

东华能源(002221)

公司研究/简评报告

计划涉足丙烯领域，注重产业链延伸

——东华能源调研报告

民生精品---简评报告/化工行业

2011年12月22日

一、事件概述

我们近期调研了东华能源，与公司董秘和证代进行了交流。东华能源目前的主营业务有 LPG 销售、化工仓储服务，公司未来准备涉足丙烯领域。

二、分析与判断

➤ LPG 业务平稳增长，近两年仍是获利主力

LPG 销售业务即向国际市场采购油田伴生气，分别冷冻储存、配比加工成液化石油气并向市场销售。公司进口的 LPG 基本用于工业，下游涉及造纸、钢厂、陶瓷、玻璃制造、冶炼等。由于码头条件制约和“俱乐部交易”，一般投资者很难进入该行业。公司 LPG 去年的周转量 35 万吨，预计 11~13 年的周转量达到 45 万吨、54 万吨、65 万吨，为公司带来的 11-13 年摊薄后 EPS 为 0.18 元、0.21 元、0.26 元。

➤ 码头和化工仓储业务是 2012 年利润的主要增长点

仓储是指通过仓库对商品与物品的储存与保管。化工仓储就是化工品仓储服务。公司被中海工业在建货轮撞毁的 5 万吨码头预计明年一季度后能全面投入使用，加上 2 万吨新建码头恢复正常运行，2012 年码头和仓储业务有望爆发式增长。公司在张家港保税区有液体化工储罐 20 万立方米，预计仓储业务在 2012、2013 年带来净利 1782 万元、2376 万元，折合摊薄后 EPS0.06 元、0.08 元。

➤ 丙烯项目是公司未来新的业绩增长点

公司与飞翔化工、华昌化工共同设立张家港扬子江石化有限公司，建设 120 万吨的丙烷脱氢生产丙烯装置。丙烯主要用于生产聚丙烯、丙烯腈、环氧丙烷以及异丙醇等，是仅次于乙烯的重要石油化工原料。预计一期（60 万吨）将在 2013 年年中投产，按照每吨净利 1000 元计算，13、14 年丙烯项目将贡献净利润 1.68 亿元、3.36 亿元，折合摊薄后 EPS0.55、1.1 元。

➤ 可能超预期的事项

1、C4 深加工为公司提供想象空间；2、10 元非公开增发价为股价提供支撑；3、LPG 贸易绕过国际经销商，提高毛利率。

三、盈利预测与投资建议

预计公司 11~13 年 EPS 分别为 0.20 元、0.33 元、0.82 元，给予谨慎推荐评级。

四、风险提示

国内目前计划上丙烷脱氢项目较多，可能引起丙烯价差缩小，影响公司未来业绩。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2,260	2,590	2,876	5,018
增长率(%)	-5.02%	14.60%	11.03%	74.50%
归属母公司股东净利润(百万元)	41	63	102	251
增长率(%)	5.71%	53.89%	62.41%	147.52%
每股收益(元)	0.18	0.20	0.33	0.82
PE	47.66	42.54	26.19	10.58
PB	3.13	1.81	1.70	1.46

资料来源：民生证券研究所

谨慎推荐 首次评级

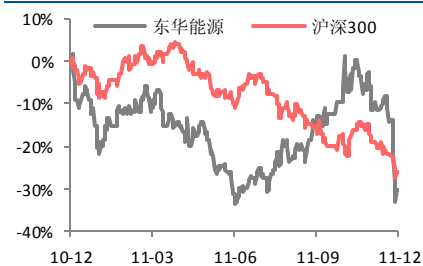
合理估值：9.84—12.3 元

交易数据

2011/12/22

收盘价(元)	8.30
近 12 个月最高/最低(元)	12.77/7.4
总股本(百万股)	224.90
流通股本(百万股)	222.00
流通股比例(%)	98.71
总市值(亿元)	18.67
流通市值(亿元)	18.43

