

东华科技 (002140): 借力煤化工, 续写高成长

行业分类: 化工

2011.01.13

研究员: 卢全治

(执业证书编号: S0640207100071)

电话: 0755-83689065

Email: luquanzhi@hotmail.com

联系人: 刁志学

电话: 0755-83520492

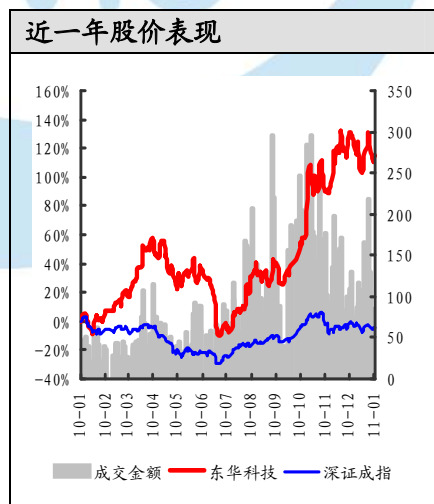
Email: diaozhixue@163.com

投资要点:

- **公司概况。**东华科技是主要从事工程设计、咨询与工程总承包大型工程公司, 主要服务于化工工程。公司收入中, 工程总承包占比约 90%, 设计咨询占比约 10%。由于控股股东化三院资产在上市公司中国化学里, 公司与中国化学形成了同业竞争的关系, 因此中国化学承诺将视情况对东华科技进行整合。
- **公司业绩快速增长。**由于公司在基础化工工程领域拥有一定技术优势, 市场占有率不断提升, 公司业绩也呈现了快速增长的态势。08 年的金融危机使得公司增速出现了下滑, 为了继续公司的高增长, 东华科技瞄准了市场空间巨大的现代煤化工产业, 并逐步掌握了具有核心优势的煤化工技术。
- **发展现代煤化工是大势所趋。**我国贫油, 富煤, 随着油价的不断上涨, 煤化工的成本优势逐步凸显, 未来发展石油替代为主的现代煤化工是大势所趋。
- **煤制乙二醇前景广阔。**我国乙二醇年需求量约 780 万吨, 而国内的供给能力仅有 200 万吨, 仅进口替代这一块市场就有近 600 万吨的空间。在目前的石油价格下, 煤制乙二醇成本优势明显, 近两年会有越来越多的煤制乙二醇项目上马。东华科技已经掌握了煤制乙二醇的技术, 为分享煤制乙二醇投资快速所带来的发展机遇做好了充足的准备。
- **甲醇制丙烯项目, 公司成长的又一驱动力。**公司掌握了甲醇制丙烯的核心技术, 在 12 年国家放开甲醇制丙烯项目的审批后, 甲醇制丙烯项目投资将呈现加速增长的态势, 将成为公司成长的又一驱动力。
- **盈利预测与投资评级。**我们预测公司 10-12 年的每股收益分别为 0.79 元, 1.20 元和 1.75 元, 对应的市盈率分别为 52.06 倍, 34.05 倍和 23.49 倍。由于公司近年来成长性较高, 且未来仍将维持高成长速度, 我们认为公司可以享受较高的估值, 给予公司 11 年 40 倍的 PE, 未来 6-12 个月公司的目标价为 48 元, 给予“买入”的投资评级。
- **财务数据与估值**

6-12 个月目标价	48.00 元
当前股价	41.02 元
投资评级	买入

基础数据	
上证指数	2817.71
总股本(百万)	278.77
流通 A 股(百万股)	269.14
流通 B 股(百万股)	0
流通 A 股市值(百万)	11040.12
总市值(百万)	11435.35
每股净资产(元)	2.78
ROE(TTM)	18.53%
资产负债率	66.63%
动态市盈率	52.06
动态市净率	12.81



主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1770	1890	2700	3800
收入同比(%)	28%	7%	43%	41%
净利润(百万元)	130	220	336	487
净利润同比(%)	44%	69%	53%	45%
每股收益(元)	0.47	0.79	1.20	1.75
P/E	87.97	52.06	34.05	23.49
P/B	16.48	12.81	9.83	7.38

