

徐工机械(000425)/专用设备 中报预盈5-6亿元超预期;传统产业新兴板块全线增长

评级: 买入(维持)

市场价格: 3.93

目标价格: 5.2

分析师: 王华君

执业证书编号: S0740517020002

电话: 01059013814

Email: wanghj@r.qlzq.com.cn

联系人: 范炜

Email: fanwei@r.qlzq.com.cn

联系人: 朱荣华

Email: zhurh@r.qlzq.com.cn

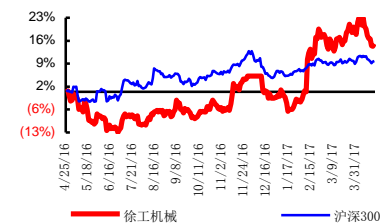
联系人: 于文博

Email: yuwb@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	7,008
流通股本(百万股)	6,994
市价(元)	3.93
市值(百万元)	27,541
流通市值(百万元)	27,486

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1 《徐工机械(000425) 一带一路: 徐工集团1-5月出口超24亿元, 同比接近翻倍增长》-2017.07.02
- 2 《徐工机械(000425) 一带一路: 徐工印尼公司开业, 对印尼出口连续两年翻倍增长》-2017.06.15
- 3 《徐工机械(000425) 深度: 汽车起重机龙头, 业绩有望超预期——收益“一带一路”、PPP、国企改革》-2017.04.25
- 4 《工程机械: 汽车起重机-继挖掘机之后, 销量有望超预期》-2017.03.14

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	16,695.78	16,891.23	24,081.83	32,469.53	38,492.62
增长率 yoy%	-28.36%	1.17%	42.57%	34.83%	18.55%
净利润	56.67	208.58	983.34	1,451.95	1,993.97
增长率 yoy%	-86.29%	268.05%	371.44%	47.66%	37.33%
每股收益(元)	0.01	0.03	0.14	0.21	0.28
每股现金流量	0.02	0.32	-0.36	-0.68	-0.39
净资产收益率	0.28%	1.02%	4.61%	6.37%	8.05%
P/E	531	114	27	18	13
PEG	—	0.42	0.08	0.41	0.38
P/B	1.46	1.16	1.33	1.25	1.15

投资要点

■ **事件: 公司发布中报业绩预告。预计上半年归母净利润为5-6亿元, 同比增长2.94-3.72倍。**业绩变动主要原因是: 报告期内行业形势总体好于去年同期, 公司外抓市场抢份额, 内强管理控风险, 产业结构与产品机构优化升级取得明显成效, 传统产业与新兴板块全线增长突破, 国内外市场布局开拓全面发力。

■ **点评: 公司业绩增长超市场预期**

1. 上市公司传统产业与新兴板块全线增长

汽车起重机业务高速增长: 根据汽车机行业数据判断, 我们预计上半年公司起重机械板块增长接近100%, 营业收入可能接近50亿左右。考虑到其起重机械毛利率较高, 汽车起重机业务可促进公司盈利能力持续提升。

我们预计公司基础桩工、环卫、高空作业平台等新兴板块产品有较好增长: 徐工基础桩工机械行业目前已稳居行业第一位置, 徐工环境四大门类环卫装备中三类跻身国内行业前4强; 徐工消防高空作业平台2016年收入首破亿增长1.4倍。我们预计公司相关产品在2017年上半年仍可维持较好的增长态势。

2. 海外出口全面发力

公司积极布局一带一路, 海外出口增速远高于行业平均水平: 2017年1-5月, 徐工集团出口超24亿元, 继续保持中国工程机械出口第一位。预计徐工机械在2017年境外收入同比增长超过50%, 实现超过24亿的营业收入。

■ **徐工机械: 汽车起重机龙头, 业绩弹性大**

2017年上半年公司汽车起重机销售大幅增长, 带动公司业绩大幅增长; 成套解决方案能力建立技术壁垒; 人员及供应链优势助推公司提升市场占有率; 公司盈利能力改善明显, 现金造血功能恢复迅速。

