

广发证券晨会纪要

2012年4月17日

编辑: 向珂

电话: 020-87555888-8193

邮箱: xk@gf.com.cn

晨会主题

今日关注

建发股份调研纪要—地产业务累计到11年底未结算金额约六、七十亿元, 预计未来每年增速20-30%; 近两年持续异地扩张, 过去主要在沿海, 这两年已向中西部扩张, 目前福建省内发生的营业额不到1/3; 银行还有100-200亿授信额度, 短期不缺钱, 2-3年内无法股权、发债再融资, 只能靠银行贷款和留存利润, 发一些中票降低财务费用; 公司认为估值过低, 主要原因是市场将公司归为地产公司。预计12-14年EPS分别为1.16、1.36、1.70元, 我们看好海西地区发展前景以及公司长期稳健的发展模式, 给予“买入”评级。

象屿股份调研纪要—主要通过物流协同优势, 整合资源要素, 协助制造和流通企业全方位打造供应链; 主要市场在沿江、沿海, 11年设立重庆公司、青岛公司; 园区收入中主要是租金收入, 现在的收入中主要来源是厦门的配送中心; 传统贸易赚价差, 现在逐步增加分销比重; 商品直销比率逐步提高。预计12-14年摊薄后EPS分别为0.22、0.24、0.27元, 考虑到其在行业中偏高的市盈率及单一业务模式对宏观经济的强依赖性, 给予“持有”评级。

近期重点推荐

万科A、中信证券、黑牛食品、山东黄金、兰花科创、国投新集、金山股份、康美药业、仁和药业、格力电器、南京中商、友好集团、七匹狼、三安光电、国电南瑞、新兴铸管

宏观、行业、公司点评

- 福星股份年报点评—低估值水平、高改善空间。
- 日发数码一季报点评—增长“软着陆”, 全年前低后高。

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 | 2357.03 | -0.09% |
| 深证成指 | 10000.30 | -0.43% |
| 沪深300 | 2574.04 | -0.25% |
| 中小盘 | 5323.37 | -0.21% |
| 创业板 | 716.65 | -0.44% |
| 道琼斯工业平均 | 12921.41 | 0.56% |
| 纳斯达克综合 | 2988.40 | -0.76% |
| 标准普尔500 | 1369.57 | -0.05% |
| 东京日经225 | 9470.64 | -1.74% |
| 法国巴黎CAC40 | 3205.28 | 0.51% |
| 德国法兰克福DAX | 6225.18 | 0.63% |
| 伦敦富时100 | 5666.28 | 0.26% |
| 多伦多300 | 12040.39 | -1.43% |
| 雅典ASE指数 | 714.78 | -1.22% |

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 | 118.38 | -2.33% |
| WTI原油 | 103.17 | 0.23% |
| 黄金现货 | 1652.90 | 0.19% |
| 白银现货 | 31.52 | -2.60% |
| LME铝 | 2079.00 | 0.36% |
| LME铜 | 8033.25 | 0.73% |
| LME锌 | 2010.00 | -0.12% |
| CBOT大豆期货 | 1422.25 | -0.51% |
| CBOT玉米期货 | 621.00 | -0.32% |
| CBOT小麦期货 | 616.50 | -0.04% |

今日关注

建发股份调研纪要—海西地区发展前景和长期稳健的发展模式是公司未来最被看好的成长点

调研主要内容:

一、地产业务

- 1、2012年一季度的预计同比增长: 2012年1、2月市场低迷,但由于公司推盘量大,预计一季度收入可实现同比增长;对于房地产行业前景,公司认为未来10年内地产行业还是存在大量的刚性需求,估计再调整的空间不大。
- 2、2012年一季度的价格有所松动: 今年一季度项目售价有所松动,降幅在10%以内;长期来看,由于旗下两家地产公司定位高端,市场低迷时降价幅度小;公司的地产业务毛利率长期高于行业平均水平。
- 3、未来增速: 累计到2011年底未结算金额约六、七十亿元,预计未来每年增速20-30%。