目 录

一、公司概况	3
二、公司业绩快速增长	4
三、发展现代煤化工是大势所趋	6
四、煤制乙二醇项目前景广阔	7
五、甲醇制丙烯项目，公司成长的又一驱动力	7
六、盈利预测与投资评级	8

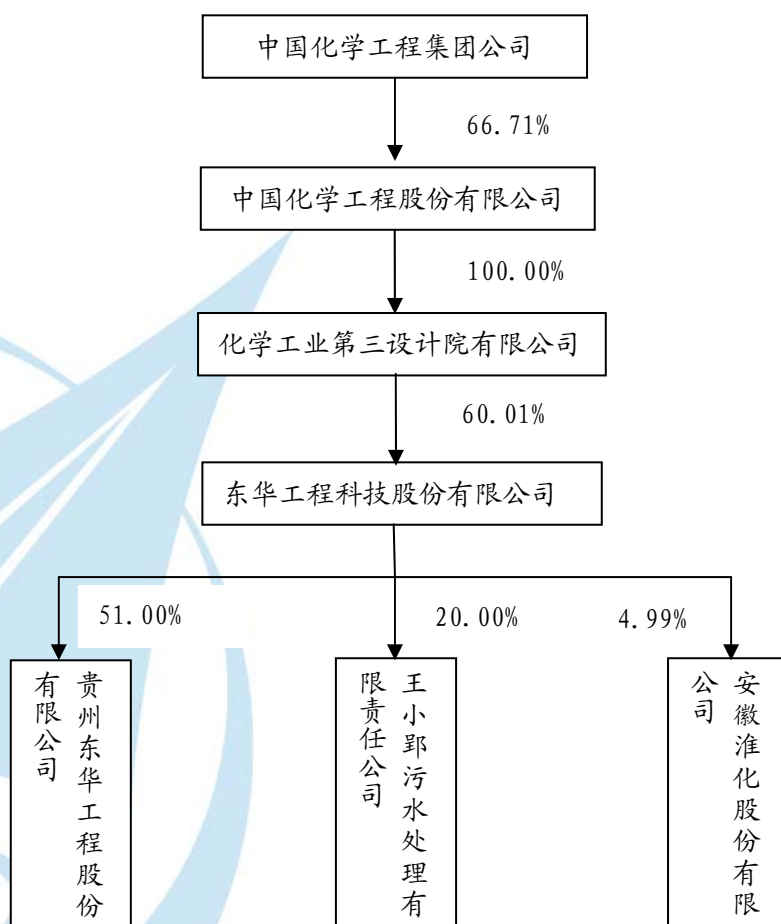
图 表 目 录

图表 1：东华科技股权结构	3
图表 2：收入构成	4
图表 3：各业务毛利率	4
图表 4：东华科技营业收入（万元）	4
图表 5：东华科技净利润（万元）	4
图表 6：我国GDP增速	5
图表 7：化工行业固定资产投资额（亿元）	5
图表 8：我国石油供需现状及预测（亿吨）	6
图表 9：WTI原油价格（美元/桶）	6
图表 10：我国煤炭价格	6
图表 11：我国乙二醇进口依存度较高	7
图表 12：东华科技订单情况	8

一、公司概况

东华工程科技股份有限公司于2001年6月由化学工业部第三设计院作为主发起人，联合中成进出口股份有限公司、中国环境科学研究院、安徽省企业技术开发投资有限责任公司、安徽淮化集团有限公司共同发起设立的股份有限公司，公司的实际控制人为中国化学工程集团公司。公司拥有控股子公司贵州东华工程股份有限公司51%、联营公司王小郢污水处理有限责任公司20%、参股公司安徽淮化股份有限公司4.99%。

