

买入 维持

小商品城 (600415)

2010 年 8 月 31 日

2010 上半年扣非后净利润同比增长 18.39% 略超预期

批发和零售贸易行业首席分析师: 路 颖
SAC 执业证书编号: S0850203100078
luying@htsec.com
021-23219403

汪立亭
联系人

wanglt@htsec.com
021-23219399

潘 鹤

SAC 执业证书编号: S0850210040007
panh@htsec.com
021-23219423

2010 年 8 月 30 日收盘于 25.99 元
6 个月目标价: 29.82 (维持)

公司 2010 年 8 月 30 日发布 2010 年半年报。2010 年上半年实现营业总收入 15.29 亿元, 同比增长 24.95%; 实现利润总额 5.87 亿元, 同比增长 14.26%; 实现归属于上市公司股东的净利润 4.40 亿元, 同比增长 14.97%, 基本每股收益 0.323 元。归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为 4.44 亿元, 同比增长 18.39%。

公司同日还公告了第六届第五次董事会决议公告, 其中重要内容是通过 了国际商贸城一区市场扩建, 项目选址位于国际商贸城一区市场东面, 总用地面积 81492 平方米, 总建筑面积为 215422 平方米 (超过我们此前 10 万平米的估算)。该项目尚需提交股东大会审议。

简评和投资建议。从表 1 可以分析发现, 公司 2010 上半年 24.95% 的收入增长主要来源于期内地产有 1.67 亿的收入确认而去年同期基本没有, 以及商品销售收入同比增长 52% 所致。虽然存在房地产业务销售毛利率下滑 (去年同期确认的地产以楼盘中少数扫尾商铺为主毛利率相对较高)、国际博览中心折旧费及土地摊销大幅增加导致会展广告业务毛利率出现负值等负面因素, 但由于市场经营业务实现 3.14% 收入增长和 3.15 个百分点的毛利率的提升, 以及销管费用的较好控制 (同比绝对额净减少 501 万元), 公司上半年仍获得 18.39% 的净利润 (扣非后) 增长, 略超出我们的预期。

由于 2010 年与 2009 年相比, 公司旗下主要利润来源的市场经营业务因租赁面积及租金基本不变, 五区市场预计要从 2011 年才开始贡献收益, 以及地产收入具有不确定性等因素, 整个 2010 年是公司的业务过渡期和业绩增速的相对低点。但我们预计, 2011 年五区市场与篁园市场 (根据中报披露, 截止 2010 年 6 月 30 日, 五区市场建筑已主体建设已结项; 新篁园市场主体建设已结项, 配套酒店工程主体建设 1-2 层进行中) 的开业, 将为 2011 年带来大约 50% 以上的业绩增长; 而且我们判断, 2011 年下半年或 2012 年公司仍将会有一区扩建市场 (8 月 30 日同期公告了一区市场扩建项目已经董事会通过待股东大会审批)、新宾王市场等开业, 业绩增长具有较明确的持续性。

此外我们判断, 对义乌市中长期发展的政策支持, 以及市场对公司外延增长持续性的预期等因素, 有望为公司打开长期成长空间。我们预计, 市场上期盼已久的义乌国际贸易综合实验区内有较大希望获批, 将对公司市场的综合吸引力和未来的长期发展奠定坚实基础。而公司来自于市场经营主业的外延增长潜力和租金价格中长期具有上升的潜力等因素, 将为公司中长期提供更坚实的业绩增长和估值支撑。

我们按照五区市场 11 年 4 月开业、篁园市场 11 年下半年之后开业, 以及一区扩建市场 11 年 10 月之后开业的假设, 预测公司 2010-12 年 EPS 的预期分别为 0.778 元、1.202 元和 1.578 元, 剔除了地产收益的 EPS 分别为 0.589 元、0.942 元和 1.284 元, 地产收益占公司 10-12 年净利润的比重分别为 24.36%、21.64% 和 18.65%。地产贡献的收益相对不高, 并占比较稳定。(参见表 2 小商品城市场经营业务分市场收入预测; 表 3 小商品城地产项目贡献收入、毛利率及净利润预测; 表 4 小商品城主营业务分行业收入、毛利润预测; 和表 5 小商品城合并损益表预测)。

