



# 上市公司半年报点评

证券研究报告  
化工—基础化工原料与制品

买入 维持

闰土股份（002440）

2011 年 8 月 8 日

## 分散染料业务表现佳，中报业绩符合预期

2011 年 8 月 5 日收盘价：24.33 元

6 个月目标价：28.60 元

基础化工行业高级分析师：曹小飞  
SAC 执业证书编号：S08500210070006  
caoxf@htsec.com  
021-23219267

联系人：易团辉  
yith@htsec.com  
021-23219737

联系人：张 瑞  
zr6056@htsec.com  
021-23219634

### 主要内容：

- **闰土股份 1H2011 净利润同比增长 34.59%，每股收益 0.57 元。**1H2011 闰土股份实现销售收入 14.32 亿元，同比增加 26.99%；实现营业利润 2.69 亿元，同比增加 35.69%；实现归属于母公司的所有者的净利润 2.20 亿元，同比增加 34.59%，实现每股收益 0.74 元（按照最新股本摊薄为 0.57 元），公司 1H2011 年业绩符合我们的预期。
- **分散染料业务表现良好、公司期间费用率下降，是公司业绩增长的主要原因。**棉价高企带动分散染料行业需求较为旺盛，分散染料行业集中度高，在化工原料普遍上涨的情况下，公司分散染料业务通过提价来覆盖成本的增加，毛利率也得到了一定提升；活性染料、保险粉等业务毛利率大幅下滑，2H2011 活性染料盈利能力有望提升；销售费用率、财务费用率下降使得公司期间费用率下降。
- **公司 IPO 募集资金项目** 高档分散染料、染料中间体、离子膜烧碱等项目将于 2011~2013 年间陆续投产，将**成为公司未来成长的驱动力**；**收购并增资江苏和利瑞、拟增资约克夏化工控股、拟收购江苏明盛等**三次主要的并购活动，体现了公司“后向一体化”、优化产品结构、开拓国际市场等战略，通过产业链整合，三家被收购公司**将成为闰土股份业绩增长的另一主要驱动力**。
- 我们预计**公司 2011-2013 年每股收益分别为 1.30 元、1.55 元、1.85 元，净利润复合增长率为 22%**，2011-2013 年动态市盈率分别为 19 倍、16 倍、13 倍，**我们维持公司“买入”投资评级，6 个月目标价 28.60 元**，对应 2011 年 22 倍市盈率。

**风险提示：**（1）纺织印染行业景气度；（2）新项目进展。

表 1 闰土股份主要财务数据及预测

|                   | 2010   | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（万元）          | 231769 | 285490 | 336300 | 406150 |
| 同比增长（%）           | 7.24   | 23.18  | 17.80  | 20.77  |
| 综合毛利率（%）          | 29.29  | 28.79  | 29.93  | 30.01  |
| 归属于母公司所有者的净利润（万元） | 39 24  | 49764  | 59490  | 70913  |
| 同比增长（%）           | 27.25  | 27.52  | 19.55  | 19.20  |
| 全面摊薄后每股收益（元）      | 1.02   | 1.30   | 1.55   | 1.85   |
| 市盈率（倍）            | 22     | 19     | 16     | 13     |

资料来源：公司公告，海通证券研究所

# 1. 1H2011 闰土股份业绩符合预期：分散染料业务表现良好，期间费用率下降

闰土股份 2011 年 8 月 8 日披露半年报，1H2011 公司实现销售收入 14.32 亿元，同比增加 26.99%；实现营业利润 2.69 亿元，同比增加 35.69%；实现归属于母公司的所有者的净利润 2.20 亿元，同比增加 34.59%，实现每股收益 0.74 元（按照最新股本摊薄为 0.57 元），公司 1H2011 年业绩符合我们的预期。