该股与沪深 300 走势比较



分析师

分析师：刘威

执业证书编号：S0100511090003

电话：(86755)22662075

Email: liuwei@mszq.com

地址：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座；518040

联系人：金红

电话：(8621)58768652

Email: jinhong@mszq.com

地址：浦东新区浦东南路 588 号（浦发大厦）31 楼 H 室；200120

相关研究

一、LPG 销售是公司主营收入来源

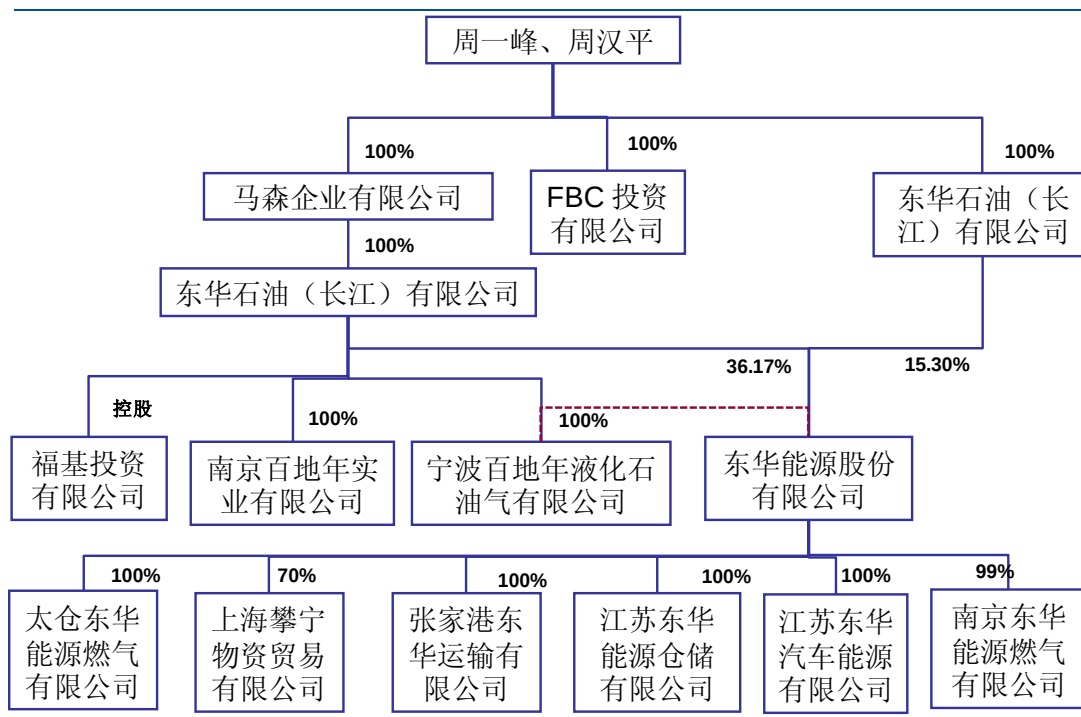
公司于 2008 年 3 月上市，目前的主营业务有 LPG 销售、化工仓储服务、汽车燃气设备改装、运输等，其中 LPG 销售收入占总收入的 99.5%，是公司目前收入的主要来源；化工仓储业务目前收入只占总收入的 0.23%，对利润的贡献较小。之前的再生资源业务和钢材业务已于 2010 年出售变为参股公司，不再贡献利润。

表 1: LPG 销售是公司主营业务收入和利润主要来源

主营业务	收入占比 (%)	利润占比 (%)
液化气销售	99.51	98.08
化工仓储服务	0.23	1.3
运输收入	0.12	-0.01
汽车燃气设备改装	0.02	0.22

资料来源：公司 2011 年中报，民生证券研究所

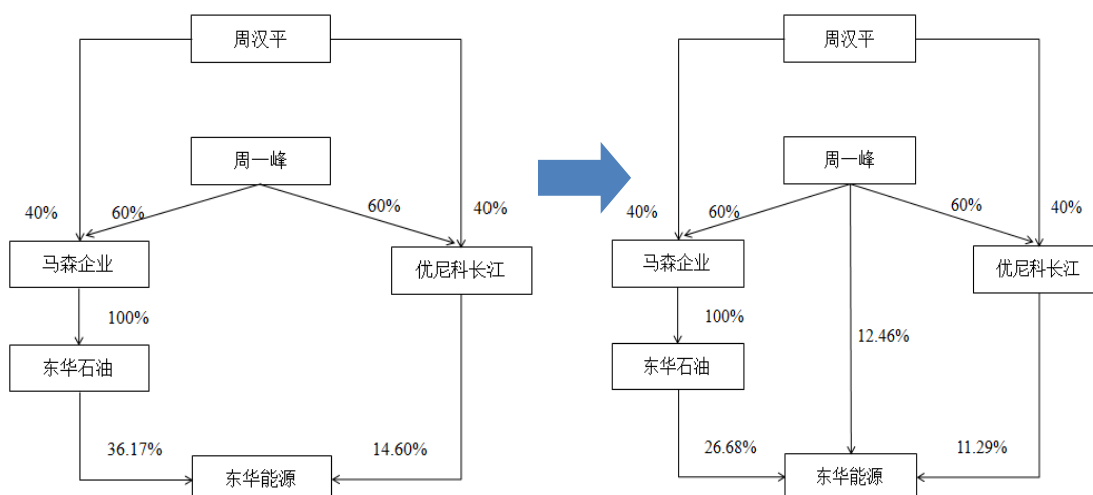
图 1: 公司非公开增发前股本结构 (2011 年中报)



资料来源：公司公告，民生证券研究所

2011 年股权激励后，公司总股本 2.49 亿，其中 2.22 亿为无限售条件股份。2011 年 10 月，公司拟非公开增发 8000 万股，使总股本增加到 3.049 亿股。