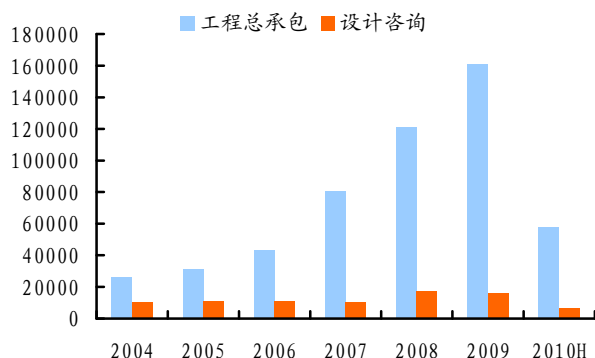
图表 1：东华科技股权结构



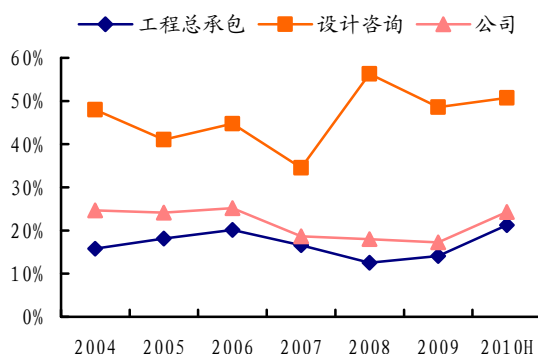
资料来源：中航证券金融研究所

东华科技是一家专业从事工程设计、咨询与工程总承包业务的大型工程公司，主要服务于化工工程、石油化工工程、建筑工程、市政工程等领域，拥有化工、石油化工、医药、市政、建筑等十多个领域的设计、咨询及工程总承包甲级资质，具有对外工程总承包权和进出口自营权。

公司的收入主要来自于工程总承包和设计咨询两部分，且工程总承包收入占据了绝对的比例，而设计咨询收入只占到总收入的10%左右。在这两项业务中，设计咨询的毛利率水平较高，在50%左右，而工程总承包的毛利率相比之下较大，在20%左右。由于工程总承包收入占比较高，从而拉低了公司的总体毛利率水平。

图表 2: 收入构成


资料来源: Wind

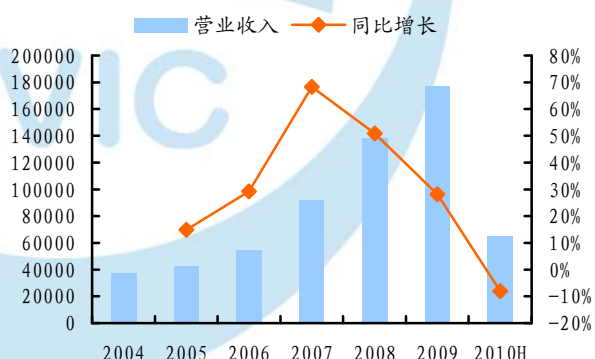
图表 3: 各业务毛利率


资料来源: Wind

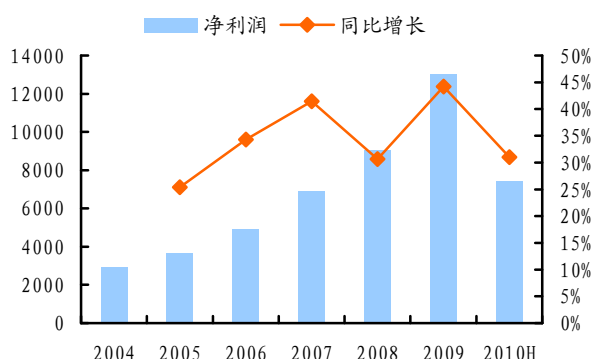
2008 年 9 月, 中化工程以所属勘察设计单位、建设单位的主要生产经营性净资产作为出资, 联合神华集团有限责任公司、中国中化集团公司共同发起设立了“中国化学工程股份有限公司”, 并于 2010 年 1 月 7 日挂牌上市 (“中国化学”, 601117), 化三院业务及资产亦进入中国化学。中国化学在招股说明书中承诺, 将视情况对东华科技进行整合, 采取的方式可能是换股或其他方式。

