

2019-6-9

公司报告 | 点评报告

评级 **买入** 维持

奥瑞金 (002701)

# 未来不确定性渐明，珍视金属包装龙头底部价值

## 报告要点

### ■ 事件描述

近期，受到红牛商标事件案件和年报商誉计提减值等影响，奥瑞金股价持续承压，公司目前 PB/PE（剔除商誉减值影响）已降至历史底部。我们特此根据已公开信息进行梳理和分析。

### ■ 事件评论

- **红牛商标纷争进入审判期，或以共赢方式解决。**中国红牛是公司核心大客户，2017 年收入占比达 60%。目前中国红牛正常经营，在功能饮料需求稳健上行背景下，中国红牛凭借品牌力和渠道力，市场统治力较难撼动。从案件上看，中国红牛深耕国内 30 年，涉及就业 430 余万人，累计纳税超过 300 亿元，相关业务具备深厚的历史根基。近期部分案件陆续开庭审理，法院已驳回泰方红牛关于强制清算的申请，进一步保障中国红牛正常经营。因此我们认为事件发展存在以共赢方式解决问题的可能，若事态继续趋良，公司未来业绩估值提升空间大。
- **年报资产减值系受到联营企业牵连，相关方经营未受影响。**2018 年，奥瑞金计提超过 5 亿元的资产减值，主要受联营企业中粮包装（奥瑞金持股 23%）和加多宝的商标仲裁牵连。本次事件对公司及联营企业实际经营无影响，同时，目前加多宝事件正逐步解决，包括：中粮原董事长入主加多宝、中粮恢复对加多宝供应等逐步落地，后续奥瑞金对相关资产的继续减值可能性较小。
- **二片罐行业景气度上行，并购波尔稳步推进，格局改善后业绩弹性可期。**前期二片罐行业受到产能过剩叠加竞争格局恶化影响，盈利持续下行，甚至出现全行业不盈利情况；目前行业正出现积极变化，包括：1) 行业集中度大幅提升；2) 过剩产能逐步消化；行业景气度正处于景气上行区间。奥瑞金合并波尔后，将成为国内最大的二片罐包装，后续受益于行业盈利改善，料给公司持续贡献利润增量甚至弹性。
- **珍视底部，看好公司中长期投资价值。**公司作为国内金属包装龙头，整合波尔亚太优化行业格局，同时受益于红牛事件趋良及原材料成本下行趋势，盈利有望逐步迎来拐点。目前公司 PB/PE 均处于历史底部，预计公司 2019-2021 年基本 EPS 为 0.37/0.43/0.53 元，对应 PE 为 13/11/9 倍，业绩估值性价比显著，维持“买入”评级。

