

## 0906.HK 中粮包装

未评级

行业进入整合期，蓄势等待并购良机

2016年11月14日

## 市场数据

报告日期	2016.11.14
收盘价(港元)	3.96
总股本(亿股)	11.75
总市值(亿港元)	46.53
净资产(亿元)	42.92
总资产(亿元)	80.23
每股净资产(元)	3.65

数据来源: Wind

## 主要财务指标

会计年度	2012A	2013A	2014A	2015A
营业收入(百万元)	5,046	5,257	5,295	5,104
增长率(%)	16.21%	4.19%	0.72%	-3.62%
股东净利润(百万元)	333	392	347	285
增长率(%)	16.37%	17.85%	-11.50%	-17.85%
毛利率	16.72%	17.93%	17.85%	17.75%
净利润率	6.59%	7.45%	6.55%	5.58%
每股收益(元/股)	0.37	0.39	0.35	0.28

数据来源: 公司资料, 兴业证券研究所

## 相关报告

业绩点评-20160827

## 海外制造研究

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

## 投资要点

- **行业进入整合期，蓄势等待并购良机。**国内的金属包装行业随着金属价格持续下跌，在 2013-2015 年经历的一个竞争激烈的下降周期，今年国内一些包装企业出现亏损，整个行业到了一个底部，预计明年是一个行业整合、回归的过程，可能会有一些大的企业并购。中粮包装一直具有前瞻性的反周期投资计划，公司蓄势待发，有望通过新一轮的行业整合继续提升自己的市场份额，巩固龙头地位。
- **混改引入产业资本-奥瑞金，期待双方展开深度合作。**公司 2016 年 1 月引入产业资本奥瑞金，混合所有制改革取得实质性进展，双方互补合作给公司带协同效应。自 5 月份起，中粮包装为奥瑞金提供了很多印涂加工业务，如红牛罐和奶粉罐的印涂业务。今年上半年公司印涂铁销量增加 51.3%。双方保持良好沟通，期待继续深度合作，包括可能进行的海外合作投资。
- **综合系统性的低成本构建核心竞争优势。**中粮包装具有较低的综合生产成本，公司的两片罐的客户结构是行业里面是最好的，公司的订单结构和毛利结构比较好。在供应链整合上，公司铝材采购全部集中在杭州总部，总部供应链也有专门的期货套保部门。中粮包装具有综合的低成本优势，能在两片罐行业出现亏损时，公司依然能保持盈利状态。
- **我们的观点：**中国金属包装行业预计 2017 年进入行业整合期，市场行业集中度有望进一步提高，这为公司带来并购良机。公司已实施管理层和骨干员工持股计划，将公司利益与员工利益最大程度绑定，中粮包装未来有望成为世界包装行业的强者。初步预计公司 2016 年业绩对应当前股价大约在 15 倍 PE 左右，建议投资者密切关注。
- **风险提示：**消费品包装需求下降；行业竞争致毛利率下降。



**报告正文**

- **行业进入整合期，蓄势等待并购良机。**国内的金属包装行业随着金属价格持续下跌，在 2013-2015 年经历的竞争激烈的下降周期。今年铝价同比上涨约 30%，国内一些包装企业出现亏损，整个行业到了一个底部，预计明年是一个行业整合、回归的过程，可能会有一些大的企业并购发生。中粮包装一直具有前瞻性的反周期投资计划，公司正蓄势待发，有望通过新一轮的行业整合并购继续提升自己的市场份额，巩固行业龙头地位。
- **混改引入产业资本-奥瑞金，期待双方展开深度合作。**公司控股股东 2016 年 1 月完成对奥瑞金集团出售 27% 股份的交割，公司成功引入产业资本，混合所有制改革取得实质性进展。通过与奥瑞金（002701.SZ）强强联合，双方互补合作给公司带协同效应。自 5 月份与奥瑞金的采购框架协议通过之后，中粮包装为奥瑞金提供了很多印涂加工业务，如红牛罐和奶粉罐的印涂业务。今年上半年公司的印涂铁销量增加 51.3%。双方一直保持良好沟通，期待继续深度合作，包括可能进行的海外合作投资。
- **员工持股计划完成，绑定管理层与公司利益一致。**公司于 9 月 9 日发布公告，完成管理层及骨干员工持股方案，合计配发 1.77 亿股份，管理层及核心员工持有 15.1% 的股份，认股价为 2.6 港元，50% 股份锁定期 12 个月，另 50% 股份锁定期 18 个月。母集团中粮集团作为推进国有资本投资公司改革的试点央企，中粮包装管理层和骨干员工持股比例较高是有一定的试点性质，目的是绑定公司利益与管理层和骨干员工利益保持高度一致，这将为公司带来新的活力，有助于公司业绩快速提升。
- **综合系统性的低成本构建核心竞争优势。**中粮包装具有较低的综合生产成本，比如天津厂区是一个产业园，园区很多设备和管理是通用的，比单独建设一个两片罐工厂运营成本更低。公司的两片罐的客户结构是行业里面是最好的，50% 客户定价是与铝价波动绑定，50% 是定价客户。当市场铝价上涨时候，公司尽力开发与铝价绑定的客户，当铝价下跌时候，尽力开发定价客户，故公司的订单结构和毛利结构比较好。在供应链整合上，公司铝材采购全部集中在杭州总部，总部供应链上也有专门的期货套保部门。中粮包装具有综合的低成本优势，所以能在两片罐行业出现亏损时，公司依然能保持盈利。
- **我们的观点：**作为中国包装行业的领导者，2016 年中粮包装完成混合所有制改革，引进了产业资本奥瑞金，发挥协同效应。在全球经济相对低迷的不

