

分析师： 刘元瑞 (8621)68751310 meiyx@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490209080266

联系人： 梅崧玺 021-68751310 meiyx@cjsc.com.cn

冯先涛 021-68751310 fengxt@cjsc.com.cn

## 收购少数股东权益 业绩有望超预期

### 事件描述

湖北宜化 2010 年 8 月 6 日公布半年报，公司 2010 年实现营业总收入 50.19 亿元，同比增长 20.96%；实现营业利润 5.7 亿元，同比增长 133.01%；实现归属于上市公司股东的净利润 3.3 亿元，实现每股收益 0.605 元，同比增加 199.84%。

公司同时公布六届十次董事会决议公告，通过《公司关于收购湖北宜化化工有限责任公司 50%股权的议案》，《公司关于收购湖北宜化宜化肥业有限公司 50%股权的议案》，我们结合以上两点，有以下六点点评：

第一， 二铵价格在出口的支撑下维持高位是公司业绩同比大幅提高的主要原因，也是公司业绩有望持续超预期的关键。

第二， 宜化集团的改制即将完成，市场对湖北宜化改制能否完成的担心基本得到消除，从长期看利好湖北宜化。

第三， 收购少数股东权益增厚公司 2010 年半年业绩，我们之前在预测 2010 年业绩时候并没有考虑少数股东权益对业绩的增厚，也就是说此次收购确定后，贵州宜化，宜化肥业 2010 年下半年业绩的并表将会是公司 2010 年业绩超预期的重要原因。

第四， 2011 年公司业绩增量主要来自两个方面，分别是（1）少数股东权益 2010 年上半年的盈利，（2）内蒙，青海的 PVC 项目，若按照 250 元/吨的净利计算，PVC 投产将增厚公司业绩 0.276 元，两项共计增厚公司业绩 0.51 元。

第五， 尿素和 PVC 价格基本见底，公司业绩对尿素，PVC 价格的弹性较大。公司当前具有尿素权益产能 178 万吨，是相关公司中尿素业务弹性最大的公司，尿素价格每上涨 100 元，公司业绩将提高 0.325 元。

第六， 盈利预测和估值，由于二铵价格得到维持超出我们之前的预期，收购少数股东权益增厚业绩如今变得确定，我们上调公司的 EPS 至 1.152，1.659，2.296（未考虑增发摊薄），对应 PE 分别为 14.99，10.41，7.52，考虑到公司的估值优势以及符合行业背景的发展战略，我们维持对公司的“推荐”评级。

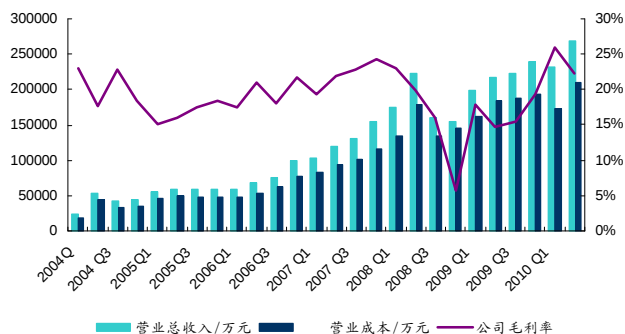
### 事件评论

第一， 二铵价格在出口的支撑下维持高位是公司业绩同比大幅提高的主要原因，也是公司业绩有望持续超预期的关键。

由于二铵盈利较好，公司 2010 年 1 季度毛利率达到 25.9%，达到近年来的最高点。二季度尿素均价较 1 季度下跌了 150 元/吨，拖累公司二季度单季度的毛利率小幅下滑至 22.3%。尿素在公司的收入，毛利中的比例有所降低，二铵则