目前的股价相对于公司 11-12 年 EPS 的 PE 分别为 21.62 倍和 16.47 倍, 且 11-12 年我们预期的公司净利润中房地产贡献的业绩也只占 21.65% 和 18.65%。我们认为公司虽然前期经历了较大涨幅, 但目前的估值水平仍旧相对较低, 是当前商业板块中的一块估值洼地, 在拥有足够安全边界的前提下, 我们认为随着五区 (原名三期二阶段) 以及之后篁园市场、一区

扩建等项目的不断临近，公司估值仍旧有较大提升空间，维持买入评级，维持目标价 29.82 元（按 2011 年市场业务 27.5 倍PE、地产业务 15 倍PE计算）。

以下是我们对公司 2010 年中报的点评。

（1）分行业分析。公司2010年上半年实现15.29亿元营业总收入，同比增长24.95%，主要来源于市场经营业务的稳定增长、商品销售的较大程度回升以及报告期内房地产收入确认1.67亿收入而去年同期基本没确认所致。

从表1中可看出，公司市场经营业务2010上半年贡献收入8.54亿元，同比略增长3.14%，8.54亿的销售收入占比我们全年预测值的48.8%，基本符合预期。该业务增速较慢由于本期没有市场外延贡献，而主要市场租金基本维持原来水平所致。从结构上，市场经营业务收入占比主营收入仍达60.27%，并且在收入增长3.14%的同时，市场经营业务成本同比下降6.34%，带动毛利率由去年同期的65.71%提升3.15个百分点至68.86%，毛利率同比增长8.09%，仍为公司净利润贡献的主要来源。

商品销售（主要是代理出口）实现收入 2.77 亿元，同比大幅提升 52%，主要是随着国际经济形势的好转，进出口商品销售收入同比增加所致，而去年同期由于全球金融危机导致的商户出口环境恶化构成同比的低基数。但该项业务虽然占比公司收入 19.52%（2009 上半年为 16.14%），但由于毛利率较低（2010 上半年为 1.69%，同比略下滑 0.15 个百分点），毛利额占比仅为 0.68%（1H2009 为 0.55%），对公司业绩影响不大。

房地产业务2010上半年确认了多项收入，包括：嘉和公寓项目13568.80万元，金桥人家1606.42万元，名仕家园1274.52万元，南昌世纪村210.50万元，合计为16660.24万元。2009年同期仅确认了1004.19万元的“金桥人家”等项目的存量销售收入，使本期房地产业务收入同比大幅增长1559.07%。我们的预测假设中对房地产收益确认的预测（东城印象、荷叶塘项目等）预计大部分会在今年下半年实现。

会展业务的收入主要体现在下半年（10月义博会），2010上半年实现3313万元收入，同比增长4.88%，但由于去年11月投入使用的国际博览中心折旧费及土地摊销使同比成本增加197.32%，致使报告期毛利率由去年同期的53.35%下滑为-32.25%。酒店服务的收入为7424万元，同比增长13.74%。

表 1 小商品城 2010 年上半年各业务的收入及毛利率分析对比

分行业	收入（万元）			毛利率（%）		
	1H09	1H10	同比增长（%）	1H09	1H10	同比增减（百分点）
市场经营	82843	85443	3.14	65.71	68.86	3.15
商品销售	18205	27672	52.00	1.84	1.69	-0.15
房地产销售	1004	16660	1559.07	68.63	38.39	-30.24
酒店服务	6527	7424	13.74	47.33	46.76	-0.56
展览广告	3159	3313	4.88	53.35	-32.25	-85.60
其他	1054	1265	19.97	46.60	53.94	7.34
合计	112792	141777	25.70	53.84	48.52	-5.32
其他业务	9546	11079	16.06	95.92	95.06	-0.86
营业总收入/综合毛利率	122338	152856	24.95	57.12	51.89	-5.23

