

公司成长启动，行业低迷中更显价值

买入维持

目标价格：22.7元

投资要点：

- 📖 中报预增 35%~50%，在行业低迷中更具价值，利润主要来自下半年
- 📖 政策推动国内安全行业持续加大投入，公司获得成长动力
- 📖 公司效仿丹纳赫发展之路，未来重视外部并购、渠道开拓

报告摘要：

- 汉威电子发布 2012 年半年度业绩预增公告，实现高速增长。公司预计实现归属于上市公司股东的净利润 1997~2219 万元，同比增长 35~50%，对应当前股本的 EPS 区间为 0.17~0.19 元，符合我们预期。
- 公司成长动力来自于安全行业投入，行业周期波动小。2 季度国内电子行业依然低迷，已预告的 A 股上市电子企业的半年度利润同比增速中值为下滑-3%左右，公司中报预增 35%~50%，远超行业增速。
- 安全行业投入的季节性特征明显，公司利润将主要来自下半年。安全行业如民用燃气、安全监测等领域的工程实施集中在下半年，从公司有财务公告的 2009-2011 三年看，下半年利润贡献 60%~80%。
- 政策推动国内安全行业持续加大投入，公司获得成长动力。工业安全领域，安监局强制要求煤矿和非煤矿山按吨产量提取安全费用，国内煤矿安全支出超 200 亿元；并要求在 13 年之前完成紧急避险在内的六大安全系统，设备需求接近万亿。民用燃气安全领域，燃气报警逐步开始试点推广，目前在国内 1.7 亿用户中的普及率不足 15%，相比国外 80%的水平空间较大，预计新增市场规模超 60 亿元。
- 维持盈利预测：未来三年 EPS 为 0.81/1.09/1.54 元。我们预计 2012-14 年公司将实现净利润分别 0.96/1.29/1.82 亿元，3 年复合增长 41%。
- 投资建议：公司属于典型的大行业、小公司，重申“买入”，目标价 22.70 元。公司在政策推动国内安全行业持续加大投入背景下获得外部成长动力，并效仿丹纳赫重视外部并购与渠道开拓实现自身发展。公司具有长期成长动力。

主要经营指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	174	261	389	553	768
YoY	37%	50%	49%	42%	39%
净利润	44	67	96	129	182
YoY	9%	53%	43%	35%	41%
EPS (元)	0.36	0.55	0.81	1.09	1.54
净利率	25%	26%	25%	23%	24%

电子元器件行业研究组

联系人：

沈建锋

电话：021-31352152

Email: shenjianfeng@hysec.com

分析师：

胡颖 (S1180210020002)

电话：010-88085957

Email: huying@hysec.com

市场表现



公司数据

总股本(万股)	11800
流通股(万股)	6115
当前股价	18.41
年内最高/最低	11.43/20.10
总市值(亿元)	21.72

相关研究

- 1 《宏源证券 * 深度报告 * 汉威电子：行业应用起，公司成长获良机 * 300007 * 电子行业 * 沈建锋》，2012.5
- 2 《宏源证券 * 深度报告 * 汉威电子：安全需求加自身模式成就公司成长 * 300007 * 电子行业 * 沈建锋.docx》，2012.5

目录

一、国内安全行业持续投入，公司获得成长动力.....	3
二、安全行业周期波动小，在行业低迷下公司更具价值.....	4
三、公司业绩季节性特征明显，主要来自下半年.....	5
四、维持盈利预测，重申“买入”评级.....	5

插图

图 1: 新颁布的《企业安全生产费用提取和使用管理办法》要求企业加大安全投入.....	3
图 2: 公司各季度收入和利润增速.....	4
图 3: A 股电子公司半年度利润增速区间统计.....	4
图 4: 公司近 3 年下半年收利润占比.....	5
图 5: 公司近 3 年下半年收入占比.....	5
图 6: 公司主营业务收入和毛利率预测.....	5
图 7: A 股上市国内传感器公司的估值水平和盈利能力.....	6
图 8: 公司三张报表摘要及财务分析.....	7

