

2015 年 1 月 27 日

行业报告

评级：推荐

研究所

证券分析师：孔令峰 S0350512090003

010-88576833-813 konglf@ghzq.com.cn

微信：290871695

联系人：田庚

010-88576936-809 tiang@ghzq.com.cn

当“供应链金融”遇上“互联网”和“P2P”

主要观点：

- **供应链金融市场空间巨大，风险可控性较强，带来产业、银行、中小企业等多方共赢。**供应链金融有效实现商流、物流、资金流、信息流四流合一，银行对整个供应链体系的风险掌控更强，改善银行服务质量，增加创收点。将对单个中小企业的风险信用评估转移到对信用资质高的核心企业上，能够更好的为中小企业提供融资服务，同时也给物流等产业带来新的赢利点，整个产业链条经济效益明显。根据前瞻网数据，我国供应链金融市场规模目前已经超过 10 万亿，预计到 2020 年可达近 20 万亿，存量市场空间够大。
- **互联网渠道扁平化同时也加剧了供应链金融需求，国内供应链金融与互联网结合衍生出新模式。**传统模式下，多层次的贸易层级在产业链中承担了“垫资”任务，互联网导致产业扁平化、减少贸易层级的同时，也加剧了供应链金融的需求。阿里、京东等比较成熟的电商，均针对其供应商及入驻商家以及第三方合作伙伴提供提供低成本、无担保抵押的融资解决方案。国外供应链金融模式比较成熟，主要有核心企业主导、银行主导和物流商主导三种模式。与国外不同的是，国内在工业时代赶上了互联网，互联网跟供应链金融的融合产生了与国外不同的新模式，产业互联网与供应链金融结合，四流整合成本更低，效率更高，信息更透明。产业互联网平台成为供应链金融的“核心企业”，面对的是整个行业而非单个核心企业，行业存量市场空间给产业互联网平台提供了更为巨大的成长空间。
- **P2P 与供应链金融结合，风险更可控，获得更优质资产端，同时解决供应链金融资金来源瓶颈问题。**我国近两年 P2P 平台获得爆发性增长的同时，风险平台数量也在激增。目前 P2P 平台资产端难以标准化和规模化，风险可控程度较低，P2P 与规模大、风险可控的资产端对接是安全、可持续发展的重要手段之一。国内产业互联网向 O2O 延伸，已经建立起了封闭可控的“在线支付场景”，各垂直产业的巨大交易市场为 P2P 提供了风险可控且足够实现规模经济的成长空间，实现在线支付结算的产业互联网成为 P2P 优质资产端。与此同时，P2P 也给产业互联网从事供应链金融提供了更丰富的资金来源，解决了供应链金融过度依赖自有资金和银行的问题，为供应链金融业务打开盈利空间。
- **推荐标的。**根据我们分析，垂直互联网的启动次序是互联网金融-大宗电商-地产建材家居 O2O-后汽车服务市场-社区 O2O。基于供应链金融方面，主要是基于线下业务展开的金融服务，推荐基于煤炭物流基础的煤炭行业供应链金融标的瑞茂通（600180），推荐基于自身房产销售而提供的供应链金融服务标的世联行（002285），基于物流配送行业有望参与供应链金融服务的怡亚通（002183）。供应链融合互联网和 P2P 的推荐标的：大宗电商推荐上海钢联（300226）、生意宝（002095），建材家居电商方面推荐广联达（002410）、三六五网（300295），汽车后服务市场推荐隆基机械（002363），关注农药化肥电商辉丰股份（002496）、旅游电商腾邦国际（300178）。

风险提示：产业互联网标的短期难以盈利，估值普遍偏高。

目 录

1、供应链金融实现多方共赢	3
1.1 供应链金融——动态、整体的融资模式	3
1.2 改善银行服务质量，提高风险控制，增加创收点	3
1.3 改善中小企业融资条件，实现银企双赢	5
1.4 为物流行业提供新赢利点，整个产业经济效益明显	5
1.5 我国供应链金融市场规模高达 10 万亿以上	6
2、国外供应链金融模式成熟，资金来源较多	8
2.1 国外供应链金融三种模式并存	8
2.2 国外供应链金融资金来源更多	8
2.3 国外供应链金融偏重解决“1”的问题	10
3、互联网与供应链金融完美结合	10
3.1 国内银行率先推进“互联网供应链金融”	10
3.2 垂直电商已经建立起“支付场景”	11
3.3 电商贸易层级扁平化加剧了供应链融资需求	12
3.4 第三方产业互联网平台更有效实现“四流合一”	14
4、P2P 与供应链的结合，安全可持续且提供资金来源	15
4.1 P2P 平台快速发展同时风险越来越大	15
4.2 “P2P+供应链”体现金融服务实体政策导向	16
4.3 P2P 核心竞争力在资产端	16
4.2 产业互联网已经成为优质资产端	17
5、投资策略	18
5.1 产业互联网启动次序分析	18
5.2 供应链金融融合互联网和 P2P 的推荐标的	21
6、风险提示	21

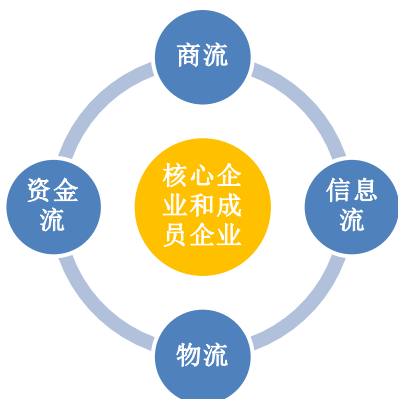
1、供应链金融实现多方共赢

1.1 供应链金融——动态、整体的融资模式

供应链金融是把供应链上的核心企业及其相关的上下游配套企业作为一个整体，以产业链为依托、以交易环节为重点、以资金调配为主线、以风险管理为保证、以实现共赢为目标，将金融服务在整条供应链全面铺开。这一模式的好处在于，实现“物流”、“商流”、“资金流”、“信息流”的四流合一，无须再单独去看大型企业或周围的小微企业，而是把核心企业和中间的上下游作为一个整体，为其提供融资和金融解决方案。

与传统的保理业务及货押业务（动产及货权抵/质押授信）相比，供应链金融有明显区别，即保理和货押只是简单的贸易融资产品，而供应链金融是核心企业与银行间达成的，一种面向供应链所有成员企业的系统性融资安排。

图 1、供应链金融核心企业和成员单位 “四流合一” 图 2、供应链协同模型



资料来源：国海证券研究所



资料来源：互联网、国海证券研究所

1.2 改善银行服务质量，提高风险控制，增加创收点

供应链金融有助于银行稳住高端企业用户，降低了银行与单一企业打交道的风险，拓展银行新的利润空间，促进金融产品创新，改善服务质量提升竞争力。

根据第三方机构公布的调查数据，2013 年银行业供应链金融融资余额达到 7.2 万亿元。并且，供应链融资的存款派生率非常高，一般都在融资额的 100%以上。这类融资需求所带来的客户黏性对商业银行而言是很大的机遇。

由于供应链金融大量采用了票据、保函、信用证等融资工具，这类工具往往要收取一定比例的手续费。此外银行为供应链企业提供理财咨询、现金管理等财务顾问业务，这也是产生可观的中间业务的收入。整条供应链之间产生的资金回流和存储也会为银行带来额外的存款收益。这些对于银行盈利能力的提高有极大的贡献。供应链金

融比传统业务的利润更丰厚，而且提供了更多强化客户关系的宝贵机会，展示了很好的发展前景。

供应链金融业务是在真实的贸易背景和融资的前提下进行的，它的这个特性决定了其风险系数偏小从而可以降低银行的不良贷款率，改善银行资产质量，银行还可以制定一些跟踪和检测手段，保障资金用途的准确以及供应链系统的运转情况，这也有利于降低信贷资金被挪用的风险，从而提高信贷资产质量。

表 1、供应链金融与银行传统业务对比

对比方面	供应链金融	非供应链金融融资方式
授信主体	单个活多个企业群体	单个企业
评级方式	主体评级或债项评级	主题评级
评级范围	动产、货权质押均可	企业本身
授信条件	动态经营企业经营过程	固定资产质押、第三方担保
银行参与	动态跟踪企业经营过程	静态关注企业本身情况
银行承担风险	较小	较大
服务品种	品种多样	品种较少
服务效率	及时解决企业资金需求	手续繁琐、效率低下
服务内容	为单个企业或供应链提供持续信贷支持	解决单个企业一时融资需求
服务作用	提升供应链整体的持续竞争能力	仅仅缓解企业一时资金困境