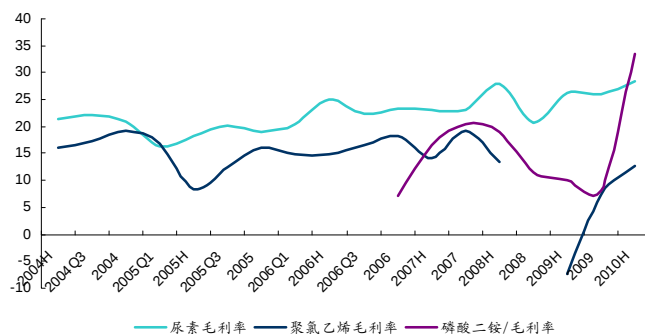
有所提高。公司尿素业务毛利率较去年同期提高 2.18%，可能与内蒙古宜化产量提高有关，但若内蒙天然气价格上调和下半年尿素均价低于上半年，尿素的毛利率有下滑的可能；公司二铵毛利率较去年同期提高 23.37%，主要是由于出口支撑国内市场价格，旺季过后二铵的价格一直得到维持；PVC 毛利率提高 19.98%，主要原因是 PVC 价格同比上涨和成本较低的内蒙 30 万吨 PVC 投产开工所致。

图 1：公司 1 季度，2 季度毛利率有所恢复



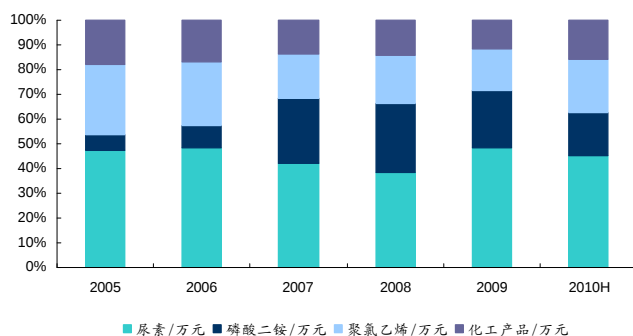
资料来源：WIND，长江证券研究部

图 2：公司二铵的毛利率大幅提升



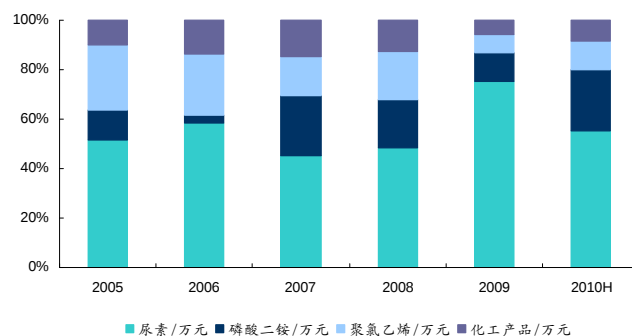
资料来源：WIND，长江证券研究部

图 3：尿素在收入的占比中有所降低



资料来源：WIND，长江证券研究部

图 4：二铵在毛利的占比中有所提高



资料来源：WIND，长江证券研究部

## 第二：宜化集团的改制即将完成，市场对湖北宜化改制能否完成的担心基本得到消除，从长期看利好湖北宜化。

公司通过现金认购集团持有的贵州宜化，宜化肥业等少数股东权益，将实现公司对盈利较好的宜化肥业，贵州宜化等重要子公司完全控股，增强公司的盈利能力。贵州宜化等子公司成为公司全资子公司，减少了关联交易，有利于提高公司运营的效率。更重要的是，宜化管理层通过财富公司 49% 持股宜化集团，进而持有湖北宜化，其利益将于中小流通股股东一致，加强加大分红或成为湖北宜化股东共同受益的唯一手段，将从体制上激发了管理层的管理潜能，长期来看，对湖北宜化的做大做强将发挥至关重要的作用。

## 第三：收购少数股东权益增厚公司 2010 年下半年业绩，我们之前在预测 2010 年业绩时候并没有考虑少数股东权益对业绩的增厚，也就是说此次公告后，贵州宜化，宜化肥业 2010 年下半年业绩的并表将会是公司业绩超预期的重要方面。

测算对业绩的影响依旧分开宜化肥业和贵州宜化两个公司。由于尿素价格二季度较一季度有了 150 元/吨的下跌，我们以贵州宜化二季度的盈利的半年化来衡量收购对下半年业绩增厚的影响。贵州宜化 2010 年 1~3 月份，净利润 3589

