

2016-4-27

公司报告(点评报告)

 评级 **买入** **维持**

分析师 王鹤涛

 (8621)68751760

 wanght1@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490512070002

联系人 肖勇

 (8621)68751760

 xiaoyong3@cjsc.com.cn

市场表现对比图(近12个月)



资料来源: Wind

相关研究

《业绩低迷,期待转型升级》2016-4-18

《需求低迷致亏损较大,期待非钢转型》2016-2-1

 《3季度业绩转亏,期待品种优化与多元化转型》  
 2015-10-30

## 首钢股份(000959)

# 1季度环比减亏,期待转型升级

### 报告要点

#### ■ 事件描述

公司发布2015年年报,报告期内公司实现营业收入178.43亿元,同比下降25.61%;营业成本176.07亿元,同比下降20.88%;实现归属于母公司净利润-11.37亿元,去年同期盈利0.63亿元;2015年实现EPS为-0.21元,2014年EPS为0.01元。

4季度公司营业收入40.36亿元,同比下降26.59%;营业成本41.59亿元,同比下降16.22%;实现归属于母公司所有者净利润-5.69亿元,去年同期为0.52亿元;4季度实现EPS-0.11元。1季度公司实现营业收入34.34亿元,同比下降33.15%;营业成本33.67亿元,同比下降32.83%;实现归属于母公司股东净利润-4.82亿元,去年同期-3.17亿元;1季度实现EPS-0.09元。

#### ■ 事件评论

**板材产品需求疲弱,全年业绩大幅转亏:**公司全年业绩由盈转亏主要归因于终端需求制造业疲弱,2015年全国制造业工业增加值同比增速仅6%,为近三年最低水平,板材产品下游汽车、家电、机械等领域景气均遭遇不同程度的下滑,由此导致公司产品销量价格疲弱:1)公司主要销售地北京地区全年热轧均价同比下跌31.42%,冷轧均价同比下跌25.81%。

同时,虽然公司高端产品取向硅钢产能位列全国第三位并持续放量增长,2015年取向硅钢产品产量15万吨,同比增长82.93%,无取向硅钢产量117万吨,同比增长1.39%。不过,由于无取向硅钢主要下游汽车、家电2015年产销低迷、取向硅钢下游变电器等需求好转也并未太超预期叠加供给端释放,因此,取向及无取向硅钢价格2015年同样跌幅较大,制约了公司盈利。此外,资产减值损失也进一步放大公司2015年年度亏损额。

**4季度业绩下滑,钢价回暖带动1季度业绩环比改善:**受制于钢价低位徘徊叠加资产减值损失扩大,公司4季度业绩环比降幅较大。1季度行情好转带动公司业绩环比亏损幅度略有收窄,但钢价同比仍有较大幅度下跌,进而导致公司1季度业绩同比亏损扩大,其中资产减值损失同比增加1.94亿元。

**大集团,小公司,博弈资产证券化:**首钢集团在钢铁主业以及房地产、自动化等非钢领域实现多元化布局,集团资产证券化率仅约25.11%且处于行业低位,根据之前重组承诺,不排除集团资产通过注入境内唯一上市平台首钢股份而实现整体上市,其中非钢资产有望带动公司转型升级。

预计公司2016、2017年EPS分别为0.02元和0.02元,维持“买入”评级。

## 2015 年报主要信息

2015 年公司主要产品产量完成情况: (1)迁钢公司: 铁产量 744 万吨, 同比下降 0.43%; 钢产量 734 万吨, 同比下降 1.08%; 钢材产量 682 万吨(含供冷轧公司 177 万吨), 同比增长 1.95%。(2)冷轧公司: 冷轧板材产量 169 万吨, 同比下降 10%。

2016 年公司经营计划:

- 迁钢公司:铁 703 万吨, 同比下降 5.51%; 钢 686 万吨, 同比下降 6.54%; 热卷生产量 662 万吨, 同比下降 7.02%; 开平板 7 万吨, 同比下降 33.33%; 酸洗卷 40 万吨, 同比增长 3.36%; 冷轧硅钢 135 万吨, 同比增长 1.5%。
- 冷轧公司: 板材产量 156 万吨, 同比下降 8.5%。其中: 冷硬板 5 万吨, 同比下降 38.27%; 连退板 74 万吨, 同比下降 15.72%; 镀锌板 77 万吨, 同比增长 4.9%。
- 京唐公司铁 900 万吨, 同比增长 0.22%; 钢 873 万吨, 同比增长 0.46%; 热卷生产量 853 万吨, 同比增长 0.12%; 开平板 12 万吨, 同比增长 9.09%; 冷轧 527 万吨, 同比下降 3.66%。

## 板材产品需求疲弱, 全年业绩大幅转亏

公司发布 2015 年年报, 报告期内公司实现营业收入 178.43 亿元, 同比下降 25.61%; 营业成本 176.07 亿元, 同比下降 20.88%; 实现归属于母公司净利润-11.37 亿元, 去年同期盈利 0.63 亿元; 2015 年实现 EPS 为-0.21 元, 2014 年 EPS 为 0.01 元。

公司全年业绩由盈转亏主要归因于终端需求制造业疲弱, 2015 年全国制造业工业增加值同比增速仅 6%, 为近三年最低水平, 板材产品下游汽车、家电、机械等领域景气均遭遇不同程度的下滑, 由此导致公司产品销量价格疲弱: 1) 公司主要销售地北京地区全年热轧均价同比下跌 31.42%, 冷轧均价同比下跌 25.81%。

同时, 虽然公司高端产品取向硅钢产能位列全国第三位并持续放量增长, 2015 年取向硅钢产品产量 15 万吨, 同比增长 82.93%, 无取向硅钢产量 117 万吨, 同比增长 1.39%。不过, 由于无取向硅钢主要下游汽车、家电 2015 年产销低迷、取向硅钢下游变电器等需求好转也并未太超预期叠加供给端释放, 因此, 取向及无取向硅钢价格 2015 年同样跌幅较大, 制约了公司盈利。此外, 资产减值损失也进一步放大公司 2015 年年度亏损额。

表 1: 2015 年公司营业收入和毛利率下降, 全年业绩下降

首钢股份	2010	2011	2012	2013	2014	2015
营业收入	279.06	125.16	101.03	262.16	239.85	178.43
--同比		-55.15%	-19.28%		-8.51%	-25.61%
毛利率	3.35%	-0.26%	-1.22%	5.71%	7.22%	1.32%
销售费用	3.82	3.57	2.98	5.20	6.72	6.12
管理费用	3.17	1.53	1.23	5.28	7.02	7.03
财务费用	2.56	1.94	2.04	4.44	4.85	4.67
三项费用	9.55	7.04	6.25	14.91	18.59	17.82
三项费用率	3.42%	5.62%	6.19%	5.69%	7.75%	9.99%
资产减值损失	-0.08	0.24	0.74	1.24	0.55	2.50

投资净收益	3.50	4.82	2.91	2.34	1.00	2.24
营业利润	3.08	-2.90	-5.47	0.84	-1.10	-16.23
利润总额	3.21	-1.67	-5.35	0.95	-0.96	-16.09
所得税	0.88	0.28	0.00	1.09	-0.68	-1.33
归属母公司净利润	3.50	0.12	-3.57	0.99	0.63	-11.37
--同比		-96.57%	-3075.00%		-36.26%	-1904.16%
净利率	1.25%	0.10%	-3.53%	0.38%	0.26%	-6.37%
存货	14.87	15.43	12.14	46.95	41.84	36.03
最新股本	52.89	52.89	52.89	52.89	52.89	52.89
每股收益	0.07	0.00	-0.07	0.02	0.01	-0.21

