

金禾实业 (002597.SZ)

持续高增长，仍旧被低估

 评级: **买入** 前次: **买入**

 目标价(元): **22**

 分析师 联系人
 胡彦超 张喆

S0740512070001

021-20315176 021-20315280

huyc@r.qlzq.com.cn zhangzhe01@r.qlzq.com.cn

2016年10月24日

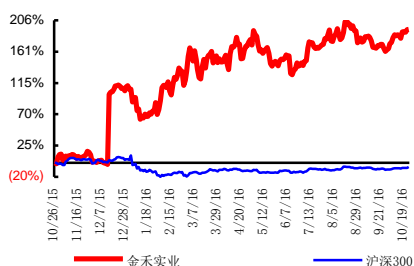
基本状况

| | |
|-----------|-------|
| 总股本(百万股) | 565 |
| 流通股本(百万股) | 554 |
| 市价(元) | 15.6 |
| 市值(百万元) | 8,808 |
| 流通市值(百万元) | 8,642 |

业绩预测

| 指标 | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 3,214.7 | 3,327.7 | 3,876.7 | 4,672.5 | 5,155.0 |
| 营业收入增速 | 7.98% | 3.52% | 16.50% | 20.53% | 10.33% |
| 净利润增长率 | 13.92% | 28.87% | 114.85% | 30.33% | 18.37% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.59 | 0.38 | 0.82 | 1.06 | 1.26 |
| 前次预测每股收益(元) | | | | | |
| 市场预测每股收益(元) | | | | | |
| 偏差率(本次-市场/市场) | | | | | |
| 市盈率(倍) | 23.38 | 29.15 | 16.63 | 12.76 | 10.78 |
| PEG | 1.68 | 1.01 | 0.14 | 0.42 | 0.59 |
| 每股净资产(元) | 6.79 | 3.55 | 4.39 | 5.46 | 6.71 |
| 每股现金流量 | 1.31 | 0.91 | 0.67 | 1.34 | 1.55 |
| 净资产收益率 | 8.63% | 10.62% | 18.58% | 19.49% | 18.75% |
| 市净率 | 2.02 | 3.10 | 3.09 | 2.49 | 2.02 |
| 总股本(百万股) | 284.16 | 568.25 | 564.59 | 564.59 | 564.59 |

