

分析师：郭中伟

邮件：guozw@zts.com.cn

执业证书编号：S0740521110004

分析师：陈沁一

邮件：chenqy01@zts.com.cn

执业证书编号：S0740523090001

分析师：谢鸿鹤

邮件：xiehh@zts.com.cn

执业证书编号：S0740517080003

分析师：刘耀齐

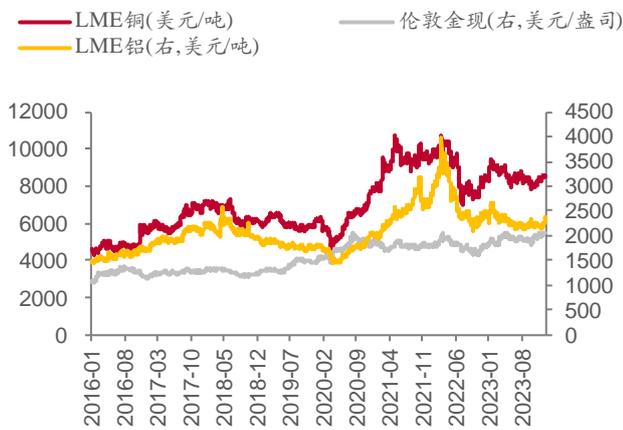
邮件：liuyq@zts.com.cn

执业证书编号：S0740523080004

### 投资要点

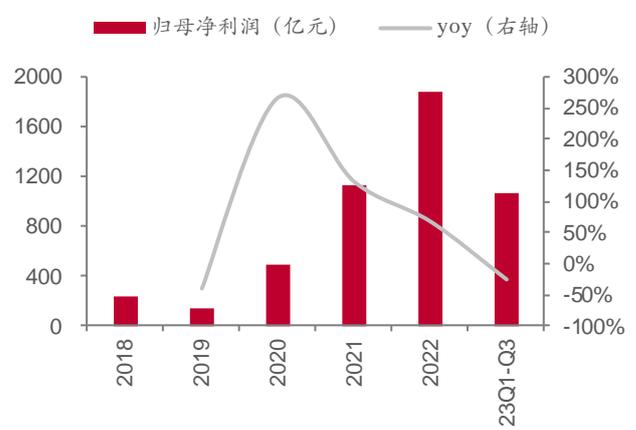
- 2020年开始，铜铝金等金属价格进入上涨周期，并在2023年维持在历史高位水平，板块盈利中枢得到显著提升，现金流相对较为充裕，上市公司分红水平显著提升。2022年，SW有色金属分类下的上市公司实现归母净利润1,872.54亿元，同比增65.93%，经营活动现金流量净额为2,545.00亿元，同比增60.34%。2022年，SW有色金属分类下的上市公司中有97家进行分红，年度累计分红总额约为473.10亿元，同比增71.08%。

