

中顺洁柔(002511)

公司研究/深度报告

行业增长助力公司成长

民生精品---深度研究报告/造纸印刷行业

2011 年 05 月 25 日

报告摘要:

● 木浆价格对生活用纸销售影响可忽略

中顺洁柔是 A 股第一家生活用纸类上市公司，主要从事中高档生活用纸的生产和销售，主要产品为卷纸、手帕纸、软抽纸和盒巾纸等。公司目前位列国内生活用纸行业第四位，2009 年市占率达 27.2%(按销售额计算)，是生活用纸行业第一梯队成员。公司产品畅销国内外，经营成本受木浆价波动影响较大，但生活用纸作为快速消费品，消费者对价格敏感性不高，在一定范围内能很好的转移价格压力，木浆价格的上涨对公司下游销售没有影响。

● 受益于行业成长，软抽纸、手帕纸为最具增长潜力产品

我国人均生活用纸量仍较低，距离世界平均水平还有一定差距，未来仍有较大的上升空间，预计 2015 年前中国生活用纸消费量的年均增长率将为 7.8%。从产品结构来看，厕用卫生纸占比也偏高，中高端产品占比较低，中高端产品有着较大提升空间，而中顺洁柔目前软抽纸和手帕纸等中高端产品也是目前增长最为快速的，将成为公司最具增长潜力的产品。

● 规模扩大后期间费用率将下降助理盈利能力提升

2007-2009 年公司期间费用率逐年上升对公司盈利能力造成了一定压力，2009 年更是达到了 25.33% 的高位，主要原因是销售费用和管理费用的增长。2010 年期间费用有所下降，下降至 21.39%。随着募投项目产能的释放，收入的增长将能有效的抵消期间费用的增长，期间费用率将会有所下降。

● 盈利预测

预计公司 2011-2013 年期间公司营业收入营业收入分别为 19.97 亿元、21.6 亿元、25.91 亿元，基本每股收益为 0.86 元、1.15 元、1.5 元。对公司进行估值敏感性分析，得出公司的合理估值区间为 30 元—34 元，给予谨慎推荐评级。

● 风险提示

1) 木浆价格波动

谨慎推荐

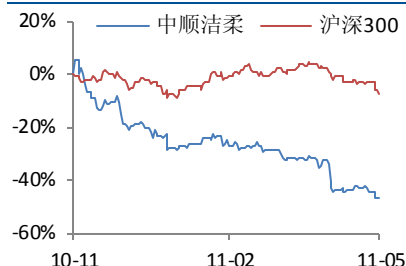
维持评级

合理估值：30—34 元

交易数据 (2011-05-25)

收盘价(元)	26.35
近 12 个月最高/最低	54.99/25.55
总股本(百万股)	160.00
流通股本(百万股)	40.00
流通股比例%	25.00
总市值(亿元)	42.16
流通市值(亿元)	10.54

该股与沪深 300 走势比较



分析师

分析师：王力

执业证书编号：S0100511010013

电话：(8610)85127646

Email: wangli@mszq.com

相关研究

盈利预测与财务指标

项目/年度	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1,779	1,997	2,160	2,591
增长率(%)	9.90%	12.28%	8.17%	19.94%
归属母公司股东净利润(百万元)	109	138	184	240
增长率(%)	-1.41%	26.68%	33.16%	30.89%
每股收益(元)	0.88	0.86	1.15	1.50
PE	39.80	40.62	30.51	23.31
PB	/	2.62	2.42	2.19

资料来源：民生证券研究所

目录

一、位列国内生活用纸行业第四，产品畅销国内外	3
(一) 位列国内行业四甲，2009 年市占率达 27.2%	3
(二) 公司拥有六大生产基地，产品畅销国内外	3
(三) 公司盈利能力受木浆价格影响较大	4
二、受益于行业成长，软抽纸、手帕纸为最具增长潜力产品	5
(一) 2015 年前中国生活用纸消费量的年均增长率将为 7.8%	5
(二) 高端产品占比逐渐上升，高端市场有较大发展空间	6
(三) 行业集中度提高有利于龙头企业市场地位	7
(四) 软抽纸与手帕纸为公司最具增长潜力产品	8
三、规模扩大后期间费用率将下降助理盈利能力提升	9
四、盈利预测与投资建议	10
(一) 盈利预测	10
(二) DCF 估值	10
五、风险提示	11
插图目录	13
表格目录	13