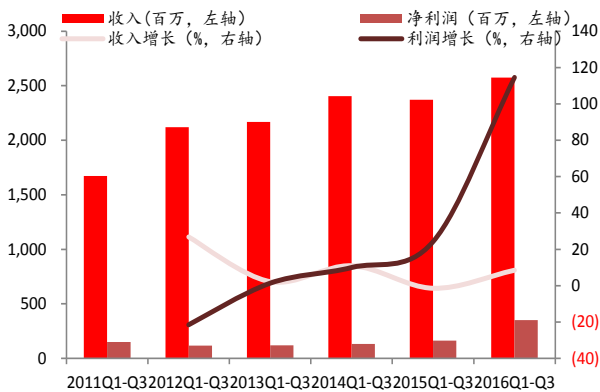
股价与行业-市场走势对比



投资要点

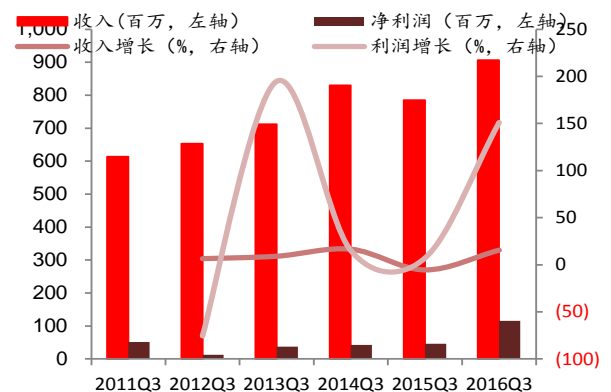
- **事件：金禾实业公布 2016 年三季报，16Q1-Q3 公司实现收入 25.74 亿元，同比增长 8.51%，归属于母公司净利润 3.52 亿元，同比大幅增长 114.57%，扣非后归属于母公司净利润 2.63 亿元，同比大幅增长 74.54%；其中 16Q3 实现收入 9.07 亿元，同比增长 15.51%，归属于母公司净利润 1.15 亿元，同比大幅增长 151.00%，扣非后归属于母公司净利润 1.08 亿元，同比大幅增长 124.16%。同时公司预计 2016 年全年归属于母公司净利润同比增长 100%-120%。**
- **精细化工产品量价齐升持续，业绩再次略超预期：公司三季度的收入同比增长 15.51%，同比增速环比大幅提高了 14.82%，主要得益于公司安赛蜜、麦芽酚和三氯蔗糖等精细化工产品销量和价格同比大幅提升以及双氧水项目的投产。公司三季度的净利润同比大幅增长 151%，扣非之后净利润同比大幅提升 124.16%，接近中报给出的三季度业绩指引上限，主要是因为精细化工产品提价以及基础化工部分产品价格略有上涨，而主要原材料价格降幅较大所导致的毛利率大幅提升。公司预计 2016 年全年净利润同比增长 100%-120%，全年高增长确立。**
- **毛利率大幅提升，费用率相对稳定：16 年前三季度公司的毛利率为 22.59%，同比大幅度提高了 6.38 个百分点，其中 16Q3 的毛利率为 24.06%，同比大幅提升 7.48%，环比小幅提升 0.12%，主要得益于安赛蜜等精细化工产品的价格上涨。公司的期间费用率相对比较稳定，16 年前三季度的期间费用率为 9.27%，同比小幅提高 0.1%，16Q3 的期间费用率为 8.69%，同比下降 1.01%，其中销售费用率为 5.46%，同比下降 0.34%；管理费用率为 2.79%，同比下降 0.49%。公司三季度的整体净利率为 12.70%，同比大幅提高 6.85 个百分点。公司的现金流持续优秀表现，前三季度的经营活动产生的现金流量净额达到 6.50 亿元，同比大幅增长 40.59%。**

图表 1: 2016Q1-Q3 公司收入及利润增速变化情况



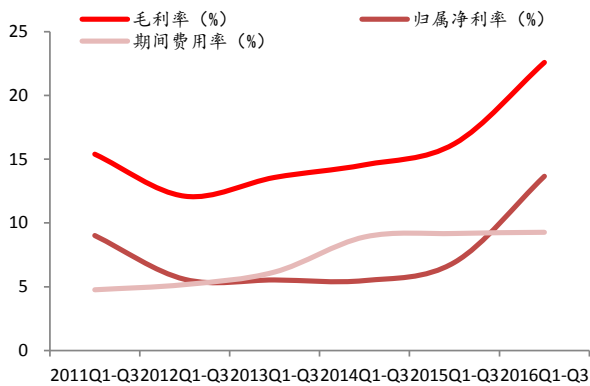
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 2: 2016Q3 公司的收入及利润增速变化情况



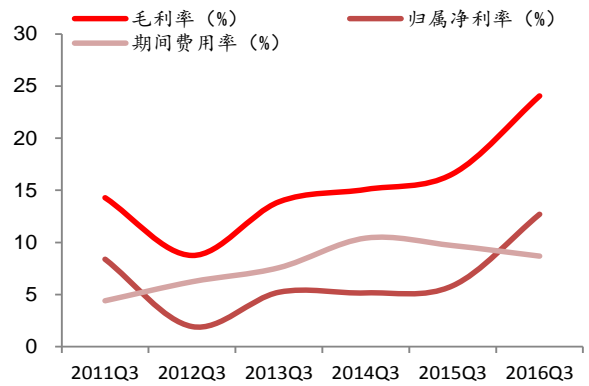
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 3: 2016 Q1-Q3 公司的利润率变化情况