■ **徐工机械: 定增促进转型升级, 布局高端市场**

本次定增的规模是52亿左右, 定增价格锁定为3.13元; 定增主要对象为华信工业、盈灿投资、泰元投资、泰熙投资; 此次定增主要目的是为拓展国际市场, 提高“一带一路”沿线区域影响力, 实现国际业务的跨越式发展。

■ **新总裁上任, 公司管理层顺利交接, 经营保持稳定**

因公司发展战略及工作调整, 原总裁王民先生辞职, 公司董事会同时聘任陆川为公司总裁, 公司管理层实现顺利交接。

■ **集团挖掘机业务大幅增长**

2017年1-6月徐工集团挖掘机累计销售7424台, 同比增长175.6%, 市场份额接近10%。

■ **投资建议:** 我们预计公司2017-2019年EPS分别为0.14、0.21、0.28元, 对应PE分别为27x、18x、13x。基于工程机械行业复苏的持续性, 我们认为公司业绩有望持续超预期, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 宏观经济波动风险、周期性行业反弹持续性风险、行业内公司竞争关系变化风险、主要产品销量增速低于预期风险、企业经营性现金流恶化风险。

内容目录

一、上半年净利润为 5-6 亿元，同比增长 2.94-3.72 倍.....	- 3 -
1. 上市公司传统产业与新兴板块全线增长.....	- 3 -
2. 海外出口全面发力	- 3 -
二、徐工机械：汽车起重机龙头，业绩弹性大	- 3 -
三、徐工机械：定增促进转型升级，布局高端市场	- 4 -
四、新总裁上任，公司管理层顺利交接，经营保持稳定.....	- 4 -
五、集团挖掘机业务大幅增长.....	错误!未定义书签。
六、盈利预测与估值	- 5 -
七、风险提示	- 6 -

一、上半年净利润预盈 5-6 亿元，同比增长 2.94-3.72 倍

1. 上市公司传统产业与新兴板块全线增长

■ 汽车起重机业务高速增长

公司是国内工程起重机的绝对龙头，市占率常年保持 50%左右。2017 年徐工起重机推出 G 一代产品，在高端产品上建立了新起点，拓宽了产业链，也为其起重机业务的高速增长奠定了基础。

根据工程机械行业协会最新数据，2017 年 1-5 月徐工机械汽车起重机累计销售 3718 台，同比增长 106.4%，市场份额为 50.6%；履带吊累计销量达 193 台，同比增长 60%，市场份额为 40.5%。

我们预计徐工机械上半年在起重机械板块上增幅接近 100%，实现 50 亿左右的营业收入。考虑到其高毛利率的大型号起重机械占比提升，促进公司盈利能力持续提升。

- #### ■ 我们预计公司基础桩工、环卫、高空作业平台等新兴板块产品有较好增长：根据徐工机械 2016 年年报披露的内容，徐工基础桩工机械行业目前已稳居行业第一位置，获全国企业管理现代化创新成果一等奖并与徐工重型一起被国家工信部授予制造业单项冠军示范企业；徐工环境 2016 年收入增长 1.6 倍，四大门类环卫装备中三类跻身国内行业前 4 强；新分立的徐工消防高空作业平台 2016 年收入首破亿增长 1.4 倍。我们预计公司相关产品在 2017 年上半年仍可维持较好的增长态势。

