

南方航空(600029)

公司研究/深度报告

从国内魁首到国际新贵，南航的二次腾飞

民生精品---深度研究报告/交通运输业

2011 年 08 月 15 日

报告摘要:

● 国内航线景气度高，预计收入客公里增长15%

(1) 供需缺口继续扩大，国内航线将保持高景气，三季度航空业盈利将超出市场预期；(2) 前 7 个月南航国内航线中广深、西部机票销量同比涨幅最高达 61%；(3) 在京沪高铁分流效应下，京沪航线机票销量小幅回落 4.32%。我们认为，随着三季度旅游旺季的到来及高铁降速降频的影响，8-12 月南航国内航线景气度有望大幅回升，预计 2011-2013 年收入客公里增速将保持 15%-17% 的水平。

● 国际航线占比三年突破30%，预计收入客公里增长60%

截至 2011 年 7 月，南航加大对国际市场运力的投放力度，国际航线运力同比增长 40% 以上。2011 年公司预计引进 55 架飞机，其中置换 16 架、新增 39 架，座位数增长 7% 以上，其中在大洋洲市场每周投入航班 40 班以上，同比增幅达 70%；目前南航国际航线占比已经突破 20%，预计三年内有有望突破 30%。我们认为，2011 年国际航线收入客公里有望大幅增长 60% 以上。

● 货运利用率大幅提高，预计收入货吨公里增长10%

公司 2013-2015 年货运运力大幅提高 8.4%。2011-2012 年公司货运新增运力不足，但收入货吨公里仅占可用货吨公里的 49%，预计 2011、2012 年货运利用率将小幅提升至 54%、59%。未来三年公司收入货吨公里将保持年均增长 10% 的水平。

● 人民币升值7.6%，南航每股盈利0.23元

南航美元负债比例为 76%，高于东航和国航，因此人民币升值对南航最为有利。在美、欧债务问题及经济增长陷入困境的背景下，我们预计 2011 年内人民币将有 7.6% 的升值空间，美元兑人民币汇率有望冲击 6.1。经测算，预计升值 7.6% 将增厚南航每股收益 0.23 元。

● 油价涨幅在5%以内，南航每股盈利减少0.06元

南航单客航油成本为 307.27 元，油价影响低于东航、国航。8 月以来，WTI 原油价格回落 13%，9 月份国内航空煤油出厂价下调窗口将被打开。全球经济疲软将导致油价继续回落，今年下半年 NYMEX 油价有望冲击 60 美元。我们预计，2011 年油价涨幅将维持在 5% 以内，南航每股收益最多降低 0.06 元。

● 未来3年复合增长率为25%，给予公司“强烈推荐”评级

我们预计公司未来三年收入复合增长率达到 25%、净利润复合增长率达到 48%，11-13 年 EPS 分别为 1.11、1.38、1.91 元，对应 PE 为 7.32、5.86、4.24 倍。当前估值已经具备吸引力，我们给予“强烈推荐”评级，6 个月目标价 10 元。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	77,788	97,235	118,627	151,842
增长率(%)	38.80%	25.00%	22.00%	28.00%
归属母公司股东净利润(百万元)	5,805	10,872	13,593	18,792
增长率(%)	1521.51%	87.28%	25.03%	38.25%
每股收益(元)	0.59	1.11	1.38	1.91
PE	13.72	7.32	5.86	4.24
PB	/	1.89	1.39	1.02

资料来源：民生证券研究所

强烈推荐

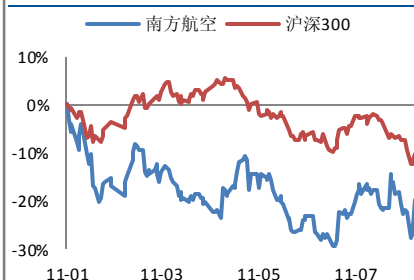
维持评级

合理估值：10 元

交易数据(2011-08-15)

收盘价	7.27
近 12 个月最高/最低	8.74/6.77
总股本(百万股)	1000.00
流通股本(百万股)	200.00
流通股比例	20.00%
总市值(亿元)	72.70
流通市值(亿元)	14.54

该股与沪深 300 走势比较



分析师

分析师:

策略分析师: 张琢

执业证号: S0100210110002

联系人: 孙洪湛

电话: (8610)8512 7513

Email: sunhongzhan@mszq.com

联系人: 于杰

电话: (8610)8512 7513

Email: yujie@mszq.com

相关研究

《航空运输业专题报告: 柳暗花明, 七月航空股启动反弹行情》2011-07-08

《航空运输业深度报告: 山重水复疑无路, 柳暗花明又一村》2011-07-25

《航空运输业专题报告: 油价走弱释放航空公司盈利空间》2011-07-31

目录

一、国内航线景气度高，预计收入客公里增长 15%	3
（一）国内航线存在供需缺口，保证南航国内航线全年业绩	3
（二）广深、西部航线机票销售情况好于去年同期	3
二、国际航线占比三年突破 30%，预计收入客公里增长 60%	4
三、货运利用率大幅提高，预计收入货吨公里增长 10%	5
（一）货运与经济的高度相关，低位介入有望分享未来货运高成长	5
（二）2013 年南航货运机队快速扩张 8.4%，迈入国内第一梯队	5
四、人民币升值 7.6%，南航每股盈利 0.23 元	5
（一）人民币升值对南航最为有利	5
（二）下半年累计顺差将持续扩大，人民币升值压力加大	5
五、油价涨幅在 5% 以内，南航每股盈利减少 0.06 元	6
（一）南航受油价波动影响低	6
（二）美国经济复苏减速，原油价格难有大幅反弹	6
六、盈利预测：未来 3 年复合增长率为 25%	6
七、投资建议：公司保持高速增长，给予“强烈推荐”评级	7
插图目录	9
表格目录	9

从 2011 年 7 月的当月客运力上看, 南航国际航线投入增长 43.4%, 而国内航线运力基本与去年同期持平。一方面, 国内航线需求强劲有力地提高了南航业绩水平; 另一方面, 国际航线投入将有效抵御 2011 年底京广线可能造成的分流影响。我们预计公司未来三年收入复合增长率为 25%, 6 个月目标价 10 元, 给予“强烈推荐”评级。

一、国内航线景气度高, 预计收入客公里增长 15%

2008 至 2010 年国内航线收入客公里增速维持在 14%-16%, 我们认为随着收入增速加大、国内空域的逐渐放开, 国内航线的高客座率仍然延续, 预计 2011-2013 年收入客公里增速将保持 15%-17% 的水平。

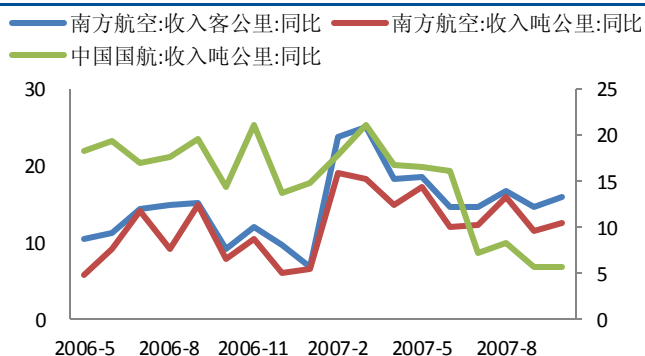
(一) 国内航线存在供需缺口, 保证南航国内航线全年业绩

从当前的收入吨公里、可用吨公里的对比来看, 供需缺口有望继续加大, 国内航线将保持高景气, 三季度航空业盈利将超出市场预期:

(1) **需求走强**, 国航、南航和东航收入吨公里上半年同比增速为 12.69%、6.72% 和 5.25%, 而 7-9 月是我国航空运输业传统旺季, 公商务出行与暑期旅游将促使航空需求明显上升;

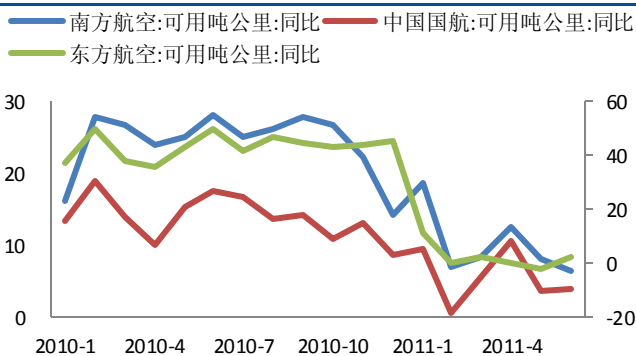
(2) **供给趋弱**, 国航、南航和东航可用吨公里上半年同比增速为 10.12%、5.59% 和 2.35%, 在国内高铁分流预期的影响下, 国内航线运力增速回落仍将持续。