利条件下产销量逆势增长，业绩依旧保持稳定。中国金属包装行业预计 2017 年进入行业整合期，市场行业集中度有望进一步提高，这为公司带来并购良机。公司已实施管理层和骨干员工持股计划，将公司利益与员工利益最大程度绑定，提高经营效率，中粮包装未来有望成为世界包装行业的强者。初步预计公司 2016 年业绩对应当前股价大约在 15 倍 PE 左右，建议投资者密切关注。

- **风险提示：** 消费品包装需求下降；行业竞争致毛利率下降。

**中粮集团介绍：** 中粮集团有限公司（COFCO）成立于 1949 年，总部设于北京。中粮从最初的粮油食品贸易公司发展成为全球领先的农产品、食品领域多元化产品和服务供应商。目前，中粮资产超过 719 亿美元（约合人民币 4,800 亿元），336 个分公司和机构覆盖 140 多个国家和地区，全球仓储能力 3,100 万吨，年经营总量近 1.5 亿吨，年加工能力 8,950 万吨，年港口中转能力 5,400 万吨。同时还拥有包括种植、采购、仓储、物流和港口在内的全球生产采购平台和贸易网络。凭借良好的经营业绩，中粮自 1994 年以来一直位列《财富》世界 500 强，目前排名第 121 位（2016 年）。

中粮集团是国有资本投资改革试点公司，2016 年公司并入中纺集团，现中粮集团旗下有 18 个专业化公司，其中有六家香港上市公司和三家国内上市公司。

- 1、中国食品 00506.HK—饮料、酒类、糖果及小包装食用油等
- 2、中粮控股 00606.HK—生化、油籽、啤酒原料、大米、小麦
- 3、中粮包装 00906.HK—食品、饮料及日化等综合消费品包装
- 4、蒙牛乳业 02319.HK—高温灭菌奶、乳饮料、酸奶及其他奶品
- 5、大悦城地产 00207.HK—企业管理服务、物业投资等
- 6、中粮肉食 01610.HK—猪肉业务、国际贸易业务

- 1、中粮地产 SZ.000031—房地产、商业、物业、建筑技术
- 2、丰原生化 SZ.000930—有机酸盐、淀粉糖、味精、氨基酸等
- 3、中粮屯河 SH.600737—番茄、饮料、白砂糖、酒精等

## Q&A (2016.10.28)

### 1、公司管理层及骨干员工持股计划完成情况？

公司是在香港上市的红筹公司，现在股票价格一直低于每股净资产。中粮集团是国资委改革试点企业，持股计划与国资委方面进行了沟通，由中粮集团董事会可以确定股权激励，发公告当天市场价格是 3.36 港元，管理层和骨干员工约 8 折认购，即 2.6 港元，其中 50% 股份有 12 个月的锁定期，另 50% 是 18 个月锁定

期，认购价获得各管理部门的批准。

9月9日，公司发布公告，完成管理层和骨干员工持股计划，合计配发股份1.77亿股，占公司已发行股份15.1%的比例。

## 2、对于两片罐市场的判断？

当前公司两片罐产能利用率85%，行业是66%。现在当两片罐原材料价格不跌了，因为产品降价与原材料价格降价基本同步的。今年铝价上涨了差不多30%，国内一些企业出现亏损，整个行业今年到了一个底部，过去2年国内的两片罐企业都没有新投资，但是行业还是有8-10%的需求增长，因为投资一个两片罐的企业投资周期要2年左右，所以今天看未来1-2年整个市场是上升的，况且大家竞争到都已经到了亏损状况。