2. 海外出口全面发力

- #### ■ 海外出口增速远高于行业平均水平：根据最新海关数据，2017 年 1-5 月，徐工集团出口超 24 亿元，继续保持中国工程机械出口第一位，其中中亚区、非洲区、中东地区出口占有率遥遥领先其他品牌，汽车起重机、装载机、压路机、平地机、摊铺机、钻机、随车吊等传统优势产品出口继续保持行业第一，且增幅高于行业平均水平。预计徐工机械在 2017 年境外收入同比增长超过 50%，实现超过 24 亿的营业收入。
- #### ■ 积极布局一带一路：根据徐工机械在投资者互动平台披露的信息，“一带一路”涉及 65 个国家，工程机械需求占全球需求的 30%左右，占中国工程机械出口的 65%，占徐工品牌出口的 76%，因此“一带一路”国家是徐工的核心市场。目前，徐工已在“一带一路”沿线国家布局了较完善的营销网络，拥有 80 个经销商，17 个备件中心，4 个 KD 工厂，16 个办事处，为当地创造了 4000 多个就业岗位。

二、徐工机械：汽车起重机龙头，业绩弹性大

- #### ■ 公司汽车起重机销售大幅增长，带动公司业绩大幅增长：公司主营收入中，2016 年全年起重机械、工程机械配件、铲运机械和桩工机械占据前四大业务占比分别为 32.4%、16.6%、14.3%和 11.6%。自 2016 年下半年开始，公司汽车起重机、压路机、平地机销量同比增速回暖，其中汽

车起重机在营收中占比较大，且销售大幅增长，毛利率水平相对较高，因此带动了公司业绩大幅反弹。

- **成套解决方案能力建立技术壁垒：**徐工机械具备为客户提供成套解决方案的能力，对行业波动的防御性相对较好。公司拥有专业化主机生产体系和核心零部件研发制造能力，生产范围涵盖 9 个产品类别的 80 余种不同产品类型，产品技术含量高，进入壁垒高，市场占有率高，大部分产品类别均包含多个产品系列，可满足不同客户的需求。
- **人员及供应链优势助推公司提升市场占有率：**作为国企，徐工机械在人员裁减方面较为谨慎，相比同行近几年人员削减数量较少，因此在行业需求急剧增加的情况下，徐工拥有最为充足的人员配置，短期内其市场占有率有望持续提升。
- **盈利能力改善明显，现金造血功能恢复迅速：**通过建立应收账款在线管理系统，加强应收账款事前、事中、事后管理，建立应收账款责任终身制度，将应收账款与利润考核一样列为一把手重点考核的首要任务项；由于行业回暖，下游客户现金流状况良好，购置新机意愿加强，目前公司的回款状况很好，经营性现金流情况明显改善。

三、徐工机械：定增促进转型升级，布局高端市场

- **52 亿定增锁定 3.13 元价格：**2016 年 12 月 13 日公司发布定增预案，拟 3.13 元/股向华信工业、盈灿投资、泰元投资和泰熙投资定向增发不超过 16.47 亿股，募集资金 52 亿元左右。募集资金扣除发行费用后拟用于高端装备智能化制造项目、环境产业项目、工程机械升级及国际化项目、工业互联网提升项目以及增资徐工集团财务有限公司。
- **定增定向持股情况：**本次非公开发行 A 股股票完成后，华信工业、盈灿投资、泰元投资、泰熙投资分别持有公司 7.38%、5.19%、4.61%和 1.85% 的股份（其中泰熙投资、泰元投资的普通合伙人均为杭州新俊逸，构成一致行动关系，其合计持有公司股份的比例为 6.46%），成为持有公司 5% 以上的股份的股东。
- **引入战略投资者华信工业，为拓展国际市场，提高“一带一路”沿线区域影响力：**华信工业是上海华信国际集团的全资子公司，实际控制人是中国华信能源有限公司（以下简称中国华信）。中国华信立足于国际能源与金融业务，国际业务占比达 100%。目前公司主要业务集中在欧洲国家，未来意图拓展至中东、北非等区域，与国家“一带一路”战略契合。公司通过绑定中国华信，可有效利用华信的市场渠道等海外优势，实现国际业务的跨越式发展。