数据来源：国海证券研究所

深发展银行（现名“平安银行”）2003 年业内最早推出“1+N”供应链金融业务，2006 年正式整合推出“供应链金融”服务，当年贸易融资客户和业务量均取得 50% 增长，全年累计融资近 3000 亿，整体不良率仅为 0.4%。2008 年推出“赢动力”系列供应链金融产品，2012 年 12 月新推出“供应链金融 2.0”等供应链融资模式。

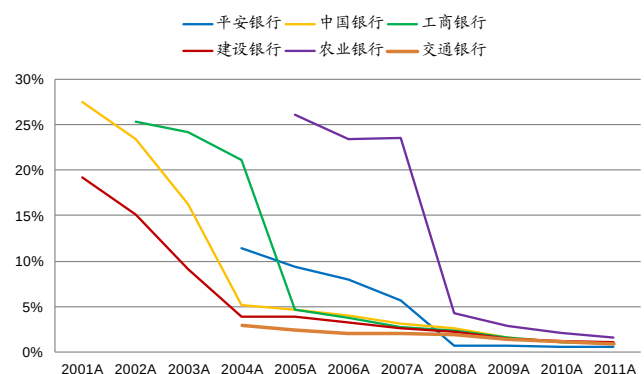
与长城汽车 2009 年实现双方系统对接的紧密合作，线上供应链金融系统运行不到一年，贸易融资客户与融资余额均实现翻番增长，全链条客户在深发展银行存款最高达到 80 亿元，截至 2013 年末，已有超过 200 家核心企业 4000 多家上下游客户使用线上供应链金融系统。截至 2014 年 6 月末，贸易融资客户达 1.3 万家，融资余额超过 4500 亿元，并一直保持着优异的资产质量(资产不良率 0.24%)。

表 2、深发展银行的供应链金融发展历程

时间	供应链金融业务发展
2003年	推出“1+N”供应链金融产品
2006年	正式整合推出“供应链金融”服务
2008年	推出“赢动力”系列供应链金融产品
2009年	涵盖东风日产、东风本田、一汽等众多企业
2010年	与宝钢对接，实现对钢铁行业的贸易融资支持
2010年	线上供应链金融正式突破1000家用户
2012年	推出“供应链金融2.0”等供应链融资模式
2013年	超过200家核心企业4000多家上下游客户
2014年6月	贸易融资客户达到13000家

资料来源：国海证券研究所

图 3、深发展与五大行的不良贷款率对比



资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

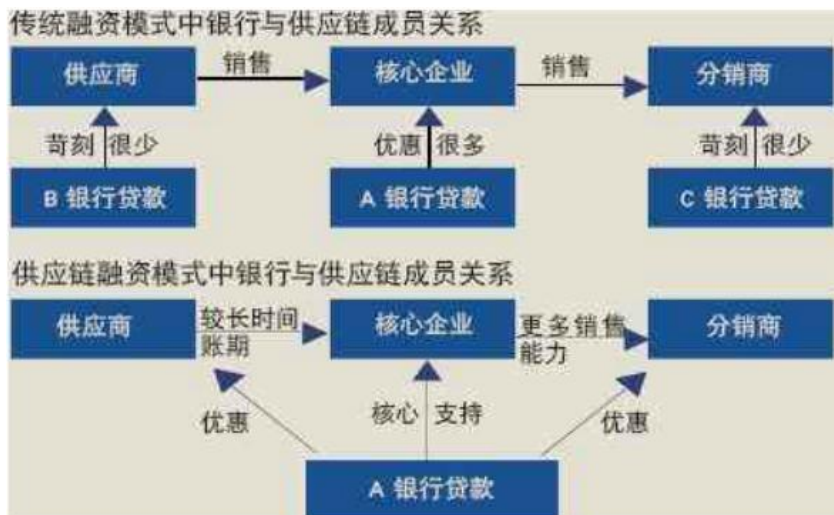
1.3 改善中小企业融资条件，实现银企双赢

中小企业，以处于供应链上游的供应商为例，多以赊销方式争取“核心企业”的订单，因而造成应收账款大量存在，且具有笔数多、金额小、总量大的特点，资金占用问题严重，极大束缚了企业的发展。由于此类企业规模往往不大，资本金不足和信誉确实等特点也难以满足银行传统授信的要求。核心企业下游的中小贸易商此类问题更加明显。

信用级别较低、风险控制不力一直是困扰中小企业融资的关键问题。以往银行对中小企业信用风险的评估，主要是把企业自身作为主体，关注的也是静态的财务数据，一般而言，中小企业的财务信息透明度比较低，财务指标难以符合银行要求，因此中小企业很难从银行获得融资。

供应链金融是对一个产业供应链中上下游多个企业提供全面的金融服务，改变了过去银行对单一企业主体的授信模式，围绕核心企业，从原材料采购，到制成中间及最终产品，最后由销售网络把产品送到消费者手中这一供应链条，将供应商、制造商、分销商、零售商、直到最终客户连成一个整体，全方位为产业链条上的企业提供融资服务。银行对中小企业的信用评级不再强调企业所处的行业、企业规模、固定资产价值、财务指标和担保方式，转而强调企业单笔贸易的真实性 and 供应链核心企业的实力以及信用水平，由于供应链金融业务的开展实际上建立在对供应链的物流、资金流和信息流的充分掌握基础上，因此中小企业的信用水平远比传统方式评估的要高。

图 4、传统融资模式和供应链金融模式下，银行对供应链成员的关系对比



数据来源：国海证券研究所，互联网

1.4 为物流行业提供新赢利点，整个产业经济效益明显

我国物流行业比较分散，集中度低，基础服务如仓储、运输等环节利润率较低。随着供应链金融的兴起，物流金融服务逐渐取代基础物流服务成为新的利润来源。如，深发展银行与中国对外贸易运输、中国外运股份有限公司、中远物流以及中国物资储运等四家大型物流企业签署了协议，约定在全国范围内就深发展的贸易融资业务提供

物流配送和监管服务，第三方物流公司在供应链金融中充分发挥了物资仓储、价值评估和监管方面的优势，与金融机构以及供应链上下游企业相互协作，共同促进供应链融资业务的开展，在为供应链上下游的中小企业解决流动资金短缺问题的同时，也为自己开发新的客户资源创造了新的利润增长点。

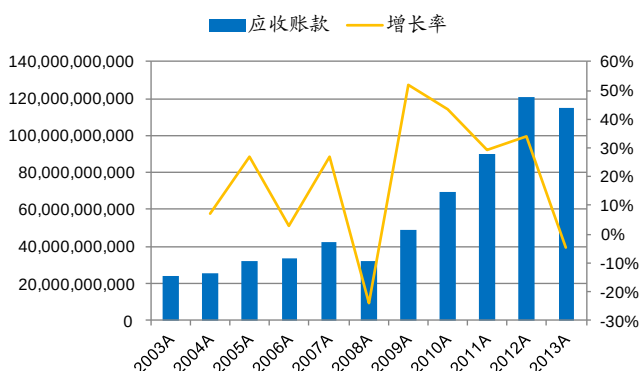
供应链金融的经济效益和社会效益非常突出，借助“团购”式的开发模式和风险控制手段的创新，中小企业融资的收益/成本比得以改善，并表现出明显的规模经济。据统计，通过供应链金融解决方案配合下收款方式的改进、库存盘活和延期支付，美国最大的 1000 家企业在 2005 年减少了 720 亿美元的流动资金需求。与此类似，2007 年欧洲最大的 1000 家上市公司从应收账款、应付账款和存活等三个账户中盘活了 460 亿欧元的资金。

1.5 我国供应链金融市场规模高达 10 万亿以上

2008 年金融危机以来，受到世界经济复苏明显放缓和国内经济下行压力加大的影响，国内外市场需求总体不足，国内各行业产能过剩问题较为突出。几乎所有的行业都明显由卖方市场转为买方市场，在此背景下，企业应收账款规模持续上升，回收周期不断延长。应收账款拖欠和坏账风险明显加大，企业周转资金紧张状况加剧。

