

强势扩张 内外同步高增长

买入 维持

投资要点:

- 空调行业仍维持高景气,今年美的的增长远快于行业
- 今年将强势进入海外新兴市场
- 做大规模,高增长拉低估值,维持“买入”评级

报告摘要:

- 美的收入高增长超预期。美的电器 2011 年一季度实现收入 304.8 亿元,同增 96%;归属于公司股东的净利润 7.1 亿元,同增 17.5%。除了洗衣机收入增长 49%外,家用空调、中央空调、冰箱的收入均呈翻番增长。一季度盈利水平下降:净利率下降了 2 个百分点。毛利率下滑,管理费用率、财务费用率上升,节能补贴比格力少 2 亿元。
- 业绩解析:成本上升是今年一大难题。收入高增长:(1)快速占领国内三四级市场;(2)空调出口旺季提前一个月来临。毛利率下降:(1)原材料价格上涨;(2)出口利润率下滑,北美市场出货多于去年同期;(3)人工成本上升。管理费用率上升:研发投入较大;财务费用率上升:票据贴现增加、加息、人民币升值导致汇兑损失。
- 今年经营思路:国内占领三四级市场,海外快速进入新兴市场。经营方针:坚持“上规模、保盈利、调结构”顺序。公司对白电行业未来发展表示乐观,国内市场有 14-20%增长。新兴市场如东南亚、印度、南美洲等是中国家电企业全球化进程中最大的需求来源。
- 维持“买入”评级。我们继续看好白电行业尤其空调的健康成长,美的销售规模扩张速度远快于行业。上调盈利预测,其中上调收入增速,毛利率略有下调。预计美的 2011-13 年 EPS 分别为 1.26、1.59、2.02 元,对应 PE 为 14.5 倍、11.5 倍、9 倍。未来 3 年年复合增长率为 30%,今年 PEG 为 0.49,在行业高景气下,公司估值略有低估,是价值投资者的最佳配置标的。
- 风险提示:(1)原材料成本和人工成本上涨;(2)天气异常低温,终端销售低于预期。

经营预测与估值	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	47278.2	74558.89	107903.8	138283.3	171089.2
同比增长率	4.34%	57.70%	44.72%	28.15%	23.72%
归属母公司净利润(百万元)	1891.90	3127.10	4267.79	5375.36	6837.58
同比增长率	83.14%	65.29%	36.48%	25.95%	27.20%
每股收益(元)	0.559	0.924	1.261	1.588	2.020
P/E (倍)	35.60	21.54	14.48	11.50	9.04

资料来源:公司公告,宏源证券预测

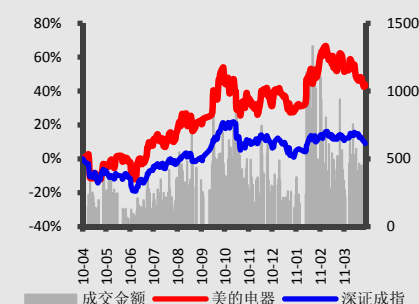
分析师

张泽京 (S1180511010003)

电话: 010-88085053

Email: zhangzejing@hysec.com

市场表现



基本情况

总股本(亿)	33.84
流通股本(亿)	31.20
股价(元)	18.26
第一大股东	美的集团有限公司
第一大股东持股比例	39.17%

数据来源:公司公告,深交所

相关研究

美的电器:最具潜力白电国际巨头 (2011.3.17)

空调行业 11 年 4 月报:空调景气可持续 龙头发力出口 (2011.4.20)

空调行业 11 年 3 月报:短期成本压力 长期需求向好 (2011.3.21)

空调行业 11 年 2 月报:空调春季漫步 飞扬 出口超预期 (2011.2.22)

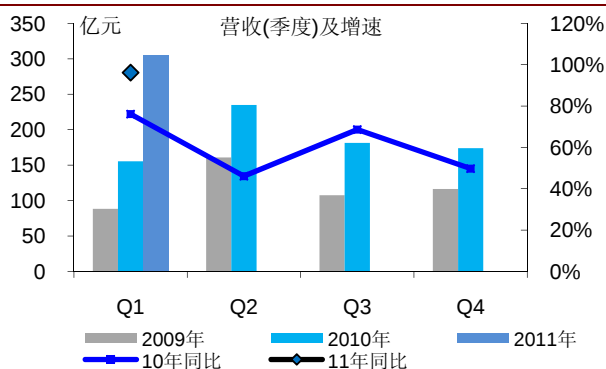
空调行业 11 年 1 月报:低估值与高成长 双重驱动 (2011.01.20)

美的收入高增长超预期

收入增长超预期，利润增长略低于预期。美的电器 2011 年一季度实现收入 304.8 亿元，同比增长 96%；归属于公司股东的净利润 7.1 亿元，同比增长 17.5%，一季度 EPS 为 0.22 元。除了洗衣机（小天鹅）收入增长 49%以外，家用空调、中央空调、冰箱的收入均呈翻番增长。一季度内销增速快于出口。

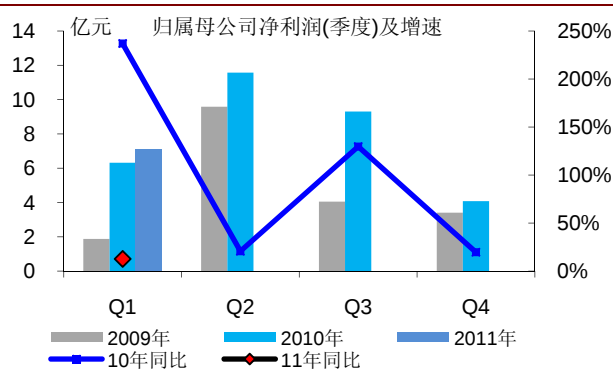
美的“收入高增长”贯彻执行了“上规模 保盈利 调结构”优先做大规模占领市场份额的经营方针。过去近 3 年一季度收入占比平均为 22%，由此推测今年收入将达 1300 多亿元，增速达 80%以上。但由于节能惠民工程今年年中退出，所以我们认为今年上半年收入占比要比往年高一些，今年美的收入增速可能低于 80%。

