

## 中性-A (首次)

## 华斯股份 002494.SZ

目标估值: NA

当前股价: 24.38 元

2011年4月13日

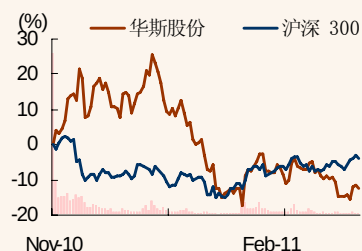
### 产品结构优化增强盈利能力 静待后期产能释放

#### 基础数据

|            |       |
|------------|-------|
| 上证综指       | 3021  |
| 总股本(万股)    | 11350 |
| 已上市流通股(万股) | 2850  |
| 总市值(亿元)    | 28    |
| 流通市值(亿元)   | 7     |
| 每股净资产(MRQ) | 2.3   |
| ROE(TTM)   | 31.3  |
| 资产负债率      | 21.9% |
| 主要股东       |       |
| 主要股东持股比例   |       |

#### 股价表现

|      |    |    |     |
|------|----|----|-----|
| %    | 1m | 6m | 12m |
| 绝对表现 | -6 | 13 | 13  |
| 相对表现 | -9 | 6  | 14  |



#### 相关报告

- 1、《寻找隐形冠军-纺织服装生产企业发展专题》2009/10/13
- 2、《美国服饰品牌消费调研专题-坚定相信本土优秀大众品牌拥有辉煌前景》2010/8/31
- 3、《服饰品牌研究第六卷-着眼国际竞争格局 探索品牌提升之路》2010/12/7

#### 王薇

0755-82960477  
wang\_w@cmschina.com.cn  
S1090511040023

受益于对海内外新兴市场的积极扩张及品牌店的开设,公司销售实现了稳步增长;而业务模式升级、产品结构优化和管理效率提升是推动净利润快速增长的主要原因。作为国内最大的裘皮生产龙头企业,未来随着业务模式、产品结构持续升级优化及产能逐步提升,预计可保持较快速的增长,但短期需消化估值压力。

- **业绩增长符合预期。**2010年,公司实现营业收入4.13亿元,同比增长16.30%,营业利润和净利润分别为5845.76万元和5267.41万元,同比分别增长37.64%和40.96%,基本收益0.46元,分配预案为每10股派现1.00元(含税)。海内外新兴市场的积极开拓及国内品牌门店的建设是收入呈现稳步增长的主要原因,而净利润高于收入更快速的增长主要是业务模式升级、产品结构优化和管理效率提升共同推动。
- **产品结构优化、业务模式升级及管理效率提升,共同促进盈利能力显著提升。**10年裘皮服装产品生产规模及销售提升,使高附加值产品销售占比高达85%,大幅提升了整体毛利率水平;同时,OBM生产模式比重的提升(OBM销售占比达到56.44%,提升11.49个百分点)以及自有品牌的经营也使公司实现由加工制造逐步向品牌经营升级,强化盈利能力的增强;另外,公司加强内部管控,管理效率的提升,在成本和费用控制上得到了良好的收效。三方面因素叠加,促使10年公司净利润率提升2.23个百分点,至12.74%。
- **盈利预测与投资建议:**公司是皮革行业中的优质企业,在生产制造方面具有突出的优势,而在自有品牌零售终端的建设方面,我们认为比较适合稳步的发展,不适合规模化快速的复制门店,且由于皮革消费还是与天气密切相关,日常消费地域有限制,单纯的皮革零售品牌规模一般不会特别大,而11年产能的提升主要源自技改项目的实施,收入增长全面大幅提速需待12年募投项目产能的全部释放,预计11-13年EPS分别为0.62、0.87和1.16元/股,对应11年市盈率为40倍,由于估值偏高,给予“中性-A”的投资评级。中长期看,公司在皮革行业的发展地位与前景不错,静待估值压力消化。
- **风险提示:**汇率波动影响出口业务的风险;单纯的皮革品牌较难形成规模化的风险。

