

广发证券晨会纪要

2012年2月13日

编辑: 元梓槐

电话: 020-87555888-8196

邮箱: yzh5@gf.com.cn

晨会主题

今日关注

芜湖政策叫停点评—大尺度宽松预期暂告段落，微调仍是大方向！ 芜湖新政被叫停出乎我们的意料之外。但是，从情理的角度来看，是可以理解的。如果芜湖大尺度的刺激政策得以实施，或许将引发连锁反应：众多地方政府效仿刺激自住型合理需求，而较大范围的刺激又可能使得房价下降预期发生反转，这显然是不利于中央巩固调控成果的。芜湖新政对中央（也包含公众舆论）底线的试探以失败告终，这或许说明，中央短期内不会支持类似大尺度的定向宽松举措，大尺度的定向宽松预期可以暂告段落。但是，我们认为，政策微调仍是未来的方向。在中央从“坚定不移调控”转为“巩固成果”、以及央行“满足首次购房家庭的贷款需求”的政策大背景下，在合理范围内出台小尺度的定向宽松政策仍是地方政府着力之处。利好被叫停，遐想之门被关闭，对地产股来说，是明显的利空。但总体上，我们仍然对地产股持中性偏乐观的态度。行业调控政策微调以及货币政策微调仍然是未来的大方向，对此，我们仍然要保持密切的关注和跟踪。

近期重点推荐

康美药业、仁和药业、纳川股份、格力电器、美的电器、德赛电池、友阿股份

宏观、行业、公司点评

- 1月份信贷货币数据点评
- 苏宁电器调研纪要—长期竞争力在于对供应链的整合及物流体系的建设。

市场数据

全球主要市场指数表现

指数名称	最近交易日收盘	涨跌
上证综指	2351.98	0.10%
深证成指	9590.95	0.32%
沪深300	2533.62	0.17%
中小盘	5098.52	0.56%
创业板	696.81	0.19%
道琼斯工业平均	12801.23	-0.69%
纳斯达克综合	2903.88	-0.80%
标准普尔500	1342.64	-0.69%
东京日经225	8947.17	-0.61%
法国巴黎CAC40	3373.14	-1.51%
德国法兰克福DAX	6692.96	-1.41%
伦敦富时100	5852.39	-0.73%
多伦多300	12389.42	-0.87%
雅典ASE	823.96	1.83%

国际原材料商品价格

指数名称	最近交易日收盘	涨跌
布伦特原油	117.07	-1.28%
WTI原油	99.09	-0.75%
黄金现货	1722.00	-0.43%
白银现货	33.58	-0.94%
LME铝	2251.00	0.83%
LME铜	8472.00	-2.68%
LME锌	2089.75	-0.87%
CBOT大豆期货	1228.40	0.03%
CBOT玉米期货	630.20	-0.91%
CBOT小麦期货	629.20	-2.51%

今日关注

芜湖政策叫停点评—大尺度宽松预期暂告段落，微调仍是大方向！

事件：

芜湖政府发文暂缓执行近日出台的以购房补贴为主的房地产政策（即“芜湖市政府关于进一步加强住房保障、改善居民住房条件的若干意见的通知”）。

点评：

意料之外，情理之中

芜湖新政被叫停出乎我们的意料之外。但是，从情理的角度来看，是可以理解的。如果芜湖大尺度的刺激政策得以实施，或许将引发连锁反应：众多地方政府效仿刺激自住型合理需求，而较大范围的刺激又可能使得房价下降预期发生反转，这显然是不利于中央巩固调控成果的。

大尺度定向宽松预期暂告段落，但微调仍是大方向

芜湖新政对中央（也包含公众舆论）底线的试探以失败告终，这或许说明，中央短期内不会支持类似大尺度的定向宽松举措，大尺度的定向宽松预期可以暂告段落。但是，我们认为，政策微调仍是未来的方向。在中央从“坚定不移调控”转为“巩固成果”、以及央行“满足首次购房家庭的贷款需求”的政策大背景下，在合理范围内出台小尺度的定向宽松政策仍是地方政府着力之处。

