

2013-3-1

公司报告(点评报告)

评级 **推荐** 维持

长海股份 (300196)

**2012 以量补价，2013 期待量价齐升**

分析师：刘元瑞

☎ (8621)68751767

✉ liuyr@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490510120022

联系人：范超

☎ (8621)68751757

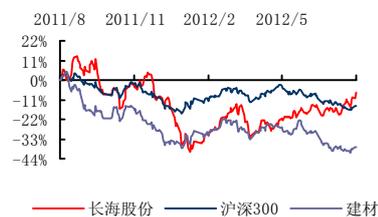
✉ fanchao@cjsc.com.cn

联系人：杨靖凤

☎ (8621)68751636

✉ yangjf@cjsc.com.cn

市场表现对比图 (近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

《新产品放量助力业绩增长》2013/1/30

《产能扩张持续，2013 有望量价齐升》2013/1/21

《产能扩张+市场开拓，助推业绩高增长》  
2012/10/23

## 报告要点

### ■ 事件描述

长海股份发布 2012 年报，主要内容如下：

单位 (万元)	2011	2012	同比
营业收入	44,359	60,199	35.7%
毛利率	29.7%	28.7%	-1.0%
费用率	13.8%	12.3%	-1.5%
归属净利润	5,833	8,884	52.3%
非经常损益占比	5.1%	5.1%	0.0%

### ■ 事件评论

- **收入与净利同增。**公司业绩高增长主要是受益于公司规模不断扩大，产品销售增长。具体来看：公司主要产品短切毡、隔板、涂层毡年度销售额同增分别为 11.23%、49.48%、2,174.72%；虽然毛利率同比下降 1 个百分点，但费用率同时下降 1.5 个百分点；另外投资收益以及营业外收入同增，贡献净利润增长。最终公司净利率同比上升 1.2 个百分点，归属净利润实现 52.3% 的高增长。
- **适时调整产品策略，业绩实现高增长。**12 年受到国内外市场萎缩的影响，去年全年玻纤行业整体呈现低迷态势。公司通过实行不同策略应对负面影响，如：在涂层毡产品上，公司加大对国内市场的开发。调整后，公司内销比例由 2011 年的 56.6% 上升至 2012 年的 71.1%；而对短切毡产品，公司通过逐渐往轻克重方向发展，提高了产品的毛利率。
- **展望 13 年，公司将实现横、纵向综合发展。**纵向扩充玻纤制品，保障业绩稳增。今年公司将完成薄毡、涂层毡、复合隔板以及连续毡等多条产品产线的扩张，并逐步释放产能。募投项目+对外投资，横向完善公司产业链。公司超募资金项目“年产 70000 吨 E-CH 玻璃纤维生产线”也已完成主体建设，预计将于今年 3-4 月投产。另外，公司投资的天马瑞盛以及天马集团有望在今年实现扩产，为公司带来投资收益。
- 公司拥有完整的玻纤生产链，将受益于未来玻纤行业景气度的回升。预计公司 2013-15 年业绩为 1.09、1.5 和 1.87 元，对应 PE 分别为 19、14 和 11 倍，维持“推荐”评级。