资料来源：公司公告，海通证券研究所，

（2）2010上半年销售费用和管理费用分别为5257万元和7886万元，合计13144万元的费用同比净减少501万元，销售费用率和管理费用率分别为3.44%和5.16%，分别同比增加0.32个百分点和下降2.87个百分点。费用节约成为公司业绩增长的因素之一。

（3）扣除非经常性损益后的净利润为4.44亿元，同比增长18.39%。2010上半年，公司营业外收入为396.01万元，同比减少人民币604.88万元，主要是去年同期处置篁园市场因重建拆除获得收入人民币945.45万元而本期无此内容所致。此外，公司本期营业外支出1192.44万元，同比增加人民币1060.02万元，主要是为玉树地震灾区捐款1000万元。上述合计影响公司非经常性损益-421万元，扣除后归属于上市公司股东的净利润为4.44亿元，同比增长18.39%。

（4）后期经营展望。我们认为 2010 年是公司的业务过渡期和业绩增长低点。但由于 2011 年五区市场与篁园市场开业，以及地产收入确认，将为 2011 年带来可能超过 50%的增长；并且 2011 年下半年或 2012 年，我们判断公司仍将会有一区扩建市场、宾王市场等开业，业绩增长具有明确的持续性。

假设五区市场和篁园市场在2011年4月前后开业，一区扩建市场在2011年10月前后开业，总计将增加公司经营面积约40%，分别在2011年、2012年增加公司收入8.71亿元和6.35亿元，同比分别增长49.74%和18.70%。

我们判断，如果按照相对乐观的预期，公司未来业绩仍有可能在以下三个方面超预期：（A）五区、篁园及一区扩建市场的租金超预期，由于我们的租金假设均按三期一阶段做参考的，但现在距三期一阶段招标已经过去 2 年，理论上，商铺租金有上涨动力；（B）2010 年之后二期提价可能尚存，2009 年公司二期一阶段到期后为了支持金融危机期间小企业的发展，公司没有提价；今年二期二阶段到期后，由于该区域商户经营情况一般（与所经营的行业有关），我们预期提价的可能性仍旧不大，但鉴于小商品城政府指导价与市场价之间的巨大差价，今后并不完全排除提价可能；（C）由于五区市场、篁园市场、一期扩建项目的土地在 2009 年均已进行摊销，三个市场开业后，将不再新增摊销，由此公司市场业务毛利率和净利率均将提高。

地产业务方面，公司目前可售未售的楼盘和储备的土地包括东城印象、荷叶塘、杭州钱江新城、南昌红谷滩，除了杭州钱江新城地块拿地成本略高以外，其它项目均有非常好的盈利前景。预计在2010、2011和2012年可分别实现销售收入12.9亿元、21.2亿元和28.8亿元，贡献净利润2.58亿元、3.54亿元和4亿元，折合EPS贡献为0.19元、0.26元和0.29元。但由于东城印象至今尚未销售，2010年能否确认利润具有不确定性，若体现在2011年，则将增厚公司2011年总体业绩。

表 2 是小商品城市场经营业务分市场收入预测；表 3 是小商品城地产项目贡献收入、毛利率及净利润预测；表 4 是小商品城主营业务分行业收入、毛利润预测；表 5 是小商品城合并损益表预测。

