

2019年06月02日

并购扩张是零售龙头集中的必经之路吗？

——商业贸易行业周报（0527-0531）

看好

相关研究

本期投资提示：

- **外资零售企业陆续退出中国，国内零售业并购趋势初露端倪。** 近日中国多家财团正激烈角逐麦德龙中国的第二轮竞购，而自去年家乐福携手腾讯和永辉以来，一直存在家乐福即将退出中国市场的可能性。随着国内大型互联网企业与零售巨头的“抱团”，以及 Tesco 与麦德龙等外资零售巨头陆续退出中国市场，国内零售业似乎呈现出相互并购整合从而使行业集中度不断上升的趋势。
- **并购是否为零售龙头集中的必经之路，可结合国内外情况加以探讨。** 1) 英国零售业长期集中于少数龙头企业，若要使得行业集中度进一步上升，似乎只存在“强强联合”这一容易引起反垄断监管的并购路径；2) 美国零售业持续向头部企业集中，有迹象表明美国市场仍存进一步集中的可能性；3) 相比之下中国零售业集中度仍有较大上升空间，但由于中国市场存在众多实力强大的零售企业，竞争激烈，集中趋势尚不明显。
- **在竞争激烈的存量市场中，并购越来越成为扩张市场的重要途径。** 不同于早期的沃尔玛，内涵式的扩张在如今竞争激烈的存量市场难度越来越大。在零售巨头林立的中国市场，零售业未来可能会出现更多类似 Tesco 和 Kroger 这样通过并购而更快地成长起来的零售企业，从而实现行业集中度的不断上升。近年来在中国市场经营状况不理想的外资零售企业陆续退出中国市场，可能成为这个并购趋势的标志之一。
- **上周市场小幅震荡，商业贸易板块跑输沪深 300。** 截至周五（5月31日）收盘，上证综指收于 2898.70 点，周涨幅 1.60%；沪深 300 指数收于 3629.79 点，周涨幅 1.00%；创业板指收于 1483.66 点，周涨幅 2.76%；中小板指收于 5474.76 点，周涨幅 2.19%。行业板块方面，商业贸易板块跑输沪深 300，在 28 个申万一级子行业中排名第 24，处于下游水平。申万商业贸易行业整体周涨幅为 0.71%，跑输沪深 300 指数 0.29pct；一般零售子板块周跌幅 0.10%，跑输沪深 300 指数 1.10pct；专业零售子板块周涨幅为 0.13%，跑输沪深 300 指数 0.87pct。
- **投资建议：** 当前时点，个税政策已全面落地，居民实际收入提升，增值税税率下调等减税降费措施将全面降低企业负担，但消费同时面临经济增速放缓、消费信心不足、地产周期下行等方面压力。我们认为，消费增速企稳和消费升级并存、必需消费稳健和非必需消费增速分化并存的现象将持续，我们对未来消费趋势保持谨慎乐观态度。建议重点关注全国超市龙头、具备生鲜壁垒的永辉超市；区域生鲜龙头、具备物流优势和机制优势的家家悦；智慧零售赋能、线上线下深度融合的苏宁易购；全国性百货企业、持续推进新零售战略布局的重庆百货、天虹股份、王府井；享受婚庆人口红利，持续深耕三四线市场的周大生。
- **风险提示：** 政策推进不及预期、消费需求不达预期、行业竞争加剧、企业展店速度放缓。

证券分析师

赵令伊 A0230518100003
zhaoly2@swsresearch.com

研究支持

王昊哲 A0230519010002
wanghz@swsresearch.com

联系人

夏旭
(8621)23297818×66500571
xiaxu@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

