



成渝一体化——中国增长第四极

报告摘要:

- 成渝经济区是 2011 年获批的首批区域发展规划之一，也是西部唯一的产业转移接受区，加上川渝两省市是西部经济基础最好、发展潜力最大的区域，所以自此起，成渝经济区就将成为我国西南甚至是西部地区的重要增长核心。
- 凭借成本的节约、良好的产业基础、已有的产业布局、便利的交通、优越的区位条件、密集的城镇以及现有的龙头企业，成渝经济区将会成为产业转移的最重要目标之一。在成本节约上，成渝经济区比起珠三角，人工开支上节省约 30%，土地成本节约 20%。产业基础上，成渝经济区与上海和东北并称国内三大装备制造业基地，四川的酒类有国内无可比拟的优势。交通上，成渝经济区是黄金水道的起点，拥有重庆、泸州和宜宾三个水运港口，其中重庆的水运优势在西部罕有匹敌。成渝经济区还是西部密度最高的城镇密集区，这意味着商业有着良好的发展根基。
- 我们认为，成渝经济区未来的发展的核心推动力是城镇化的推进和工业化的深化，而最终落脚点是优势产业的发展，因此我们的投资逻辑从区域城镇化、工业化以及优势产业发展两条线选择。
- 成渝板块中短期的机会在基建相关的建筑建材、交通运输以及房地产开发等板块；产业布局方面，承接产业转移，形成先进装备制造业、现代服务业、高新技术产业和农业基地；成渝经济区未来经济总量的扩大，必然带来微观居民、企业部门收入和盈利的增加，同时城镇化的推动、城市群的形成以及工业化的深化将带来消费水平的提高和消费的进一步升级。

宏观研究团队

联系人

邵宇

电话: (8621) 5175 2661

Email: Shaoyu@hysec.com

秦培景

电话: (8621) 5178 2233

Email: Qinpeijing@hysec.com

李伟杰

电话: (8610) 8808 5267

Email: Liweijie@hysec.com

相关研究

《从危机后到后危机：2011 年宏观经济十大预测》2011-1-11

《“十二五”深度研究：改变真的会发生么》2011-1-5

《三次失衡、三个世界、三足鼎立》2010-11-23

《日本：高收入水平陷阱》2010-09-27

《劳动力市场拐点：模式调整的硬约束》2010-08-10

《亚洲升腾：贸易分工、货币锚定和地缘博弈》2010/08/06

系列报告



目录

一、投资逻辑	4
(一) 基建投资是空间布局的第一步	4
(二) 区域增长最终需落实到优势产业发展	4
(三) 城镇化下的消费大发展	4
二、西部经济的龙头	5
三、产业转移的逻辑	6
(一) 成本上升推动产业转移	6
1. 人工费用	6
2. 原材料成本	7
3. 地价	8
(二) 成渝经济区，优势吸引产业转移	8
1. 成本的节约	8
2. 产业基础	10
3. 产业布局	11
4. 交通便利和区位优势	12
5. 城镇密集	13
6. 龙头企业	13

图表目录

图 1: 成渝经济区地理图.....	5
图 2: 我国近几年进口商品比重.....	7
图 3: 铁矿石历年进口量及单价.....	7
图 4: 石油历年进口量及单价.....	8
图 5: 天然橡胶历年进口量及单价.....	8
图 6: 广东工业用地价.....	8
图 7: 两江新区区位图.....	9
图 8: 重庆与珠三角地价比较.....	10
图 9: 06-08 年全国河南四川饮料食品总产值年均增速.....	11
图 10: 08 年四川饮料食品业市场份额对比.....	11
图 11: 成渝经济区产业布局.....	12
图 12: 重庆港口吞吐量.....	12
图 13: 成渝经济区部分龙头企业.....	13
表格 1 成渝经济区推荐个股.....	5
表格 2 成渝经济区历史事件.....	6
表格 3 农民工月收入及最低标准（单位：元）.....	7
表格 4 十一五进口单价涨幅.....	7
表格 5 近年来重庆地区农民工收入，重庆和四川的最低工资.....	9
表格 6 重庆、四川历任领导.....	10
表格 7 饮料食品业经济效益对比.....	11
表格 8 成渝经济区交通情况概览.....	13