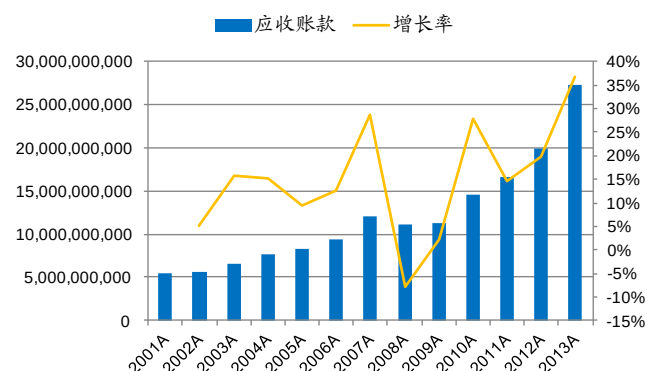
根据我们对化工、有色、通信、计算机、商贸、机械 6 个行业上市公司统计分析（剔除历史数据不全的公司），上游原材料方面，化工 2009-2012 年的应收账款平均增速在高达近 40%，有色金属行业 2010-2013 年平均增速高达 25%，并且仍然呈现高速上涨态势；通信行业在经历了 2008-2011 年高速增长后，2012-2013 有所缓解，而计算机行业仍然维持 30%以上的高速增长态势，机械行业 2010-2013 年的应收账款平均增速高达 32%，远高于行业收入的增长；商贸行业 2010-2013 年的应收账款平均增速高达 20%。

图 5、化工行业应收账款（元）及增速



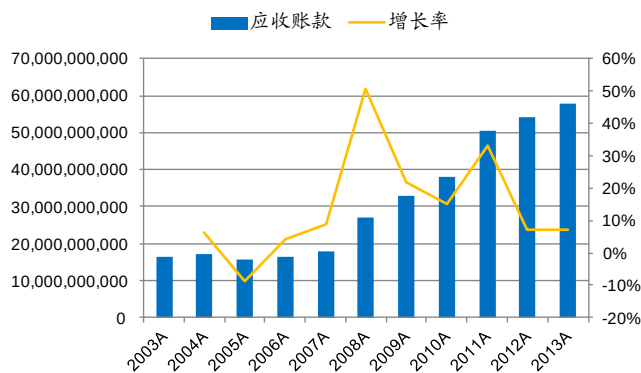
资料来源：Wind、国海证券研究所

图 6、有色行业应收账款（元）及增速



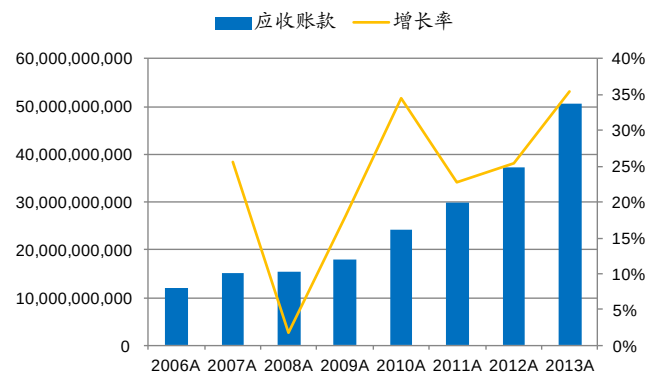
资料来源：Wind、国海证券研究所

图 7、通信行业应收账款（元）及增速



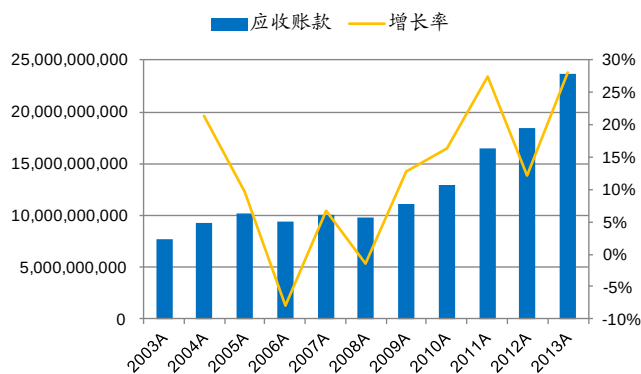
资料来源：Wind、国海证券研究所

图 8、计算机行业应收账款（元）及增速



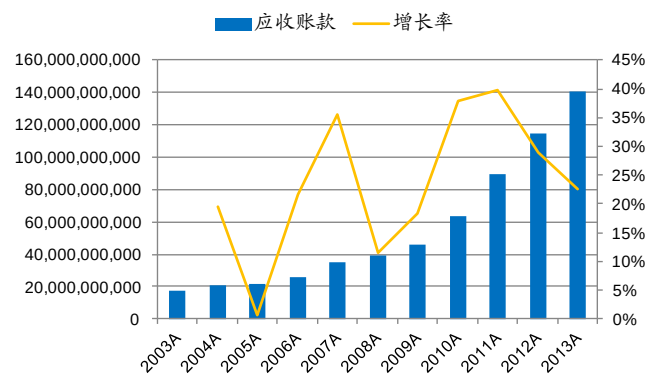
资料来源：Wind、国海证券研究所

图 9、商业贸易行业应收账款（元）及增速



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 3、机械行业应收账款（元）及增速

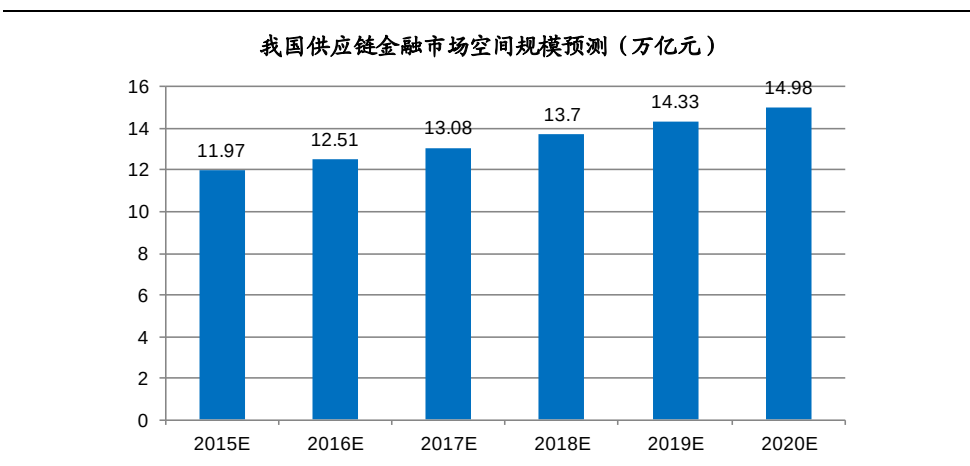


资料来源：Wind、国海证券研究所

根据北京大学经济学院的一项研究显示，2011 年供应链金融业务在发达国家的增长率为 10%至 30%，在中国、印度等新兴经济体的增长率在 20%至 25%，但近年随着中国互联网金融的迅猛发展，带有互联网基因的企业频频试水供应链金融领域，将这一规模不断做大。

根据“前瞻网”2014 年 10 月份的报告显示，我国企业的应收账款规模在 20 万亿以上，这些应收账款如果可以当做银行贷款的潜在抵押品充分利用，则我国供应链金融个发展市场潜力巨大。前瞻产业研究院供应链行业报告数据显示，到 2020 年，我国供应链金融的市场规模可达 14.98 万亿元左右。

图 11、我国供应链金融市场规模预测（2015-2020 年）



数据来源：前瞻网，国海证券研究所

2、国外供应链金融模式成熟，资金来源较多

2.1 国外供应链金融三种模式并存

国外供应链金融模式较为成熟，主要有物流企业、核心企业和商业银行主导等模式。

物流企业主导是第三方模式，随着整个市场历史由卖方市场向买方市场转变，买方日益强势，卖方有时需要先垫付资金，大部分行业都会有一定的账期存在，因此卖方普遍也面临一定的资金压力。物流企业拥有信息优势、客户关系优势和货物监管优势等，可以更低风险、更可控地开展应收账款短期融资服务。

核心企业主导模式主要存在制造业中，如美国的 GE 集团等，单笔交易金额较大、发生频率较低，买方一次性付款难度较大，核心企业基于自身设备提供相应的融资租赁、设备租赁、存货代持等服务，不仅能帮助买方在有限的资金流下尽早开始业务运营、偿还贷款和融资费用，同时还能帮助自身拓展市场规模。

商业银行模式，买方在收到采购货物后，根据卖方提供的货物提单和有效发票在开通保理业务的银行办理承兑汇票，将此作为“贷款”支付给卖方，卖方向相应银行支取款项，买方在到期还款日内支付贷款和融资款项。这样，银行不用面对中小供应商的信用风险，而直接接触信用更好、财力更强的买货方，这类银行通常建有自己的信息服务平台，一面方便融资企业申请，一面实时汇总已发生融资业务的特征、分布，实现有效的风险管理。

