

## 新股报告

## 立足西部市场的区域水务龙头

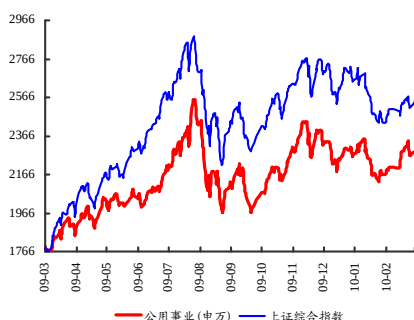
### 公用事业

2010年3月14日

投资建议:

申购

#### 所在行业最近52周走势:



#### 发行相关数据:

网上发行数量: 不超过 50,000 万股  
 网上发行价格: 6.48-6.98 元  
 网上申购简称: 重庆水务  
 网上申购代码: 601158  
 单一帐户申购上限: 250,000 股

#### 报告作者:

国联证券研究所综合组

组长: 杨平

执业证书编号: S0590210020003

#### 联系人:

曾海

电话: 021-58766036-211

Email: zengh@glsc.com.cn

#### 独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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, 特此申明。

## 重庆水务 (601158.SH) 新股报告

### 摘要:

- **快速发展的国内水务市场。**水务产业在发达国家属于成熟产业, 北美、澳洲等地区的供水和污水处理设施覆盖率都接近100%, 而国内水务市场才起步。城镇化率的提高, 将使得用水量和排水量保持增长势头, 1996年至2008年城市生活用水平均年增长率为2.6%; 生活污水排放量年平均增长率为5.4%; 工业废水排放总量年平均增长率为1.9%。庞大的需求为国内水务市场快速发展提供了基础, 据预测, 至2030年我国城市用水需求量将增加到1,320亿立方米左右。
- **立足西部市场的区域垄断水务龙头。**公司商业模式采取“政府特许、政府定价, 企业经营”的模式, 作为重庆地区的最大的供排水公司, 公司拥有重庆市政府授予的供排水特许经营权, 在特许经营区域范围内, 独家从事供排水服务, 特许经营期限为30年。截止2009年12月31日, 公司供水服务区域326.4平方公里, 服务人口397.2万人, 在重庆主城区市场占有率约为66%; 公司已投入运营的污水处理业务服务面积755.2平方公里, 服务城镇人口891.3万人, 在重庆主城区市场占有率约为72%, 公司在重庆市实现区域垄断经营。
- **稳定的盈利能力提供稳定的投资回报。**公司产品和服务的价格由政府指定, 公司自来水终端水价包括: 自来水价格、水资源费和代收污水处理费, 足以覆盖公司供水业务的合理成本+税金 (以及法定规费)+合理利润, 因此公司能够保持稳定的盈利能力。2007-2009年, 公司的综合毛利率处于较稳定的状态。由于公司章程中规定了今后的现金分红比例不低于当期实现的可分配利润的60%, 因此投资者可以获得稳定的投资回报。
- 预计公司10-12年每股收益摊薄后分别为0.27元、0.31和0.35元。参考公司在A股上市的同行业公司估值情况, 我们认为公司的合理价格区间为6.75~8.10元, 对应市盈率为25-30倍。

## 一、发行简介

重庆水务是重庆市最大的供排水一体化经营企业，从事自来水的生产销售、城市污水的收集处理及供排水设施的建设等业务。在我国西部地区乃至全国，在供排水一体化经营方面位居前列，目前拥有重庆市主城区 90% 的自来水处理能力和全市 97% 的污水处理能力。目前已正式投入运营的自来水厂 28 个，设计供水能力 143.9 万立方米/日，污水处理厂 36 个，设计污水处理能力 168.3 万立方米/日。公司拥有重庆市政府授予的供排水特许经营权经营期 30 年，特许经营期满后，可报请重庆市政府延长特许经营期限。公司还涉足金融、证券、保险、房地产开发、供排水管材及环保等领域。