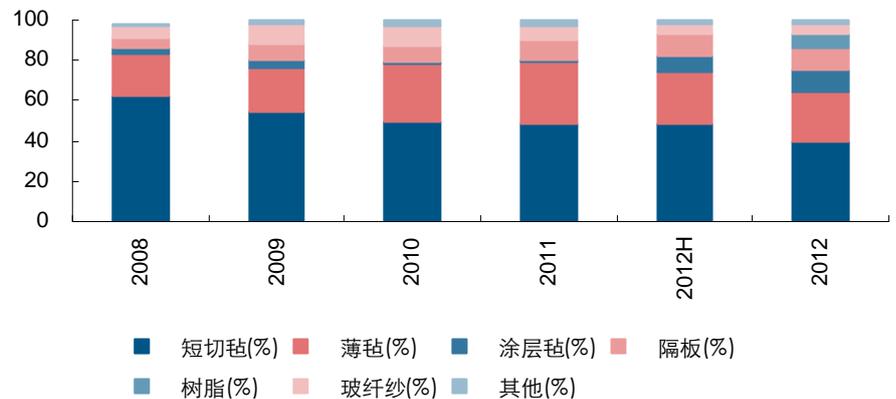
## 产品收入稳步增加，业绩高增长

### 收入分析：适时调整销售策略，营业收入稳健增长 35.7%

在全年国内经济下行，国外需求疲软的大环境下，公司营收同比仍然实现 35.7% 的正增长。这主要是由于公司及时调整产品销售模式，适应市场需求。公司保障了传统三大产品短切毡、薄毡以及复合隔板收入稳增的同时，加大对涂层毡的推广力度，使市场占有率逐步扩大，全年实现 6752 万收入，占总营收比达 11.23%。

**分产品，隔板、涂层毡业务增速较快：**12 年公司短切毡收入占比 39.84%，薄毡占 24.16%，涂层毡占 11.22%，隔板占比 10.51%，树脂占比 7.79%，玻纤纱占比 4.1%，其中隔板、涂层毡业务增长较快，增速分别为 49.48%，2,174.72%。隔板产品增长较快主因市场需求旺盛，促使销售大增；而涂层毡业务超速增长只要是公司大力推广改产品，抢占国内市场份额。

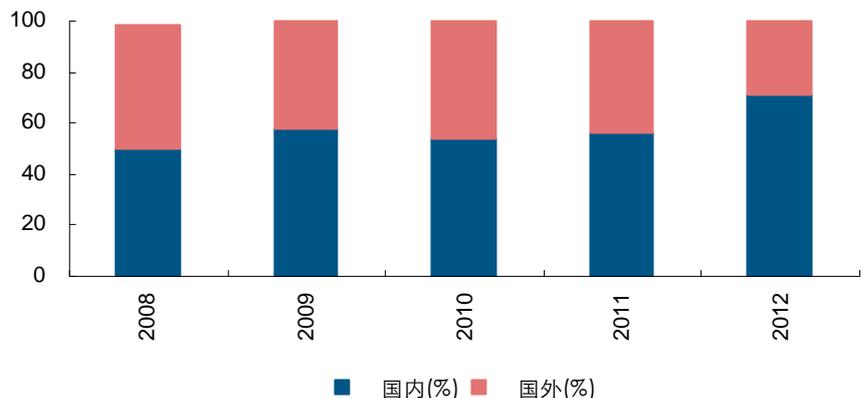
图 1：分产品收入构成占比



资料来源：公司公告，长江证券研究部

**分地区，国内销售份额逐步扩大，对出口依赖程度逐步减弱：**2012 年国内国外销售比率分别为 71.01%，28.86%。公司借助涂层毡等产品的推出，扩大公司产品在建材领域的应用，加大对国内市场的开发。相比之下，国外市场受到欧债危机的负面影响，经济环境整体不景气，需求下降，公司仅有不足三成收入来自于出口。