二、供应链业务

- 1、2012年一季度的预计同比下降: 一季度预计同比下降,环比增长。去年11、12月大幅下滑,今年1、2月份起色不大,3月份后转为正常水平。公司正在减少自营业务,增加代理比重,降低受宏观经济波动的影响。
- 2、进出口业务占比: 内贸大约占55%,进口占20%多,出口20%左右。
- 3、浆纸业务: 在供应链中较强势,以自营为主,基本不收代理费。
- 4、钢铁业务: 2011年下半年同比下降,公司自身有意识地缩小规模。目前通过自营赚取差价获得的收益占比不到10%。客户付款提货控制风险。
- 5、汽车业务: 目前有21家4S店,加上展厅共有27、8个。4S店开店都在3年左右,利润来源主要来源于新车销售,但售后服务发展快。主要定位于中高端品牌,去年70%-80%的利润贡献来自于保时捷品牌(4家店,福州、厦门、南宁、昆明各一家)。新建一家保时捷4S店,建设投资约4、5千万,20-30年折旧。最近新开了路虎、宾利品牌4S店(郑州、沈阳各一家)。标致等低端品牌销售对利润贡献十分有限。汽车业务板块还包含游艇销售,业务量少,每辆售价几百万。
- 6、2012年净利润拆分: 汽车收入2亿(10年汽车项中有一部分铝材贸易,11年拆分出来),利润3、4千万。浆纸1亿;钢材2亿;矿产品6、7千万,营业额70亿左右;农产品6、7千万,营业额70-80亿,主要做饲料,在美国有做DDG转基因玉米,饲料厂存在运输半径限制;电子元器件3、4千万;出口(服装、鞋、箱包)6、7千万;物流公司(开证、代开证)6、7千万;酒业3、4千万,比2010年翻一番,最近高价酒受打压,业务也受影响,是五粮液的第2大经销商。
- 7、供应链业务风险控制: (1)应收账款风险: 公司专设信用管理部,应用ERP管理,在为客户设定账期前,评估给出账期、额度;采用复杂的业务员考核规范;大额应收账款通过保险公司保险,保证低坏账率; (2)货权管控风险: 统一由物流管理部安排仓库,每月盘点,超过1千万的货专门由协管员驻库盯货;物流管理部每月报告库存存货期,超过2个月立即上报领导; (3)价格波动风险: 浆纸业务在跌价后由供应商补差价;钢铁业务锁定下家后再进货;橡胶业务等通过期货市场进行套期保值;风险管理部每月设定风险额度,进行风险把控。

四、其他

- 1、业务扩展。近两年持续异地扩张,过去主要在沿海,这两年已向中西部扩张,进

入成都、武汉，目前福建省内发生的营业额不到 1/3。未来没有引入新业务品类的计划。

2、未来增速：年报披露营收目标 750 亿，公司内部对 2012 年营收目标整体增长 20%，地产、供应链业务增长目标都是 20%左右。

3、再融资计划：公司资产负债率 81%，现金成为长期发展的瓶颈。2012 年 20%的增长计划，需资金 140 多亿，去年留余 20 个亿，缺口较大，但由于银行还有 100-200 亿授信额度，短期不缺钱。2-3 年内无法股权、发债再融资，只能靠银行贷款和留存利润，发一些中票降低财务费用。过去现金分红率高，现在负债率高企，分红政策趋于保守。

4、公司对估值的观点：公司认为估值过低，主要原因是市场将公司归为地产公司。

盈利预测及投资建议：

预计公司 2012-14 年 EPS 分别为 1.16、1.36、1.70 元，对应 7.0、6.0 和 4.8 倍市盈率。我们看好海西地区发展前景以及公司长期稳健的发展模式，给予“买入”评级。

风险提示：

宏观经济下行风险；信贷政策收紧降低现金流安全性的风险；地产调控政策长期持续的风险。

联系人：谢平 021-6882572 xieping@gf.com.cn

象屿股份调研纪要—通过物流协同优势，整合资源要素，协助制造和流通企业全方位打造供应链

调研主要内容：

一、2011 年业绩分析

1、公司的营业收入结构：大宗商品采购供应、综合物流业务收入占比 90%。其中能源化工 45%（塑料占 2/3 左右，包含散装聚乙烯进口后由象屿封装的业务、聚苯乙烯、ABS 等）；农产品 10%；金属 45%。