图 1：美的电器营收及增速（单季）



资料来源：公司公告，宏源证券

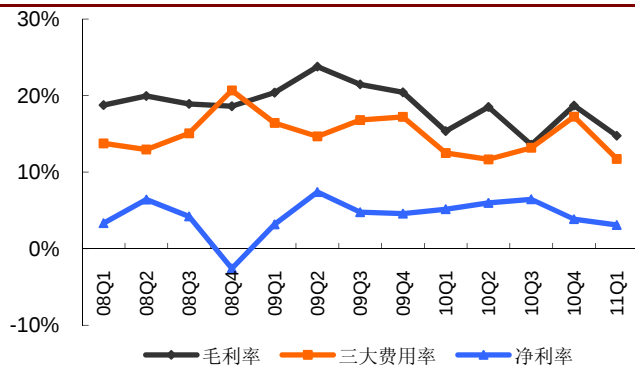
图 2：美的电器归母净利润及增速（单季）



资料来源：公司公告，宏源证券

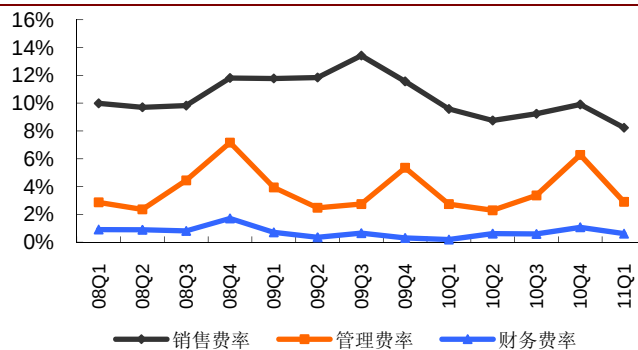
一季度盈利水平下降：净利率下降了 2 个百分点。毛利率下滑，管理费用率、财务费用率上升，节能补贴比格力少 2 亿元。

图 3：美的电器盈利水平变动（单季）



资料来源：公司公告，宏源证券

图 4：美的电器三大费用率变动（单季）



资料来源：公司公告，宏源证券

表 1: 盈利指标同比变动

	2011Q1	2010Q1	同比变动
毛利率	14.7%	15.4%	下降了 0.6 个百分点
销售费用率	8.2%	9.6%	下降了 1.3 个百分点
管理费用率	2.9%	2.7%	上升了 0.2 个百分点
财务费用率	0.6%	0.2%	上升了 0.4 个百分点
净利率	3.1%	5.2%	下降了 2.1 个百分点

资料来源: 公司公告, 宏源证券

节能补贴按收付实现制结算, 假定节能惠民补贴滞后销售一个季度; 今年的空调有一半是变频, 而变频不能享受节能补贴, 并且去年年底后有部分空调的节能补贴取消或减少, 因此我们假定今年的节能补贴额远不如去年同期。

表 2: 美的电器营业外收入 (单季)

单位: 亿元	Q1	Q2	Q3	Q4	节能补贴总计
2008	0.06	0.19	0.33	0.55	
2009	0.33	0.22	0.12	3.29	3.3
2010	6.55	0.31	13.65	5.20	25.7
2011	3.20	2.00	1.00		6.2
补贴总计	9.74	2.31	14.65	8.49	35.2

资料来源: 公司公告, 宏源证券

表 3: 格力电器营业外收入 (单季)

单位: 亿元	Q1	Q2	Q3	Q4	节能补贴总计
2008	0.15	0.18	0.04	0.46	
2009	0.15	0.57	0.23	3.23	3.2
2010	3.91	7.38	6.14	6.10	23.5
2011	5.19	5.00	3.00		13.2
补贴总计	9.11	12.38	9.14	9.33	40.0

资料来源: 公司公告, 宏源证券

业绩解析: 成本上升是今年一大难题

收入高增长超预期:

美的增速快于行业原因: (1) 美的更看好空调在中国的发展前景; (2) 在现有零配件供给紧张背景下, 美的空调的核心零配件自给率较高, 产能不足问题相对较小。

内销: 美的针对三四级市场大面积铺货 (有别于竞争对手), 特别是中西部地区。3 月份家电下乡中的空调销售额同增 398%, 低保有量的农村市场可能成为今年空调的爆发点。

出口: 今年空调出口旺季 (2~5 月份) 提前一个月来临。旺季提前的原因: 去年全球空调旺销 (天气异常), 导致整个产业链产能不足, 同时厂家不断加大产能, 整机企业的新产能达产周期约半年到一年, 而压缩机、控制器

等核心零配件企业扩大产能需要 1-2 年，因此压缩机等配件供给非常紧张。国外厂商为了能按期拿到产品，均提前了一个月向国内代工企业下订单。

毛利率下滑：

1. 原材料价格上涨，如铜、冷媒、以石油为原材料的塑料等涨价较多。铜价一季度同比上涨 23%，预计今年铜价同比上涨 20%。
2. 美的直接人工成本（工人工资）上升了 50% 以上（一般年度工人工资涨 20%）。
3. 出口利润率下滑：一季度北美市场（如伊莱克斯）出货多于去年同期，而北美区域的利润率最低。

我们预计二季度毛利率会回升：二季度出口占比将回落；未来出口提价概率大。

销售费用率下滑：

规模效应：收入增速（95%）快于销售费用增长（69%）。

管理费用率上升：

研发投入：从成立美的一东芝开利变频技术联合研发中心等可看出美的近期的研发投入较大；对新品开发的投入较大（每年几亿元），提前布局像冷冻冷藏、楼宇控制等蓝海领域。

我们预计二季度环比会有所下滑。

财务费用率上升：

1. 票据贴现增加，贴现利率和银行利率上升（加息）；
2. 汇兑损失：今年一季度同比人民币升值 3.6%。

今年思路：国内占领三四级市场，海外快速进入新兴市场

公司对白电行业未来发展的看法：（1）对国内市场（13.4 亿人口）较乐观，城镇化将长期拉动家庭耐用消费品的需求，行业将以 1-2 倍的 GDP 增速成长，即 14-20% 增长。（2）海外市场：发达国家如北美、西欧等销量呈个位数低位增长；新兴市场如东南亚、印度、南美洲等是中国企业全球化进程中最大的需求来源，这块大蛋糕的增长和利润率都值得期待。