万，2010 年 1~6 月份，净利润 5584 万，二季度单季度盈利约为 2000 万，预计下半年贵州宜化的净利润为 4000 万左右。同样的，宜化肥业下半年的净利润约为 1.4 亿。这两部分对业绩的影响为  $(0.4+1.4) \times 0.5/5.4237=0.165$  元。这是我们之前预计 2010 年业绩时未考虑的部分，也是业绩可能超预期的部分。并且，我们采用宜化肥业二季度盈利状况来衡量下半年是偏保守的。

**第四：2011 年公司业绩增量主要来自两个方面，分别是（1）少数股东权益另外半年的增量，（2）内蒙，青海的各 30 万吨 PVC 项目。**

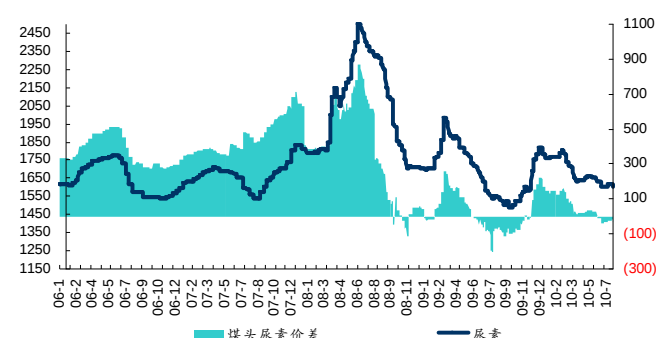
我们预计公司 2011 年业绩的增量主要来自两个方面，分别（1）少数股东权益半年的盈利，由于化肥普遍具有春耕行情，一季度化肥价格高于其他季度的可能性较大。我们以贵州宜化，宜化肥业 2010 年 1~6 月份的盈利情况作为一个参考，若产品价格能够得到维持，公司业绩将增厚  $(0.558+1.975) \times 0.5/5.4237=0.233$  元。

公司另外业绩的增量来自于内蒙和青海的 30 万吨 PVC 项目。内蒙项目已于 2010 年 4 月份正式投产，当前开工率为 80%左右。青海项目预计 2010 年年底完成。7 月份以来，发改委在全国范围内上调 PVC 电价，幅度为 4~5 分左右，但 PVC 成本的支撑并未推高价格。其自身价格受制于自身疲软的需求上涨乏力。市场对公司内蒙，青海地区 PVC 的盈利情况持有异议，我们保守的假设 PVC 的单吨净利为 200~300 元/吨，那么 60 万吨 PVC 对应的分别为 1.5 亿，对应 EPS 约为 0.276 元/吨。预计 2011 年公司业绩将较 2010 年增加 0.51 元/吨。

**第五：公司尿素和 PVC 价格基本见底，我们认为其价格基本见底，公司业绩对尿素，PVC 价格的弹性较大。**

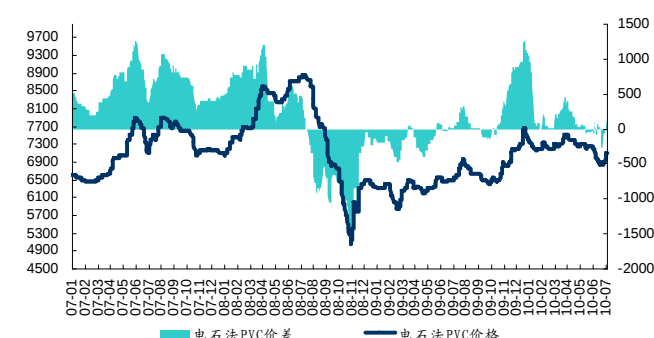
考虑到成本支撑，当前尿素，PVC 价格基本见底。

图 5：尿素价格二季度逐渐下跌当前基本见底



资料来源：WIND，长江证券研究部

图 6：PVC 价格二季度逐渐下跌当前基本见底



资料来源：WIND，长江证券研究部

正如我们在《下跌给湖北宜化带来买入的机会》的深度报告中指出，公司业绩对尿素，PVC 等产品价格均具有较高的弹性。公司当前具有尿素权益产能 178 万吨，是相关公司中尿素业务弹性最大的公司，尿素价格每上涨 100 元，公司业绩将提高 0.325 元。