2.2 国外供应链金融资金来源更多

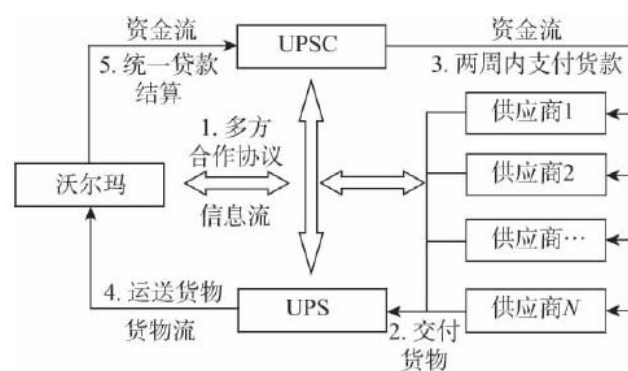
国内开展供应链金融业务的主体主要是银行，国外更加多样化。国内供应链金融业务发展源自于 2001 年，深发展银行在广州、佛山两家分行试点了存货融资业务，

经过 10 多年的发展，供应链金融业务在国内已经不能算是新鲜事物，但由于我国的银行分业经营制度，供应链金融业务中提供资金和进行相关结算的主体主要是商业银行，第三方机构参与度较小。对于企业的授信、担保品和抵押物的评估和管理都需要通过银行或者银行委托的第三方机构进行。

国外由于金融机构混业经营，开展供应链融资的主体更加多元化。既存在银行、保险、基金借款给中小企业并委托第三方机构对借款人和质押存货进行评估管理，又存在物流企业和大型企业集团做为主体独立开展供应链金融业务，对于需要融资的企业来讲供应链融资渠道更加多元和通畅。

美国联合包裹服务公司（UPS）与沃尔玛的合作是典型的以物流企业为主导的供应链金融模式。UPS 首先与沃尔玛和其供应商签订合作协议，为两者提供物流服务的同时，UPS 代替沃尔玛与东南亚地区的出口商进行支付结算。作为 UPS 的信用部门，UPS 保证出口商的货物交付给 UPS 两周内把货款支付给出口商，最后 UPS 与沃尔玛进行统一的贷款结算。UPS 提供的供应链金融服务一方面使沃尔玛降低交易成本，帮助供应商缩短账期；另一方面，UPS 在物流服务和金融服务上同时获得利润。

图 12、UPS 与沃尔玛的供应链金融模型



数据来源：国海证券研究所，互联网

通用电气公司（GE）的融资租赁业务是典型的以大型企业集团为主导的供应链金融模式。以飞机发动机销售为例，GECC（GE 的子公司通用电气信用公司）与航空公司签署协议，直接向飞机制造商下订单，付款采购。当使用 GE 发动机的飞机生产完成后，制造商交付飞机给航空公司，航空公司利用飞机营运的收入按期支付租金。

图 13、GE 供应链金融模型



数据来源：国海证券研究所，互联网

2.3 国外供应链金融偏重解决“1”的问题

国内的供应链金融主要服务的对象是“N”而不是“1”，为了给众多中小企业融资，供应链金融以协议的方式被引入，核心企业在其中只是市场营销的中介手段，供应链管理普遍表现出松散特征，核心企业对供应链成员的管理缺乏制度化手段，其作为有效的风险控制因素的一面远未被开发。

国外的供应链金融偏重解决核心企业的成本、销售、账期、回款问题。20 世纪 80 年代之后，企业生产分工模式从企业内转向企业间。以往的企业分工往往以产品为界，现在一个产品的不同生产工序和流程都可能在多个企业间分工协作，供应链中的核心企业在全中国范围内开展外包与采购活动。核心企业为了提高自己的资金使用效率，往往利用自己的优势地位强行推迟对供应商的付款或者加快向分销商转移库存，但这种做法实际上形成对上下游的资金挤压，导致整个供应链的融资成本高企，可能会迫使供应商延迟原材料的购买、缩减在产品存货，进而推迟对核心企业的交货；或者会迫使分销商延迟结算和高成本借款，从而给整个供应链的经营带来风险。

财务供应链管理通过实施供应链上下游诸多企业筹措和现金流的统筹安排，实现整个供应链条财务成本的最小化。因此，财务供应链管理的实施者是核心企业，商业银行作为主要的战略合作伙伴，最大的受益者也是核心企业本身。

3、互联网与供应链金融完美结合

3.1 国内银行率先推进“互联网供应链金融”

在国外，工业时代互联网并不发达，所以很多产业龙头都是基于线下的重投入完成整个供应链的整合，比如后汽车服务领域的 NAPA，大宗商品领域的嘉能可等，都有自建的仓储配送体系。

与国外相比，我国的供应链金融发展尚处于初期阶段，起步较晚。但是与国外不同的是，我国在发展阶段赶上了互联网。互联网、电子商务，尤其是 B2B 电子商务的快速发展，传统企业纷纷转型电子商务的推动下，银行也迅速觉醒，纷纷开始整合资源，突破传统模式，积极探寻互联网供应链融资新模式，“在线供应链金融”获得爆发性增长机会，也开拓出面向广大中小企业提供在线供应链金融服务的蓝海市场。进而深远而广泛的影响了中国互联网金融的生态环境，促进了供应链上下游中小企业、核心企业、物流商、贸易商、电商等各类企业的供应链金融创新。同时也汇集了一批全新的在线供应链金融服务业态和生态圈，走出了中国特色的、由银行率先推动和普及的产融结合的互联网金融创新之路。

表 3、国内银行与电商平台合作供应链金融

时间	电商	平台属性	合作银行
2010年	金银岛	大宗商品O2O	建设银行
2011年	敦煌网	在线外贸交易	建设银行
2012年	京东商城	零售电商	中国银行
2013年	京东商城	零售电商	建设银行
2013年	苏宁电器	零售电商	交行、中行、光大、花旗、渣打、平安、汇丰等
2014年	海尔日日顺	家居、家电电商	中信银行

数据来源：国海证券研究所

3.2 垂直电商已经建立起“支付场景”

3.2.1 早期电商以商情服务为主

早期的电子商务大都是以“商情”类服务为主，并没有介入到买卖双方的交易中。网站的盈利模式大都是广告、会员费、资讯费等，并没有打通整个产业链。阿里巴巴早期的商业模式也主要以商情服务为主，后期对金融、物流的布局 and 开展也是明确向交易端延伸。

表 4、早期的电商网站商业模式（大都以“商情”类服务为主）

慧聪网	焦点科技	环球资源	搜房网	汽车之家
互联网服务	会员收费	网络和其他媒体服务	市场营销服务	广告
会议及其他服务	增值服务	展览	电子商务服务	经销商订购服务
工商业目录及黄页目录	认证供应商服务	杂项	房源服务	
市场研究及分析	保险佣金		增值服务	
	网络广告			
	文笔天天网服务			

数据来源：WIND 资讯，国海证券研究所

3.2.2 电商本质是交易，交易带来“支付场景”，金融服务伴随支付而产生

纯线上的模式，壁垒较低，客户粘度较低，竞争越来越激烈，传统的商情服务难以满足用户的需求，全面介入买卖双方的交易过程中，提供从线上的融资服务到交易，以及线下的仓储、物流、服务等，打造全产业链闭环的 O2O 模式价值更加明显。而传统的商情模式，由于没有打通线上线下，用户体验得不到满足，很难实现线上交易。

随着垂直电商向 O2O 延伸，可控、闭环的商业模式保障了“支付场景”的建设。电商的本质是商业行为，商业行为离不开支付，支付结算便存在金融服务，因此随着“支付场景”的建设，供应链金融服务也随之产生。