图 1: 东航、南航和国航上半年需求同比增速为 5%-13%



资料来源: Wind, 民生证券研究所

图 2: 东航、南航和国航上半年运力同比增速为 2%-10%



资料来源: Wind, 民生证券研究所

(二) 广深、西部航线机票销售情况好于去年同期

从 2011 年 1 至 7 月的累计机票销售情况来看, 国内航线运力基本与去年同期持平。

从国内各航线来看:

(1) **广深地区机票销售好于去年同期**。其中深圳至昆明机票销售同比增长 61%、深圳至海口增长 8.87%、广州至厦门同比增长 7.79%;

(2) **西部机票销售出现高速增长**。其中北京至西安机票销售同比增长 19.57%、深圳至西安增长 8.34%、北京至重庆增长 30.92%、深圳至成都增长 4.13%、广州至成都增长 2.43%。

(3) 受高铁影响, 京沪沿线机票销售情况略差于去年同期水平。其中, 北京至上海虹桥同比回落了 4.32%。

图 3: 南航国内中长距离航线占比高



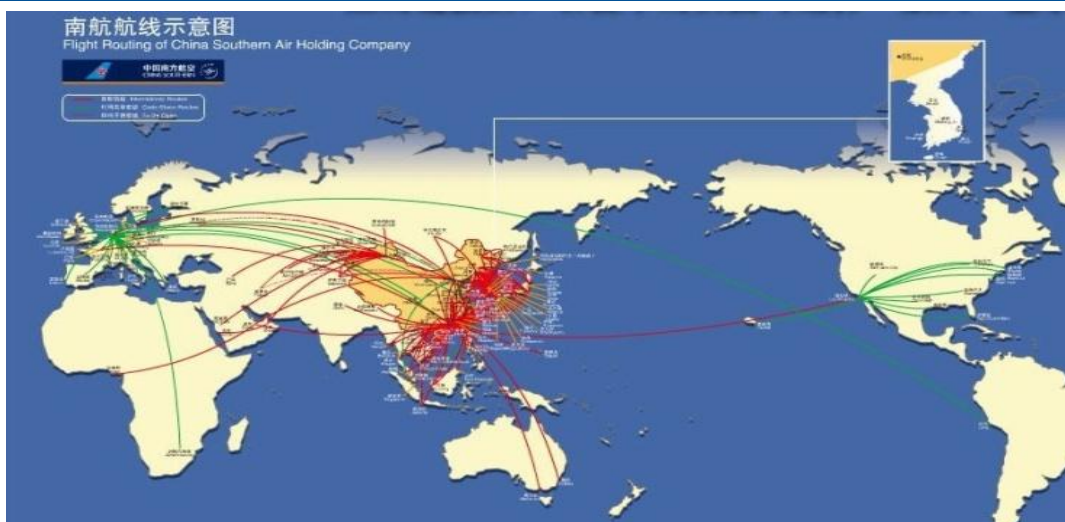
资料来源: 民生证券研究所

综上, 我们认为 2011 年国内航线收入客公里增速将小幅下滑 1%, 维持在 15% 的水平。预计 2011-2013 年国内航线收入增速将达到 8%、15% 及 20%。

二、国际航线运力提速, 预计收入客公里增长 60%

目前南航国际航线占比仅为 20%, 远低于东航、国航, 未来目标是三年内突破 30%。公司积极拓展国际航线, 未来三年国际航线收入客公里将保持 50%-60% 的高速增长。预计 2011-2013 年国内航线收入增速将达到 53%、51% 及 55%。

图 4: 南航国际航线投入力度加大



资料来源: 民生证券研究所

截至 2011 年 7 月，南航加大了对国际市场运力的投放力度，国际航线运力同比增长 40% 以上。2011 年公司预计引进 55 架飞机，其中置换 16 架、新增 39 架，座位数增长 7% 以上，其中在大洋洲市场每周投入航班 40 班以上，同比增幅达 70%；2015 年南航在大洋洲每周将超过 110 个往返航班，并成为中澳航线中国大陆地区最大航空承运人，占据 50% 以上的市场份额。

三、货运利用率大幅提高，预计收入货吨公里增长 10%

公司 2013-2015 年货运运力大幅提高 8.4%。2011-2012 年公司货运新增运力不足，但收入货吨公里占比仅为 49%，预计 2011、2012 年货运利用率将小幅提升至 54%、59%。未来三年公司收入货吨公里将保持年均增长 10% 的水平。