图表 1: 2020 年开始金属价格进入上行周期



来源：wind、中泰证券研究所

图表 2: 有色金属行业盈利水平快速增长



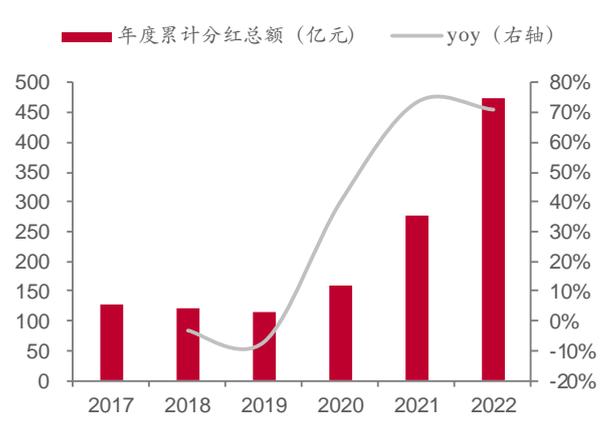
来源：wind、中泰证券研究所

图表 3: 经营活动净现金流持续改善



来源：wind、中泰证券研究所

图表 4: 累计分红金额大幅增长

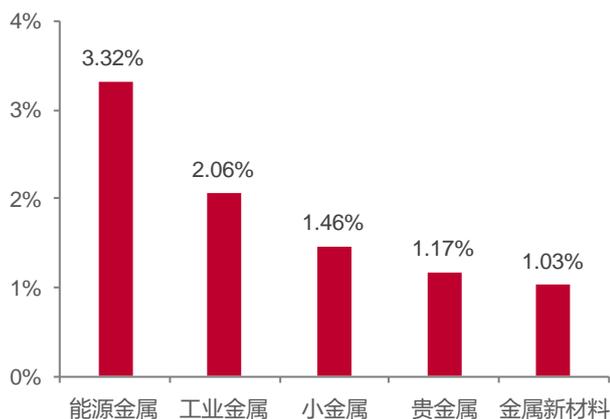


来源：wind、中泰证券研究所

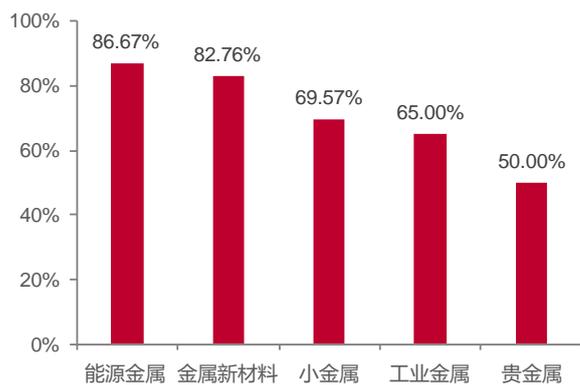
- 从数据来看，SW有色金属近12个月股息率平均值1.82%，其中能源金属、工业金属、小金属、贵金属和金属新材料的平均股息率分别为3.32%、2.06%、1.46%、1.17%和1.03%，具体到上市公司来看，永兴材料、西部矿业、藏格矿业、亚太科技及神火股份的股息率分别为9.63%、9.48%、6.49%、6.05%与5.83%。