二、公司业绩快速增长

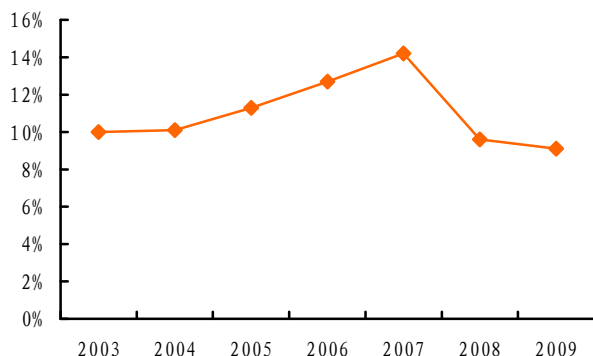
自 04 年以来, 东华科技的营业收入和净利润均呈现快速增长的态势, 但 07 年以后收入和净利润的增速出现了一定程度的下滑。由于 07 年之前, 我国的经济处于快速增长阶段, 化工行业, 尤其是基础化工行业处于蓬勃发展的阶段, 拉动了整个行业的固定投资快速增长。08 年金融危机过后, 化工行业产能过剩的问题开始凸显, 导致行业的投资增速出现了下滑, 行业整体性的下滑影响了公司收入的增长速度, 但公司凭借自身的技术优势和人才优势, 净利润的增速依然保持较高的水平。

图表 4: 东华科技营业收入 (万元)


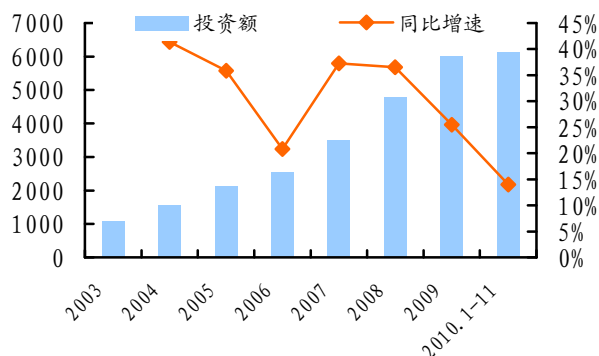
资料来源: Wind

图表 5: 东华科技净利润 (万元)


资料来源: Wind

图表 6：我国 GDP 增速


资料来源：Wind

图表 7：化工行业固定资产投资额（亿元）


资料来源：Wind

东华科技在化学工业建设的诸多细分领域具有较强的技术优势、领先的市场地位和较高的市场占有率。公司工程设计、总承包业务的竞争主要表现在专有的核心工艺技术、工程转化能力和为业主提供全过程、多功能、全方位的服务能力上，拥有较高的技术和资金门槛。公司在主营业务细分市场的技术优势和占有份额情况如下：

(1) 化工材料领域。公司在国内大型甲乙酮生产装置的建设市场上目前处于绝对垄断地位；在三聚氰胺项目上，尤其是现代大型三聚氰胺生产装置，公司承担了绝大多数装置的设计工作，市场占有率达70%左右。

(2) 化肥领域。公司在磷复肥、尿素和合成氨项目的建设市场拥有较高的市场占有率。其中磷复肥项目市场占有率达65%；尿素和合成氨项目市场占有率约30%。

(3) 无机化学领域。公司在硫酸项目中拥有较强的技术优势，市场份额达2/3，特别是在大型装置上拥有更大的业绩优势。在大型电石装置建设中，紧紧抓住国内领先的电石炉技术，开拓了市场。

(4) 煤化工领域。公司拥有丰富的煤气化工程设计业绩，市场占有率约30%。在煤制甲醇、合成氨的产品领域以及焦炉气加工方面，主要竞争对手为中石化宁波公司等大型工程公司，还有部分民营的中小型设计单位；公司在煤制气和焦炉气综合利用项目上技术领先，占有较多的市场份额；在甲醇转化制烯烃领域，有来自洛阳石化工程公司、寰球工程公司的竞争。

(5) 化工涂料领域。公司在钛白项目中具有传统的技术和市场优势，在较大规模的钛白建设项目中处于主导地位，特别是在国家鼓励的氯化法钛白市场具有绝对的竞争优势，占有市场份额较大，并在可预见的时间内，不会产生有力的竞争对手。同时，公司将抓住钛白技术升级换代机遇，巩固氯化法钛白的工程建设市场，稳固钛白行业工程建设市场的垄断地位。

