

2014-12-1

公司报告(点评报告)

 评级 **推荐** **维持**

分析师: 刘元瑞

✉ liuyr@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490514080003

分析师: 王鹤涛

✉ wanght1@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490512070002

分析师: 陈文敏

✉ chenwm@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490514080002

联系人: 肖勇

✉ xiaoyong3@cjsc.com.cn

☎ (8621)68751760

相关研究

《降息有助于中期需求企稳, 继续关注变革与主题个股》2014-11-24

《降息有利需求企稳与期货反弹, 关注龙头、长材与题材个股》2014-11-24

《需求疲弱、供给恢复, 钢价承压继续关注油气、主题及国改个股》2014-11-17

《限产影响扩大、“钢强矿弱”格局强化, 继续关注细分油气与小市值变革个股》2014-11-10

行业数据	本周	一周变动
钢材价格		
Mysteel 综合	109.85	-0.08%
Mysteel 长材	119.4	-0.42%
Mysteel 扁平	100.72	0.31%
螺纹钢期货	2,548.00	4.08%
期现价差	-352	120
国际钢价 CRU	154.3	-0.84%
铁矿石价格		
综 合	81.2	-2.52%
进口矿	70.9	-2.21%
国产矿	95.9	-1.94%
普氏指数	71.25	2.15%
矿石主力期货	485	1.89%
社会库存(万吨)		
总量	970.07	-1.44%
长材	478.86	-1.34%
板材	491.21	-1.55%
矿石港口库存	10,689.00	-116

欧浦钢网(002711)

布局家具电商扩张在线交易规模, 积极延伸供应链服务领域

报告要点

■ 事件描述

欧浦钢网持续跟踪报告。

■ 事件评论

“实体+电商”打造钢铁第三方流通先锋: 欧浦钢网是国内第三方钢铁物流行业的领先型企业。自设立以来, 公司不断丰富第三方钢铁物流业务, 服务内容从简单的单项仓储业务, 发展到“仓储+加工”有机结合的“一站式”实体物流模式, 继而以欧浦钢网为依托, 形成“一站式”实体物流和电子商务相结合的全方位综合钢铁物流服务模式。在此基础上, 公司为客户提供综合物流服务, 实现物流外包和供应链管理。

进军家具电商领域, O2O 电商模式版图扩大: 11 月 18 日, 公司与全资子公司深圳市前海弘博供应链物流有限公司共同投资欧浦家具电子商务平台项目, 总投资金额为 9000 万元。欧浦家具电子商务平台项目建设内容包括 B2C 在线购物商城及 O2O 线上线下体验系统。项目建设紧紧围绕行业市场实际需求, 以网上交易与采购平台(欧浦家具网上商城)建设为核心, 以欧浦家具微商城、移动 APP 系统、金融质押平台、供应链金融服务平台、物流配送调度服务平台、第三方支付平台、私人订制平台、大数据服务平台和专业导购平台等建设为配套, 为消费者提供全方位、一站式的网上交易和管理服务。

由于外部环境恶化, 大批家具出口企业转向内销以及房地产市场景气度下降, 国内家具市场近年来增速明显下滑, 竞争异常激烈。家具行业主要运营模式为特许加盟模式, 渠道利益分成, 因而渠道成为构成家具终端价格的主要成本。

家具消费者在消费过程中过重依赖消费体验效果, 同时家具商品的物流及售后服务又过度依赖于实体店, 致使家具商品的网络营销一直无法与其他行业一样火热发展。而随着家具行业对新的电子商务营销模式的不断探索, O2O 模式脱颖而出。在商品展示、信息反馈、节省销售费用、实体家具体验等当面, O2O 模式对于家具电商来说都极具优势。凭借钢贸电商平台的成功经验、大宗商品仓储物流资源以及乐从当地家具市场的优势, 公司在线上线下两方面均能较好应对目前家具电商的发展弊端。