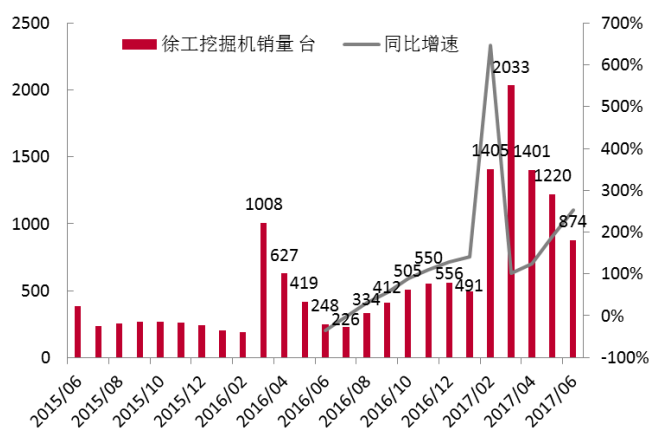
四、新总裁上任，公司管理层顺利交接，经营保持稳定

- 因公司发展战略及工作调整，原总裁王民先生辞职、仍担任董事长，杨东升先生将担任徐州工程机械集团有限公司、徐工集团工程机械有限公司总经理、董事职务，并继续担任公司部分下属子公司董事长职务。
- 2017 年 4 月 10 日，经公司董事长王民先生提名，公司董事会聘任陆川为公司总裁，公司管理层实现顺利交接，有利于公司新领导班子的建设，企业法人治理结构的完善，更有助于推动公司“十三五”及“珠峰登顶”战略目标的实现。

五、徐工集团：挖掘机业务大幅增长

- 徐工挖掘机（上市公司体外，目前在徐工集团中）经过多年的成长，逐渐成为国内挖掘机行业的第一集团军，市占率稳定在近 10% 的水平，仅次于三一重工和卡特彼勒。根据工程机械行业协会最新数据，2017 年 1-6 月徐工集团挖掘机累计销售 7424 台，同比增长 175.6%，市场份额为 10%；相比于两年以前（2015 年）的市场份额（3.4%），徐工集团在挖机板块实现了大幅增长。

图表 1：徐工挖机销量情况：2016H2 开始销量同比大幅增加



来源：wind，中泰证券研究所

六、盈利预测与估值

- 盈利预测：**我们预计 2017-2019 年公司收入分别为 241 亿元、325 亿元、385 亿元，同比分别增长 42.6%、34.8%、18.6%；归属于母公司净利润分别为 9.83 亿元、14.52 亿元、19.94 亿元，同比分别增长 371.4%、47.7%、37.3%；对应 EPS 分别为 0.14 元、0.21 元、0.28 元，对应 PE 分别为 27x、18x、13x。
- 核心骨干持股，激励机制较好：**徐工集团核心骨干员工于 2015 年 2 月认购了申万宏源宝鼎众盈 1 号集合资产管理计划；资管计划主要投资于公司股票，实现个人利益与公司利益的统一；资管计划总规模为 27747 万元，存续期为 36 个月。该资管计划建仓均价为 5.07 元/股，目前股价倒挂。
- 估值分析与投资建议：**与工程机械产业链龙头公司估值比较，徐工机械 2017-2019 年 PE 相对偏低，具有估值优势。横向比较来看，徐工 PB 估值略高于中联重科，远低于三一重工；纵向比较来看，徐工目前的 PB 为 1.4 倍，处于历史估值下沿。基于工程机械行业复苏的持续性，我们认为公司业绩有望超预期，维持“买入”评级。

