

2025 年 10 月 27 日

多线并举稳增长，共同推进业务向好发展

特变电工(600089. SH)

►输变电业务景气持续，中标沙特大单彰显公司实力

25H1 公司输变电业务实现营收 235.4 亿元，同比增长 19.7%；输变电产业国内市场签约 273 亿元，同比增长 14%；输变电产品市场国际签约 9.2 亿美元，同比增长 88%。2025 年 8 月 29 日公司发布公告中标沙特电力公司超高压、高压电力变压器及电抗器项目；中标总金额约 164 亿元人民币，按照执行量 70%测算，金额约为 115 亿元人民币，执行时间为 7 年。同时，公告表示为实现本地化供应，公司未来将在沙特建设变压器、电抗器制造工厂。全球电网建设迈入景气周期，海内外订单充沛，为公司业绩提供强力支撑。

►硅料&煤炭业务承压，“反内卷”有望助力业务企稳

新能源产品及工程业务方面，2025 年上半年公司高纯多晶硅实现产量 3.36 万吨，完成并确认收入的风能及光伏电站建设项目装机约 1.35GW。受公司高纯多晶硅产品销量、价格大幅下降的影响，25H1 公司新能源产品及工程营业收入同比下滑 37.9%，毛利率同比下滑 8.41pct。

能源业务方面，①煤炭方面，公司煤炭资源赋存条件优、储量丰富，据 251014 投资者关系活动记录表，公司煤炭的核定产能是 7400 万吨，2025 年上半年实现原煤产量 3600 万吨左右。受煤炭销售均价下降的影响，25H1 公司煤炭产品营收同比下滑 5.4%，毛利率同比下滑 4.71pct。公司积极进行煤炭产业升级，推进 20 亿立方米/年煤制气项目建设，有望打造业绩新增点。②发电方面，公司发电业务增长稳健，25H1 公司发电业务（火电及新能源电站）实现收入 34.63 亿元；其中火电发电收入 20.28 亿元，同比增长 54%，新能源发电收入 14.35 亿元，同比增长 5.45%。

整体来看，我们认为，随着反内卷措施等因素推进，煤炭、硅料价格有望逐步回升到合理水平期间，促进公司硅料&煤炭业务盈利企稳改善。

►黄金延续高景气，新材料业务有望贡献新增量

黄金方面，受益于金精粉产品销量增加和金价上涨，25H1 公司黄金营收同比增长 61.7%；毛利率同比提升 4.01pct。2024 年公司黄金产品产量（金金属量）约 2.5 吨，今年黄金产量（金金属量）约 3 吨，目前黄金业务毛利率较高，增产有望显著增厚公司业绩。

新材料业务方面，25H1 铝电子新材料、铝及合金产品实现收入 33.4 亿元，同比增长 19.6%；毛利率为 9.8%，同比

评级及分析师信息

上次评级：首次覆盖
评级：增持
最新收盘价：19.50

股票代码：600089. SH
52 周最高价/最低价：20.99/10.63
总市值(亿)：985.29
自由流通市值(亿)：807.55
自由流通股数(百万)：4141.30



分析师：杨睿

邮箱：yangrui2@hx168.com.cn
SAC NO: S1120520050003
联系电话：010-5977 5338

分析师：罗静茹

邮箱：luojr@hx168.com.cn
SAC NO: S1120524040005
联系电话：021-5038 0388

分析师：王涵

邮箱：wanghan@hx168.com.cn
SAC NO: S1120525090003
联系电话：021-5038 0388

下滑 5.5pct，主要系销售价格/加工费下降。后续随着防城港年产 240 万吨氧化铝项目建设&投产，有望为公司业绩贡献新增量。

投资建议

公司输变电业务&黄金业务均保持高景气发展态势；同时，反内卷有望促进公司煤炭&硅料业务企稳改善，整体来看公司当前业务发展迎来关键节点，看好公司未来后续发展。我们预计公司 2025-2027 年收入分别为 1002.09、1110.90、1255.20 亿元，同比分别增长 2.4%、10.9%、13.0%；归母净利润分别为 61.59、79.34、95.32 亿元，同比分别增长 48.9%、28.8%、20.1%；EPS 分别为 1.22、1.57、1.89 元，对应 PE 分别为 16X、12X、10X（以 2025 年 10 月 27 日收盘价 19.50 元计算），首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