#### 财务数据与估值

| 会计年度      | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|-----------|------|------|-------|-------|-------|
| 主营收入(百万元) | 355  | 413  | 501   | 691   | 846   |
| 同比增长      | 21%  | 16%  | 21%   | 38%   | 22%   |
| 营业利润(百万元) | 42   | 58   | 79    | 113   | 150   |
| 同比增长      | 56%  | 38%  | 36%   | 42%   | 34%   |
| 净利润(百万元)  | 37   | 53   | 70    | 98    | 132   |
| 同比增长      | 75%  | 41%  | 33%   | 40%   | 34%   |
| 每股收益(元)   | 0.44 | 0.46 | 0.62  | 0.87  | 1.16  |
| PE        | 55   | 53   | 40    | 28    | 21    |
| PB        | 9.5  | 3.2  | 3.1   | 2.8   | 2.6   |

资料来源:招商证券

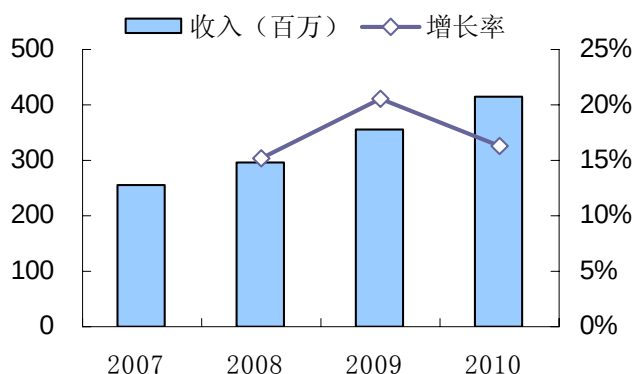
## 一、优化升级过程中，盈利能力提升显著

### 1、市场开拓初见成效，收入实现稳步增长

2010 年，公司实现营业收入 4.13 亿元，同比增长 16.30%，营业利润和净利润分别为 5845.76 万元和 5267.41 万元，同比分别增长 37.64%和 40.96%，基本收益 0.46 元，分配预案为每 10 股派现 1.00 元（含税）。海内外新兴市场的积极开拓及国内品牌门店的建设是收入呈现稳步增长的主要原因，而净利润超预期增长主要是业务模式升级、产品结构优化和管理效率提升共同推动。

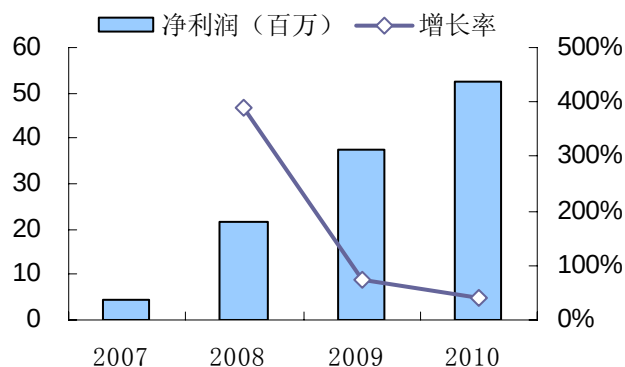
目前，我国占据世界裘皮加工总量 45%左右的份额，已经成为全球最大的裘皮生产和加工中心，公司则凭借完整的产业链、领先的研发设计水平及敏锐的市场洞察力，成为国内裘皮行业生产规模及销售规模最大的龙头企业。经过数年的发展，公司除在欧、美、日等多个原有强势市场建立了较为稳定的高端客户群外，成功的开拓了俄罗斯和国内市场，从而保证收入实现较为稳定的增长。