由于化工大宗化工品行业已经呈现了产能过剩的局面，未来新项目的建设必然会大幅减少，公司在基础化工行业的领先优势将逐步消失，为了保持公司快速增长的态势，公司必须找到新的业务增长点。一方面公司加大了海外项目拓展的力度，10年也签订了一些海外大单，同时公司重视对现代煤化工技术的开发与储备工作，在甲醇转化制丙烯、煤制乙二醇等领域的技术研发均取得实质性进展，具有较强的技术领先优势，为公司在现代煤化工领域里经营与盈利能力的持续性和稳定性提供技术保障。

三、发展现代煤化工是大势所趋

煤化工产业可以分为传统煤化工和现代煤化工。传统煤化工主要包括煤焦化，煤电石，合成氨，煤制甲醇等，这些产业在我国经过多年的发展已经处于成熟期。传统煤化工产品技术含量低，高能耗，高污染，资源利用效率低，产品附加值较低，且面临着产能过剩的局面，因此传统煤化工在未来的发展空间有限，有些产能甚至面临着被淘汰的可能。

现代煤化工是以煤气化为龙头，以碳化工技术为基础，合成、制取各种化工产品和燃料油的煤炭洁净利用技术，产品附加值高，市场缺口大，在石油价格高企的情况下具有较强的成本优势，且可以缓解石油供求矛盾，是实施石油替代战略的必然选择。

我国是贫油富煤的国家，石油资源相对比较匮乏，供需矛盾日益突出，炼油工业存在结构性的缺陷。我国石油总量不足，且油质偏重，无法保障下游化工原料及燃料的供应，必须依然进口弥补国内的供给不足。未来我国缺油的状况可能会进一步加剧，对我国的能源供给形成巨大的压力。

图表 8：我国石油供需现状及预测（亿吨）

年份	需求	供应		进口依存度
		低方案	高方案	
2000 年	2.3	1.63		29.1%
2010 年	3.5-3.8	1.7	1.9	61.0%
2020 年	4.8-5.2	1.8	2.0	76.9%

资料来源：中航证券金融研究所

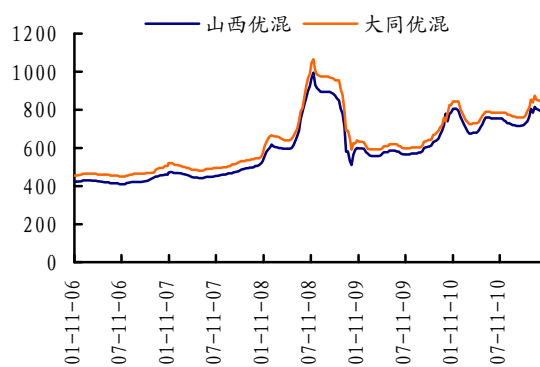
随着石油价格的不断上涨，煤化工的优势逐步凸显。当石油价格突破了 40 美元/桶后，煤化工的优势就会逐步显现，而现在石油价格已经接近 90 美元/桶的高位。未来在美元贬值和石油需求回暖的情况下，石油价格可能会出现进一步的上涨，发展煤化工以替代石油为原料的下游产品是大势所趋。