(一) 货运与经济的高度相关，低位介入有望分享未来货运高成长

目前全球经济正处于低位复苏阶段，货运机的购机成本处于历史低位，低位介入有望分享未来货运高成长。20 世纪 90 年代全球货运年均增长率接近 7.7%，超过了客运的增长；2000-2006 年，由于全球经济放缓及油价攀升，货运年均增长率下降至 4% 左右；2006-2007 年全球经济强劲复苏，航空公司货运业务取得了骄人的业绩。

(二) 2013 年南航货运机队快速扩张 8.4%，迈入国内第一梯队

2011 年 5 月 31 日南航与波音公司就购买 6 架波音 B777F 货机签订合同，波音公司将于 2013 至 2015 年向公司交付 6 架波音 B777F 货机，根据公司 2010 年的可用吨公里计算，货机交易将使本集团运力增长 8.4%。截至 2011 年 5 月，国航拥有 16 架货机，东航 18 架，南航为 8 架，此次交易将使南航货机拥有量跃升至 14 架，迈入国内航空货运第一梯队。

四、人民币升值 7.6%，南航每股盈利 0.23 元

(一) 人民币升值对南航最为有利

南航美元负债比例为 76%，高于东航、国航，人民币升值对南航最为有利。在美、欧债务问题及经济增长陷入困境的背景下，我们预计 2011 年内人民币将有 7.6% 的升值空间，美元兑人民币汇率有望冲击 6.1。经测算，预计升值 7.6% 将增厚南航每股收益 0.23 元。

表 1：人民币升值对各大航空公司盈利的敏感性分析，单位：元

		人民币升值幅度			
	美元负债比例	6%	7%	8%	9%
国航	73%	0.16	0.19	0.21	0.24
东航	45%	0.08	0.10	0.11	0.13
南航	76%	0.18	0.21	0.24	0.27

资料来源：民生证券研究所

(二) 下半年累计顺差将持续扩大，人民币升值压力加大

根据海关总署 8 月 10 日公布的数据显示, 7 月我国出口同比增长 20.4%, 月度顺差达到 314.9 亿美元, 均超出市场预期。我们认为, 出口逐渐回落、但进口增速回落更快的趋势将在紧缩政策放松之前一直持续, 下半年累计顺差将持续扩大, 人民币升值压力加大将明显利好美元负债比例高的航空公司。

五、油价涨幅在 5% 以内, 南航每股盈利减少 0.06 元

(一) 南航受油价波动影响低

南航单客航油成本为 307.27 元, 油价影响低于东航、国航。8 月以来, WTI 原油价格回落 13%、布伦特原油价格回落 10.13%, 9 月份国内航空煤油出厂价下调窗口将被打开。从中长期的角度, 全球经济疲软是油价持续回落的根源, 今年下半年 NYMEX 油价有望冲击 60 美元。我们预计, 2011 年油价涨幅将维持在 5% 以内, 南航每股收益最多降低 0.06 元。

表 2: 油价上涨对 EPS 的影响, 单位: 元

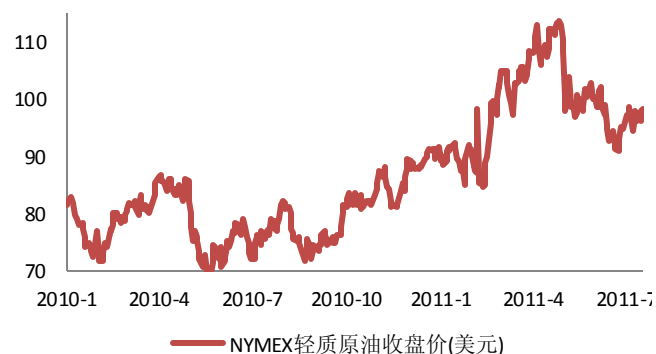
		油价增幅			
	单客航油成本	-10%	-5%	5%	10%
国航	521.1	0.14	0.07	-0.06	-0.13
东航	333.02	0.11	0.05	-0.05	-0.09
南航	307.27	0.13	0.06	-0.06	-0.11