国际政治风险；电网投资不及预期；政策变化风险；招投标不及预期；市场竞争加剧风险；产品价格变动风险；电价波动风险等。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	98,206	97,867	100,209	111,090	125,520
YoY (%)	1.8%	-0.3%	2.4%	10.9%	13.0%
归母净利润(百万元)	10,703	4,135	6,159	7,934	9,532
YoY (%)	-32.7%	-61.4%	48.9%	28.8%	20.1%
毛利率 (%)	27.3%	18.1%	19.8%	19.9%	20.1%
每股收益 (元)	2.39	0.80	1.22	1.57	1.89
ROE	17.1%	6.1%	8.3%	10.0%	11.1%
市盈率	8.16	24.49	16.00	12.42	10.34

资料来源：WIND，华西证券研究所

正文目录

1. 四大产业协同发展，业绩拐点显现	4
2. 输变电业务景气持续，中标沙特大单彰显公司实力	6
3. 硅料&煤炭业务承压，“反内卷”有望助力业务企稳	7
4. 黄金+新材料业务有望提升业绩弹性	8
5. 投资建议	9
6. 风险提示	9

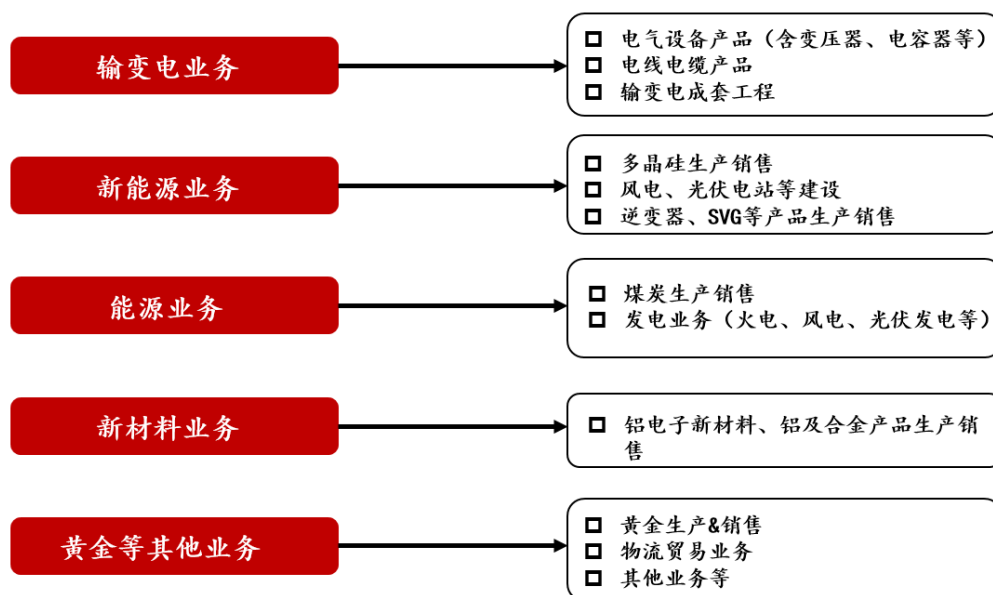
图表目录

图 1 公司主营业务介绍	4
图 2 公司主营业务收入情况（单位：亿元）	4
图 3 公司各主营业务毛利率情况	4
图 4 公司历史营收及同比增速	6
图 5 公司历史归母净利润及同比增速	6
图 6 公司输变电国内签约订单	7
图 7 公司输变电业务营收&毛利率	7
图 8 光伏行业综合价格指数（SPI）：多晶硅	8
图 9 秦皇岛港动力末煤（Q5500，山西产）（元/吨）	8
图 10 现货价（伦敦市场）：黄金（美元/盎司）	8
表 1 公司主要产品介绍	5
表 2 可比公司盈利预测	9

