

1986.HK 彩客化学

未评级

提价滞后致毛利率下滑，进军锂电池正极材料

2017年08月26日

市场数据

数据日期	2017.08.24
收盘价(港元)	3.19
总股本(亿股)	10.44
总市值(亿港元)	33.31
股东净资产(亿元)	10.67
总资产(亿元)	21.03
每股净资产(元)	1.02

数据来源: Wind

主要财务指标

会计年度	2014A	2015A	2016A	2017H1
营业收入(百万元)	897.5	875.7	1,041.1	607.2
增长率	3.88%	-2.43%	18.89%	21.30%
净利润(百万元)	171.5	102.3	120.9	57.6
增长率	28.97%	-40.38%	18.25%	-21.51%
毛利率	38.10%	30.80%	28.20%	25.70%
净利率	19.11%	11.68%	11.61%	9.48%
每股收益(元)	N/A	0.23	0.24	0.06

数据来源: 公司资料、兴业证券研究所

相关报告

海外制造业研究

高级分析师: 鲁衡军
注册国际投资分析师 CIIA
luhj@xyzq.com.cn
SFC: AZF126
SAC: S0190515010004

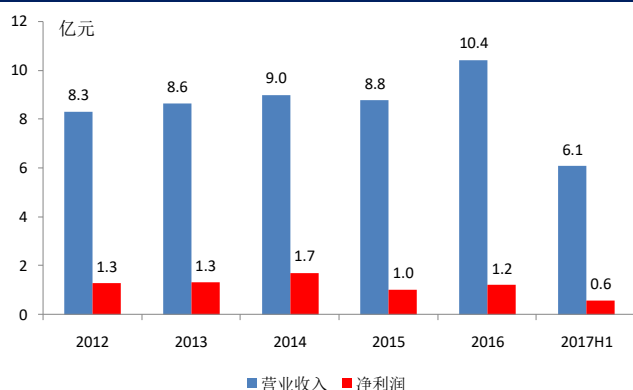
投资要点

- **产品提价滞后，毛利率下滑，销量稳步提升。**2017 中期业绩：营收同比增长 21.3%至 6.07 亿元；毛利率同比降低 6.1 个百分点至 25.7%；净利润同比降低 22.9%至 0.58 亿元；每股收益为 0.06 元（去年 0.07 元），不派中期股息。经营业绩下降主要是由于原材料涨价，但销售产品提价滞后，毛利率大幅下降所致。公司产品销量稳步提升，市场份额维持稳定，销售产品提价后下半年业绩将有望明显回升。
- **纵向拓展产品链结构，增强产品市场竞争力。**公司积极实施现有产品纵向一体化战略，利用现有产品的竞争优势，布局覆盖精细化工行业的上下游产品链，开拓上游产品一硝基甲苯，确保 DSD 酸核心原材料的战略管控，同时将 DSD 酸产品向下游延伸至 OBA 领域，加强现有产品的市场竞争力。
- **横向拓展-磷酸铁项目，进军锂电池正极材料。**公司积极横向拓展产业至新能源锂电池正极材料行业，在河北沧州新建年产 1.5 万吨磷酸铁产品生产线，小试产品已经获得客户认可。另外，公司计划建设年产 2,000 吨的碳纳米管浆料的生产线，应用于锂电电极材料的导电添加剂领域，这将与磷酸铁业务配合发展，在锂电领域发展中产生更好的协同效应。
- **我们的观点：**彩客化学是全球领先的染料、颜料及农药中间体等精细化学品生产商。我们认为公司主打化工产品销量稳步增加，市场份额继续维持稳定；公司积极纵向、横向多元化拓展，进军锂电池正极材料-磷酸铁项目将成为新的业绩增长点。下半年随着公司销售产品调整售价，业绩将明显回升。我们初步预测当前股价对应公司 2017 年 PE 约为 15-18 倍左右，建议投资者积极关注公司化工产品提价进展和磷酸铁项目建成后投产情况。
- **风险提示：**原材料价格进一步上升而提价滞后；磷酸铁项目进度不及预期。