表 2 小商品城市场经营业务分市场收入预测（2004-2013E，20100810 更新）

市场	建筑面积（平方米）	名义租金（元/年/平方米）	有效出租比例（%）	实现收入（万元）									
				2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
篁园市场	370000	960、1588；2010 年之后假设均价为 4217	45	3456	5184	5962	7154	5365	0	0	22139	44279	46492
宾王市场	320000	300（大部分）- 1200；2010 年之后假设均价为 4217	35	2772	2772	2772	2772	2772	2772	2772	0	14760	88557
国际商贸城一区	340000	1590，2007 年起部分提价	37	17002	17172	17456	19550	19550	19550	19550	19550	19550	19550
国际商贸城二区 1-3 层	480000	1985（其中 1.5 万平方米有效面积为 5000）	35	5600	33885	34563	35254	35254	35254	35254	35254	35254	35254
4-5 层	120000	960	40	0	768	4608	4700	4700	4700	4700	4700	4700	4700
国际商贸城三区 1-3 层	320000	1985	33	0	3494	20962	21581	21581	19742	19742	19742	19742	19742
4-5 层	80000	960	38	0	0	4838	6912	6912	6912	6912	6912	6912	6912
国际商贸城四区	1080000	4217		0	0	0	0	20186	80743	86143	87004	87874	88753
国际商贸城五区	640000	4217		0	0	0	0	0	0	0	60725	80966	85015
一区扩建	100000	7225									4215	25288	26552
合 计	3850000	--	--	28830	63274	91160	97923	116270	169673	175073	260241	339324	421527
市场配套服务				8521	7203	1421	1254	1624	1988	2160	2600	3000	33000
市场提供主营收入总计				37351	70477	92581	99177	117894	171661	177233	262841	342324	454527

注：本表中历史数据、预测数据均为海通证券研究所根据公司公开披露的信息分析预测，非公司实际数据
资料来源：海通证券研究所

表 3 小商品城地产项目贡献收入、毛利率及净利润预测（2008-2012E，20100810 更新）

地产项目	确认面积（平方米）					均价假设（元/平方米）	确认收入（万元）				
	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2008	2009	2010E	2011E	2012E
金桥人家	3.0	4.0				5600	16800				
名仕家园						6000					
荷塘雅居	4.7	3.7				6500	30745	23725			
南昌红谷滩二期	2.0	4.0				3500	7016	14012			
杭州东城印象			1.6	1.8		20000			32000	36000	
义乌嘉禾广场项目		5.2	2.8			11200		58352	31360		
义乌 20 亿新拍土地项目			6.0	16.0	18.0	11000			66000	176000	198000
杭州钱江项目					3.0	30000					90000
合计	9.7	16.9	10.4	17.8	18.0		54561	96089	129360	212000	288000

地产项目	确认主营利润（万元）					净利润率假设（%）	确认净利润（万元）				
	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2008	2009	2010E	2011E	2012E
金桥人家	4200					10.00	1680				
名仕家园						11.00					
荷塘雅居	7686	7118				15.00	3689	2847			
南昌红谷滩二期	1754	3504				12.00	702	1401			
杭州东城印象			12800	14400		25.00			8000	9000	
义乌嘉禾广场项目		23592	13014			25.17		14687	7893	0	
义乌 20 亿新拍土地项目			21120	58080	69300	15.00			9900	26400	29700
杭州钱江项目					29700	11.50					10350
合计	13640	34213	46934	72480	99000		6071	18935	25793	35400	40050
对 EPS 的影响（元）							0.080	0.250	0.190	0.260	0.294