一、国内安全行业持续投入，公司获得成长动力

国家政策推动国内安全行业持续加大投入，公司获得成长动力。工业安全领域，安监局强制要求煤矿和非煤矿山按吨产量提取安全费用，国内煤矿安全支出超 200 亿元；并要求在 13 年之前完成紧急避险在内的六大安全系统，设备需求接近万亿。民用燃气安全领域，燃气报警逐步开始试点推广，目前在 1.7 亿用户中的普及率不足 15%，相比国外 80% 的水平空间较大，预计新增市场规模超 60 亿元。

图 1：新颁布的《企业安全生产费用提取和使用管理办法》要求企业加大安全投入

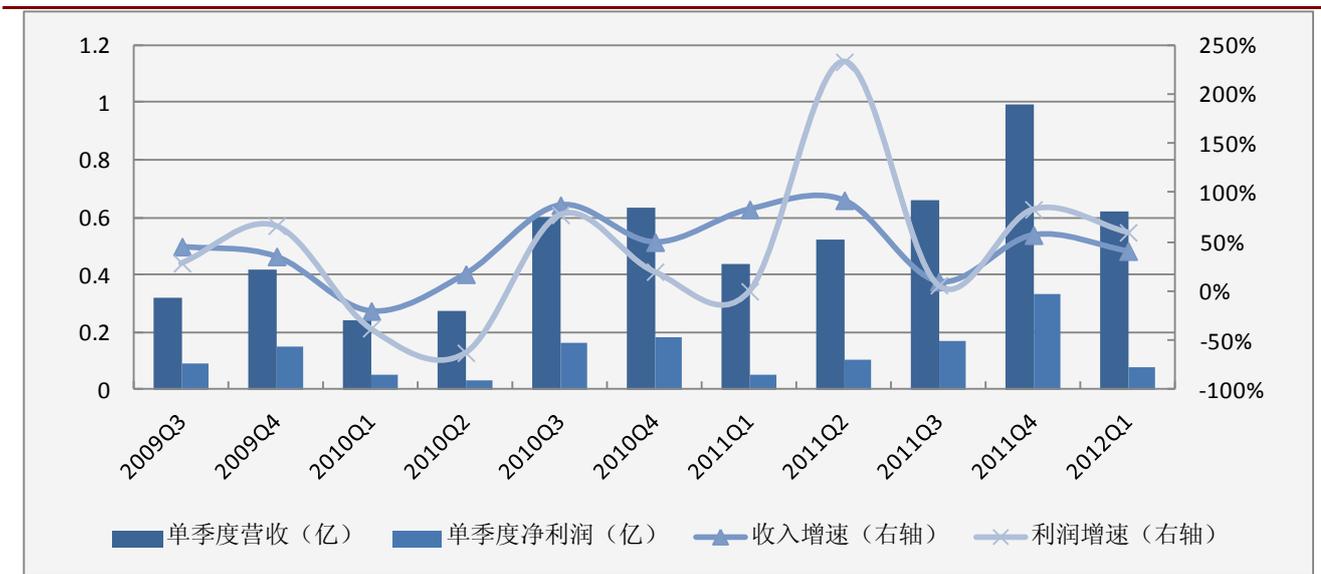
《企业安全生产费用提取和使用管理办法》财企[2012]16号		相关原文件		对比情况
行业	具体内容	具体内容	出处	
煤炭生产企业	第五条 煤炭生产企业依据开采的原煤产量按月提取。各类煤矿原煤单位产量安全费用提取标准如下： (一)煤(岩)与瓦斯(二氧化碳)突出矿井、高瓦斯矿井吨煤30元； (二)其他井工矿吨煤15元； (三)露天矿吨煤5元。 矿井瓦斯等级划分按现行《煤矿安全规程》和《矿井瓦斯等级鉴定规范》的规定执行。	(一)大中型煤矿 1.高瓦斯、煤与瓦斯突出、自然发火严重和涌水量大的矿井吨煤不低于8元，其中：45户重点监控煤炭生产企业吨煤不低于15元(名单附后)； 2.低瓦斯矿井吨煤不低于5元； 3.露天矿吨煤不低于3元。 (二)小型煤矿 1.高瓦斯矿井、煤与瓦斯突出、自然发火严重和涌水量大的矿井吨煤不低于10元； 2.低瓦斯矿井吨煤不低于6元。	《关于调整安全生产费用提取标准加强安全生产费用使用与监督管理的通知》财建[2005]168号	不再区分大中型煤矿和小型煤矿，统一计提标准均提高。
非煤矿山开采企业	第六条 非煤矿山开采企业依据开采的原矿产量按月提取。各类矿山原矿单位产量安全费用提取标准如下： (一)石油，每吨原油17元； (二)天然气、煤层气(地面开采)，每千立方米原气5元； (三)金属矿山，其中露天矿山每吨5元，地下矿山每吨10元； (四)核工业矿山，每吨25元； (五)非金属矿山，其中露天矿山每吨2元，地下矿山每吨4元； (六)小型露天采石场，即年采剥总量50万吨以下，且最大开采高度不超过50米，产品用于建筑、铺路的山坡型露天采石场，每吨1元； (七)尾矿库按入库尾矿量计算，三等及三等以上尾矿库每吨1元，四等及五等尾矿库每吨1.5元。 