报告正文

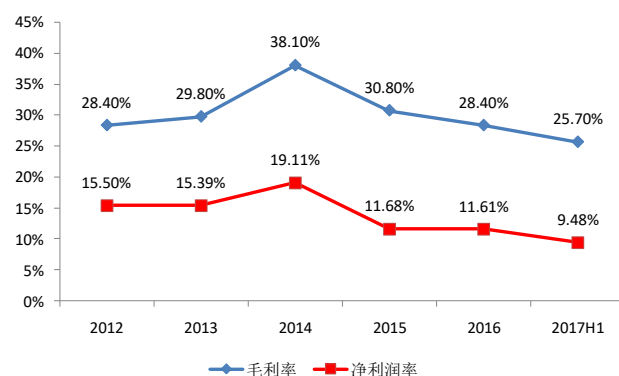
- **产品提价滞后，毛利率下滑，销量稳步提升。** 彩客化学 2017 年中期业绩：营收同比增长 21.3% 至 6.07 亿元；毛利同比微降 2% 至 1.56 亿元；毛利率同比降低 6.1 个百分点至 25.7%；净利润同比降低 22.9% 至 0.58 亿元；公司每股收益为 0.06 元（去年同期为 0.07 元），不派中期股息。经营业绩降低主要是由于原材料涨价，但销售产品提价滞后，毛利率大幅下降所致。但公司产品销量稳步提升，市场份额维持稳定，产品提价后下半年业绩将有望回升。

图 1、公司营业收入和净利润



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

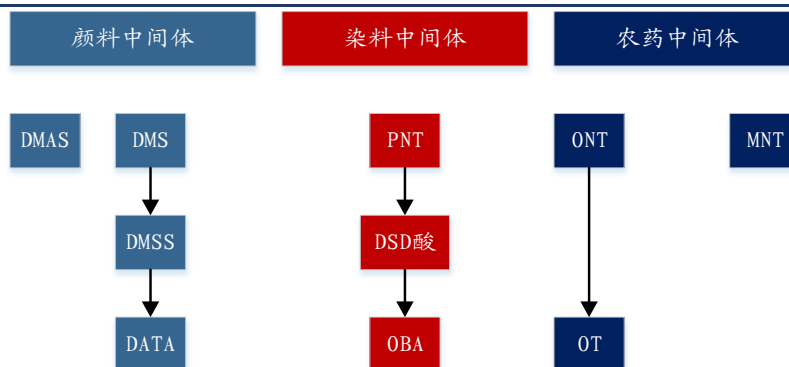
图 2、公司毛利率和净利率



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

- **彩客化学是全球领先的染料、颜料及农药中间体等精细化学品生产商。** 公司主要业务包括染料中间体、颜料中间体和农药中间体三大分部以及新成立的锂电池材料分部。染料中间体分部主要以 DSD 酸为主要产品，下游主要应用于造纸增白剂、洗涤和纺织物染料领域；颜料中间体分部主要产品为 DMSS 和 DATA，下游分别主要应用于食品添加剂领域和喹吡啶酮颜料中间体、汽车油漆领域；农药中间体分部主要以 ONT、OT 和 MNT 为主要产品，下游应用于除草剂、农药领域。