1. 四大产业协同发展，业绩拐点显现

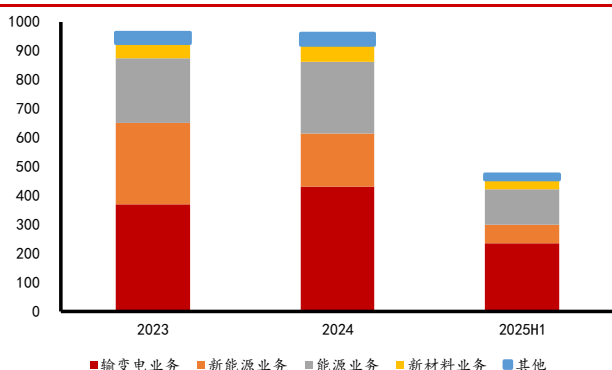
四大产业协同发展。公司主营业务包括输变电业务、新能源业务、能源业务及新材料业务。①**输变电业务**主要包括变压器、开关、电容器、电抗器、电线电缆及其他输变电产品的研发、生产和销售，输变电国际成套系统集成业务等；②**新能源业务**主要包括高纯多晶硅、逆变器、SVG 等产品的生产与销售，为光伏、风能电站提供设计、建设、调试及运维等全面的能源解决方案及风能、光伏电站的运营；③**能源业务**主要包括煤炭的开采与销售、电力及热力的生产和销售；④**新材料业务**主要包括高纯铝、电子铝箔、电极箔、铝制品及合金产品的研发、生产和销售。

图 1 公司主营业务介绍



资料来源：WIND、2025 年半年报，华西证券研究所

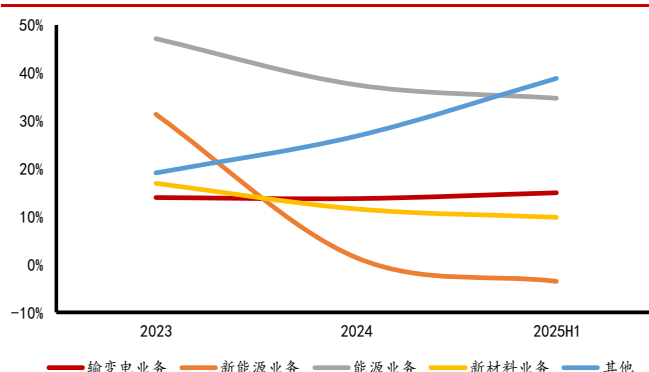
图 2 公司主营业务收入情况（单位：亿元）



资料来源：WIND，华西证券研究所 注：按业务结构拆分

注：按图 1 分类

图 3 公司各主营业务毛利率情况



资料来源：WIND，华西证券研究所

注：按图 1 分类

表 1 公司主要产品介绍

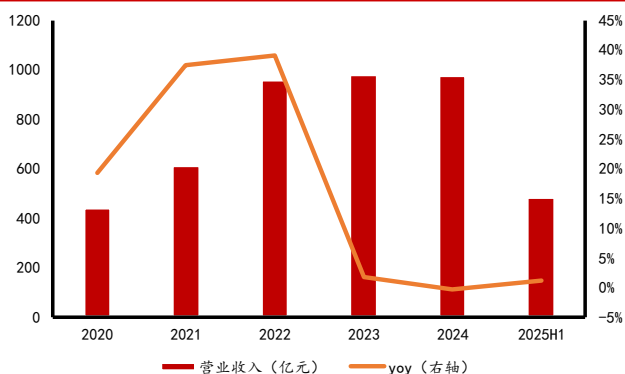
业务板块		主要产品及服务	主要用途
输变电产品与服务	变压器	直流换流变压器和平波电抗器	应用于直流电网建设，主要作用是电压、电流变换及电网输送效率和质量的提升
		交流电力变压器和电抗器	应用于交流电网和发电站建设，主要作用是电压、电流变换及电网输送效率和质量的提升。
		特种变压器	应用于化工、冶炼和机车牵引等，主要作用是配套设备提供电力输送。
		干式变压器、箱变、配电变压器	应用于配电网，主要作用是配电网电压的转换和为配套设备提供电力。
	电容器	油浸式高压并联电容器/滤波电容器/高压串联电容器、特高压直流输电用交流滤波器电容器组	应用于 50Hz 或 60Hz 的交流电力系统，主要作用是增强系统稳定性和提高系统电能输送能力。
	电线电缆	500kV 及以下电力电缆	应用于额定电压 500kV 及以下的电力传输，主要作用是高效、安全、灵活地实现电能分配与传输。
		导线	应用于架空送电线路的输电线路，主要作用是传导电能。
		控制电缆	应用于各种工业自动化、电气传动、建筑自动化、仪器仪表等领域。
	国际成套系统集成	国际输变电项目成套工程建设	国际发电站、变电站、输电线路等输变电成套工程的承包及交钥匙工程。
新能源产品及系统集成业务		高纯多晶硅产品	应用于太阳能电池、光伏材料等光伏产业领域，是太阳能电池、光伏材料的主要原材料。
		逆变器	应用于将光伏太阳能板产生的可变直流电转换成交流电，实现光伏发电并网。
		风电、光伏电站的建设及运营	为光伏及风力发电项目提供工程建设承包的系统集成服务。主要涵盖光伏、风力发电项目的工程设计、采购、建设和安装、调试、运维及销售电力。
能源业务		煤炭	为火电厂提供动力煤等。
		电力及热力生产与供应	主要从事火力发电业务和城市供热供气。
新材料业务	电子新材料	高纯铝	应用于电子铝箔、电子导针导线、高纯氧化铝粉铝合金、靶材等电子、集成电路等领域。
		电子铝箔	应用于电极箔的生产。