短期利空地产股

利好被叫停，遐想之门被关闭，对地产股来说，是明显的利空。

但总体上，我们仍然对地产股持中性偏乐观的态度。行业调控政策微调以及货币政策微调仍然是未来的大方向，对此，我们仍然要保持密切的关注和跟踪。

风险提示：政策风险。

联系人：沈爱卿 020-87555888-8637 saq@gf.com.cn

宏观、行业、公司点评

1 月份信贷货币数据点评

事件：

2月10日晚，中国人民银行发布2012年1月金融统计数据报告：

- 1、1月末M2,同比增长12.4%,比上年末低1.2%; M1同比增长3.1%,比上年末低4.8%;
- 2、当月人民币贷款增加7381亿元,同比少增2882亿元;
- 3、当月人民币存款减少8000亿元,同比多减7800亿元。

点评：

1、新增信贷数据低于市场预期，春节因素为主因

1月人民币贷款增加7381亿元，同比少增2882亿元，明显低于市场预期。我们认为主要原因为两点：1、受春节因素影响，1月工作日减少，企业实际贷款需求也相应延后。2、从监管角度看，希望信贷保持平稳增长。1月存款环比减少8000亿元，较多银行已出融资方案尚未完成，也成为贷款增长较为平稳的影响因素。

我们预期节后放贷将出现明显增长，2月新增贷款数据可能与1月相近，1季度三个

月份贷款节奏较往年更为平均。12 年宏观经济存在较高不确定性，存款依然呈紧张局面，后续贷款发放将考虑存款吸收和有效需求。

2、存款大幅下降源于季节性因素，行业竞争加剧

1 月存款减少 8000 亿元，同比多减 7800 亿元，主要源于季节性因素影响。观察历史数据，可以看到自 10 年中期起，银行的存款已出现较为明显的季末冲时点，季初回落的现象。具体体现为 3、6、9、12 月存款增量冲高，1、4、7、10 月存款增量明显减少甚至负增长，存款波动性加大。在 10 年 12 月存款出现 9449 亿元的高增长后，11 年 1 月的存款也出现了 203 亿元的负增长。11 年 12 月新增存款达 14300 亿元，从而 1 月存款回落属于大概率事件。从结构看，受春节因素影响，企业存款向个人存款转移较多，企业存款减少 2.37 万亿元，住户存款增加 1.68 万亿元；财政性存款增加 3518 亿元。

3、M1 增速大幅下降，负剪刀差大幅扩大

1 月末 M2，同比增长 12.4%，环比下降 1.2%；M1 同比增长 3.1%，环比大幅下降 4.8%；M1-M2 负剪刀差扩大为 -9.3%，达到历史高点。M2 增速放缓符合当前的货币环境，M1 降幅明显预期与春节前较多资金转为 7 天通知存款，或流入理财产品，资金活性下降有关。2 月 M1 预期将出现反弹。但从趋势看，存款定期化依然延续，银行的存款成本趋升。

投资建议与风险提示：

1 月信贷数据大幅低于预期，准备金率也一直未发生下调，市场对流动性放松的政策预期可能发生调整，短期行业跟随市场存在下调风险。但 2 月信贷有望高于去年同期，银行年报和 1 季报业绩预期将表现良好，在经济形势尚不明朗期间，我们预期银行股将震荡向上。维持行业“买入”评级，推荐招商银行、浦发银行、兴业银行、中信银行、交通银行，适度关注城商行。

风险提示：

- 1、经济波动对地方债务及银行资产质量形成阶段性压力；
- 2、利率市场化推进过程中股价可能产生阶段性波动。

联系人：沐华 020-87555888-8339 mh@gf.com.cn

苏宁电器调研纪要—长期竞争力在于对供应链的整合及物流体系的建设。

盈利预测及投资建议：

公司对易购的发展实施了新的举措，我们判断 3 月份公司实施新的宣传及促销活动之后，公司度浏览量、转换率、客户体验等方面将会有显著提升，届时也将迎来较好的投资机会。长期竞争力在于对供应链的整合及物流体系的建设。预计 2011-2013 年摊薄后 EPS 为 0.65 元，0.72 元，0.82 元，目标价 14 元，维持“买入”评级。