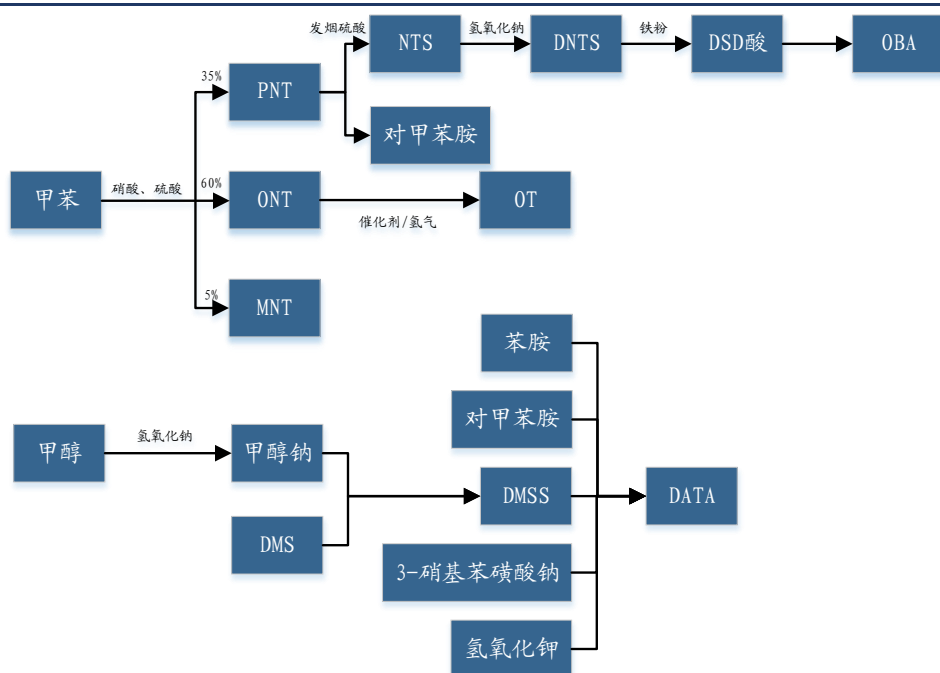
图 3、公司分部主要产品



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

公司产品的上游原材料包括一硝基甲苯、硫酸、硝酸、铁粉、烧碱、甲醇等。甲苯一般是由石油提取而来，甲苯经硝化反应生产不同硝基取代位置的一硝基甲苯（即 PNT、ONT、MNT）。PNT 可以进一步通过磺化、缩合、还原等反应生产 OBA 增白剂；ONT 一般可以经过还原制备 OT，在染料中间体、农药等领域获得应用；公司通过 DMS 和甲醇钠的缩合反应制备出 DMSS，DMSS 可以进一步反应获得 DATA，DATA 在喹吡啶酮颜料中间体和汽车油漆领域得到广泛应用。

图 4、主要产品生产链

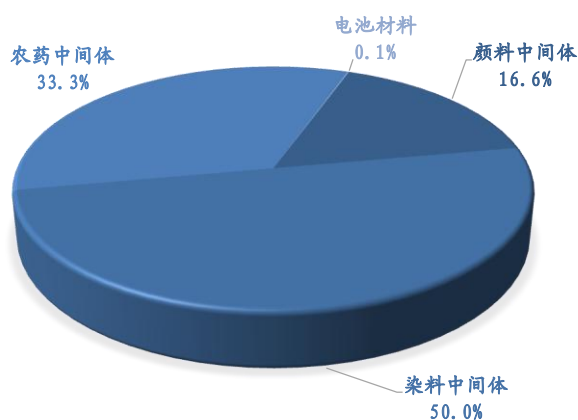


资料来源：公司资料，兴业证券研究所

- **多个产品市占率全球领先，产品销量稳步增长。**公司是全球最大的 DSD 酸生产商、最大的 DMSS 生产商和第二大的 DMAS 生产商。2016 年染料中间体 DSD 酸产能 35,000 吨，全球市场生产量占有率 53%；颜料中间体 DMSS 产能 4,500 吨，全球市场生产量占有率 42.7%；颜料中间体 DMAS 产能 1,500 吨，全球市场生产量占有率 19.8%；公司自 2015 年 2 月开始自行生产一硝基甲苯产品，公司目前一硝基甲苯市场占有率全球第三，达 18.8%。
- **2017 年上半年，公司产品销量稳步增长。**颜料中间体、染料中间体和农药中间体的销量较去年同期分别增长 9.8%至 3,481 吨、12.5%至 18,577 吨及 16.8%至 20,663 吨，销量增长拉动公司上半年三大分部的销售收入均实现明显增长，公司市场占有率有望进一步获得提升。公司通过对一硝基甲苯上游的延伸，今年上半年农药分部的营业收入达到了总收入的 33.3%，除草剂需