一、投资逻辑

我们认为，成渝经济区未来的发展的核心推动力是城镇化的推进和工业化的深化，而最终落脚点是优势产业的发展，因此我们的投资逻辑从区域城镇化、工业化以及优势产业发展两条线选择。

（一）基建投资是空间布局的第一步

去年底，成渝经济区规划获批，根据规划，未来成渝经济区将形成依托中心城市和长江黄金水道、主要陆路交通干线，以重庆、成都为核心，沿江、沿线为发展带的“双核五带”空间布局，空间布局的形成一定程度上是区域城市群的形成过程，城市群的前提必然是基建投资的较快增长。因此，我们认为成渝板块中短期的机会在基建相关的建筑建材、交通运输以及房地产开发等板块，建议重点关注的个股包括重庆路桥（600106）、四川成渝（601107）、渝开发（000514）。

（二）区域增长最终需落实到优势产业发展

根据规划，成渝经济区将成为西部地区的经济增长极，产业布局方面，承接产业转移，形成先进装备制造业、现代服务业、高新技术产业和农业基地；在具体发展中，成渝经济区的空间布局将渝北区“十二五”蓝图规划指出，要建设两江产业核心，借力开放平台大力招商选资，做大做强汽摩制造、电子信息、装备制造等支柱产业，引进发展新能源、新医药、新材料、新通信和现代服务业等高端产业，力促经济结构优化和发展方式转变，基本形成万亿制造业、千亿服务业的产业格局。

成渝经济区目前已经拥有较好的产业基础，同时也在相关的产业领域形成了相对优势的个股，相关的公司包括西部资源（600139）、东方电气（600875）、九龙电力（600292）、太极集团（600129）、智飞生物（300122）、莱美药业（300006）、华邦制药（002004）。

（三）城镇化下的消费大发展

成渝经济区未来经济总量的扩大，必然带来微观居民、企业部门收入和盈利的增加，同时城镇化的推动、城市群的形成以及工业化的深化将带来消费水平的提高和消费的进一步升级。建议重点关注的消费类个股包括五粮液（000858）、沱牌曲酒（600702）、泸州老窖（000568）、重庆啤酒（600132）。

表格 1: 成渝经济区推荐个股

证券代码	证券简称	所属行业	PE		EPS(元)			前收盘价 (元,20110117)
			TTM	未来 12 个月	2010E	2011E	2012E	
600139.SH	西部资源	有色金属	103.42	48.04	0.49	0.74	0.91	36.49
300006.SZ	莱美药业	医药生物	67.14	34.43	0.5	0.89	1.17	33.98
002004.SZ	华邦制药	医药生物	52.92	36.86	0.96	1.25	1.72	47.12
300122.SZ	智飞生物	医药生物	50.92	32.5	0.72	0.97	1.3	34.44
600129.SH	太极集团	医药生物	97.89	30.46	0.28	0.28	0.37	9.15
600132.SH	重庆啤酒	食品饮料	111.51	89.96	0.51	0.49	0.55	46.97
000568.SZ	泸州老窖	食品饮料	27.9	21.42	1.49	1.85	2.26	41.2
000858.SZ	五粮液	食品饮料	28.73	20.93	1.23	1.55	1.89	33.8
600702.SH	沱牌曲酒	食品饮料	89.97	60.23	0.21	0.3	0.42	19.42
601107.SH	四川成渝	交通运输	17.78	14.16	0.39	0.45	0.5	6.55
600106.SH	重庆路桥	交通运输	47.78	26.35	0.29	0.33	0.31	8.99
600875.SH	东方电气	机械设备	27.38	20.11	1.15	1.49	1.82	31.4
600292.SH	九龙电力	公用事业	111.3	48.66	0.2	0.33	0.39	17.88
000514.SZ	渝开发	房地产	37.56	21.36	0.22	0.38	0.42	8.58