图 2：国内销售比例不断提高



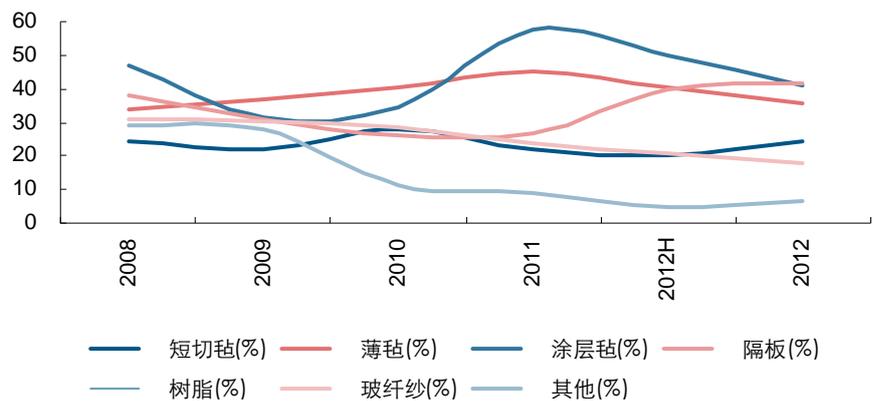
资料来源：公司公告，长江证券研究部

### 毛利率分析：同比略降 1.0 个百分点至 28.7%

12 年产品供给增加，市场价格下行；同时由于新设备投入初期，受人工、折旧、成品率不高等影响，生产成本可能上升，从而导致产品综合毛利率降低。

**分产品看，短切毡、隔板毛利上升，薄毡、涂层毡以及玻纤纱毛利下降：**短切毡毛利率为 24.51%，薄毡为 35.77%，涂层毡为 41.07%，隔板为 41.7%，树脂占比 5.47%，玻纤纱占比 17.61%。薄毡、玻纤纱毛利率受产品价格下降以及人工等成本上升影响，分别下滑 9.1 和 6.2 个百分点至 35.77%和 17.61%；短切毡毛利率上升 2.3 个百分点至 24.51%，主因公司通过改良产品技术，使其像轻克重方向发展；由于隔板需求旺盛，销量大增带动产能释放，摊薄部分成本，毛利率同比上升 15.11 个百分点至 41.7%；涂层毡毛利率较 11 年底下降 16.67 个百分点至 41.07%，这主要是由于公司为推广产品，抢占市场实现以价换量。

图 3：分产品毛利率



资料来源：公司公告，长江证券研究部

### 费用分析：受募集资金利息收入冲减影响，总费用率同比下降 1.5 个百分点

公司费用率同比下降 1.5 个百分点至 12.3%，其中销售费用率、管理费用率、财务费用率分别同比变动 0.7、-2.5、0.4 个百分点至 5.2%、7.1%和 0.0%。销售费用同比大增主因销售规模的扩大过程中营销人员费用的增加、运输费用的同步增长所致，财务费用同比大降主要是随着募集资金余款逐步使用，利息收入逐步减少，同时新增银行借款使得利息支出增加所致。

### 净利率分析：同比上升 1.2 个百分点，归属净利润同比增长 52.3%

在营收稳健增长，毛利率略降，费用率略降的情况下，公司净利率同比上升 1.2 个百分点至 15.2%，实现归属净利润同比 52.3%的高增长。

### Q4 毛利下降致使净利率环比下降

分季度看，Q4 公司营业收入同增 68.2%，毛利率环比下降 9.7%至 24.0%，费用率环降 5.0%至 9.8%（其中管理、销售、财务费用率分别环增-0.9%、-4.5%、0.4%），投资收益由 Q3 的-36 万元增至 361 万元，营业外收入净收入减少 129 万元至-17 万元，最终

净利率环比下降 3.1 个百分点至 13.6%，同比下降 1.36 个百分点，归属净利 2701 万，同增 19.18%。

表 1：总体盈利归因分析

单位(万元)	2011年	2012年	同比	2012Q4	单位(万元)	2012Q3	2012Q4	环比变动
营业收入	44,359	60,199	35.7%	20,438	营业收入同比	30.3%	68.2%	37.9%
毛利率	29.7%	28.7%	-1.0%	24.0%	毛利率	33.8%	24.0%	-9.7%
费用率	13.8%	12.3%	-1.5%	9.8%	费用率	14.8%	9.8%	-5.0%
其他成本占营收比	0.9%	0.5%	-0.4%	0.9%	其他成本占营收比	0.4%	0.9%	0.5%
投资收益	0	326	-	361	投资收益	-36	361	397
营业利润	6,658	9,878	48.4%	3,090	营业利润同比	52.5%	68.3%	15.8%
营业外净收入	350	545	55.8%	-17	营业外净收入	112	-17	-129
利润总额	7,008	10,423	48.7%	3,073	利润总额同比	72.5%	51.3%	-21.2%
实际所得税率	11.2%	12.0%	0.8%	9.8%	实际所得税率	13.0%	9.8%	-3.2%
净利率	14.0%	15.2%	1.2%	13.6%	净利率	16.6%	13.6%	-3.1%
归属净利润	5,833	8,884	52.3%	2,701	归属净利润同比	78.6%	57.1%	-21.5%
其中非经常损益占比	298	456	53.1%	-1,599	其中非经常损益占比	1,216	-1,599	-231.5%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 4：4 季度营业收入同比增长 37.9%