经营方针：继续坚持“上规模、保盈利、调结构”顺序

国内：今年重点突破三四级市场，进一步深耕下沉尤其是中西部城市；一二级市场以调结构为主，推进变频空调、中央空调、多门冰箱、滚筒洗衣机的销售。今年将加大天津、重庆生产基地等北部、西部的区域布局，生产基地以 500-800 公里为销售半径进行产能布局。

海外：今年海外亮点颇多，将以收购或合资形式进入至少两个新兴战略市场。

产品结构上：变频占比今年目标将达 50% 以上，计划 3 年后变频空调替代传统空调，像日本等国一样。其信心来自技术改进攻克了变频难关，稀土永磁直流变频压缩机既能使体积缩小 1/3，效率还更高。

新兴产业储备：大额研发投入来开发冷冻冷藏、楼宇控制等技术，保证美的未来可持续的高速成长。

风险提示

- (1) 成本上升压力：原材料价格持续上涨，人工成本迅速上升；
- (2) 人民币升值抑制出口，美的 30%收入来自出口；
- (3) 天气异常低温，终端销售低于预期。

盈利预测与估值

我们继续看好白电行业尤其空调的健康成长，美的销售规模扩张速度远快于行业，并认为美的作为白电龙头地位将会进一步巩固，最有潜力最先成为白电国际巨头。

随着今年年中空调节能惠民补贴退出，大部分营业外收入归为营业收入，名义毛利率同比会上升。渠道经营权下放，销售费用率仍保持较低水平。

我们上调盈利预测，其中上调收入增速，毛利率略有下调。

预计美的 2011-13 年销售收入为 1079 亿元、1383 亿元、1711 亿元，增速分别为 45%、28%、24%；归属母公司股东净利润分别为 43 亿元、54 亿元、68 亿元，分别增长 36%、26%、27%。2011-13 年 EPS 分别为 1.26、1.59、2.02 元，对应 PE 为 14.5 倍、11.5 倍、9 倍。未来 3 年年复合增长率为 30%，今年 PEG 为 0.49，在行业高景气下，公司估值略有低估，是价值投资者的最佳配置标的，维持“买入”评级。

表 4：财务和估值数据摘要

单位:百万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	45313.46	47278.25	74558.89	107903.89	138283.31	171089.27
增长率(%)	36.09%	4.34%	57.70%	44.72%	28.15%	23.72%
归属母公司股东净利润	1033.02	1891.90	3127.10	4267.79	5375.36	6837.58
增长率(%)	-13.44%	83.14%	65.29%	36.48%	25.95%	27.20%
每股收益(EPS)	0.305	0.559	0.924	1.261	1.588	2.020
每股股利(DPS)	0.149	0.056	0.000	0.275	0.347	0.441
每股经营现金流	1.180	0.644	1.746	2.559	1.668	3.829
销售毛利率	19.16%	21.79%	16.69%	19.44%	19.84%	20.21%
销售净利率	3.42%	5.32%	5.42%	5.11%	5.03%	5.17%
净资产收益率(ROE)	21.72%	20.02%	25.35%	21.37%	22.23%	23.16%
投入资本回报率(ROIC)	37.40%	29.09%	15.39%	41.02%	51.22%	51.70%
市盈率(P/E)	65.20	35.60	21.54	14.48	11.50	9.04
市净率(P/B)	14.16	7.13	5.46	3.09	2.56	2.09
股息率(分红/股价)	0.007	0.003	0.000	0.015	0.019	0.024

资料来源：宏源证券

表 5: 利润表预测

单位:百万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	45313.46	47278.25	74558.89	107903.89	138283.31	171089.27
减: 营业成本	36631.54	36975.22	62114.20	86932.29	110849.14	136513.86
营业税金及附加	41.57	60.57	85.79	120.46	154.37	191.00
营业费用	4613.87	5730.73	6943.43	9711.35	12583.78	15740.21
管理费用	1725.42	1660.16	2663.13	3884.54	4701.63	5817.04
财务费用	481.41	222.45	464.06	676.86	690.19	1012.16
资产减值损失	109.33	168.63	-16.05	87.30	87.30	87.30
加: 投资收益	39.13	32.12	134.31	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-22.13	27.13	118.07	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	1727.31	2519.75	2556.72	6491.08	9216.89	11727.70
加: 其他非经营损益	28.26	233.08	2406.45	866.40	50.00	60.00
利润总额	1755.57	2752.83	4963.17	7357.48	9266.89	11787.70
减: 所得税	204.47	238.96	919.93	1839.37	2316.72	2946.92
净利润	1551.10	2513.87	4043.24	5518.11	6950.17	8840.77
减: 少数股东损益	518.08	621.96	916.14	1250.33	1574.81	2003.20
归属母公司股东净利润	1033.02	1891.90	3127.10	4127.81	5214.02	6393.26