本表中历史数据、预测数据均为海通证券研究所根据公司公开披露的信息分拆预测，非公司实际数据

资料来源：海通证券研究所

表 4 小商品城主营业务分行业收入、毛利润预测（2008-2012E，20100810 更新）

分行业	营业收入（万元）					营业成本（万元）				
	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2008	2009	2010E	2011E	2012E
市场经营	116270	169673	175073	260241	339324	39914	56758	58108	85233	109691
房地产销售	54561	96089	129360	212000	288000	24934	61876	82426	139520	189000
酒店服务	14849	13877	16375	22621	23752	7439	7910	8842	13120	13064
商品销售	54880	65494	66804	68140	69503	53947	64341	65628	66941	68280
展览广告	7932	10429	13558	16269	17896	4474	5550	8135	9273	10022
市场配套服务	1624	1988	2160	2600	3000	1272	1692	1839	2213	2554
其他业务收入	13868	18708	19643	20036	20236	787	1143	1200	1200	1200
合计	263984	376257	422972	601907	761711	132767	199270	226177	317501	393810
分行业	主营收入增长率（%）					毛利率（%）				
	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2008	2009	2010E	2011E	2012E
市场经营	18.7	45.9	3.2	48.6	30.4	65.7	66.5	66.8	67.2	67.7
房地产销售	-48.3	76.1	34.6	63.9	35.8	54.3	35.6	36.3	34.2	34.4
酒店服务	7.0	-6.5	18.0	38.1	5.0	49.9	43.0	46.0	42.0	45.0
商品销售	6.7	19.3	2.0	2.0	2.0	1.7	1.8	1.8	1.8	1.8
展览广告	6.8	31.5	30.0	20.0	10.0	43.6	46.8	40.0	43.0	44.0
市场配套服务	29.5	22.4	8.7	20.4	15.4	21.7	14.9	14.9	14.9	14.9
合计	-9.2	42.5	12.4	42.3	26.5	50.3	53.0	53.5	52.7	51.7

资料来源：公司公告，海通证券研究所

表 5 小商品城合并损益表预测（2006-2012E，20100810 更新）

项目	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入（万元）	188767	290619	263985	376257	422972	601907	761711
同比增长（%）		53.96	-9.16	42.53	12.42	42.30	26.55
营业总成本（万元）	144222	234930	181993	251239	281821	383839	471537
其中：营业成本（万元）	104269	183077	132767	199270	226177	317501	393810
营业成本/营业总收入（%）	55.24	63.00	50.29	52.96	53.47	52.75	51.70
营业税金及附加（万元）	8327	13287	14894	19755	22206	31600	39990
营业税金及附加/营业总收入（%）	4.41	4.57	5.64	5.25	5.25	5.25	5.25
销售费用（万元）	13484	16700	11975	11887	12387	13387	14887
销售费用比例（%）	7.14	5.75	4.54	3.16	2.93	2.22	1.95
管理费用（万元）	17783	22419	21336	20551	21051	21851	22851
管理费用比例（%）		7.71	8.08	5.46	4.98	3.63	3.00
财务费用（万元）	-78	-371	1116	-256	0	-500	0
资产减值损失（万元）	437	-182	-95	32	0	0	0
公允价值变动收益（万元）	197	0	0	0	0	0	0
投资收益（万元）	1138	1137	1526	9	0	0	0
营业利润（万元）	45880	56825	83518	125027	141151	218068	290174
同比增长（%）		23.86	46.97	49.70	12.90	54.49	33.07

营业外收入（万元）	21	1018	398	1151	0	0	0
营业外支出（万元）	363	1321	337	412	0	0	0
利润总额（万元）	45537	56523	83579	125765	141151	218068	290174
所得税费用（万元）	15304	19078	20930	31681	35288	54517	75445
有效所得税率（%）	33.61	33.75	25.04	25.19	25.00	25.00	26.00
净利润（万元）	30233	37445	62649	94085	105863	163551	214729
同比增长（%）		23.85	67.31	50.18	12.52	54.49	31.29
净利润率（%）	16.02	12.88	23.73	25.01	25.03	27.17	28.19
归属于母公司所有者的净利润（万元）	30178	36249	60836	91555	105863	163551	214729
同比增长（%）		20.12	67.83	50.49	15.63	54.49	31.29
少数股东损益（万元）	56	1196	1813	2529	0	0	0
每股收益（元）	2.410	2.900	1.788	1.346	0.778	1.202	1.578
剔除房地产业务后的每股收益（元）				1.095	0.589	0.942	1.284