资料来源: 宏源证券研究所

二、西部经济的龙头

成渝经济区区域规划已于近日获国家发改委审批通过。该规划目前已上报国务院,等待国务院常务会议批复后将正式出台。据经济观察报的消息,国务院已经正式批复《成渝经济区区域规划》,这是 2011 年获批的首批区域发展规划之一。我们认为,成渝经济区作为西部唯一的产业转移接受区(参见报告《三纵两横: 中国区域经济新格局》),加上川渝两省市是西部经济基础最好、发展潜力最大的区域,自此起,成渝经济区就将成为我国西南甚至是西部地区的重要增长核心。

图 1: 成渝经济区地理图



资料来源: 宏源证券研究所

此外，西部大开发已经满十年，目前西部处于纵深发展和内生发展阶段，我们预计西部地区终究会出现一个经济核心，带领西部地区的腾飞，而成渝经济区当仁不让地成为这个核心。

成渝经济区包括四川的 15 个市（成都、绵阳、德阳、内江、资阳、遂宁、自贡、泸州、宜宾、南充、广安、达州、眉山、乐山、雅安）和重庆的 31 个区县（一小时经济圈的 23 个区县，加上渝东北的万州、梁平、丰都、开县、垫江、忠县、云阳和渝东南的石柱）。成渝经济区面积约 20.61 万平方公里，占四川和重庆面积之和的 36.3%；2009 年人口总数为 9564.77 万人，占四川和重庆人口合计的 83.5%；2009 年地区生产总值为 1.87 万亿元，占四川和重庆合计的 89.5%。

表格 2 成渝经济区历史事件

时间	事件
2002 年十六大	确定了西部大开发的三个重点开发地带，即长江上游成渝经济带、西陇海—兰新线经济带、南贵昆经济区
2003 年	“成渝经济区”概念被提出
2007 年 4 月	四川省省长蒋巨峰和重庆市市长王鸿举在成都共同签署了《重庆市人民政府四川省人民政府关于推进川渝合作共建成渝经济区的协议》经济区范围：四川 14 市重庆 23 区县。
2007 年 6 月	国家发展改革委批准重庆市和成都市设立全国统筹城乡综合配套改革试验区
2009 年 7 月	国家发改委在成都召开了编制工作会，会议初步商议成渝经济区区域规划
2010 年 12 月	成渝经济区区域规划获发改委审批通过

资料来源：宏源证券研究所

三、产业转移的逻辑

我们在这一系列的报告中提到，成渝经济区的“任务”是产业转移的承接，因此可以这么认为：成渝经济区的未来动作将主要是为产业转移所服务。所以，我们在此的逻辑就是围绕着接受产业转移而展开。

（一）成本上升推动产业转移

我们在《三纵两横》中提到，未来发生产业转移的主要是劳动密集型产业和能源密集型产业。笼统地说，发生转移的原因就是继续呆在东部沿海地区导致成本上升，而收入的增速却无法赶上成本上升的步伐，即利润被侵蚀。所以，产业转移的目的是要么使企业收入的增速赶上成本上升的步伐，要么就是停止成本上升的步伐，只有这两个理由才能使产业转移站住脚跟，而我们认为后者相对而言是更重要的原因。

1. 人工费用

对于进行产业转移的企业而言，其主要的人工费用就是工人的工资，而这里的工人主要是非经济发达地区来的打工者，所以我们认为，在本文中用农民工的工资来表示人工费用比用统计年鉴中的“城镇单位就业人员平均工资”更为反映现实。由于全国各地农民工的收入资料难以获得，我们在此以珠三角为例。

表格 3：农民工月收入及最低标准（单位：元）

时间	农民工月收入	同比增长	东莞最低工资	同比增长率	深圳最低工资	同比增长
2005			574		690	
2006			690	20.21%	810	17.39%
2007	1662.6		690	0.00%	810	0.00%
2008	1750.5	5.29%	770	11.59%	1000	23.46%
2009	1729.2	-1.22%	770	0.00%	1000	0.00%
2010	1954.8	13.05%	920	19.48%	1100	10.00%

资料来源：宏源证券研究所

如表 3 所示，总体来看，农民工的月收入处于上升中——从 07 年的 1662.6 元上升至 10 年的 1954.8 元，增长了 17.6%，也就意味着用工企业在人工上的成本在三年间上升了 15% 以上，年平均增长超过 5%。从东莞和深圳的最低工资标准来看，这个增长率显然有所低估，我们于是增加 3 个百分点，即珠三角人工成本年均上升 8%。