一、位列国内生活用纸行业第四，产品畅销国内外

(一) 位列国内行业四甲，2009 年市占率达 27.2%

中顺洁柔股份有限公司是由中山市中顺纸业制造有限公司整体变更设立而来的，主要从事中高档生活用纸的生产和销售，主要产品为卷纸、手帕纸、软抽纸和盒巾纸等。公司目前位列国内生活用纸行业第四位，2009 年市占率达 27.2%（按销售额计算），是生活用纸行业第一梯队成员。

表 1：2009 年综合排序前 15 位的生活用纸制造商

序号	公司名称	品牌
1	恒安纸业有限公司	心相印，柔影
2	维达纸业集团有限公司	维达 Vinda，花之韵
3	金红叶纸业（中国）有限公司	唯洁雅，清风，真真
4	中顺纸业集团	洁柔，C&S，太阳
5	上海东冠集团	洁云，丝柔
6	上海金佰利纸业有限公司	舒洁，Kleenex
7	永丰余家品（昆山）有限公司	五月花
8	东莞白天鹅纸业有限公司	贝柔
9	宁夏美洁纸业股份有限公司	美洁，滩羊，双喜
10	广西贵糖（集团）[包括广西贵糖（集团）股份有限公司和广西洁宝纸业投资股份有限公司]	纯点，碧绿湾，蝶恋花，洁宝
11	宁夏紫荆花纸业有限公司	紫金花，吉丽，吉利来
12	王子制纸妮飘(苏州)有限公司	妮飘，得宝
13	惠州福和纸业有限公司	福和，Conner, Kami，绿仙子
14	胜达集团江苏双灯纸业有限公司	双灯，蓝雅，欧风，老好
15	河南省奥博纸业有限公司	奥博

资料来源：《2009 生活用纸行业年度报告》、民生证券研究所

(二) 公司拥有六大生产基地，产品畅销国内外

公司目前已建立广东中山（华南）、江门（华南）、四川成都（华西）、浙江嘉兴（华东）、湖北孝感（华中）、河北唐山（华北）六大区域性生产基地，销售网络覆盖全国，拥有近 700 名一级经销商，辐射全国绝大部分地（县）级城市，且远销香港、澳门、澳大利亚、日本、中东和东南亚等国家和地区。

图 1: 中顺洁柔六大区域性生产基地

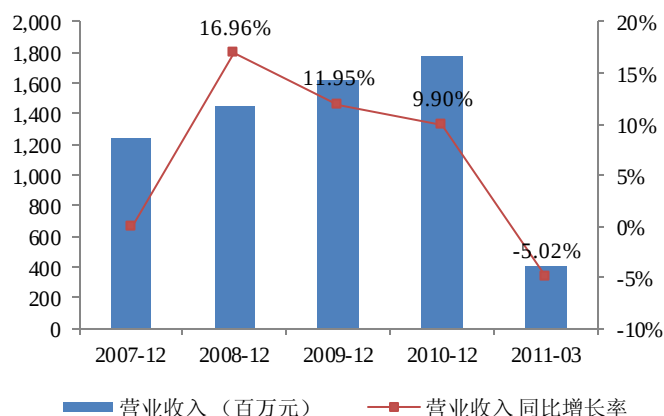


资料来源: 公司资料、民生证券研究所

(三) 公司盈利能力受木浆价格影响较大

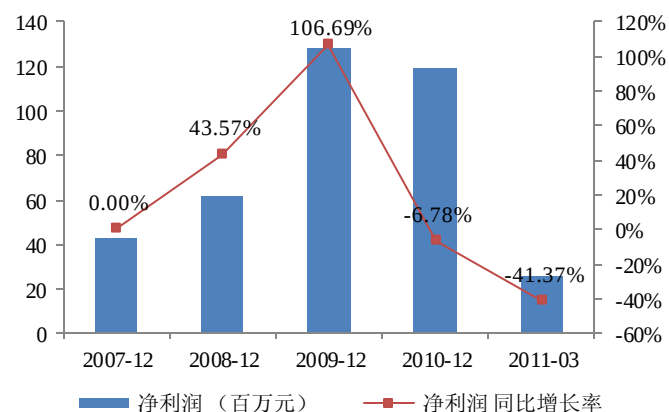
公司 2007 年以来收入一直保持持续增长, 2010 年营业收入达 17.79 亿元, 同比增长 9.9%; 而净利润一直保持快速增长, 2009 年净利润更是同比增长 106.69%, 达到 1.20 亿元, 主要是当年进口纸浆成本大幅下降, 但随着木浆价格的上升, 公司盈利能力出现回落, 2010 年净利润同比下滑 6.78%, 可见木浆在公司成本占比比重较高, 盈利能力受到木浆价格变化影响较大。