七、风险提示

- 宏观经济波动风险；
- 周期性行业反弹持续性风险；
- 行业内公司竞争关系变化风险；
- 主要产品销量增速低于预期风险；
- 企业经营性现金流恶化风险。

图表 2：徐工机械三张表预测

损益表 (人民币千元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	23,306,281	16,695,782	16,891,230	24,081,826	32,469,527	38,492,624
增长率	-17.14%	-28.4%	1.2%	42.6%	34.8%	18.6%
营业成本	-18,033,479	-13,261,892	-13,607,173	-18,699,538	-25,228,822	-29,446,857
% 销售收入	77.4%	79.4%	80.6%	77.7%	77.7%	76.5%
毛利	5,272,802	3,433,889	3,284,057	5,382,288	7,240,704	9,045,767
% 销售收入	22.6%	20.6%	19.4%	22.4%	22.3%	23.5%
营业税金及附加	-110,970	-127,023	-87,915	-142,083	-191,570	-227,106
% 销售收入	0.5%	0.8%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	-1,639,672	-1,219,736	-1,277,479	-1,743,524	-2,350,794	-2,786,866
% 销售收入	7.0%	7.3%	7.6%	7.2%	7.2%	7.2%
管理费用	-1,874,816	-1,483,506	-1,502,501	-2,143,283	-2,889,788	-3,425,844
% 销售收入	8.0%	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%
息税前利润 (EBIT)	1,647,344	603,625	416,162	1,353,399	1,808,553	2,605,951
% 销售收入	7.1%	3.6%	2.5%	5.6%	5.6%	6.8%
财务费用	-610,518	-1,058,215	54,832	-110,736	-129,623	-138,073
% 销售收入	2.6%	6.3%	-0.3%	0.5%	0.4%	0.4%
资产减值损失	-622,485	-544,033	-550,897	-572,472	-572,472	-572,472
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	36,925	862,234	199,059	366,073	475,788	346,973
% 税前利润	6.8%	148.0%	83.0%	31.2%	27.5%	14.8%
营业利润	451,266	-136,389	119,156	1,036,263	1,582,246	2,242,379
营业利润率	1.9%	-0.8%	0.7%	4.3%	4.9%	5.8%
营业外收支	92,009	194,570	120,735	136,771	150,359	135,622
税前利润	543,274	58,180	239,892	1,172,034	1,732,605	2,378,001
利润率	2.3%	0.3%	1.4%	4.9%	5.3%	6.2%
所得税	-136,353	-110,737	-23,301	-147,676	-218,308	-299,628
所得税率	25.1%	190.3%	9.7%	12.6%	12.6%	12.6%
净利润	406,922	-52,557	216,591	1,024,358	1,514,297	2,078,373
少数股东损益	-6,380	-109,230	8,007	41,021	62,348	84,401
归属于母公司的净利润	413,302	56,673	208,583	983,337	1,451,949	1,993,972
净利润率	1.8%	0.3%	1.2%	4.1%	4.5%	5.2%

现金流量表 (人民币千元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	406,922	-52,557	216,591	1,024,358	1,514,297	2,078,373
少数股东损益	0	0	0	41,021	62,348	84,401
非现金支出	1,356,404	1,345,803	1,316,639	1,532,952	1,812,088	2,104,114
非经营收益	493,371	-249,748	185,962	-391,108	-496,524	-344,522
营运资金变动	-1,519,029	-932,925	526,148	-4,655,960	-7,564,505	-6,587,905
经营活动现金净流	737,668	110,574	2,245,340	-2,448,736	-4,672,298	-2,665,539
资本开支	816,873	253,278	382,545	2,056,808	2,550,851	2,665,125
投资	-483,000	-1,627,587	-1,312,910	-1,141,166	-1,141,166	-1,141,166
其他	428,831	123,207	355,421	366,073	475,788	346,973
投资活动现金净流	-871,042	-1,757,658	-1,340,035	-2,831,901	-3,216,228	-3,459,317
股权募资	1,519	12,390	200	0	0	0
债权募资	-779,316	2,437,610	-153,822	2,078,751	7,246,416	5,471,333
其他	-1,099,534	-826,061	-565,548	-118,156	-234,739	-138,073
筹资活动现金净流	-1,877,331	1,623,939	-719,171	1,960,596	7,011,678	5,333,260
现金净流量	-2,010,705	-23,146	186,135	-3,320,042	-876,848	-791,597