图表 5: SW 有色二级分类平均股息率

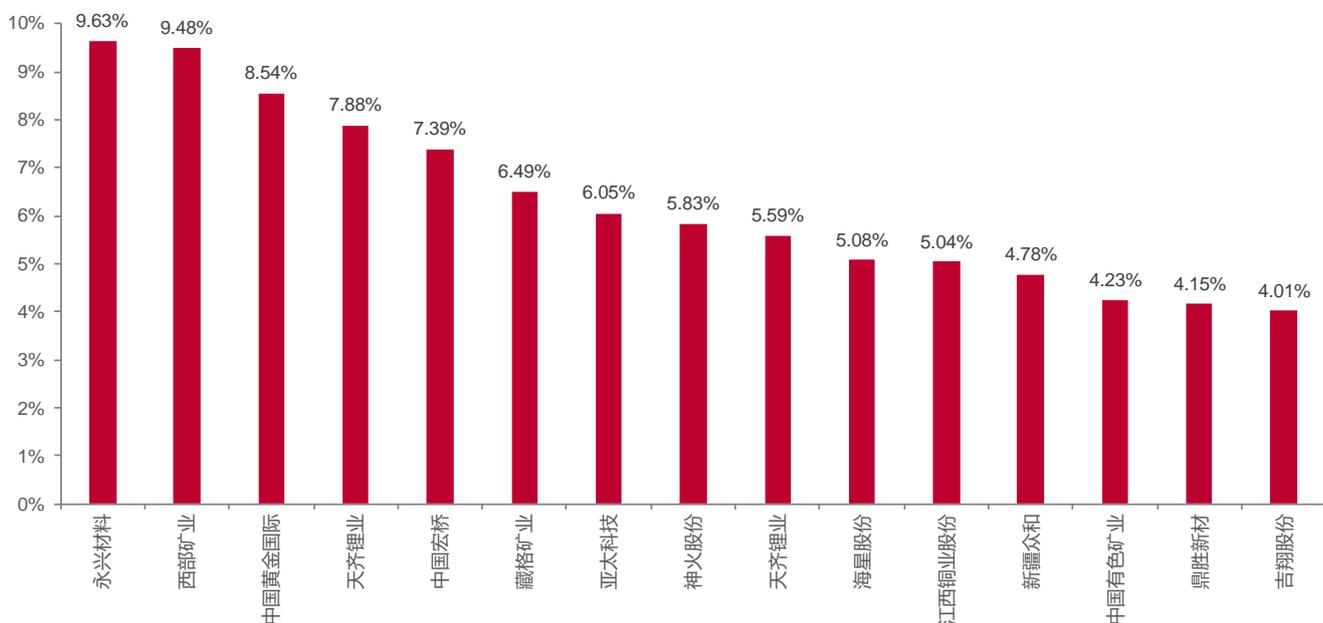
图表 6: SW 有色二级分类公司派发股息占比



来源: wind、中泰证券研究所, 注: 近 12 个月股息率



来源: wind、中泰证券研究所, 注: 近 12 个月股息率

**图表 7: 具备高股息率的有色行业上市公司**


来源: wind、中泰证券研究所, 注: 近 12 个月股息率

**图表 8: 但从股价表现上来看, 基本金属和贵金属板块的高股息标的在 2023 年股价表现较为优异**

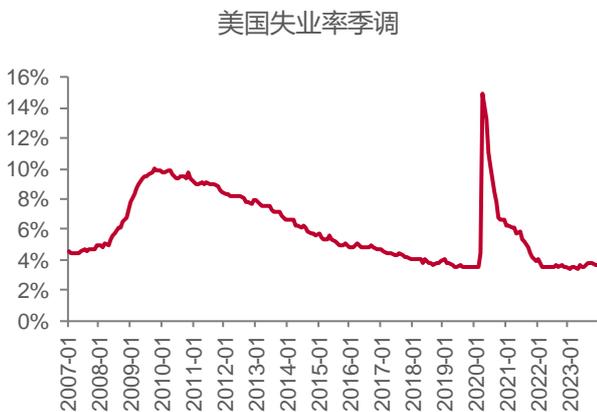
	股息率	2023 年底市值 (亿元)	2022 年底市值 (亿元)	涨跌幅	相较于 SW 有色 金属的超额收益	相较于沪深 300 指数的超额收益
永兴材料	9.63%	281.46	382.22	-26.36%	-17.67%	-6.29%
西部矿业	9.48%	340.05	243.07	39.90%	48.60%	59.98%
藏格矿业	6.49%	400.48	410.44	-2.43%	6.27%	17.65%
亚太科技	6.05%	82.64	63.38	30.38%	39.07%	50.45%
神火股份	5.83%	377.95	336.75	12.24%	20.93%	32.31%
天齐锂业	5.59%	915.64	1296.40	-29.37%	-20.68%	-9.30%
海星股份	5.08%	35.02	37.53	-6.69%	2.00%	13.38%
新疆众和	4.78%	97.72	110.35	-11.44%	-2.75%	8.63%
鼎胜新材	4.15%	110.97	201.28	-44.87%	-36.17%	-24.80%
吉翔股份	4.01%	53.06	71.57	-25.87%	-17.17%	-5.80%
雅化集团	3.71%	150.87	267.97	-43.70%	-35.00%	-23.63%
云南铜业	3.66%	218.20	235.43	-7.32%	1.38%	12.75%

	股息率	2023 年底市值 (亿元)	2022 年底市值 (亿元)	涨跌幅	相较于 SW 有色 金属的超额收益	相较于恒生指数 的超额收益
天山铝业	3.32%	279.58	359.13	-22.15%	-13.45%	-2.08%
安宁股份	3.12%	126.96	133.77	-5.10%	3.60%	14.98%
金钼股份	3.08%	304.91	372.67	-18.18%	-9.49%	1.89%
中国黄金国际	8.54%	119.81	81.09	47.74%	56.44%	61.57%
天齐锂业	7.88%	641.77	818.06	-21.55%	-12.85%	-7.73%
中国宏桥	7.39%	548.70	623.81	-12.04%	-3.34%	1.78%
江西铜业股份	5.04%	346.43	356.33	-2.78%	5.92%	11.04%
中国有色矿业	4.23%	173.82	133.93	29.78%	38.48%	43.61%
赣锋锂业	3.83%	539.26	1,050.39	-48.66%	-39.97%	-34.84%
紫金矿业	2.20%	3,034.70	2,488.33	21.96%	30.65%	35.78%
洛阳钼业	2.20%	835.80	694.58	20.33%	29.03%	34.15%
金力永磁	1.87%	122.35	167.67	-27.03%	-18.33%	-13.21%
中国铝业	1.04%	606.53	508.95	19.17%	27.87%	32.99%