资料来源: 宏源证券

表 6: 资产负债表预测

单位:百万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	1915.80	3844.21	6186.62	13106.57	15687.99	26249.42
应收和预付款项	6279.74	11282.31	11325.68	18959.95	19827.22	28133.23
存货	5137.54	5827.51	10436.25	12325.79	16698.55	19045.74
其他流动资产	82.37	167.08	452.18	452.18	452.18	452.18
长期股权投资	246.87	374.84	781.23	781.23	781.23	781.23
投资性房地产	386.34	327.44	505.40	436.52	367.63	298.74
固定资产和在建工程	5661.76	6180.66	8624.51	12332.78	12469.05	11448.53
无形资产和开发支出	2668.28	2694.38	3025.99	2852.06	2678.13	2504.19
其他非流动资产	185.04	158.20	275.27	137.79	0.31	0.31
资产总计	22563.73	30856.62	41613.13	61384.86	68962.30	88913.59
短期借款	2360.34	539.69	728.56	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	10834.70	13532.56	18853.25	30466.57	32266.81	44869.38
长期借款	0.00	0.00	393.81	393.81	393.81	393.81
其他负债	2076.20	4056.49	5254.81	5254.81	5254.81	5254.81
负债合计	15271.23	18128.75	25230.44	36115.19	37915.43	50518.00
股本	1891.07	2080.18	3120.27	3384.35	3384.35	3384.35
资本公积	302.30	3125.79	2092.10	6128.17	6128.17	6128.17
留存收益	2563.38	4245.36	7123.97	10460.47	14662.85	20008.37
归属母公司股东权益	4756.75	9451.33	12336.34	19972.98	24175.37	29520.89
少数股东权益	2535.76	3276.55	4046.36	5296.69	6871.50	8874.69
股东权益合计	7292.51	12727.87	16382.70	25269.67	31046.86	38395.58
负债和股东权益合计	22563.73	30856.62	41613.13	61384.86	68962.30	88913.59

资料来源: 宏源证券

表 7: 现金流量表预测

单位:百万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营性现金净流量	3992.60	2178.42	5909.78	8659.29	5643.67	12958.11
投资性现金净流量	-3851.93	-1112.64	-4212.28	-4350.20	-1890.50	-919.00
筹资性现金净流量	263.56	743.68	185.09	2610.86	-1171.75	-1477.68
现金流量净额	404.22	1809.46	1882.59	6919.95	2581.42	10561.43

资料来源: 宏源证券

附：美的电器所处的行业增长和竞争格局

空调：

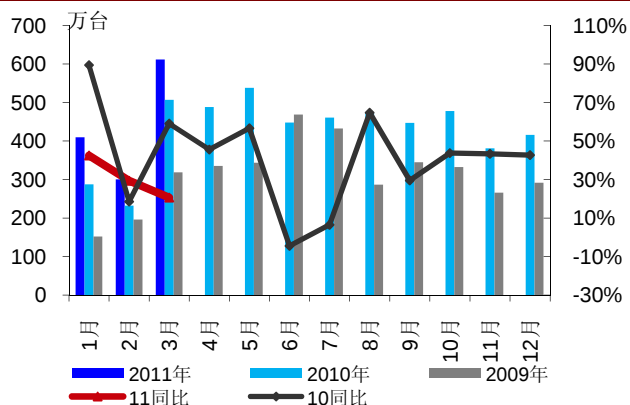
空调行业 2010 年同比增速：出货量 44%、产量 52%、内销 37%、出口 54%。

空调行业 2011 年一季度同比增速：出货量 39%、产量 38%、内销 29%、出口 49%。

美的电器空调强于行业，今年一季度同比增速：出货量 44%、内销 31%、出口 56%。

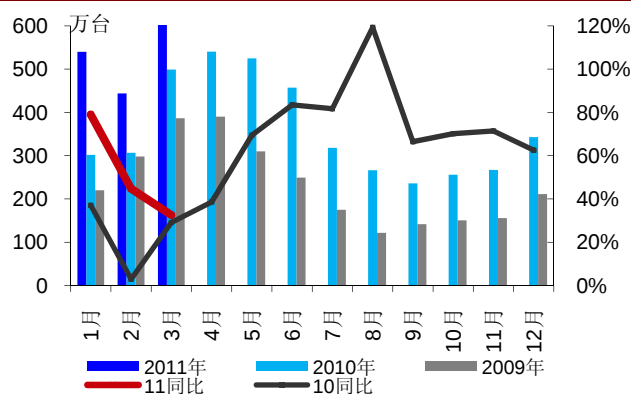
美的空调一季度出口占公司总销量的 49.7%，第一季度是空调出口旺季，且今年出口旺季提前了一个月，所以出口销量将占近一半。

图 5：空调行业内销量（月度）



资料来源：产业在线，宏源证券

图 6：空调行业出口量（月度）



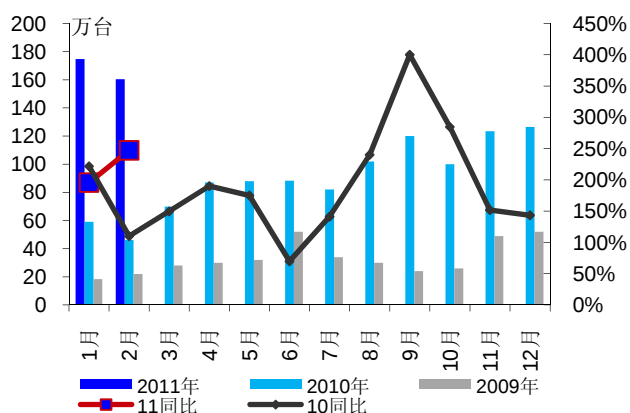
资料来源：产业在线，宏源证券

变频空调 2010 年同比增速：出货量 97%、内销 175%、出口 25%。

变频空调 2011 年 1-2 月同比增速：出货量 139%、内销 218%、出口 41%。

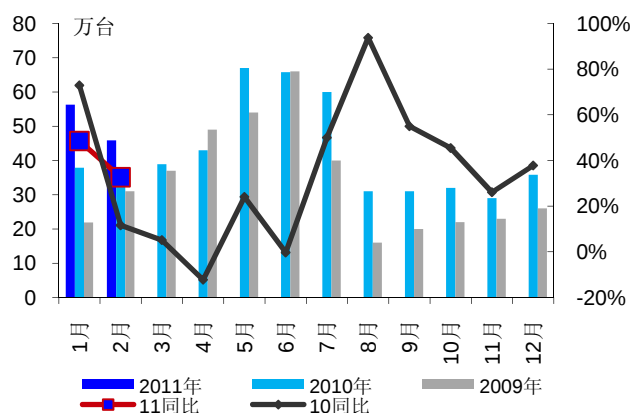
变频空调占比显著上升（由 2010 年的 17% 到 2011 年前两月的 26%），变频空调今年仍将快速普及。