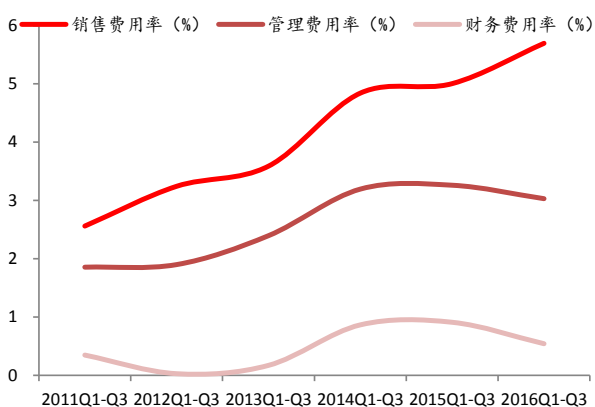
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 4: 2016Q3 公司的利润率变化情况



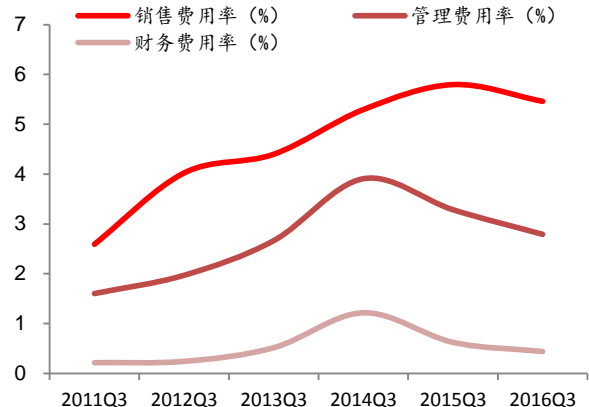
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 5: 2016 Q1-Q3 公司的期间费用率变化情况



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 6: 2016Q3 公司的期间费用率变化情况



来源: Wind, 中泰证券研究所

- **精细化工产品量价齐升持续，夯实全年业绩高增长：**公司安赛蜜、麦芽酚和三氯蔗糖等产品受益于竞争格局的改善，持续呈现出量价齐升的趋势。1) 安赛蜜：王龙管道泄漏事件之后双乙酰酮价格上涨刺激安赛蜜价格上涨，目前价格维持在 4 万/吨左右，预计前三季度出货 7000 吨左右，继续保持 30% 以上的增长。而且迫于环保浩波生存压力进一步加大，退出的概率较大；2) 麦芽酚：北京天利海近期开始小范围试复产，但不会对价格产品负面影响，目前价格维持在 11 万/吨左右，同比提高近 30%；3) 三氯蔗糖：出厂价继续提升到 40 万/吨左右（部分产品报价接近 50 万/吨），较年初提升超过 40%，近期国内产能最大的盐城捷康小规模复产，预计对价格影响不大，公司 500 吨装置下半年正式投产，预计明年上半年再新增产能 1500 吨。
- **业绩+估值均存在预期差，甜味剂龙头尚未被充分认知。业绩：安赛蜜价格弹性尚未完全释放+三氯蔗糖全面放量，明后年业绩仍能持续高增长。**1) **安赛蜜价格弹性尚未完全释放：**公司今年采取抢占市场份额的战略，主动提价意愿不强。安赛蜜的价格从年初的 3.5 万/吨左右提升到 4 万/吨主要是由于原材料双乙酰酮涨价而带来的被动提价。随着浩波的生存压力逐步加大，我们预计安赛蜜的价格弹性将在明后年完全释放。而且公司安赛蜜有 30% 占比是签订的低价长单，明年能够全面受益于今年的提价。2) **三氯蔗糖产品全面放量：**三氯蔗糖作为公司储备多年的品种在今年正式投产，500 吨的装置目前基本处于满产满销。公司新增 1500 吨装置预计明年上半年能够正式投产，我们估计若三氯蔗糖价格保持平稳，每 1000 吨的新增销量能够贡献出至少 1.5 亿的毛利。**估值：甜味剂产品消费品属性明显，弱化周期性思维。**由于下游需求相对稳定+公司业绩弹性尚未完全释放，金禾和普通周期股有着显著不同。1) **需求相对稳定，周期性相对较弱：**金禾甜味剂主业下游客户主要为食品饮料公司，需求端相对稳定。公司在细分行业的定价权是极为稀缺的，产品消费品属性较为明显。2) **盈利能力尚未完全释放：**公司核心产品正逐步进入到量价齐升的周期，明后两年的业绩仍有非常明确的增长点。而且利用现有的客户资源，公司有从现有的甜味剂主业扩展到食用香精等其他品类。当前股价对应 17 年仅 14xPE，对比产品属性相似的爱普股份等，估值仍被低估。
- **投资建议：上调 16 年目标价至 22 元，维持“买入”评级。**公司作为甜味剂细分领域的绝对王者，对主导产品拥有强定价权，未来量价齐升确定性高。市场仍未充分预期公司甜味剂主业持续向好的趋势，安赛蜜、麦芽酚等核心产品量价齐升趋势不改+三氯蔗糖等新品顺利投产有望夯实全年业绩高增长。我们小幅上调 2016-18 年 EPS 至 0.82/1.068/1.26 元，上调 2016 年目标价至 22 元，对应 2017 年 20xPE，维持“买入”评级，继续重点推荐。