可以预计的是，随着第二代农民工开始登上舞台（这类群体与第一代不同之处在于其对城市的融入需求更大），对收入和工作前景要求更高，另外加上人口增长的放缓，我们预计未来珠三角人工费用年均增长可能会超过 10%。

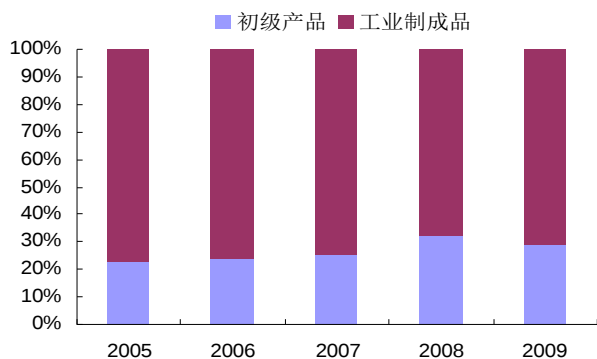
2. 原材料成本

从近几年的数据来看，我国初级产品的进口金额占进口的比重不断加大，意味着初级产品的价格波动会更多地传到我国企业上。从近几年的进口数据来看，五年来，几种代表性的初级产品单价平均上涨了 25%，即每年上升约 5 个百分点。我们预计，随着全球流动性过剩和国际经济格局的失衡，这个涨幅会持续下去。