表 1: 公司股权结构

| 股东名称        | 发行前            |                | A 股发行后         |                |
|-------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
|             | 股份数量<br>(万股)   | 持股比例           | 股份数量<br>(万股)   | 持股比例           |
| 水务资产经营公司    | 365,500        | 85.00%         | 360,500        | 75.10%         |
| 苏渝公司        | 64,500         | 15.00%         | 64,500         | 13.44%         |
| 全国社会保障基金理事会 | --             | --             | 5,000          | 1.04%          |
| 本次发行        | --             | -              | 50,000         | 10.42%         |
| 合计          | <b>430,000</b> | <b>100.00%</b> | <b>480,000</b> | <b>100.00%</b> |

数据来源:国联证券研究所、公司招股说明书

## 二、申购简况

表 2: 本次 A 股发行基本情况

|        |                 |            |             |
|--------|-----------------|------------|-------------|
| 股票简称   | 重庆水务            | 发行数量 (A 股) | 50,000 万股   |
| 发行价格   | 6.48-6.98 元/股   | 发行市盈率      | 32.4-34.9 倍 |
| 网下配售数量 | 25,000 万股       | 占本次发行比例    | 50%         |
| 网上发行   | 25,000 万股       | 占本次发行比例    | 50%         |
| 网上申购时间 | 2010 年 3 月 16 日 | 申购代码       | 601158      |
| 发行方式   | 网下配售+网上定价发行     |            |             |
| 最近三年   | 2007            | 2008       | 2009        |
| 每股收益   | 0.21 元          | 0.17 元     | 0.24 元      |

数据来源:国联证券研究所、公司招股说明书

## 三、行业及公司简介

### 3.1 行业分析

公司主要从事城镇给排水项目的投资、经营及建设管理；城镇给排水供

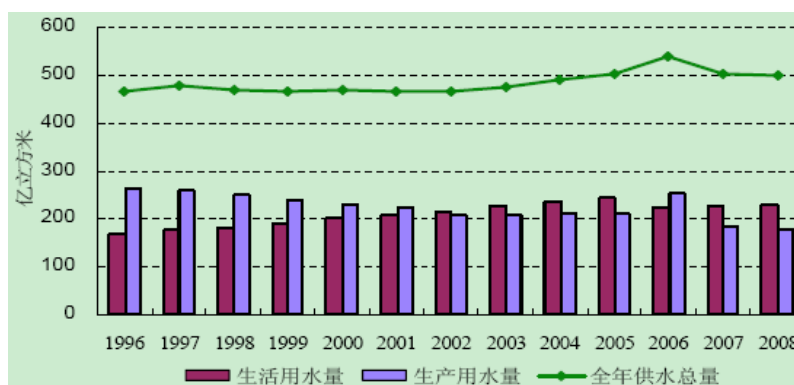
应及系统设施的管理，给排水工程设计及技术咨询服务等业务，并通过控股子公司在重庆市政府所授权的供排水特许经营区域内从事供排水业务经营。公司属于公用事业行业中的水务子行业。水务行业是指由原水、供水、节水、排水、污水处理及水资源回收利用等形成的产业链。水务行业随着社会的发展而不断发展，已成为社会进步和经济发展的重要支柱。

### （1）快速发展的国内水务市场

水务行业起源于西方发达国家，从满足人们的基本需求发展至全球化商业运作只有 100 多年的历史。目前该行业在发达国家基本已经进入成熟阶段，供排水设施齐备，供应充足，覆盖面广。北美、澳洲等地区的供水和污水处理设施覆盖率都接近 100%。

国内水务行业虽然在二十世纪初就已存在，但受各种外部因素影响，真正的发展，特别是商业化运作才刚刚开始。随着国内经济的发展，城镇化率的提高，国内用水量稳步增长。据 2009 年中国统计年鉴显示，1996 年至 2008 年生活用水平均年增长率为 2.6%，城市自来水普及率也由 1980 年的 81% 提高到 2008 年的 94.7%。根据中国工程院《中国可持续发展水资源战略研究报告》，2010 和 2030 年城市用水需求量将分别增加到 910 亿立方米和 1,320 亿立方米左右，复合增长率为 4.3%。