图 2：非公开增发前后公司股权结构变化

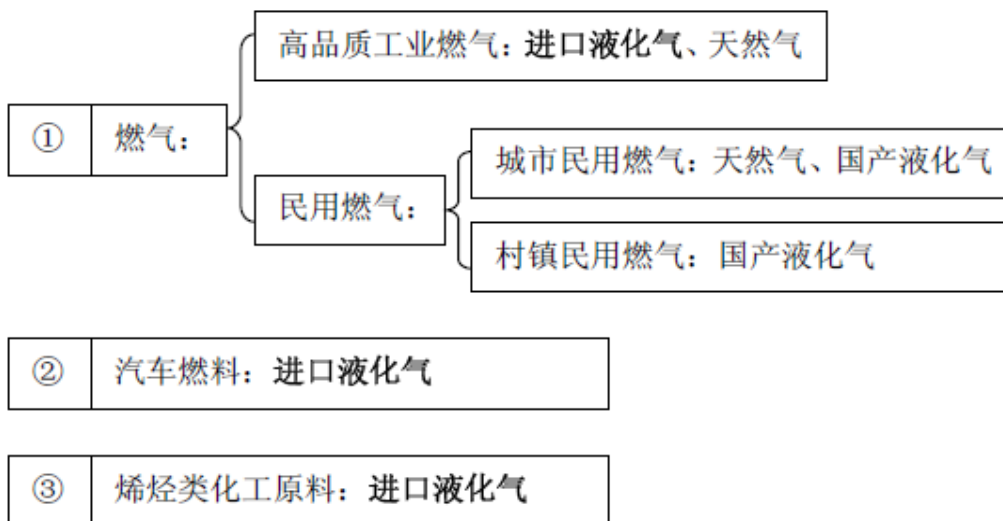


资料来源：公司公告，民生证券研究所

二、LPG 业务平稳增长，近两年仍是获利主力

LPG 销售业务即向国际市场采购油田伴生的丙烷、丁烷，并分别冷冻储存、配比加工成液化石油气并向市场销售。进口液化气原料来源于油田伴生气，其纯度高、热值高、杂质少，可作为①高品质工业燃气、②汽车燃料、③化工原料；而国产液化气是石油炼制过程中产生的副产品，是一种混合气体，杂质含量较高，大部分用于①民用燃气及对燃气品质要求不高的场合。

图 3：进口液化气和国产液化气用途比较



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究所

进口 LPG 的行业经营模式是：国际供货商 - 一级库经销商 - 终端工业用户。公司目前是国内最大的一级库经销商，并有望突破国际贸易商的环节，向供货商直接拿货，降低成本，提高毛利率。

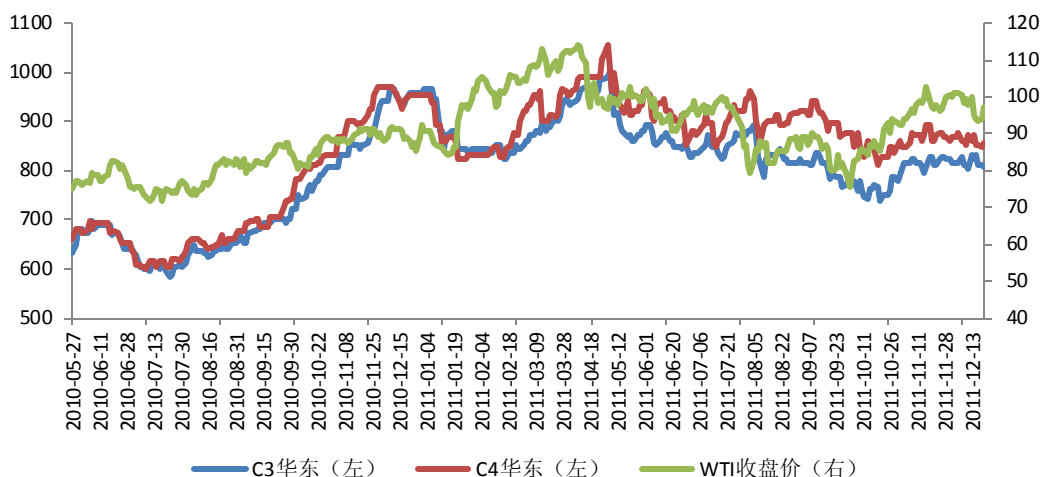
LPG 贸易赚的主要是国内外价差，盈利一部分来源于价差的扩大，一部分来源于销售量的增加。我们认为价差的波动将变化不大，扣除各项税费等成本净利在 100 元/吨以上。但公

请务必阅读最后一页免责声明

公司的周转量将会因为公司码头条件得到恢复而大幅提高，是公司主要利润增长点。

进口液化石油气价格与原油相关性很高，从 2010 年以来的 LPG 华东地区 CIF 价格与 WTI 收盘价对比分析来看，丙烷与原油价格的相关系数为 0.7295，丁烷和原油价格的相关系数为 0.6961。