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究所

表 2: 2015 年热轧和冷轧等主要钢材产品毛利率均有所下滑

	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入比上年 同期增减	营业成本比上年 同期增减	毛利率比上年同 期增减
分行业						
冶金	172.01	169.42	1.50%	-25.70%	-21.04%	-5.82%
煤炭	0.34	0.33	3.00%	-62.27%	-58.11%	-9.63%
分产品						
钢坯	0.20	0.16	20.50%	-28.90%	-35.18%	7.71%
热轧	77.61	72.24	6.92%	-28.19%	-26.09%	-2.64%
冷轧	91.98	94.23	-2.45%	-23.72%	-17.32%	-7.92%
其他钢铁产品	1.04	1.93	-86.00%	-19.48%	17.17%	-58.19%
气体产品	1.18	0.86	26.88%	-8.48%	-9.24%	0.62%
煤炭	0.34	0.33	3.00%	-62.27%	-58.11%	-9.63%

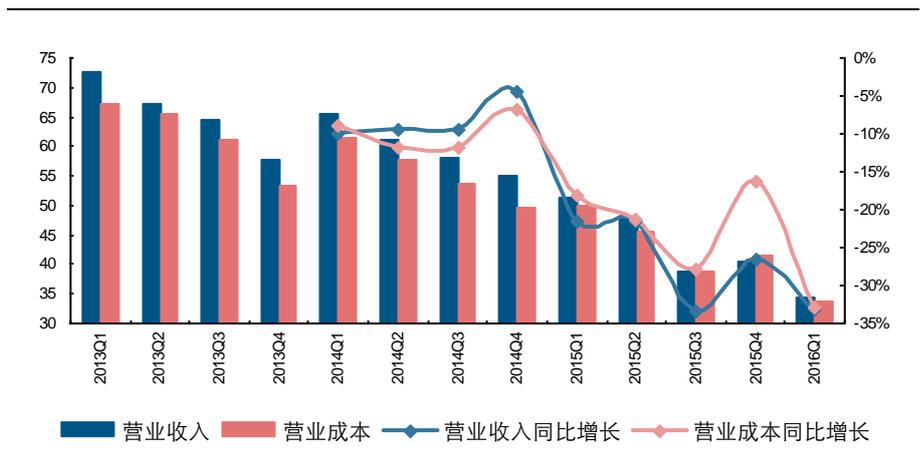
资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究所

## 4 季度和 1 季度收入同比下降

4 季度公司实现营业收入 40.36 亿元, 同比下降 26.59%; 实现营业成本 41.59 亿元, 同比下降 16.22%; 实现归属于母公司所有者净利润-5.69 亿元, 去年同期为 0.52 亿元; 4 季度实现 EPS 为-0.11 元, 3 季度 EPS 为-0.07 元。

2016 年 1 季度公司实现营业收入 34.34 亿元, 同比下降 33.15%; 营业成本 33.67 亿元, 同比下降 32.83%; 实现归属于母公司股东净利润-4.82 亿元, 去年同期-3.17 亿元; 1 季度实现 EPS 为-0.09 元。