**风险提示：**

1. 行业风险：产能大幅扩张下，行业供需格局迅速恶化；
2. 公司风险：收购波尔具有不确定性；红牛商标案件；加多宝商标仲裁不确定性

分析师 鄢鹏

☎ (8621) 61118723

✉ yanpeng1@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490517110003

分析师 蔡方羿

☎ (8621) 61118723

✉ caify@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490516060001

联系人 徐皓亮

☎ (8621) 61118723

✉ xuhl2@cjsc.com.cn

联系人 米雁翔

☎ (8621) 61118723

✉ miyx@cjsc.com.cn

## 市场表现对比图（近 12 个月）



资料来源：Wind

## 相关研究

《奥瑞金年报及一季报点评：市占率稳步提升，竞争趋良驱动盈利逐步改善》2019-4-30

《长江轻工|奥瑞金：经营情况趋稳，利润仍有提升空间》2019-2-28

《引领行业整合，打造金属包装航母》2018-12-17

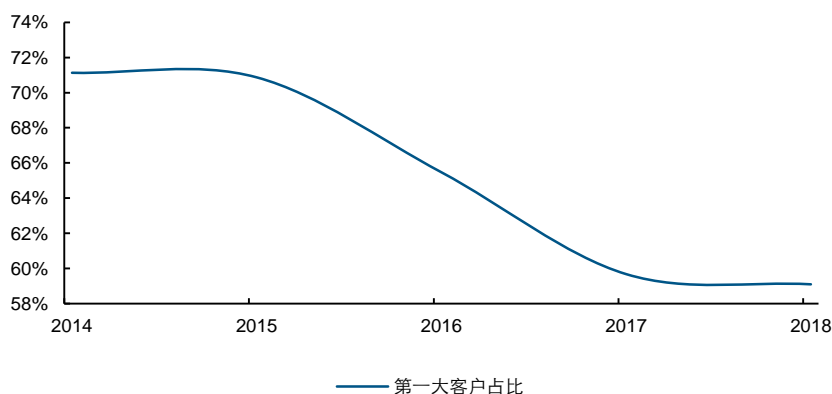
## 写在前面的话

近期，受到中国红牛（奥瑞金第一大客户）商标案件和中粮包装（奥瑞金联营企业）仲裁案件影响，奥瑞金股价大幅承压，PB/PE（剔除商誉减值影响）已降至历史底部。不过，目前公司正常生产经营未受到事件扰动；各纠纷目前仍处于积极的解决过程中，且反馈积极，我们判断，奥瑞金业务发展中的不确定性或趋于降低。从中长期看，公司作为国内最大的金属包装企业并拥有核心客户资源，受益于下游集中度红利叠加行业竞争格局趋良，收入、业绩料延续稳健增长，建议积极把握公司底部布局机会。

## 红牛商标纷争进入审判期，或以共赢方式解决

**红牛是奥瑞金第一大客户，二者实现牢固的共生关系。**红牛作为奥瑞金的第一大客户，占奥瑞金收入比重约 60%。中国红牛和奥瑞金深度绑定，前者在进入中国初期便和奥瑞金展开合作（1995 年），其后双方通过共生型生产布局，联合推进全国性能扩张。同时，为了增强和大客户粘性，奥瑞金通过包装一体化服务能力，为其提供“战马”新品包装的设计、生产、罐装服务，极大减轻客户压力。

图 1：第一大客户在奥瑞金收入占比较高



资料来源：公司公告，长江证券研究所

表 1：奥瑞金产能布局模式

模式	介绍
共生型生产布局 (Implant模式)	在核心客户条件允许的情况下，公司直接租用其场地进行生产，使公司的生产场地与核心客户的生产场地整体上融为一体，但空间上又保持相对独立。
贴近式生产布局 (Wall to Wall模式)	在核心客户场地有限的情况下，公司在距其生产场地不远处独立购置或租赁生产场地，在较为经济的运输半径内为核心客户供应产品。

资料来源：奥瑞金招股说明书，长江证券研究所

**红牛商标案件仍处于审理阶段，近期泰国红牛提出的强制清算申请被法院驳回。**从红牛商标案件上看：红牛商标实际所有人为泰国许氏家族，并按照协议授权给中国红牛，2016 年底，中国红牛商标授权到期，双方未就续约问题达成一致（资料来源：央视网）；2017 年 4 月，代表泰国红牛的许书标家族所掌控的泰国天丝以“请求变更公司登记”纠纷为

由提起诉讼，红牛商标纷争亦由此产生，核心问题在于商标授权协议期限的确认，即华彬宣称：红牛中国和泰方约定红牛中国经营期限五十年，在五十年内只有红牛中国有权在中国境内生产、销售红牛饮料；泰国宣称，该经营期限为二十年（备注：资料引用自华夏时报）；目前案件仍处于审理阶段。根据最新审判结果，泰方提出的强制清算申请不被受理，裁定进一步保证中国红牛正常生产经营的状态。**考虑红牛在全国涉及 400 多万个销售网点，直接创造就业岗位近 15000 个，全产业链涉及就业 430 余万人，国内累计纳税超过 300 亿元人民币（资料来源：华彬官网），预计华彬作为运营主体或较难被颠覆，商标案件最终有望实现有利于品牌发展和各方共赢的处理方案。**