图 1：公司近年来收入情况



资料来源：公司公告，招商证券

图 2：公司近年来利润情况

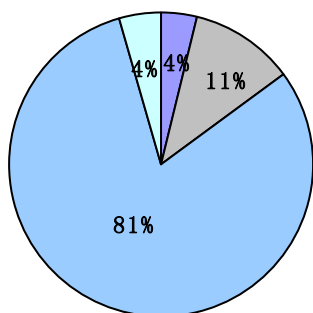


资料来源：公司公告，招商证券

分产品看，结构得到了明显的优化，高毛利产品裘皮服装销售占比达到 80.80%，受高档水貂产品占比增加，产品平均售价提升带动（售价同比增长 63.55%），收入同比实现 31.54%的增长；同时，第二大产品裘皮面料销售也呈现同步增长，增速达到 38.14%；而受结构调整影响，低毛利产品裘皮皮张收入出现较大下滑，同比降低 70.28%；裘皮饰品收入同比下滑 22.07%，但因占比较小，对业绩的整体拖累不大。

图 3: 公司各产品收入占比情况

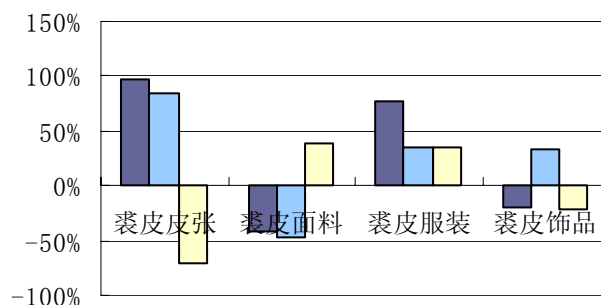
■ 裘皮皮张 ■ 裘皮面料 ■ 裘皮服装 ■ 裘皮饰品



资料来源: 公司公告, 招商证券

图 4: 公司近年来各产品收入增长情况

■ 2008 ■ 2009 ■ 2010



资料来源: 公司公告, 招商证券

分地区看,国内外市场收入呈现同步增长态势,10 年收入分别达到 3.43 亿元和 5905.17 万元,同比分别增长 10.08%和 17.32%。未来随着产能进一步释放,公司接单量将相应提升,于此同时,国内营销网络的拓展也将继续刺激国内裘皮服饰的销售,公司未来海内外市场成长依然可期。

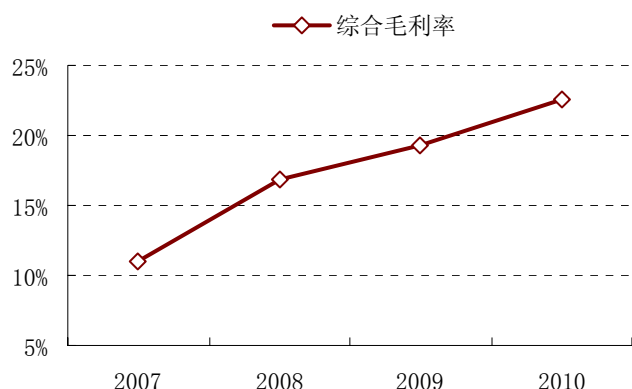
## 2、产品结构优化、业务模式升级及管理效率提升,共同促进盈利能力显著提升

10 年公司盈利能力显著提升,主要是因产品结构优化、业务模式升级拉动毛利率提升,以及内部管控加强,管理效率提升,在成本和费用控制上得到了良好的收效。首先,产品结构优化方面,10 年裘皮服装产品生产规模及销售提升,使高附加值产品销售占高达 85%,大幅提升了整体毛利率水平,10 年主营业务毛利率提升 3.26 个百分点,达到 22.99%的水平;业务模式升级方面,自 07 年公司进行转型以来,已取得了初步进展,公司的核心竞争力正逐渐由制造优势向自主研发、品牌营销及零售渠道拓展优势延伸,生产加工模式亦正由低端的 OEM 向中高端的 ODM 和 OBM 过渡(10 年 OBM 销售占比达到 56.44%,提升 11.49 个百分点),并已创建了自主品牌“怡嘉琦”和“华斯迈莎”,实现由加工制造逐步向品牌经营升级,强化盈利能力的增强。