本办法下发之日以前已经实施闭库的尾矿库，按照已堆存尾砂的有效库容大小提取，库容100万立方米以下的，每年提取5万元；超过100万立方米的，每增加100万立方米增加3万元，但每年提取额最高不超过30万元。 地质勘探单位安全费用按地质勘查项目或者工程总费用的2%提取。	第六条 矿山企业安全费用依据开采的原矿产量按月提取。各类矿山原矿单位产量安全费用提取标准如下： (一)石油，每吨原油17元； (二)天然气，每千立方米原气5元； (三)金属矿山，其中露天矿山每吨4元，井下矿山每吨8元； (四)核工业矿山，每吨22元； (五)非金属矿山，其中露天矿山每吨(立方米)1元，井下矿山每吨(立方米)2元； (六)小型露天采石场，即年采剥总量50万吨以下，且最大开采高度不超过50米，产品用于建筑、铺路的山坡型露天采石场，每吨0.5元。	《高危行业企业安全生产费用财务管理暂行办法》(财企[2006]478号)	除石油、天然气计提标准没有变动外，其他非煤矿山产品的计提标准均提高。明确地质勘探单位安全费用计提要求。
建设工程施工企业	第七条 建设工程施工企业以建筑安装工程造价为计提依据。各建设工程类别安全费用提取标准如下： (一)矿山工程为2.5%； (二)房屋建筑工程、水利水电工程、电力工程、铁路工程、城市轨道交通工程为2.0%； (三)市政公用工程、冶炼工程、机电安装工程、化工石油工程、港口与航道工程、公路工程、通信工程为1.5%。	第八条 建筑施工企业以建筑安装工程造价为计提依据。各工程类别安全费用提取标准如下： (一)房屋建筑工程、矿山工程为2.0%； (二)电力工程、水利水电工程、铁路工程为1.5%； (三)市政公用工程、冶炼工程、机电安装工程、化工石油工程、港口与航道工程、公路工程、通信工程为1.0%。	《高危行业企业安全生产费用财务管理暂行办法》(财企[2006]478号)	提高计提标准，明确城市轨道交通工程计提依据和标准。