2、2011 年投资收益来源：2011 年 1.8 亿投资收益主要是公司套保收益，未达到会计准则中相关的 5 个必要条件而无法计入营业收入，1.8 亿投资收益对应现货收益的减少。

3、内贸和进出口的比重：内贸大概占 70%左右。

4、2012 年资产负债率前高后低的原因：正常运行月份需要考虑市场需求、维护市场和业务而保持负债率，年底需考虑到银行信用评级等因素，需要降低资产负债率。

5、资金周转速度加快的原因：上游企业逐步设立地区分销点，提高象屿的资金周转速度。

二、业务模式与发展方向

1、公司的运营模式和竞争优势：主营业务包含大宗商品采购供应、综合物流业务、物流平台建设。主要通过物流协同优势，整合资源要素，协助制造和流通企业全方位打造供应链、提升竞争力。象屿的整合能力比同行更强，同行要么从贸易起家，要么从物流起家，象屿从创建之初便兼顾商贸和物流，整合能力较强。

2、市场布局：主要市场在沿江、沿海。08 年之前基本在沿海，08 年以后随着劳动力成本提升、华东经济结构转型，向苏北、安徽芜湖、河南、成都、重庆等扩张。2011 年设立重庆公司、青岛公司。

3、园区规划：福建省内覆盖福州、厦门、泉州、龙岩，配合采购供应业务布局。园区作为配套，在公司内部作为成本中心，只希望其收支平衡，略有盈余。象屿的配送中心是厦漳泉地区唯一能覆盖全国主要城市的物流集结点，配送中心搭建了物流电子信息平台，为企业提供业务撮合，中转业务。园区收入中主要是租金收入，现在的收入中主要来源是厦门的配送中心。上海象屿钢铁物流中心将在 2012 年投入使用。

4、模式转型：传统贸易赚价差，现在逐步增加分销比重。分销更强调服务和周转，对于下游来说，客户更愿意选择稳定和可靠的服务商，不仅做买卖，还提供信息、仓储、配送、包装等服务。对上游来说，象屿提供分包、信息、服务，是全方位的配套服务，逐步超越传统的贸易模式。以江苏的精细化工为例，象屿能够深度发掘精细化工产品通过原料的有机组合，发现更广泛的作用。

5、提高商品直销率：商品直销比率逐步提高，塑料、钢材、鱼粉、乳清粉、橡胶等产品的终端直销率分别较上年呈现 10%-70%不等的提升幅度，诸多品种直销率高达 90%-100%。做了终端业务后，由于下游都有结算周期问题，现金需求增大，为此，象屿与中国 PICC 人保财险签订预付款信用保险，在签订保险后，象屿可以将整个赊销的权益到银行贴现。

6、风险控制：内贸部分以销定产，进口部分从下订单到企业排产再到中东进口，至少要经历 1 个半月。主要通过规模化运作，平滑单笔业务价格波动的影响。部分客户能够锁定价格，大部分客户可以进行二次定价。2011 年 4 季度钢铁价格暴跌后，5 大钢铁企业都对公司进行了补贴。

三、其他

1、后续融资计划。暂无融资计划。

盈利预测及投资建议：

预计公司 2012-14 年摊薄后 EPS 分别为 0.22、0.24、0.27 元，对应 27.7、25.4 和 22.6 倍市盈率，考虑到其在行业中偏高的市盈率及单一业务模式对宏观经济的强依赖性，给予“持有”评级。

主要风险：

宏观经济下行风险；信贷政策风险

联系人：谢平 021-6882572 xieping@gf.com.cn

宏观、行业、公司点评

福星股份年报点评—低估值水平、高改善空间

点评：

地产主业快速增长、投资收益及金属制品拖累增速。

公司实现营业收入 47.6 亿元，比上年度下降 15.4%；实现营业利润 7.3 亿元，比上年度增长 8.2%；实现净利润 5.2 元，比上年度增长 4.3%，基本每股收益为 0.73 元/股，略低于我们预期。公司房地产业务实行了快速增长，实现净利润 5.2 亿元，较上年度增长 37.4%，地产业绩的快速增长得益于结算毛利率的大幅提升（提升 11 个百分点至 43.3%）；但投资收益的高基数、以及金属制品业务业绩的下滑拖累了业绩的增速。其中，投资收益的下滑主要是公司在 2010 年出售风神股份等获得近 1 亿元投资收益，而 2011 年无此收益。