公司未来主要依托物流优势, 发展钢贸与家具两大电商平台, 打造智能物流供应链生态体系, 并最终通过供应链金融的模式实现盈利。

预计公司 2014、2015 年 EPS 分别为 0.76 元和 0.85 元, 维持“推荐”评级。

“实体+电商” 打造钢铁第三方流通先锋

欧浦钢网是国内第三方钢铁物流行业的领先型企业。自设立以来，公司不断丰富第三方钢铁物流业务，服务内容从简单的单项仓储业务，发展到“仓储+加工”有机结合的“一站式”实体物流模式，继而以欧浦钢网为依托，形成“一站式”实体物流和电子商务相结合的全方位综合钢铁物流服务模式。在此基础上，公司为客户提供综合物流服务，实现物流外包和供应链管理。

作为乐从镇（广东乃至华南地区主要的钢铁交易集散地）最大的第三方钢铁物流企业，公司仓储占地面积约 350 亩、仓储能力达 150 万吨；加工中心拥有 30 条平直、分条加工生产线，年设计加工能力达 200 万吨。公司仓储能力、加工能力处于全国领先地位，2012 年度，仓储业务进仓量和出仓量分别为 322.80 万吨和 343.40 万吨，加工中心共加工各类钢材 225.37 万吨，龙头地位优势明显。中国五矿钢铁集团、中钢集团、中铁集团、浙江金属、浙江物产等众多国内著名大型钢铁生产企业及贸易企业的货物进入本公司仓库储存和交易，为美的集团等大型钢材用户供货的产品，其初加工也在本公司进行。

2014 年上半年，公司分别在深圳和上海成立全资子公司，开展钢铁物流业务。目前，公司已在全国最重要的两个市场——珠三角和长三角地区建立了钢铁物流服务基地。

公司成立之初就在充分吸取国外先进经验的基础上，将自身定位为第三方钢铁物流公司。与传统的钢贸商不同，简单倒卖钢材不在公司业务范围之内。公司专注于提供仓储、加工、配送等物流增值服务，并通过业务创新提供金融质押、综合物流服务和电子商务等增值服务。

表 1：欧浦钢网成立之初就将物流、加工、仓储作为基础

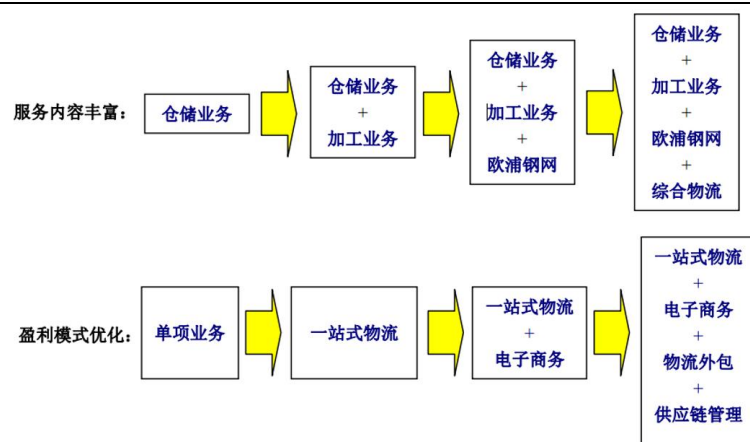
业务分类	具体业务介绍
综合物流服务	利用信息优势和规模优势，根据客户委托为其提供从基材采购到仓储、加工、运输、金融质押监管、转货、电子商务等一系列结构化增值服务。综合物流服务的收入来自基材成本、加工费及综合服务费。该业务立足于钢铁物流服务外包和供应链管理的专业化、社会化和集成化，是第三方钢铁物流企业核心竞争力的综合体现。
剪切加工服务	公司加工中心配备了30条分条机组及平板飞剪机组、横切飞剪机组，以及10多台翻板机、包装机等配套设备，年加工能力达200万吨，居国内同行业企业前列。公司根据客户要求对冷板、热板进行平直加工或分条加工，按加工对象的种类、规格和数量进行收费。
大型仓储服务	基本仓储业务
	金融质押监管
	转货业务
	运输业务
	商务配套
	公司提供大型仓库供客户存储钢材并负责保管，根据客户钢材进仓存储时间的长短和出仓货物数量分别收取仓租费和吊机费，此外，公司根据客户钢材过磅数量收取地磅费。 客户只需将钢材存放到公司仓库，即可凭仓单向银行申请贷款，大大提高了中小企业的融资能力和资金利用效率，公司根据监管货物的数量和时间收取监管费。 公司客户将其物资转移给其他客户时，公司在仓储信息系统中为客户双方办理物资权属转移确认手续（货物在仓库里的实际位置未发生变动），客户之间的货物所有权的转移可以通过线下的商务关系进行，也可以通过线上欧浦钢网进行。公司根据转移货物数量收取费用，但若转货后即加工，则免收转货费。 在金融质押监管业务中，公司根据客户的要求将其货物转运至公司仓库，公司根据货物数量及运输距离收取运输费。 公司为客户提供办公场所租赁、宿舍租赁和广告牌租赁业务，并收取相应的费用。商务配套业务提高了客户经营的便利性，有利于客户之间业务往来，同时增强客户“粘性”。