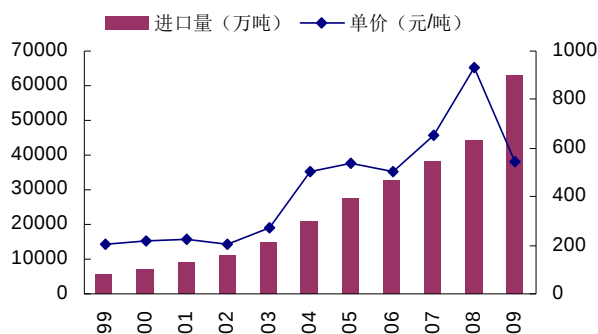
表格 4 十一五进口单价涨幅

品种	铁矿	铜矿	原油	大豆
涨幅	7.86%	46.81%	30.75%	25.68%

资料来源：国家统计局，宏源证券研究所

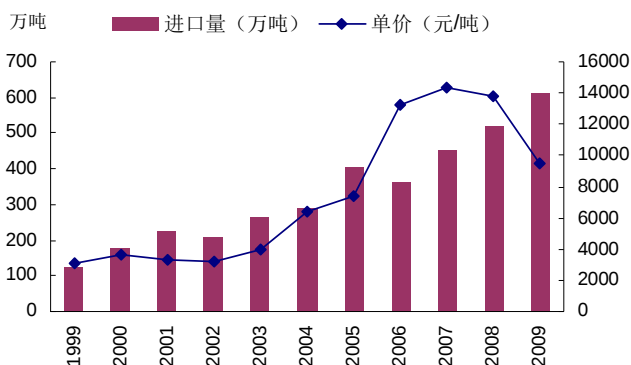
图 2：我国近几年进口商品比重


资料来源：国家统计局，宏源证券研究所

图 3：铁矿石历年进口量及单价


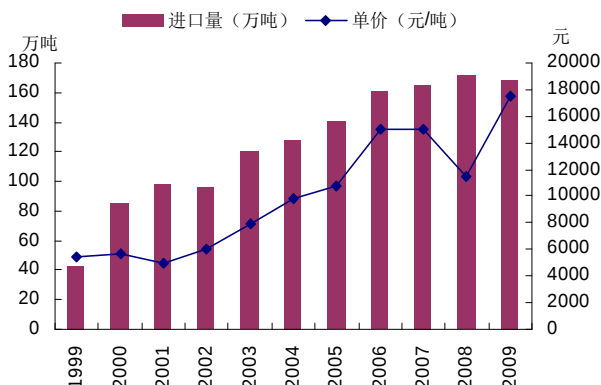
资料来源：国家统计局，宏源证券研究所

图 4：石油历年进口量及单价



资料来源：国家统计局，宏源证券研究所

图 5：天然橡胶历年进口量及单价



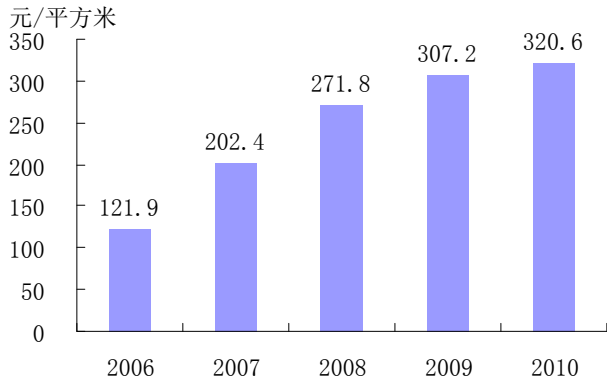
资料来源：国家统计局，宏源证券研究所

3. 地价

工业用地价格如下图所示，从 06 年到 10 年，广东工业用地价格从 121.9 元/平方米上涨到目前的 320.6 元/平方米，意味着“十一五”期间，地价总共上涨了 163%，年均增长约 27%。

各种成本的快速上升，侵蚀着珠三角企业利润。所以竞争力不强的劳动密集型和资源密集型产业将会被淘汰，例如服装、建材、五金电镀、玩具、制鞋、塑胶行业等。

图 6：广东工业用地价



资料来源：广东国土资源网，宏源证券研究所

（二）成渝经济区，优势吸引产业转移

1. 成本的节约

（1）人工费用

从表 5 可以看出，成渝经济区的劳动力成本大大低于珠三角。2010 年，重庆农民工月收入为 1277 元，比同期东莞低 34.67%。从历史数据来看，重庆农民工收入水平平均比东莞低 30% 以上，也就意味着进行转移的企业将会在人工开支上节省约 30%。

表格 5：近年来重庆地区农民工收入，重庆和四川的最低工资

	重庆农民工月收入	低于珠三角	重庆最低工资[1]	低于东莞	四川最低工资	低于东莞
2005			359	-37.43%	400	-30.31%
2006	625		498	-27.78%	450	-34.78%
2007	947	-43.06%	498	-27.78%	510	-26.09%
2008	1084	-38.07%	582	-24.42%	650	-15.58%
2009	1174[2]	-32.11%	582	-24.42%	650	-15.58%
2010	1277	-34.67%	582	-36.74%	780	-15.22%
2011			772	-16.09%	780	-15.22%

注：[1] 最低工资标准分区县不同，本数据由各区县最低工资加权得出，权重为各区县人口占比；

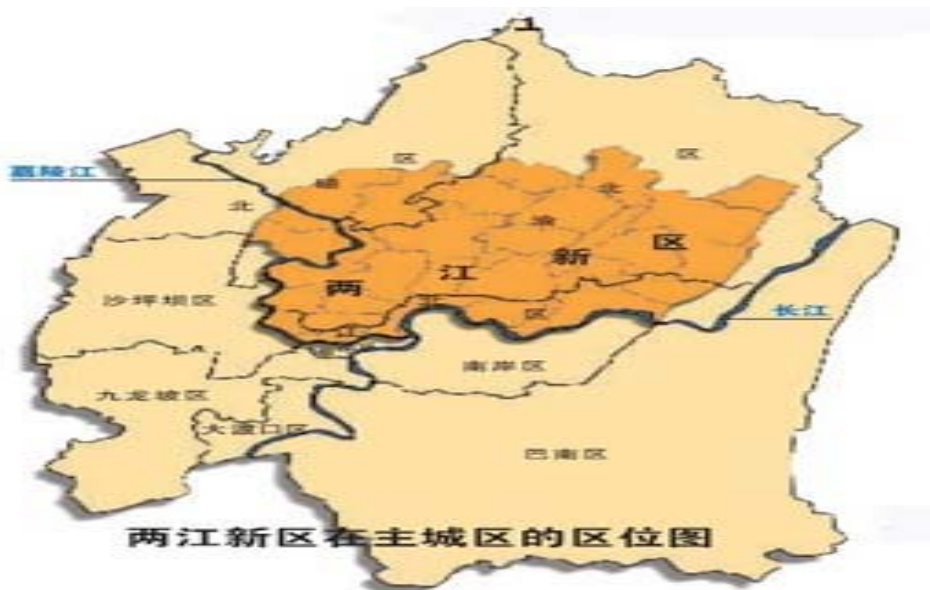
[2] 由于没有确切的数据，本数据是按统计局《2009 年农民工监测调查报告》中的西部农民工收入平均增长率 8.3%推算得出