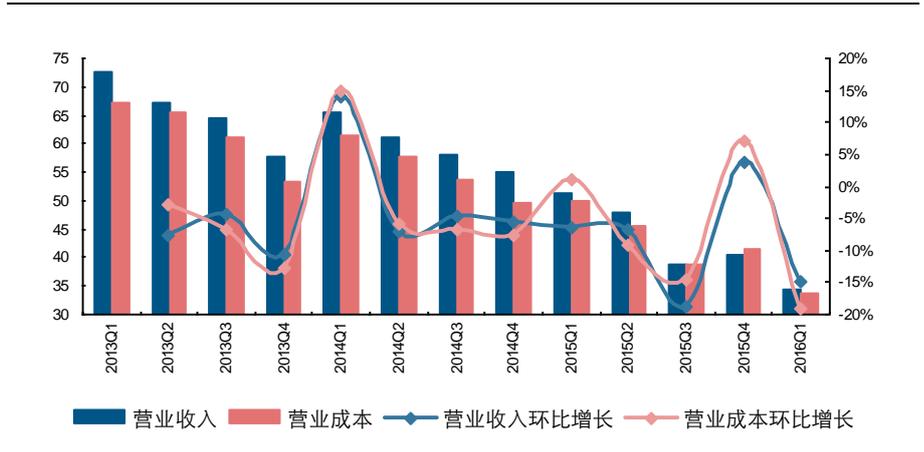
图 1: 4 季度和 1 季度营业收入与营业成本同比均下降



资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究所

环比来看, 4 季度营业收入环比上升 3.90%, 营业成本环比上升 6.96%。1 季度营业收入环比下降 14.92%, 营业成本环比下降 19.04%。

图 2: 4 季度营业收入与营业成本环比有所上升, 1 季度情况相反



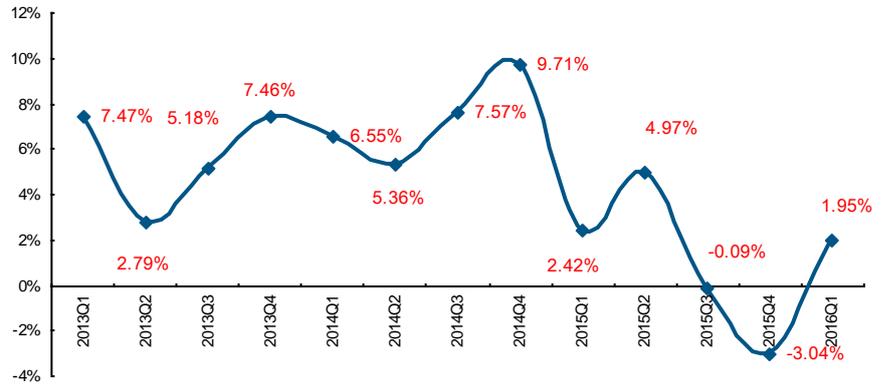
资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究所

## 需求低迷致 4 季度业绩下滑, 钢价回暖带动 1 季度业绩环比改善

4 季度综合毛利率由 3 季度的-0.09%降至-3.04%, 1 季度升至 1.95%。

受制于钢价低位徘徊叠加资产减值损失扩大, 公司 4 季度业绩同环比降幅较大。1 季度行情好转带动公司业绩环比亏损幅度略有收窄, 但钢价同比仍有较大幅度下跌, 进而导致公司 1 季度业绩同比亏损扩大, 其中资产减值损失同比增加 1.94 亿元。