资料来源: 民生证券研究所

(二) 美国经济复苏减速, 原油价格难有大幅反弹

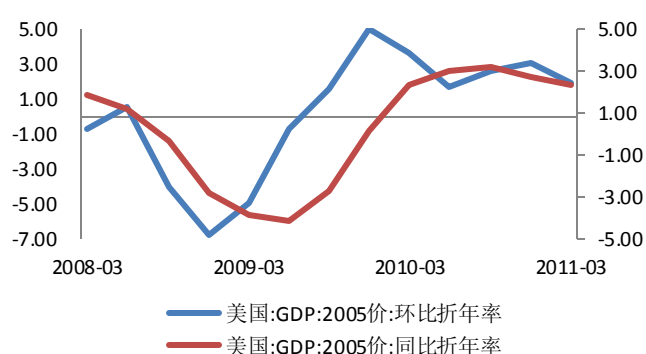
美债危机短期放大了国际油价的回调幅度, 但从中长期的角度来看, 全球经济疲软才是油价回落持续回落的根源。8 月 10 日, 欧佩克下调了对 2011、2012 年的石油市场需求预期: 2011 年全球石油需求将增长 120 万桶/天, 比之前的预期减少了 15 万桶, 2012 年世界石油需求将停留在 130 万桶/天; 美国能源信息署 (EIA) 则将 2011 年全球原油需求增长预估在之前预估的基础上下调了 6 万桶/天。

图 5: 国际油价进入下行通道



资料来源: Wind, 民生证券研究所

图 6: 美国经济复苏减速



资料来源: Wind, 民生证券研究所

六、盈利预测: 未来 3 年复合增长率为 25%

公司 2013 年货运运力投入之前, 客运收入仍将保 20% 以上的高增长, 我们认为: 2011-2012 年客运是收入增长的主因; 2013 年以后, 货运将成为公司收入增长的主因。

我们假设:

(1) 票价方面: 2011-2013 年单客公里收入为: 0.65 元、0.64 元及 0.66 元; 每吨货公里收入为: 1.8 元、1.73 元及 1.75 元

(2) 客运方面: 2011-2013 年收入客公里增速分别为: 15%、16%、17%。

(3) 货运方面: 2011-2013 年收入货运吨公里增速分别为: 10%、10%、10%。

表 3: 南方航空收入预测

营业收入 (人民币百万元)	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
航空客运	51674	51529	70495	88952.47	109527	141696.3
YOY		0%	37%	26%	23%	29%
航空货运及邮运	3577	2971	5495	6311.227	6677.649	7431.948
YOY		-17%	85%	15%	6%	11%
其他	449	539	753	977.9501	1318.164	1744.342
YOY		20%	40%	30%	35%	32%
合计	55700	55039	76743	96241.65	117522.8	150872.6
YOY		-1%	39%	25%	22%	28%

资料来源: 民生证券研究所

七、投资建议: 公司保持高速增长, 给予“强烈推荐”评级

我们给予“强烈推荐”评级, 6 个月目标价 10 元。我们预计未来三年收入复合增长率达到 25%, 净利润复合增长率 48%。主要原因: (1) 国际航线处于高速成长期, 是公司运力投入的主要方向; (2) 国内航线存在供求缺口, 是公司利润增长的主要来源; (3) 公司美元负债比例接近 80%, 人民币升值增厚幅度最大; (4) 公司单客航油成本仅为 300 元左右, 油价影响最低。

表 4: 航空运输上市公司平均估值水平, 截止 2011 年 8 月 15 日

证券代码	证券简称	自由流通市值(亿元)	PE	PB
600270.SH	外运发展	24.32	14.37	1.33
600221.SH	海南航空	59.97	8.69	2.11
600029.SH	南方航空	120.75	14.06	2.80
601111.SH	中国国航	147.18	10.36	2.91
000099.SZ	中信海直	29.02	44.74	3.40
600115.SH	东方航空	147.74	11.13	3.76
	平均值	88.16	17.22	2.72

资料来源: wind, 民生证券研究所

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	77,788	97,235	118,627	151,842
减：营业成本	62,567	71,952	86,342	107,928
营业税金及附加	1,957	2,532	3,147	3,934
销售费用	5,694	6,888	8,698	11,002
管理费用	2,182	3,034	3,623	4,545
财务费用	(456)	(2,000)	(2,000)	(2,000)
资产减值损失	220	200	200	200
加：投资收益	1,214	300	300	300
二、营业利润	6,869	14,929	18,916	26,534
加：营业外收支净额	1,229	1,000	1,000	1,000
三、利润总额	8,098	15,929	19,916	27,534
减：所得税费用	1,673	3,982	4,979	6,883
四、净利润	6,425	11,947	14,937	20,650
归属于母公司的利润	5,805	10,872	13,593	18,792
五、基本每股收益 (元)	0.59	1.11	1.38	1.91