Q：公司近期经营情况及 12 年目标？

1 月份实体店销售略有增长，同店下降。春节期间销售情况较差，28 号之后增长有所提升。一方面是因为去年 1 月份有 100 多个亿销售，基数较大，所以压力还是比较大，但比市场整体情况要好。预计实体店一二月份合计可以实现超过 10% 的增长，全年目标也是这样。目前看，还是有压力。从品类来看，白电比较差，黑电和 3C 产品还可以。2012 年收入目标是 30% 增长（包括易购 200 亿），利润目标没有太高诉求。易购从 09 年开始做，按照业务发展规律，2012 年应该是易购销售爆发性增长的年份，2012 年二季度是一个重要的观察窗口。

Q: 如何提高经营效率和减少大企业的弊病?

经济今年在上半年不是很理想,作为企业肯定要提高企业的经营效率,减少大企业的弊病。我们在几个方面做了努力:

春节前调整了 6000 人。和一般企业的裁员不同,我们更重要的是为了企业更好的发展,之前做了比较多的人才储备,所以不管环境好不好都到了对人员进行调整的阶段,本次调整主要集中在门店基层员工和中低层管理员工。

精简组织岗位,提高效率。目前国内有 34 个大区,公司将继续增加大区数量来扁平化内部管理。同时强化人员的评估和优化,通过调整能力跟不上的员工,公司员工工资水平将保持增长。在今年开店 400 家的情况下,也要把人员控制在 65000 人内(2011 年底人数是 75000 万人)。

提高单店产出,提高投入产出效率。一季度将关闭 50-60 个门店(主要是 2 年没有盈利的门店),同时在大城市里不再新开社区店,而重点加强旗舰店的产出上,对没有进行改造的旗舰店进行改造,从装修到产品布局,今年目标是旗舰店保持同店增长。同时要减少实体店的广告投入,预计实体店的营销费用率下降 0.2-0.3 个百分点。

Q: 家电连锁的发展趋势及应对策略?

从目前情况来看,家电连锁发展趋势有以下几个方面:

一级城市家电增长受到影响,同城大量门店布局效率会下降,增长主要在 3C 产品;

二三线城市公司仍然有很大的增长空间,尤其是部分目前效率不高的二三级城市;

在优化后台供应链管理之后,找到新的增长点,在新的产品和品类上有新的突破;网络零售渠道实现全面突破。

应对策略:

在一级城市进一步提高 3C 产品市场份额。在一线城市核心商圈和一级商圈继续开设 3C 店促进 3C 业务快速发展,比如上海南京路,深圳华强北等地继续开设 300-500 平方的 3C 店。

提高二三线城市经营能力。公司认为二三线城市经营能力不足主要原因还是在一些二线城市的纵深度仍然不够。公司目前最强的二线城市,都是 34 个大区所在地,所以会继续挑 15-18 个城市做成大区,夯实基础,在此基础上往三四线城市发展。这样一方面实现管理扁平化,另一方面也可以提高这些城市的经营能力。

产品突破和店面形象的突破。主要是加快乐购仕业态的发展。公司将在北京、上海、天津、重庆、杭州、广州等 6 个城市,建设 LAOX 生活广场和 LAOX 电器广场,今年开 30 家店。生活广场是做产品突破,比如手表等,跟生活相关的日用品进行突破,因为面积有 1.5-2 万平米,还有餐饮等。同时 EXPO 形式的门店也会往生活广场方向发展。南京地区开的乐购仕店预计今年可以实现 4 个亿的销售。

网络零售业务的突破:公司对于网络零售业务在不同阶段有不同策略。从 09 年正式开始发展网络零售业务后,目前已经有明确定位,公司已经认为大力发展网络零售业务将是公司业务目标实现的重要战略。首先,从行业发展来看,不断实现业态升级是个必然趋势,原有的零售业态是单店形式,之后出现连锁业态,到目前网络零售业态快速发展。从公司发展来看,在初期人员及租金成本不高的情况下,结合房地产市场快速发展,新的小区很多,开设社区店很有必要,但随着宏观调控,社区店不再有规模效应,现在公司可以通过电子商务和旗舰店解决规模效应以及风险问题。超级旗舰店+旗舰店+中心店+网络零售组合发展肯定会优于 20%旗舰店+30%中心店+50%社