		电极箔	应用于铝电解电容器的生产。
	铝及合金制品	铝及合金制品	应用于电子消费品、节能导线、汽车发动机、汽车装饰、建筑装饰等电子、电力、交通、建筑相关领域。

资料来源：2025 年半年报，华西证券研究所

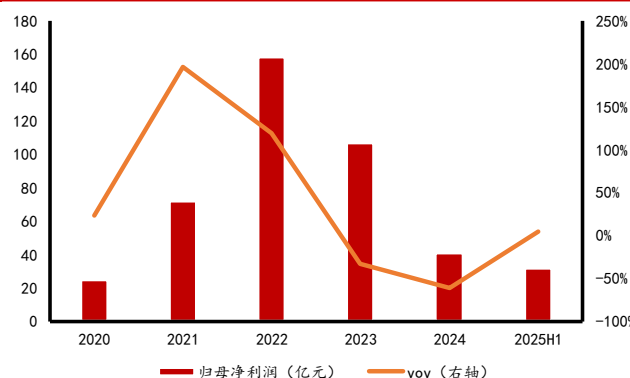
公司营收表现稳健，归母净利润恢复增长。2020-2024 年公司营收由 442 亿元增长至 979 亿元，CAGR 为 22%。2023 年、2024 年由于煤炭、硅料价格大幅下滑，公司盈利承压。2025 上半年公司营收及业绩恢复增长，实现营收 484 亿元，同比增长 1.1%；实现归母净利润 32 亿元，同比增长 5.0%。

图 4 公司历史营收及同比增速



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 5 公司历史归母净利润及同比增速



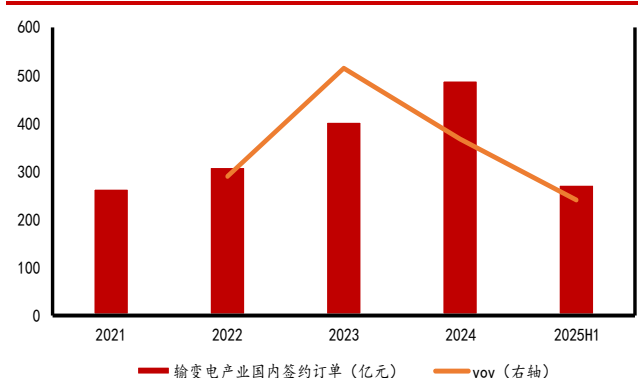
资料来源：WIND，华西证券研究所

2. 输变电业务景气持续，中标沙特大单彰显公司实力

输变电业务海内外景气共振，在手订单充沛。25H1 公司输变电业务实现营收 235.4 亿元，同比增长 19.7%，具体来看：电气设备实现营收 133.7 亿元，同比增长 29.7%，实现毛利率 19.12%，同比提升 0.57pct；电线电缆实现营收 78.4 亿元，同比增长 10.9%，实现毛利率 7.69%，同比下滑 0.31pct；输变电成套工程实现营收 23.3 亿元，同比增长 2.3%，实现毛利率 15.61%，同比提升 0.27pct。据公司 25 年 9 月 15 日发布的投资者关系活动记录表，25H1 公司输变电产业国内市场签约 273 亿元，同比增长 14%；输变电产品市场国际签约 9.2 亿美元，同比增长 88%。全球电网建设迈入景气周期，海内外订单充沛，为公司业绩提供强力支撑。