资产负债表 (人民币千元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	5,158,102	4,999,501	4,936,480	4,886,284	4,820,183	4,792,749
应收款项	22,556,802	21,616,050	18,481,347	26,402,259	37,062,408	45,423,933
存货	7,714,323	5,748,110	6,643,725	7,500,308	10,250,505	12,391,883
其他流动资产	1,110,079	415,547	430,495	683,407	904,514	1,064,720
流动资产	36,539,306	32,779,208	30,492,047	39,472,258	53,037,610	63,673,285
% 总资产	74.8%	76.8%	69.3%	72.8%	76.6%	78.5%
长期投资	1,022,718	1,848,830	3,517,166	3,517,166	3,517,166	3,517,166
固定资产	8,581,254	6,213,009	7,655,910	9,025,130	10,464,313	11,750,318
% 总资产	17.6%	14.5%	17.4%	16.7%	15.1%	14.5%
无形资产	2,196,777	1,509,348	1,881,168	1,744,047	1,766,458	1,749,557
非流动资产	12,311,232	9,928,736	13,485,007	14,717,106	16,178,699	17,447,804
% 总资产	25.2%	23.2%	30.7%	27.2%	23.4%	21.5%
资产总计	48,850,538	42,707,944	43,977,054	54,189,364	69,216,310	81,121,089
短期借款	5,175,856	9,078,435	7,802,844	9,881,595	17,128,012	22,599,345
应付款项	14,215,932	9,961,320	11,457,072	15,759,196	21,734,784	25,746,736
其他流动负债	371,257	214,551	269,339	439,358	425,602	488,854
流动资产	19,763,045	19,254,307	19,529,255	26,080,149	39,288,398	48,834,935
长期贷款	3,048,348	1,349,418	969,921	969,921	969,921	969,921
其他长期负债	5,600,185	1,500,082	2,996,296	5,738,469	6,042,870	6,322,740
负债	28,411,578	22,103,807	23,495,471	32,788,539	46,301,189	56,127,596
普通股股东权益	20,118,935	20,591,291	20,457,846	21,336,067	22,788,016	24,781,988
少数股东权益	320,024	12,846	23,736	64,757	127,105	211,506
负债股东权益合计	48,850,538	42,707,944	43,977,054	54,189,364	69,216,310	81,121,089

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益 (元)	0.187	0.008	0.030	0.140	0.207	0.285
每股净资产 (元)	9.100	2.907	2.919	3.045	3.252	3.536
每股经营现金净流 (元)	0.334	0.016	0.320	-0.355	-0.676	-0.392
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.015	0.015	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	2.05%	0.28%	1.02%	4.61%	6.37%	8.05%
总资产收益率	0.85%	0.13%	0.47%	1.91%	2.19%	2.56%
投入资本收益率	4.40%	-2.12%	1.58%	4.41%	4.43%	5.27%
增长率						
营业总收入增长率	-17.14%	-28.36%	1.17%	42.57%	34.83%	18.55%
EBIT 增长率	-43.57%	-63.36%	-31.06%	225.21%	33.63%	44.09%
净利润增长率	-74.20%	-86.29%	268.05%	371.44%	47.66%	37.33%
总资产增长率	-5.01%	-12.57%	2.97%	23.22%	27.73%	17.20%
资产管理能力						
应收账款周转天数	322.9	416.1	361.3	320.0	335.0	348.0
存货周转天数	158.2	185.3	166.2	146.4	148.3	153.6
应付账款周转天数	159.7	168.8	141.3	148.1	152.3	153.9
固定资产周转天数	113.1	155.4	146.7	127.4	113.5	111.0
偿债能力						
净负债/股东权益	42.25%	33.61%	33.32%	41.83%	70.98%	87.08%
EBIT 利息保障倍数	2.7	0.6	-7.6	12.2	14.0	18.9
资产负债率	58.16%	51.76%	53.43%	58.40%	65.37%	67.87%

来源：中泰证券研究所

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。