表 5、电商平台的“支付场景”已经初步建立，带来巨大融资需求

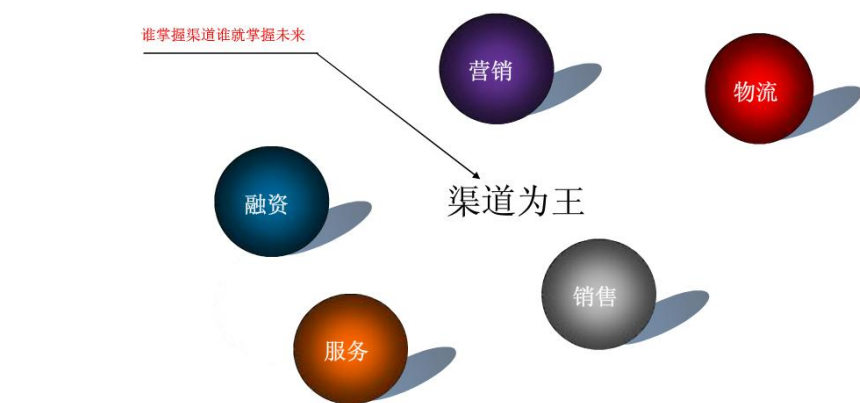
行业	相关公司	O2O布局	交易进展
综合类	阿里巴巴	已经开展和布局金融、物流等供应链服务	2013年阿里小贷累计放款1722亿元
	京东	已经开展和布局金融、物流等供应链服务	“京保贝”从2013年3月份上线，每个月都在增长。2015年，京保贝全年为供应商发放贷款将达到几百亿
房地产与家装建材	广联达	通过“旺材电商”切入地产建材O2O领域	2014年12月13日正式上线，据媒体报道陕西区域采购平台第一单50亿元已经落地
	世联行	与搜房网联手，打通房地产线上与线下	2013年金融服务业务收入6986万元，毛利4409万元
	齐家网	与海鸥卫浴打造卫浴领域O2O	齐家网2013年交易额250亿元
	新浪乐居	形成线上流量资源、线下组团看房链条，并将中信银行的金融信贷服务引入房地产电商模式	2013年来自电子商务服务的收入1.7亿元
	三六五网	由地产线上营销向建材家居O2O产业链延伸	装修宝11月份合肥交易近千单
	金螳螂	与家装e站联手，打通建材家装O2O	2013年双十一成交额1000万；2014年双十一成交额1.03亿
	上海钢联	由钢铁线上行情服务延伸至整个产业链的O2O	撮合交易日均7-10万吨，对应全年2000万吨左右，寄售业务开展半年多实现目前日均4万吨左右。
大宗商品	找钢网	钢铁全产业链电商	2014年撮合交易量达1738万吨，直管量突破300万吨；12月30日，找钢网日交易量突破15万吨。
	物产中拓	由传统的钢贸服务向钢铁产业链O2O转型	2014年上半年“中拓钢铁网”线上交易量134.41万吨
	欧浦钢网	由传统的钢贸仓储服务向钢铁产业链O2O转型	欧普商城2014年上半年营业收入4.77亿元
	瑞茂通	由传统的煤炭物流向整个产业链服务延伸，与找钢网合作打通线上线下	2013年供应链金融业务收入5613万元
	生意宝	由线上的行情服务向整个大宗商品全产业链O2O延伸	旗下互联网金融平台网盛融资已经运行近一年，大宗品电商交易平台即将上线
	保税科技	由传统的化工交运服务向化工产业链O2O延伸	江苏省化工品交易中心日现货合约交易额3-10亿元不等
	金固股份	通过特维轮构筑后汽车服务O2O生态圈	2014年特维轮双十一销售502万元，轮胎销售1.1万条
后汽车服务	隆基机械	与车易安联手由汽车配件业务向后汽车服务O2O转型	2013年末，车易安共掌握4000家服务商点位信息，与2000家进行了合作，并有503家服务商开设车易安网店。配件虚拟供应链成员720家，覆盖上海市23个汽配城及江浙主力配件供应商
农业	辉丰股份	成立农一网，由农药生产经营业务向农药O2O延伸	2014年11月22-23日举行的农药电商“光棍节”，签订县域工作站600多个，2天订单过亿元

资料来源：国海证券研究所

3.3 电商贸易层级扁平化加剧了供应链融资需求

渠道的五大功能：融资、营销、销售、物流和服务。产品进入市场早期，渠道的营销功能比较重要，逐渐成熟后，物流功能更重要一些，当前很多物流公司不仅提供配送，还提供服务，甚至提供融资服务。

图 14、渠道的五大功能

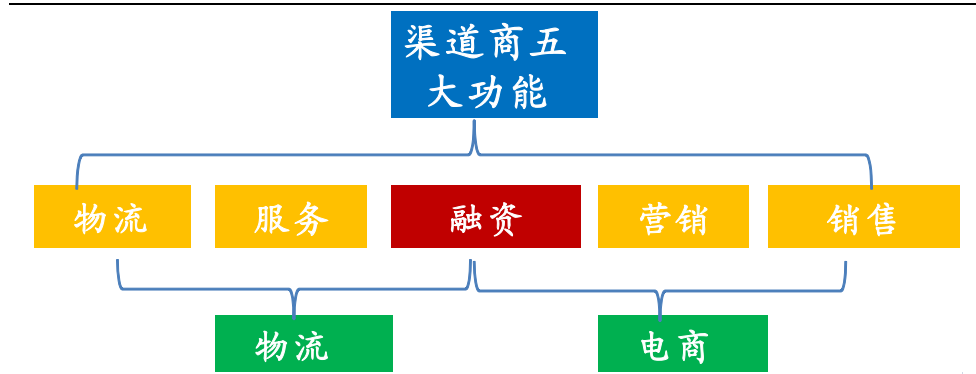


数据来源：互联网，国海证券研究所

互联网的出现，电子商务减少了贸易层级，提高了交易效率，降低了交易成本，这是互联网、电子商务有利的一面。然而，另一方面，传统的商业模式下，贸易层级较多，一些规模体量比较大、跟当地银行关系较好的一二级批发贸易商被挤出（电商的颠覆），供应链条也因转型而“缺血”（如一级钢贸总代的托盘服务，IT行业的分销业务，都是提供融资服务为主），传统模式下渠道一二级批发贸易商的“垫资”功能在产业互联网模式下面临缺失，因此随着产业互联网、电商的快速发展，基于产业链的供应链金融服务需求也在加剧。

传统渠道的五大功能现来看物流、服务、营销和销售都能被电商和物流替代，虽然物流也提供融资服务，但是物流一般是针对有限的线下产品分销，针对有限的厂商、有限的物流运输量来提供有限的融资服务，而电商面对的是一个行业或者多个行业，每个行业又有N个厂商，并且商业模式中核心的“交易”是在线上完成，这种情况下，电商平台需要提供传统渠道商的“融资”服务。

图 15、渠道扁平化需要解决融资问题



数据来源：国海证券研究所

为了适应这种垂直、扁平化的 B2B 或 B2C 销售体系之下远端规模小而分散的经销商获得银行融资，保障销售的达成，领先企业开始寻求全链条解决方案的供应链融资支持。以海尔集团为例，近年来通过上线海尔日日顺 B2B 电商平台直接面对全国上万家经销商，缩短供应链条，为了解决远端弱小经销商的融资困难，平安银行橙 e 网与海尔日日顺平台合作、无缝对接，银行根据经销商与海尔的合作记录和订单“信息+信用”融资，有力推动了海尔产业整合与转型升级战略的顺利落地。互联网平台方面，阿里巴巴、京东、苏宁易购等，均针对其供应商及入驻商家以及第三方合作伙伴提供提供低成本、无担保抵押的融资解决方案。

表 6、电商平台纷纷为入驻商家提供融资服务

电商平台	融资服务
阿里巴巴	蚂蚁小贷、网商银行
京东	京保贝
苏宁易购	苏宁银行
一号店	与中国邮储银行合作
易车	汽车金融

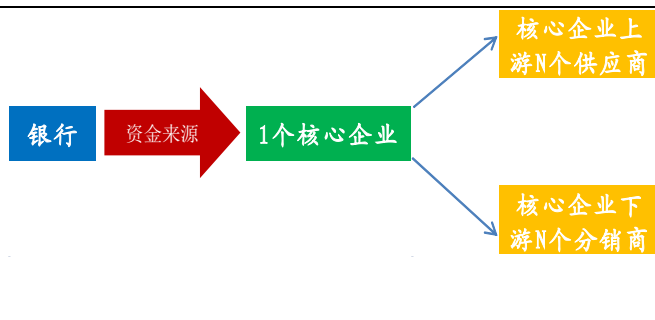
数据来源：国海证券研究所

3.4 第三方产业互联网平台更有效实现“四流合一”

供应链金融的本质是要实现“物流”、“商流”、“资金流”、“信息流”等的多流合一。互联网无疑是实现这一目标的最佳方式，“在线供应链金融”走出了一条中国特色的成长道路，取得了爆炸式增长。2014年也被业界标注为“在线供应链金融”的元年。