表 1: 公司业绩变化情况

| | 2011 年 | 2010 年 | 变化 |
|---------------|--------|--------|-------|
| 一、营业总收入 | 4,761 | 5,626 | -15% |
| 营业收入 | 4,761 | 5,626 | -15% |
| 二、营业总成本 | 4,030 | 5,046 | -20% |
| 营业成本 | 3,251 | 4,151 | -22% |
| 营业税金及附加 | 288 | 455 | -37% |
| 销售费用 | 265 | 205 | 29% |
| 管理费用 | 114 | 114 | 0% |
| 财务费用 | 106 | 116 | -8% |
| 资产减值损失 | 7 | 5 | 43% |
| 三、其他经营收益 | 0 | 95 | -100% |
| 投资净收益 | | 95 | -100% |
| 四、营业利润 | 730 | 675 | 8% |
| 加: 营业外收入 | 14 | 13 | 11% |
| 减: 营业外支出 | 43 | 6 | 614% |
| 五、利润总额 | 702 | 682 | 3% |
| 减: 所得税 | 187 | 167 | 12% |
| 六、净利润 | 515 | 515 | 0% |
| 减: 少数股东损益 | -8 | 14 | -154% |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 523 | 501 | 4% |
| 七、每股收益(元/股) | 0.73 | 0.71 | 3% |

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

销售大幅增长, 但低于市场预期。

房地产销售方面, 报告期公司房地产销售金额 66.2 亿元, 较上年度增长 52.1%, 但相对 2011 年初市场普遍预期的 100 亿元以上的销售仍有一定的差距。从销售结构来看, 武汉市区内销售楼盘如福星城、水岸国际等销售较好, 而郊区楼盘东澜岸等销售较差。草签城中村项目相继挂牌, 违约风险进一步缩小。

土地拓展方面, 公司在 2011 年并未新拓展项目, 仅挂牌取得 2010 年草签合同的武汉姑嫂树城中村项目。近期公司挂牌取得 2009 年草签合同的武汉和平村城中村改造项目。截止目前, 公司已经挂牌获得的武汉城中村项目为 7 个, 共计 560 万平米, 尚有 3 个草签项目共计 278 万平米尚未挂牌。但从目前来看, 进展基本符合预期, 尚未出现违约风险。

表 2: 公司城中村项目一览

| 时间 | 项目名称 | 出让价格(百万 元) | 开发总建面 (万平米) | 楼面地价(元/ 平米) |
|----------------------|--------|---------------|----------------|----------------|
| 已通过招牌挂等方式拿到项目 | | | | |
| 2007/12/27 | 国际城 | 1,378 | 59 | 2,337 |
| 2009/6/6 | 水岸国际一期 | 1,026 | 36 | 2,863 |
| 2010/2/10 | 水岸国际二期 | 2,281 | 86 | 2,653 |
| 2009/11/27 | 福星城 | 1,420 | 60 | 2,381 |
| 2010/8/2 | 青城华府 | 634 | 31 | 2,014 |

| | | | | |
|---------------|-------------|---------------|------------|--------------|
| 2011/6/18 | 江汉区姑嫂树村项目 | 4,729 | 168 | 2,810 |
| 2012/1/29 | 洪山区和平村项目 | 2,520 | 120 | 2,100 |
| | 小计 | 13,988 | 560 | 2,498 |
| 签署协议项目 | | | | |
| 2009/12/16 | 江岸区后湖乡红桥村项目 | 3,541 | 111 | 3,200 |
| 2010/2/12 | 武昌区青菱村项目 | 663 | 51 | 1,300 |
| 2010/12/24 | 武昌区柴林头村 | 3,074 | 116 | 2,650 |
| | 小计 | 7,278 | 278 | 2,618 |
| | 总计 | 21,266 | 838 | 2,538 |