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

公司是国内首家钢铁现货交易网站，拥有钢材超市现货平台和钢铁资讯服务两大平台。在此基础上，公司于在今年2月26日正式推出O2O钢铁销售交易平台——“欧浦商城”，采取“大型仓储中心+专业加工+综合物流+电子商务”的模式诠释现代钢铁物流。

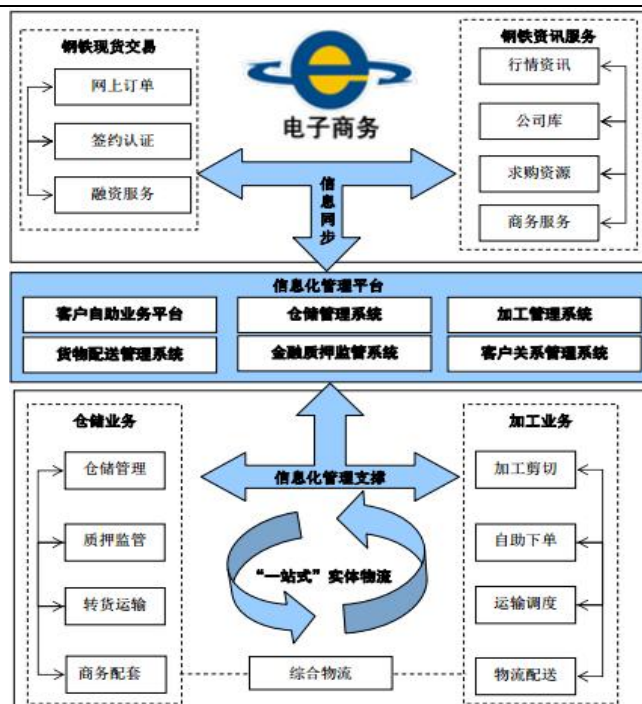
“欧浦商城”是欧浦钢网“钢材超市”的升级版，钢需企业成为欧浦钢网的认证会员后，可以在“欧浦商城”内购买所需品种货物，由欧浦钢网收取货款及服务费后完成现货交收。目前“欧浦商城”上架了热卷、冷卷、花纹热卷共3个分类合48个不同规格的钢材，价格均低于同期市场价格。凭借厂价直销、钢厂货源质量保证以及公司提供统一的售后服务等优势，公司上半年收入中已有75.36%来源于“欧浦商城”。