表 1：公司尿素业务弹性较大

| 代码     | 公司   | 产能  | 股本/万股 | 权益产能 | 每百万股权益产能 | 产品价格上涨 100 元对 EPS 的影响 |
|--------|------|-----|-------|------|----------|-----------------------|
| 600096 | 云天化  | 76  | 59012 | 76   | 0.129    | 0.110                 |
| 600426 | 华鲁恒升 | 140 | 49575 | 140  | 0.282    | 0.240                 |
| 000422 | 湖北宜化 | 210 | 54238 | 177  | 0.325    | 0.277                 |
| 000950 | 建峰化工 | 132 | 59880 | 132  | 0.220    | 0.187                 |
| 000155 | 川化股份 | 90  | 47000 | 90   | 0.191    | 0.163                 |
| 600423 | 柳化股份 | 40  | 39935 | 40   | 0.100    | 0.085                 |
| 000731 | 四川美丰 | 157 | 49984 | 157  | 0.314    | 0.267                 |

|        |      |     |       |     |       |       |
|--------|------|-----|-------|-----|-------|-------|
| 600230 | 沧州大化 | 56  | 25933 | 56  | 0.216 | 0.184 |
| 000912 | 泸天化  | 160 | 58500 | 160 | 0.274 | 0.232 |

资料来源：长江证券研究部

公司的 PVC 业务在青海项目建成后将拥有 PVC 产能 84 万吨，权益产能 72 万吨，对于 2010 年的股本，PVC 价格每上涨 100 元/吨，业绩将增加 0.096 元，预计公司将在原油价格上涨预期形成的时候将会有较好的表现。

**表 2：公司 PVC 业务弹性较大**

| 代码     | 公司   | 产能   | 股本/万股 | 权益产能 | 每百万股权益产能 | 产品价格上涨 100 元对 EPS 的影响 |
|--------|------|------|-------|------|----------|-----------------------|
| 000635 | 英力特  | 27.5 | 17706 | 27.5 | 0.155    | 0.113                 |
| 600075 | 新疆天业 | 32   | 43859 | 32   | 0.073    | 0.053                 |
| 002092 | 中泰化学 | 82   | 76956 | 82   | 0.107    | 0.077                 |
| 000422 | 湖北宜化 | 84   | 54238 | 72   | 0.133    | 0.096                 |
| 002386 | 天原集团 | 42   | 39981 | 42   | 0.105    | 0.076                 |

资料来源：长江证券研究部

## 第六：盈利预测和估值

我们重新考虑了磷肥价格和少数股东权益对 2010 年业绩的影响，上调公司的 EPS 至 1.152, 1.659, 2.296，对应 PE 分别为 14.99, 10.41, 7.52，考虑到公司的估值优势以及符合行业背景的发展战略，我们维持对公司的“推荐”评级。

**表 3：销售假设表**

|          |     | 2000A | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|----------|-----|-------|--------|--------|--------|
| 尿素       | 收入  | 31400 | 327188 | 361725 | 448725 |
|          | 成本  | 27277 | 255000 | 285650 | 333150 |
|          | 毛利  | 4123  | 72188  | 76075  | 115575 |
|          | 毛利率 | 13%   | 22%    | 21%    | 26%    |
| 产能       |     |       |        |        |        |
| 本部       |     |       |        |        |        |
|          | 权益  |       | 100%   | 100%   | 100%   |
|          | 产量  |       | 65     | 70     | 75     |
|          | 售价  |       | 1650   | 1650   | 1650   |
|          | 成本  |       | 1400   | 1400   | 1400   |
| 湖南宜化     |     |       |        |        |        |
|          | 权益  |       | 100%   | 100%   | 100%   |
|          | 产量  |       | 40     | 40     | 40     |
|          | 售价  |       | 1650   | 1650   | 1650   |
|          | 成本  |       | 1300   | 1300   | 1300   |
| 鄂尔多斯联合化工 |     |       |        |        |        |
|          | 权益  |       | 50%    | 50%    | 50%    |
|          | 产量  |       | 115    | 123    | 123    |
|          | 售价  |       | 1650   | 1650   | 1650   |
|          | 成本  |       | 1000   | 1100   | 1100   |
| 贵州宜化     |     |       |        |        |        |
|          | 权益  |       | 75%    | 100%   | 100%   |
|          | 产量  |       | 45     | 45     | 45     |