区店的组合。公司预计全国 2000 多个市场可以开 3500 个超级旗舰店，再加上电商业态，这个组合的投入产出效率会远远高于原有门店组合效率。其次，在面向不同客户群时，发展网络零售业务也是必需的，可以实现公司差异化人群营销策略，比如，白领和大学生对电商购物倾向性会高，而其他人群还是在实体。再者，从公司对新的增长点诉求角度考虑，公司也要大力发展电商业态，这个业态可以打破公司在其他品类上的增长局限。最后，从企业可持续发展角度也必须发展电商业务，公司有供应链经验，通过产品+服务+互联网有利于加强消费者粘性，提高企业盈利水平。2012 年将是易购业务快速发展的一年，主要是基于过去两年公司在易购业务上的探索和积累，使得公司已经具备了推动易购继续快速增长的条件。

Q: 网络零售主要表现为哪些方面的竞争？

网络零售的竞争主要是资本和管理的竞争。公司的资金和管理能力都要显著优于其它网络零售上，尽管京东 2011 年发展很快，但 2012 年京东 2012 年因为考虑要赢利，会遇到很多问题，例如最近曝光的京东的供应商合同里面京东对供应商的要求明显提升，而最近亚马逊也提高了对供应商的扣点率，这些竞争对手的动向都给易购今年的发展提供了良好的竞争氛围，公司目前主要不足的是对网络零售的积累时间相对不足，没有先发优势，但公司正在迎头赶上。

Q: 公司推动易购发展的具体举措有哪些？

战略升级：公司将易购从一个子公司升级到一个业务战略单元（与采购总部、战略管理总部等并列），目前由董事会秘书任俊分管。

加强团队建设及人才储备：继续完善团队和人才储备，需要的人才第一类是采购和运营，第二类是 IT、第三类是服务人员。

抽调 4 个采购部总经理到易购完善和强化采购部。从采购总部抽调了空调、生活家电、电脑事业部、数码产品的采购总经理来完善易购的采购能力。同时除了原来 8 个采购事业部，新增加了百货，日用，图书，金融产品、虚拟产品 5 个新的事业部，其中百货，日用品等品类会从外部挖副总裁，自己的人来担任总经理。

原来 IT 中心从一个中心变成 8 个中心，包括电子商务 B2C、电商平台 B2B 等 8 条线。信息中心原来 1000 多人里面有 300 多人是专做电商业务，会继续再引进 500 名大学生，已经到位 400 人，同时还有 400-500 的外部人才引进计划，人员扩充到 2000 人，同时会招高层次人次，互联网公司的一些技术总监都在沟通过程中，长远来讲要有自己的人员培养才能奠定自己的基础。5 月份会在美国硅谷成立研究中心，设置搜索和智能购物、融合通讯、云计算三个实验室，同时在国内还要成立研究所。总部大楼后面正在建设苏宁易购办公楼，2014 年建成易购 1.5 万人的办公和研发总部。

服务人才方面，北京大区范总调到上海，上海老总调过来作服务中心总监，原来服务中心总监作易购的服务老总。在服务体系方面主要是完善小件商品配送体系建设和提高售后服务能力。

南京的小件商品拣选和存储中心 3 月份上线，这两天正在配装分拣线，SKU 的设计数量可以达到 150 万。今年还要完成北京和上海地区小件拣选中心设计，年底要动工。2015 年全部完成 8-10 个小件配送中心的建设，建设周期 1 年半。在小件拣选和存储中心未建好的城市，公司已经租了 12 个小件仓库，总体可能需要 20-30 个小件仓。在配送体系方面，公司可以实现全国有 3000 个物流配送点，主要是由 1000 个门店，以及新设的自提点等组成，预计到 2012 年年底可以达到 2000 个，2011 年已经设了 583 个自提点。