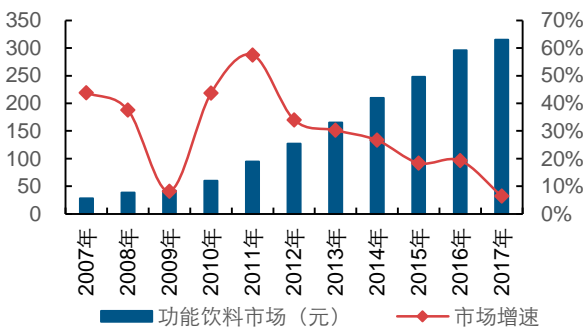
图 2：泰国红牛和中国红牛股权关系



资料来源：《财经》杂志，长江证券研究所

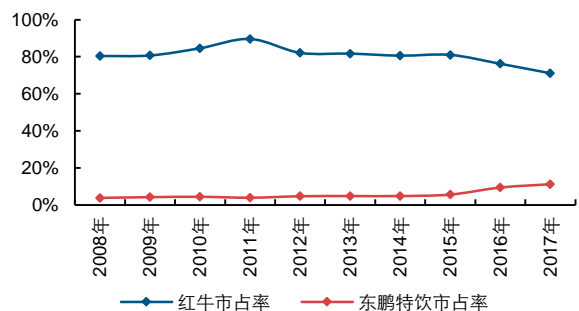
**红牛目前经营正常开展，享行业红利，增长稳健。**红牛目前生产经营正常，其作为功能饮料行业龙头，根据 Euromonitor 统计，市占率维持在 80%左右。近年来功能饮料市场规模维持 10%左右增长，快于整体软饮行业。红牛凭借品牌力和渠道力，市场统治力尚较难撼动，我们判断，受益于行业红利，红牛有望维持较为稳健增长

图 3：近年来，功能饮料市场稳步增长



资料来源：Euromonitor，长江证券研究所

图 4：红牛是功能饮料领域绝对龙头



资料来源：Euromonitor，长江证券研究所

**总结：**红牛是公司核心大客户，2017 年红牛收入占比达 60%。目前中国红牛正常经营，在功能饮料行业稳健上行的背景下，红牛凭借品牌力和渠道力，市场统治力较难撼动。从案件上看，红牛（中国）深耕国内 30 年，涉及就业 430 余万人，累计纳税超过 300

亿元，相关业务或较难被颠覆。近期部分案件陆续开庭审理，法院已驳回泰方红牛关于强制清算的申请，进一步保障中国红牛正常经营。未来我们亦可对事件发展抱有积极预期，存在以共赢方式解决问题的可能，这也会对奥瑞金无论业绩端或预期端带来较强提振。

## 年报资产减值系受联营企业牵连，相关方正常经营未受影响

**减值系联营企业的经营争端，公司受到牵连。**2018年，审计师对中粮包装（奥瑞金联营企业，奥瑞金持股 23.13%）出具财务报表保留意见，这主要受到加多宝仲裁影响，审计师对合营企业清远加多宝无法取得可靠的财务数据。奥瑞金受此拖累，对中粮的股权投资进行减值测试，计提 5 亿元减值准备；同时，考虑中粮包装的保留意见发生于 2019 年 4 月，晚于奥瑞金 2018 年报预告时间，故奥瑞金实际年报数据低于预告指引。

图 5：中粮包装大股东构成

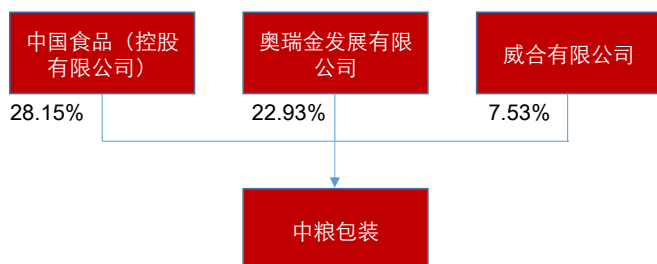
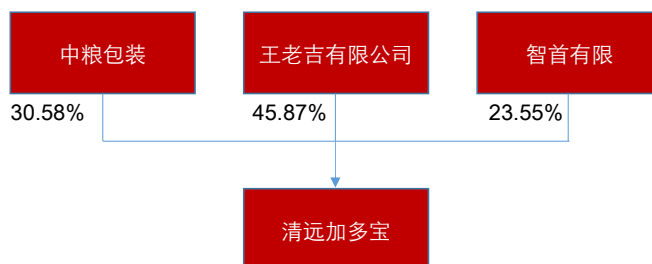