图 7：变频空调行业内销量（月度）



资料来源：产业在线，宏源证券

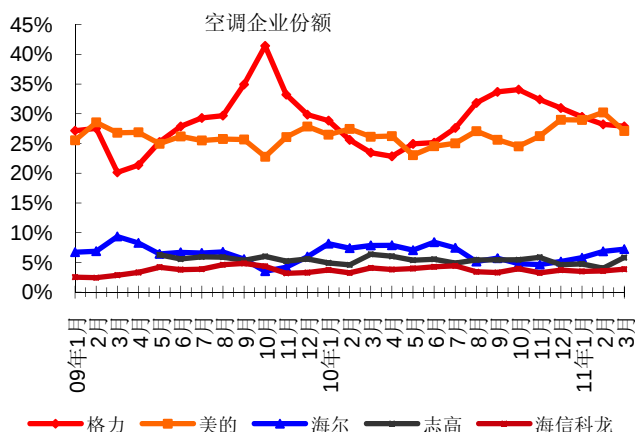
图 8：变频空调行业出口量（月度）



资料来源：产业在线，宏源证券

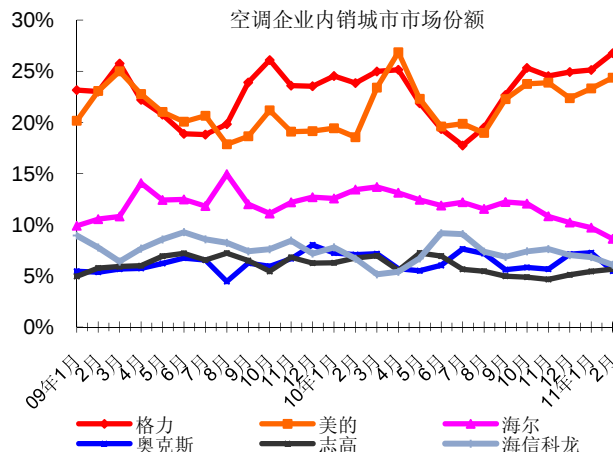
美的电器空调一季度在国内市场份额为 28%，出口份额为 28.9%，均呈显著稳步上升态势。美的空调销量在国内排第二，出口排第一，家用空调领域整体来看与格力电器不分上下。

图 9：空调行业竞争格局（总销量）



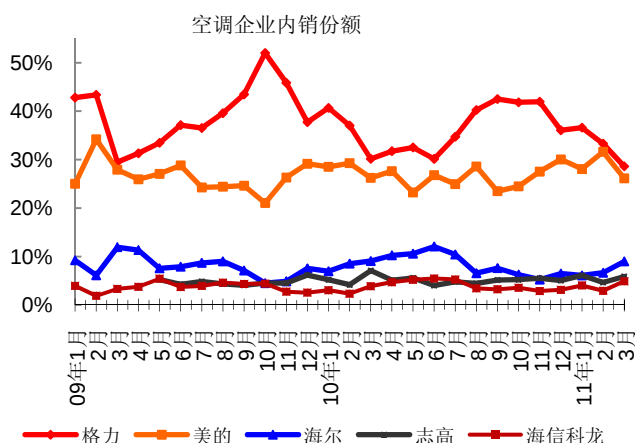
资料来源：产业在线，宏源证券

图 10：空调行业竞争格局（大中城市）



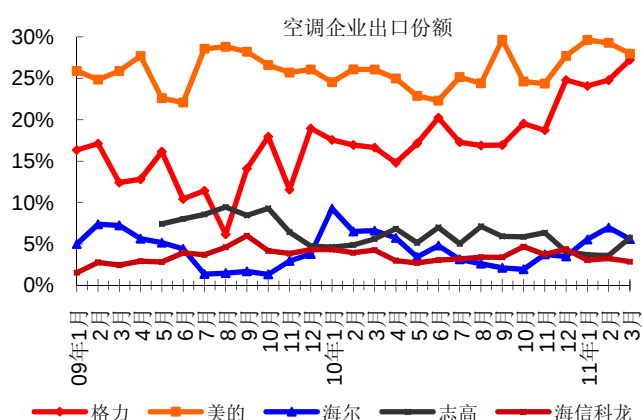
资料来源：中怡康，宏源证券

图 11：空调行业竞争格局（内销量）



资料来源：产业在线，宏源证券

图 12：空调行业竞争格局（出口量）



资料来源：产业在线，宏源证券

冰箱：

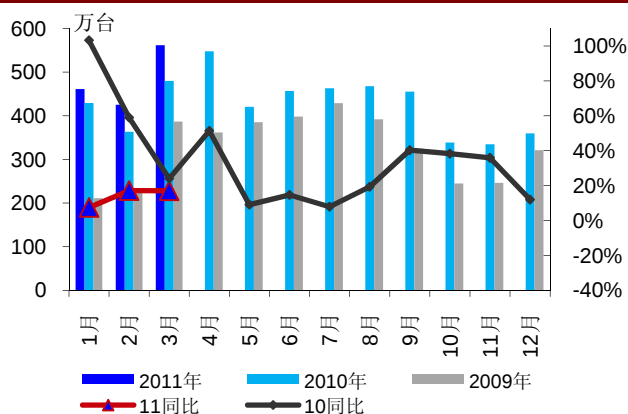
冰箱行业 2010 年同比增速：出货量 23%、产量 26%、内销 30%、出口 6%。