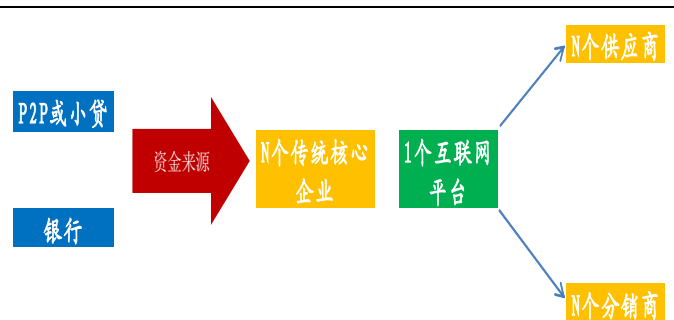
互联网供应链金融颠覆了过往以融资为核心的供应链模式，转为以企业的交易过程为核心，并将过去围绕核心大企业的“1+N”模式，拓展为“N+1+N”模式，即“多个产品供应商+1个第三方互联网平台+N个下游中小企业”。

图 4、传统供应链金融模式



资料来源：国海证券研究所

图 5、互联网与供应链金融结合模式

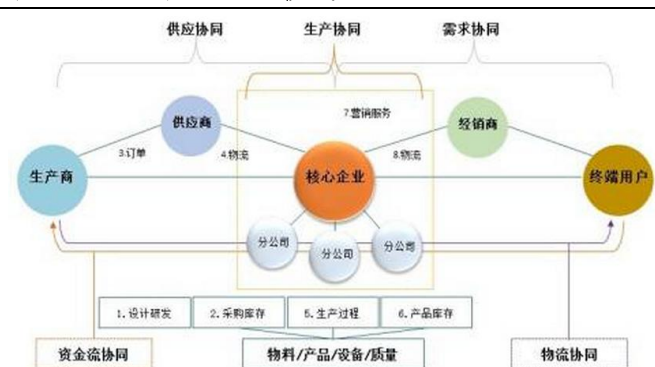


资料来源：国海证券研究所

互联网与供应链金融结合的优势主要表现在网络化、精准化、数据化三个方面，以在线互联、风险控制、产融结合的形式，基于大数据、云平台、移动互联网、互联网金融的供应链金融将打造一个更富有市场力的实体产业链生态环境，供应链金融要实现物流、商流、资金流、信息流四流合一，互联网则是实现这一目标的最佳方式。

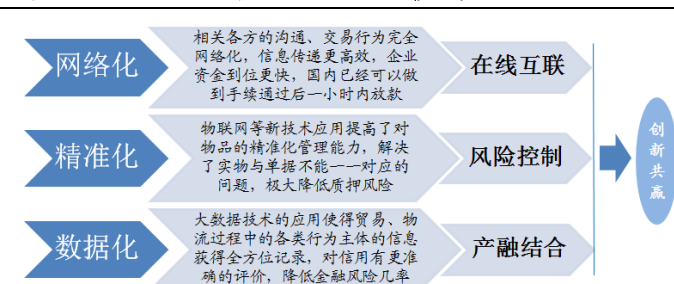
垂直电商已经成功建立起相应的“支付场景”，支付行为带来的商流、资金流、第三方信息流、物流在这个平台上相互结合，共同构筑供应链金融生态化经营、平台化合作。

图 6、传统供应链金融模式



资料来源：国海证券研究所

图 7、互联网与供应链金融结合模式



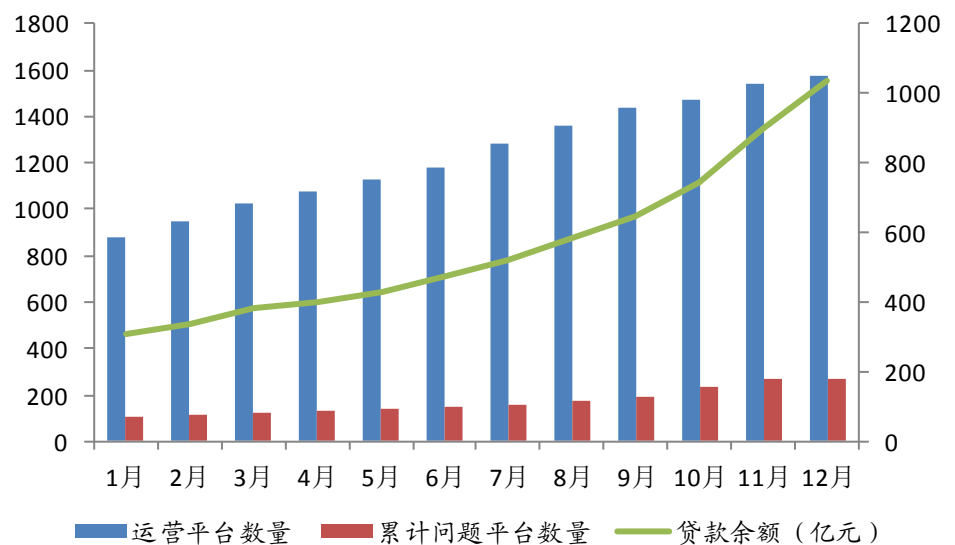
资料来源：国海证券研究所

4、P2P 与供应链的结合，安全可持续且提供资金来源

4.1 P2P 平台快速发展同时风险越来越大

据网贷之家发布的《中国 P2P 网贷行业 2014 年度运营简报》显示，截至 2014 年年末，我国网贷运营平台达 1575 家，接近 2013 年的两倍；全年累计成交量达 2528 亿元，是 2013 年的 2.39 倍；行业总体贷款余额 1036 亿元，是 2013 年的 3.87 倍。

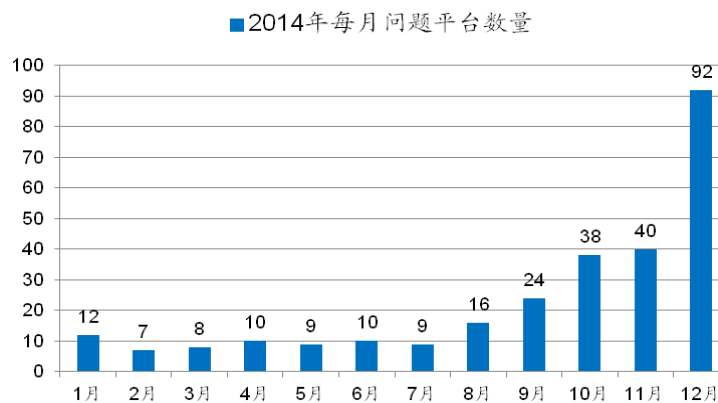
图 2、2014 年我国 P2P 平台运营情况



数据来源：网贷之家，国海证券研究所

然而，在 P2P 网贷平台和成交量一路狂飙的同时，网贷公司“跑路”事件也越来越频繁。根据《简报》，2014 年全国问题平台高达 275 家，是 2013 年的 3.62 倍。仅 12 月份就出现问题平台 92 家，超过了 2013 年全年的问题平台数量。根据网贷之家公布的行业数据，平台爆发问题的时间集中在 10~12 月，尤其是 12 月份问题平台达 92 家，占了全部问题平台数量的三分之一。

图 21、2014 年我国 P2P 平台每月问题数量



数据来源：网贷之家，国海证券研究所

4.2 “P2P+供应链”体现金融服务实体政策导向

供应链金融致力于服务实体经济特别是中小企业融资，符合国家政策导向。服务实体经济，引导和支持经济结构调整，改善中小企业融资环境，一直以来都是国家对于金融市场和信贷政策系统的基本要求。2014 年以来人民银行、国务院更是在不同场合多次强调加大对中小企业的金融支持，降低中小企业融资成本。