图 1：欧浦钢网服务内容丰富，涵盖了加工、仓储、配送服务



资料来源：欧浦钢网招股说明书，长江证券研究部

图 2：欧浦钢网有效利用信息化管理平台提升整体服务品质



资料来源：欧浦钢网招股说明书，长江证券研究部

表 2：电商业务升级初见成效，2014 年上半年收入主要来源已转移至欧浦商城

分产品	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	营业收入比上年增减 (%)	营业成本比上年增减 (%)	毛利率比上年增减 (%)
仓储业务	0.55	0.11	80.12%	-0.23%	-7.31%	1.52%
加工业务	0.47	0.14	70.84%	9.55%	-6.33%	4.94%
综合物流业务	0.54	0.50	7.53%	-73.29%	-73.18%	-0.38%
欧浦商城业务	4.77	4.61	3.30%			

资料来源：公司报告，长江证券研究部

进军家具电商领域，O2O 电商模式版图扩大

11 月 18 日，公司与全资子公司深圳市前海弘博供应链物流有限公司共同投资欧浦家具电子商务平台项目，总投资金额为 9000 万元，公司和子公司分别出资 6000 万元和 3000 万元。

欧浦家具电子商务平台项目建设内容包括 B2C 在线购物商城及 O2O 线上线下一体化体验系统。项目建设紧紧围绕行业市场实际需求，以网上交易与采购平台（欧浦家具网上商城）建设为核心，以欧浦家具微商城、移动 APP 系统、金融质押平台、供应链金融服务平台、物流配送调度服务平台、第三方支付平台、私人订制平台、大数据服务平台和专业导购平台等建设为配套，为消费者提供全方位、一站式的网上交易和管理服务。

表 3：欧浦家具电子商务平台项目具体情况

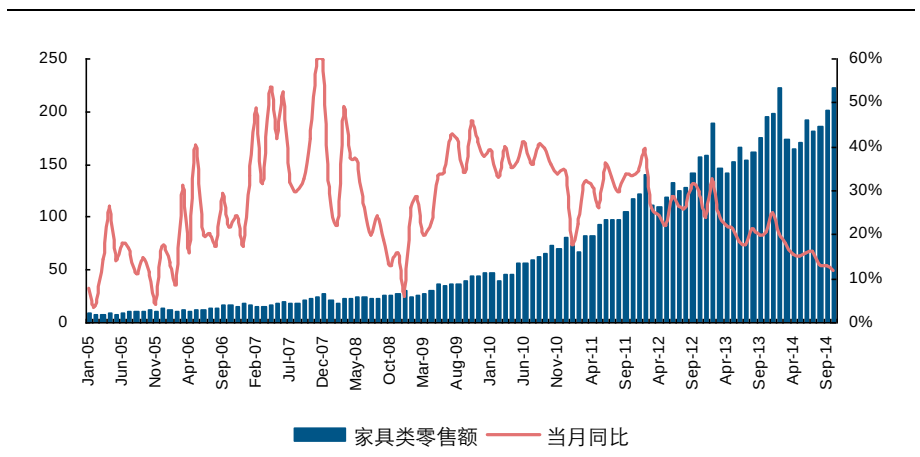
项目名称	欧浦家具电子商务平台项目
项目建设内容	B2C 在线购物商城及 O2O 线上线下一体化体验系统
建设期	三年
总投资额	公司出资 0.6 亿，全资子公司出资 0.3 亿
可行性	随着电子商务的发展，传统行业将逐步向电子商务转型，实现渠道下沉。家具行业发展电子商务是转型升级的必然方向
项目影响	有利于拓展公司销售渠道和服务内容，进一步优化供应链服务体系建设，加速 O2O 的互动和深度融合，为客户提供更全面的金融支持服务，但短期内对公司经营和业绩无重大影响