求的不断提高,推动了整个板块的发展。

图 5、2017 年上半年公司产品销售收入结构



资料来源:公司资料,兴业证券研究所

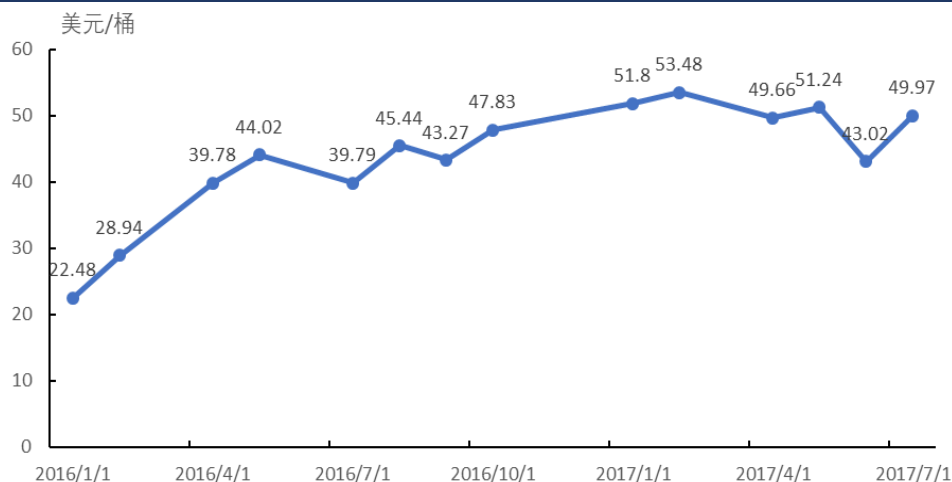
表 1、按产品划分的营业收入及变动(百万元)

	2017H1	2016H1	变动金额	变动比例	点评
染料中间体	303.6	241.1	62.5	25.93%	由于期内客户积极增加库存,销售量升幅约12.5%,平均售价上涨约11.9%
农药中间体	202.3	163.0	39.3	24.10%	除草剂的需求不断提高,推动板块整体发展,平均价格和销售量上升分别约6.2%和16.8%
颜料中间体	100.8	96.529	4.3	4.41%	由于销售量提升的带动
电池材料	0.6	-	0.6	-	2017年初开始投建1.5万吨产能的高性能磷酸铁生产线,作为锂电正极材料磷酸铁锂的核心原材料
总计	607.2	500.6	106.6	21.30%	

资料来源:公司资料,兴业证券研究所

- **多个原材料成本上涨,但产品售价提价滞后。**公司主要产品的原材料主要为一硝基甲苯,而一硝基甲苯是石油衍生物,其价格跟随石油价格波动而波动。2017年上半年,OPEC一揽子原油价格平均水平较去年同期增长了37.7%。公司的其他化工原材料当中,甲醇、烧碱、硝酸、硫酸的市场价格较去年同期均有不同程度的增加,分别为35.5%、60.5%、26.5%和18.9%。重要原材料价格的增加促使公司销售成本大涨。公司三大分部产品的平均销售价格变化幅度较小,滞后于原材料价格变化,使得公司今年上半年毛利大幅下降。此外,低毛利的农药分部产品营收比例增加,进一步拉低了毛利率,造成了今年上半年公司净利润出现下滑,中期业绩表现基本属于预期之内。