图 2: 中顺洁柔近年营收情况



资料来源: 公司资料、民生证券研究所

图 3: 中顺洁柔近年净利润情况



资料来源: 公司资料、民生证券研究所

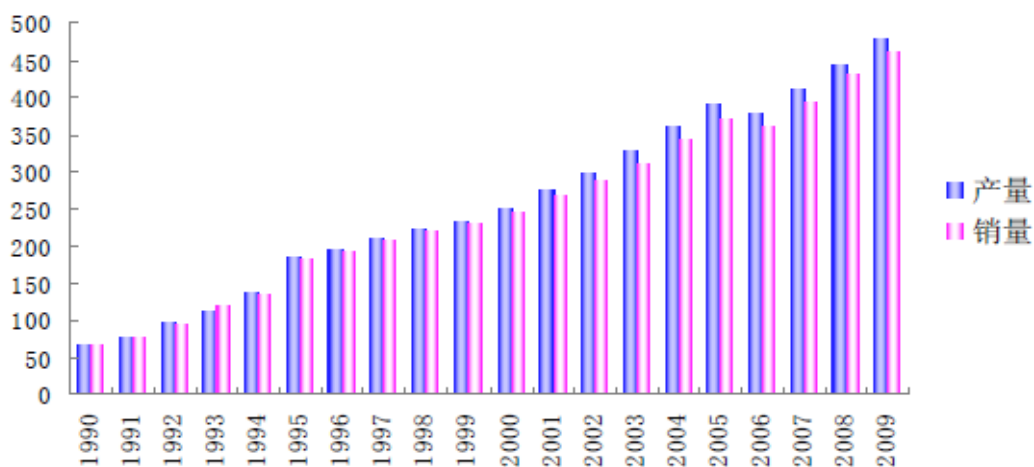
生活用纸作为快速消费品, 消费者对价格敏感性不高, 在一定范围内能很好的转移价格压力, 木浆价格的上涨对公司下游销售没有影响。

二、受益于行业成长，软抽纸、手帕纸为最具增长潜力产品

(一) 2015 年前中国生活用纸消费量的年均增长率将为 7.8%

生活用纸的发展水平和经济发展水平密切相关，国民经济增长和人们生活水平的提高，近年纸巾纸（软抽纸、手帕纸、盒抽纸等）销售增长迅速。我国生活用纸行业保持了持续高速增长势头，生活用纸年总产量从 1990 年的 67.9 万吨增长到 2009 年的 479.1 万吨，年平均增长率为 10.83%；年总销售量从 1990 年的 67.9 万吨增长到 2009 年的 461.9 万吨，年平均增长率为 10.62%。