图表 7：金禾实业的相关报告

| 日期 | 相关报告 |
|-----------|--|
| 2016/9/29 | 研究简报《股价回调提供买点，仍被低估的甜味剂龙头》 |
| 2016/8/17 | 点评报告《业绩增速再超预期，量价齐升未完待续》 |
| 2016/7/27 | 研究简报《双乙酰酮格局优化，安赛蜜全面受益，拥有定价权但仍被明显低估的战略品种》 |
| 2016/7/4 | 研究简报《甜味剂主业持续向好，夯实业绩高增长》 |
| 2016/4/24 | 点评报告《业绩略超预期，产品量价齐升“未完待续”》 |
| 2016/4/11 | 点评报告《麦芽酚打开提价空间，精细化工产品全面高景气》 |
| 2016/3/28 | 点评报告《竞争格局优化，甜味剂主业持续高景气》 |
| 2016/3/17 | 点评报告《加码产能，甜味剂主业全面提速》 |
| 2016/2/29 | 点评报告《业绩符合预期，安赛蜜有望量价齐升》 |
| 2016/2/15 | 点评报告《安赛蜜提价预期不改，股东增持提供安全边际》 |
| 2016/1/19 | 深度报告《行业整合夯实甜味剂主业，外延拓展提供弹性空间》 |