表 7、2014 年以来我国关于“金融服务实体经济”的相关政策和文件

时间	文件	主题	主要内容
2015.1.16	人民银行《关于完善信贷政策支持再贷款管理政策支持扩大“三农”、小微企业信贷投放的通知》	继续实施定向调控、结构性调控	增加信贷政策支持再贷款额度500亿元，支持金融机构继续扩大“三农”和小微企业信贷投放，引导降低社会融资成本
2015.1.15	人民银行货币信贷与金融市场工作会议	继续实施稳健货币政策，不断完善金融市场功能	继续实施稳健的货币政策，积极发挥信贷政策在转方式调结构中的作用，围绕实体经济中出现的突出问题加强指导和调控
2015.1.9	人民银行工作会议	实施稳健的货币政策，推动金融改革开放，提升金融服务和管理水平	加强金融法制体系建设，继续实施稳健的货币政策，加大对实体经济的支持，进一步降低融资成本，加快推进金融改革开放等
2014.8.14	国务院办公厅关于多措并举着力缓解企业融资成本高问题的指导意见	解决企业特别是小微企业融资成本高的问题	保持货币信贷总量合理适度增长，抑制金融机构筹资成本不合理上升，缩短企业融资链条，提高贷款审批和发放效率，发挥直接融资功能，积极发挥保险、担保的功能和作用等
2014.8.6	人民银行分支行行长座谈会	按照中央关于当前经济金融工作的决策部署，坚持稳中求进、改革创新，不断完善宏观调控的思路和方式	加大对薄弱环节特别是“三农”和小微企业的金融支持，推动落实降低企业融资成本的各项措施，促进经济持续平稳发展
2014.6.9	人民银行通知	定向下调存款准备金率，引导信贷资源支持“三农”和小微企业	对符合审慎经营要求且“三农”和小微企业贷款达到一定比例的商业银行下调人民币存款准备金率0.5个百分点
2014.4.22	人民银行通知	下调县域农村商业银行和农村合作银行存款准备金率，引导信贷资源支持“三农”	下调县域农村商业银行和农村合作银行存款准备金率，引导信贷资源支持“三农”
2014.3.24	央行负责人回应互联网金融监管话题	提出互联网金融监管的五大原则	互联网金融创新必须坚持金融服务实体经济的本质要求；互联网金融创新应服从宏观调控和金融稳定的总体要求；切实维护消费者的合法权益；维护公平竞争的市场秩序；处理好政府监管和自律管理的关系，充分发挥行业自律的作用
2014.3.20	人民银行《关于开办支小再贷款，支持扩大小微企业信贷投放的通知》	加大支持小微企业融资的力度	正式在信贷政策支持再贷款类别下创设支小再贷款，专门用于支持金融机构扩大小微企业信贷投放，同时下达全国支小再贷款额度共500亿元

数据来源：国海证券研究所

供应链金融的服务对象为一条供应链的上下游众多中小企业。在供应链金融服务中，核心企业依靠自身的优势地位和良好信用，帮助供应链中的弱势中小企业进行融资，维持供应链的稳定性。银行依托产业上下游的交易数据和物流存储情况，对有贷款需求的企业进行信用放贷。供应链融资具有信息、风险可控等优势，有助于缓解中小企业融资难问题。

P2P 平台与供应链对接，一方面可以受益供应链对商流、信息流、资金流、物流四流控制来降低风险，另一方面可以充分将金融服务与供应链对接，实现金融服务实体，尤其是服务中小企业，符合国家政策导向。

4.3 P2P 核心竞争力在资产端

安全、可持续是 P2P 发展的基础

我国 P2P 行业的突飞猛进，实际上更多是传统民间借贷市场的搬家。我国大部分 P2P 都和小贷公司有着紧密合作关系，有些 P2P 是平台类型的，聚集多家小贷，有些 P2P 是直接归属某家小贷公司的，民间借贷市场规模少说也有 3 万亿左右，仅温州就曾超过千亿，所以如果拨开 P2P 的外衣看到民间借贷的身影，那么再讨论 P2P 的发展速度与平台数据可能意义相对不大了（2014 年我国 P2P 累计成交量 2500 亿

左右)。本质上来看,跟小贷联系到一起的 P2P 平台,是小贷公司给 P2P 提供了资产端。

但是小贷公司,资产端难以规模化和标准化,风险可控程度也相对较低,我们认为 P2P 与资产端的分离,是 P2P 盈利难以持续且风险难控的根本原因。金融行业盈利本身依靠规模和杠杆,也就是说,利差和风险不可兼得,利差越小风险越小,安全、可持续的发展需要解决规模和风险的问题。没有一定的规模,难言持续性。高息信贷市场难以设计出标准化产品,规模越大、风险越难控制,进入一个无法绕开的矛盾和死结。

因此我们认为, P2P 与规模大、风险可控的资产端对接,是安全、可持续发展的重要手段之一。

国内 P2P 纷纷拥抱优质资产

P2P 平台规模和风险成为短期难以调和的主要矛盾,如何获取源源不断的、没有规模天花板限制的优质资产是 P2P 平台正在或将要面临的最大挑战。

去年以来,已经构建支付场景并且形成可控闭环的产业 O2O 平台、综合电商平台、大型供应链体系等成为 P2P 积极拥抱的优质资产,供应链或者电商平台提供风险控制和融资需求,成功与 P2P 对接,形成真正闭环。一般而言,除了阿里、京东等综合平台,房地产、汽车、大宗商品平台或产业链,由于其天然的巨大市场规模和较强的金融属性成为 P2P 比较欢迎的资产端。

表 8、P2P 平台纷纷与优质资产端对接

P2P 平台或产品	对接资产端	服务领域
招财宝	阿里	阿里电商平台供应商
京宝贝	京东	京东电商平台供应链
新浪微财富	金银猫、票据宝	供应链金融
宜信	eBay	eBay 电商平台供应链
云融网	淘车无忧	“淘车宝”,二手车商和购车者融资服务
积木盒子	大搜车	二手车经销商库存融资
中瑞财富	瑞茂通	大宗商品供应链
金联储	金银岛	大宗商品供应链
陆金所	绿地、世贸	房地产首付款、尾款
广州 e 贷	方圆地产、美林基业	房地产首付
房金所	新浪易居	房地产首付款
银湖网	熊猫烟花	熊猫烟花供应链企业融资
投哪网	跨国采购中心	供应链金融

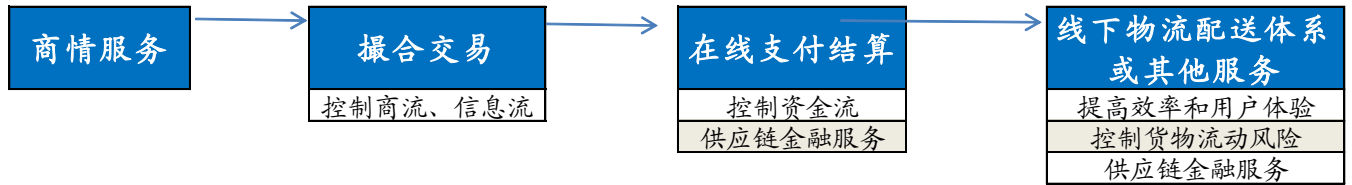
数据来源:国海证券研究所

4.2 产业互联网已经成为优质资产端

目前,供应链金融主要是阿里、京东、苏宁这样的电商平台在做,主要面向电商供应链上的中小企业。电商巨头做金融业务的优势是掌握中小企业资金流、信用、订单等大数据,通过数据分析+信用体制来控制融资风险。

随着垂直电商由传统的资讯、广告、会员等服务向产业 O2O 延伸，产业互联网已经开始将支付结算引入线上，并且跟线下的供应链资源整合打通，初步形成了闭环可控的支付场景。

图 22、垂直电商向 O2O 延伸，风险可控且融资服务需求加大



资料来源：国海证券研究所

经过近几年的用户习惯培育和国内互联网环境的成熟，不同领域的产业互联网支付端已经产生了较高的交易额，给予配套供应链金融服务以较大的施展空间。平台通过自建 P2P 模式或者引入成熟的 P2P 平台跟平台对接，基于支付场景提供融资服务，P2P 从理论逻辑上解决了产业互联网提供供应链金融的资金来源瓶颈。

表 9、产业互联网在金融服务方面有着广阔的需求空间

相关上市公司	互联网主体	所属行业	行业每年交易额规模	平台目前进展
未上市	淘汽档口	汽车配件B2B采购	数千亿规模	不详
上海钢联	钢银	钢铁B2B	万亿规模	目前每天平台结算金额超过1亿
未上市	找钢网	钢铁B2B	万亿级别	2014年实现平台结算金额95亿
物产中拓	中拓钢铁网	钢铁B2B	万亿规模	不详
欧普钢网	欧普钢网	钢铁B2B	万亿规模	不详
隆基机械	车易安	汽车配件B2B采购	数千亿规模	2015年开始大力推广
生意宝	网盛大宗	化工B2B	万亿规模	刚开始
辉丰股份	农一网	化肥农药B2B	千亿规模	2014年11月22-23日举行的农药电商“光棍节”，签订县城工作站600多个，2天订单过亿元
腾邦国际	欣欣旅游	旅游B2B	数千亿规模	2013年交易流水10亿，目标2017年100亿流水
广联达	旺财	建筑建材B2B	万亿规模	陕西采购平台上线后实现当地第一单50亿团购规模
三六五网	装修宝	家居建材B2B	万亿规模	目前仅合肥装修宝每周新增装修需求400户左右