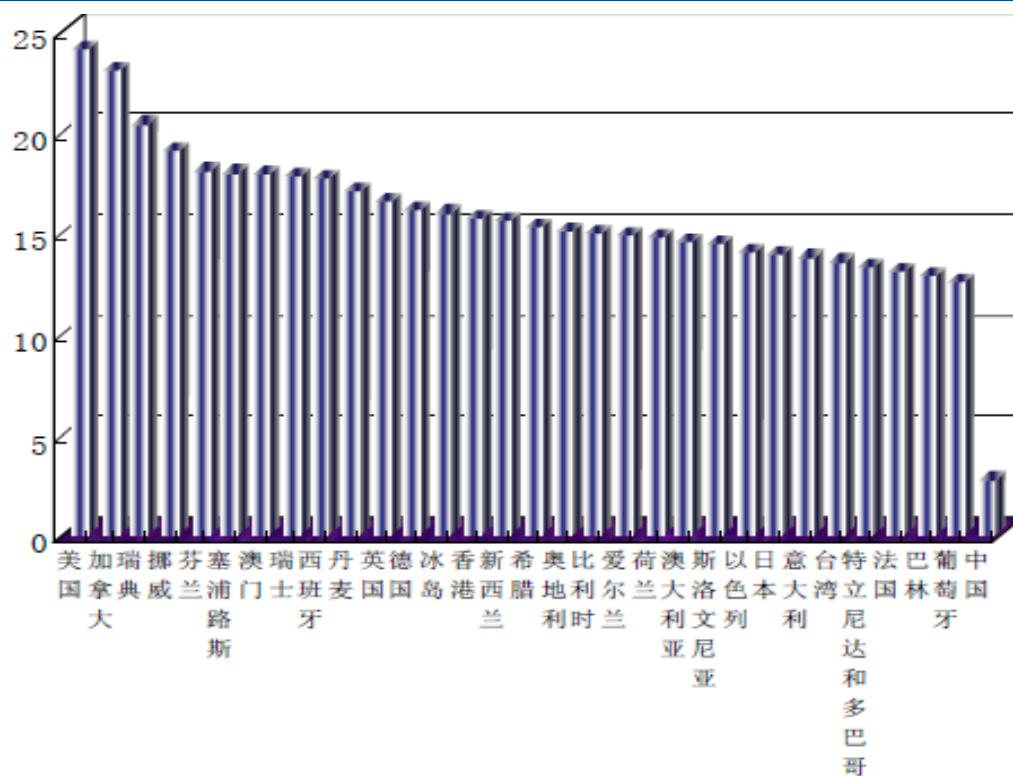
图 4：中国生活用纸行业增长图



资料来源：《2009 生活用纸行业年度报告》、民生证券研究所

中国目前的生活用纸消费量仅次于北美和西欧地区，位居世界第三位，但由于人口众多，2010 年我国生活用纸的人均消费量仅为 3.48 千克，尚未达到 4.1 千克的世界平均水平，相比北美（25 千克）、日本和西欧（15 千克）、中国港澳台（10 千克以上）还有相当大的差距。

图 5：2007 年世界生活用纸人均消费量 (KG/人)



资料来源：公开资料、民生证券研究所

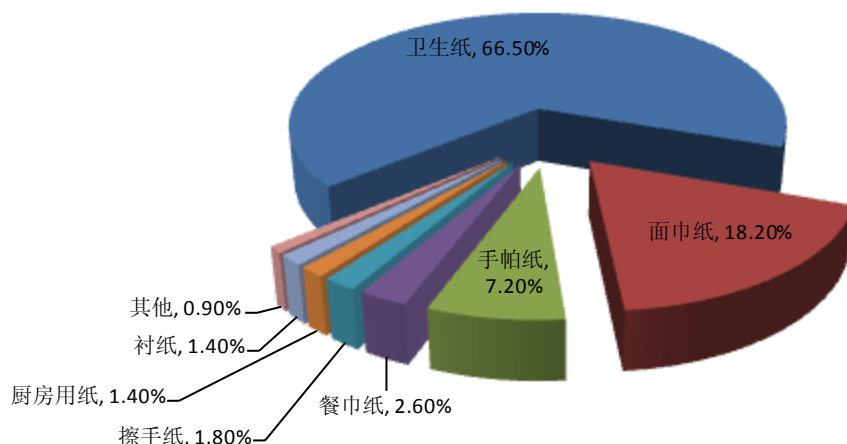
随着我国经济的发展和城市化、国际化进程的加快，市场需求潜力将不断释放，生活用纸的产量和消费量将继续快速增长，中国正成为全球最大的生活用纸生产国和消费国。根据《世界卫生纸》杂志的调查，中国新增卫生纸机项目居全球首位，在 2010~2012 年期间全球新增产能中占 53%，约 238 万吨。数据显示，2015 年之前，中国生活用纸消费量的年均增长率将为 7.8%。

（二）高端产品占比逐渐上升，高端市场有较大发展空间

生活用纸与人们日常生活密切相关，主要包括厕所用卫生纸、面巾纸、手帕纸、餐巾纸、厨房用纸、擦手纸等。其中，厕所卫生纸（主要为卷纸）占比较大，纸巾纸（含面巾纸、手帕纸和餐巾纸等）占比较小。

中国造纸协会生活用纸委员会调查显示，在 2010 年国内消费的生活用纸中，卫生纸占主导地位，约占 66.5% 的市场份额，其他品类依次是面巾纸 18.2%、手帕纸 7.2%、餐巾纸 2.6%、擦手纸 1.8%、厨房用纸 1.4%、衬纸 1.4% 等。