今年公司售后服务人员将达到 2 万人左右，同时公司要加强易购的售前服务，今

年要组成一个 400 人的售前服务队伍。在 6 月份开放平台之后也会要求供应商自己也要配一些客服。呼叫中心方面，198 中心和 365 的呼叫中心结合，座席数可达到 2000 人。

同步成立了 12 个易购分公司，北京，上海，南京，深圳，济南，沈阳，天津，重庆等地设立易购分公司，主要负责区域化的采购、宣传和服务工作。公司会把易购的各区域销售目标放到大区总经理一起考核，推动大区经理支持易购的销售。

营销活动：

品牌内涵建设。今年 3 月开始，会进行持续 3-4 个月份的密集宣传，同时在新的宣传方式上突破，在电视，影视宣传等都会有全面推进。公司一直没有在视频网站投放广告，主要是因为效果较差。目前直接输入 suning.com 的比例只有 20%，而直接输入淘宝的比例有 60%。公司的目标是提高用户直接输入 suning.com 的比例。

促销活动组织，3 月份重新进行图书促销活动，今年在家电、3C 销售额全面超过竞争对手。快的话会在百货、日用品方面会有突破，百货主要推运动系列，结合奥运会和欧洲杯。金融产品主要是在支付、预付卡等，虚拟产品重点突破彩票，机票。

加强易购客户端的推广。

上半年先锋彩电上就会装入公司的易购客户端，预计会有 100 万用户安装易购客户端，未来公司还会推出易购自己的 PAD 或者手机，整合这些锁定公司的客户群体。2012 年易购的考核基数目标是销售实现 200 亿，超额部分是与奖金挂钩，争取冲刺到 300 亿。2011 年易购实现约 59 亿销售，主要原因是四季度公司发现客户体验不好，在客户体验问题改善前没有再进行大规模的促销。

Q: 易购现在存在的问题？

首要问题是缺货，解决这个问题主要在小件商品的供应链体系的完善。3C 产品由于存货主要在门店，易购用户在易购购买之后，公司也是从门店调货然后和大家电一起送货，导致客户体验较差，而像小家电和图书之前都是卖完了之后再进货，再进行全国配送，所以导致出现客户的一次下单要 2-3 次收货。3 月份之后主要城市租用的小件仓投入使用，就可以让供应商将商品先送到公司小件仓，然后再进行统一配送，可以显著改善客户体验。

其次在网站方面主要的问题是搜索功能和用户评价模块较弱，目前正在完善中，争取到 3 月份会有一个较大的改善

Q: 易购 2011 年产品销售构成，以及小家电经营情况？

易购 2011 年大家电销售占比 50%，3C 占比 40%，剩余是小件商品 5% 不到。大家电和实体店仓库和物流共享。我们在考虑整合供应商的资源，每家生产商在网上给一个区域做旗舰店，要有 50 个旗舰店在网上开，易购统一收款，服务，把门店的经营模式放到网上来。实体店里面小家电是联营的，易购上面小家电需要自己采购。易购在小家电上的销售能力要超过门店层面的销售能力，经营成本也会比门店的低。在人员配备上小家电事业部总经理也会调到易购。

Q: 易购的产品定价策略？

易购的定价模式是以成本定价作为基准定价，结合产品进行竞争定价。把产品分成 5 种类型，竞争商品、走量商品、独家商品、新品、滞销产品，不同性质产品再和其他网站的进行比价，按照供应商的情况，进行沟通后再决定。竞争产品，争取价格比竞争对手低；走量产品高低都可以，差别不大；独家产品，要获得溢价权；新品，价格可以高点；滞销产品价格可以较低。易购上大家电平均比实体店便宜 3-5%，小家电和 3C 便宜 10%，但大型活动促销阶段，实体店可能比易购便宜。易购 11 年毛利率 7% 点