资料来源：四川统计局，重庆统计局，宏源证券研究所

（2）政策

《成渝经济区规划》获发改委的审批是“万事俱备只欠东风”中的“东风”，此前已有“两江新区”的设立——这是继上海浦东和天津滨江后的第三个副省级新区。“两江新区”包括江北、渝北和北碚部分区域，实行 5+3 战略性布局，主要定位是装备制造业基地和现代服务业基地，预计未来将发挥更大的作用。

图 7：两江新区区位图



资料来源：宏源证券研究所

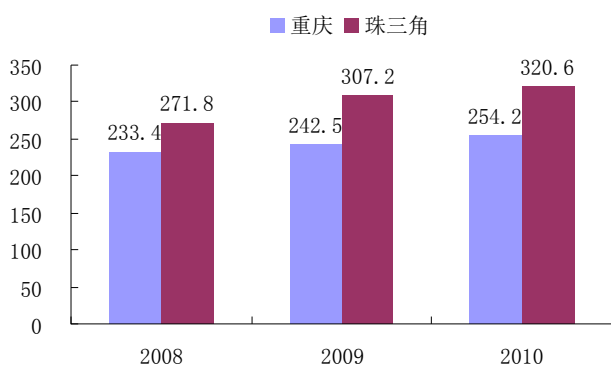
表格 6: 重庆、四川历任领导

职务	任期	姓名	历任	离任去向
重庆市委 书记	1999-2002	贺国强	福建省省长	中央政治局委员、 中央书记处书记、组织部长
	2002-2005	黄镇东	招商局集团董事长	人大内务司法委员会副主任委员
	2005-2006	汪洋	国务院副秘书长	中央政治局委员、广东省委书记
	2007 至今	薄熙来	商务部长	/
重庆市长	1999-2002	包叙定	重庆市委副书记	十届政协常委
	2002-2009	王鸿举	涪陵地委书记	人大环境与资源保护委员会
	2010 至今	黄奇帆	上海市经委主任 重庆市常务副市长	/
四川省委 书记	1999-2002	周永康	国土资源部部长	中央政治局委员、 中央书记处书记、公安部长
	2003-2006	张学忠	西藏自治区副书记	人大内务司法委员会副主任委员
	2007	杜青林	农业部部长	中央统战部部长
	2008 至今	刘奇葆	广西人大主任	/
四川省长	2000-2006	张中伟	四川省副省长	人大农业与农村委员会副主任
	2007 至今	蒋巨峰	温州市委书记 四川省副省长	/

资料来源：宏源证券研究所

(3) 地价

考虑到产业转移对土地的大量需求，因此我们在衡量土地价格时，用重庆国土资源局公布的土地出让结果中面积有 10 万平方米以上的工业用地交易，加总后算出的地价作为参考¹。可以看出，近三年来，重庆地价比珠三角少 20% 左右。