图 6: 2010 年我国生活用纸构成

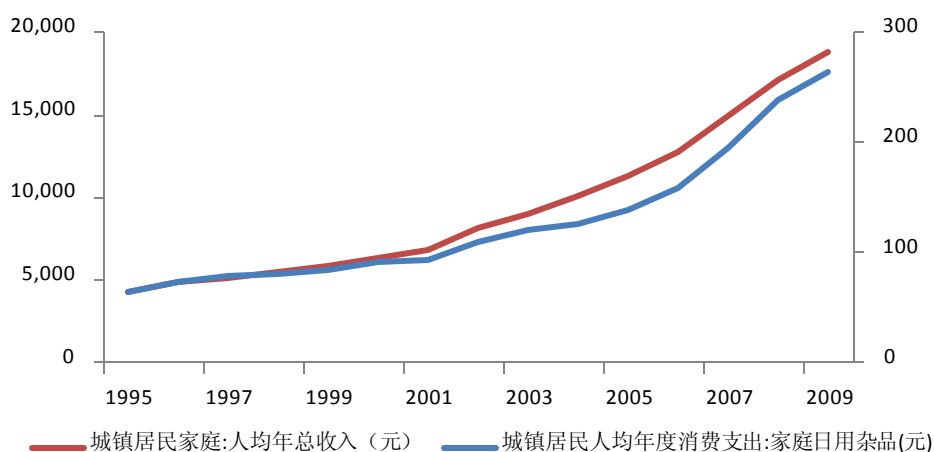


资料来源:《2010 生活用纸行业年度报告》、民生证券研究所

欧美、日本等发达国家厕用卫生纸的占比约在 55%左右, 而我国卫生纸占比仍较高, 其他品类占比有较大的提升空间, 从近年生活用纸发展趋势来看, 各大企业都在努力提高非厕用卫生纸品类的占比。

随着人们生活水平的提高, 人们对生活用纸用量需求增加的同时, 对品类和产品质量的需求也在提高, 中高端产品的比例将逐渐提升, 从 2003 年到 2008 年数据来看, 我国高档生活用纸的比例已经由 15%提升至 30%。从目前各龙头企业产能扩张方向也可以看到, 新增产品主要是针对高端市场, 说明对高端市场在我国还有较大的发展空间。

图 7: 我国城镇居民家庭收入与日杂用品支出情况



资料来源: Wind 资讯、民生证券研究所

(三) 行业集中度提高有利于龙头企业市场地位

我国造纸行业集中度低、中小企业众多, 2010 年中国造纸协会生活用纸委员会统计

在册的生产商约 1400 家，其中有原纸生产环节的综合性企业约 500 家。全国性的主要品牌有：心相印、维达、清风、洁云、舒洁、洁柔、五月花、优选 premium、妮飘等。

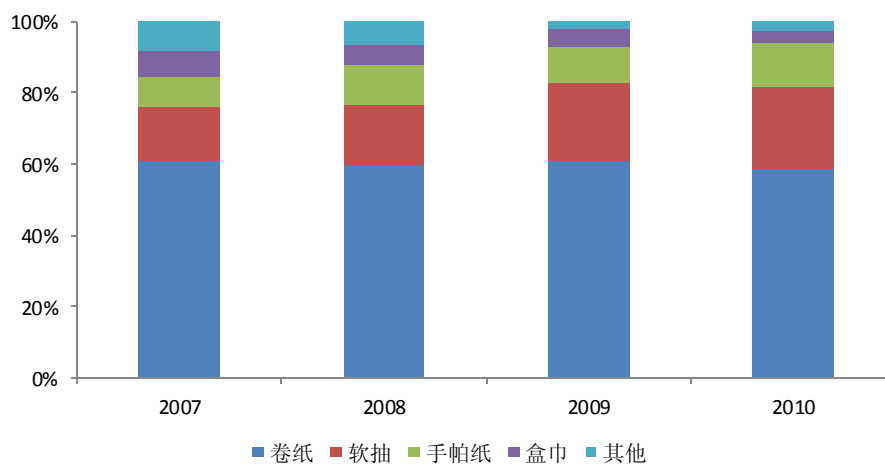
中国造纸协会生活用纸专业委员会数据显示，2009 年排名前 15 位的制造商的产量占总产量的 35.1%；而 2010 年前 15 位的制造商的产品占比为 36.8%，销售额合计约占总销售额的 41.3%，相较 2009 年行业集中度略有提高。2006 年，排名前 15 位的制造商产量占比仅为 30%，可见近年造纸行业集中逐渐提升。

随着节能环保的要求提升，以及相关政策实施力度的加强，众多设备简陋、生产环境恶劣、产品品质差的小企业生存空间将越来越小，行业集中度将得到明显提升，各类资源也将逐渐向龙头企业集中。