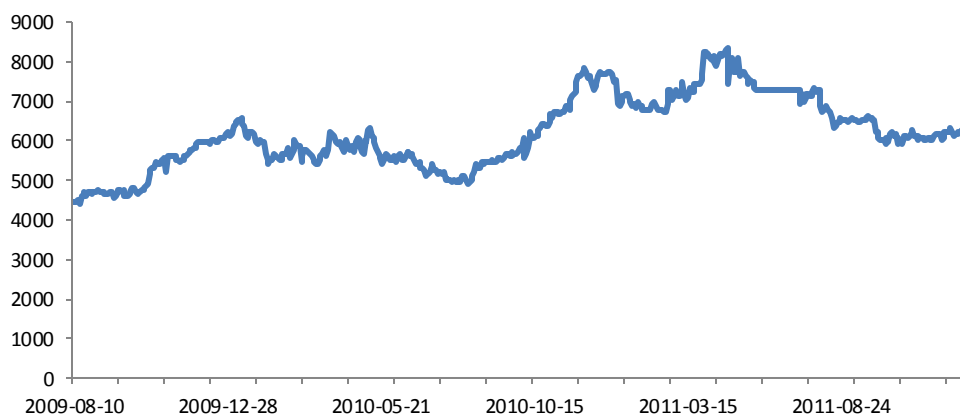
图 4：进口液化石油气价格与原油相关性很高



资料来源：隆众石化，民生证券研究所

图 5：进口液化石油气价格走势（单位：元/吨）

C3、C4混合气进口价格（上海）



资料来源：隆众石化，民生证券研究所

公司已经在张家港、太仓、宁波拥有三大生产储运基地，液化气总库容量达 70 万立方米，生产、仓储能力为中国之最，年运营能力可达 300 万吨。去年的周转量 35 万吨，此块业务平稳增长，预计今年周转量达到 45 万吨，增长率 30%。按净利 120 元/吨，12、13 年销售量增长率 20%来计算，LPG 业务为公司带来的 11-13 年摊薄后 EPS 为 0.18 元、0.21 元、0.26 元。

表 2: 公司三个库区的主要设施

库区	地点	液化气库 (万立方米)	化工仓储 (万立方米)	码头
张家港库区	张家港保税区	6.4	20	5 万吨+2 万吨
太仓库区	太仓港区	6.6		5 万吨+3 千吨 (公用)
宁波库区	宁波大榭岛	56		5 万吨+5 千吨

资料来源: 公司公告, 民生证券研究所

三、码头和化工仓储业务是 2012 年利润的主要增长点

仓储是指通过仓库对商品与物品的储存与保管。化工仓储就是为客户提供化工品 (甲醇、正丙醇、异丙醇、正丁醇、异丁醇、甲苯、二甲苯、邻二甲苯、对二甲苯、苯乙烯、丙烷、丁烷) 等的仓储服务。化工仓储行业需要码头的支持, 由于运输半径的限制, 化工储罐一般都建在码头附近。

公司在张家港保税区拥有 20 万立方米的液体化工仓储基地, 年运营能力可达 100 万吨。化工仓储业务主要针对化工贸易商, 收费 30-80 元/月/吨, 成本主要是折旧, 行业平均毛利率 40%-50%。由于长江地区不再批复液体码头, 化工仓储行业将保持高毛利。

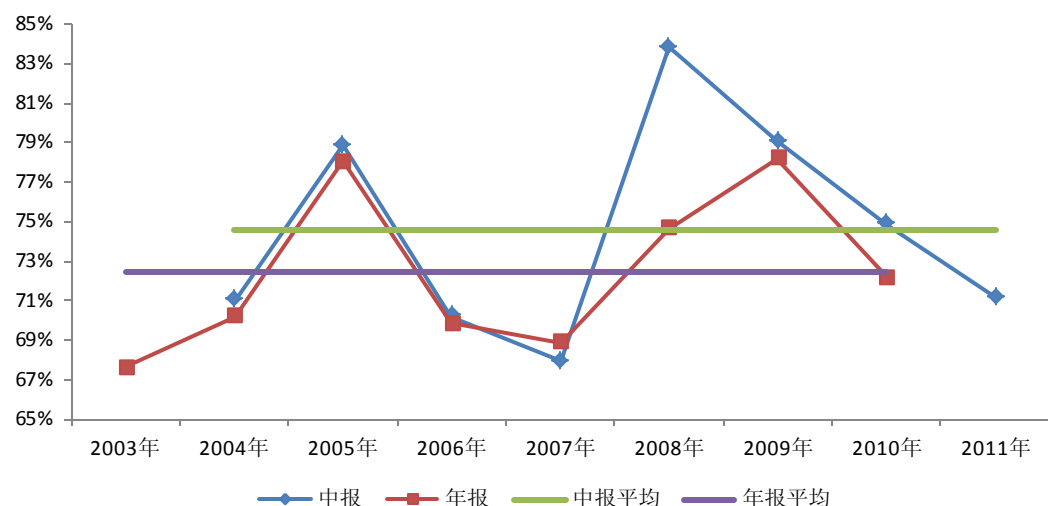
公司自有码头是“液体化工码头---仓储---化工企业”这条化工物流产业链中重要一环, 也使公司的仓储业务毛利率高于一般仓储企业。公司被中海工业在建货轮撞毁的 5 万吨码头修复工作将在今年年底完成, 预计明年第一季度后能全面投入使用, 加上 2 万吨新建码头恢复正常运行, 2012 年码头和仓储业务有望爆发式增长。

图 6: 公司张家港 20 万立方化工仓储



资料来源: wind, 民生证券研究所

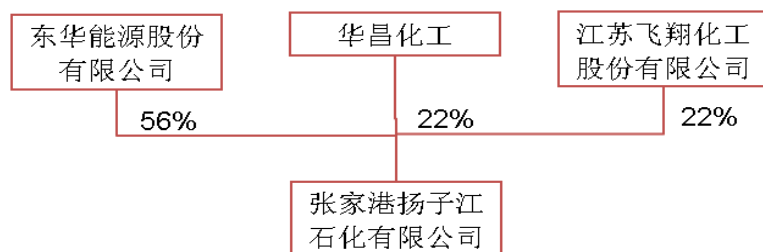
公司 20 万立方米的化工仓储, 主要从事液体散化 (甲苯、二甲苯、苯乙烯、甲醇、乙二醇、二乙二醇) 的仓储服务业务, 以 55 元/月/吨的均价、30%净利率, 预计仓储业务在 2012、2013 年带来净利 1782 万元、2376 万元, 折合摊薄后 EPS0.06 元、0.08 元。