**分散染料业务表现良好，是公司业绩增长的主要原因。**公司 1H2011 业绩实现了 34.59% 的增长，主要得益于分散染料业务（收入占比 65%）的良好表现，1H2011 分散染料业务实现收入 9.36 亿元，同比增长 21.27%；毛利率为 33.90%，提升了 1.22 个百分点。在棉价依然远高于历史正常水平的情况下，涤纶纤维对棉花的替代效应显著，分散染料多应用于涤纶等合成纤维的染色，因此，行业需求较为旺盛；另外，分散染料行业集中度高，闰土股份、浙江龙盛、杭州吉华三家企业占据了行业 70% 以上的产能，龙头企业定价能力强，在化工原料普遍上涨的情况下，公司分散染料业务可以通过提价来覆盖成本的增加，毛利率也得到了一定提升。

**活性染料、保险粉等业务毛利率大幅下滑。**活性染料是公司另外一块主要的收入（收入占比 19%）和利润来源，活性染料需求受到了高棉价的影响而相对疲弱，同时原料成本上涨幅度也较大，在需求不振、行业定价权弱于分散染料的情况下，公司活性染料业务盈利出现了下滑，1H2011 公司活性染料业务收入增长 5.92%，毛利下滑了 19.33%，毛利率下降了 4.17 个百分点。另外，公司的保险粉业务收入大幅增长 29.79%，而毛利率大幅下滑 9.41 个百分点，综合作用下，保险粉业务毛利下滑 8.99%。

表 2 2007-1H2011 闰土股份主要业务收入、毛利、毛利率变化

|                 | 2007      | 2008      | 2009      | 2010      | 1H2010   | 1H2011   | 1H2011 变化（%or 百分点） |
|-----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|----------|----------|--------------------|
| <b>营业收入（万元）</b> |           |           |           |           |          |          |                    |
| 分散染料            | 132505.26 | 133339.92 | 138761.02 | 150545.91 | 77176.66 | 93591.47 | 21.27              |
| 活性染料            | 37384.91  | 52997.53  | 50988.45  | 50875.22  | 25189.10 | 26680.34 | 5.92               |
| 保险粉             | 13898.40  | 22453.35  | 13002.44  | 15443.48  | 6607.31  | 8575.86  | 29.79              |
| 助剂              | 1602.36   | 1047.44   | 1049.61   | 1076.10   | 1193.77  | 1035.55  | -13.25             |
| <b>毛利（万元）</b>   |           |           |           |           |          |          |                    |
| 分散染料            | 33034.75  | 37658.06  | 40389.47  | 49853.11  | 25220.05 | 31724.76 | 25.79              |
| 活性染料            | 5977.83   | 10101.12  | 9423.10   | 8925.26   | 4401.68  | 3550.93  | -19.33             |
| 保险粉             | 2975.14   | 7437.72   | 3289.29   | 5569.20   | 2081.83  | 1894.71  | -8.99              |
| 助剂              | 624.02    | 163.86    | 358.29    | 242.72    | 206.43   | 172.40   | -16.48             |
| <b>毛利率（%）</b>   |           |           |           |           |          |          |                    |
| 分散染料            | 24.93     | 28.24     | 29.11     | 33.11     | 32.68    | 33.90    | 1.22               |
| 活性染料            | 15.99     | 19.06     | 18.48     | 17.54     | 17.47    | 13.31    | -4.17              |
| 保险粉             | 21.41     | 33.13     | 25.30     | 36.06     | 31.51    | 22.09    | -9.41              |
| 助剂              | 38.94     | 15.64     | 34.14     | 22.56     | 17.29    | 16.65    | -0.64              |

资料来源：公司公告，海通证券研究所

**期间费用率下降成为业绩增长的另一原因。**1H2011 闰土股份依靠分散染料业务的良好表现，抵消了活性染料、保险粉等业务下滑对公司业绩的不利影响，各项盈利能力指标较 1H2010 变动不大，不过销售净利率提升了 0.78 个百分点，主要原因是期间费用率出现了一定下降，原因是公司收入的增长主要来自于产品价格的提升，而销量变动较小，销售费用率下降便在情理之中；由于 IPO 上市融资后，公司资金实力显著增强，财务费用率 1H2011 为 -0.60%。