1. 商业贸易行业最新观点

1.1 并购是零售龙头集中的必经之路吗？

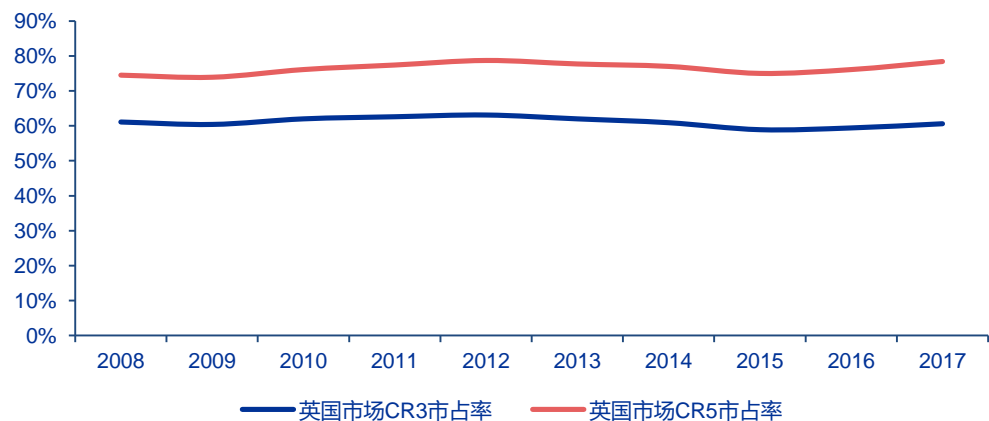
2019年3月路透社报道称，麦德龙已通过招标形式出售其中国业务，估值在15亿美元与20亿美元之间。近日，中国众多财团正在参与麦德龙中国的第二轮竞购，竞购方囊括大部分头部互联网企业及商业企业，包括阿里、腾讯、万科、永辉、苏宁、物美、大润发、沃尔玛等。麦德龙是德国最大的零售批发超市，迄今已在中国59个城市开设了95家商场。此外，2018年8月，欧洲第一大零售商法国家乐福宣布，已与腾讯和永辉超市签订了中国业务的潜在投资意向条款，此后一直存在家乐福即将退出中国市场的可能性。

事实上，近年来国内零售业竞争愈发激烈，零售业格局正在加速演变。随着国内大型互联网企业与零售巨头的“抱团”，以及Tesco与麦德龙等外资零售巨头陆续退出中国市场，国内零售业似乎呈现出零售巨头之间相互并购整合从而使得行业集中度不断上升的趋势。因此，在这个过程中，值得关注与探讨的问题是，外延式的并购是否为零售龙头集中的必经之路？这需要结合国内外情况加以探讨。

1.1.1 英国零售业已集中于少数龙头企业，市场格局多年基本维持不变

目前，英国零售业市占率前五的公司分别为特易购（Tesco）、Sainsbury、ASDA集团、WM Morrisons超市、阿尔迪（ALDI）。自2008年以来，英国市场CR3和CR5市占率基本维持在较高水平，市场格局基本定型，2017年英国市场CR3加总市占率达60.6%，CR5加总市占率达78.4%。在各大零售品牌市场地位长期不变的情况下，若要使得行业集中度进一步上升，似乎只存在“强强联合”这一容易引起反垄断监管的并购路径。2018年4月沃尔玛宣布旗下的ASDA集团将与Sainsbury合并，然而由于英国竞争与市场管理局的阻拦，此项合并已与2019年4月终止，市场的进一步集中受到限制。

图1：08-17年英国零售业头部企业市占率一直维持在高位



资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

特易购是英国本土最大的实体零售企业，存在较多国内并购扩张历史。1997年 Tesco 收购了英国联合食品集团，价值 6.30 亿英镑；2002 年又收购了便利店 T&S stores，价值 4.76 亿英镑；近期 Tesco 最大的一项收购要数收购主营食品批发销售的 Booker 集团有限公司，价值高达 37.18 亿英镑，以上三起收购均为全资收购。