来源: wind、中泰证券研究所

■ **究其原因，行业的景气度是公司能维持高股息的重要基础。**参考我们 2023 年 9 月底发布的策略报告《23 年 Q4 投资策略：咬定“大宗”不放松》，我们认为供给端的变化在弱复苏大宏观环境下显得尤为重要；与之对应的市场表现——虽然同样受到宏观预期波动的影响，但强供给约束品种的超额收益很是明显，而随着超额储蓄消耗及高利率的维持，美国经济周期性下滑难以避免，站在目前时间点，我们有信心认为，金铝铜仍将保持高景气。

➤ **贵金属：趋势未止，节奏渐进。**美国经济韧性源于服务等非制造业，随着持续加息以及储蓄消耗，其韧性终将被打破，就业市场已给出明显信号——2023Q4 或将是重要拐点，美国长久期实际利率也将开启趋势下行。更宏观维度，美元信用担忧及随之而来的央行购金攀升，都将推动金价进入新高度。

**图表 9：美国失业率悄然抬升**


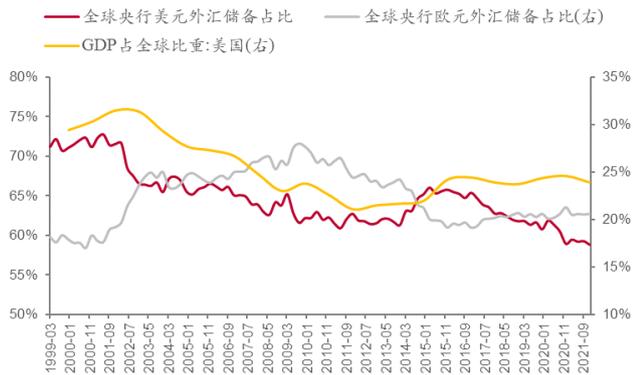
来源: wind、中泰证券研究所

**图表 10：美国加息已至尾声**

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/1/31				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.2%	93.8%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.0%	62.3%	33.8%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.1%	48.9%	40.3%	7.7%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.9%	47.2%	40.6%	9.0%	0.3%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	2.5%	40.4%	41.6%	13.8%	1.6%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.0%	2.2%	35.9%	41.5%	17.1%	3.1%	0.2%	0.0%
2024/11/7	0.0%	1.4%	23.7%	39.4%	26.0%	8.2%	1.3%	0.1%	0.0%
2024/12/18	1.1%	19.3%	36.3%	28.6%	11.7%	2.6%	0.3%	0.0%	0.0%

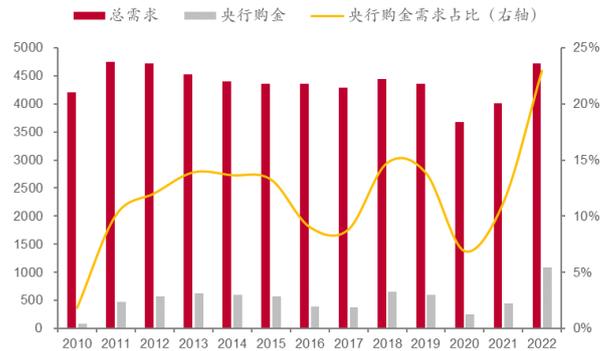
来源: CME, 中泰证券研究所, 注: 截至 2024 年 1 月 6 日

**图表 11: 全球央行的美元储备占比不断走低**



来源: wind、中泰证券研究所

**图表 12: 全球央行快速增持黄金(吨)**



来源: wind、世界黄金协会、中泰证券研究所

**图表 13: 不同宏观假设下的黄金价格测算(美元/盎司)**

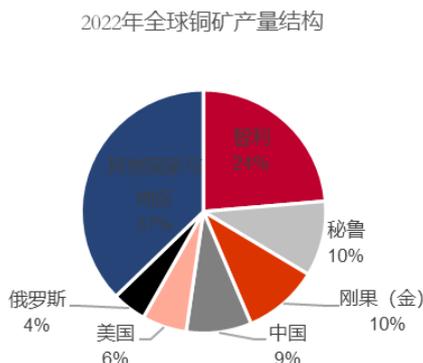
残差	名义利率为1.5%时的实际收益率							
	2.0%	1.5%	1.0%	0.5%	0.0%	-0.5%	-1.0%	-1.5%
400	1221	1387	1553	1720	1886	2052	2218	2384
500	1321	1487	1653	1820	1986	2152	2318	2484
600	1421	1587	1753	1920	2086	2252	2418	2584
700	1521	1687	1853	2020	2186	2352	2518	2684
800	1621	1787	1953	2120	2286	2452	2618	2784
900	1721	1887	2053	2220	2386	2552	2718	2884
1000	1821	1987	2153	2320	2486	2652	2818	2984
1100	1921	2087	2253	2420	2586	2752	2918	3084