主要财务指标

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA	28.90	8.28	6.19	4.04
成长能力:				
营业收入同比	38.80%	25.00%	22.00%	28.00%
营业利润同比	-471.5%	117.3%	26.7%	40.3%
净利润同比	#####	85.94%	25.03%	38.2%
营运能力:				
应收账款周转率	46.15	44.32	44.47	44.95
存货周转率	59.58	64.18	64.07	67.64
总资产周转率	0.76	0.82	0.96	1.09
盈利能力与收益质量:				
毛利率	19.6%	26.0%	27.2%	28.9%
净利率	7.5%	11.2%	11.5%	12.4%
总资产净利率 ROA	6.2%	10.1%	12.0%	14.8%
净资产收益率 ROE	29.6%	33.0%	30.1%	30.6%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	0.50	0.59	0.98	2.14
资产负债率	72.8%	66.4%	53.4%	50.2%
长期借款/总负债	39.3%	45.5%	70.1%	71.3%
每股指标:				
每股收益	0.59	1.11	1.38	1.91
每股经营现金流量	1.31	1.50	1.90	2.55
每股净资产	3.08	4.29	5.82	7.92

资产负债表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	10,404	19,657	10,186	37,082
应收票据	0	0	0	0
应收账款	2,005	2,383	2,952	3,805
预付账款	665	1,044	1,264	1,516
其他应收款	1,430	2,228	2,658	3,224
存货	1,355	1,675	2,028	2,462
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	15,859	26,988	19,089	48,089
长期股权投资	1,361	1,561	1,761	1,961
固定资产	79,682	85,198	90,214	94,730
在建工程	10,014	10,014	10,014	10,014
无形资产	1,836	1,652	1,469	1,285
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	95,370	98,425	103,458	107,990
资产总计	111,229	125,413	122,546	156,079
短期借款	3,568	28,228	200	200
应付票据	104	0	0	0
应付账款	9,058	10,943	13,367	16,250
预收账款	0	0	0	0
其他应付款	3,554	3,700	4,000	4,500
应交税费	2,345	2,500	2,000	1,500
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	31,801	45,371	19,567	22,450
长期借款	31,876	37,876	45,876	55,876
其他非流动负债	0	0	0	0
非流动负债合计	31,876	37,876	45,876	55,876
负债合计	81,010	83,247	65,443	78,326
股本	9,818	9,818	9,818	9,818
资本公积	14,159	14,159	14,159	14,159
留存收益	2,778	13,650	27,242	46,034
少数股东权益	3,464	4,539	5,884	7,742
所有者权益合计	30,219	42,166	57,103	77,753
负债和股东权益合计	111,229	125,413	122,546	156,079

现金流量表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	12,858	14,721	18,658	24,996
投资活动现金流量	(11,510)	(9,900)	(9,900)	(9,900)
筹资活动现金流量	4,713	32,660	(18,028)	12,000
现金及等价物净增加	6,061	37,481	(9,270)	27,096

资料来源：民生证券研究所

插图目录

图 1: 东航、南航和国航上半年需求同比增速为 5%-13%	3
图 2: 东航、南航和国航上半年运力同比增速为 2%-10%	3
图 3: 南航国内中长距离航线占比高	4
图 4: 南航国际航线投入力度加大.....	4
图 5: 国际油价进入下行通道.....	6
图 6: 美国经济复苏减速.....	6

表格目录

表 1: 人民币升值对各大航空公司盈利的敏感性分析, 单位: 元.....	5
表 2: 油价上涨对 EPS 的影响, 单位: 元	6
表 3: 南方航空收入预测.....	7
表 4: 航空运输上市公司平均估值水平, 截止 2011 年 8 月 15 日	7

分析师与行业专家简介

张琢，策略分析师，中国人民银行研究生部金融学硕士，对外经济贸易大学管理学学士。

孙洪湛，北京师范大学经济学硕士，大连理工大学计算数学学士。2010年加盟民生证券研究所，长期关注周期性行业的发展趋势，擅长自上而下及企业价值分析。主要负责交通运输行业研究，覆盖港口、航空等领域。

于杰，北京大学经济学学士、硕士，2011年加盟民生证券研究所。

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；

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室；

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座28楼。

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。