图表 9：WTI 原油价格（美元/桶）



资料来源：Wind

图表 10：我国煤炭价格



资料来源：Wind

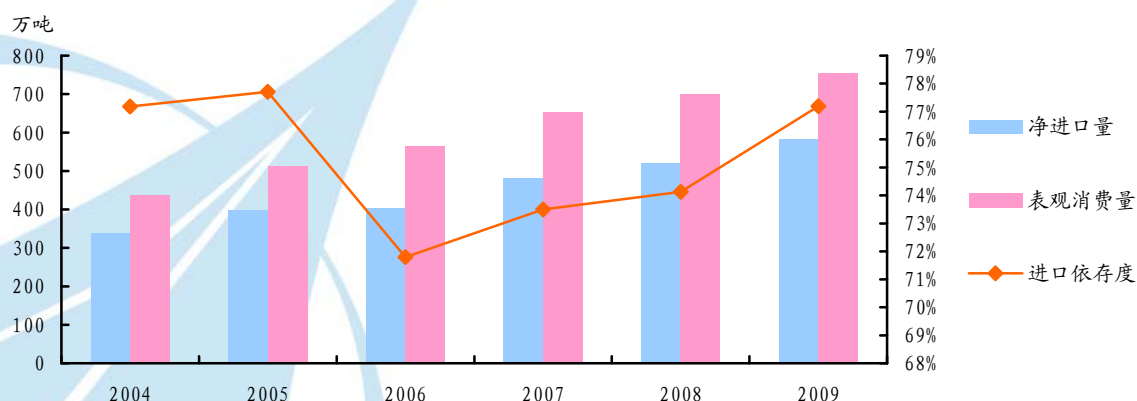
在政策层面上，国家也大力提倡发展现代煤化工，以节约石油资源的消耗，提高国内石化原料自给能力。2009 年 2 月 19 日通过的《石化产业调整和振兴规划》要求坚决遏制煤化工盲目发展势头，积极引导

煤化工行业健康发展，控制总量，淘汰落后工艺，今后三年停止审批单纯扩大产能的焦炭、电石等煤化工项目，原则上不再安排新的煤化工试点项目，重点抓好煤制油、煤制烯烃、煤制二甲醚、煤制甲烷、煤制乙二醇等示范工程，探索煤清洁转化和石化原料多元化发展的新途径。

四、煤制乙二醇项目前景广阔

乙二醇主要用作聚酯原料，中国是世界最大的聚酯生产国，国内乙二醇消费量占亚洲总消费量的二分之一，世界总消费量的 30% 以上。中国的乙二醇消费中大约 95% 用于生产聚酯，约 5% 用于生产防冻剂、粘合剂、油漆溶剂、耐寒润滑油、表面活性剂、聚酯多元醇等，其中用于聚酯用途的消费明显高于全球水平。截至 2009 年末，我国乙二醇产能达到 249.70 万吨/年，但由于我国聚酯产能庞大，我国 MEG 绝大部分仍来自于进口，近几年国内乙二醇进口依存度一直在 70% 以上，且呈逐年上涨的态势。较高的产品缺口为国内的乙二醇产业的发展提供了十分广阔的发展空间。

图表 11：我国乙二醇进口依存度较高



资料来源：中国化纤工业协会

东华科技从日本宇部化学引进了煤制乙二醇技术，已经能够为煤化工企业提供煤制乙醇项目的设计咨询和工程总承包服务。目前国内已建和在建的煤制乙醇项目有通辽金煤 20 万吨，东海新能源公司达拉特旗 60 万吨，博源集团苏尼特 20 万吨，在油价不断高企的情况下，未来国内将会有越来越多的煤制乙二醇项目上马，为东华科技的发展提供了广阔的市场空间。预计 11 年东华科技将会获得煤制乙二醇项目的订单，推动公司业绩持续增长。

五、甲醇制丙烯项目，公司成长的又一驱动力

丙烯是仅次于乙烯的一种重要有机石油化工基本原料，它主要用于生产聚丙烯、苯酚、丙酮、丁醇、辛醇、丙烯腈、环氧丙烷、丙烯酸以及异丙醇等，其他用途还包括烷基化油、催化叠合和二聚，高辛烷值汽油调合料等。

20 世纪 90 年代，随着石油化工产业的快速发展，我国丙烯产能有了较大幅度的增长。2008 年我国丙

烯总产能约为 1050 万吨，其装置主要集中在中石化和中石油两大集团，约占我国丙烯总产能的 90%。此外中海油旗下有一套 40 万吨/年丙烯装置，其他如中国化工集团、中化国际等公司旗下还有一些小规模炼油企业生产丙烯，再加上一些小型炼油企业，每年丙烯生产能力在百万吨上下。同时，随着大型乙烯生产装置的建成及现有乙烯生产装置的挖潜改造工作完成，我国乙烯装置联产丙烯的生产能力得到了增加，同期炼厂丙烯的产出也在逐渐提高。