图 3: 公司 4 季度毛利率环比下滑, 1 季度有所回升



资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究所

表 3: 4 季度盈利环比下降源于营业收入和毛利率下滑, 1 季度业绩环比有所改善

利润简表	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1
营业收入	65.61	61.02	58.25	54.98	51.37	47.85	38.85	40.36	34.34
--同比	-9.88%	-9.36%	-9.58%	-4.58%	-21.70%	-21.58%	-33.31%	-26.59%	-33.15%
--环比	13.87%	-7.00%	-4.54%	-5.61%	-6.56%	-6.86%	-18.81%	3.90%	-14.92%
毛利率	6.55%	5.36%	7.57%	9.71%	2.42%	4.97%	-0.09%	-3.04%	1.95%
销售费用	1.37	1.68	1.67	2.00	1.79	1.49	1.41	1.43	1.28
管理费用	1.43	1.71	1.75	2.13	1.52	1.67	1.74	2.10	1.50
财务费用	1.12	1.26	1.03	1.44	1.38	0.75	0.99	1.55	1.57
三项费用	3.92	4.65	4.45	5.57	4.69	3.91	4.14	5.07	4.35
三项费用率	5.97%	7.62%	7.64%	10.13%	9.13%	8.18%	10.67%	12.57%	12.67%
资产减值损失	0.19	0.11	0.00	0.25	0.00	1.33	-0.03	1.20	1.94
投资收益	-0.11	1.19	0.14	-0.22	-0.16	2.80	-0.48	0.07	0.02
营业利润	0.05	-0.44	-0.02	-0.69	-3.77	-0.22	-4.66	-7.58	-5.79
营业外收入	0.04	0.03	0.05	0.04	0.03	0.04	0.04	0.04	0.41
利润总额	0.09	-0.43	0.03	-0.65	-3.74	-0.18	-4.62	-7.54	-5.40
所得税费用	0.20	-0.19	0.27	-0.95	-0.01	-0.28	0.01	-1.04	0.01
归属于母公司净利润	0.05	0.05	0.01	0.52	-3.17	0.94	-3.44	-5.69	-4.82
净利率	0.08%	0.08%	0.02%	0.95%	-6.16%	1.96%	-8.86%	-14.11%	-14.05%
存货	42.21	41.57	41.74	41.84	43.73	42.13	42.49	36.03	34.40
最新股本	52.89	52.89	52.89	52.89	52.89	52.89	52.89	52.89	52.89
每股收益	0.00	0.00	0.00	0.01	-0.06	0.02	-0.07	-0.11	-0.09

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究所

## 4 季度费用下降, 现金流改善; 1 季度现金流恶化

从全年来看, 2015 年公司销售费用和财务费用均有所下降, 管理费用基本持平。

表 4: 2015 年公司销售费用和财务费用均有所下降, 管理费用基本持平

	2015年	2014年	同比增减
--	-------	-------	------

销售费用	6.12	6.72	-8.96%
管理费用	7.03	7.02	0.28%
财务费用	4.67	4.85	-3.87%

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究所

季度方面, 4 季度公司管理费用率和财务费用率有所上升, 1 季度销售费用率和财务费用率有所上升。

表 5: 4 季度公司管理费用率和财务费用率有所上升, 1 季度销售费用率和财务费用率有所上升

季度费用统计	销售费用率		管理费用率		财务费用率		期间费用率	
	首钢股份	行业均值	首钢股份	行业均值	首钢股份	行业均值	首钢股份	行业均值
2014Q1	2.09%	1.39%	2.18%	2.77%	1.71%	2.16%	5.97%	6.32%
2014Q2	2.75%	1.40%	2.80%	2.83%	2.06%	2.02%	7.62%	6.25%
2014Q3	2.87%	1.43%	3.00%	2.91%	1.77%	1.98%	7.64%	6.32%
2014Q4	3.64%	1.82%	3.87%	3.40%	2.62%	2.87%	10.13%	8.09%
2015Q1	3.49%	1.79%	2.96%	3.41%	2.68%	2.47%	9.13%	7.67%
2015Q2	3.12%	1.79%	3.50%	3.52%	1.56%	2.36%	8.18%	7.67%
2015Q3	3.62%	1.86%	4.49%	3.59%	2.56%	3.01%	10.67%	8.46%
2015Q4	3.53%	1.94%	5.19%	3.64%	3.84%	2.57%	12.57%	8.15%
2016Q1	3.72%	2.19%	4.37%	4.54%	4.58%	1.81%	12.67%	8.54%