图 1：1996 年至 2008 年我国城市用水情况

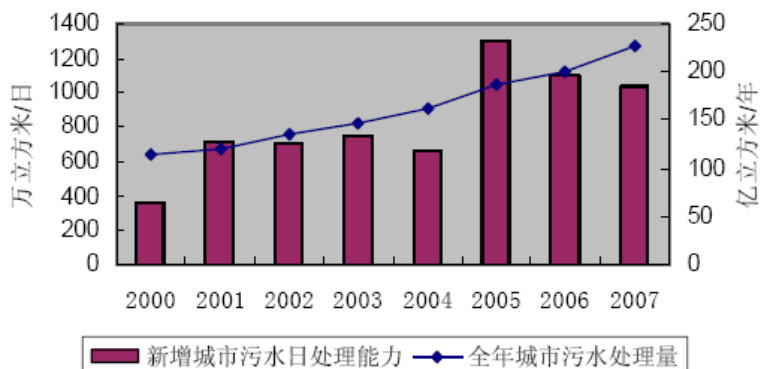


数据来源：国联证券研究所、公司招股说明书

随着我国用水量的增加，全国污水排放量也呈高速增长的态势，据统计 1998 年至 2008 年期间，工业废水排放总量由 200 亿吨，增长到 241.7 亿吨，年平均增长率为 1.9%；生活污水排放量由 195.0 亿吨，增长到 330.0 亿吨，年平均增长率为 5.4%。污水排放量的不断增长导致国内对污水处理需求的增加，从 2000-2007 年国内的污水处理能力日益增长，每年新增的污水处理能

力在 800 万立方米/日左右。但由于起步较晚，起点较低，即使如此快速增长，仍不能满足国内污水处理市场的需求，未来该市场仍处于高速增长期。

图 2：2000 年至 2007 年我国污水处理情况



数据来源：国联证券研究所、公司招股说明书

虽然我国是全球第六大水资源国家，但是由于人口众多，幅员辽阔，导致平均水资源相对匮乏，为有效利用水资源，同时降低环境污染，政府部门对水务市场的关注度也日益提高，并相继提出多项政策扶持水务，特别是污水处理市场的发展。根据“十一五”纲要和建设部《建设事业“十一五”规划纲要》精神，到 2010 年，全国设市城市污水处理率不低于 70%，供水普及率不低于 95%，缺水城市再生水利用达到 20% 以上。

与经济发展和政府政策目标相比较，目前的国内水务市场相对不成熟，不能满足全部需求，预计未来几年国内水务市场将继续呈高速发展的态势。

## （2）政府特许、企业经营的商业模式

目前国外水务行业市场化主要有两种方式：1. 私有化方式，即供排水水权和水务企业成为私有财产，可以自由转让，自主经营；2. 特许经营权方式，即城市供排水处理设施的所有权为政府，政府通过出让“特许经营权”的方式将供排水设施的建设、运营权出包给企业。

由于水务行业属于公用事业范畴，其产品具有公共产品的特点，该行业的运营通常会受到政府部门相关政策的影响，因此政府特许、企业经营的商业模式逐渐成为发达水务市场主要的运营方式，代表国家为法国、英国、美国等欧美国家。

图 3：国际水务行业主要经营模式比较

| 国家 | 主要模式  | 投资方式            | 水价形成             |
|----|-------|-----------------|------------------|
| 法国 | 特许经营权 | 城市供排水处理设施的所有权为政 | 在投资建设供水工程决策时，首先由 |

|    |     |                                                                                                                                     |                                                                            |
|----|-----|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------|
| 英国 | 私有化 | 府，政府通过出让“特许经营权”方式将供排水设施的建设、运营权承包给企业，承包商由此获得 20~30 年经营权。                                                                             | 投资者、供水公司和用户协商提出一个合理可行的水价方案，共同签署合同，用户能承受水价标准后工程才开工建设。                       |
| 美国 | 私有化 | 在 1989 年《水行业法》颁布之后，10 个地区水务署改制为 10 家上市公司，完全实现私有化<br>联邦政府对水的管理主要集中在水权的管理上，供水配水的管理主要是通过市场自发地调节和民间机构运作。水权作为私有财产在美国可以自由转让，转让程序上类似不动产转让。 | 水价的制定按照“投入--产出”模式，确保回收成本，并有适度盈余，国家设定一个价格上限进行宏观调控。                          |
| 德国 | 私有化 | 1994 年开始私有化。如 1998 年柏林水务将其中 49.9% 的股权出售给威望迪、艾威和安联组成的联合体，柏林市政府拥有其余 50.1% 的股份。                                                        | 制定水价一般按照单个工程定价，每个工程制定自己的水价。<br><br>水费收入足以支付生产经营的所有费用，包括还贷和折旧，在此基础上还有一定的收益。 |