资料来源：公司公告，海通证券研究所

相关报告：

小商品城公告成立三个分支机构，五区招商开始启动，维持买入 20100810

小商品城公告国际商贸城五期、篁园市场及一区扩建市场行业布局，2011-12 年增长主要动力（维持买入）20100525

小商品城公告点评：南昌拿地预计贡献 3 亿左右净利润，市场租赁业务决定公司中长期价值（维持买入）20100419

小商品城 09 年报点评：未来数年外延、内生持续较大增长仍可期，而 10 年将为其奠定坚实基础（维持买入）20100324

小商品城公告点评：预增 09 年净利润增长 50% 以上，未来几年公司内生外延增长潜力仍较大（维持买入）20100127

小商品城跟踪报告：地产业绩或将超预期，义乌地位提升增强公司长期价值，调高目标价至 53.79 元（维持买入）20091117

小商品城跟踪报告：义博会 21-25 日顺利开幕，影响力日渐提升（维持买入）20091023

小商品城 2009 三季报点评：三季度净利润同比增长 60%，前三季度增幅超过 40%，四季度地产收益确认将带来更高增幅（维持买入）20091015

小商品城 2009 半年报点评：未确认地产收益报告期净利润增幅仍超过 30%（剔除地产增幅超 50%）（维持买入）20090720

小商品城调研简报及业绩预测更新_地产收益可能超出预期（维持买入）20090621

小商品城调研简报_外延内生仍有增长空间（维持买入）20090518

小商品城 2009 年一季报点评_国际商贸城三期一阶段贡献净利润超出预期，全年业绩有望超过我们之前预测（维持买入）20090429

小商品城 2008 年报点评：业绩将持续快速增长，调高目标价至 88.18 元以上（维持买入）20090424

小商品城业绩快报点评_全面摊薄 1.79 元的 EPS 超过此前市场 1.6 元多的市场预期（维持买入）20090402

小商品城公告点评_新控股股东恒大集团整合义乌各类市场地位确立（维持买入）20090401

小商品城公告点评_义乌国资对绝对控制权态度重视有利于公司长远发展和资源维护（维持买入）20081224

小商品城三季报点评_前三季度净利润增长超过 90%（维持买入）20081028

小商品城关于国际商贸城三期二阶段和篁园市场改造财务效益评估的公告点评（维持买入）20081018

小商品城关于公司所属市场商位使用权权利质押贷款等情况的公告的点评（维持买入）20081016

小商品城关于三期一阶段招（选）商等情况公告的点评（维持买入）20081014

小商品城调研简报及中报点评_调高 2009-10 年业绩预期_（买入，维持）20080726

小商品城定向增发过会 7 月 4 日复牌（买入，维持）20080704

小商品城交流会纪要_小商品城董事局主席等与投资者交流：解答疑问，提升我们对公司增速和确定性信心 20080623

小商品城公告点评_新会展中心未来盈利或高于此前预期，业绩的确定性提升投资价值（调高评级至买入）20080619

小商品城两则信息点评_义乌公布国际商贸城三期市场招商方案价格高于预期；义乌一楼盘预定售罄，价格超过之前预测 20%（增持，维持）20080528

小商品城公告点评_控股子公司 20 亿拍得土地，开发住宅和商铺，2010 年以后开始贡献业绩（增持，维持）20080515

小商品城澄清公告点评（增持，维持）20080519

小商品城一季报点评_费用节约拉高一季度增幅，三期租金价格可能提高调高 2008-09 业绩预期（增持，维持）20080428

小商品城年报点评（增持，维持，目标价 120-130）20080401

小商品城 DCF 估值更新_DCF 估值结果为 128.88-172.82 元（增持，维持）20080316

小商品城公告点评_定向增发及资产注入议案点评（增持，维持）20080306

小商品城调研报告_长期前景看好，短期业绩增长面临一定压力（增持，维持）20080125

信息披露

分析师负责的股票研究范围

路 颖：批发和零售贸易行业首席分析师

潘 鹤：批发与零售贸易研究团队

汪立亭：批发与零售贸易研究团队

重点研究上市公司：小商品城、大厦股份、新世界、百联股份、中兴商业、益民商业、南京中商、友谊股份、苏宁电器、合肥百货、广州友谊、广百股份、欧亚集团、厦门国贸、建发股份、重庆百货、银座股份、东百集团、武汉中百、鄂武商、农产品、步步高、新华都、新华百货、开元控股、家润多、人人乐、海宁皮城、天虹商场、华联综超、友好集团、西安民生。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。