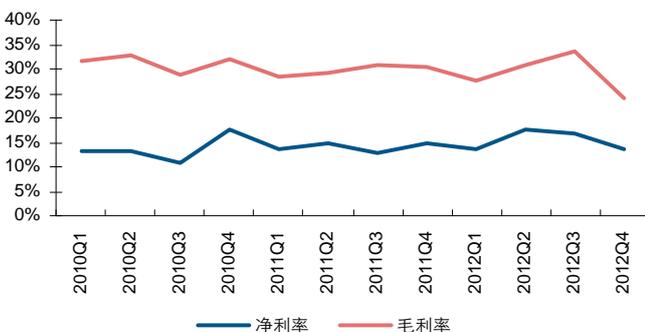
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 5：4 季度归属净利润增速同比增长-21.5%



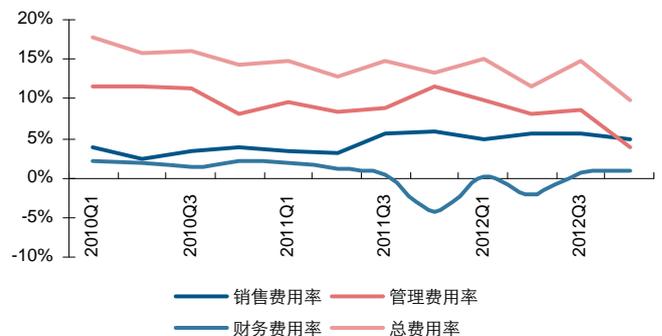
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 6：4 季度毛利率环比下降 9.7 个百分点至 24%



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 7：4 季度费用率水平环比下降 5 个百分点至 9.8%

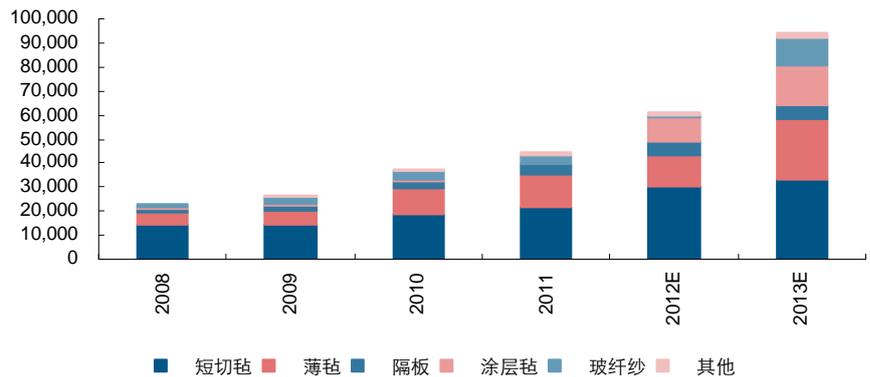


资料来源：公司公告，长江证券研究部

## 13 年展望，经济回暖有望带动玻纤行业复苏

今年玻纤行业供给需求都较 12 年有所改善。供给方面，13 年将有 12 条约 25 万吨产能进入冷修，而新增仅 15 万吨的产能。另外，需求方面除了对玻纤行业影响较大领域都有不同程度的复苏之外。随着新型城镇化概念的推广与实施，玻纤制品的需求将得到刺激。城市集群与产业转移将利于特别是具有阻燃、环保特点的玻纤制品需求。