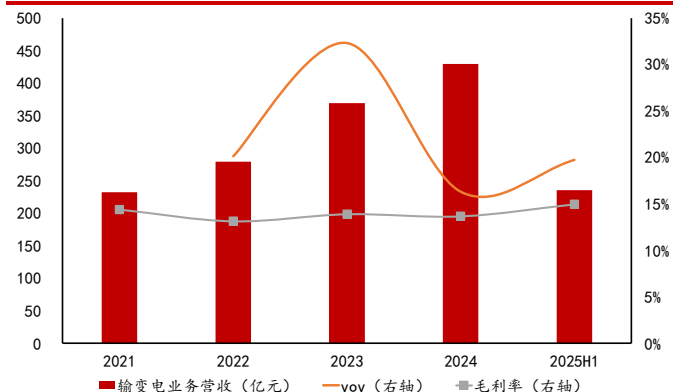
中标沙特大单彰显公司实力，计划海外建厂积极拓展国际业务。2025 年 8 月 29 日公司发布公告中标沙特电力公司超高压、高压电力变压器及电抗器项目；中标总金额约 164 亿元人民币，按照执行量 70%测算，金额约为 115 亿元人民币，执行时间为 7 年。同时，公告表示为实现本地化供应，公司未来将在沙特建设变压器、电抗器制造工厂。我们认为，海外建厂将助力公司进一步拓展国际业务布局，有望充分受益于中东等地区输变电产品的旺盛需求，持续优化公司盈利结构。

图6 公司输变电国内签约订单



资料来源：WIND，华西证券研究所

图7 公司输变电业务营收&毛利率



资料来源：WIND，华西证券研究所

3. 硅料&煤炭业务承压，“反内卷”有望助力业务企稳

① 新能源产品及工程业务：

受多晶硅销量&价格下滑影响，新能源产品及工程业务承压。2025 年上半年公司高纯多晶硅实现产量 3.36 万吨，完成并确认收入的风能及光伏电站建设项目装机约 1.35GW。受公司高纯多晶硅产品销量、价格大幅下降的影响，25H1 公司新能源产品及工程营业收入同比下滑 37.9%，毛利率同比下滑 8.41pct。

② 能源业务：

◆ 煤炭业务：

公司煤炭资源丰富，煤价下滑拖累煤炭业务表现。据 250429 投资者关系活动记录表，公司拥有煤炭资源储量约 120 亿吨，公司煤炭资源赋存条件优、储量丰富、剥采比低、开采条件较好。据 251014 投资者关系活动记录表，公司煤炭的核定产能是 7400 万吨，2025 年上半年实现原煤产量 3600 万吨左右。受煤炭销售均价下降的影响，25H1 公司煤炭产品营收同比下滑 5.4%，毛利率同比下滑 4.71pct。

推进煤制气项目建设，打造业绩新增长点。公司积极进行煤炭产业升级，推进 20 亿立方米/年煤制气项目建设。根据公司 251014 投资者关系活动记录表，该项目总投资约 170 亿元，建设期 3 年，预计 2027 年可建成投产；根据可研报告，按照煤价 150-160 元/吨，合成天然气及液化天然气销售价格不同，项目收益率区间为 6.54%-11.71%，利润区间为 10-20 亿元/年。我们预计项目投产后有望为公司业绩贡献可观增量。

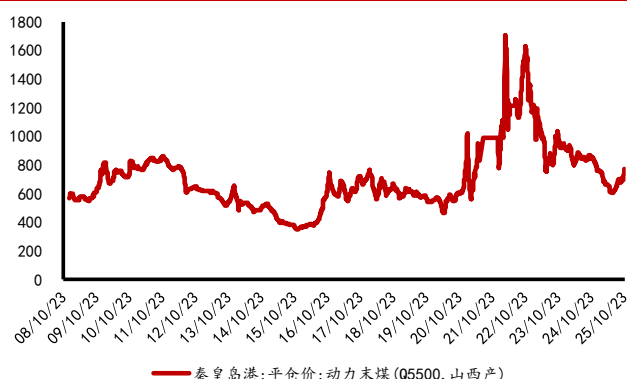
整体来看，我们认为，随着反内卷措施等因素推进，煤炭、硅料价格有望逐步回升到合理水平期间，促进公司硅料&煤炭业务盈利企稳改善。