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

金属制品量价小幅下跌。

金属制品业务方面，受需求低迷、竞争加剧以及成本提升等负面因素影响，金属制品价量均出现小幅下跌。报告期公司金属制品业实现营业收入 18.8 亿元，比上年度下降 8.1%；实现销售总量 22.7 万吨，比上年度下降 17.8%；毛利率下降 1.5 个百分点至 14.3%。切割钢丝项目方面，公司并无特别明显的进展。

负债率偏高、回笼资金是当务之急。

报告期末，公司净负债率为 112%，较上年度轻微下降 3 个百分点，但从结构来看，报告期末短期净债务较年初有明显增加。公司 2012 年到期信托贷款约 20 亿元，2012 年 3 月，公司已提前偿还 10 亿元，剩余款项偿付压力并不大。总体而言，公司债务水平偏高，加快周转，回笼资金是当务之急。

低估值水平、高改善空间。

报告期末，公司的预收房款为 44.1 亿元，较 2011 年初大幅提高 258%，今年房地产业绩大致锁定。我们预计 2012 年净利润为 7.8 亿元，每股收益为 1.09 元/股。

从估值角度看，公司 2012 年的动态 PE 仅 8.5 倍，在二线地产中处于较低的水平。而从公司质地来看，公司在中部核心城市武汉拥有 800 万平方米以上的城中村项目，且大多处于二环等中心地段，这些优质的城中村项目综合成本仅 2538 元/平米，即使降价促销也是有利可图。我们认为，公司具备明确的改善空间，继续维持买入。

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

日发数码一季报点评—增长“软着陆”，全年前低后高

点评：

公司 2012 年第一季度业绩符合预期：完成营业总收入 11057 万元，同比增长 10.25%；实现营业利润 4017 万元，同比增长 49.35%；实现利润总额 4003 万元，同比增长 12.88%；归属于上市公司股东的净利润 3397 万元，同比增长 12.26%；实现每股收益 0.35 元。一季度继续良性增长。

10 年四季度至 11 年一季度是国内切削机床的景气高点，11 年同期同比基数相对较高，公司依然延续了去年的增长态势。报告期内公司综合毛利率 39.4%，较 11 年同期上升 0.3 个百分点；期间销售费用率和管理费用率分别为 5.2% 和 3.6%，明显低于 11 年全年的 6.7% 和 7.3%，公司盈利能力呈现上升趋势；而营业外收入 5.24 万元，同比减少 99.4%，基本对冲掉盈利能力的提升，净利润与收入增幅保持同步。

客户资金紧张，经营现金流情况略有恶化。

公司报告期末应收账款 9165 万元，较 11 年末的 7768 万元增长 18%；报告期内经营现金流-398 万元，11 年第四季度和第一季度相应数据分别为 878 万元和 179 万元；报告期内销售商品收到的现金 7522 万元，远低于同期销售收入 11057 万元；11 年一季度销售商品收到的现金为 9700 万元，而同期销售收入 10029 万元，可见行业旺季和淡季需求端的资金状况出现明显差异；我们认为这也是机床行业处于景气周期下行阶段的必然表现；而且一季度政府补贴减少导致营业外收入大幅下滑更加剧了现金流的同比恶化，行业仍在底部徘徊。

预收账款大幅下滑，新增订单略有隐忧。

公司报告期末预收款项 2140 万元，较 11 年末 3776 万元下降 43.3%，我们认为预收账款的环比下滑主要是两方面原因：1. 新增订单仍未有明显改善；2. 下游资金紧张，公司倾向降低设备首付款比例促进销售；由于公司轻资产制造模式决定公司机床产品供货周期相对较短，根据对公司订单情况的估测，我们对公司上半年业绩持偏谨慎态度。

盈利预测与投资建议：

公司一季度报表数据印证了我们对行业前低后高的判断，鉴于公司在产品结构、制造模式及费用控制方面的优势，12 年增长态势依旧明确；我们预测 12-14 年的 EPS 分别为 1.22 元、1.54 元和 1.92 元，维持“买入”评级。

风险提示：

数控磨床需求大幅下滑；行业价格战。

联系人：程锦 0755-23953512 chengjin@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 |
| 贺泽萱 | 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 |
| 吕浩 | 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 | yym3@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。