来源: wind、中泰证券研究所

➤ **电解铜: 牛市基础依然坚实。**需求结构变化的重要性被忽视, 房地产在大宗品种的消费占比持续被压缩, 新能源的影响从边际已经转换为全局。铜短期供应瓶颈看冶炼, 但中长期铜精矿短缺趋势难以改变。尤其是 2025 年以后, 铜的供应瓶颈尤为凸出。我们认为, 电解铜在中期仍将是稀缺品种, 牛市基础依然坚实。

1) **供应端: 铜矿供应扰动不断, 实际供应持续低于预期。**全球铜矿供给主要集中在秘鲁和智利, 根据 USGS, 2022 年智利与秘鲁的铜矿产量在全球产量中的占比分别为 24%与 10%, 上述两者铜矿端的扰动将直接影响全球铜矿供给。据 SMM 数据, 23 年铜精矿矿山供应端干扰率达 4.8%, 环比+2pcts。而供应端干扰率主要表现为南美洲铜矿石品位的下降、矿石开采量建设、自然灾害、冰川法案的影响、矿山工程进度慢于预期等因素, 例如, Codelco 公司作为全球最大的铜生产商, 受到自然灾害、矿石品位下降等影响, 2023 年的目标产量已经从 135-145 万吨下调至 131-135 万吨, 并在 2030 年之前, 产量恢复到过去 170 万吨的可能性也较小; Freeport 在 2023 年的产量指引也从 186 万吨下降至 181 万吨, 下降幅度为 5 万吨; Antofagasta 由于选矿厂扩建延迟, 23 年铜产量从 67-71 万吨下调至 64-67 万吨, 下降幅度为 4 万吨。

**图表 14: 2022 年全球铜矿产量分布**



来源: wind、USGS、中泰证券研究所

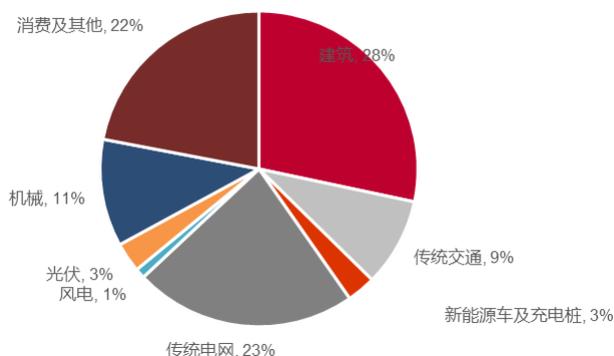
**图表 15: 铜精矿工业干扰率有所提升**



来源: wind、SMM、中泰证券研究所

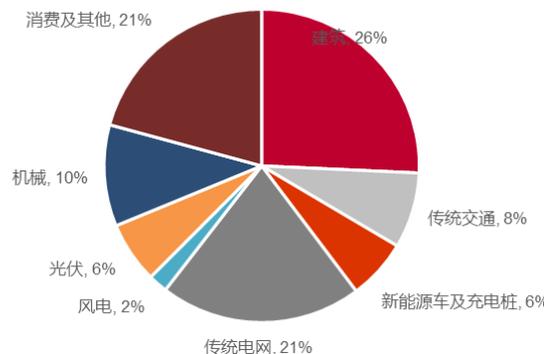
2) **需求端：新能源提供持续增长动能。**从消费结构占比来看，建筑、传统交通、传统电网的用铜需求由 2019 年的 64% 逐渐下降到 2025 年的 54%；而新能源部分，2019 年光伏、风电、新能源车及充电桩用铜需求占比约 4%，预计 2022 年有望提升至 7%，预计 2025 年或将提升至 14%，新能源领域的用铜需求比例在提升。