另外,公司加强内部管控,管理效率的提升,在成本和费用控制上得到了良好的收效,其中财务费用率归还了短期借款,利息支出的减少使财务费用率减少了 1.39 个百分点至 1.13%,而销售费用率和管理费用率因国内营销网络拓展、上市费用增多等原因,分别增加了 0.78 和 0.71 个百分点,但整体来看增加幅度不大,控制相对得当。上述三方面因素叠加,促使 10 年公司净利润率提升 2.23 个百分点,至 12.74%。未来随着上述两项举措进一步深入实施及零售网络的逐步完善,公司盈利能力仍存在较为广阔的成长空间。

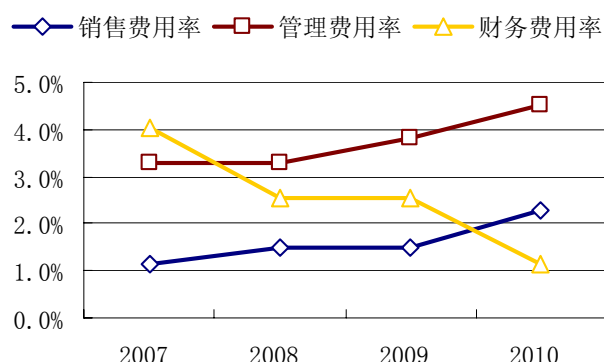
经营性现金流有所下滑,同比下降了 387.44%,我们认为这主要是受行业特性所决定的,10 年公司加大了原材料裘皮皮张的储备量,存货的增加直接导致经营性现金流出现大幅下滑,但因超募资金相对充足,现金流恶化的情况可能性不大。

图 5: 公司近年来毛利率变动情况



资料来源: 公司公告, 招商证券

图 6: 公司近年来费用变动情况



资料来源: 公司公告, 招商证券

## 二、盈利预测与投资建议

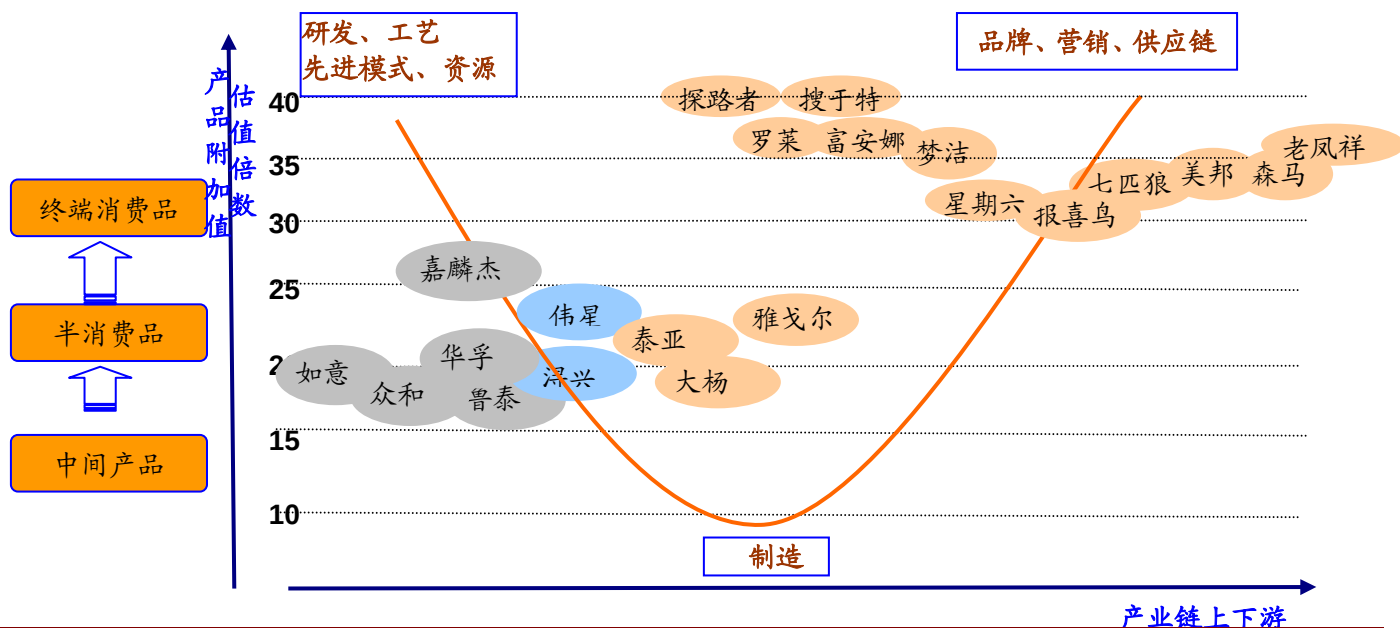
总体来看, 产能瓶颈制约是现阶段公司发展的主要问题。面对裘皮消费成熟市场及新兴市场日增加的消费需求, 公司受制于产能紧张, 致使大量裘皮服装、饰品订单外流, 直接造成经营损失。