图 8：公司 13 年业绩将迅猛增长



资料来源：公司公告，长江证券研究部

### 纵向发展玻纤制品，保障业绩稳增长

公司 2013 年原有产品除短切毡产能保持稳定外，其余均有扩产：薄毡将增加两条产线；涂层毡拟新增两条产线，产能增长约 28%；复合隔板将新增三条线替换原有两条产线；连续毡也有一条新的产线正处于磨合期。

此外，公司未来将会重视两类新产品的研发和生产：保温棉和装饰面板。两类产品紧扣节能阻燃。我们认为公司主要产品符合建筑节能方向，其研发能力将带来持续增长。

表 2：长海现有和在建生产线

产品名称	生产线	产能	投产时间
短切毡	1.6米短切毡	2000吨/年	
	3.3米短切毡	22000吨/年	2011年技改
	3.3米短切毡		2011年技改
	2.08米短切毡		2012年2月技改
	2.6米短切毡		2012年9月技改
	3.3米短切毡(薄型)	3000吨/年	2011年6月
	3.3米短切毡	5000吨/年	2012年技改, 已完工
	合计	<b>32000吨/年</b>	
湿法薄毡	2.08米湿法薄毡	4700万平米/年	
	1.4米湿法薄毡	2300万平米/年	上市前
	3.3米湿法薄毡	11000万平米/年	2009年
	3.3米湿法薄毡	15790万平米/年	2011年11月扩建
	新增电子毡	2000-2500万平米/年	预计2013年一季度投产

	新增普通薄毡	6000万平米/年	预计2013年一季度投产
	合计	37590万平米/年	
复合隔板	1.5米复合隔板	500万平米/年	2009年
	1.5米复合隔板	500万平米/年	2012年
	1.5米复合隔板	500万平米/年	预计2013年一季度投产
	合计	1500万平米/年	
涂层毡	1线(双幅)	1800万平米/年	2011年4季度
	2线(单幅)	1080万平米/年	2012年4月
	3线(单幅)	1080万平米/年	2012年5月
	4线(单幅)	1080万平米/年	2012H2
	5线(单幅)	1080万平米/年	2012H2
	新增两条	2160万平米/年	预计3月建成
	合计	8280万平米/年	
玻纤纱	3万吨池窑拉丝	30000吨/年	2007年
	7万吨池窑拉丝	70000吨/年	2013年3月31日前
	合计	100000吨/年	

资料来源：公司公告，长江证券研究部

### 募投项目+对外投资，横向完善公司产业链

新建池窑将在 3-4 月投产，配合 13 年新增的多条制品产线，预计释放的产能一半能自我消化，另外约两万吨产量主要外销当地制品公司。我们认为随着玻纤价格的逐步企稳上行，2013 年池窑的投产不仅能节约外购成本，还将带来新的利润点，助力业绩增长。

公司在收购天马瑞盛，注资天马集团之后，对两家公司均有整合管理。13 年两家公司均有新的项目计划。其中，天马瑞盛计划扩产一倍，而天马集团在淘汰坩埚产能之后，也将在春节之后投产 3 万吨池窑产能。

### 维持“推荐”评级

公司拥有完整的玻纤生产链，将受益于未来玻纤行业景气度的回升。预计公司 2013-15 年业绩为 1.09、1.5 和 1.87 元，对应 PE 分别为 19、14 和 11 倍，维持“推荐”评级。

表 3：长海分业务收入成本假设

	2011年	2012年	2013E	2014E	2015E
<b>短切毡</b>					
产能(吨)	30,000	35,000	35,000	35,000	35,000
产量	22,737	26,024	28,000	29,750	31,500
产能利用率	75.8%	74.4%	80.0%	85.0%	90.0%
产销率	94.1%	96.1%	95.0%	95.0%	95.0%
销量(吨)	21,400	25,018	26,600	29,750	31,500
均价(万元/吨)	1.01	0.96	0.95	0.95	0.95
收入(万元)	21,562	23,984	25,270	28,263	29,925
增速(%)	15.25%	11.23%	5.36%	11.84%	5.88%
成本(万元)	16,777	18,105	19,205	21,480	22,743