数据来源：国联证券研究所、公司招股说明书

采用“政府特许、企业经营”的商业模式一方面政府可以通过价格指导政策避免企业追求利润最大化导致公共利益受损，另一方面又可以通过市场化运营提高效率，降低成本。

我国的水务行业经历了公益型全民制企业向以经营效益为目标的公司制企业转变，由国家垄断、地区垄断到市场逐步开放的过程。2002 年，中国建设部颁布了《关于加快市政公用行业市场化进程的意见》以及《市政公用事业特许经营管理办法》，逐步建立起了以特许经营为核心的适应城市水务行业特点的新制度体系，极大地促进了该行业的效率提升和可持续发展。

### （3）国内水务市场集中度偏低，行业竞争日趋激烈

我国的水务市场正在经历由行政垄断向市场化发展的阶段，但是由于长期的政策制约和水资源的自然垄断特征，使得我国目前的市场化水平和市场集中度偏低。目前，我国 90% 以上的水务资产由各地政府控制和管理，跨地区跨行业的市场化经营比例仍然很小。全国约有 3,000 多家水厂，其中最大的自来水企业市场份额不足 3%。

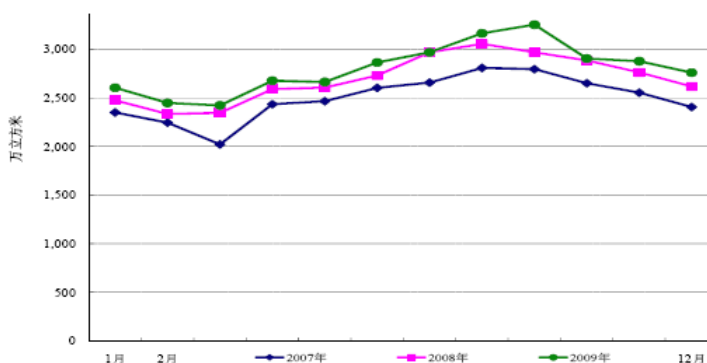
作为一个新兴市场，尚处于发展中的中国水务市场受到国际水务巨头的关注，自 1992 年法国苏伊士集团进入中国市场以来，目前包括世界著名的水务公司法国苏伊士集团、威利雅环境集团、英国泰晤士水务公司和德国柏林水务公司在内，近 20 余家外资跨国水务公司已进驻中国水务市场，在华总投资 50 亿美元以上。同时国内水务企业借水务产业政策放松的契机，利用庞大

的市场迅速发展壮大，成为国内水务市场的重要力量。国内外众多水务企业的参与导致国内水务市场竞争日趋激烈。

#### (4) 国内水务行业存在明显的季节性波动

水务行业的季节性特征较为明显。一般夏季供水需求量大，在全年形成高峰期。由于夏季用水量和降雨量的增加，使得污水处理量在同期也会达到全年峰值。季节性特征可能使水务公司的经营业绩和盈利水平随着不同的季节而有所不同。

图 4：2007 年至 2009 年公司各月供水量情况比较

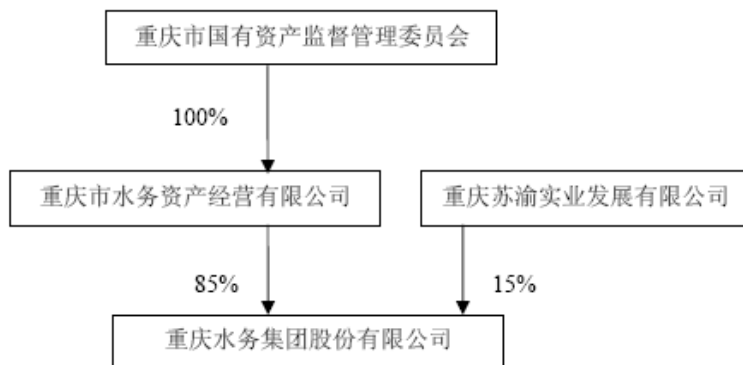


数据来源：国联证券研究所、公司招股说明书

### 3.2 公司情况简介

公司前身为重庆市水务控股（集团）有限公司，属于国有独资公司，重庆市国资委成立后，划归国资委管理，并于 2007 年，由有限责任公司整体变更设立为股份有限公司，公司享有重庆市主城区城市供排水特许经营权。