图 8: 重庆与珠三角地价比较


资料来源：广东、重庆国土资源网，宏源证券研究所

2. 产业基础

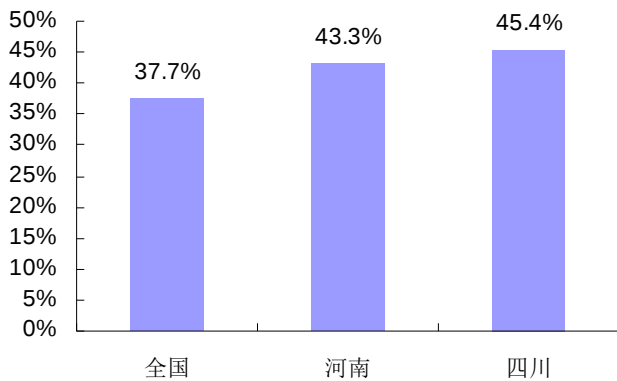
成渝经济区是我国重要的老工业基地和国防科研生产基地，重庆在清末洋务运动时期就开始形成工业雏形；抗日战争时期部分沿海工业又内迁重庆，工业基地开始形成；“一五”和“二五”时期国家在成渝地区布局了一批重点工业项目，工业基地有所发展；60 年代的大三线建设时期，国家在成渝地区布局了电子工业、轻工业、设备制造业、军事

¹ 由于公布的交易均是主城区的交易，考虑到区县的地价比主城区低，我们在此做出了调整，系数为 0.75

科技工业及配套工业和科研院所等，打下了较为完整的工业基础。

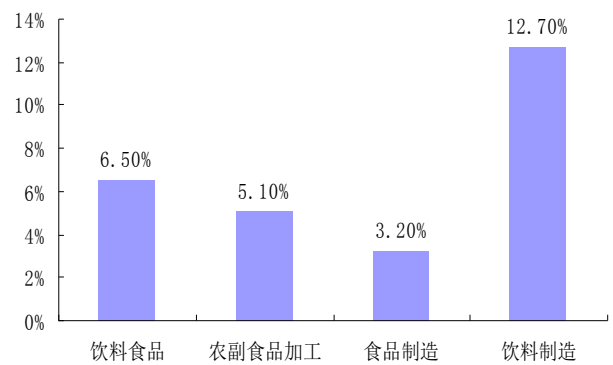
目前，成渝地区的装备制造业、饮料食品业、油气化工业、生物医药业、能源电力业和钒钛钢铁业发展较好，与上海和东北并称国内三大装备制造业基地，四川的酒类有国内无可比拟的优势。

图 9：06-08 年全国河南四川饮料食品总产值年均增速



资料来源：中国工业经济统计年鉴，宏源证券研究所

图 10：08 年四川饮料食品业市场份额对比



资料来源：中国工业经济统计年鉴，宏源证券研究所

表格 7 饮料食品业经济效益对比

地区	总产值利润率	资产利润率	人均产值 (万元)	人均利润 (万元)
全国	6.00%	10.20%	65	3.9
四川	7.40%	12.20%	65.3	4.8

资料来源：中国工业经济统计年鉴，宏源证券研究所

3. 产业布局

目前，成渝经济区有着如下的产业布局。

成都经济圈形成了电子信息产业、发电设备和工程机械装备制造业、生物技术和核技术产业集群；川南经济区形成了能源化工产业、饮料产业和大型锅炉装备制造业集群；川东北和渝东北形成了天然气化工产业、医药产业和轻纺食品产业集群；重庆发达都市圈则形成了汽摩产业、医药产业、天然气化工产业、装备制造业集群。

图 11：成渝经济区产业布局



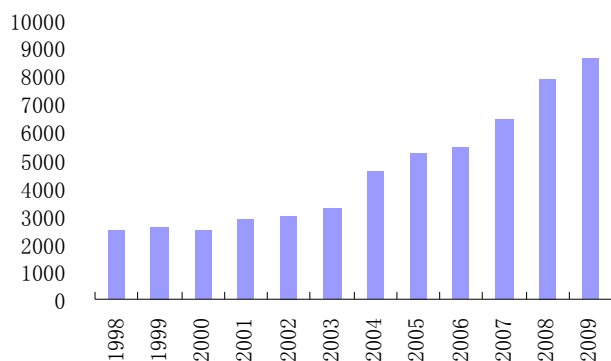
资料来源：宏源证券研究所

4.交通便利和区位优势

(1) 水运

成渝经济区是黄金水道的起点，拥有重庆、泸州和宜宾三个水运港口，其中重庆的水运优势在西部罕有匹敌。重庆拥有我国第一个内陆保税港区和第一个“水港+空港”双功能的保税港区，拥有一级航道、5000 吨级深水码头和水运一类口岸（意味着 5000 吨级单船和万吨级船队可从下游直达重庆），09 年港口货物通过能力为 1.15 亿吨，集装箱通过能力为 171 万标箱。由于重庆，成渝经济区成为西部地区最终重要的枢纽港，长江上游地区外贸物资的主要通道——周边省市中转量占重庆港货物吞吐量的 35%（数据来源：重庆政府网），我们预计这个数字将会随着成渝经济区的兴起而进一步增加。