资料来源：安监局，宏源证券

公司 2012 年半年度业绩预增公告再次印证公司已进入高速成长阶段。从公司近几个季度的收入和利润增速来看，公司已具备成长启动的特征，2010 年 3 季度以来公司单季度收入与利润的增速的均值超过 60%，2012 年一季度收入同比增速达到 40%，净利润同

比增速达到 60%；而半年度公司利润再次同比增长 35~50%。

图 2: 公司各季度收入和利润增速

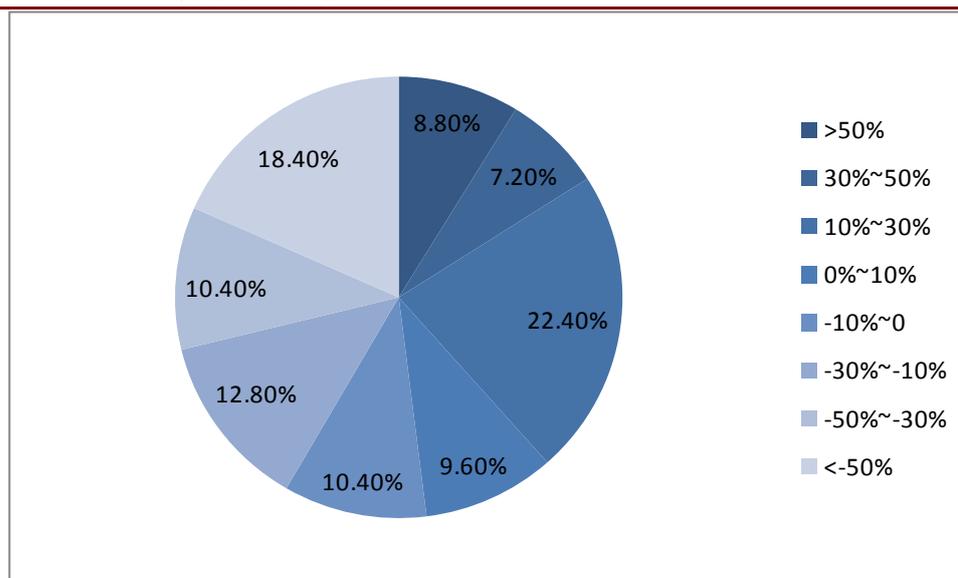


资料来源: 公司公告, 宏源证券

二、安全行业周期波动小，在行业低迷下公司更具价值

公司成长动力来自于安全行业投入，行业周期波动小。2 季度国内电子行业依然低迷，已预告的 A 股上市电子企业的半年度利润同比增速中值为下滑-3%左右，但公司依靠安全行业的逆周期投入、以及自身的优势发展，中报预增 35%~50%，远超行业增速。

图 3: A 股电子公司半年度利润增速区间统计

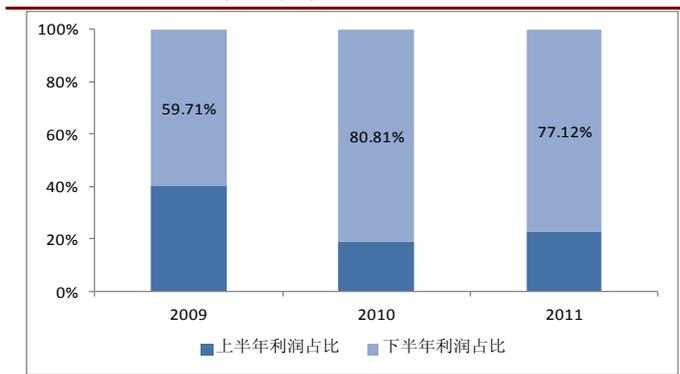


资料来源: 同花顺, 宏源证券

三、公司业绩季节性特征明显，主要来自下半年

安全行业投入的季节性特征明显，公司利润将主要来自下半年。安全行业如民用燃气、安全监测等领域的工程实施集中在下半年，从公司有财务公告的 2009-2011 三年看，下半年收入贡献达 60%~70%，利润贡献更是高达 60%~80%。

图 4：公司近 3 年下半年收利润占比



资料来源：公司公告，宏源证券

图 5：公司近 3 年下半年收入占比



资料来源：公司公告，宏源证券

四、维持盈利预测，重申“买入”评级

维持盈利预测，我们预计公司未来 3 年净利润复合增长 41%。我们预计未来几年公司在非煤矿石、民用燃气等应用领域将高速发展，传统的石油、化工、煤矿、钢铁等领域也将保持 30% 以上的增长。预计 2012-2014 年公司实现归属母公司股东净利润分别为 0.96/1.29/1.82 亿元，对应当前股本的 EPS 分别为 0.81/1.09/1.54 元。