图 7：保税科技仓储运输毛利率稳定在 65%-85%


资料来源: wind, 民生证券研究所

四、丙烯项目是公司未来新的利润增长点

公司于 2011 年 10 月拟非公开增发 8000 万股，募集资金 8 亿元，其中 5.6 亿元用于与江苏飞翔化工、华昌化工共同设立张家港扬子江石化有限公司，建设 120 万吨的丙烷脱氢生产丙烯装置。该项目已取得发市改委和市规划局批文，估计第一期（60 万吨）项目在 2013 年年中投产。

图 8：张家港扬子江石化有限公司股权结构示意图


资料来源: 公司公告, 民生证券研究所

丙烯主要用于生产聚丙烯、丙烯腈、环氧丙烷以及异丙醇等，是仅次于乙烯的重要石油化工原料。

CMAI 预计，2010 年全球丙烯产能约为 9680 万吨，其中亚太地区产量达到 2426.9 万吨，占比 32.4%。据 Chemsystems 预计，到 2015 年，全球丙烯产能将达到 1.22 亿吨，年均增速约 4.5%按照 80%的开工率计算，丙烯产量将达到 0.98 亿吨，新增产能主要来自中国、印度和新加坡的裂解装置。

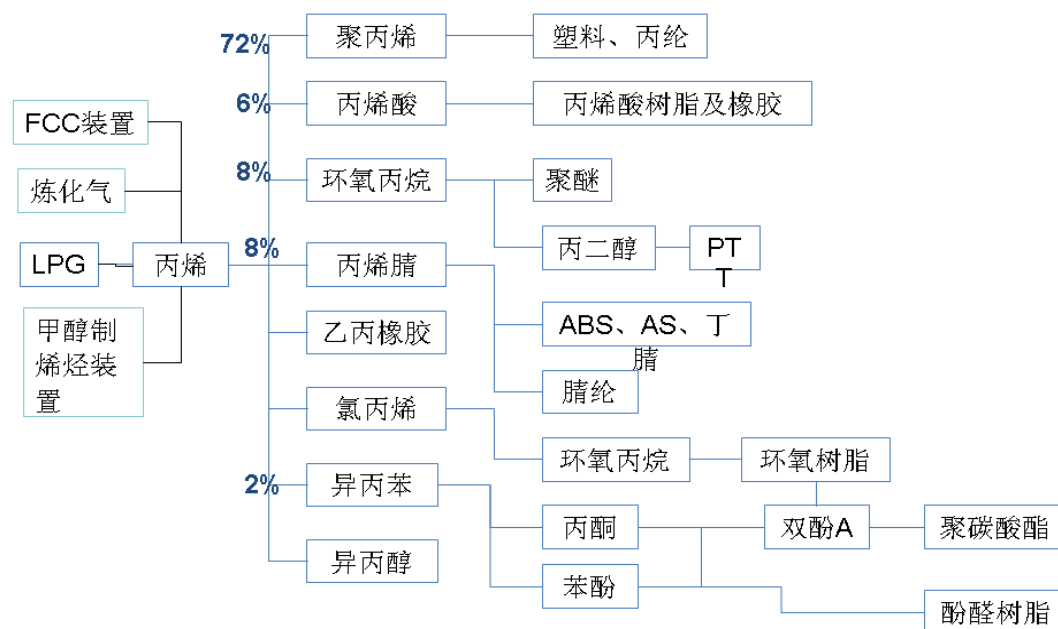
需求方面，2010 年全球丙烯消费 7000 万吨。预计到 2011 年，全球丙烯需求将增长为 7350 万吨。国内丙烯下游 72%需求量来自于聚丙烯的生产。2010 年，我国丙烯产量 1324 万吨，其中中石化产能 870 万吨/年，中石油产能 395 万吨。2010 年，中国丙烯表观消费量为 2150 万吨，需求缺口巨大。

丙烯的化工来源有 4 种途径：（1）FCC 等炼油工艺；（2）炼油及乙烯裂解副产的 C4-8 等资源转化为乙烯、丙烯的低碳烯烃裂解技术、烯烃歧化技术；（3）丙烷脱氢工艺；（4）以天然气、煤等为原料，生产乙烯、丙烯的甲醇制烯烃工艺等。