图 6：清远加多宝股权构成



资料来源：中粮包装公告，长江证券研究所 备注：威合有限是中粮管理层持股平台，数据来自中粮包装 2018 年年报

资料来源：企查查，中粮包装公告，长江证券研究所 备注：数据来自 2018 年底

**仲裁正逐步得到解决，尚未影响公司经营。**目前中粮包装就加多宝的品牌注入问题正处于仲裁阶段，考虑 2018 年底加多宝任命王金昌先生（原中粮包装董事会主席）为董事长，双方并于 2019 年 1 月签订全新供罐协议，预计加多宝商标案件的解决趋于明朗化，奥瑞金对中粮投资未来继续减值可能性较小。同时，期间各方经营正常，对业绩未造成实际影响。

表 2：中粮包装和加多宝商标事件梳理

时间	事件
2017年10月	中粮包装以20亿元人民币向清远加多宝进行注资，其中10亿元为现金方式支付，另外10亿元以中粮包装生产的铝制饮料罐出资；加多宝集团旗下的王老吉公司将向清远加多宝注入加多宝商标，作价达30亿元，占清远加多宝45.78%的股份。该公司拥有的上述商标与“加多宝”及“JDB”品牌有关。 清远加多宝主要从事研究、开发、生产、加工及销售蔬果饮料、茶饮料、凉茶、植物饮料及浓缩液等非酒精饮料，并为加多宝集团中“加多宝”和“JDB”品牌饮料独家提供浓缩液。
2017年11月	中粮包装正式入股加多宝
2018年7月	中粮包装发布公告，因王老吉未按协议向清远加多宝注入加多宝商标，向香港

	国际仲裁中心对王老吉、智首、清远加多宝提出仲裁申请
2018年8月	中粮包装发布公告，获得中国法院对王老吉有限公司提出诉讼申请，并对王老吉在中国境内持有的加多宝商标进行保全（禁止转让、注销注册商标、变更注册事项和办理商标权质押登记等事项）
2018年9月	中粮包装发布中期报告，自2018年二季度中止加多宝供货
2018年12月	原中粮包装董事长王金昌先生任职加多宝（中国）饮料有限公司和昆仑山矿泉水有限公司董事长
2019年1月	中粮包装投资有限公司与加多宝（中国）饮料有限公司签署《中粮包装--加多宝2019年度供罐合作协议》

资料来源：中粮包装公告，长江证券研究所

**总结：**2018年，奥瑞金计提超过5亿元的资产减值，主要受联营企业中粮包装（奥瑞金持股23%）和加多宝的商标仲裁牵连。本次事件对公司及联营企业实际经营无影响，同时，目前加多宝事件正逐步解决，包括：中粮原董事长入主加多宝、中粮恢复对加多宝供应等逐步落地，后续奥瑞金对相关资产的继续减值可能性较小。

## 二片罐景气度上行，公司相关业务料持续贡献业绩增量

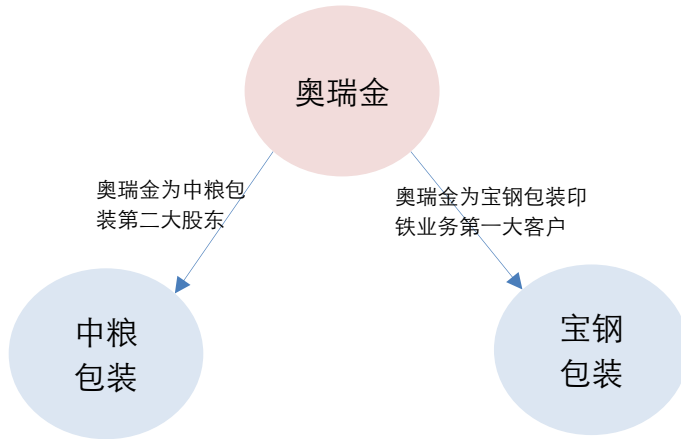
二片罐行业整合加速，未来在产业链内议价权有望加强。二片罐行业CR5超过60%，前5家企业产能相差不大，且考虑金属包装的分散式供应，绝对规模优势并不存在，行业目前能否实现盈利改善主要依赖竞争格局能否趋良。在行业盈利处于低位背景下，内资企业通过并购逐步形成行业主导。昇兴通过入股太平洋，加之奥瑞金收购波尔中国，持续提升行业议价能力同时，前期外资企业凭借海外工厂盈利、补贴中国工厂经营并主动发起并主导价格战的局面有望告一段落，内资企业夺得二片罐市场的主导权；