图 6：公司主营业务收入和毛利率预测

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
仪器仪表						
销售收入（百万元）	34.05	115.81	173.92	269.42	379.80	521.95
YoY	-7.2%	240.1%	50.2%	54.9%	41.0%	37.4%
销售成本（百万元）	9.80	53.80	73.66	123.65	177.65	247.06
毛利率	71.2%	53.5%	57.6%	54.1%	53.2%	52.7%
传感器						
销售收入（百万元）	32.95	25.01	39.94	56.31	76.92	103.11
YoY	14.7%	-24.1%	59.7%	41.0%	36.6%	34.1%
毛利（百万元）	21.30	14.21	23.49	34.18	46.00	60.61
毛利率	64.6%	56.8%	58.8%	60.7%	59.8%	58.8%
监控系统						
销售收入（百万元）	29.92	18.44	36.20	57.92	89.77	134.66
YoY	152.7%	-38.4%	96.3%	60.0%	55.0%	50.0%
毛利（百万元）	13.61	10.07	17.96	29.54	47.58	74.06
毛利率	45.5%	54.6%	49.6%	51.0%	53.0%	55.0%
其他						
销售收入（百万元）	9.52	8.89	3.81	4.96	6.45	8.38
YoY	8.4%	-6.6%	-57.1%	30.0%	30.0%	30.0%
毛利率	54.5%	53.2%	45.2%	46.0%	47.0%	48.0%
业务总收入	126.96	173.95	261.31	388.61	552.94	768.10
YoY	30.4%	37.0%	50.2%	48.7%	42.3%	38.9%
主营业务成本	45.54	77.13	110.44	176.84	254.18	354.52
毛利率	60.30%	54.11%	55.17%	54.50%	54.03%	53.84%

资料来源：公司年报，宏源证券

公司属于典型的大行业、小公司，重申“买入”。1、公司具有长期成长动力，在国家政策推动国内安全行业持续加大投入背景下获得外部成长动力，并效仿丹纳赫重视外部并购与渠道开拓实现自身发展。2、公司目前二级市场股价对应对应 2012-2013 年 23/17 倍 PE，仍然低于 A 股上市的国内传感器公司的平均估值水平。

图 7: A 股上市国内传感器公司的估值水平和盈利能力

股票代码	股票名称	股价(元)	一致预测EPS(元)				PE			营收同比	利润同比	ROE	净利率	毛利率
		2012/5/28	2011	2012Q1	2012E	2013E	2011	2012E	2013E					
002058.SZ	威尔泰	6.70	0.11	(0.02)	0.12	0.08	62.88	53.60	83.75	-13.25%	-550.65%	-1.41%	-13.63%	36.81%
000988.SZ	华工科技	6.78	0.47	0.24	0.75	0.97	14.32	9.03	7.02	-17.58%	31.74%	4.02%	22.83%	25.54%
002214.SZ	大立科技	17.30	0.31	(0.04)	0.40	0.54	55.92	43.25	32.04	26.38%	41.22%	-0.92%	-17.55%	50.05%
002236.SZ	大华股份	34.45	1.35	0.24	2.07	2.91	25.44	16.62	11.82	51.54%	70.90%	4.25%	13.26%	40.15%
002414.SZ	高德红外	18.13	0.34	0.02	0.57	0.79	52.62	31.94	22.99	153.70%	84.24%	0.19%	12.52%	46.58%
002415.SZ	海康威视	27.86	1.48	0.35	2.05	2.78	18.81	13.61	10.04	39.01%	33.27%	4.86%	26.95%	48.83%
002308.SZ	威创股份	10.45	0.40	0.09	0.54	0.71	25.94	19.26	14.63	16.47%	11.67%	2.91%	29.49%	57.09%
002241.SZ	歌尔声学	37.47	0.62	0.14	1.01	1.48	60.18	37.04	25.30	60.12%	94.18%	2.54%	12.20%	28.65%
002230.SZ	科大讯飞	22.90	0.35	0.05	0.53	0.77	65.29	43.42	29.92	51.77%	36.77%	1.64%	14.80%	61.74%
300114.SZ	中航电测	13.35	0.51	0.09	0.65	0.76	26.05	20.50	17.55	41.19%	5.27%	1.36%	9.78%	32.93%
002175.SZ	广陆数测	9.40	0.09	0.01	0.10	0.12	101.39	96.14	80.84	12.74%	27.98%	0.32%	2.31%	31.58%
002079.SZ	苏州固锴	5.68	0.10	0.02	0.27	0.41	59.48	21.29	13.87	-12.91%	-25.42%	1.38%	8.71%	10.30%
300078.SZ	中瑞思创	13.55	0.56	0.11	0.72	0.93	24.38	18.76	14.64	20.85%	5.78%	1.50%	23.19%	37.31%
002512.SZ	达华智能	8.69	0.28	0.06	0.36	0.46	31.21	24.14	18.89	58.88%	18.10%	1.43%	14.67%	33.80%
002229.SZ	鸿博股份	5.93	0.19	0.04	0.30	0.41	30.46	19.68	14.63	71.30%	-19.49%	1.46%	8.64%	28.81%
002161.SZ	远望谷	7.74	0.15	0.03	0.33	0.43	50.56	23.62	17.97	-14.83%	11.59%	1.60%	45.72%	56.33%
002017.SZ	东信和平	10.78	0.16	0.04	0.29	0.41	66.32	36.81	26.30	16.42%	12.67%	1.49%	3.66%	28.67%
000682.SZ	东方电子	3.25	0.02	0.00	0.10	0.20	146.12	31.53	15.92	2.53%	25.55%	0.21%	3.28%	37.50%
	中值						51.59	23.88	17.76	23.62%	21.82%	1.47%	12.36%	37.06%
300007.SZ	汉威电子	18.41	0.55	0.06	0.81	1.09	33.61	22.71	16.81	41.68%	56.24%	1.30%	12.69%	52.02%