图 2：Tesco 规模较大的历史并购

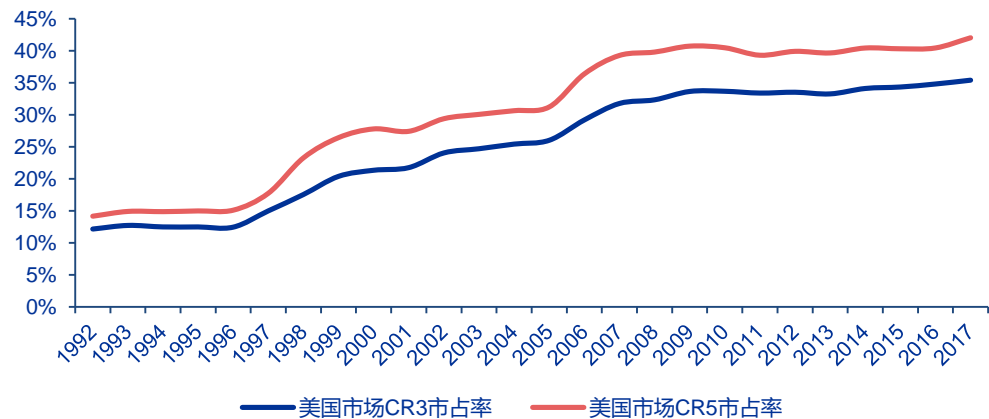


资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

1.1.2 美国零售业持续向头部企业集中，仍存进一步集中的可能性

目前，美国零售业市占率前五的公司分别为沃尔玛、克罗格、好市多、Delhaize 集团、Publix 超市。自 1992 年以来，美国市场 CR3 和 CR5 市占率不断上升，龙头集中趋势明显，2017 年美国市场 CR3 加总市占率达 35.4%，CR5 加总市占率达 42.0%。2018 年 3 月有报道称，克罗格正与美国大零售商塔吉特公司商议合并事宜，这显示出美国零售业的行业集中度仍然存在进一步上升的可能性。

图 3：92-17 年美国零售业头部企业市占率持续上升



资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

在美国市场，克罗格是较为典型的通过并购实现扩张的例子。1998 年 Kroger 收购了主营食品零售的 Fred Meyer，价值 125.88 亿美元；近年来显然加快了并购重组的步伐，2013 年收购了主营食品零售的 Harris Teeter 超市，价值 24.61 亿美元；2015 年收购了大型超市 Roundy's，价值 7.85 亿美元；2018 年 5 月收购了主营为餐饮的 Relish Labs LLC，价值 2.00 亿美元；2018 年 5 月又收购了主营为奶制品的 Turkey Hill HP，价值为 2.15 亿美元。若 Kroger 成功与 Target 公司合并，则其在美国的市场地位将进一步得到巩固。

图 4 : Kroger 规模较大的历史并购



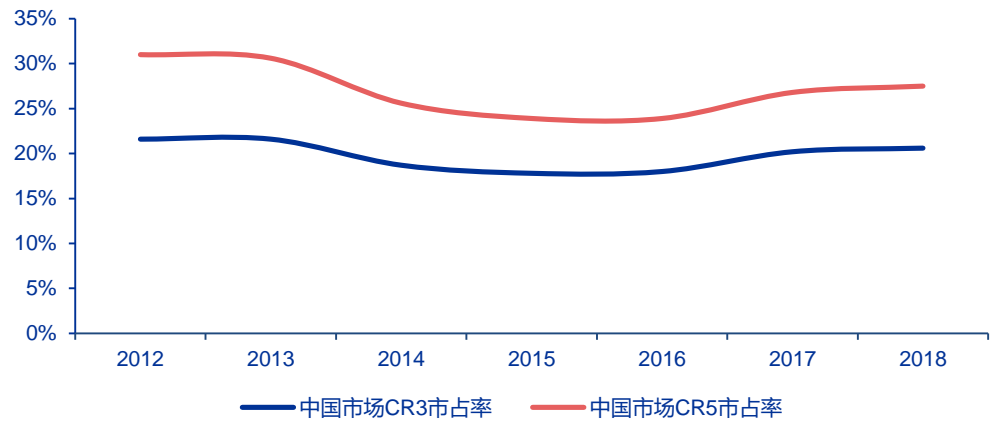
资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

1.1.3 相比之下中国零售业集中度仍有较大上升空间，但趋势尚不明显

目前，中国零售业市占率前五的公司分别为大润发、华润万家、家乐福中国、联华超市、永辉超市。自 2012 年以来，中国市场 CR3 和 CR5 市占率甚至略有下降，龙头集中趋势尚不明显，2018 年中国市场 CR3 加总市占率达 20.6%，CR5 加总市占率达 27.5%。