|     |     |      |        |        |        |
|-----|-----|------|--------|--------|--------|
|     |     | 售价   | 1750   | 1750   | 1750   |
|     |     | 成本   | 1200   | 1200   | 1200   |
|     |     | 新疆   |        |        |        |
|     |     | 权益   | 100%   | 100%   | 100%   |
|     |     | 产量   |        |        | 45     |
|     |     | 售价   |        |        | 1750   |
|     |     | 成本   |        |        | 900    |
| 二铵  | 收入  |      | 147000 | 196000 | 196000 |
|     | 成本  |      | 110250 | 147000 | 147000 |
|     | 毛利  |      | 36750  | 49000  | 49000  |
|     | 毛利率 |      | 25%    | 25%    | 25%    |
|     |     | 宜化肥业 | 75     | 75     | 75     |
|     |     | 权益   | 75%    | 100%   | 100%   |
|     |     | 产量   | 70     | 70     | 70     |
|     |     | 售价   | 2800   | 2800   | 2800   |
|     |     | 成本   | 2100   | 2100   | 2100   |
| PVC | 收入  |      | 247692 | 427692 | 430769 |
|     | 成本  |      | 218462 | 367179 | 367179 |
|     | 毛利  |      | 29231  | 60513  | 63590  |
|     | 毛利率 |      | 12%    | 14%    | 15%    |
|     |     | 内蒙   |        |        |        |
|     |     | 权益   | 100%   | 100%   | 100%   |
|     |     | 产量   | 30     | 30     | 30     |
|     |     | 含税价  | 6900   | 6950   | 7000   |
|     |     | 税后售价 | 5897   | 5940   | 5983   |
|     |     | 成本   | 5800   | 5800   | 5800   |
|     |     | 税后成本 | 4957   | 4957   | 4957   |
|     |     | 盈利   | 940    | 983    | 1026   |
|     |     | 本部   |        |        |        |
|     |     | 权益   | 50%    | 50%    | 50%    |
|     |     | 产量   | 24     | 24     | 24     |
|     |     | 售价   | 5897   | 5940   | 5983   |
|     |     | 成本   | 6800   | 6800   | 6800   |
|     |     | 税后   | 5812   | 5812   | 5812   |
|     |     | 盈利   | 85     | 128    | 171    |
|     |     | 青海   |        |        |        |
|     |     | 权益   | 100%   | 100%   | 100%   |
|     |     | 产量   | 0      | 30     | 30     |
|     |     | 售价   | 5897   | 5940   | 5983   |
|     |     | 成本   | 5800   | 5800   | 5800   |
|     |     | 税收成本 | 4957   | 4957   | 4957   |
|     |     | 盈利   | 940    | 983    | 1026   |

|       |       |         |        |         |
|-------|-------|---------|--------|---------|
| 收入合计  | 39377 | 721880  | 985417 | 1075494 |
| 收入增长率 |       | -17.60% | 36.51% | 9.14%   |
| 成本合计  | 33883 | 583712  | 799829 | 847329  |
| 综合毛利率 |       | 19.14%  | 18.83% | 21.21%  |