从公司现有产能情况开看, 我们预计 11 年产能的提升主要源自技改项目的实施, 公司的水貂部由原有的 2 个增至 3 个, 部分缓解了产能紧张问题, 而 12 年将是产能大幅释放的关键之年, 加之运行效率、业务模式也将同步提升, 预计 12 年业绩更值得期待。

公司是皮草行业中的优质企业, 在生产制造方面具有突出的优势, 而在自有品牌零售终端的建设方面, 我们认为比较适合稳步的发展, 不适合规模化快速的复制门店, 且由于皮草消费还是与天气密切相关, 日常消费地域有限制, 单纯的皮草零售品牌规模一般不会特别大, 而 11 年产能的提升主要源自技改项目的实施, 收入增长全面大幅提速需待 12 年募投项目产能的全部释放, 收入增长全面大幅提速需待 12 年募投项目产能的全部释放, 预计 11-13 年 EPS 分别为 0.62、0.87 和 1.16 元/股, 对应 11 年市盈率为 40 倍, 由于估值偏高, 给予“中性-A”的投资评级。中长期看, 公司在皮草行业的发展地位与前景不错, 静待估值压力消化。

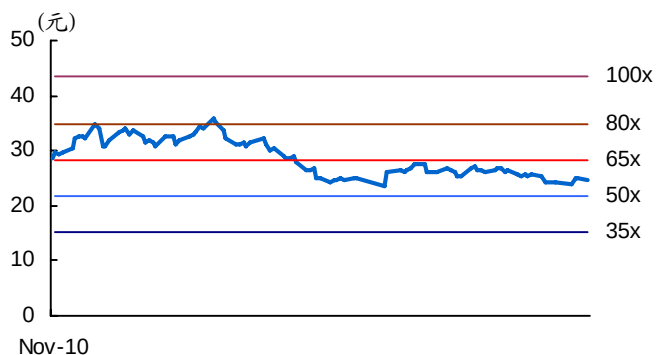
**风险因素:** 汇率波动影响出口业务的风险; 单纯的皮草品牌较难形成规模化的风险。

图 7: V 式估值法 (根据 11 年 EPS)



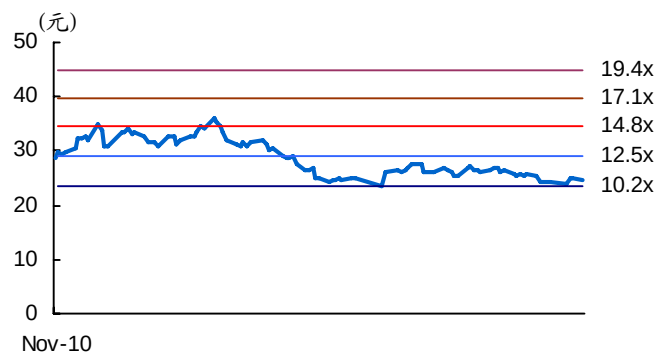
资料来源: 招商证券

图 8: 华斯股份历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图 9: 华斯股份历史 PB Band