数据来源：国海证券研究所

5、投资策略

5.1 产业互联网启动次序分析

产业互联网向 o2o 延伸，o2o 是基于互联网、移动互联网、大数据的发展而逐渐深入到各个垂直行业，由于 o2o 大都涉及到线下服务，模式比较复杂，如果不建立闭环的供应链模型，用户体验、粘性和盈利难以兑现，因此 o2o 模式相比单纯的线上互联网模式更为复杂，垂直专业性较强，壁垒更高。

垂直行业龙头公司行情远未结束：互联网与 o2o 本质上是一种新的商业模式，与传统的商业模式比较，其商业价值更高，市场化属性更明显，一旦新的商业模式得到市场的认可，带来的是颠覆性的效果和巨大的盈利空间。互联网有个典型属性，就是行业第一的市场份额会远远领先其他竞争对手，集群效应明显，虽然 o2o 由于涉及到线下服务而市场集中度没有纯互联网那么高，但是各个垂直行业的龙头公司未来获得巨大的市场空间仍然比较确定，因此我们认为，o2o 和互联网的行情只是开始，尤其是各个垂直行业的龙头公司，仍然有巨大的成长空间。

供应链金融成为垂直电商首要的盈利模式：不同垂直行业的 o2o 盈利模式不同，中间贸易层级较多、价格信息不对称程度较高的行业在交易端的差价是主体公司主要的盈利模式，而行业成熟度较高且价格相对透明的行业盈利模式主要来自金融服务和增值服务。几乎所有的新型商业模式最终盈利都脱离不了“金融服务”，通过控制行业的支付结算而掌控的巨大资金流水给予主导公司以巨大的金融业务空间，而金融业务本质是经营风险，银行的贷款融资业务难以实现闭环，因此银行对风险的掌控程度一定低于产业主导公司，因此我们认为，在目前可以看得见的金融创新服务中，基于核心主导产业而进行的“供应链金融”是风险相对可控、盈利相对可持续的确定性商业模式。

行业和公司分析关键因素：

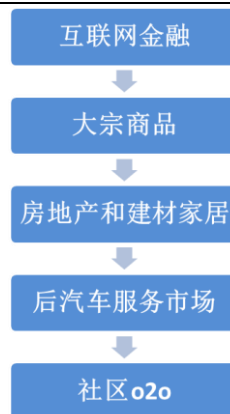
- (1) 线上流量与线下资源价值不同。线下资源变现 arpu 值远高于线上用户。
- (2) 线上流量 + 闭环商业模式
- (3) 服务占比越高，整合难度越大，垂直电商的痛点大都集中在 B 端，未来业务的开展也是集中在下游 B 端。
- (4) 通过提供具有吸引力的小 B 端服务形成对上游大 B 端的话语权，下控渠道上控资源。
- (5) 商业模式创新价值是一方面，推广难易程度还要结合行业痛点是否明显。
- (6) 建立封闭可控的支付场景是商业模式变现的关键，支付场景取决于线上流量优势和线下服务体验。
- (7) 足够大的存量市场支撑。
- (8) 轻资产、重资产模式，第三方的身份角色。

产业互联网启动路径：

从产业路径来看，如果把整个产业的商业模式划分为产品和服务，我们认为，服务占比越高的行业，商业模式难度越高，整合难度也越高，这主要是服务的主观性和非标准性决定的，而产品性的行业，非标准产品占比越高的行业整合难度将越大。

基于以上分析，结合目前我们了解到的各个行业的发展情况，我们认为垂直产业 o2o 的成长路径大致为：互联网金融 - 大宗商品 - 房地产和建材家居 - 后汽车服务市场 - 社区 o2o。

图 23、垂直产业互联网的成长路径



资料来源：国海证券研究所

互联网金融

互联网金融是典型的金融行业的垂直电商，由于金融的纯虚拟性，不涉及到线下的任何服务，决定了金融行业的电商模式比较容易整合，而互联网金融业务直接就是金融服务，盈利模式也更容易兑现，因此互联网金融称为第一个崛起的垂直行业。

大宗商品 o2o

我们认为大宗商品 o2o 是下一个互联网金融。大宗商品的金融属性最为明显，主要表现在：第一，在现货市场上，大宗商品具有其他产品不具备的高流通性；第二，大宗商品本身就是资金密集型行业；第三，如果电商平台能够在现货交易方面具有较高的市场份额，基于平台交易数据而产生的指数业务和衍生品投资，是典型的互联网金融业务，由于与现货交易对接，具有定价权的大数据称为重要支撑，整个体系更加复杂，与普通的互联网金融业务相比，其壁垒更高。大宗商品的市場空间巨大，仅钢铁行业就有每年 5 万亿以上的交易额，如果算上其他品种，整个市场空间高达数十万亿，是金融期货、现货、指数等金融工具的重要领域，我们认为，大宗商品实际上是高壁垒的互联网金融。

大宗商品的整合一定是结合其金融属性，对行业的深入理解以及产业的影响力尤其重要，全球新增的大宗商品需求 80%以上来自中国，我们知道，市场价的波动才是典型的金融属性，因此未来定价权将向国内企业转移。

地产家居 o2o

房地产行业对金融服务高度依赖，开发商业务开展大都基于一定杠杆融资，无论是买房者，还是卖房者，还是建房者，都高度依赖金融业务，因此，如果能够在这个领域建立一个风险可控的支付场景，融资服务市场空间巨大，我们认为地产家居 o2o 将是继大宗商品之后的风口领域。除了比较传统的新房和二手房电商之外，未来的看点在于向产业链延伸的建材家居 o2o 领域，我们把这个市场分为两部分：第一，房地产领域的企业级建材市场；第二，个人的家居建材市场。随着融资方面的收紧，以及政策压力，房地产以往的暴利时代难以再现，成本精打细算诉求越来越高，而建筑材料成本占到开发商总成本的 60%以上，成为地产商越来越重视的领域，建材电商平台通过提高价格透明度、本地

开发商团购等服务最大程度降低采购成本，期间配套融资服务能够有效兑现盈利模式。个人家装方面，最大的痛点在于建材价格信息的高度不对称，装修人员和住户的专业性差异，根据我们草根调研，尤其在陶瓷建材和产品领域，市面价是出厂价的 6 倍以上，部分建材差价甚至更高，主要是因为产品从出厂到销售之间经历了多个层级，二级品牌的销售对设计师、装修公司的引导比较依赖，品牌较多，市场比较分散，国内前四大的建材厂商总份额不到 0.5%，因此行业的整合空间巨大。

后汽车服务市场

后市场空间巨大，每年约三四千亿。线下的业务开展过程中，除了汽配产品之外，专业服务更加重要，服务占比越高，整合的难度也越高。我们分析，后市场的痛点集中在快修店的服务领域，尤其是整合前期，单纯的线上 C 端流量，以及没有改变服务过程的模式，在商业模式上推进难度较大。B 端的整合目的：提高服务和产品的价格透明度，保证汽配件的质量，打造标准化服务流程，降低车主对快修店和 4S 店服务的体验差异，如果在服务环节没有改善，线上流量导入线下快修店，业务模式没有任何变化，模式的推进和用户的粘性难以保障。尽管由于涉及到服务环节，产业整合难度较大，但是国外的商业模式已经非常确定，给国内的产业链整合提供了很好的标杆。Napa 等国外后市场龙头公司均是通过打通上游的采购环节和下游的服务环节，建立标准的配件认证体系，高效的仓储配送体系，以及标准化的快修店服务体系 and 价格标准，形成一个封闭式的全新生态链，这个过程，保险公司称为行业重要的推进者，未来 B 端的整合与 C 端的结合，有望成为后市场有效的商业模式。B 端的采购支付结算，C 端的流量导入，保险、配件的营销提成等，成为后市场比较确定的盈利模式。

5.2 供应链金融融合互联网和 P2P 的推荐标的

供应链金融方面，主要是基于线下业务展开的金融服务，推荐基于煤炭物流基础的煤炭行业供应链金融标的瑞茂通（600180），推荐基于自身房产销售而提供的供应链金融服务标的世联行（002285），基于物流配送行业有望参与供应链金融服务的怡亚通（002183）。

供应链融合互联网和 P2P 的推荐标的：大宗电商推荐上海钢联（300226），建材家居电商方面推荐广联达（002410）、三六五网（300295），汽车后服务市场推荐隆基机械（002363）。关注农药化肥电商辉丰股份（002496）、旅游电商腾邦国际（300178）。

6、风险提示

产业互联网标的短期难以盈利，估值普遍偏高。

【分析师承诺】

孔令峰，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。