表 3 2007-1H2011 闰土股份主要财务指标（%）

|                    | 2007  | 2008  | 2009  | 2010  | 1H2010 | 1H2011 | 1H2011 变化 |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|-----------|
| 净资产收益率 ROE（摊薄，公布值） | 37.11 | 32.56 | 29.20 | 10.86 | 4.86   | 5.99   | 1.13      |
| 总资产报酬率 ROA         | 17.21 | 20.08 | 18.11 | 14.94 | 6.66   | 5.88   | -0.78     |
| 投入资本回报率 ROIC       | 24.17 | 29.58 | 24.04 | 15.79 | 6.81   | 5.58   | -1.23     |
| 销售净利率              | 11.46 | 13.03 | 14.73 | 17.59 | 14.93  | 15.71  | 0.78      |
| 销售毛利率              | 22.71 | 25.51 | 26.12 | 29.29 | 28.80  | 28.68  | -0.12     |
| 销售期间费用率            | 9.22  | 10.93 | 9.81  | 9.36  | 10.60  | 8.55   | -2.05     |
| 销售费用/营业总收入         | 2.72  | 3.16  | 3.19  | 2.98  | 3.52   | 2.68   | -0.84     |
| 管理费用/营业总收入         | 3.88  | 4.06  | 5.53  | 6.58  | 5.98   | 6.46   | 0.48      |
| 财务费用/营业总收入         | 2.62  | 3.71  | 1.08  | -0.20 | 1.09   | -0.60  | -1.69     |

资料来源：公司公告，海通证券研究所

## 2. IPO 募集资金将驱动公司未来成长

闰土股份自 2010 年以来业绩表现良好，净利润增速保持在 30%以上，公司 IPO 募集的 21.5 亿资金尚未开始为公司贡献业绩，公司良好的业绩表现是在较少资本支出的情况下实现的；我们可以预计通过募集资金项目以及超募资金的运用，公司的产品结构将继续优化，产业链进一步完善，募集资金项目、超募资金的使用，将成为公司未来几年业绩增长的主要动力。公司 IPO 募集资金项目高档分散染料、染料中间体、离子膜烧碱等项目将于 2011-2013 年间陆续投产，将成为公司未来成长的驱动力。

表 4 闰土股份 IPO 募集资金项目概况

| 项目名称                     | 总投资<br>(万元) | 预计达产    |
|--------------------------|-------------|---------|
| 年产 7000 吨高档新型分散染料项目      | 1900        | 2012.6  |
| 低浓废酸多效浓缩循环再生盐酸元明粉联产氯磺酸项目 | 8000        | 2014.6  |
| 年产 2.3 万吨萘系列产品项目         | 20000       | 2013.6  |
| 年产 3.2 万吨苯、苯磺化系列产品项目     | 18000       | 2013.6  |
| 年产 16 万吨离子膜烧碱项目          | 42000       | 2014.12 |
| 合计                       | 99900       | -       |

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

围绕着“后向一体化”的战略，公司正积极运用 11.5 亿超募资金，通过一系列并购活动来延伸公司产业链，拓展国际市场，主要举措有：收购并增资江苏和利瑞、拟增资约克夏化工控股、拟收购江苏明盛。

收购并增资江苏和利瑞。2010 年 9 月 17 日，公司利用自有资金 600 万元收购了江苏和利瑞科技，并于 2010 年 10 月底利用超募资金 9500 万元对其增资，建设 4500 吨/年高档染料、2000 吨活性染料中间体(氨基油)项目，该项目已于 2011 年 5 月竣工，我们预计，项目达产后将新增营业收入 3.5 亿元，税后利润 3700 万元。江苏和利瑞的高档染料项目丰富了闰土股份的产品线，并优化了产品结构，同时氨基油为活性染料的中间体，延伸了公司活性染料的产业链。