中国零售业集中度仍然较低的原因在于，中国市场空间广阔，存在众多实力强大的本土和外资零售巨头相互竞争，然而随着竞争的白热化以及新零售时代下行业格局的调整，未来在中国市场也可能出现较为明显的向头部企业集中的趋势。

图 5 : 12-18 年中国零售业头部企业市占率略有下降



资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

不难看出，在竞争激烈的存量市场中，并购越来越成为扩张市场的重要途径。沃尔玛早期凭借其特有优势，主要通过自行开店的方式在美国本土快速扩张，获取了可观的增量市场，然而这种内涵式的扩张在竞争激烈的存量市场难度越来越大。在零售巨头林立的中国市场，零售业未来可能会出现更多类似 Tesco 和 Kroger 这样通过并购而更快地成长起来的零售企业，从而实现行业集中度的不断上升。近年来在中国市场经营状况不理想的外资零售企业陆续退出中国市场，可能成为这个并购趋势的标志之一，2014 年华润万家收购特易购中国，如今多方竞购麦德龙中国，家乐福即将退出中国市场的可能性也一直甚嚣尘上。

1.2 本周投资建议

从行业中长期发展角度，我们依旧坚定推荐行业逻辑清晰，扩张成长空间巨大，竞争优势突出，管理优秀高效的零售公司。尽管短期市场偏好出现一定调整，但是真正穿越周期实现成长的零售公司一定是坚定做实主业、稳步扩张的零售龙头，这些公司的价值会随着成长持续增长，为投资人带来长期稳定的回报。

超市板块，长期看好高确定性龙头，未来存在并购整合扩张的可能性，全国型龙头推荐永辉超市，区域型龙头建议关注家家悦。（1）永辉超市：近期公司剥离云创业务，聚力发展云超业务，做大做强到店业务，深入探索新零售业务。公司具备较强的规模优势和生鲜供应链竞争壁垒，仍可以凭借到店业务实力提升市场占有率，保障业绩增速和盈利能力。到家业务满足多元消费需求，创造更优的消费者体验，增强用户粘性，提升公司市场竞争力、提高市场占有率，积极探索卫星仓、布局小型店、MINI 店等新兴业态模式，运用大数据、人工智能等先进技术进行门店及中后台升级改造，提升物流配送效率，综合提升新零售业务实力。公司近期进行管理层组织架构调整和业务调整，治理模式国际化，成立大科技事业部，科技化中后台建设提升公司治理能力，成立大供应链事业部，简政放权打造中短半径供应链，后台精简和大数据应用将大幅降低成本费用，业绩弹性凸显；**（2）家家悦：**公司是山东省区域超市龙头，具备出色的生鲜供应链实力，毛利处于行业领先水平，生鲜占比超过 40%，自有品牌商品营收占比超过 8%，凭借供应链优势在胶东地区密集布局，并成功在山东中西部地区复制，2018 年 11 月收购张家口福悦祥 67% 股权，开启全国扩张步伐。密集型小店布局，兼具门店和前置仓功能，物流体系覆盖全省并渗透乡镇农村。

百货板块，估值具备长期投资价值、安全边际充足、逆周期展店、经营管理改善的个股，首推天虹股份、王府井。（1）天虹股份：公司通过轻资产模式拓展新店、快速调改老店，新增大量体验性业态，吸引客流回归。目前储备项目充足，随着经济表现的回暖，未来 2-3 年展店有望加速，与腾讯在数字化及智慧化方面的合作有望进一步提升公司的经营效率，设立市场化股票增持计划充分调动管理层和员工的积极性，彰显公司对未来发展的信心；**（2）王府井：**公司兼具规模和品牌优势，处全渠道转型升级档口，具有较强区域扩张实力，门店数量及收入增速稳定，新店占比达到 30%，新开门店以购物中心和奥特莱斯业态为主，老店向购物中心或城市奥莱方向调改，公司 PB 只有 1.1 倍，19 年 PE 9 倍，估值处于历史低位，自有物业价值提供安全边际。