来源：中泰证券研究所

- **风险提示：三氯蔗糖推广不达预期、环保风险、食品添加剂产品被公众误解的风险。**

图表 8：金禾实业销售收入预测（单位：百万元）

| 项 目 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 精细化工 | | | | | | |
| 销售收入 | 503.83 | 565.34 | 584.23 | 997.68 | 1,549.31 | 1,755.15 |
| 增长率 (YOY) | — | 12.21% | 3.34% | 70.77% | 55.29% | 13.29% |
| 毛利率 | 21.39% | 25.03% | 35.49% | 45.11% | 46.10% | 48.55% |
| 销售成本 | 396.07 | 423.85 | 376.89 | 547.66 | 835.10 | 903.05 |
| 增长率 (YOY) | — | 7.01% | -11.08% | 45.31% | 52.49% | 8.14% |
| 毛利 | 107.76 | 141.49 | 207.34 | 450.03 | 714.21 | 852.10 |
| 增长率 (YOY) | — | 31.30% | 46.54% | 117.05% | 58.70% | 19.31% |
| 占总销售额比重 | 17.06% | 17.78% | 17.56% | 25.74% | 33.16% | 34.05% |
| 占主营业务利润比重 | 29.05% | 31.25% | 39.66% | 55.41% | 63.93% | 65.84% |
| 基础化工 | | | | | | |
| 销售收入 | 2,410.18 | 2,558.31 | 2,430.31 | 2,503.22 | 2,653.41 | 2,812.62 |
| 增长率 (YOY) | — | 6.15% | -5.00% | 3.00% | 6.00% | 6.00% |
| 毛利率 | 10.44% | 11.72% | 12.52% | 14.00% | 14.70% | 15.20% |
| 销售成本 | 2,158.46 | 2,258.47 | 2,126.06 | 2,152.77 | 2,263.36 | 2,385.10 |
| 增长率 (YOY) | — | 4.63% | -5.86% | 1.26% | 5.14% | 5.38% |
| 毛利 | 251.72 | 299.84 | 304.25 | 350.45 | 390.05 | 427.52 |
| 增长率 (YOY) | — | 19.12% | 1.47% | 15.19% | 11.30% | 9.61% |
| 占总销售额比重 | 81.59% | 80.47% | 73.03% | 64.57% | 56.79% | 54.56% |
| 占主营业务利润比重 | 67.85% | 66.23% | 58.20% | 43.15% | 34.92% | 33.03% |
| 其他 | | | | | | |
| 销售收入 | 40.02 | 55.70 | 313.21 | 375.85 | 469.82 | 587.27 |
| 增长率 (YOY) | — | 39.18% | 462.32% | 20.00% | 25.00% | 25.00% |
| 毛利率 | 28.74% | 20.48% | 3.56% | 3.11% | 2.74% | 2.48% |
| 销售成本 | 28.52 | 44.29 | 302.07 | 364.15 | 456.95 | 572.73 |
| 增长率 (YOY) | — | 55.29% | 582.03% | 20.55% | 25.48% | 25.34% |
| 毛利 | 11.50 | 11.41 | 11.14 | 11.70 | 12.87 | 14.54 |
| 增长率 (YOY) | — | -0.78% | -2.36% | 5.00% | 10.00% | 13.00% |
| 占总销售额比重 | 1.35% | 1.75% | 9.41% | 9.70% | 10.05% | 11.39% |
| 占主营业务利润比重 | 3.10% | 2.52% | 2.13% | 1.44% | 1.15% | 1.12% |
| 销售收入小计 | 2954.03 | 3179.35 | 3327.75 | 3876.76 | 4672.53 | 5155.03 |
| 销售成本小计 | 2583.05 | 2726.61 | 2805.02 | 3064.58 | 3555.41 | 3860.88 |
| 毛利 | 370.98 | 452.74 | 522.73 | 812.18 | 1117.13 | 1294.15 |
| 平均毛利率 | 12.56% | 14.24% | 15.71% | 20.95% | 23.91% | 25.10% |