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究所

存货方面, 4 季度末公司存货为 36.03 亿元, 环比 3 季度末的 42.49 亿元大幅下降。1 季度末存货 34.40 亿元, 环比略有下降。

图 4: 4 季度和 1 季度公司存货均环比下降



资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究所

分品种存货来看, 相对年初, 除库存商品上升外, 公司原材料和周转材料存货有所下降。

表 6: 除库存商品上升外, 公司原材料和周转材料存货有所下降

项目	期末余额			期初余额		
	账面余额	跌价准备	账面价值	账面余额	跌价准备	账面价值
原材料	12.46		12.46	15.71		15.71

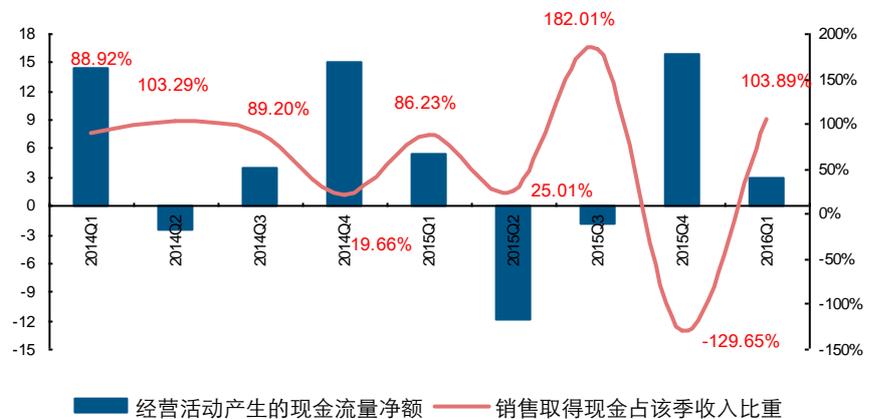
库存商品	13.62	1.02	12.60	11.04	0.36	10.68
周转材料	11.26	0.29	10.97	15.69	0.24	15.45
合计	37.34	1.31	36.03	42.44	0.60	41.84

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究所

2015 年公司实现经营现金流净额 7.52 亿元, 同比下降 75.80%。2015 年公司经营活动产生的现金净流量与本年度净利润相比存在重大差异。主要原因是经营性应收项目减少、应付项目增加、期末存货下降。

4 季度公司经营活动产生的现金流量净额为 15.82 亿元, 环比 3 季度-1.82 亿元有所下降, 1 季度公司现金流环比恶化, 经营活动现金流量净额为 2.96 亿元。

图 5: 4 季度公司经营活动产生的现金流量净额环比有所改善, 1 季度现金流有所恶化



资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究所

## 维持“买入”评级

预计公司 2016、2017 年 EPS 分别为 0.02 元和 0.02 元, 维持“买入”评级。

### 风险提示:

市场存在系统性风险。

**主要财务指标**

	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	17843	19984	20584	20584
增长率(%)	-25.6%	12%	3%	0%
归属母公司所有者净利润(百万元)	-1136.6	105.8	119.6	134.3
增长率(%)	-1914.4%	109%	13%	12%
每股收益(元)	-0.215	0.020	0.023	0.025
净资产收益率(%)	-4.9%	0.5%	0.5%	0.6%
每股经营现金流(元)	0.14			