拟收购江苏明盛。2011 年 5 月 9 日，公司董事会通过了拟收购江苏明盛 70% 股权的议案，公司运用超募资金，拟以 1.49 亿元的价格受让江苏明盛原股东持有的江苏明盛 70% 的股权。2010 年，江苏明盛营业收入 3.02 亿元，净利润 1893 万元，公司主要业务包括 H 酸、K 酸等，还拥有 21 万吨/年硫酸产能。江苏明盛 H 酸、K 酸等乃活性染料的中间体，其现有及即将扩产的产能不但能满足闰土股份活性染料业务的需求，还能实现对外销售，为闰土股份活性染料业务将来的扩张提供原料保障。目前该部分股权正在办理工商过户手续。

拟增资约克夏化工控股。2011 年 6 月 3 日，公司与相关方签署协议，拟用超募资金向约克夏控股增资 750 万美元，取得约克夏控股 60% 股权，2010 年，约克夏控股收入规模 2.86 亿港元，亏损 610.43 万港元。约克夏控股具备国外市场、品牌、技术等方面的优势，在中国、德国、韩国、西班牙、印尼等地拥有子公司，闰土股份增资约克夏控股后，闰土股份强大的研发、生产能力将与约克夏的国际渠道、高端品牌优势进行互补，从而产生协同效应，有助于闰土股份打开国际市场。该项投资目前正在国家外汇管理局上虞支局办理境外投资用汇备案登记手续。

我们认为，闰土股份上市以来的三次主要的并购活动，体现了公司“后向一体化”、优化产品结构、开拓国际市场等战

略，通过产业链整合，三家被收购公司将成为闰土股份业绩增长的另一主要驱动力，未来公司还将有充足的资金进行产业链延伸及行业整合。

### 3. 盈利预测与投资建议

分散染料业务是闰土股份主要收入和利润来源，目前，分散染料行业较为景气，浙江省染料行业数据显示，尽管其他染料品种销量下滑，但分散染料还是保持较高的销量增速，我们预计这样的情形将能够延续，因此，公司分散染料业务将继续保持增长；对于活性染料业务，公司通过产业链的延伸，其盈利能力也将会得到提升，从行业景气情况来看，公司作为行业龙头企业之一，活性染料业务毛利率已经下滑至 13.31%，为历年最低，2H2011 活性染料业务盈利情况有望改善。

较上期报告，我们略微调整了表 5 中的基础假设，根据海通证券估值模型，我们预计公司 2011-2013 年每股收益分别为 1.30 元、1.55 元、1.85 元（与上期基本一致），净利润复合增长率为 22%，相对于公司 2011 年 8 月 5 日 24.33 元的收盘价，2011-2013 年动态市盈率分别为 19 倍、16 倍、13 倍；我们的盈利预测未考虑公司继续利用超募资金进行业务扩张带来的收益，我们维持公司“买入”投资评级，6 个月目标价 28.60 元，对应 2011 年 22 倍市盈率。

### 4. 风险提示

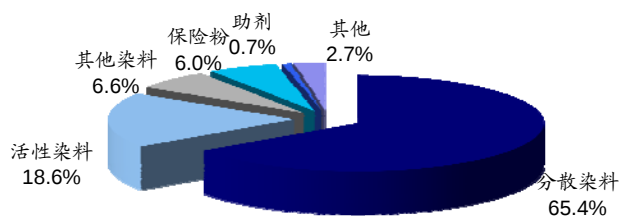
（1）我们对于闰土股份的盈利预测，是基于纺织印染行业保持正常增长的假设，若未来纺织印染行业出现明显下滑，公司染料销量及盈利水平将受到负面影响，将会导致公司实际业绩低于我们的预期；