近期如果看到行业内一些大的企业集团并购也是可能的，今年底到明年是一个整合、回归的过程。未来中国一定会走到像国外包装行业一样，集中到2-3家大的集团，毛利率也是稳定的。

## 3、行业两片罐是亏损的，为什么中粮的两片罐是盈利的？

中粮两片罐是盈利的，主要原因：

1、综合系统低成本，比如天津厂区是一个产业园，园区里面很多东西是通用的，这比单独建设一个两片罐工厂运营成本是低的。

2、公司的两片罐的客户结构是行业里面是最好的，我们有50-60%客户定价是与铝价绑定，还有50%是一口定价。当市场铝价上涨时候，我们尽力开发与铝价绑定的客户，当铝价下跌时候，我们去开发一口价客户。公司的订单结构和毛利结构比较好。客户中啤酒有中国最好的百威、青啤、华润，嘉士伯，都是他的供应商，可口可乐是国内最大的供应商，加多宝也是其主要的供应商。

3、供应链整合上，比如铝材采购全部集中在杭州总部，总部供应链上有专门的期货套保部门。所以说是一个综合的系统性的成本优势，今年两片罐整个行业是亏损的，我们还是有五、六千万盈利，明年后年，预计我们的毛利会更好。

## 4、行业的供给方面有否落后产能退出？

小的供给端的退出是很明显的，但国内银行关系，处于半停产状态的很多，开机率很低。未来行业方面可能是一些大的集团的退出，如10月8日皇冠公司关掉了上海的两片罐市场，波尔也在做一些整合，所以行业更可能是出现大的企业整合。

中粮的开机率是 80-85%，天津的两片罐工厂是满负荷的，冬天旺季还做不过来，但是公司没有新的投资，公司希望不要重复投资，而是靠管理、运营能力，并在合适时机靠收购一个大的集团来扩张产能，而不是行业已有产能的情况下再投资建线。两片罐的核心客户都是全国布局，如果仅仅在一个点有个厂，这些客户不会跟你谈，始终是二线供应线，进不了一线供应商，中粮有能力在全国范围与客户进行配套。

#### 5、二片罐的需求增长点在哪里？

二片罐行业的增长，比如啤酒的瓶改罐，这仍旧是之前的一个投资逻辑，国内的啤酒罐化率 15-17%，国外基本是 40-50%，德国是 60-70%，国内罐化率每提高一个百分点，就需要一条生产线，所以未来 3-5 年需求上应该还有一个很大的提升。这是未来两片罐增长的一个主动力。

#### 6、公司的增长途径，新产能建线还是并购？

之前中粮没有大的投资，中粮实行了反周期投资，提前预估 1-2 年，当市场悲观时候，果断出击，形成更好的投资机会，过往这三年包装投资是最旺的，中粮没有投资，现在又到了反周期时点了，中粮要抓住这个机会。

如果我们不去兼并一些企业产能，当前中粮的产能利用率 80%，希望年底或明年能兼并一些及行业产能，因为依靠现在产线提升增长有限，海外市场方面也有一些沟通。并购要看区域，太小的厂只能是中粮区域的补充，比如订单满了，当地有个小厂可能把他收购，但大的集团并购一定是战略层面考虑。收购一些大的集团比较谨慎，考虑比较多：区域匹配性、客户的重叠性、对区域客户结构有无正向的促进作用，而不是收购一堆产能，不会考虑纯粹的产能收购。

海外建厂或并购不会去成熟市场，当然也不排除因为国内价格很低，一些大的客户集团要求国内企业去成熟市场设一个包装厂。

#### 7、具体公司一些业务的增长点？

明年 1 月份莆田两片罐投产，紧邻百威亚洲最大的灌装厂。

虽然碳酸饮料需求平稳，但未来中粮在可乐占比更大，可乐有个新产品 Monster，可乐对其给予很大希望，我们紧跟他们这个新品进行推进。可乐的占有率提升替换同业份额，新产品 Monster 才做了一点点，中粮天津和广州工厂都在调试生产，估计到 1 月份，现在还非常少。当前可乐这个产品原有生产线旁边增加一些设备生产，提高生产效率。对新建线比较谨慎，不会一个新的产品刚上市就马上投一