资料来源：长江证券研究部

主要风险：

- 1， 磷肥价格大幅走低。
- 2， 内蒙，青海 PVC 盈利低于预期。

## 财务报表及指标预测

| 利润表 (百万元)     |       |       |       |        | 资产负债表 (百万元) |       |       |       |       |
|---------------|-------|-------|-------|--------|-------------|-------|-------|-------|-------|
|               | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E  |             | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
| 营业收入          | 8761  | 8743  | 11437 | 12402  | 货币资金        | 1137  | 874   | 1144  | 1300  |
| 营业成本          | 7283  | 7102  | 9304  | 9824   | 交易性金融资产     | 20    | 20    | 20    | 20    |
| 毛利            | 1477  | 1641  | 2133  | 2578   | 应收账款        | 323   | 320   | 418   | 454   |
| % 营业收入        | 16.9% | 18.8% | 18.6% | 20.8%  | 存货          | 1630  | 1594  | 2088  | 2205  |
| 营业税金及附加       | 8     | 8     | 10    | 11     | 预付账款        | 575   | 560   | 734   | 775   |
| % 营业收入        | 0.1%  | 0.1%  | 0.1%  | 0.1%   | 其他流动资产      | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 销售费用          | 314   | 315   | 412   | 446    | 流动资产合计      | 3818  | 3499  | 4576  | 4939  |
| % 营业收入        | 3.6%  | 3.6%  | 3.6%  | 3.6%   | 可供出售金融资产    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 管理费用          | 290   | 289   | 377   | 409    | 持有至到期投资     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| % 营业收入        | 3.3%  | 3.3%  | 3.3%  | 3.3%   | 长期股权投资      | 7     | 7     | 7     | 7     |
| 财务费用          | 345   | 271   | 234   | 196    | 投资性房地产      | 0     | 0     | 0     | 0     |
| % 营业收入        | 3.9%  | 3.1%  | 2.0%  | 1.6%   | 固定资产合计      | 5554  | 5388  | 5265  | 5008  |
| 资产减值损失        | 13    | 0     | 6     | 2      | 无形资产        | 866   | 822   | 781   | 742   |
| 公允价值变动收益      | 6     | 0     | 0     | 0      | 商誉          | 3     | 3     | 3     | 3     |
| 投资收益          | 1     | 0     | 0     | 0      | 递延所得税资产     | 34    | 0     | 1     | 0     |
| 营业利润          | 514   | 759   | 1093  | 1513   | 其他非流动资产     | 3235  | 3235  | 3235  | 3235  |
| % 营业收入        | 5.9%  | 8.7%  | 9.6%  | 12.2%  | 资产总计        | 13516 | 12955 | 13867 | 13935 |
| 营业外收支         | 30    | 0     | 0     | 0      | 短期贷款        | 2831  | 1667  | 1186  | 0     |
| 利润总额          | 544   | 759   | 1093  | 1513   | 应付款项        | 838   | 820   | 1074  | 1134  |
| % 营业收入        | 6.2%  | 8.7%  | 9.6%  | 12.2%  | 预收账款        | 732   | 734   | 961   | 1042  |
| 所得税费用         | 96    | 134   | 194   | 268    | 应付职工薪酬      | 19    | 21    | 28    | 29    |
| 净利润           | 448   | 625   | 900   | 1245   | 应交税费        | -53   | 41    | 58    | 80    |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 237.7 | 625.0 | 899.8 | 1245.4 | 其他流动负债      | 407   | 400   | 524   | 555   |
| 少数股东损益        | 210   | 0     | 0     | 0      | 流动负债合计      | 4775  | 3683  | 3831  | 2840  |
| EPS (元/股)     | 0.44  | 1.15  | 1.66  | 2.30   | 长期借款        | 3152  | 3152  | 3152  | 3152  |
| 现金流量表 (百万元)   |       |       |       |        | 应付债券        | 0     | 0     | 0     | 0     |
|               | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E  | 递延所得税负债     | 1     | 0     | 0     | 0     |
| 经营活动现金流净额     | 768   | 1753  | 1633  | 2149   | 其他非流动负债     | 1909  | 1909  | 1909  | 1909  |
| 取得投资收益        | 1     | 0     | 0     | 0      | 负债合计        | 9837  | 8744  | 8892  | 7901  |
| 收回现金          |       |       |       |        | 归属于母公司      | 2171  | 2702  | 3467  | 4525  |
| 长期股权投资        | 0     | 0     | 0     | 0      | 所有者权益       |       |       |       |       |
| 无形资产投资        | 0     | 0     | 0     | 0      | 少数股东权益      | 1508  | 1508  | 1508  | 1508  |
| 固定资产投资        | -1136 | -487  | -514  | -424   | 股东权益        | 3679  | 4210  | 4975  | 6034  |
| 其他            | 12    | 0     | 0     | 0      | 负债及股东权益     | 13516 | 12955 | 13867 | 13935 |
| 投资活动现金流净额     | -1123 | -487  | -514  | -424   | 基本指标        |       |       |       |       |
| 债券融资          | 691   | 0     | 0     | 0      |             | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
| 股权融资          | 0     | 0     | 0     | 0      | EPS         | 0.438 | 1.152 | 1.659 | 2.296 |
| 银行贷款增加 (减少)   | 1013  | -1164 | -481  | -1186  | BVPS        | 4.00  | 4.98  | 6.39  | 8.34  |
| 筹资成本          | 602   | -365  | -369  | -382   | PE          | 39.41 | 14.99 | 10.41 | 7.52  |
| 其他            | -1280 | 0     | 0     | 0      | PEG         | 0.53  | 0.20  | 0.14  | 0.10  |
| 筹资活动现金流净额     | 1026  | -1529 | -850  | -1568  | PB          | 4.32  | 3.47  | 2.70  | 2.07  |
| 现金净流量         | 671   | -263  | 269   | 157    | EV/EBITDA   | 9.40  | 7.71  | 6.26  | 4.62  |
|               |       |       |       |        | ROE         | 11.0% | 23.1% | 26.0% | 27.5% |