来源：中泰证券研究所

图表 9：金禾实业财务预测表

| 损益表 (人民币百万元) | | | | | | |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
| 营业总收入 | 2,977 | 3,215 | 3,328 | 3,877 | 4,673 | 5,155 |
| 增长率 | 6.99% | 8.0% | 3.5% | 16.5% | 20.5% | 10.3% |
| 营业成本 | -2,587 | -2,738 | -2,805 | -3,065 | -3,555 | -3,861 |
| %销售收入 | 86.9% | 85.2% | 84.3% | 79.1% | 76.1% | 74.9% |
| 毛利 | 390 | 477 | 523 | 812 | 1,117 | 1,294 |
| %销售收入 | 13.1% | 14.8% | 15.7% | 20.9% | 23.9% | 25.1% |
| 营业税金及附加 | -10 | -13 | -13 | -15 | -16 | -18 |
| %销售收入 | 0.3% | 0.4% | 0.4% | 0.4% | 0.4% | 0.3% |
| 营业费用 | -120 | -164 | -161 | -182 | -217 | -240 |
| %销售收入 | 4.0% | 5.1% | 4.9% | 4.7% | 4.7% | 4.7% |
| 管理费用 | -74 | -105 | -123 | -112 | -140 | -149 |
| %销售收入 | 2.5% | 3.3% | 3.7% | 2.9% | 3.0% | 2.9% |
| 息税前利润 (EBIT) | 186 | 195 | 225 | 503 | 743 | 887 |
| %销售收入 | 6.3% | 6.1% | 6.8% | 13.0% | 15.9% | 17.2% |
| 财务费用 | -6 | -33 | -26 | -2 | 0 | 5 |
| %销售收入 | 0.2% | 1.0% | 0.8% | 0.1% | 0.0% | -0.1% |
| 资产减值损失 | -5 | -12 | -20 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | -1 | 16 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 0 | 9 | 17 | 15 | 15 | 15 |
| %税前利润 | — | 5.2% | 7.6% | 2.5% | 1.8% | 1.6% |
| 营业利润 | 175 | 160 | 213 | 516 | 759 | 908 |
| 营业利润率 | 5.9% | 5.0% | 6.4% | 13.3% | 16.2% | 17.6% |
| 营业外收支 | 11 | 18 | 16 | 95 | 48 | 40 |
| 税前利润 | 187 | 178 | 229 | 611 | 806 | 948 |
| 利润率 | 6.3% | 5.5% | 6.9% | 15.8% | 17.2% | 18.4% |
| 所得税 | -32 | -40 | -45 | -119 | -165 | -190 |
| 所得税率 | 16.9% | 22.4% | 19.6% | 19.6% | 20.5% | 20.0% |
| 净利润 | 155 | 138 | 184 | 491 | 641 | 758 |
| 少数股东损益 | 9 | -28 | -31 | 31 | 40 | 47 |
| 归属于母公司的净利润 | 146 | 166 | 214 | 461 | 600 | 711 |
| 净利率 | 4.9% | 5.2% | 6.4% | 11.9% | 12.9% | 13.8% |

| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | | |
|-----------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|-------------|
| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
| 净利润 | 155 | 138 | 184 | 491 | 641 | 758 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 31 | 40 | 47 |
| 非现金支出 | 202 | 247 | 249 | 222 | 250 | 275 |
| 非经营收益 | -4 | 23 | -6 | -102 | -53 | -45 |
| 营运资金变动 | -142 | -37 | 91 | -231 | -82 | -113 |
| 经营活动现金净流 | 212 | 372 | 518 | 410 | 796 | 924 |
| 资本开支 | 356 | 261 | 221 | 108 | 75 | 150 |
| 投资 | -20 | -269 | -84 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 133 | 24 | 22 | 15 | 15 | 15 |
| 投资活动现金净流 | -243 | -506 | -282 | -93 | -60 | -135 |
| 股权募资 | 0 | 32 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 债权募资 | 157 | 190 | -107 | 100 | -50 | 120 |
| 其他 | -77 | -111 | -156 | -9 | -9 | -10 |
| 筹资活动现金净流 | 80 | 112 | -262 | 90 | -59 | 110 |
| 现金净流量 | 49 | -23 | -26 | 407 | 677 | 898 |