表 3：金属包装行业整合情况

首次披露时间	投资方	投资标的	金额	备注
2018年12月13日	奥瑞金	波尔中国，包括波尔北京（100%）、波尔佛山（100%）、波尔青岛（100%）、波尔湖北（95.69%）	2.05亿美元	签署了股权收购协议
2017年3月15日	奥瑞金全资子公司堆龙鸿晖 中粮包装	纪鸿包装（19%） 纪鸿包装（51%）	760万美元 6675万元	奥瑞金与中粮包装为关联方
2017年8月31日	福州兴瑞丰（昇兴股份为LP）	太平洋制罐（沈阳，35%）、太平洋制罐（青岛，35%）、	-	已完成收购，6家投资标的的另外0.5%
2016年11月23日	福州兴瑞丰（昇兴股份为LP）	太平洋制罐（漳州，99.5%）、太平洋制罐（北京，99.5%）、太平洋制罐（武汉，99.5%）、太平洋制罐（肇庆，99.5%）、太平洋制罐（沈阳，64.5%）、太平洋制罐（青岛，64.5%）	-	的少数股东为福州源丰投资（福州兴瑞丰的GP）
2015年11月9日	奥瑞金	中粮包装（22.93%）	16.16亿港元	投资已完成

资料来源：各公司公告，长江证券研究所 注：括号内百分数为投资或拟投资的股权比例

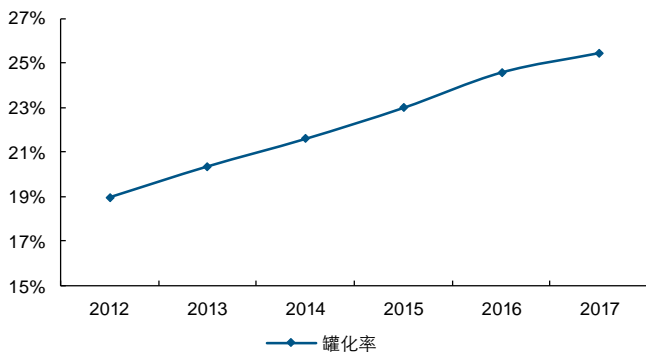
图 7：中粮包装-奥瑞金-宝钢包装



资料来源：各公司公告，长江证券研究所

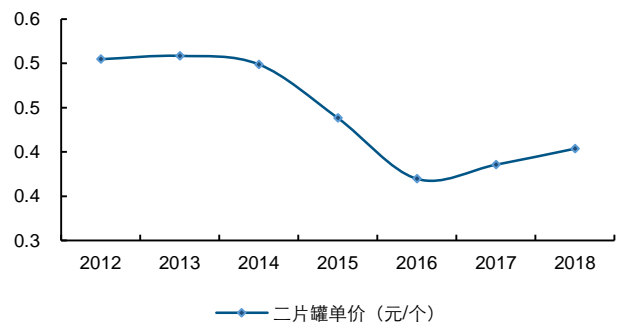
啤酒罐化率提升驱动二片罐产能利用率稳步增长，二片罐行业目前仍处于提价区间。目前，国内啤酒罐化率约 25%（Euromonitor，2017 年）；对比海外（超过 50%）仍有较大提升空间，相比玻璃瓶，金属罐在成本、运输、环保方面更具优势，亦是推动啤酒升级的重要组成。近年来，受益于啤酒罐化率提升，二片罐产能利用率持续提升；受此影响，金属二片罐行业景气度正逐步回暖，盈利将进入恢复通道。