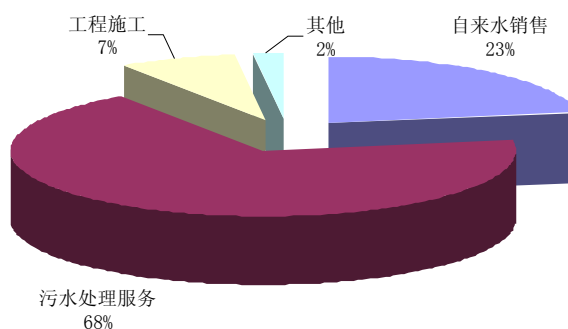
图 5：公司股权结构图（发行前）



数据来源：国联证券研究所、公司招股说明书

公司主要业务分为三大块：供水业务、排水业务以及工程施工。其中供水业务包括从水源取水、自来水净化到输水管网输送的完整的供水业务产业链。排水业务包括从城市污水管网所收集生活污水、工商业污水、雨水及其他污水进行无害化处理，并将符合国家环保标准的污水排入河流的污水处理的全过程。由于供水业务受政府价格管制等多重因素影响，销售收入相对不高，而排水业务、特别是工业废水的污水处理业务市场化定价相对市场化，销售收入占比较高，2009 年达到 68%。这也突出公司业务方向主要集中在排水业务的特点，对公司盈利影响较大。

图 6：2009 年公司主营业务收入构成



数据来源：国联证券研究所、公司招股说明书

## 四、重庆水务的经营优势

### 4.1 区域垄断优势

由于水务行业属于关系国计民生的基础行业，因此国家对该行业制订了一系列的制度性要求。参照发达国家的发展路径和经验，政府普遍采取区域内特许经营的方式对水务企业进行管理和限制。通过设置政策壁垒，使水务企业能够获得区域垄断优势。

重庆水务作为重庆地区的最大的供排水公司，拥有重庆市政府授予的供排水特许经营权，在特许经营区域范围内，独家从事供排水服务，特许经营期 30 年。截止 2009 年 12 月 31 日，公司供水服务区域 326.4 平方公里，服务人口 397.2 万人，在重庆主城区市场占有率约为 66%，在重庆市场占有率约为 39%；公司已投入运营的污水处理业务服务面积 755.2 平方公里，服务城镇人口 891.3 万人，在重庆主城区市场占有率约为 72%，在整个重庆市占有率约为 79%。公司已在重庆市实现了区域垄断经营，为此公司制订的未来发展战

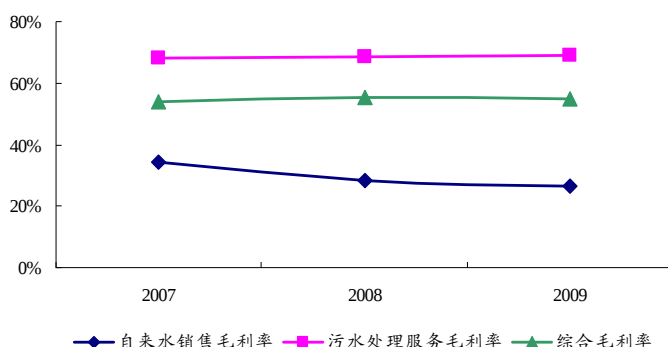
略为立足重庆市，打造西部地区实力最强的水务公司。

## 4.2 稳定的盈利能力

公司的经营模式的特点是“政府特许，政府定价，企业经营”，因此公司提供的产品和服务价格由政府确定，公司向自来水终端用户征收的自来水终端水价包括：自来水价格、水资源费和代收污水处理费。按照国家现行法规，公司在特许经营区域内对水费的收取额应足以覆盖本公司供水业务的合理成本+税金（以及法定规费）+合理利润，产品和服务价格的上涨主要是受成本因素推动，因此公司的盈利能力能够保持稳定。