图8 光伏行业综合价格指数(SPI):多晶硅



资料来源: WIND, 华西证券研究所

图9 秦皇岛港动力末煤(Q5500, 山西产)(元/吨)



资料来源: WIND, 华西证券研究所*平仓价

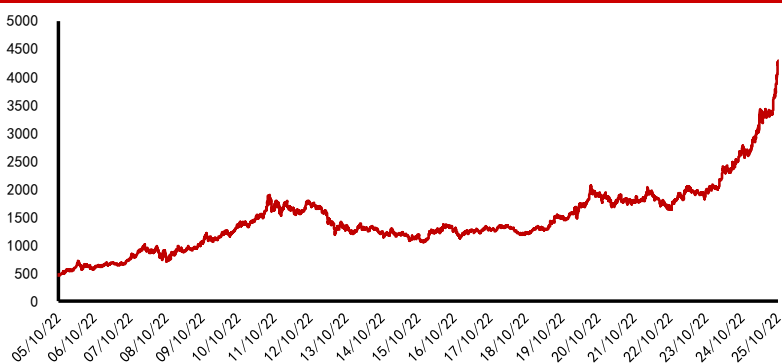
◆ 发电业务:

公司发电业务稳健增长。截至 2025 年 6 月末公司并网发电的运营电站累计装机达到 4.25GW。25H1 公司发电业务(火电及新能源电站)实现收入 34.63 亿元;其中火电发电收入 20.28 亿元,同比增长 54%,新能源发电收入 14.35 亿元,同比增长 5.45%。截至 2025 年 6 月末,公司火电装机 504 万千瓦,风电自营电站 2881.0MW,光伏发电自营电站 1365.5MW。25H1 公司电站发电量约 150 亿千瓦时,其中火电发电量约 104 亿千瓦时、风电自营电站发电量 36 亿千瓦时、光伏发电自营电站发电量 9 亿千瓦时。

4.黄金+新材料业务有望提升业绩弹性

黄金延续高景气,新材料业务有望贡献新增量。①黄金业务方面,受益于金精粉产品销量增加和金价上涨,25H1 公司黄金营收同比增长 61.7%;毛利率同比提升 4.01pct。据 251014 投资者关系活动记录表,2024 年公司黄金产品产量(金金属量)约 2.5 吨,今年黄金产量(金金属量)约 3 吨,目前黄金业务毛利率较高,增产有望显著增厚公司业绩。②新材料业务方面,25H1 铝电子新材料、铝及合金产品实现收入 33.4 亿元,同比增长 19.6%;毛利率为 9.8%,同比下滑 5.5pct,主要系销售价格/加工费下降。后续随着防城港年产 240 万吨氧化铝项目建设&投产,有望为公司业绩贡献新增量。

图10 现货价(伦敦市场):黄金(美元/盎司)



资料来源: WIND, 华西证券研究所

5.投资建议

公司输变电业务&黄金业务均保持高景气发展态势；同时，反内卷有望促进公司煤炭&硅料业务企稳改善，整体来看公司当前业务发展迎来关键节点，看好公司未来后续发展。我们预计公司 2025-2027 年收入分别为 1002.09、1110.90、1255.20 亿元，同比分别增长 2.4%、10.9%、13.0%；归母净利润分别为 61.59、79.34、95.32 亿元，同比分别增长 48.9%、28.8%、20.1%；EPS 分别为 1.22、1.57、1.89 元，对应 PE 分别为 16X、12X、10X（以 2025 年 10 月 27 日收盘价 19.50 元计算），首次覆盖，给予“增持”评级。

表 2 可比公司盈利预测

证券代码	证券简称	收盘价 (元/股)	EPS (元/股)			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
601179.SH	中国西电	7.68	0.29	0.36	0.42	26	21	18
002028.SZ	思源电气	123.15	3.59	4.58	5.71	34	27	22
688676.SH	金盘科技	67.50	1.66	2.21	2.85	41	31	24
600438.SH	通威股份	22.93	-1.17	0.56	1.17	-22	41	20
600089.SH	特变电工	19.50	1.22	1.57	1.89	16	12	10