资料来源: 招商证券研发中心



### 参考报告:

- 1、《调整温和，促进产品结构和经营策略转型——下调出口退税政策点评》2007/6/20
- 2、《纺织服饰行业 08 年中期投资策略（服饰品牌研究第二卷）：时尚产业图谱，品牌模式决高下》2008/6/22:

创新性提出时尚产业分析图谱，将产品与公司按“时尚性要求高低”与“档次高低”二维标准划分为四大类，借助我们构建的完整品牌评价系统，清晰实现了时尚产业产品-模式-投资策略的逻辑演绎。

- 3、《行业现金流增加较明显 重点上市公司影响小-增值税改革对纺织服装行业影响简评》2008/6/22

- 4、《纺织行业调整振兴规划对纺织行业影响点评-对行业改善不明显 结构调整是长期过程》2009/2/5

- 5、《大杨创世-坚实铁三角 铸就淡定的成功光芒》2009/5/25:

本文旨在探讨公司的经营管理之道，将其归结为铁三角；并从产品本质角度对公司品牌慢火炖精品的模式进行探讨。

- 6、《山东如意-领先的毛精纺企业 以产能扩张与新技术应用打天下》2009/9/9

- 7、《寻找隐形冠军-纺织服装生产企业发展专题》2009/10/13

首次在业内提出以隐形冠军的思路分析纺织服装生产企业，并由此深刻的揭示出国内企业升级的路径：学习隐形企业的素质，加强在中高档领域的地位，有序布局产能。

- 8、《纺织服饰行业 2010 年中期投资策略（服饰品牌研究第五卷）-价值链管理 优选渠道战略领先者》2010/6/8:

对品牌评价体系中细分要素分拆进行分析的开端，从价值链的角度切入，将目前国内品牌企业决定发展的要素归结到渠道管理这个核心，并领先的提出以企业阶段性的渠道战略作为决定投资价值的关键，从渠道结构模式、外延扩张模式和内涵增长模式三方面进行了详细的阐述。

- 9、《美国服饰品牌消费调研专题-坚定相信本土优秀大众品牌拥有辉煌前景》2010/8/31:

通过对美国市场的亲身调研体会，详细阐述了美国服饰各领域的品牌与运营特点，并据此归纳出对国内品牌运作有借鉴意义的规律。

- 10、《纺织服饰行业 2011 年投资策略（服饰品牌研究第六卷）-着眼国际竞争格局 探索品牌提升之路》2010/12/7:

独特的从国内品牌与国际品牌的竞争格局入手，精心总结了国内各主要时尚领域涉及的国际国内竞争竞争状况，并详细的进行剖析，阐述各细分领域未来的发展路径；提出结合竞争阶段与发展策略选择公司，并独特的阐述了正装、运动、女鞋、休闲、家纺、首饰和户外行业的竞争阶段与发展战略剖析图谱。