从 2007-2009 年公司主要业务的毛利率来看，除了自来水销售业务的毛利率由于成本上升过快，未能有效转嫁导致毛利率逐年下降外，占公司主营收入 68%的污水处理业务毛利率相对稳定，使得公司的综合毛利率处于较稳定的状态。

图 7：2007-2009 公司主要业务毛利率比较



数据来源：国联证券研究所、公司招股说明书

此外，公司章程对每年的现金分红进行了规定，今后公司以现金形式分配的股利将不低于当期实现的可分配利润的 60%。基于公司稳定的盈利能力，未来投资者也有望获得稳定的投资回报。

## 五、公司募集资金用途

本次募集资金拟用于以下项目：

图 8：募集资金用途

| 序号 | 工程项目名称         | 投资（万元） |
|----|----------------|--------|
| 一  | 三峡库区及影响区污水处理项目 | 89,542 |
| 1  | 重庆市主城排水一期项目    | 62,116 |

|   |                    |         |
|---|--------------------|---------|
| 2 | 重庆市主城排水二期项目        | 8,364   |
| 3 | 大渡口城市污水处理项目        | 2,575   |
| 4 | 李家沱城市污水处理项目        | 3,109   |
| 5 | 万盛城市污水处理项目         | 1,561   |
| 6 | 梁平城市污水处理项目         | 2,066   |
| 7 | 中梁山城市污水处理项目        | 3,012   |
| 8 | 井口城市污水处理项目         | 4,187   |
| 9 | 永川城市污水处理项目         | 2,552   |
| 二 | 重庆市供水项目            | 112,084 |
| 1 | 主城区净水一期工程沙坪坝水厂改造工程 | 16,777  |
| 2 | 西永微电子工业园区供水工程      | 4,559   |
| 3 | 九龙工业园 C 区供水工程      | 1,690   |
| 4 | 重庆市万盛城区供水工程        | 2,450   |
| 5 | 重庆市井口水厂一期项目        | 58,378  |
| 6 | 重庆市丰收坝水厂二期项目       | 28,230  |
|   | 合计                 | 201,626 |

数据来源：国联证券研究所、公司招股说明书

上述项目使用募集资金总额为201,626万元，如果本次发行实际募集资金超过上述拟投资项目所需，剩余资金将用于补充公司的流动资金；如果本次发行实际募集资金不能满足上述项目所需，公司将视拟投资项目的轻重缓急予以取舍或由公司自行筹措。

## 六、盈利预测

主要假设条件：

- 1、公司成功募集规划项目所需资金，各募投项目按期完工，并顺利投产。
- 2、公司各分享业务盈利能力保持稳定，毛利率保持稳定
- 3、公司资产负债率下降，财务费用下降。
- 4、假定2010-2012年公司所得税按25%的税率计算。
- 5、公司经营稳健，不发生影响重大的破坏性事件，如核心技术人员流失。

表 9：盈利预测表---利润表（单位：百万元）

|               | 2008           | 2009E          | 2010E          | 2011E          | 2012E          |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 主营业务收入        | 2,369.4        | 2,729.4        | 3,548.2        | 4,080.4        | 4,488.5        |
| 主营业务成本        | 1,099.7        | 1,325.2        | 1,561.2        | 1,785.2        | 1,952.5        |
| 主营业务税金及附加     | 11.8           | 15.8           | 20.5           | 23.6           | 25.9           |
| <b>主营业务利润</b> | <b>1,257.9</b> | <b>1,388.4</b> | <b>1,966.5</b> | <b>2,271.6</b> | <b>2,510.0</b> |
| 销售费用          | 34.2           | 38.9           | 50.6           | 58.2           | 64.0           |
| 管理费用          | 232.8          | 276.1          | 353.6          | 404.6          | 442.9          |
| 财务费用          | 237.9          | 58.5           | 47.7           | 50.8           | 51.4           |
| 其他费用          | (38.7)         | (64.0)         | 0.0            | 0.0            | 0.0            |