资料来源：公司公告、长江证券研究部

市场竞争激烈，传统模式推高中间渠道成本

金融危机之后的这几年来，美国经济未能完全恢复，欧洲债务危机四起，叠加人民币升值的不利影响，数量众多的中国家具出口企业遭遇亏损，纷纷将目光瞄准国内市场，出口转内销，争夺国内家具市场。另一方面，国内地产市场 11 年和今年的两次下滑及相关限购政策使得房地产下游的家具市场接近饱和。因此，家具市场近年来增速明显下滑，竞争异常激烈。

图 3：2010 年以后，国内家具零售额增速持续放缓



资料来源：Wind，长江证券研究部

传统家具行业的主要运营模式分为两种。一种是直营模式，生产厂家自行投资经营专卖店，直接将生产出的家具商品销售给消费者，家具行业采用其的并不太多。更为普遍的第二种运营模式，即特许加盟模式。特许加盟模式是一种厂家与地区零售加盟商共同进行销售的一种商业模式，是指厂家根据加盟协议向地区加盟商提供商业经营许可权，并给与人员培训、组织结构、经营管理、商品采购等方面的指导和帮助，由地区加盟商自己选择经营门店，而后经过总公司确认后自行投入资源进行装修后经营，自行配备人员进行店面零售经营、本地品牌推广、广告宣传、本地物流和售后服务，并承担场地租金和管理费。厂家将商品以批发的形式交由加盟商销售，双方各获取产品利润。这种运营模式大大降低了家具厂商铺设销售网点的成本，加大了商品的覆盖面，在当今传统市场竞争异常激烈的环境下更有利于抢占销售份额。

无论是哪一种运营模式，在现在的传统家具行业，销售网点的建设都较依赖连锁家居卖场。近十年来，以红星美凯龙、居然之家为代表的专业家居连锁卖场扩张迅猛，迅速抢占了家居市场销售总额的 70% 以上。专业家居卖场以其贴心的体验氛围、良好的服务策略、高门槛带来的较为优良的商品质量以及专业的广告推广测量带来的品牌冲击等优势迅速赢得了消费者的信任和口碑。然而专业家居卖场的利润则主要来自于商户的高额租金以及销售利润的分成，其商户自然就是厂商的直营店或者地区的特许加盟商。专业卖场的存在使得家具营销中的利益分成又多了很大一部分，一方面带给家具厂商和地区特许加盟商较大的运营压力，另一方面，又间接推高了家具商品的销售价格。

O2O 模式下，家具电商有望实现突破

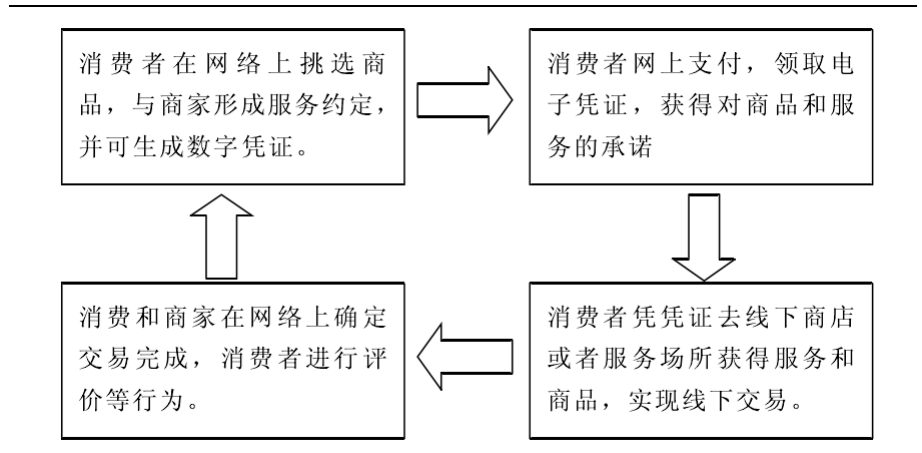
景气度下行背景之下，国内家居行业急需转型突围，找到更适合自己生存的运营模式。而电商的井喷式发展给家具行业的转型提供了一条可靠思路。数据显示，2013 年中国电子商务交易额已超过 10 万亿元。