## 附：财务预测表

### 资产负债表

| 单位：百万元         | 2009       | 2010       | 2011E      | 2012E       | 2013E       |
|----------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|
| <b>流动资产</b>    | 272        | 830        | 749        | 831         | 938         |
| 现金             | 87         | 530        | 411        | 371         | 417         |
| 交易性投资          | 0          | 0          | 0          | 0           | 0           |
| 应收票据           | 0          | 0          | 0          | 0           | 0           |
| 应收款项           | 25         | 22         | 25         | 35          | 42          |
| 其它应收款          | 2          | 9          | 4          | 6           | 8           |
| 存货             | 156        | 265        | 305        | 414         | 464         |
| 其他             | 1          | 5          | 4          | 5           | 6           |
| <b>非流动资产</b>   | 64         | 66         | 195        | 192         | 188         |
| 长期股权投资         | 0          | 0          | 0          | 0           | 0           |
| 固定资产           | 57         | 58         | 188        | 184         | 181         |
| 无形资产           | 6          | 7          | 7          | 7           | 6           |
| 其他             | 0          | 1          | 1          | 1           | 1           |
| <b>资产总计</b>    | <b>336</b> | <b>896</b> | <b>945</b> | <b>1022</b> | <b>1126</b> |
| <b>流动负债</b>    | 109        | 30         | 40         | 49          | 60          |
| 短期借款           | 83         | 8          | 10         | 10          | 10          |
| 应付账款           | 15         | 16         | 19         | 26          | 31          |
| 预收账款           | 5          | 3          | 4          | 5           | 6           |
| 其他             | 6          | 3          | 7          | 8           | 13          |
| <b>长期负债</b>    | 9          | 10         | 0          | 0           | 0           |
| 长期借款           | 0          | 0          | 0          | 0           | 0           |
| 其他             | 9          | 10         | 0          | 0           | 0           |
| <b>负债合计</b>    | <b>118</b> | <b>40</b>  | <b>40</b>  | <b>49</b>   | <b>60</b>   |
| 股本             | 85         | 114        | 114        | 114         | 114         |
| 资本公积金          | 105        | 661        | 661        | 661         | 661         |
| 留存收益           | 29         | 81         | 130        | 199         | 292         |
| 少数股东权益         | 0          | 0          | 0          | 0           | 0           |
| 母公司所有者权益       | 218        | 856        | 905        | 974         | 1066        |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>336</b> | <b>896</b> | <b>945</b> | <b>1022</b> | <b>1126</b> |

### 现金流量表

| 单位：百万元         | 2009      | 2010       | 2011E        | 2012E       | 2013E     |
|----------------|-----------|------------|--------------|-------------|-----------|
| <b>经营活动现金流</b> | 21        | (60)       | 56           | 6           | 102       |
| 净利润            | 37        | 53         | 70           | 98          | 132       |
| 折旧摊销           | 5         | 5          | 13           | 19          | 19        |
| 财务费用           | 0         | 0          | 1            | 2           | 2         |
| 投资收益           | 0         | 0          | 0            | 0           | 0         |
| 营运资金变动         | 0         | 0          | (28)         | (113)       | (52)      |
| 其它             | (22)      | (118)      | (0)          | 0           | 1         |
| <b>投资活动现金流</b> | (5)       | (5)        | (144)        | (15)        | (15)      |
| 资本支出           | (8)       | (1)        | (144)        | (15)        | (15)      |
| 其他投资           | 4         | (4)        | 0            | 0           | 0         |
| <b>筹资活动现金流</b> | 57        | 502        | (30)         | (31)        | (41)      |
| 借款变动           | 0         | 0          | 2            | 0           | 0         |
| 普通股增加          | 0         | 0          | 0            | 0           | 0         |
| 资本公积增加         | 0         | 0          | 0            | 0           | 0         |
| 股利分配           | 0         | 0          | (21)         | (29)        | (40)      |
| 其他             | 57        | 502        | (11)         | (2)         | (2)       |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>74</b> | <b>437</b> | <b>(119)</b> | <b>(40)</b> | <b>46</b> |