**图表 16: 2022 年全球分领域铜需求**



来源：wind、Bloomberg、中泰证券研究所

**图表 17: 2025 年 E 全球分领域铜需求**



来源：wind、Bloomberg、中泰证券研究所

3) **冷料供应不足、罢工、品位下降、抗议活动等扰动因素下，供应端持续低于预期，随着新能源需求占比的提升，推动全球电解铜需求稳步增长。**综合来看，我们预计 2023 年精铜仍有 -19 万吨的缺口，供需仍处于偏紧格局。2025 年随着铜矿供给增速放缓，铜供需继续错配，供给缺口幅度达 15 万吨。可以清晰看到，电解铜在中期仍将是稀缺品种，牛市基础依然坚实。

**图表 18: 全球电解铜供需平衡表预测 (万吨)**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>精铜产量</b>	<b>2404</b>	<b>2482</b>	<b>2534</b>	<b>2578</b>	<b>2690</b>	<b>2746</b>
增量		78.28	52.45	43.96	112.09	55.95
增速	1.8%	3.3%	2.1%	1.7%	4.3%	2.1%
<b>钢材需求</b>	<b>2949</b>	<b>3203</b>	<b>3180</b>	<b>3282</b>	<b>3371</b>	<b>3492</b>
增量		254.39	-23.77	102.74	88.68	121.39
增速	-2.1%	8.6%	-0.7%	3.2%	2.7%	3.6%
风电	36	45	32	49	54	69
增量		44.5%	25.5%	-28.6%	50.0%	10.3%
增速		70	73	97	139	171
增速		9.9%	4.4%	32.1%	43.5%	23.0%
新能源车	27	52	84	107	138	175
增量		32.8%	90.6%	61.3%	27.4%	28.6%
增速		2804	3033	2966	2988	3009
增速		-3.4%	8.2%	-2.2%	0.7%	0.7%
增速						
<b>再生铜需求</b>	<b>553</b>	<b>721</b>	<b>663</b>	<b>685</b>	<b>710</b>	<b>731</b>
增量		167.27	-57.87	21.77	25.71	20.94
增速	-12.4%	30.2%	-8.0%	3.3%	3.8%	2.9%
<b>精铜需求</b>	<b>2396</b>	<b>2483</b>	<b>2517</b>	<b>2598</b>	<b>2661</b>	<b>2761</b>
增量		87.12	34.11	80.97	62.97	100.46
增速	0.7%	3.6%	1.4%	3.2%	2.4%	3.8%
<b>供需平衡</b>	<b>8</b>	<b>-1</b>	<b>18</b>	<b>-19</b>	<b>30</b>	<b>-15</b>

来源：wind、Bloomberg、中泰证券研究所

➤ **电解铝：供需两侧深刻变化，“类资源”属性将逐步显现。**铝的需求与铜类似，但供给端瓶颈在 2024-2025 年会体现的更加“淋漓尽致”——原材料（电力/石油焦等）短缺将不断压低中国电解铝有效合规产能，电解铝进入“类资源”时代；尤其是海外产能的高资本开支及长建设周期，有望推动电解铝价格走出铜在 2005 年以后的行情——2.5 万/吨将成为新的价格中枢水平。我们认为，电解铝产业链景气度或呈现螺旋式上涨。

1) **供给端瓶颈：电力短缺短期难以缓解。**云南省电解铝产能运行情况深刻影响着全国电解铝供应。随着云南水电装

机量见顶，23 年以来，云南省加快新能源投产进度，截至 7 月底，今年全省集中式新能源新增并网装机突破 1000 万千瓦，按照当前风光新能源建设状况，预计到 2025 年，云南省内电力仍存在季节性短缺风险。