资料来源: 同花顺, 宏源证券

图 8: 公司三张报表摘要及财务分析

损益表 (人民币百万元)					
	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	174	261	389	553	768
增长率	37.0%	50.2%	48.7%	42.3%	38.9%
主营业务成本	-80	-117	-177	-254	-355
%销售收入	45.9%	44.8%	45.5%	46.0%	46.2%
毛利	94	144	212	299	414
%销售收入	54.1%	55.2%	54.5%	54.0%	53.8%
营业税金及附加	-2	-3	-4	-6	-8
%销售收入	1.0%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-26	-43	-61	-85	-115
%销售收入	15.0%	16.3%	15.8%	15.4%	15.0%
管理费用	-30	-41	-59	-83	-111
%销售收入	17.2%	15.7%	15.3%	15.0%	14.5%
息税前利润 (EBIT)	36	58	87	125	179
%销售收入	20.9%	22.1%	22.4%	22.6%	23.3%
财务费用	5	5	1	-2	0
%销售收入	-2.6%	-2.0%	-0.4%	0.3%	0.1%
资产减值损失	-2	-4	-1	-2	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	39	59	87	122	177
营业利润率	22.6%	22.5%	22.5%	22.0%	23.0%
营业外收支	11	19	23	28	34
税前利润	51	78	111	149	210
利润率	29.1%	29.7%	28.5%	27.0%	27.4%
所得税	-7	-11	-15	-20	-28
所得税率	13.7%	13.9%	13.5%	13.5%	13.5%
净利润	44	67	96	129	182
少数股东损益	1	2	0	0	0
归属于母公司的净利润	42	65	96	129	182
净利率	24.3%	24.7%	24.6%	23.4%	23.7%

资产负债表 (人民币百万元)					
	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	357	260	234	261	363
应收款项	53	120	137	165	207
存货	37	56	77	103	134
其他流动资产	33	46	73	104	144
流动资产	480	482	521	633	848
%总资产	80.8%	69.2%	58.4%	59.1%	64.5%
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	87	144	269	332	388
%总资产	14.7%	20.7%	30.2%	31.0%	29.5%
无形资产	25	66	71	74	77
非流动资产	114	214	371	437	467
%总资产	19.2%	30.8%	41.6%	40.9%	35.5%
资产总计	594	696	892	1,070	1,315
短期借款	6	19	0	0	0
应付款项	46	68	85	122	169
其他流动负债	7	19	28	40	56
流动负债	60	106	113	162	226
长期贷款	0	0	100	100	100
其他长期负债	4	3	0	0	0
负债	64	109	213	262	326
普通股股东权益	520	573	664	793	975
少数股东权益	10	15	15	15	15
负债股东权益合计	594	696	892	1,070	1,315