毛利率 (%)	22.19%	24.51%	24.00%	24.00%	24.00%
<b>湿法薄毡</b>					
产能 (万m <sup>2</sup> )	29,090	29,090	37,590	37,590	41,349
产量 (万m <sup>2</sup> )	19,458	24,199	28,193	31,952	37,214
产能利用率%	66.89%	83.19%	75.0%	85.0%	90.0%
销量 (万平米)	15,363	16,396	19,171	21,727	25,306
产销率%	78.95%	67.75%	68.0%	68.0%	68.0%
均价 (元/m <sup>2</sup> )	0.90	0.89	0.85	0.85	0.85
收入 (万元)	13,753	14,546	16,295	18,468	21,510
增速 (%)	26.38%	5.77%	12.03%	13.33%	16.47%
成本 (万元)	7,580	9,343	10,755	12,189	14,196
毛利率 (%)	44.88%	35.77%	34.00%	34.00%	34.00%
<b>复合隔板</b>					
产能 (万m <sup>2</sup> )	800	1,000	1,500	1,500	1,950
产量 (万m <sup>2</sup> )	719	1,039	1,350	1,500	1,950
产能利用率%	89.92%	104%	90%	100%	100%
销量 (万平米)	693	1,056	1,350	1,500	1,950
产销率%	96.34%	101.71%	100.00%	100.00%	100.00%
均价 (元/m <sup>2</sup> )	6.11	5.99	5.95	5.90	5.80
收入 (万元)	4,232	6,326	8,033	8,850	11,310
增速 (%)	46.19%	49.48%	26.97%	10.18%	27.80%
成本 (万元)	3,107	3,688	5,141	5,753	7,465
毛利率 (%)	26.59%	41.70%	36.00%	35.00%	34.00%
<b>玻纤纱</b>					
产能 (吨)	30,000	30,000	100,000	100,000	100,000
产量 (吨)	29,932	29,466	60,000	80,000	90,000
产能利用率%	60.00%	98.22%	60.00%	80.00%	90.00%
销量 (吨)	2,258	2,867	20,000	35,000	40,000
产销率%	7.54%	9.73%	33.33%	43.75%	44.44%
平均价格	1.49	0.86	0.60	0.65	0.70
收入 (万元)	3,360	2,470	12,000	22,750	28,000
增速 (%)	-14.57%	-26.49%	385.92%	89.58%	23.08%
成本 (万元)	2,560	2,035	9,360	17,290	21,000
毛利率 (%)	23.79%	17.61%	22.00%	24.00%	25.00%
<b>涂层毡</b>					
产能	425.00	4230	7740	8280	9936
产量	104.60	2625	4644	6210	8446
产能利用率	25%	62%	60%	75%	85%
销量	93.10	2499	4412	5900	8023
产销率	89%	95%	95%	95%	95%
价格	3.19	2.70	2.80	2.70	2.60

收入（万元）	297	6,752	12,353	15,929	20,861
成本（万元）	125	3,781	7,165	9,239	12,516
毛利率（%）	57.74%	44.00%	42.00%	42.00%	40.00%
<b>连续毡</b>					
销量			2500	6000	8000
价格			3.00	2.50	2.40
收入（万元）			7,500	15,000	19,200
成本（万元）			3,750	8,250	10,752
毛利率（%）			50.00%	45.00%	44.00%