图 6、OPEC 一揽子原油价格

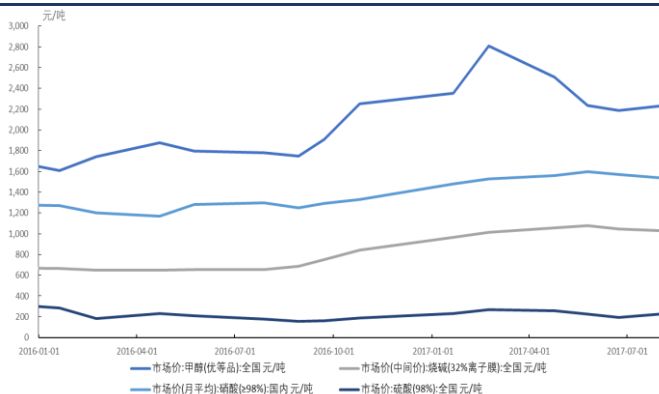


资料来源:wind,兴业证券研究所

- **市场份额仍维持稳定。**公司三大分部的产品销量稳步增加,市场份额维持稳定,公司发展仍按预期进行,因此我们认为虽然公司业绩暂时受到原材料价

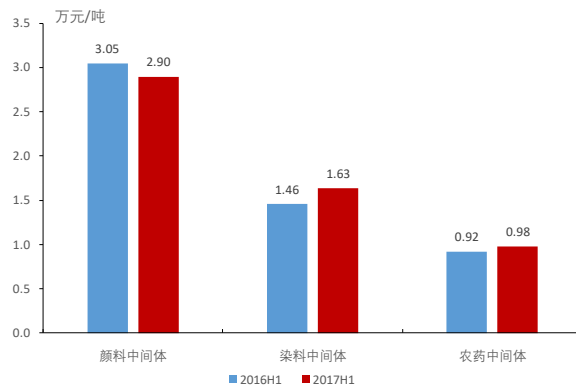
格大涨影响,但是随着下半年公司逐步提高产品价格,公司下半年毛利率会提升,业绩将会有明显改善。

图 7、其他重要化工原材料市场价格变化



资料来源: wind, 兴业证券研究所

图 8、公司三大分部产品平均售价



资料来源: wind, 兴业证券研究所

- **纵向拓展产品链结构, 增强产品市场竞争力。**一硝基甲苯是公司多项产品的核心原材料, 它作为石油衍生产品, 主要受到市场石油价格波动的影响。公司积极实施现有产品纵向一体化战略, 利用现有产品的竞争优势, 布局覆盖精细化工行业的上下游产品链, 开拓上游产品一硝基甲苯, 确保 DSD 酸核心原材料的战略管控, 同时将 DSD 酸产品继续向下游延伸至 OBA 领域, 加强现有产品的市场竞争力。
- **横向拓展-磷酸铁项目, 进军锂电池正极材料。**公司利用自身技术研发优势, 抓住锂电行业发展契机, 大力发展锂电正极材料磷酸铁锂的核心原材料磷酸铁。磷酸铁锂合成中对原材料磷酸铁的品质依赖较高, 磷酸铁的产品性能稳定性至关重要。公司积极横向拓展产业至新能源锂电池正极材料行业, 公司已在河北沧州新建年产 1.5 万吨磷酸铁产品生产线, 小试产品已经获得客户认可。公司正凭借自身具有竞争优势的核心生产工艺及环保处理工艺植入磷酸铁生产过程, 从而正式进军锂电池正极材料行业。

关于锂电池及磷酸铁锂简介:

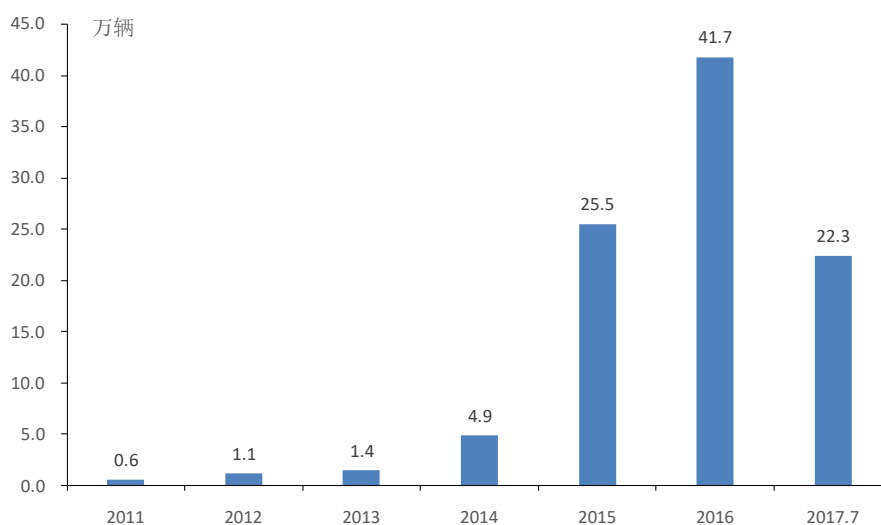
由于锂离子电池性能的改善和国家政策的支持, 近几年我国锂电池电动汽车行业出现爆发式发展, 纯电动车年产量从 2011-2016 年呈现出 136.3% 的复合增长率, 2016 年纯电动车年产量达到 41.7 万辆。截至 2017 年 7 月, 今年纯电动汽车产量已达 22.3 万辆, 相较去年同期增长 37.7%。因此锂电行业也进入蓄力已久的爆发式增长期。