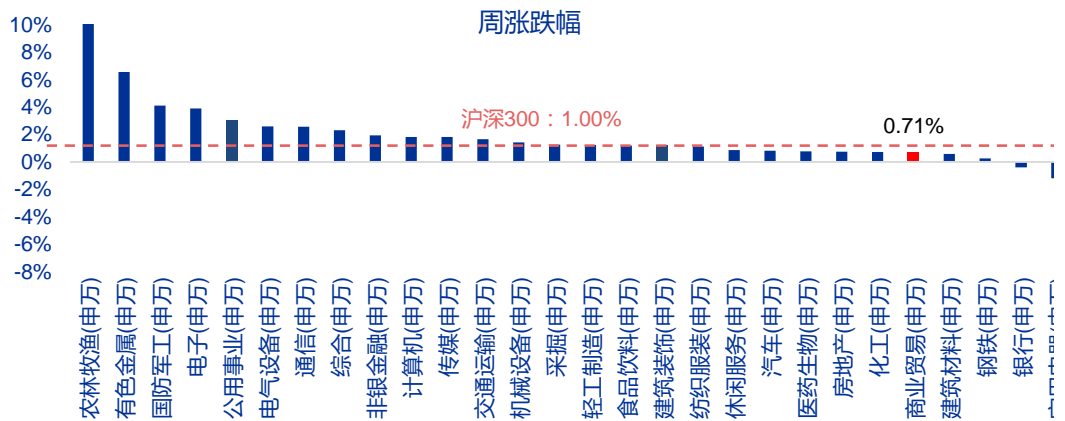
专业连锁板块，苏宁易购业绩拐点已现，智慧零售战略加速起航，开启新一轮成长周期。2019 年国家有望出台促进汽车、家电等产品消费的措施，家电板块预期收益。公司线上业务高速增长，实现商品全品类覆盖，消费场景不断延伸，第三方平台有望爆发。线下业务完善业态布局，建立差异化竞争优势，深耕低线城市及城市社区市场，零售云触达低线城市，苏宁小店进入升级扩张期。物流和金融业务盈利能力提高，生态闭环逐渐完善。

2. 上周零售行业行情回顾

2.1 一周市场行情

上周市场小幅震荡，商业贸易板块跑输沪深 300。截至周五（5 月 31 日）收盘，上证综指收于 2898.70 点，周涨幅 1.60%；沪深 300 指数收于 3629.79 点，周涨幅 1.00%；创业板指收于 1483.66 点，周涨幅 2.76%；中小板指收于 5474.76 点，周涨幅 2.19%。行业板块方面，商业贸易板块跑输沪深 300，在 28 个申万一级子行业中排名第 24，处于下游水平。申万商业贸易行业整体周涨幅为 0.71%，跑输沪深 300 指数 0.29pct；一般零售子板块周跌幅 0.10%，跑输沪深 300 指数 1.10pct；专业零售子板块周涨幅为 0.13%，跑输沪深 300 指数 0.87pct。

图 6：商贸零售行业上周市场表现排名第 24



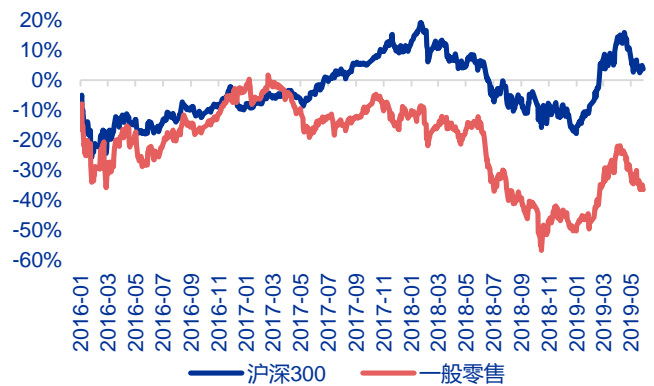
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 7：2016 年初以来，商业贸易板块涨跌幅