资料来源：WIND 一致预期（180 天），华西证券研究所 *据 2025 年 10 月 27 日收盘价

6.风险提示

- 1) 国际政治风险；
- 2) 电网投资不及预期；
- 3) 政策变化风险；
- 4) 招投标不及预期；
- 5) 市场竞争加剧风险；
- 6) 产品价格变动风险；
- 7) 电价波动风险等。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	97,867	100,209	111,090	125,520	净利润	3,598	6,526	8,084	9,563
YoY (%)	-0.3%	2.4%	10.9%	13.0%	折旧和摊销	5,945	8,699	10,422	12,196
营业成本	80,060	80,402	88,937	100,349	营运资金变动	-211	206	1,950	1,150
营业税金及附加	1,541	1,483	1,655	1,884	经营活动现金流	12,949	18,072	22,878	25,239
销售费用	3,106	3,307	3,333	3,766	资本开支	-16,731	-17,442	-17,909	-18,441
管理费用	3,633	3,608	3,777	4,142	投资	859	98	-402	-402
财务费用	1,431	1,158	1,198	1,233	投资活动现金流	-15,403	-18,617	-19,090	-19,567
研发费用	1,354	1,423	1,600	1,820	股权募资	3,160	0	0	0
资产减值损失	-3,560	-909	-811	-812	债务募资	6,038	2,167	1,350	1,300
投资收益	748	464	571	677	筹资活动现金流	2,692	1,329	-2,400	-2,978
营业利润	4,874	8,316	10,456	12,450	现金净流量	189	740	1,387	2,694
营业外收支	148	55	75	80	主要财务指标				
利润总额	5,022	8,370	10,531	12,531	成长能力				
所得税	1,424	1,844	2,447	2,968	营业收入增长率	-0.3%	2.4%	10.9%	13.0%
净利润	3,598	6,526	8,084	9,563	净利润增长率	-61.4%	48.9%	28.8%	20.1%
归属于母公司净利润	4,135	6,159	7,934	9,532	盈利能力				
YoY (%)	-61.4%	48.9%	28.8%	20.1%	毛利率	18.1%	19.8%	19.9%	20.1%
每股收益	0.80	1.22	1.57	1.89	净利率	4.2%	6.1%	7.1%	7.6%
资产负债表 (百万元)					总资产收益率 ROA	1.8%	3.1%	3.5%	3.9%
货币资金	28,136	28,876	30,263	32,958	净资产收益率 ROE	6.1%	8.3%	10.0%	11.1%
预付款项	3,525	4,005	4,069	4,698	偿债能力				
存货	16,220	15,871	16,579	18,178	流动比率	1.15	1.08	1.04	1.04
其他流动资产	35,973	35,305	39,462	45,452	速动比率	0.71	0.69	0.67	0.67
流动资产合计	83,854	84,056	90,373	101,285	现金比率	0.38	0.37	0.35	0.34
长期股权投资	926	1,026	1,176	1,326	资产负债率	56.6%	56.1%	56.6%	57.2%
固定资产	82,223	90,999	98,644	105,113	经营效率				
无形资产	13,102	13,148	13,152	13,164	总资产周转率	0.49	0.47	0.49	0.51
非流动资产合计	123,769	136,251	145,590	153,764	每股指标 (元)				
资产合计	207,623	220,307	235,963	255,049	每股收益	0.80	1.22	1.57	1.89
短期借款	2,144	2,144	2,144	2,144	每股净资产	13.35	14.60	15.69	17.01
应付账款及票据	49,912	52,485	59,291	68,293	每股经营现金流	2.56	3.58	4.53	5.00
其他流动负债	21,077	23,227	25,102	27,267	每股股利	0.25	0.37	0.48	0.57
流动负债合计	73,133	77,856	86,537	97,704	估值分析				
长期借款	32,986	33,986	34,986	35,986	PE	24.49	16.00	12.42	10.34
其他长期负债	11,462	11,723	12,023	12,273	PB	0.95	1.34	1.24	1.15
非流动负债合计	44,447	45,709	47,009	48,259					
负债合计	117,580	123,565	133,546	145,963					
股本	5,053	5,053	5,053	5,053					
少数股东权益	22,603	22,971	23,121	23,151					
股东权益合计	90,043	96,741	102,417	109,086					
负债和股东权益合计	207,623	220,307	235,963	255,049					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

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：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 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。