（2）我们对于闰土股份的盈利预测，是基于公司主要收购项目及募投项目进展顺利的假设，若相关项目进度低于预期，也将使得公司实际业绩低于我们的预期。

#### 相关研究报告：

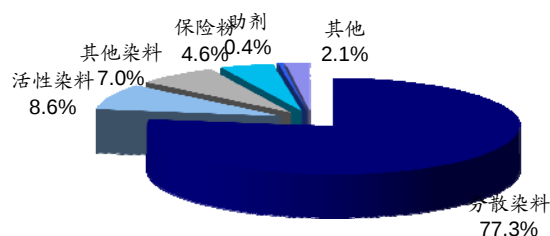
|                                   |          |
|-----------------------------------|----------|
| 闰土股份调研报告：分散染料业务景气，一体化程度不断加深       | 20110711 |
| 基础化工行业 2H2011 投资策略：行业景气下滑，寻找确定性   | 20110627 |
| 闰土股份 2011 年一季报点评：毛利率显著提升，募集资金助推成长 | 20110425 |
| 纺织化学品行业跟踪报告：业绩持续向好，板块估值较低         | 20100514 |
| 闰土股份投资价值分析报告：专注主业，打造世界一流染料制造商     | 20100430 |

图 1 1H2011 年闰土股份收入结构



资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 2 1H2011 闰土股份毛利结构



资料来源：公司公告，海通证券研究所

表 5 闰土股份盈利预测基本假设

|              | 2008         | 2009         | 2010         | 2011         | 2012         | 2013         |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业收入（万元）     | 224017       | 216115       | 231769       | 285490.00    | 336300.00    | 406150.00    |
| 营业成本（万元）     | 166874       | 159661       | 163884       | 202419.00    | 235635.00    | 284250.00    |
| 营业收入增长率（%）   | 12.68        | -3.53        | 7.24         | 23.18        | 17.80        | 20.77        |
| 综合毛利率（%）     | 25.51        | 26.12        | 29.29        | 29.10        | 29.93        | 30.01        |
| <b>分业务预测</b> |              |              |              |              |              |              |
| <b>分散染料</b>  |              |              |              |              |              |              |
| 销售收入（万元）     | 133340       | 138761       | 150546       | 198690       | 212850       | 242550       |
| 销售成本（万元）     | 95682        | 98372        | 100693       | 131868       | 141900       | 161700       |
| 毛利率（%）       | <b>28.24</b> | <b>29.11</b> | <b>33.11</b> | <b>33.63</b> | <b>33.33</b> | <b>33.33</b> |
| 销量（吨）        | 71334        | 106320       | 107383       | 111000       | 129000       | 147000       |
| 单位价格（元/吨）    | 18692        | 13051        | 14020        | 17900        | 16500        | 16500        |
| <b>活性染料</b>  |              |              |              |              |              |              |
| 销售收入（万元）     | 52998        | 50988        | 50875        | 53100        | 57800        | 62900        |
| 销售成本（万元）     | 42896        | 41565        | 41950        | 45430        | 45900        | 49950        |
| 毛利率（%）       | <b>19.06</b> | <b>18.48</b> | <b>17.54</b> | <b>14.44</b> | <b>20.59</b> | <b>20.59</b> |
| 销量（吨）        | 21810        | 29167        | 29750        | 29500        | 34000        | 37000        |
| 单位价格（元/吨）    | 24300        | 17482        | 17101        | 18000        | 17000        | 17000        |
| <b>其他染料</b>  |              |              |              |              |              |              |
| 销售收入（万元）     | 5443         | 8364         | 7202         | 7400         | 7800         | 8000         |
| 销售成本（万元）     | 4585         | 6269         | 5226         | 5365         | 5655         | 5800         |
| 毛利率（%）       | <b>15.75</b> | <b>25.05</b> | <b>27.43</b> | <b>27.50</b> | <b>27.50</b> | <b>27.50</b> |
| <b>保险粉</b>   |              |              |              |              |              |              |
| 销售收入（万元）     | 22453        | 13002        | 15443        | 17500        | 15750        | 16200        |
| 销售成本（万元）     | 15016        | 9713         | 9874         | 13650        | 10500        | 10800        |
| 毛利率（%）       | <b>33.13</b> | <b>25.30</b> | <b>36.06</b> | <b>22.00</b> | <b>25.00</b> | <b>25.00</b> |
| 销量（吨）        | 35014        | 36628        | 32800        | 35000        | 35000        | 36000        |
| 单位价格（元/吨）    | 6413         | 3550         | 4708         | 5000         | 4500         | 4500         |
| <b>助剂</b>    |              |              |              |              |              |              |
| 销售收入（万元）     | 1047         | 1050         | 1076         | 1800         | 2100         | 2500         |
| 销售成本（万元）     | 884          | 691          | 833          | 1494         | 1680         | 2000         |
| 毛利率（%）       | 15.64        | 34.14        | 22.56        | 17.00        | 20.00        | 20.00        |
| <b>氯碱</b>    |              |              |              |              |              |              |
| 销售收入（万元）     | -            | -            | -            | -            | -            | 30000        |
| 销售成本（万元）     | -            | -            | -            | -            | -            | 21000        |
| 毛利率（%）       | -            | -            | -            | -            | -            | <b>30.00</b> |
| <b>其他</b>    |              |              |              |              |              |              |
| 销售收入（万元）     | 8736         | 3949         | 6626         | 7000         | 40000        | 44000        |
| 销售成本（万元）     | 7811         | 3051         | 5307         | 5500         | 30000        | 33000        |