与此同时，越来越多的消费者在线上查询家具信息和购买产品，网络销售降低销售环节，减少场地租赁、装修等成本，给予消费者价格优惠的众多优势使得部分家具厂家和经销商率先触网，家具电子商务逐渐成为了家具行业发展的新趋势。

然而，家具商品的销售长期依赖于线下的实体店网点。消费者在消费过程中过重依赖消费体验效果，同时家具商品的物流及售后服务又过度依赖于实体店，致使家具商品的网络营销一直无法与其他行业一样火热发展。

随着家具行业对新的电子商务营销模式的不断探索，O2O 模式脱颖而出。O2O 核心就是商家通过网络平台将商家信息、商品信息等展现给消费者,消费者通过线上筛选服务,线下比较、体验后进行消费。

图 4：O2O 模式循环



资料来源：《O2O 模式下的家具行业运营模式研究》，长江证券研究部

具体到家具行业而言其 O2O 模式过程为：家具厂商通过网络平台将企业产品信息传递给消费者,消费者先在网商城上查询和筛选产品或服务信息,建立初步购买意向后在线下家具体验馆进行产品体验,最终实施线上或线下的购买行为。O2O 模式其对于家具企业来说具有以下优势：

- 在网上销售产品，可以突破传统的营销地域限制，获取更广范围的网络消费者，创造更多市场空间；
- 家具企业进行线上直销,可以直面网络终端客户，更快地获取最新的顾客反馈信息，提升客户响应能力，使得企业在市场竞争中掌握先机；
- 网络直销减少中间环节,可以有效节省场地租金、中间商的利润、销售渠道维护的等成本费用，减少库存压力，其网络售价相比传统的销售模式更具竞争力；
- 家具体验馆由于无需承载销售引流的功能，其位置可以设在位置较偏远但交通便利的地方，降低展示场地成本；
- 家具企业通过 O2O 模式的线上销售线下体验的方式可以更方便的为消费者提供个性化定制的服务，更大程度上满足消费者个性化的求美求新需求；
- O2O 模式将线上订单和线下体验相结合，可以对消费行为和营销效果进行直观的统计和追踪评估，有利于企业营销推广方式的持续改进。

线上线下的双重优势化解家具 O2O 弊端

从 2010 年末 O2O 模式起步发展至今，国内家具行业电商已经有过多家公司尝试者与探索者，其中成者寡而败者众。他们失败的原因主要是两类：1) 线上的下不来。集中表现在线上销售的家具商品主要集中在五金、卫浴、板式家具等标准商品上，单价较传统渠道的低得多，家具大部分非标品的销售仍然不畅。天猫试图打通线下通道而建立的爱蜂潮，在第一次失败后再次尝试仍然效果不显著，未能全面推行。由于家具行业销售渠道

和商品的特殊性，线上电商企业要有所发展就必须打通与线下的通道。2) 线下上不去。大部分传统家具企业都在努力发展自己的电商，但迄今为止鲜有见到成功的案例。

我们认为欧浦钢网进军家具行业能充分发挥其线上线下的优势：

- ✓ 线上方面，公司向来便有家具贸易业务，已有网上交易平台“欧浦家具网”具有一定品牌，本次投资将有助于扩大公司家具电商业务规模，扩大品牌影响力。此外，公司在钢贸电商领域积累的平台建设、支付环节等经验都可以在家具电商发展中快速复制，平台的前期经费投入也将有所缩减。
- ✓ 线下方面，公司拥有完备的线下配送服务基础，家具电商环节中相对较难的大宗产品运输、仓储问题将得以有效解决。公司所在地乐从是著名的“中国家具商贸之都”，在中国家具专业领域具有举足轻重的影响力。公司在长年经营过程中，与当地家具行业的供应商和客户均建立了良好的关系，积累了良好的信誉，可最大限度地利用乐从独特的行业资源优势，实现线下体验部分。