多，还是盈利，今年不一定能盈利。

Q: 易购的费用构成？

2012 年易购预算 5.5 亿的广告费用，物流仓储费用占销售收入的 3.2%，物流仓储费用显著低于其它网络零售商，主要原因是与实体店共同分摊了这些成本。物流仓储费用主要包括：大家电仓储搬运工非，3C 租赁费，包装费，所有干线运输费。大家电和 3C 是共享采购的，公司可以从供应商补过来一些成本；员工费用率不到 1%，易购现在 800-900 人，年底到 4000 人左右。

Q: 易购日销售额、客单价、转化率、浏览量？

2011 年 10-11 月日销售额 2000 万，好的时候可以达到每天 3000 万。1 月份平均日销售 1500 万左右，单月销售 5 个多亿，2 月份目前平均日销售约为 2000 万，上半年争取做到 80 亿元。今年的主打产品仍然是家电和 3C，争取百货、日用品等占比达到 10-15%。

浏览量，前段时间 150 万/天，图书上线时是 500-600 万/天，现在是 100/万，今年目标达到 300 万/天。注册会员有 1000 多万，新用户比例在持续下降，新用户占比在 24-25%，去年是新用户占比在 50-60%。每个人浏览 7 个页面左右，去年 3 个页面，每天订单处理量 2 万个左右。现有系统可以支撑 400-500 万浏览量。京东目前约有 300-400 万浏览量，8 个页面/人。目前转化率为 2%，单品单价 800 多，客单价 1100 元。SKU 不算图书 10 几个，算图书 40-50 万个。

Q: 公司物流建设情况？

公司物流体系发展目标是由目前 93 个中心仓变成 60 个仓储中心，预计物流总投入 120 亿-150 亿。60 个大仓每个投入 2 亿左右+10 个小件中心，研发的资本性开支是前一年收入的 3%-5%。

联系人：訾猛 021-68825985 zimeng@gf.com.cn

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 10% 以上。

广发证券—行业投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内, 行业指数优于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内, 行业指数相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内, 行业指数弱于大盘 10% 以上。

销售经理联系方式

姓名	职务	电话	手机	Email
周文琦	华南区域销售总监	020-87555888-8341	13332875668	zwq@gf.com.cn
喻银军	华南区销售经理	0755-82529234	18666080709	yyj3@gf.com.cn
周晓蕾	华南区销售经理	020-87555888-8792	13585777727	zhouxiaolei@gf.com.cn
张玲	华南区销售经理	020-87555888-8411	18675878188	zl10@gf.com.cn
吴丹	华南区销售经理	0755-23953620	13924200204	wd3@gf.com.cn
吕明	华南区销售经理	0755-82739750	18675555094	lvming@gf.com.cn
瞿娜娜	华南区销售经理	020-87555888-8878	13822273120	qnn@gf.com.cn
冯远波	华南区销售经理	020-87555888-8636	13922131303	fyb2@gf.com.cn
李靖	华北区销售总监	021-68817656	13761448844	lj36@gf.com.cn
孙诚	华北区销售经理	010-59136671	13520224889	sc8@gf.com.cn
贺译萱	华北区销售经理	010-59136682	13401000132	hyx3@gf.com.cn
杨晶晶	华北区销售经理	010-59136680	13911005684	yjj6@gf.com.cn
吕丙风	华北区销售经理	010-59136678	18688908538	lbf2@gf.com.cn
康馨予	华北区销售经理	010-59136681	18611687664	kxy@gf.com.cn
吕洁	华东区销售总监	021-68818680	13564863429	lj37@gf.com.cn
谈臻	华东区销售经理	021-68825857	18621696115	tz2@gf.com.cn
图强	华东区销售经理	021-68828161	13701919550	tq@gf.com.cn
朱子郢	华东区销售经理	021-68814347	13917153297	zzy2@gf.com.cn
杨名扬	华东区销售经理	021-68827521	13601800725	ymy3@gf.com.cn
倪婧	华东区销售经理	021-68824449	13641807271	nj2@gf.com.cn
张源远	华东区销售经理	021-68817656	13816960636	zzy8@gf.com.cn
陈晨	华东区销售经理	021-68829569	13601952196	gfchenchen@gf.com.cn

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。