资料来源：公司公告，海通证券研究所

表 6 闰土股份 2011-2013 利润表预测（万元）

|                  | 2010   | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|------------------|--------|--------|--------|--------|
| 一、营业总收入          | 231769 | 285490 | 336300 | 406150 |
| 营业收入             | 231769 | 285490 | 336300 | 406150 |
| 二、营业总成本          | 186397 | 227626 | 267130 | 323703 |
| 营业成本             | 163884 | 203307 | 235635 | 284250 |
| 营业税金及附加          | 595    | 742    | 874    | 1056   |
| 销售费用             | 6897   | 7765   | 10022  | 12103  |
| 管理费用             | 15261  | 18414  | 22196  | 26806  |
| 财务费用             | -471   | -2945  | -2000  | -1000  |
| 资产减值损失           | 231    | 343    | 404    | 487    |
| 三、其他经营收益         |        |        |        |        |
| 公允价值变动净收益        | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 投资净收益            | 13     | 0      | 0      | 0      |
| 汇兑净收益            | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 四、营业利润           | 45385  | 57864  | 69170  | 82447  |
| 加：营业外收入          | 676    | 600    | 600    | 600    |
| 减：营业外支出          | 694    | 620    | 620    | 620    |
| 五、利润总额           | 45366  | 57844  | 69150  | 82427  |
| 减：所得税            | 4605   | 5871   | 7019   | 8366   |
| 加：未确认的投资损失       | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 六、净利润            | 40762  | 51973  | 62131  | 74061  |
| 减：少数股东损益         | 1737   | 2209   | 2641   | 3148   |
| 归属于母公司所有者的净利润    | 39024  | 49764  | 59490  | 70913  |
| 七、每股收益：          |        |        |        |        |
| 基本每股收益(最新股本摊薄，元) | 1.02   | 1.30   | 1.55   | 1.85   |

资料来源：公司公告，海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

曹小飞：基础化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

曹小飞：海利得、闰土股份、烟台氨纶、通产丽星、回天胶业、中泰化学、红宝丽

### 投资评级说明

| 1. 投资评级的比较标准                                                                                 | 类别     | 评级 | 说明                         |
|----------------------------------------------------------------------------------------------|--------|----|----------------------------|
|                                                                                              |        | 买入 | 个股相对大盘涨幅在 15%以上；           |
| 投资评级分为股票评级和行业评级<br><br>以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准； | 股票投资评级 | 增持 | 个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；      |
|                                                                                              |        | 中性 | 个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；       |
|                                                                                              |        | 减持 | 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；      |
| 2. 投资建议的评级标准<br><br>报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。                              | 行业投资评级 | 卖出 | 个股相对大盘涨幅低于-15%。            |
|                                                                                              |        | 增持 | 行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；       |
|                                                                                              |        | 中性 | 行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间； |
|                                                                                              |        | 减持 | 行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。       |

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。