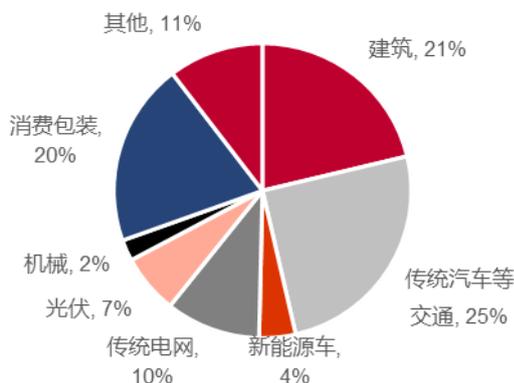
图表 29: “十四五”云南电力供需预测

供应		2021	2022	2023E	2024E	2025E
水电	装机量 (万千瓦)	7820	8,112	8,202	8,342	8,342
	发电量 (亿千瓦时)	3140	3,316	3,280	3,442	3,463
煤电	装机量 (万千瓦)	1528	1,535	1,535	1,535	1,535
	发电量 (亿千瓦时)	443	456	534	458	458
风电	规划投产增量 (万千瓦)		708	185	0	0
	待投放量 (万千瓦)			677	166	169
	年度新规划增量完成度		4%	10%		
	待投放量完成度		80%	80%	80%	100%
	装机量 (万千瓦)	881	912	1,472	1,605	1,774
	新增装机量 (万千瓦)		32	560	133	169
	发电量 (亿千瓦时)	230	214	320	370	406
光伏	规划增量 (万千瓦)	397	976	1,846	1,557	1,500
	待投放量 (万千瓦)			789	1,292	1,090
	年度新规划增量完成度		19%	30%	30%	30%
	待投放量完成度		80%	80%	70%	70%
	装机量 (万千瓦)	397	583	1,769	3,140	4,353
	新增装机量 (万千瓦)		186	1,185	1,372	1,213
	发电量 (亿千瓦时)	51	55	150	316	480
合计	装机量 (万千瓦)	10625	11,142	12,978	14,623	16,004
	新增装机量 (万千瓦)		517	1,836	1,645	1,382
	新能源新增装机量 (万千瓦)		218	1,745	1,505	1,382
	增速		5%	16%	13%	9%
	发电量 (亿千瓦时)	3866	4,040	4,284	4,586	4,806
	新增发电量 (亿千瓦时)		175	244	302	221
	增速		5%	6%	7%	5%
需求		2021	2022	2023E	2024E	2025E
硅	产能 (万吨)	113	113	207	217	217
	产量 (万吨)	51.64	62	88	119	119
	用电量 (亿千瓦时)	65	78	110	149	149
黄磷	产能 (万吨)	65.2	64	66	66	66
	产量 (万吨)	28.32	32	33	33	33
	用电量 (亿千瓦时)	40	45	46	46	46
	第一产业用电量	22.61	25	26	27	28
	其他第二产业用电量	1006	918	962	940	951
	第三产业用电量	289	309	331	355	380
	民用用电量	275	286	307	329	352
	外送	1726	1817	1817	1817	1817
供需平衡下电解铝运行情况		2021	2022	2023E	2024E	2025E
	电解铝建成产能	513	600	630	730	823
	供需平衡下电解铝可运行产能			508	684	802
	供需平衡下电解铝可运行产能利用率			81%	94%	97%
	中国电解铝产量		4008	4148	4252	4315

来源: wind、云南统计年鉴、百川、中泰证券研究所

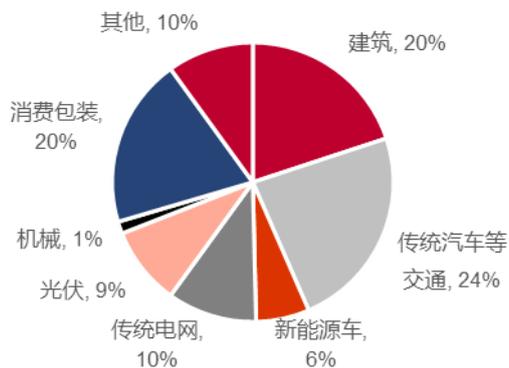
- 2) 需求端: 新能源拉动愈发明显。在“碳中和”背景下, 光伏与新能源车的行业景气度提升, 新能源将转变铝金属下游消费结构。根据我们的测算, 建筑与传统汽车等交通的用铝需求将由 2015 年的 53% 逐渐下降到 2025 年的 44%, 而新能源部分, 2015 年光伏与新能源车用铝需求占比约 1%, 预计 2023 年有望提升至 11%, 预计 2025 年或将提升至 15%, 新能源领域的用铝需求比例在快速提升, 对冲地产下行压力。

图表 30: 2023 年 E 全球分领域铝需求



来源: wind、Bloomberg、中泰证券研究所

图表 31: 2025 年 E 全球分领域铝需求



来源: wind、Bloomberg、中泰证券研究所

- 3) 供需两侧深刻变化,“类资源”属性逐步显现。基于周期恢复,更重要是产业结构变革,电解铝供需两侧都在经历深刻的变化,供给端,国内电力供应仍将面临较大挑战;更遗憾的是,能源体系变革与新能源建设过程中,传统能源严重压缩资本开支及原料争抢,会最终带来电解铝另一个生产原料——石油焦的短缺,中长期对全球电解铝生产影响会更为深远;需求端,逆周期调节不断发力,传统需求或仍有支撑,而新能源需求(新能源汽车、光伏等)将带动电解铝需求趋势性回升,全局影响正在不断显现出来。