锂电池产业发展至今因为技术路线不同而有多种锂电池应用, 如磷酸铁锂、锰酸锂、钴酸锂、三元材料、钛酸锂等等, 而各种锂电池又有各自的优缺点。

如磷酸铁锂的低电导率是其主要的缺点,但是通过碳包覆技术改良导电性能之后,在锂电池领域,业已成为了最主要的正极材料之一,再加上它较好的循环和安全性能,2016年磷酸铁锂产量达5.7万吨,同比增长75%,出货量增速超过45%。磷酸铁锂在正极材料生产总量中占比最大,2016年占比达到35.3%。

磷酸铁制备磷酸铁锂的合成路线具有工艺简单、环境友好、能耗低的优点,成为了合成磷酸铁锂正极材料的主流工艺路线,从2013-2015年,国内磷酸铁的市场规模保持着平均每年高达66%的增长速度。

图9、中国纯电动车年产量



资料来源: Wind, 兴业证券研究所

- **继续规划延伸锂电池产业链, 挖掘新价值。**公司通过与第三方合作, 计划将现有的NMP产品进一步拓展至碳纳米管浆料产品领域, 计划初期建设年产2,000吨的碳纳米管浆料的生产线, 应用于锂电电极材料的导电添加剂领域。公司碳纳米管浆料业务和磷酸铁业务配合发展, 将会在锂电领域发展中产生更好的协同效应。
- **积极展开环保技术咨询和服务。**作为全球精细化工龙头企业, 彩客化学拥有成熟的环保治理技术和管理经验, 公司正积极提供第三方环保解决方案, 在大气、污水、固废等领域展开环保咨询服务。因当前国内环保治理强度不断加大, 环境监管日益严格, 公司正好有自己的技术和成熟项目治理经验, 因此自然而然的将业务拓展到环保技术咨询和服务领域, 为公司的长远发展提供了更广阔的一个新的市场空间。
- **我们的观点:** 公司是全球领先的染料、颜料及农药中间体等精细化学品生产

商，公司正积极从纵向和横向两个维度拓展产业链。我们认为：1、公司主打化工产品销量稳步增加，市场份额继续维持稳定；2、纵向一体化拓展产业链，有利于加强产品市场竞争力；3、横向多元化拓展，进军锂电池正极材料磷酸铁项目将成为新的增长点。随着公司产品调整售价，下半年业绩将回升。我们初步预测当前股价对应公司2017年业绩PE约为15-18倍左右，建议投资者积极关注公司化工产品提价进展和磷酸铁项目建成后投产情况。

- **风险提示：**原材料价格进一步上升而提价滞后；磷酸铁项目进度不及预期。

表 2、彩客化学 2017 年中期业绩主要财务指标变动情况

	单位(千元, 人民币)			点评
	2017H1	2016H1	同比变动	
收入	607,201	500,594	21.3%	原材料价格从2016年下半年开始持续上涨，产品售价增速慢于原材料价格增速；低毛利率的农药中间体收益占公司整体收益比例提高
销售成本	(451,048)	(341,187)	32.2%	
毛利	156,153	159,407	-2.0%	
毛利率	25.7%	31.8%		
其他收入及收益	4,697	8,924	-47.4%	
销售及分销成本	(24,065)	(18,943)	27.0%	主要由于产品销量增加，使得运费、包装费、装卸费等开支相应增加
行政开支	(51,455)	(42,130)	22.1%	主要由于人工成本及研发费用增加，以及确认营创三征建议收购之中介服务费所致
其他开支	(2,318)	(1,873)	23.8%	
财务成本	(7,406)	(4,991)	48.4%	主要由于银行贷款增加所致
汇兑亏损净额	(31)	(6,119)		
除税前溢利	75,575	94,275	-19.8%	
所得税开支	(18,030)	(19,684)	-8.4%	
本期间溢利	57,545	74,591	-22.9%	
股东应占溢利	57,545	74,591	-22.9%	
基本EPS(元)	0.06	0.07	-14.3%	