比率分析					
	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标					
每股收益	173.949	261.311	388.608	552.939	768.101
每股净资产	4.407	4.855	5.628	6.723	8.265
每股经营现金净流	0.259	0.204	0.280	0.905	1.485
每股股利	0.000	1.000	0.000	0.000	0.000
回报率					
净资产收益率	8.14%	11.28%	14.41%	16.29%	18.66%
总资产收益率	7.13%	9.28%	10.72%	12.07%	13.83%
投入资本收益率	5.85%	8.20%	9.67%	11.92%	14.23%
增长率					
主营业务收入增长率	37.01%	50.22%	48.71%	42.29%	38.91%
EBIT增长率	-5.14%	58.73%	50.54%	43.79%	43.29%
净利润增长率	5.43%	52.73%	47.99%	35.06%	40.85%
总资产增长率	10.43%	17.31%	28.09%	19.96%	22.94%
资产管理能力					
应收账款周转天数	73.8	158.4	120.0	100.0	90.0
存货周转天数	143.9	210.1	160.0	150.0	140.0
应付账款周转天数	119.8	193.1	120.0	120.0	120.0
固定资产周转天数	143.9	102.8	205.0	178.8	136.4
偿债能力					
净负债/股东权益	-66.12%	-41.05%	-19.70%	-19.95%	-26.61%
EBIT利息保障倍数	-8.0	-10.9	-58.7	69.2	384.9
资产负债率	10.70%	15.64%	23.91%	24.50%	24.75%

现金流量表 (人民币百万元)					
	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	44	67	96	129	182
少数股东损益	0	0	0	0	0
非现金支出	6	12	23	35	43
非经营收益	0	-2	-46	-21	2
营运资金变动	-19	-53	-39	-37	-52
经营活动现金净流	31	24	33	107	175
资本开支	-56	-116	-130	-72	-66
投资	-3	0	-1	0	0
其他	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-60	-116	-131	-72	-66
股权募资	1	2	-4	0	0
债权募资	-10	5	79	0	0
其他	-19	-12	-4	-7	-7
筹资活动现金净流	-28	-5	71	-7	-7
现金净流量	-57	-96	-26	27	102

资料来源: Wind, 宏源证券

分析师简介:

沈建锋: 宏源证券研究所电子元器件行业分析师, 复旦大学电子本科, 通信硕士、MBA, CFA2 级, 2 年证券分析从业经验, 6 年电子半导体行业从业经验, 2012 年 5 月加盟宏源证券研究所。曾任职于国金证券, 电子行业新财富团队成员, 个人代表个股东软载波、汉威电子等。

机构销售团队

区域	姓名	电话	邮箱	姓名	电话	邮箱	姓名	电话	邮箱
华北	牟晓凤	010-88085111	muxiaofeng@hysec.com	李倩	010-88083561	liqian@hysec.com	王燕妮	010-88085993	wangyanni@hysec.com
	张璐	010-88085978	zhangjun3@hysec.com	赵佳	010-88085291	zhaojia@hysec.com	奚曦	021-51782067	xixi@hysec.com
华东	夏苏云	13631505872	xiasuyun@hysec.com	贾浩森	010-88085279	jiahaosen@hysec.com	罗云	010-88085760	luoyun@hysec.com
	张璐	010-88085978	zhangjun3@hysec.com	赵佳	010-88085291	zhaojia@hysec.com	奚曦	021-51782067	xixi@hysec.com
华南	夏苏云	13631505872	xiasuyun@hysec.com	贾浩森	010-88085279	jiahaosen@hysec.com	罗云	010-88085760	luoyun@hysec.com
	赵越	18930809316	zhaoyue@hysec.com	胡玉峰	010-88085843	huyufeng@hysec.com	孙利群	010-88085756	sunliqun@hysec.com
QFII	覃汉	010-88085842	qinhan@hysec.com	胡玉峰	010-88085843	huyufeng@hysec.com	孙利群	010-88085756	sunliqun@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。