	19.5%	21.2%	21.0%	20.5%	20.0%
毛利润	14.48	29.54	56.80	82.95	108.65	128.00
通讯互联产品	10.6	16.6	21.5	32.5	50	80
同比增速	50.2%	56.8%	30.0%	51.0%	53.8%	60.0%
毛利率	22.2%	21.6%	20.8%	21.5%	22.0%	22.0%
毛利润	2.34	3.58	4.48	6.99	11.00	17.60
电脑互联产品	46.1	43.5	37.3	33.4	33.4	33
同比增速	18.6%	-5.7%	-14.2%	-10.5%	0.0%	-1.2%
毛利率	23.0%	22.0%	21.5%	21.7%	21.7%	22.0%
毛利润	10.60	9.55	8.04	7.25	7.25	7.26
汽车互联产品	9.0	11.3	17.3	25.2	37	60
同比增速	7.4%	25.1%	52.8%	45.8%	46.8%	62.2%
毛利率	16.0%	16.5%	16.7%	16.5%	16.2%	17.0%
毛利润	1.44	1.87	2.89	4.16	5.99	10.20
其他连接器	2.9	5.0	14.3	16	20	20
同比增速	0.8%	73.4%	183.7%	11.8%	25.0%	0.0%
毛利率	24.8%	22.2%	22.7%	21.2%	21.0%	21.0%
毛利润	0.72	1.12	3.25	3.39	4.20	4.20
营收合计	137.6	228.3	358.5	502.1	670.4	833.0
同比增速	35.7%	65.9%	57.1%	40.1%	33.5%	24.3%
毛利率	21.5%	20.0%	21.0%	20.9%	20.4%	20.1%
毛利润	29.6	45.7	75.5	104.7	137.1	167.3

资料来源: Wind, 华西证券研究所

5. 风险提示

宏观经济下行，系统性风险。公司处于电子零部件制造行业，连接器产品覆盖手机、通信设备、PC、汽车等多领域，与宏观经济有正相关性，中美贸易摩擦加剧可能对下游应用领域产生负面影响，进而影响公司的收入增长。

核心大客户出货量低于预期。公司消费性电子业务收入主要来自于北美大客户，若核心大客户手机产品销量过低，将直接影响公司的收入水平。

5G 商用进展低于预期。公司在 5G 赛道多维布局，手机、基站均有重点研发投入，若国内 5G 商用进程放缓，将不利于公司收入的持续增长。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	35849.96	50210.21	67040.11	83300.00	净利润	2813.34	3941.60	5438.36	6770.24
YoY (%)	57.06%	40.06%	33.52%	24.25%	折旧和摊销	1156.01	2000.00	2222.22	3802.47
营业成本	28304.43	39736.47	53330.82	66574.00	营运资金变动	-1617.28	-1325.90	-1951.54	-1989.44
营业税金及附加	163.02	239.56	314.86	393.30	经营活动现金流	3142.31	5130.50	5944.56	8733.97
销售费用	387.88	593.20	769.81	965.72	资本开支	-5113.57	-4411.81	-3052.08	-3498.66
管理费用	900.03	1039.35	1387.73	1724.31	投资	100.38	0.00	0.00	0.00
财务费用	301.79	294.09	185.21	56.96	投资活动现金流	-4928.25	-4261.81	-2872.08	-3298.66
资产减值损失	203.86	288.98	162.70	161.93	股权募资	98.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	122.77	150.00	180.00	200.00	债务募资	1811.65	-1154.22	-2809.67	900.00
营业利润	3293.78	4607.99	6349.12	7897.78	筹资活动现金流	1452.59	-1688.30	-3062.50	706.22
营业外收支	-11.75	-10.00	-5.00	0.00	现金净流量	-333.36	-819.61	9.98	6141.53
利润总额	3282.03	4597.99	6344.12	7897.78	主要财务指标				
所得税	468.69	656.39	905.76	1127.54	成长能力 (%)				
净利润	2813.34	3941.60	5438.36	6770.24	营业收入增长率	57.06%	40.06%	33.52%	24.25%
归属于母公司净利润	2722.63	3813.87	5262.42	6551.09	净利润增长率	61.05%	40.08%	37.98%	24.49%
YoY (%)	61.05%	40.08%	37.98%	24.49%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.51	0.71	0.98	1.22	毛利率	21.05%	20.86%	20.45%	20.08%
资产负债表 (百万元)					净利率	7.85%	7.85%	8.11%	8.13%
货币资金	3819.61	3000.00	3009.98	9151.52	总资产收益率 ROA	7.47%	9.31%	10.94%	10.88%
预付款项	93.22	176.84	216.78	279.16	净资产收益率 ROE	17.57%	19.92%	21.56%	21.16%
存货	4734.78	5870.68	7830.48	9795.19	偿债能力 (%)				
其他流动资产	14430.47	16245.46	20663.99	24992.72	流动比率	1.34	1.48	1.77	1.98
流动资产合计	23078.07	25292.99	31721.23	44218.59	速动比率	1.06	1.12	1.32	1.53
长期股权投资	328.80	328.80	328.80	328.80	现金比率	0.22	0.18	0.17	0.41
固定资产	9457.34	11357.34	11701.78	10910.42	资产负债率	54.24%	50.07%	46.20%	45.76%
无形资产	614.30	614.30	614.30	614.30	经营效率 (%)				
非流动资产合计	13363.37	15670.18	16400.04	16001.23	总资产周转率	1.13	1.30	1.51	1.54
资产合计	36441.44	40963.17	48121.27	60219.82	每股指标 (元)				
短期借款	5663.90	3709.67	0.00	0.00	每股收益	0.51	0.71	0.98	1.22
应付账款及票据	10237.52	11614.54	15598.29	19467.41	每股净资产	2.90	3.58	4.56	5.79
其他流动负债	1277.16	1797.75	2343.42	2902.61	每股经营现金流	0.59	0.96	1.11	1.63
流动负债合计	17178.57	17121.96	17941.71	22370.02	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	1499.30	2299.30	3199.30	4099.30	估值分析				
其他长期负债	1088.74	1088.74	1088.74	1088.74	PE	51.32	36.63	26.55	21.33
非流动负债合计	2588.03	3388.03	4288.03	5188.03	PB	4.85	7.30	5.72	4.51
负债合计	19766.60	20509.99	22229.74	27558.05					
股本	4114.62	4114.62	4114.62	4114.62					
少数股东权益	1176.89	1304.62	1480.56	1699.70					
股东权益合计	16674.84	20453.17	25891.53	32661.77					
负债和股东权益合计	36441.44	40963.17	48121.27	60219.82					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

孙远峰：华西证券研究所副所长&电子行业首席分析师，哈尔滨工业大学工学学士，清华大学工学博士，近3年电子实业工作经验；2018年水晶球/金牛/IAMAC保险资产上榜分析师，2017年新财富入围/水晶球上榜分析师，2016年新财富上榜分析师，2013~2015年新财富上榜分析师团队核心成员。

张大印：华西证券研究所电子行业分析师，北京邮电大学工学学士、工学硕士，近3年电子实业工作经验，累计申请国家专利18项；曾就职于民生证券、安信证券，2019年加入华西证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区阜成门外大街22号外经贸大厦9层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属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。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。