丙烷脱氢是强吸热过程，可在高温和相对低压下获得合理的丙烯收率，并且与其他途径相比，获得同等规模的丙烯产量，丙烷脱氢技术的基建投资相对较低。

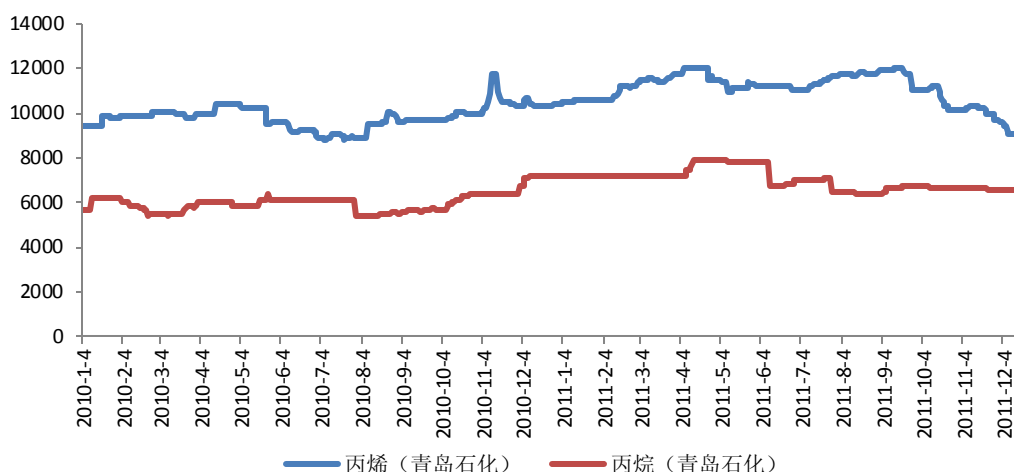
丙烷脱氢（PDH）制丙烯工业装置近几年在中东等具有资源优势的地区发展较快，现在生产能力约为 250 万吨/年，已经成为第三大丙烯生产路线。目前丙烷脱氢制丙烯实现工业化的生产工艺是美国 UOP 公司的 Oleflex 工艺和美国 ABB Lummus Global 公司的 Catofin 工艺。两种丙烷脱氢制丙烯工艺大体相同，所不同的只是脱氢和催化剂再生部分。前一种工艺国际上已有 10 套装置，后一种工艺目前只有 4 套装置。公司引进的是 UOP 技术，是第 11 套装置。由于运用装置较多，该工艺已趋于成熟，技术装让费也有所降低。

图 9：丙烯生产工艺及下游产业链



资料来源：民生证券研究所

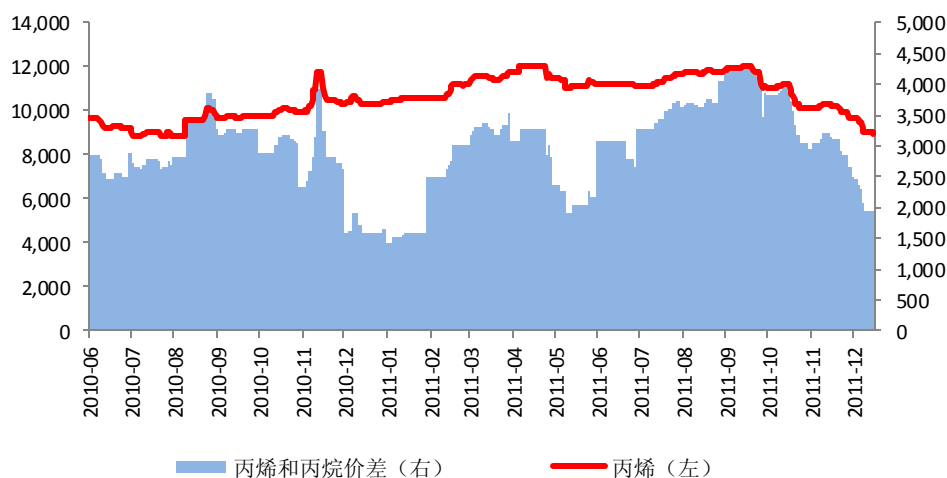
图 10: 丙烯价格及丙烷价格近期走势 (单位: 元/吨)



资料来源: 百川资讯, 民生证券研究所

国内丙烷和丙烯的价格走势都比较平稳。由于公司从中东直接进口 LPG, 原材料价格较低, 毛价差可以保持在 2000 元/吨以上, 最高可达到 4000 多元/吨。假设 1 期 60 万吨项目 2013 年年中投产, 保守估计按照每吨净利 1000 元计算, 当年丙烯项目将贡献净利润 1.68 亿元, 折合摊薄后 EPS0.55 元。

图 11: 丙烯价格及丙烯丙烷价差走势 (单位: 元/吨)



资料来源: 百川资讯, 隆众石化, 民生证券研究所

注: 丙烯价格为国内价格, 丙烷用的是沙特价格, 价差按丙烯吨耗 1.2 吨丙烷计算。

但值得注意的是, 由于丙烷脱氢技术利润空间较大, 国内外有多家企业计划上该项目。据不完全统计, 到 2015 年, 国内外新上丙烷脱氢制丙烯项目产能达到约 750 万吨/年。