投资设立的欧浦家具电子商务平台项目，增加了公司电子商务平台产品的多样性，或能够形成消费品与大宗商品电商的协同效应。

更进一步，在实现交易量与客户资源的积累之后，通过在大宗商品交易中引进金融机构为厂家和客户提供金融贷款，公司的供应链金融服务平台业务或将成为未来的重要赢利模式。

维持“推荐”评级

预计公司 2014、2015 年 EPS 分别为 0.76 元和 0.85 元，维持“**推荐**”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2013A	2014E	2015E	2016E		2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	617	1463	1786	2092	货币资金	425	878	1072	1255
营业成本	432	1239	1517	1780	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	185	224	270	312	应收账款	10	25	30	35
%营业收入	29.9%	15.3%	15.1%	14.9%	存货	23	65	79	93
营业税金及附加	4	9	11	13	预付账款	33	93	114	134
%营业收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	1	3	4	4	流动资产合计	490	1061	1296	1518
%营业收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	31	51	63	73	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	5.0%	3.5%	3.5%	3.5%	长期股权投资	15	15	15	15
财务费用	22	26	42	48	投资性房地产	42	42	42	42
%营业收入	3.6%	1.8%	2.3%	2.3%	固定资产合计	173	464	547	626
资产减值损失	1	0	0	0	无形资产	277	263	250	237
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	1	0	0	0	递延所得税资产	5	0	0	0
营业利润	126	135	150	173	其他非流动资产	17	17	17	17
%营业收入	20.5%	9.2%	8.4%	8.3%	资产总计	1019	1862	2167	2455
营业外收支	11	0	0	0	短期贷款	355	1048	1225	1369
利润总额	137	135	150	173	应付款项	1	2	2	2
%营业收入	22.3%	9.2%	8.4%	8.3%	预收账款	15	36	44	52
所得税费用	20	20	23	26	应付职工薪酬	6	18	22	26
净利润	117	115	128	147	应交税费	6	6	7	8
归属于母公司所有者的净利润	117.1	114.5	127.7	147.2	其他流动负债	11	30	36	42
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	393	1139	1336	1499
EPS (元/股)	0.78	0.76	0.85	0.98	长期借款	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2013A	2014E	2015E	2016E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	109	117	196	230	其他非流动负债	4	4	4	4
取得投资收益	1	0	0	0	负债合计	397	1143	1340	1502
长期股权投资	0	0	0	0	归属于母公司	622	719	828	953
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
固定资产投资	-11	-315	-118	-121	股东权益	622	719	828	953
其他	1	0	0	0	负债及股东权益	1019	1862	2167	2455
投资活动现金流净额	-10	-315	-118	-121	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2013A	2014E	2015E	2016E
股权融资	0	0	0	0	EPS	0.780	0.763	0.852	0.981
银行贷款增加 (减少)	-7	693	177	144	BVPS	5.26	6.09	7.00	8.06
筹资成本	23	-43	-61	-70	PE	60.23	61.58	55.21	47.92
其他	-46	0	0	0	PEG	7.60	7.77	6.97	6.05
筹资活动现金流净额	-30	650	116	74	PB	8.93	7.72	6.71	5.83
现金净流量	69	453	194	183	EV/EBITDA	40.20	36.52	30.04	25.96
					ROE	18.8%	15.9%	15.4%	15.4%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
周志德	主管	(8621) 68751807	13681960999	zhouzd1@cjsc.com.cn
甘 露	副主管	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
杨 忠	华东区总经理	(8621) 68751003	18616605802	yangzhong@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
李敏捷	华北区总经理	(8621) 66290412	18911132188	limj@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130	zhanghui1@cjsc.com.cn

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：		
推 荐：	相对大盘涨幅大于 10%		
谨慎推荐：	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。		



研究部/机构客户部

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 11 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：Z24935000。

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情形范围内，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部，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。