|             |              |                |                |                |                |
|-------------|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 营业利润        | 791.8        | 1,078.8        | 1,514.5        | 1,758.0        | 1,951.8        |
| 营业外收支净额     | 75.4         | 96.3           | 0.0            | 0.0            | 0.0            |
| <b>利润总额</b> | <b>867.1</b> | <b>1,175.0</b> | <b>1,514.5</b> | <b>1,758.0</b> | <b>1,951.8</b> |
| 所得税         | 130.2        | 160.1          | 227.2          | 263.7          | 292.8          |
| <b>净利润</b>  | <b>736.9</b> | <b>1,014.9</b> | <b>1,287.4</b> | <b>1,494.3</b> | <b>1,659.0</b> |

|                 |              |                |                |                |                |
|-----------------|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 减：少数股东权益        | 0.7          | 0.8            | 1.0            | 1.1            | 1.3            |
| <b>归公司股东净利润</b> | <b>736.2</b> | <b>1,014.1</b> | <b>1,286.4</b> | <b>1,493.2</b> | <b>1,657.8</b> |
| <b>EPS（元）</b>   | <b>0.17</b>  | <b>0.24</b>    | <b>0.27</b>    | <b>0.31</b>    | <b>0.35</b>    |

注：每股收益按 A 股最大发行数量摊薄

数据来源：国联证券研究所、公司招股说明书

## 七、估值

**A 股可比公司估值：6.75 ~ 8.10 元。**

公司主营业务包括供水、排水以及工程施工三大业务，属于公用事业板块中的水务子行业。我们选择10家A股同类上市公司作为参照，根据2010年3月10日收盘价计算的可比公司2010年平均动态市盈率为38倍。由于公司属于公用事业范畴，政府政策的支持提供了业绩保障，稳定的收益使得公司具有防御性。参照近期A股市场的发行市盈率，我们认为可以给予公司25-30倍市盈率估值，根据2010年的盈利预测，公司的合理价值为6.75 ~ 8.10元

表 10：A 股可比公司估值

| 证券代码      | 公司简称 | 最新价       | EPS  |       |       | PE   |       |       |
|-----------|------|-----------|------|-------|-------|------|-------|-------|
|           |      | 2010-3-10 | 2008 | 2009E | 2010E | 2008 | 2009E | 2010E |
| 000685.SZ | 中山公用 | 28.76     | 0.95 | 1.29  | 1.47  | 30   | 22    | 20    |
| 000712.SZ | 锦龙股份 | 22        | 0.07 | 0.73  | 0.90  | 314  | 30    | 25    |
| 000826.SZ | 合加资源 | 16.49     | 0.28 | 0.36  | 0.54  | 59   | 45    | 31    |
| 600008.SH | 首创股份 | 7.71      | 0.12 | 0.14  | 0.19  | 65   | 54    | 42    |
| 600168.SH | 武汉控股 | 8.84      | 0.13 | 0.14  | 0.15  | 68   | 62    | 60    |
| 600283.SH | 钱江水利 | 10.53     | 0.17 | 0.17  | 0.21  | 62   | 61    | 50    |
| 600323.SH | 南海发展 | 12.8      | 0.35 | 0.36  | 0.68  | 36   | 35    | 19    |
| 600461.SH | 洪城水业 | 15.01     | 0.15 | 0.18  | 0.21  | 102  | 85    | 72    |
| 600649.SH | 城投控股 | 11.86     | 0.55 | 0.47  | 0.67  | 21   | 25    | 18    |
| 600874.SH | 创业环保 | 8.18      | 0.16 | 0.18  | 0.20  | 51   | 47    | 41    |
|           |      | 算术平均      |      |       |       | 81   | 47    | 38    |

数据来源：国联证券研究所、Wind

**无锡**

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

**上海**

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

**深圳**

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

**国联证券投资评级:**

| 类别         | 级别   | 定义                                |
|------------|------|-----------------------------------|
| 股票<br>投资评级 | 强烈推荐 | 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上           |
|            | 推荐   | 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上           |
|            | 谨慎推荐 | 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上            |
|            | 观望   | 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10% |
|            | 卖出   | 股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上         |
| 行业<br>投资评级 | 优异   | 行业指数在未来 6 个月内强于大盘                 |
|            | 中性   | 行业指数在未来 6 个月内与大盘持平                |
|            | 落后   | 行业指数在未来 6 个月内弱于大盘                 |

**免责条款:**

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。