冰箱行业 2011 年一季度同比增速：出货量 11%、产量 13%、内销 14%、出口 3%。

美的电器冰箱强于行业，今年一季度同比增速：出货量 37%、内销 39%、出口 26%。

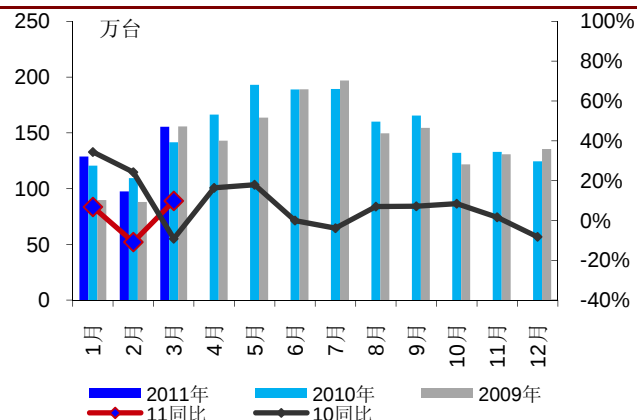
美的冰箱一季度出口占公司总销量的 13.7%。

图 13: 冰箱行业内销量 (月度)



资料来源: 产业在线, 宏源证券

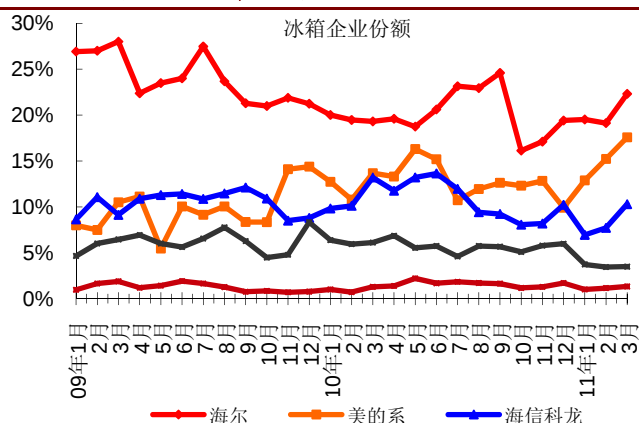
图 14: 冰箱行业出口量 (月度)



资料来源: 产业在线, 宏源证券

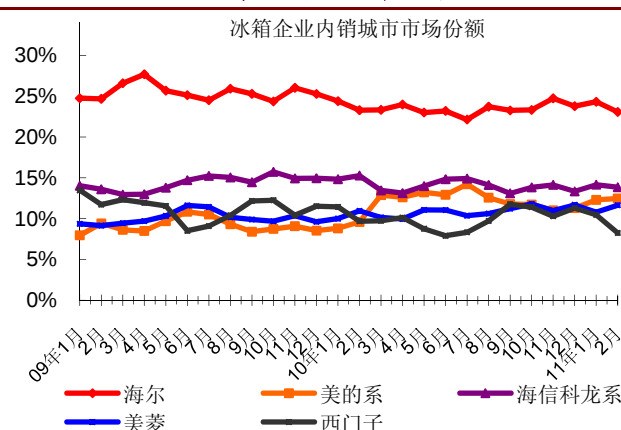
美的电器冰箱一季度的国内市场份额为 16.8%，呈上升趋势；出口份额为 10.1%，维持稳定。一季度竞争格局中，美的冰箱的内销排第二、出口排第三。总销量远超海信科龙，迅速拉近了与海尔的差距。

图 15: 冰箱行业竞争格局 (总销量)



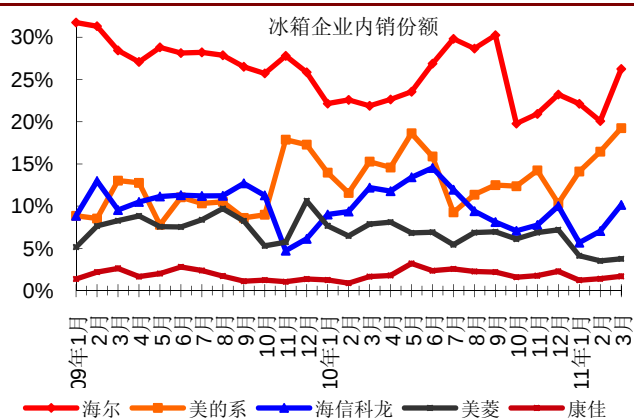
资料来源: 产业在线, 宏源证券

图 16: 冰箱行业竞争格局 (大中城市)



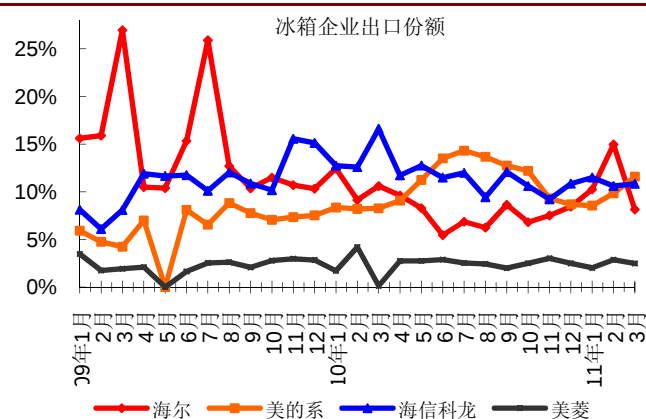
资料来源: 中怡康, 宏源证券

图 17: 冰箱行业竞争格局 (内销量)



资料来源: 产业在线, 宏源证券

图 18: 冰箱行业竞争格局 (出口量)



资料来源: 产业在线, 宏源证券

洗衣机:

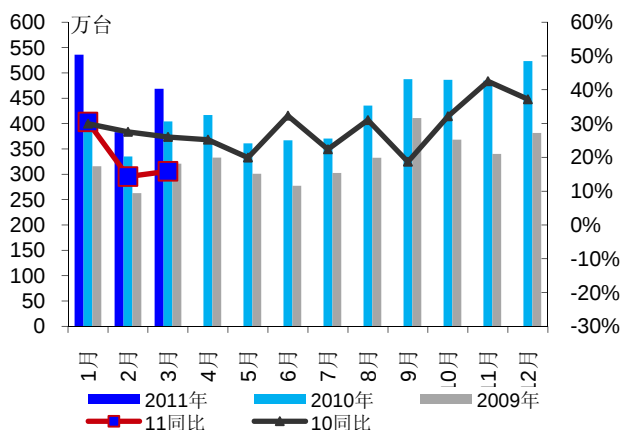
洗衣机行业 2010 年同比增速: 出货量 29%、产量 26%、内销 28%、出口 30%。