图 8：啤酒罐化率稳步提升



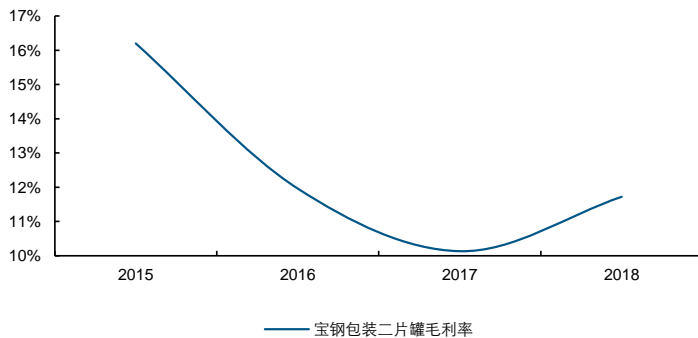
资料来源：Euromonitor，长江证券研究所

图 9：近年来，二片罐单价逐步进入上行区间



资料来源：宝钢包装公告，长江证券研究所

图 10：宝钢包装二片罐单价



资料来源：宝钢包装公告，长江证券研究所 2017 年宝钢包装二片罐占比约 71%，且二片罐相对同质，可以用宝钢包装毛利率/净利率数据基本反映行业整体盈利水平

**总结：**前期二片罐行业受到产能过剩叠加竞争格局恶化影响，盈利持续下行，甚至出现全行业不盈利情况；目前行业景气度趋良，包括：1) 外资企业加速退出，行业在上下游议价能力提升；2) 啤酒罐化率稳步提升，产业过剩产能逐步消化；行业盈利亦进入上行区间。奥瑞金合并波尔后，将成为国内最大的二片罐包装，受益于行业盈利改善，料给公司持续带来利润增量。

## 继续看好奥瑞金中长期逻辑

公司是 A 股金属包装龙头，收购波尔完成后，其二片罐、三片罐产能均达到行业第一。坚定执行大客户战略，持续夯实与优质客户粘性，未来有望享受下游集中度提升红利。同时，公司亦充分利用大包装综合服务优势，加大市场开拓力度，优化调整产品结构和客户结构，不断降低对单一客户的业务依赖。针对红牛商标问题，公司目前正常履行与中国红牛的战略协议，继续做好供应服务。

公司作为国内金属包装龙头，整合波尔亚太优化行业格局，同时受益于红牛事件趋良及原材料成本下行趋势，盈利有望逐步迎来拐点。目前公司 PB/PE 均处于历史底部，我们预计公司 2019-2021 年基本 EPS 为 0.37/0.43/0.53 元，对应 PE 为 13/11/9 倍，业绩估值性价比逐渐凸显，继续予以“买入”评级。

图 11：奥瑞金 PB Band



资料来源：Wind，长江证券研究所

## 主要财务指标

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	8175	10455	13618	15753
增长率 (%)	11%	28%	30%	16%
归属母公司所有者净利润 (百万元)	225	866	1005	1244
增长率 (%)	-68%	285%	16%	24%
每股收益 (元)	0.10	0.37	0.43	0.53
净资产收益率 (%)	4%	14%	14%	15%