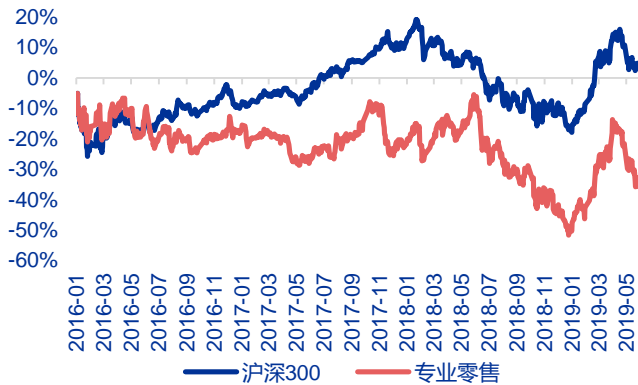


资料来源：Wind，申万宏源研究

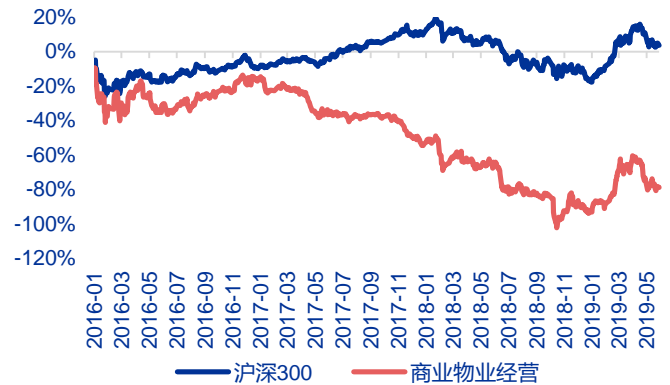
图 8：2016 年初以来，一般零售板块涨跌幅



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 9：2016 年初以来，专业零售板块涨跌幅


资料来源：Wind，申万宏源研究

图 10：2016 年初以来，商业物业经营板块涨跌幅


资料来源：Wind，申万宏源研究

2.2 个股涨跌幅一览

上周行业内市场涨幅前五的个股分别为：五矿发展（14.47%）、ST 沪科（9.83%）、文峰股份（9.04%）、川能动力（7.69%）、汉商集团（6.63%）。市场涨幅后五的个股分别为 ST 成城（-8.37%）、华联综超（-7.56%）、家家悦（-5.07%）、重庆百货（-3.79%）、汇嘉时代（-2.97%）。

表 1：一周市场涨幅前五的个股情况

股票代码	股票简称	周涨跌幅	周成交量：万手	周收盘价：元
600058.SH	五矿发展	14.47%	156.46	9.57
600608.SH	ST 沪科	9.83%	10.02	4.58
601010.SH	文峰股份	9.04%	99.76	3.56
000155.SZ	川能动力	7.69%	64.42	4.48
600774.SH	汉商集团	6.63%	2.81	12.55

资料来源：Wind，申万宏源研究

表 2：一周市场涨幅后五的个股情况

股票代码	股票简称	周涨跌幅	周成交量：万手	周收盘价：元
600247.SH	ST 成城	-8.37%	10.26	4.38
600361.SH	华联综超	-7.56%	29.89	4.16
603708.SH	家家悦	-5.07%	11.11	28.10
600729.SH	重庆百货	-3.79%	17.01	29.21
603101.SH	汇嘉时代	-2.97%	33.67	8.54

资料来源：Wind，申万宏源研究

3. 一周行业新闻回顾

1、盒马可能要卖药了 新增三类医疗器械业务（联商网）

随着便利店售药政策的进一步落地，以社区为核心的其他零售业态也在探索着搭载医药零售业务。继去年上线“盒尔蒙”、SOS 频道开售医疗器械后，盒马再度拓展了相关经营品类。5 月 27 日，深圳盒马经营范围发生变更，新增三类医疗器械的批发、销售业务。

2、多家竞购方瞄准麦德龙 包括腾讯阿里（联商网）

5月27日晚间消息，路透社援引多位知情人士的消息称，至少有8家竞购者正准备对德国零售批发超市集团麦德龙（Metro）中国业务的多数股权进行第二轮竞购。知情人士还称，竞购方包括阿里、腾讯、苏宁、大润发、永辉、物美等。