## 分析师介绍

刘元瑞，长江证券行业研究员

梅崧玺，获得上海交通大学学士，硕士学位，目前在长江证券从事化工行业研究

冯先涛，获得上海交通大学学士，硕士学位，目前在长江证券从事化工行业研究

## 对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

| 姓名  | 分工        | 电话              | E-mail                             |
|-----|-----------|-----------------|------------------------------------|
| 伍朝晖 | 副主管       | (8621) 68752398 | 13564079561 wuzh@cjsc.com.cn       |
| 甘 露 | 华东区总经理    | (8621) 68751916 | 13701696936 ganlu@cjsc.com.cn      |
| 王 磊 | 华东区总经理助理  | (8621) 68751003 | 13917628525 Wanglei3@cjsc.com.cn   |
| 鞠 雷 | 华南区副总经理   | (8621) 68751863 | 13817196202 julei@cjsc.com.cn      |
| 易 敏 | 华南区副总经理   | (8621) 68755178 | 13817111316 yimin@cjsc.com.cn      |
| 魏媛红 | 华北区总经理    | (8621) 68751860 | 13681605823 weiyh@cjsc.com.cn      |
| 程 杨 | 华北区总经理助理  | (8621) 68753198 | 13564638080 Chengyang1@cjsc.com.cn |
| 张 晖 | 深圳私募总经理   | (0755) 82766999 | 13502836130 Zhanghui1@cjsc.com.cn  |
| 沈方伟 | 深圳私募总经理助理 | (0755) 82750396 | 15818552093 shenfw@cjsc.com.cn     |

## 投资评级说明

|      |                                                                                                                                                                                                                             |
|------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 行业评级 | 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：<br>看好： 相对表现优于市场<br>中性： 相对表现与市场持平<br>看淡： 相对表现弱于市场                                                                                                                  |
| 公司评级 | 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：<br>推荐： 相对大盘涨幅大于 10%<br>谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间<br>中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间<br>减持： 相对大盘涨幅小于 -5%<br>无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。 |

## 重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。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头寸并进行交易，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。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。