图表 32: 电力及石油焦瓶颈下,电解铝供需平衡表

单位: 万吨	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
全球电解铝产量	6,507	6,760	6,865	7,040	7,104	7,149	
	同比	2.5%	3.9%	1.6%	2.5%	0.9%	0.6%
中国	3,705	3,864	4,008	4,148	4,183	4,178	
	同比	4.4%	4.3%	3.7%	3.5%	0.8%	-0.1%
海外	2,802	2,896	2,857	2,891	2,921	2,971	
全球铝材消费量	8,584	9,225	9,356	9,648	9,941	10,263	
	同比	-3.8%	7.5%	1.4%	3.1%	3.0%	3.2%
新能源车	88	180	292	381	493	630	
	占比	1.0%	2.0%	3.1%	4.0%	5.0%	6.1%
	同比	37.8%	105.8%	62.2%	30.5%	29.4%	27.8%
光伏	242	323	437	627	771	931	
	占比	2.8%	3.5%	4.7%	6.5%	7.8%	9.1%
	同比	9.9%	33.5%	35.3%	43.5%	23.0%	20.7%
传统领域	8,254	8,722	8,627	8,639	8,676	8,702	
	占比	96.2%	94.5%	92.2%	89.5%	87.3%	84.8%
	同比	-4.5%	5.7%	-1.1%	0.1%	0.4%	0.3%
全球再生铝消费量	2,203	2,364	2,433	2,529	2,651	2,784	
	变化量		161	69	96	122	133
	占比	25.7%	25.6%	26.0%	26.2%	26.7%	27.1%
	同比	-6.9%	7.3%	2.9%	4.0%	4.8%	5.0%
全球电解铝消费量	6,381	6,862	6,923	7,118	7,290	7,479	
	变化量		481	61	195	171	189
	占比	74.3%	74.4%	74.0%	73.8%	73.3%	72.9%
	同比	-2.7%	7.5%	0.9%	2.8%	2.4%	2.6%
全球电解铝供需平衡情况: +剩余/(-缺口)	126	-102	-58	-79	-185	-330	
	过剩/短缺幅度	1.9%	-1.5%	-0.8%	-1.1%	-2.6%	-4.6%

来源: wind、Bloomberg、阿拉丁、安泰科、中泰证券研究所

- 我们认为金铝铜板块未来将维持高景气度，企业高盈利仍将维持，在板块内部我们筛选出核心标的如下：

**图表 33：黄金、铝、铜核心标的及高股息梳理表**

证券代码	证券简称	所属申万三级行业	近 12 个月股息率	盈利能力（截至 2023 年 Q3）		估值
				ROE（摊薄）	归母净利润 yoy	PE（TTM）
601168.SH	西部矿业	铜	9.48%	14.62%	-7.67%	11
2099.HK	中国黄金国际	铜/金	8.54%	-0.44%	-104.33%	44
1378.HK	中国宏桥	铝	7.39%	0.00%	0.00%	16
000933.SZ	神火股份	铝	5.83%	22.98%	-29.94%	7
0358.HK	江西铜业股份	铜	5.04%	6.13%	4.54%	6
000878.SZ	云南铜业	铜	3.66%	10.82%	2.52%	12
002532.SZ	天山铝业	铝	3.32%	6.95%	-31.88%	15
600489.SH	中金黄金	黄金	2.79%	8.32%	32.50%	19
600362.SH	江西铜业	铜	2.76%	6.13%	4.54%	10
2899.HK	紫金矿业	铜	2.20%	15.66%	-3.01%	16
601899.SH	紫金矿业	铜	2.00%	15.66%	-3.01%	17
000975.SZ	银泰黄金	黄金	1.85%	9.94%	20.24%	32

来源：wind、中泰证券研究所，注：股价取自于 2024 年 1 月 5 日

- 风险提示：宏观经济波动超预期风险；高股息标的股息率大幅波动风险；监管政策超预期风险；行业模型测算偏差风险；研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险等。

**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。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。