近年来，由于丙烯下游产品的快速发展，极大的促进了中国丙烯需求量的快速增长。目前我国丙烯年消费量为 1905 万吨，缺口为 825 万吨。目前我国丙烯主要来自于石油，而煤制丙烯尚处于起步阶段，未来煤制丙烯项目的建设呈现加速成长的势头。

为了抓住煤制烯烃快速发展带来的历史机遇，东华科技也开始进入该领域。2006 年 7 月 13 日，中国化学工程集团与清华大学签订了《流化床甲醇制取丙烯工业化技术合作开发合同》，并于 2006 年 10 月 9 日与安徽淮化集团有限公司签订了《合作建设流化床甲醇制取丙烯工业试验装置合同》，开发具有自主知识产权的 FMTP 工业化技术。中国化学工程集团负责投入资金、工程设计、建设并运行工业试验装置、开发工业化成套技术工艺包；清华大学以技术总负责方式负责合作开发工作的技术工作；淮化集团负责提供建设用地、公用工程介质、环保处理设施、操作和维护人员等。之后，东华科技和中国天辰化学工程公司进行联合投资“甲醇制取丙烯工业化装置”，主要包括 FMTP 装置和催化剂装置，其中东华科技享有 FMTP 项目 18%的知识产权。

2009 年 12 月，该技术开发项目已完成专家委员会鉴定工作，并认定该项技术具有完全自主知识产权。FMTP 工艺具有很大的技术优势，丙烯收率可达到 72%，反应温度易于控制，丙烯、乙烯生产量可调节范围大，调节范围在 0.3-1.0；且该工艺可以使用粗甲醇、二甲醚等多种进料，有利于降低成本；通过副产物循环转化，可以提高目的产物丙烯的总收率；反应易于放大，有利于进行工业化生产；相对于其他 MT0、MTP 工艺，FMTP 的投资较低。

2010 年 8 月 2 日，东华科技与内蒙古远兴能源股份有限公司在内蒙古鄂尔多斯市正式签订了 100 万吨/甲醇制烯烃项目工程设计合同，该项目合同的签订，标志着流化床甲醇制丙烯技术市场化取得实质性进展。煤制丙烯项目属于示范类煤化工，国家在 09 年规定三年内不批准示范类煤化工项目，12 年项目放开后，为公司的后续成长打开了广阔的空间，煤制丙烯项目是公司成长的又一驱动力。

六、盈利预测与投资评级

东华科技的主要收入来自于工程总承包和设计咨询，因此公司的收入与其所签的合同的紧密相关，签订合同的多少及合同的工期将直接影响未来的收入和盈利水平。在预测公司收入之前，我们统计了公司近两年所签的合同，根据已签订的合同对公司业绩进行预测。

图表 12：东华科技订单情况

合同签订日期	合同名称	合同金额	工期
2009.7.24	沧州中铁装备制造材料有限公司 20 万吨/年焦炉气制甲醇项目总承包合同	48300 万元	18 个月
2009.8.4	太原诚达集团繁峙县云雾峪风电有限公司云雾峪风电场项目总承包合同	42000 万元	12 个月

2009.12.29	安徽华塑股份有限公司 100 万吨/年聚氯乙烯及配套项目一期工程电石装置总承包合同	103000 万元	19个月
2010.9.25	瓮福紫金化工股份有限公司 10 万吨/年湿法净化磷酸、20 万吨/年磷酸二铵项目公用工程总承包合同、锅炉余热发电装置总承包合同	45058万元	18个月
2010.9.29	安徽华塑股份有限公司 100 万吨/年聚氯乙烯及配套项目一期工程公辅工程 EPC（设计、采购、施工）总承包合同	70558.58 万元	7个月
2010.10.8	江苏中能硅业科技发展有限公司多晶硅技术改造项目设计合同	2300万元	7个月
2010.10.21	突尼斯化工集团（GCT）日产 1800 吨硫磺制酸及低位热能回收项目的总承包合同	73981 万元	26个月