图 12：重庆港口吞吐量



资料来源：重庆统计局，宏源证券研究所

(2) 铁路

随着宜万铁路的通车，成渝经济区与长三角的联系更加紧密，出行至上海的时间将缩短至 9 小时。成都是我国重要的铁路运输枢纽和六大铁路客运枢纽之一，成都北编组站是西南地区最大的铁路编组站。往南，成渝经济区通过成昆线与云南连接，进而进入东南亚腹地；往北，宝成线将成渝经济区与陇海兰新线连接，直通华北、东北各地；往东，通过渝怀铁路、宜万铁路、渝黔铁路到达长三角和珠三角。另外，成渝经济区内部交通便利，遂渝高速、成渝城际列车、成安渝高速、成渝高铁在内的已建成和规划在建铁路、高速公路近 10 条。按照规划，未来成渝之间将有 9 条通道连接。

表格 8: 成渝经济区交通情况概览

交通类型	具体项目
铁路	宝成、成昆、成渝、成达、襄渝、渝黔、内昆、达万、渝怀、遂渝、宜万
高速公路	成渝、成广（元）、成南、成雅、成乐、内宜、内泸、广（安）渝、达渝、成灌、渝万、渝培、渝黔（雷神店）
内河航道	重庆（包括九龙坡、寸滩、朝天门、长寿、涪陵、万洲）、泸州、宜宾三大水运港口
机场	除成都、重庆两大枢纽机场之外，近年先后建成了绵阳、广元、南充、达州、宜宾、泸州、西昌、攀枝花、九寨沟、五桥、舟白等 11 个支线机场。

资料来源：宏源证券研究所

（3）航空

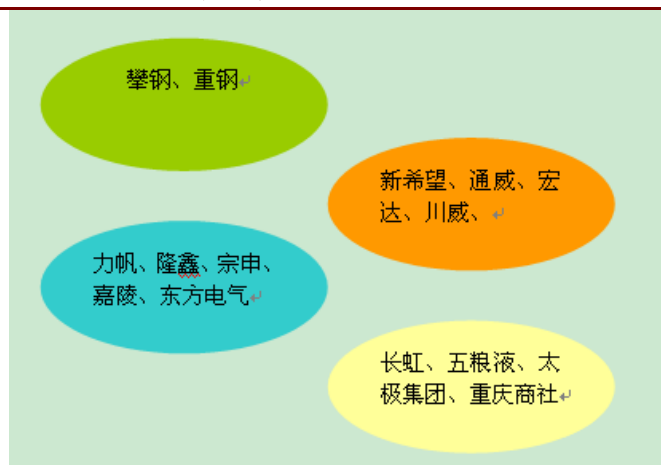
目前，成渝经济区拥有中国大陆排名第六的成都双流国际机场，此外在 2011 年，重庆江北机场将陆续开建第三和第四跑道，并将投资 200 亿元人民币用于建设总面积达 50 万平方米的新航站楼。届时，重庆机场将成为内陆最大的机场，与北京、上海、广州机场并列为中国四大枢纽门户机场。

5. 城镇密集

成渝经济区的区域内有 2 个特大城市、6 个大城市、众多中小城市和小城镇，城市密度达到每万平方公里 1.76 座，高于西部 0.24 座和全国 0.7 座的平均水平，是西部密度最高的城镇密集区，这意味着商业有着良好的发展根基，部分程度上可以解释重庆商社成为重庆的龙头企业。

6. 龙头企业

图 13: 成渝经济区部分龙头企业



资料来源：宏源证券研究所

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	张璐 010-88085978 13801356800 zhangjun3@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaozen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782234 wangjunwei@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com
	孙利群 010-88085096 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085511 zhaojia@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。