（四）软抽纸与手帕纸为公司最具增长潜力产品

目前公司拥有“洁柔”、“太阳”两大国内生活用纸知名品牌。从产品结构来看公司最为主要的产品是卷纸，2010 年卷纸的收入占比达 57.5%；其次，另一主力产品软抽纸占比逐渐上升，2007-2010 年占比分别为 15.32%、17.04%、22.17%、22.74%。

图 8：中顺洁柔近年收入构成情况



资料来源：公开资料、民生证券研究所

从近年销售情况来看，公司整体增速有放缓的趋势，2010 年主营收入增速仅 7.93%；而软抽纸和手帕纸成为公司增速最快的产品，2010 年增速分别达 12.89% 和 27.90%。随着行业集中度提高、中高端产品占比提升，软抽纸和手帕纸将成为公司最具增长潜力的产品。

图 9: “洁柔”系列产品



资料来源: 公开资料、民生证券研究所

图 10: “太阳”系列产品

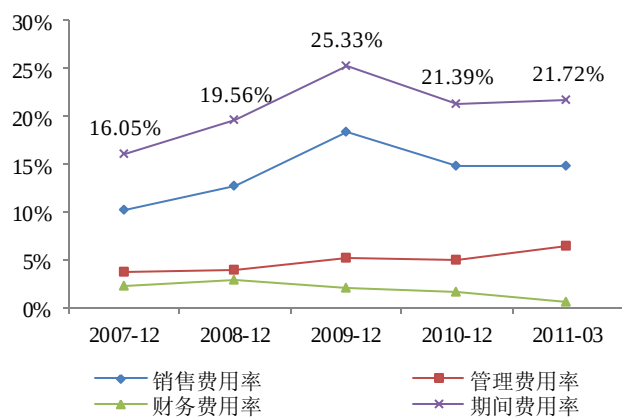


资料来源: 公开资料、民生证券研究所

三、规模扩大后期间费用率将下降助理盈利能力提升

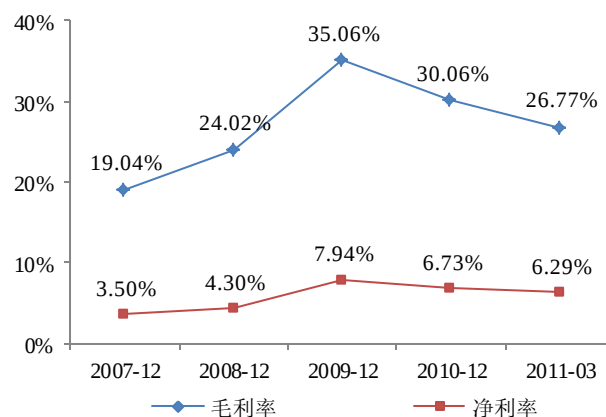
2007-2009 年公司期间费用率逐年上升对公司盈利能力造成了一定压力, 2009 年更是达到了 25.33% 的高位, 主要原因是销售费用和管理费用的增长。2010 年期间费用有所下降, 下降至 21.39%。

图 11: 中顺洁柔期间费用率情况



资料来源: 公开资料、民生证券研究所

图 12: 中顺洁柔毛利率与净利率情况



资料来源: 公开资料、民生证券研究所

公司销售费用主要由产品促销费、运输费、工资福利费、商场管理费、广告宣传费、差旅费、业务招待费等构成, 其中前五项是主要构成, 占比超过 90%。市场开拓、营销策略促使公司销售费用大幅提升, 而木浆价格维持高位压低了公司的利润空间, 公司毛利率出现下滑, 公司也降低了销售费用特别是促销费用的投入。

随着募投项目产能的释放, 收入的增长将能有效的抵消期间费用的增长, 期间费用率将会有所下降。

四、盈利预测与投资建议

(一) 盈利预测

生活用纸行业在国内仍处于一个增长时期，且行业集中度正在逐步提前，作为行业龙头企业在行业趋向于集中的过程将获得充分受益。结合公司募投项目进度，项目建成基本上都在 2012 年底之前，完全达产至少到 2013 年，按照一定的产销率测算，预计公司 2011-2013 年期间公司营业收入营业收入分别为 19.97 亿元、21.6 亿元、25.91 亿元，基本每股收益为 0.86 元、1.15 元、1.5 元。