| 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | | |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
| 货币资金 | 514 | 533 | 560 | 937 | 1,574 | 2,425 |
| 应收款项 | 396 | 399 | 543 | 491 | 570 | 646 |
| 存货 | 295 | 402 | 556 | 407 | 487 | 539 |
| 其他流动资产 | 248 | 423 | 399 | 580 | 634 | 661 |
| 流动资产 | 1,454 | 1,757 | 2,058 | 2,416 | 3,265 | 4,272 |
| %总资产 | 47.6% | 52.1% | 56.6% | 60.7% | 69.5% | 76.0% |
| 长期投资 | 2 | 2 | 96 | 96 | 96 | 96 |
| 固定资产 | 1,383 | 1,323 | 1,252 | 1,266 | 1,130 | 1,043 |
| %总资产 | 45.3% | 39.3% | 34.4% | 31.8% | 24.0% | 18.6% |
| 无形资产 | 157 | 146 | 138 | 107 | 115 | 117 |
| 非流动资产 | 1,602 | 1,614 | 1,580 | 1,562 | 1,434 | 1,348 |
| %总资产 | 52.4% | 47.9% | 43.4% | 39.3% | 30.5% | 24.0% |
| 资产总计 | 3,056 | 3,371 | 3,637 | 3,977 | 4,699 | 5,620 |
| 短期借款 | 180 | 240 | 189 | 289 | 239 | 359 |
| 应付款项 | 405 | 387 | 699 | 453 | 562 | 591 |
| 其他流动负债 | 99 | 145 | 150 | 145 | 166 | 180 |
| 流动负债 | 685 | 771 | 1,037 | 886 | 966 | 1,130 |
| 长期贷款 | 195 | 126 | 71 | 71 | 71 | 71 |
| 其他长期负债 | 149 | 338 | 334 | 334 | 334 | 334 |
| 负债 | 1,030 | 1,236 | 1,442 | 1,291 | 1,371 | 1,534 |
| 普通股股东权益 | 1,790 | 1,928 | 2,019 | 2,480 | 3,080 | 3,791 |
| 少数股东权益 | 236 | 207 | 176 | 207 | 247 | 295 |
| 负债股东权益合计 | 3,056 | 3,371 | 3,637 | 3,977 | 4,699 | 5,620 |

| 比率分析 | | | | | | |
|---------------|--------|--------|---------|---------|----------|---------|
| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
| 每股指标 | | | | | | |
| 每股收益 (元) | 0.526 | 0.586 | 0.377 | 0.816 | 1.064 | 1.259 |
| 每股净资产 (元) | 6.447 | 6.786 | 3.553 | 4.392 | 5.456 | 6.715 |
| 每股经营现金净流 (元) | 0.764 | 1.307 | 0.911 | 0.672 | 1.339 | 1.552 |
| 每股股利 (元) | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 |
| 回报率 | | | | | | |
| 净资产收益率 | 8.16% | 8.63% | 10.62% | 18.58% | 19.49% | 18.75% |
| 总资产收益率 | 4.78% | 4.94% | 5.90% | 11.58% | 12.78% | 12.65% |
| 投入资本收益率 | 8.21% | 7.00% | 9.91% | 19.82% | 29.64% | 35.12% |
| 增长率 | | | | | | |
| 营业总收入增长率 | 6.99% | 7.98% | 3.52% | 16.50% | 20.53% | 10.33% |
| EBIT增长率 | 19.81% | 4.82% | 15.29% | 123.35% | 47.83% | 19.39% |
| 净利润增长率 | 7.80% | 13.92% | 28.87% | 114.85% | 30.33% | 18.37% |
| 总资产增长率 | 18.88% | 10.31% | 7.90% | 9.35% | 18.13% | 19.61% |
| 资产管理能力 | | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 11.7 | 12.5 | 13.3 | 13.1 | 13.2 | 13.5 |
| 存货周转天数 | 41.6 | 46.5 | 62.3 | 48.5 | 50.0 | 51.0 |
| 应付账款周转天数 | 36.6 | 37.6 | 33.8 | 38.0 | 38.6 | 39.0 |
| 固定资产周转天数 | 137.7 | 149.9 | 136.6 | 110.6 | 87.3 | 71.4 |
| 偿债能力 | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | -6.85% | 1.49% | -12.59% | -20.59% | -37.28% | -48.25% |
| EBIT利息保障倍数 | 31.2 | 6.0 | 8.6 | 222.0 | -1,742.6 | -167.7 |
| 资产负债率 | 33.69% | 36.66% | 39.64% | 32.45% | 29.18% | 27.30% |

来源：中泰证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6—12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

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。