表 3: 公告在建的国内外丙烷脱氢项目

公司	项目地点	设计方案	预计投产时间
天津渤化石化有限公司	天津	(1 期) 60 万吨丙烷脱氢制丙烯	2013 年 6 月
浙江聚龙石油化工有限公司	平湖	年产丙烯 45 万吨, UOP	2013 年
浙江绍兴三圆石化	绍兴	(1 期) 45 万吨丙烷脱氢制丙烯, UOP	2013 年
烟台万华聚氨酯	宁波	75 万吨/年丙烯、55.6 万吨异丁烷, UOP	2013 年
东华能源股份	张家港	(1 期) 60 万吨丙烷脱氢制丙烯, UOP	2013 年
Abu Dhabi Oil Refining Co.	阿布扎比	50 万吨丙烷脱氢制丙烯, UOP	2013 年底
中国软包装集团	福清	(1 期) 80 万吨丙烷脱氢制丙烯, UOP	2014 年
长江天然气化工有限公司	南通	年产丙烯 65 万吨	2014 年
江苏海力化工有限公司	大丰	51 万吨丙烷脱氢制丙烯, UOP	2014 年
浙江海越股份	宁波	138 万吨丙烷和混合碳四利用项目	2014 年
哈萨克斯	Atyrau	50 万吨/年 PDH 制丙烯项目	2015 年
俄罗斯西布尔(Sibur)公司	Tobolsk	建设 51 万吨/年 PDH 制丙烯装置	2012 年第 3 季
埃及联合东方石化(OPC)		25 万吨/年 PDH 装置	2015 年底

资料来源: 海川论坛, 民生证券研究所

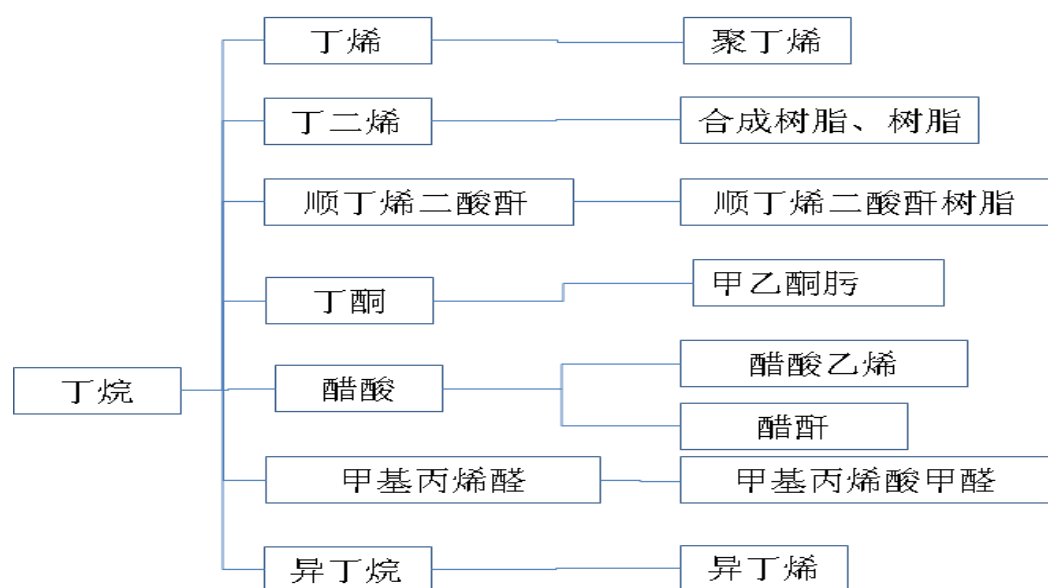
五、可能超预期的事项

1、C4 深加工为公司留有很大想象空间

公司进口的 LPG 中除了丙烷, 还有丁烷。丁烷除直接用作燃料外, 还用作溶剂、制冷剂 and 有机合成原料。丁烷同时是重要的化工原料, 在催化剂存在下脱氢生成丁烯或丁二烯, 在硫酸或无水氢氟酸存在下异构成为异丁烷, 异丁烷催化脱氢生成异丁烯, 异丁烷可作为烃化剂与烯烃反应生成抗爆性能好的支链烃。丁烷经催化氧化可制顺丁烯二酸酐、乙酸、乙醛等; 经卤化可制卤代丁烷; 经硝化可得硝基丁烷; 在高温下催化可制取二硫化碳; 经水蒸气转化可制取氢气。

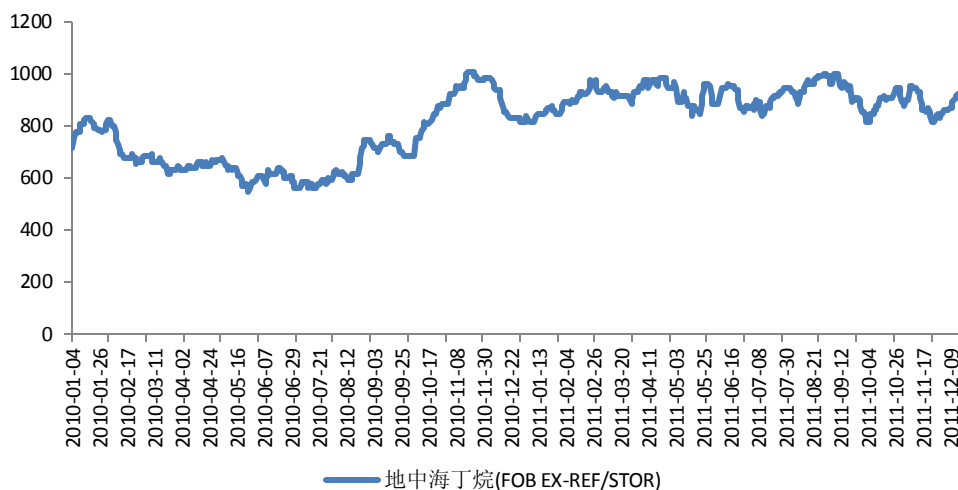
公司如果考虑自己进行 C4 深加工, 将有很大的原料供应优势。

图 12: 丁烷下游产业链



资料来源: 民生证券研究所

图 13: 丁烷价格走势 (单位: 美元/吨)