条线，而是当看到其成长比较明确后，再去投线。

另外，有些客户原来有自己的生产线的，当他们看到中粮的工厂和运作，他们既然自己生产赚不到钱，索性把生产线交给中粮，有一些这样客户原有产能通过把设备挪过来形成产能销售。像天津固诺的喷雾罐生产线就由中粮接手。

铝罐里面单片罐，今年杭州投了第二条线，明年广东再投一条线，因为啤酒行业由之前各大集团冲量转为生产高端产品，百威很重视推单片罐，中粮占其 70%。考虑到宝洁及其他一些产品，今年单片罐同比增长 60%。百威属于公司前 10 大客户，单片罐 2 元左右，占其销量 70%左右，另外一家温州企业。今年预计单片罐大约 5,000-6,000 万瓶。

奶粉罐公司市占率 50%，高端产品占比更高。如美赞臣、惠氏都是 100%占有率。今年奶粉罐本应成长更高一些，但是由于海淘、代购等有些影响。奶粉对罐的价格不敏感，对安全质量要求高，一些小厂进不来。

塑胶包装方面，由于日化产品持续下降，去年开始中粮开始开发食品类塑胶，海天调味品包装厂投入运营，苏州明年再投一条线给伊利，从日化向食品拓展。宝洁方面判断目前市场基本也到底了，未来还是可以轻微上升的。

积极拓展海外市场，做一些好的投入，未来形成国内海外齐头并进态势。总体上，金属包装、塑料包装，明年是一个重新整合，重新梳理时期，一些小的企业会退出，一些大的变的更大。

## 8、外资包装企业的发展？

外资包装企业国内竞争力不够的，无法跟国内企业竞争，但是中国市场又不愿完全放弃，他们可能采用收缩保持一些核心工厂，注重利润这个角度发展。比如皇冠把亏损的工厂关掉，即保留一定的运营产能，又实现扭亏。波尔是在全球布局，这些国际企业也或许可以把产能迁到东南亚等其他地方。

## 9、与奥瑞金的合作？

奥瑞金合作，后边步子迈的更大一些。中粮和奥瑞金有一些好的沟通，将来去投资，如果是中粮包装强势的，中粮主导，奥瑞金跟投。如果是奥瑞金的客户或强势的，奥瑞金主导，中粮跟投，不会重复投资。

## 10、公司是否考虑纸包装领域或产业链延伸？

现在金属包装机会还很多，以现在 PE 去收购比我们更高 PE 的公司也不合算，希望在金属包装上，通过一些并购先把我们当前的工作做好。当公司规模足够大，

市场结构稳定了，公司再向产业链上下游拓展。

### 11、两片罐行业的价格战？

我们每年招标时也很困惑，是不是我们用现在的优势，让行业更残酷一些，以便后边有更好的机会。我们和宝钢、奥瑞金用了激进的方法，使民营企业不认为这是一个很好的行业，这降低了毛利率，让新的资本进不来，基本也做到了，现在看差不多了。公司还得兼顾股东的利益，不能一直打价格战。中粮有信心的，是因为现在中粮是盈利的，别的企业是亏损的，因为中粮产品线丰富，园区生产成本可最优化。

### 12、公司派息率有否提升？

派息的政策在董事会层面讨论过，董事非常支持要在可能范围提升派息率，大家可以有这个预期。

### 13、公司的资本开支计划？

资本开支今年比去年略低，明年方面自有的投资持平或略有增长，但是不含大的兼并收购，融资方案我们也有预设，公司杠杆率也很低，可以提升杠杆，也可以用可转债等其他产品。当前公司资产负债率 45%，在包装企业比较少见的。

### 14、中粮集团对公司的定位？

中粮集团主要是看业务是不是粮油核心业务，因为中粮集团承担了国家的粮食和食品安全的任务。对于包装，属于完全竞争的市场，中粮集团管资本，不管资产，其持股比例也小于 30%了。集团也是讲究效益，也希望多派息。

### 15、应收账款增加？

这几年行业竞争表现在价格下降和账期延长。账期取决于行业竞争，如果公司话语权越小，应收账款就越长，本质上是竞争供求的关系决定了价格和账期。

## 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
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@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: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhushd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@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
朱元戩	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@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					
海外销售经理					
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	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyaqi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@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: 021-38565955					
私募及企业客户负责人			刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@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: 021-38565955					

## 香港及海外市场

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
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	陈振光	13818288830	chenzg@xyzq.com.hk
周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk	孙博轶	13902946007	sunby@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					

## 【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](http://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、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。