**财务报表及指标预测**

利润表(百万元)					资产负债表(百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	<b>17843</b>	<b>19984</b>	<b>20584</b>	<b>20584</b>	货币资金	455	600	618	618
营业成本	17607	17586	18114	18176	交易性金融资产	0	0	0	0
<b>毛利</b>	<b>236</b>	<b>2398</b>	<b>2470</b>	<b>2408</b>	应收账款	422	473	487	487
%营业收入	1.3%	12.0%	12.0%	11.7%	存货	3603	3598	3706	3718
营业税金及附加	51	57	59	59	预付账款	139	139	143	143
%营业收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	其他流动资产	16	18	18	18
销售费用	612	685	706	706	<b>流动资产合计</b>	<b>4719</b>	<b>4921</b>	<b>5068</b>	<b>5081</b>
%营业收入	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%	可供出售金融资产	7427	7427	7427	7427
管理费用	703	788	811	811	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%	长期股权投资	630	630	630	630
财务费用	467	682	672	583	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	2.6%	3.4%	3.3%	2.8%	固定资产合计	47051	46853	45373	43770
资产减值损失	250	0	0	0	无形资产	1556	1478	1404	1334
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	224	0	0	0	递延所得税资产	294	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>-1623</b>	<b>186</b>	<b>222</b>	<b>249</b>	其他非流动资产	4862	4862	4862	4862
%营业收入	-9.1%	0.9%	1.1%	1.2%	<b>资产总计</b>	<b>66538</b>	<b>66170</b>	<b>64764</b>	<b>63104</b>
营业外收支	14	10	0	0	短期贷款	10449	12114	10038	8159
<b>利润总额</b>	<b>-1609</b>	<b>196</b>	<b>222</b>	<b>249</b>	应付款项	12787	12767	13150	13195
%营业收入	-9.0%	1.0%	1.1%	1.2%	预收账款	852	954	983	983
所得税费用	-133	49	55	62	应付职工薪酬	54	54	55	55
净利润	-1476	147	166	187	应交税费	55	-71	-76	-81
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>-1136.6</b>	<b>105.8</b>	<b>119.6</b>	<b>134.3</b>	其他流动负债	3753	3779	3892	3904
少数股东损益	-340	41	47	53	<b>流动负债合计</b>	<b>27950</b>	<b>29597</b>	<b>28043</b>	<b>26216</b>
<b>EPS(元/股)</b>	<b>-0.21</b>	<b>0.02</b>	<b>0.02</b>	<b>0.03</b>	长期借款	3200	3200	3200	3200
					应付债券	0	0	0	0
					递延所得税负债	2147	0	0	0
<b>现金流量表(百万元)</b>					其他非流动负债	10254	10254	10254	10254
	2015A	2016E	2017E	2018E	<b>负债合计</b>	<b>43550</b>	<b>43050</b>	<b>41496</b>	<b>39669</b>
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>752</b>	<b>1378</b>	<b>3989</b>	<b>3689</b>	归属于母公司	23306	23396	23498	23612
取得投资收益	312	0	0	0	少数股东权益	-318	-277	-230	-177
长期股权投资	-5500	0	0	0	<b>股东权益</b>	<b>22988</b>	<b>23120</b>	<b>23268</b>	<b>23435</b>
无形资产投资	0	0	0	0	<b>负债及股东权益</b>	<b>66538</b>	<b>66170</b>	<b>64764</b>	<b>63104</b>
固定资产投资	-1669	-2200	-1206	-1206					
其他	305	0	0	0	<b>基本指标</b>				
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-6864</b>	<b>-2200</b>	<b>-1206</b>	<b>-1206</b>		2015A	2016E	2017E	2018E
债券融资	3000	0	0	0	EPS	-0.215	0.020	0.023	0.025
股权融资	0	0	0	0	BVPS	4.41	4.42	4.44	4.46
银行贷款增加(减少)	3938	1664	-2075	-1880	PE	-20.48	220.00	194.63	173.33
筹资成本	911	-698	-690	-603	PEG	0.14	-1.48	-1.31	-1.16
其他	-1830	0	0	0	PB	1.00	0.99	0.99	0.99
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>6019</b>	<b>966</b>	<b>-2765</b>	<b>-2483</b>	EV/EBITDA	33.65	11.36	9.83	9.16
<b>现金净流量</b>	<b>-93</b>	<b>145</b>	<b>18</b>	<b>0</b>	ROE	-4.9%	0.5%	0.5%	0.6%

## 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：
看好：	相对表现优于市场
中性：	相对表现与市场持平
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：
买入：	相对大盘涨幅大于 10%
增持：	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中性：	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减持：	相对大盘涨幅小于-5%
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。

## 联系我们

### 上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼 (200122)  
电话：021-68751100 传真：021-68751151

### 武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 9 楼 (430015)  
传真：027-65799501

### 北京

西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室 (100032)  
传真：021-68751791

### 深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼 (518000)  
传真：0755-82750808, 0755-82724740

## 重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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，不包含作者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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。