资料来源：公司公告

同时我们预测，11 年公司仍将有一些大的合同将签订，因此我们预测公司 10-12 年的每股收益分别为 0.79 元，1.20 元和 1.75 元，对应的市盈率分别为 52.06 倍，34.05 倍和 23.49 倍。由于公司近年来成长性较高，且未来仍将维持高成长速度，我们认为公司可以享受较高的估值，给予公司 11 年 40 倍的 PE，未来 6-12 个月公司的目标价为 48 元，给予“买入”的投资评级。

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1988	2754	3495	4882
现金	953	904	928	1251
应收账款	161	213	301	426
其他应收款	19	27	34	51
预付账款	453	1160	1632	2288
存货	343	388	512	741
其他流动资产	59	63	88	125
非流动资产	354	355	330	311
长期投资	84	83	84	84
固定资产	81	124	135	129
无形资产	73	73	73	73
其他非流动资产	116	74	38	25
资产总计	2342	3109	3825	5193
流动负债	1642	2209	2654	3633
短期借款	9	245	120	0
应付账款	529	434	674	900
其他流动负债	1104	1530	1860	2733
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	1642	2209	2654	3633
少数股东权益	6	7	9	11
股本	139	279	279	279
资本公积	244	174	174	174
留存收益	311	440	710	1096
归属母公司股东权益	694	893	1163	1549
负债和股东权益	2342	3109	3825	5193

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	253	-301	187	498
净利润	131	221	338	489
折旧摊销	10	12	17	19
财务费用	-3	-29	-24	-41
投资损失	-4	-5	-5	-5
营运资金变动	113	-491	-167	15
其他经营现金流	7	-9	28	20
投资活动现金流	-72	8	4	5
资本支出	77	0	0	0
长期投资	0	-1	1	-0
其他投资现金流	4	7	5	5
筹资活动现金流	-82	243	-166	-181
短期借款	9	236	-124	-120
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	32	139	0	0
资本公积增加	-32	-70	0	0
其他筹资现金流	-91	-62	-42	-60
现金净增加额	99	-49	25	322

利润表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1770	1890	2700	3800
营业成本	1465	1450	2040	2860
营业税金及附加	22	37	43	68
营业费用	18	19	27	38
管理费用	114	155	221	304
财务费用	-3	-29	-24	-41
资产减值损失	9	6	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	4	5	5	5
营业利润	150	257	397	575
营业外收入	2	3	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	151	260	397	575
所得税	20	39	60	86
净利润	131	221	338	489
少数股东损益	1	1	2	2
归属母公司净利润	130	220	336	487
EBITDA	156	240	390	554
EPS (元)	0.93	0.79	1.20	1.75

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	28.1%	6.8%	42.9%	40.7%
营业利润	37.6%	71.8%	54.5%	44.9%
归属于母公司净利润	44.2%	69.0%	52.9%	44.9%
获利能力				
毛利率(%)	17.2%	23.3%	24.4%	24.7%
净利率(%)	7.3%	11.6%	12.4%	12.8%
ROE(%)	18.7%	24.6%	28.9%	31.4%
ROIC(%)	-37.5%	140.4%	117.7%	212.8%
偿债能力				
资产负债率(%)	70.1%	71.1%	69.4%	70.0%
净负债比率(%)	0.57%	11.08%	4.54%	0.00%
流动比率	1.21	1.25	1.32	1.34
速动比率	1.00	1.07	1.12	1.14
营运能力				
总资产周转率	0.76	0.69	0.78	0.84
应收账款周转率	10	9	9	9
应付账款周转率	3.67	3.01	3.68	3.63
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.47	0.79	1.20	1.75
每股经营现金流(最新摊薄)	0.91	-1.08	0.67	1.79
每股净资产(最新摊薄)	2.49	3.20	4.17	5.56
估值比率				
P/E	87.97	52.06	34.05	23.49
P/B	16.48	12.81	9.83	7.38
EV/EBITDA	67	43	27	19

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入**：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。
持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。
卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持**：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

卢全治，SAC 执业证书号：S0640208090089，中国科学技术大学经济学硕士，2007 年 8 月加入中航证券金融研究所，从事化工行业的研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

公司地址：深圳市深南大道3024号航空大厦（518000）

公司网址： www.avicsec.com

联系电话：0755-83689524

传真：0755-83688539

免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行商的金融交易，向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。