资料来源：公司资料，兴业证券研究所

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恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 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恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间
中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% ;
减 持: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人			邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn	冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn
			杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
			李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn	胡岩	021-38565982	huyanjk@xyzq.com.cn
			曹静婷	021-68982274	caojt@xyzq.com.cn
姚丹丹	021-38565778	yaodandan@xyzq.com.cn	卢俊	021-68982297	lujun@xyzq.com.cn
			张馨月	13167227339	zhangxinyue@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-68583167					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn	苏蔚	010-66290190	suwei@xyzq.com.cn
			朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn
			吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
袁博	15611277317	yuanb@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyangjg@xyzq.com.cn
陈姝宏	15117943079	chenshuhong@xyzq.com.cn	王文凯	010-66290197	wangwenkai@xyzq.com.cn
地址: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn
李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23826027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn	王留阳	13530830620	wangliuyang@xyzq.com.cn
张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					

国际机构销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	0755-23826028	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
马青岚	021-38565909	maql@xyzq.com.cn	曾雅琪	18817533269	zengyaqi@xyzq.com.cn
申胜雄	021-20370768	shensx@xyzq.com.cn	陈俊凯	021-38565472	chenjunkai@xyzq.com.cn
俞晓琦	021-38565498	yuxiaoqi@xyzq.com.cn	蔡明珠	021-68982273	caimzh@xyzq.com.cn
王奇	14715018365	kim.wang@xyzq.com.cn			
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-68583167					
港股机构销售服务团队					
机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
王文洲	18665987511	petter.wang@xyzq.com.hk	郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk
晁启澹 Evan	(852)67350150	evan.chao@xyzq.com.hk	段濛濛	13823242912	duanmm@xyzq.com.hk
钟骏 Stephen	(852)53987752	stephen.chung@xyzq.com.hk	陈振光	13818288830	chenzg@xyzq.com.hk
张蔚瑜 Nikola	(852)68712096	nikola.cheung@xyzq.com.hk	孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk
周围	13537620185	zhouwei@xyzq.com.hk			
地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852) 3509-5900					
私募及企业业务负责人			刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn
私企销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn	唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn
管庆	18612596212	guanqing@xyzq.com.cn	黄谦	18511451579	huangq@xyzq.com.cn
金宁	18810340769	jinning@xyzq.com.cn	陈欣	15999631857	chenxintg@xyzq.com.cn
彭蜀海	0755-23826013	pengshuhai@xyzq.com.cn	陶醉	0755-23826015	taozui@xyzq.com.cn
李桂玲	021-20370658	ligl@xyzq.com.cn	袁敏	021-20370677	yuanmin@xyzq.com.cn
晏宗飞	021-20370630	yanzongfei@xyzq.com.cn	徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-68583167					
证券与金融业务负责人			张枫	021-38565711	zhangfeng@xyzq.com.cn
证金销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
周子吟	021-38565485	zhouziyin@xyzq.com.cn	吴良彬	021-38565799	wulb@xyzq.com.cn
双星	021-38565665	shuangxing@xyzq.com.cn	黄梅君	021-38565911	huangmj@xyzq.com.cn
张力	021-68982272	zhangli1@xyzq.com.cn	王方舟	021-68982302	wangfangzhou@xyzq.com.cn
罗敬云	021-20370633	luojy@xyzq.com.cn	李晓政	021-38565996	lixzh@xyzq.com.cn
束海平	021-68982266	shuhp@xyzq.com.cn			
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-68583167					

【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求，并以勤勉的职业态度，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。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料，本公司未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的，纯粹为了收件人的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，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。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。