洗衣机行业 2011 年一季度同比增速: 出货量 21%、产量 23%、内销 27%、出口 7%。

美的系(小天鹅)的洗衣机强于行业, 今年一季度同比增速: 出货量 33%、内销 39%、出口 7%。

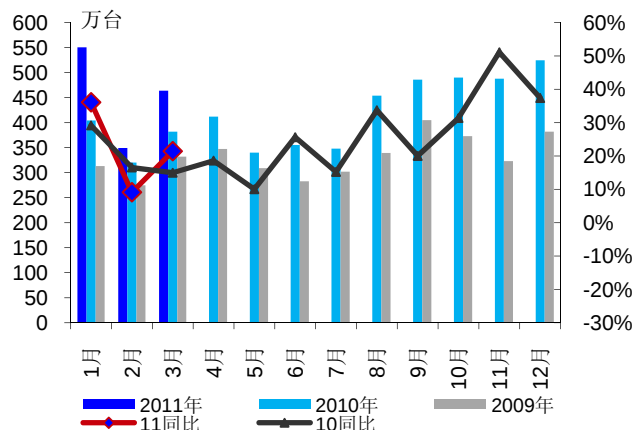
美的系的洗衣机一季度出口占公司总销量的 17.3%。

图 19: 洗衣机行业出货量(月度)



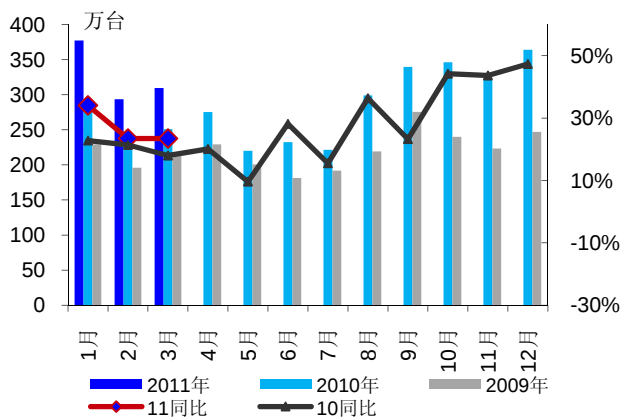
资料来源: 产业在线, 宏源证券

图 20: 洗衣机行业产量(月度)



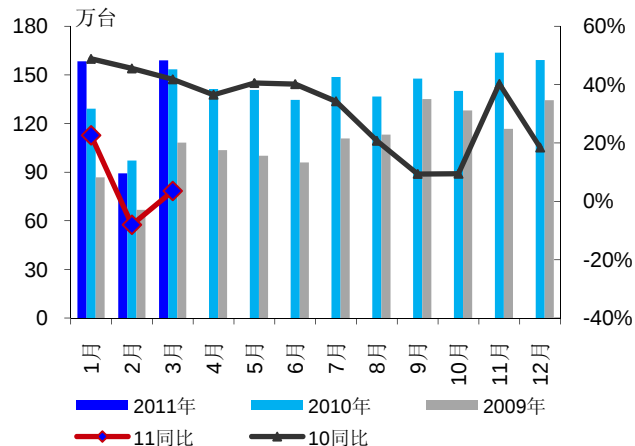
资料来源: 产业在线, 宏源证券

图 21: 洗衣机行业内销量(月度)



资料来源: 产业在线, 宏源证券

图 22: 洗衣机行业出口量(月度)



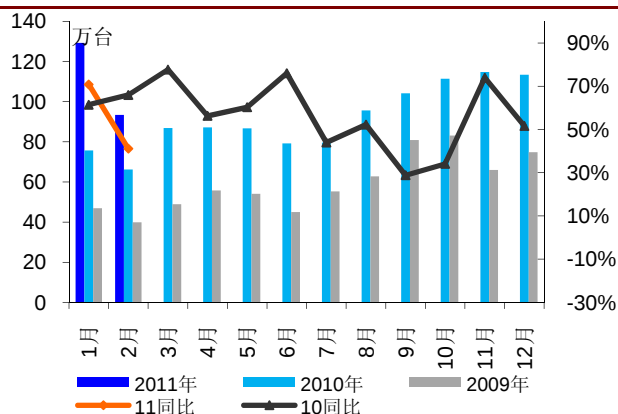
资料来源: 产业在线, 宏源证券

滚筒洗衣机行业 2010 年同比增速: 出货量 54%、产量 53%、内销 53%、出口 55%。

滚筒洗衣机行业 2011 年 1-2 月同比增速: 出货量 57%、产量 43%、内销 104%、出口 20%。

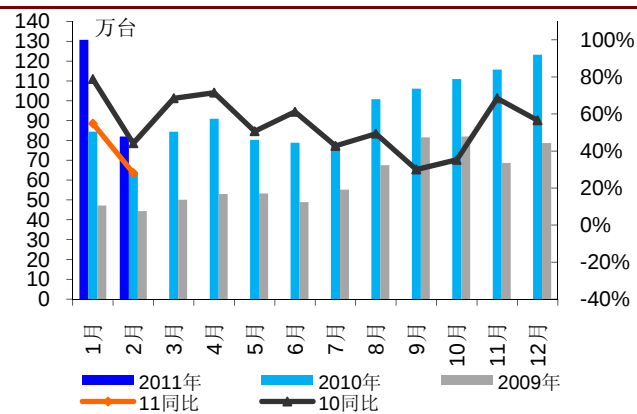
2011 年 1-2 月洗衣机内销的滚筒占比为 19.1%, 国内滚筒化趋势明显; 出口的滚筒占比较为稳定, 前两月为 38.3%。