表 2: 中顺洁柔盈利预测

销售量 (万吨)	2011E	2012E	2013E
卷纸	10.82	11.04	15
软抽纸	3.57	3.75	3.75
手帕纸	1.22	1.29	1.5
盒巾纸	0.47	0.47	0.47
其他产品	1.63	2.63	2.63
平均价格 (元/吨)	2011E	2012E	2013E
卷纸	10020	10020	10020
软抽纸	13000	13000	13000
手帕纸	16200	16200	16200
盒巾纸	16630	16630	16630
其他产品	10630	10630	10630
收入 (百万元)	2011E	2012E	2013E
卷纸	1084.164	1106.208	1503
软抽纸	464.1	487.5	487.5
手帕纸	197.64	208.98	243
盒巾纸	78.161	78.161	78.161
其他产品	173.269	279.569	279.569
合计	1997.334	2160.418	2591.23

资料来源: 民生证券研究所

(二) DCF 估值

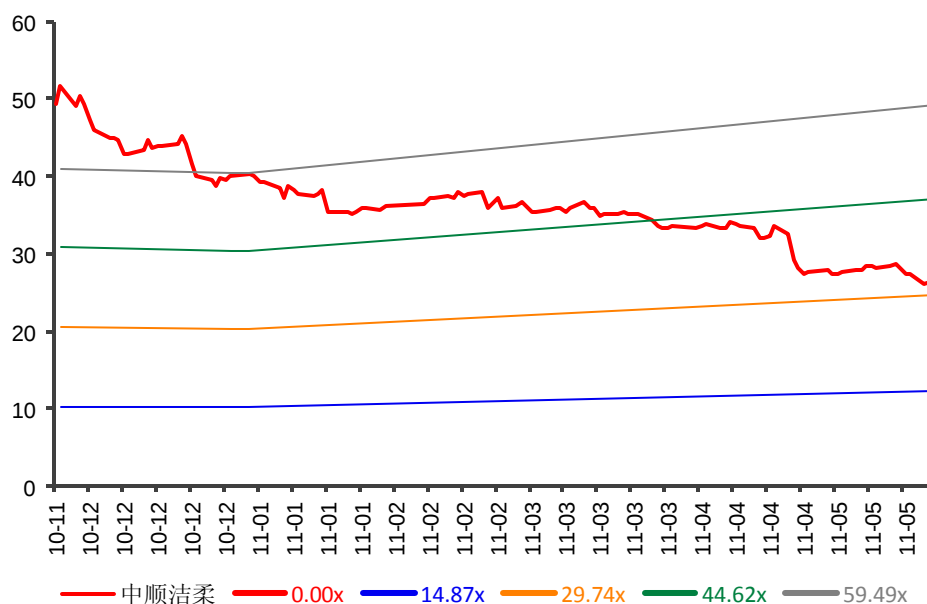
我们采用三阶段模型，对公司价值进行 DCF 折现。预计公司未来三年将受益于行业增长而增长，谨慎起见，假设未来三年公司产品均价基本维持稳定。随着未来期间费用率的下降，公司未来毛利率将有小幅上升。对公司进行敏感性分析，计算得出公司的合理估值区间为 30 元—34 元。

表 3: 敏感性分析

WACC(%)	永续增长率						
	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%	4.00%	4.50%
10.64%	20.55	21.93	23.56	25.51	27.88	30.82	34.56
10.14%	21.57	23.02	24.73	26.77	29.24	32.32	36.24
9.64%	22.65	24.17	25.95	28.08	30.68	33.90	38.00
9.14%	23.78	25.36	27.23	29.47	32.18	35.55	39.84
8.64%	24.96	26.62	28.58	30.92	33.76	37.28	41.78
8.14%	26.20	27.94	29.99	32.44	35.41	39.10	43.81
7.64%	27.50	29.32	31.47	34.03	37.15	41.02	45.95
7.14%	28.86	30.77	33.02	35.70	38.97	43.02	48.19
6.64%	30.29	32.29	34.65	37.46	40.88	45.13	50.54
6.14%	31.79	33.89	36.36	39.31	42.89	47.34	53.02
5.64%	33.36	35.56	38.15	41.24	45.00	49.67	55.62

资料来源: 民生证券研究所

图 13: 中顺洁柔 PE-Bands



资料来源: 民生证券研究所

五、风险提示

- 1) 木浆价格波动;

公司财务报表数据预测汇总

利润表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	1,779	1,997	2,160	2,591
减：营业成本	1,244	1,395	1,491	1,763
营业税金及附加	6	9	9	11
销售费用	261	297	321	385
管理费用	89	126	137	164
财务费用	30	20	(2)	(2)
资产减值损失	7	(2)	(2)	(2)
加：投资收益	0	0	0	0
二、营业利润	141	152	206	272
加：营业外收支净额	3	9	9	9
三、利润总额	144	161	215	281
减：所得税费用	24	23	31	41
四、净利润	120	138	184	241
归属于母公司的利润	109	138	184	240
五、基本每股收益 (元)	0.68	0.86	1.15	1.50