资料来源：公司报表、招商证券

### 利润表

| 单位：百万元           | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|------------------|------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>      | 355  | 413  | 501   | 691   | 846   |
| 营业成本             | 287  | 320  | 381   | 517   | 620   |
| 营业税金及附加          | 2    | 2    | 3     | 3     | 4     |
| 营业费用             | 5    | 9    | 13    | 21    | 26    |
| 管理费用             | 14   | 19   | 24    | 33    | 41    |
| 财务费用             | 9    | 5    | 1     | 2     | 2     |
| 资产减值损失           | (1)  | (0)  | (0)   | 2     | 3     |
| 公允价值变动收益         | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益             | 3    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>      | 42   | 58   | 79    | 113   | 150   |
| 营业外收入            | 1    | 4    | 4     | 4     | 6     |
| 营业外支出            | 0    | 0    | 1     | 1     | 1     |
| <b>利润总额</b>      | 44   | 62   | 82    | 116   | 155   |
| 所得税              | 6    | 9    | 12    | 17    | 23    |
| <b>净利润</b>       | 37   | 53   | 70    | 98    | 132   |
| 少数股东损益           | (0)  | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>母公司所有者净利润</b> | 37   | 53   | 70    | 98    | 132   |
| <b>EPS (元)</b>   | 0.44 | 0.46 | 0.62  | 0.87  | 1.16  |

### 主要财务比率

|                | 2009  | 2010  | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>年成长率</b>    |       |       |       |       |       |
| 营业收入           | 21%   | 16%   | 21%   | 38%   | 22%   |
| 营业利润           | 56%   | 38%   | 36%   | 42%   | 34%   |
| 净利润            | 75%   | 41%   | 33%   | 40%   | 34%   |
| <b>获利能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 毛利率            | 19%   | 23%   | 24%   | 25%   | 27%   |
| 净利率            | 11%   | 13%   | 14%   | 14%   | 16%   |
| ROE            | 17%   | 6%    | 8%    | 10%   | 12%   |
| ROIC           | 15%   | 6%    | 7%    | 10%   | 12%   |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产负债率          | 35%   | 4%    | 4%    | 5%    | 5%    |
| 净负债比率          | 24.5% | 0.9%  | 1.1%  | 1.0%  | 0.9%  |
| 流动比率           | 2.5   | 27.6  | 18.8  | 17.1  | 15.6  |
| 速动比率           | 1.1   | 18.8  | 11.1  | 8.6   | 7.9   |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产周转率          | 1.1   | 0.5   | 0.5   | 0.7   | 0.8   |
| 存货周转率          | 1.9   | 1.5   | 1.3   | 1.4   | 1.4   |
| 应收帐款周转率        | 13.2  | 17.5  | 21.4  | 23.1  | 22.0  |
| 应付帐款周转率        | 15.2  | 20.4  | 21.7  | 23.0  | 21.8  |
| <b>每股资料(元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益           | 0.44  | 0.46  | 0.62  | 0.87  | 1.16  |
| 每股经营现金         | 0.24  | -0.53 | 0.49  | 0.06  | 0.90  |
| 每股净资产          | 2.57  | 7.54  | 7.97  | 8.58  | 9.39  |
| 每股股利           | 0.00  | 0.14  | 0.19  | 0.26  | 0.35  |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |       |
| PE             | 55    | 53    | 40    | 28    | 21    |
| PB             | 9.5   | 3.2   | 3.1   | 2.8   | 2.6   |
| EV/EBITDA      | 44.3  | 36.1  | 24.5  | 17.1  | 13.4  |

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**王薇**，英国兰卡斯特大学（与 LBS 为英国仅有两所六星级管理商学院）金融学硕士，广州暨南大学金融与会计双学士学位，现为招商证券服饰纺织行业分析师，5 年证券研究经验，4 年服饰纺织行业研究经验。2010 年度中国证券分析师金牛奖纺织服装行业第一名，2008 年度《新财富》服装纺织行业最佳分析师第一名、2009、2010 年度第二名。

主要研究特点：跳出出传统的纺织服装行业分析，在业内率先创新出针对品牌企业研究的“时尚产业图谱”与“品牌竞争阶段图谱”，并持续开创出品牌研究系列报告。

由产品本质出发，根据“时尚度高低”和“档次高低”构建了服饰行业二维标准划分的模式研究思路。同时依据对细分行业配套管理能力的分析建立了“品牌公司管理能力梯级图”，在此基础上，逐步通过对品牌评价系统细分要素的分拆剖析，搭建对品牌企业研究的完善体系。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。