图 23: 滚筒洗衣机行业出货量 (月度)



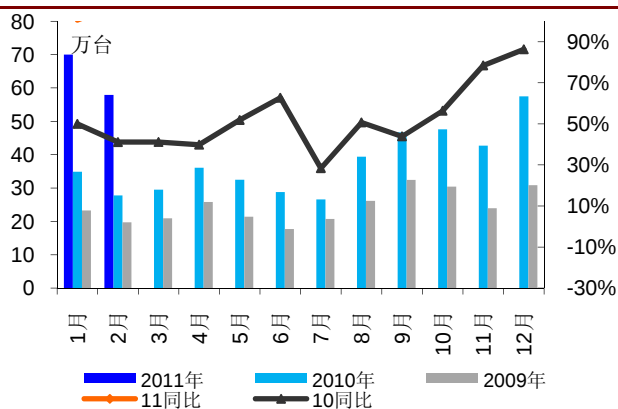
资料来源: 产业在线, 宏源证券

图 24: 滚筒洗衣机行业产量 (月度)



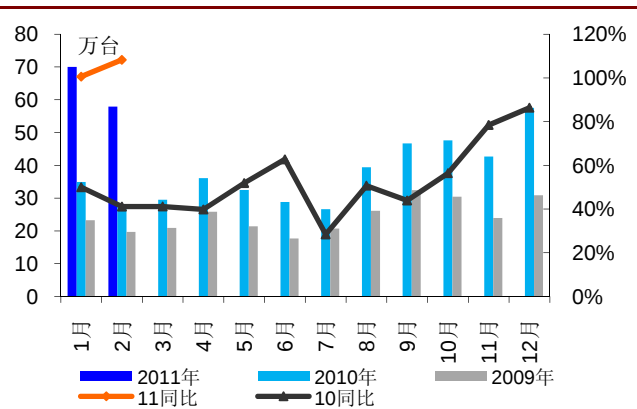
资料来源: 产业在线, 宏源证券

图 25: 滚筒洗衣机行业内销量 (月度)



资料来源: 产业在线, 宏源证券

图 26: 滚筒洗衣机行业出口量 (月度)

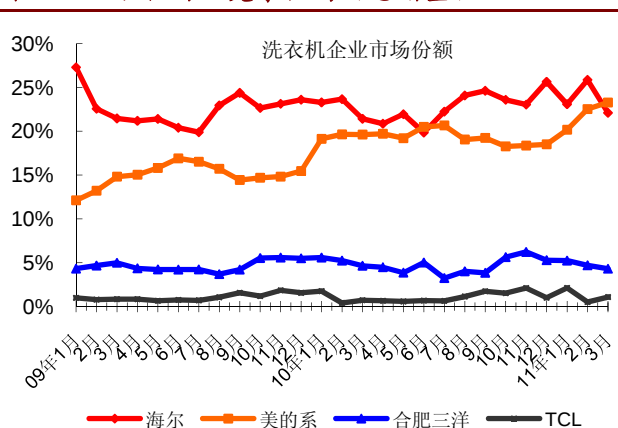


资料来源: 产业在线, 宏源证券

美的系洗衣机一季度内销份额为 25.6%，较去年比上升趋势明显；出口份额为 12.9%，维持不变。

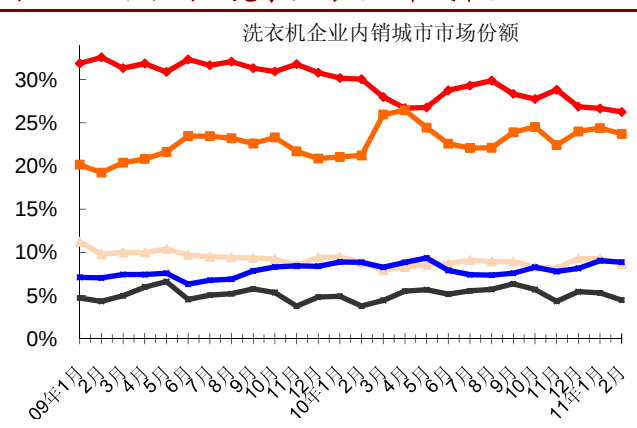
内销市场美的排第二，与最大竞争对手海尔的距离很近，进入了第一集团军；出口市场美的排第一。

图 27: 洗衣机行业竞争格局 (总销量)



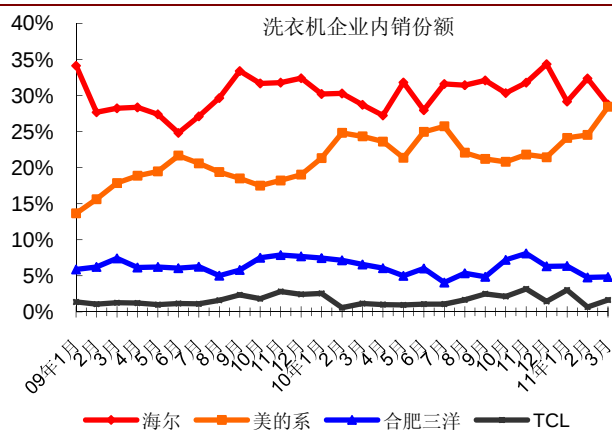
资料来源: 产业在线, 宏源证券

图 28: 洗衣机行业竞争格局 (大中城市)



资料来源: 中怡康, 宏源证券

图 29: 洗衣机行业竞争格局（内销量）



张泽京：宏源证券研究所家电行业研究员；四年证券行业从业经验，曾任职于华泰联合证券研究所，2010 年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司：美的电器、格力电器、青岛海尔、小天鹅 A、合肥三洋、海信电器、TCL 集团、万和电气、华帝股份、万家乐、苏泊尔、爱仕达、九阳股份、毅昌股份、三花股份。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaozen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明：

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款：

本报告分析及建议所依据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，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、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，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。