资料来源: 隆众石化, 民生证券研究所

2、非公开增发支撑股价

在此次非公开增发中, 大股东以 10 元/股的价格认购了 3800 万股, 10 元对股价形成有力支撑。

3、贸易升级, 提升毛利率

公司未来计划绕过第一贸易商, 直接从国外生产厂商购入 LPG, 从而提升毛利率。

六、盈利预测

不考虑公司参与 C4 深加工业务, 我们预计公司 2011 年-2013 年 EPS 分别为 0.20 元、0.33 元、0.82 元, 给予谨慎推荐评级。

七、风险提示

目前计划上丙烷制丙烯项目的国内企业很多, 且都在近两集中投产。到时候丙烷原料需求增加, 可能会引起成本的上升, 丙烷和丙烯价差可能会下降。同时丙烯产量集中释放, 可能会影响公司该项目业绩。

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	2,260	2,590	2,876	5,018
减：营业成本	2,136	2,414	2,673	4,534
营业税金及附加	2	2	2	4
销售费用	21	19	24	45
管理费用	24	28	31	54
财务费用	27	45	12	48
资产减值损失	5	0	0	0
加：投资收益	1	(1)	0	0
二、营业利润	46	81	133	333
加：营业外收支净额	8	2	2	2
三、利润总额	54	83	135	335
减：所得税费用	13	21	34	84
四、净利润	40	63	102	251
归属于母公司的利润	41	63	102	251
五、基本每股收益 (元)	0.18	0.20	0.33	0.82

主要财务指标

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA	28.86	12.39	10.87	6.27
成长能力：				
营业收入同比	-5.02%	14.60%	11.03%	74.50%
营业利润同比	78.8%	77.4%	63.9%	149.7%
净利润同比	5.71%	53.89%	62.41%	147.52%
营运能力：				
应收账款周转率	29.11	43.48	44.13	36.52
存货周转率	68.36	85.94	76.12	63.59
总资产周转率	1.32	1.21	1.19	1.57
盈利能力与收益质量：				
毛利率	5.5%	6.8%	7.0%	9.7%
净利率	1.8%	2.4%	3.5%	5.0%
总资产净利率 ROA	2.0%	2.8%	4.0%	6.5%
净资产收益率 ROE	6.6%	4.3%	6.5%	13.8%
资本结构与偿债能力：				
流动比率	1.00	1.92	1.72	1.39
资产负债率	69.1%	35.5%	38.6%	52.7%
长期借款/总负债	2.5%	4.2%	3.5%	1.7%
每股指标：				
每股收益	0.18	0.20	0.33	0.82
每股经营现金流量	(254.69)	271.91	33.63	(92.97)
每股净资产	2.79	4.81	5.14	5.96

资产负债表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	361	518	575	1,004
应收票据	33	38	42	73
应收账款	288	330	366	638
预付账款	56	56	56	56
其他应收款	7	8	8	15
存货	608	529	586	994
其他流动资产	1	1	1	1
流动资产合计	1,352	1,478	1,634	2,780
长期股权投资	11	11	11	11
固定资产	195	402	558	696
在建工程	323	263	222	221
无形资产	102	114	124	133
其他非流动资产	0	0	0	1
非流动资产合计	649	793	917	1,066
资产总计	2,001	2,271	2,551	3,846
短期借款	1,310	107	273	1,274
应付票据	0	0	0	0
应付账款	20	297	289	298
预收账款	32	49	68	101
其他应付款	4	4	4	4
应交税费	(33)	300	300	300
其他流动负债	3	3	3	4
流动负债合计	1,348	771	950	1,993
长期借款	34	34	34	34
其他非流动负债	0	0	0	0
非流动负债合计	34	34	34	34
负债合计	1,382	805	984	2,027
股本	222	305	305	305
资本公积	240	960	960	960
留存收益	137	197	298	549
少数股东权益	4	4	4	4
所有者权益合计	619	1,466	1,567	1,819
负债和股东权益合计	2,001	2,271	2,551	3,846

现金流量表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	(565)	829	103	(283)
投资活动现金流量	(161)	(224)	(200)	(241)
筹资活动现金流量	557	(447)	155	953
现金及等价物净增加	(170)	157	57	428

资料来源：民生证券研究所

分析师与联系人简介

刘威，化工行业高级分析师，2年券商化工行业研究经验和2年基金化工行业分析经验，善于跟踪化工产品价格、价差及行业动态，及时把握投资机会。

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。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹瑭	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guoming@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	18610531518	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
李珊珊	北京	010-85127506	18616891195	lishanshan@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
王溪	上海	021-68885793	13585785630	wangxi_sh@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@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; 200120

深圳: 深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座; 518040

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

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。