## 财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>8175</b>	<b>10455</b>	<b>13618</b>	<b>15753</b>	货币资金	1586	-1	9	-147
营业成本	6067	7802	10275	11842	交易性金融资产	0	0	0	0
<b>毛利</b>	<b>2108</b>	<b>2652</b>	<b>3344</b>	<b>3911</b>	应收账款	1866	2562	3337	3860
%营业收入	26%	25%	25%	25%	存货	703	942	1241	1430
营业税金及附加	74	100	130	150	预付账款	262	347	457	527
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	534	225	243	254
销售费用	310	335	437	505	<b>流动资产合计</b>	<b>4951</b>	<b>4076</b>	<b>5287</b>	<b>5925</b>
%营业收入	4%	3%	3%	3%	可供出售金融资产	355	355	355	355
管理费用	463	753	981	1135	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	6%	7%	7%	7%	长期股权投资	2236	2236	2236	2236
财务费用	292	401	537	526	投资性房地产	128	128	128	128
%营业收入	4%	4%	4%	3%	固定资产合计	4680	5363	5954	6455
资产减值损失	558	0	0	0	无形资产	517	498	479	458
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	40	40	40	40
投资收益	104	162	162	162	递延所得税资产	95	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>536</b>	<b>1226</b>	<b>1421</b>	<b>1757</b>	其他非流动资产	442	255	255	255
%营业收入	7%	12%	10%	11%	<b>资产总计</b>	<b>13443</b>	<b>12951</b>	<b>14734</b>	<b>15852</b>
营业外收支	5	-7	-7	-7	短期贷款	1754	2045	2180	1657
<b>利润总额</b>	<b>541</b>	<b>1219</b>	<b>1414</b>	<b>1750</b>	应付款项	1661	1440	1896	2185
%营业收入	7%	12%	10%	11%	预收账款	43	49	64	74
所得税费用	317	370	429	531	应付职工薪酬	98	137	181	208
净利润	224	849	985	1219	应交税费	141	103	134	155
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>225</b>	<b>866</b>	<b>1005</b>	<b>1244</b>	其他流动负债	3006	369	486	560
少数股东损益	-2	-17	-20	-25	<b>流动负债合计</b>	<b>6703</b>	<b>4143</b>	<b>4941</b>	<b>4839</b>
<b>EPS (元/股)</b>	<b>0.10</b>	<b>0.37</b>	<b>0.43</b>	<b>0.53</b>	长期借款	845	845	845	845
<b>现金流量表 (百万元)</b>					应付债券	0	1500	1500	1500
	2018A	2019E	2020E	2021E	递延所得税负债	41	0	0	0
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>2078</b>	<b>485</b>	<b>1117</b>	<b>1599</b>	其他非流动负债	238	0	0	0
取得投资收益	56	162	162	162	<b>负债合计</b>	<b>7827</b>	<b>6488</b>	<b>7285</b>	<b>7184</b>
长期股权投资	323	0	0	0	归属于母公司	5374	6239	7244	8488
无形资产投资	-42	-16	-16	-16	少数股东权益	243	225	205	180
固定资产投资	-20	-1144	-1144	-1144	<b>股东权益</b>	<b>5616</b>	<b>6464</b>	<b>7449</b>	<b>8668</b>
其他	-865	329	-7	-7	<b>负债及股东权益</b>	<b>13443</b>	<b>12951</b>	<b>14734</b>	<b>15852</b>
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-548</b>	<b>-669</b>	<b>-1006</b>	<b>-1006</b>	<b>基本指标</b>				
债券融资	0	1500	0	0	EPS	0.10	0.37	0.43	0.53
股权融资	0	0	0	0	BVPS	2.28	2.65	3.08	3.60
银行贷款增加 (减少)	-658	291	135	-524	PE	52.88	12.53	10.80	8.73
筹资成本	-723	-225	-237	-226	PEG	—	0.04	0.67	0.37
其他	-629	-2969	0	0	PB	2.22	1.74	1.50	1.28
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-2010</b>	<b>-1402</b>	<b>-102</b>	<b>-749</b>	EV/EBITDA	9.77	7.78	6.45	5.36
<b>现金净流量</b>	<b>-480</b>	<b>-1586</b>	<b>10</b>	<b>-156</b>	ROE	4%	14%	14%	15%





## 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相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

看 好: 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性: 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡: 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

买 入: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-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。

**相关证券市场代表性指数说明:** A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以恒生指数为基准。

## 联系我们

### 上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (200122)

### 武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

### 北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

### 深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼 (518048)

## 分析师声明

作者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。分析逻辑基于作者的职业理解, 本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与, 不与, 也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系, 特此声明。

## 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。

本报告仅限中国大陆地区发行, 仅供长江证券股份有限公司 (以下简称: 本公司) 的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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, 本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告; 本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表本公司或其他附属机构的立场; 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。