主要财务指标

项目	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA	/	29.76	25.21	19.60
成长能力:				
营业收入同比	9.90%	12.28%	8.17%	19.94%
营业利润同比	-5.8%	8.5%	35.1%	32.2%
净利润同比	-6.77%	15.36%	33.16%	30.9%
营运能力:				
应收账款周转率	7.79	7.99	7.85	8.24
存货周转率	5.24	4.57	4.52	4.81
总资产周转率	0.75	0.68	0.80	0.87
盈利能力与收益质量:				
毛利率	30.1%	30.1%	31.0%	32.0%
净利率	6.1%	6.9%	8.5%	9.3%
总资产净利率 ROA	5.1%	4.7%	6.8%	8.1%
净资产收益率 ROE	9.5%	6.7%	8.3%	9.9%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	2.01	0.99	1.08	1.22
资产负债率	38.4%	70.1%	65.3%	61.6%
长期借款/总负债	2.9%	2.0%	2.0%	1.9%
每股指标 (元)				
每股收益	0.88	0.86	1.15	1.50
每股经营现金流量	0.54	0.95	0.92	1.49
每股净资产	12.48	13.34	14.49	16.00

资产负债表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	1,715	984	1,069	1,288
应收票据	1	1	1	1
应收账款	236	264	286	343
预付账款	45	51	55	66
其他应收款	18	20	22	27
存货	412	462	494	584
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	2,427	1,783	1,927	2,309
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	705	716	740	719
在建工程	16	69	69	69
无形资产	70	63	56	49
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	814	848	865	837
资产总计	3,241	2,631	2,791	3,146
短期借款	761	1,345	1,345	1,345
应付票据	102	114	122	144
应付账款	191	214	229	271
预收账款	25	28	30	35
其他应付款	99	99	52	99
应交税费	6	6	6	6
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	1,205	1,806	1,784	1,900
长期借款	36	36	36	36
其他非流动负债	2	2	2	2
非流动负债合计	38	38	38	38
负债合计	1,244	1,844	1,822	1,938
股本	160	160	160	160
资本公积	1,605	1,605	1,605	1,605
留存收益	229	367	551	791
少数股东权益	3	3	4	4
所有者权益合计	1,997	2,135	2,319	2,560
负债和股东权益合计	3,241	3,979	4,141	4,498

现金流量表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	87	152	147	239
投资活动现金流量	(286)	(102)	(65)	(21)
筹资活动现金流量	1,507	(781)	2	2
现金及等价物净增加	1,308	(731)	84	220

资料来源：民生证券研究所

插图目录

图 1: 中顺洁柔六大区域性生产基地	4
图 2: 中顺洁柔近年营收情况	4
图 3: 中顺洁柔近年净利润情况	4
图 4: 中国生活用纸行业增长图	5
图 5: 2007 年世界生活用纸人均消费量 (KG/人)	6
图 6: 2010 年我国生活用纸构成	7
图 7: 我国城镇居民家庭收入与日杂用品支出情况	7
图 8: 中顺洁柔近年收入构成情况	8
图 9: “洁柔”系列产品	9
图 10: “太阳”系列产品	9
图 11: 中顺洁柔期间费用率情况	9
图 12: 中顺洁柔毛利率与净利率情况	9
图 13: 中顺洁柔 PE-Bands	11

表格目录

表 1: 2009 年综合排序前 15 位的生活用纸制造商	3
表 2: 中顺洁柔盈利预测	10
表 3: 敏感性分析	11

分析师与联系人简介

王力，毕业于中南大学电子信息工程专业。曾就任于中国电子科技集团信息化工程总体研究中心，任软件工程师、系统分析师，从事信息化系统规划、设计、咨询等工作。2008年6月，加盟民生证券有限责任公司，曾覆盖家电、计算机及信息服务等行业，目前覆盖造纸印刷行业。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璠	北京	010-85127761	13621034253	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guomingyjs@mszq.com
李北铎	上海	021-68885797	18621639595	libeiduo@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	Zhuguangyu@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
许力平	广深	0755-22662071	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22662071	13701050353	weikejia@mszq.com

民生证券研究所：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层； 100005

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室； 518040

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座； 200120

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。