3、Aldi 首批中国门店 6月7日在沪开业（联商网）

Aldi 阿尔迪中国首批两家将于6月7日在上海正式开业。此次开业的两家店，位于上海静安和古美商圈。作为一家世界500强的零售企业，Aldi 在全球有超过一万多家店铺，于2017年年初通过天猫国际海外旗舰店进入中国市场，并于2018年年初开设天猫旗舰店。

4、多点 Dmall 正树立一套生鲜快消数字零售平台标准（联商网）

5月30日，2019全球智慧零售大会在厦门召开，多点 Dmall 合伙人任中伟分享了多点 Dmall 成果：到2019年4月，多点 Dmall 已与物美、华润、新百、重百、中百、麦德龙、夏商、嘉荣、美食林、人人乐等近60家“中国连锁零售百强企业”达成合作，覆盖近一万家线下门店和过百个城市。

5、全国首家超级物种品牌体验店亮相上海（联商网）

近日，全国第一家超级物种品牌体验店在上海 BFC 外滩金融中心正式亮相，首次将超级物种+永辉到家业态融合。云创方面透露，未来 BFC 店会以小物种的方式引入知名品牌进行联营。

4. 行业上市公司公告

1、科锐国际：关于持股 5%以上股东减持达到 1%的公告

公司近日收到持股 5%以上股东 Career HK《关于股份减持情况的告知函》，其减持本公司股份 1,927,973 股，占本公司总股本的 1.071%。减持前 Career HK 持有公司股份 15,334,962 股，占总股本比例为 8.519%，减持后所持股份为 13,406,989 股，占总股本比例为 7.448%。

2、*ST 秋林：关于公司股东股份被冻结的公告

公司于近日收到上海证券交易所转来的有关天津嘉颐实业有限公司所持公司股份被轮候冻结的通知书。截至本公告日，嘉颐实业持有公司股份 232,136,752 股，占公司总股本比例为 37.59%。本次轮候冻结的股份为 31,000,000 股，占其持股总数 13.35%。

3、科锐国际：关于持股 5%以上股东计划减持股份的预披露公告

持有公司无限售流通股 20,250,000 股(占公司总股本的 11.25%)的股东杭州长堤计划拟通过集中竞价方式减持 3,600,000 股，占公司总股本 2%；通过大宗交易方式减持 1,800,000 股，占公司总股本 1%。

4、美年健康：关于股东部分股份质押的公告

公司于今日收到控股股东天亿资产和上海美馨的通知，获悉其所持有本公司的部分股份办理了质押手续。天亿资产和上海美馨分别将其所持股份的 0.21%和 1.18%质押给中信证券，完成本次质押手续后，天亿资产与上海美馨累计质押股份占其所持股份比例的 73.28%和 60.96%

5、中兴商业：关于总裁辞职的公告

董事会于 2019 年 5 月 28 日收到公司党委书记、董事长、总裁徐晓勇先生提交的书面辞职报告，因工作需要，辞去公司总裁职务。徐晓勇先生辞去总裁职务后，仍继续担任公司党委书记、董事长职务。

5 . 行业重点公司估值

表 3：商业贸易行业重点公司估值表

证券代码	证券简称	投资评级	2019-05-31		PB	申万预测 EPS				PE		
			收盘价(元)	总市值(亿元)	2018A	2018A	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
000501	鄂武商 A	增持	10.45	80	1.0	1.37	1.52	1.59	1.68	7	7	6
002024	苏宁易购	买入	10.84	1,009	1.3	1.43	2.00	0.32	0.37	5	34	29
002419	天虹股份	买入	12.63	152	2.3	0.75	0.89	1.03	1.14	14	12	11
600655	豫园股份	买入	8.29	322	1.1	0.78	0.92	1.09	1.29	9	8	6
600729	重庆百货	买入	29.21	119	2.1	2.04	2.51	3.07	3.74	12	10	8
600859	王府井	买入	15.14	118	1.1	1.55	1.64	1.96	2.26	9	8	7
601933	永辉超市	买入	9.80	938	4.9	0.15	0.25	0.34	0.45	39	29	22

资料来源：Wind 资讯、申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swhysc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swhysc.com
华南	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swhysc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。