资料来源：长江证券研究部

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E	资产负债表 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	<b>602</b>	<b>1107</b>	<b>1443</b>	<b>1732</b>	货币资金	121	111	144	173
营业成本	429	811	1047	1247	交易性金融资产	0	0	0	0
<b>毛利</b>	<b>173</b>	<b>296</b>	<b>396</b>	<b>484</b>	应收账款	93	171	223	267
%营业收入	28.7%	26.7%	27.4%	28.0%	存货	44	83	107	127
营业税金及附加	1	2	3	4	预付账款	75	141	183	217
%营业收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	其他流动资产	1	2	3	3
销售费用	31	58	75	91	<b>流动资产合计</b>	<b>353</b>	<b>544</b>	<b>707</b>	<b>846</b>
%营业收入	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	43	79	102	123	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	7.1%	7.1%	7.1%	7.1%	长期股权投资	91	94	98	105
财务费用	0	7	9	9	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	0.0%	0.6%	0.6%	0.5%	固定资产合计	708	831	945	1057
资产减值损失	1	1	1	1	无形资产	28	26	25	24
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	3	3	5	7	递延所得税资产	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>99</b>	<b>152</b>	<b>210</b>	<b>264</b>	其他非流动资产	3	3	3	3
%营业收入	16.4%	13.7%	14.6%	15.3%	<b>资产总计</b>	<b>1183</b>	<b>1498</b>	<b>1779</b>	<b>2035</b>
营业外收支	5	6	6	6	短期贷款	95	134	167	159
<b>利润总额</b>	<b>104</b>	<b>158</b>	<b>216</b>	<b>270</b>	应付款项	151	285	369	439
%营业收入	17.3%	14.3%	15.0%	15.6%	预收账款	8	15	19	23
所得税费用	13	22	30	38	应付职工薪酬	4	8	10	12
净利润	92	136	186	232	应交税费	-6	0	0	0
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>88.8</b>	<b>131.4</b>	<b>180.0</b>	<b>224.9</b>	其他流动负债	9	18	23	27
少数股东损益	3	4	6	7	<b>流动负债合计</b>	<b>261</b>	<b>460</b>	<b>588</b>	<b>660</b>
<b>EPS (元/股)</b>	<b>0.74</b>	<b>1.09</b>	<b>1.50</b>	<b>1.87</b>	长期借款	12	12	12	12
					应付债券	0	0	0	0
					递延所得税负债	0	0	0	0
					其他非流动负债	4	4	4	4
<b>现金流量表 (百万元)</b>					<b>负债合计</b>	<b>277</b>	<b>476</b>	<b>604</b>	<b>676</b>
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>173</b>	<b>134</b>	<b>206</b>	<b>260</b>	归属于母公司	870	982	1135	1326
取得投资收益	0	0	0	0	少数股东权益	35	40	40	32
长期股权投资	-9	0	0	0	<b>股东权益</b>	<b>906</b>	<b>1022</b>	<b>1175</b>	<b>1359</b>
无形资产投资	0	0	0	0	<b>负债及股东权益</b>	<b>1183</b>	<b>1498</b>	<b>1779</b>	<b>2035</b>
固定资产投资	-441	-158	-170	-180					
其他	-81	0	0	0	<b>基本指标</b>				
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-532</b>	<b>-158</b>	<b>-170</b>	<b>-180</b>	EPS	0.740	1.095	1.500	1.874
债券融资	0	0	0	0	BVPS	7.25	8.18	9.46	11.05
股权融资	0	0	0	0	PE	28.37	19.18	14.00	11.20
银行贷款增加 (减少)	67	40	33	-8	PEG	0.78	0.53	0.39	0.31
筹资成本	28	-26	-36	-43	PB	2.89	2.57	2.22	1.90
其他	-56	0	0	0	EV/EBITDA	19.83	13.08	9.28	7.33
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>39</b>	<b>14</b>	<b>-3</b>	<b>-51</b>	ROE	10.2%	13.4%	15.9%	17.0%
<b>现金净流量</b>	<b>-320</b>	<b>-10</b>	<b>34</b>	<b>29</b>					

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
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080	chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382	lijx@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 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：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。