民生证券 MINSHENG SECURITIES

大湖股份(600257)

公司研究/深度报告

正式步入反转期

—大湖股份（600257）深度研究

民生精品---深度研究报告/农林牧渔行业　　2011 年 07 月 25 日

报告摘要:

- **近180万亩大湖资源无可匹敌**

  公司起身于淡水养殖行业，在 10 多年经营发展中，先后收购北民湖渔场、王家湖渔场、安乐湖渔场、新疆乌伦湖等多处淡水湖面资产，现拥有分布于湖南、安徽、江苏、新疆近 180 万亩大湖水面养殖使用权，占我国已养殖湖泊和水库面积的 4.9%，淡水湖泊面积居全国和世界首位。

- **中长期战略：大湖散养+品牌溢价**

  近日，大股东只身以现金认购的方式参与定向增发，筹集资金用于甲鱼自然放养项目、淡水产品综合加工项目、淡水产品冷连物流及“千店工程“品牌营销项目，大股东继续坚持大湖散养，建立大湖品牌获得产品溢价的中长期发展思路已相当明确，公司正式步入反转期。

- **千店工程已于去年正式启动**

  公司携手阳澄湖股份，计划用三年左右时间，在全国 10 个以上中心城市以定点专供方式为 1000 家高端酒店和专卖店供应优质大湖鱼、阳澄湖大闸蟹，该工程已于 2010 年 9 月 3 日在北京钓鱼台正式启动。目前，公司在长沙已有 100 多家合作伙伴，一天销售量达到几千斤。

- **盈利预测：** 现保守估计今后3年新疆乌伦古湖鱼将以干品销售为主，且野生甲鱼要到2013年才会有产出，2011年至2013年EPS分别为0.16元、0.24元和0.53元，给于公司2013年20倍PE，目标价10.6元，谨慎推荐。

项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	448	523	620	809
增长率（%）	8.32%	16.76%	18.67%	30.46%
归属母公司股东净利润（百万元）	73	70	101	227
增长率（%）	272.33	-3.90	43.25	125.37
每股收益（元）	0.17	0.16	0.24	0.53
毛利率（%）	27.8%	34.9%	42.4%	53.7%
净资产收益率 ROE(%)	12.9%	11.3%	16.9%	28.3%
每股净资产（元）	1.44	1.61	1.91	2.54
PE	54.90	57.12	39.88	17.69
PB	6.53	5.83	4.92	3.70
EV/EBITDA	112.38	65.80	46.82	25.85

资料来源：民生证券研究所

谨慎推荐　首次评级

合 理 估 值：　10.6-11.0 元

交易数据（2011-07-25）

收盘价（元）	8.96
近 12 个月最高/最低	11.45/6.62
总股本（百万股）	427.05
流通股本（百万股）	427.05
流通股比例%	100.0
总市值（亿元）	38.26
流通市值（亿元）	38.26

该股与沪深 300 走势比较

分析师

分析师：王莺

执业证书编号：S0100510120001

电话：（8621）6888 5571

手机：13816716806

Email: wangying_yjs@mszq.com

相关研究

目　录

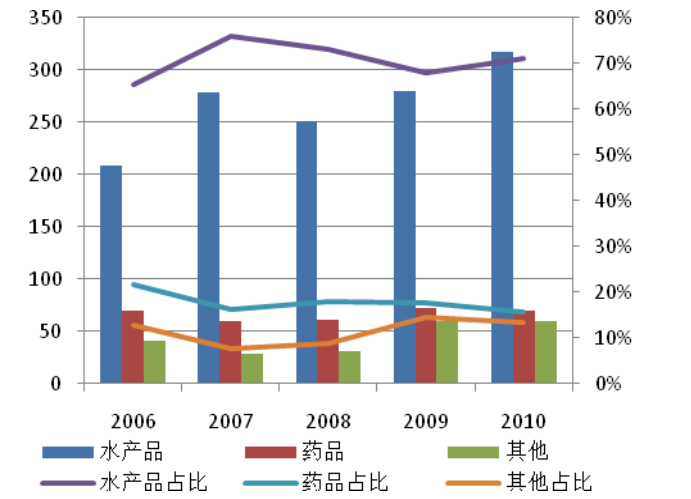
一、历史沿革 3
二、十余年积累近 180 万亩大湖资源 4
（一）近 180 万亩大湖养殖使用权 4
（二）乌伦古湖盛产特种鱼 5
三、公司困境：大湖鱼未享受品质溢价 6
四、坚持大湖散养，获取品牌溢价 6
（一）大股东定向增发助推公司转型 6
（二）“千店工程”已于去年正式启动 7
（三）品牌溢价奇高 8
五、盈利预测与投资建议 8
（一）盈利预测 8
（二）投资建议 8
六、风险提示 9
插图目录 10
表格目录 11

一、历史沿革

大湖水殖股份有限公司成立于 1999 年，于 2000 年 6 月 12 日在上交所上市。公司主营“大湖”牌淡水水产品养殖、加工、销售，兼有“御品德山”系列白酒生产销售，及“天麻首乌片”等中成药生产。2010 年，公司实现水产品销售收入 3.17 亿元，占主营收入比重为 71.1%，药品销售收入占比 15.6%，其他收入占比 13.3%；公司实现水产品毛利 8500 万元，占毛利比重为 68.2%，药品占 10.5%，其他占 21.3%。

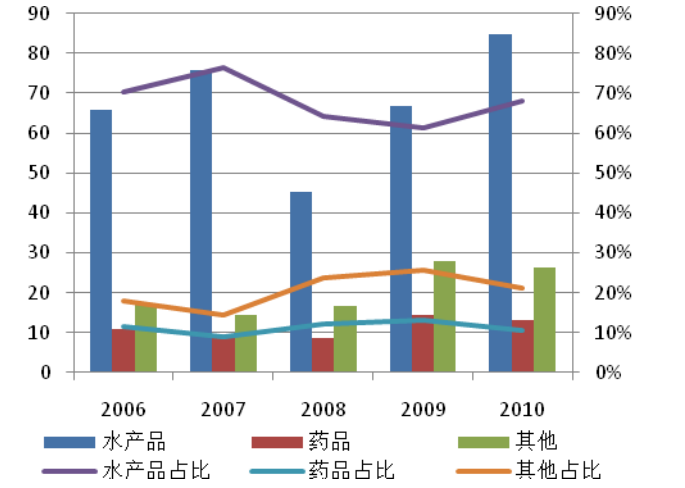
湖南泓鑫是公司第一大股东，持有大湖股份 21.72%的股份，罗祖亮和罗订坤（罗祖亮之子）分别持有湖南泓鑫 92.8%和 7.2%的股份，罗祖亮为大湖股份实际控制人，罗订坤自今年 6 月起任大湖股份董事长。

图 1：主要产品收入和占比（百万元，%）



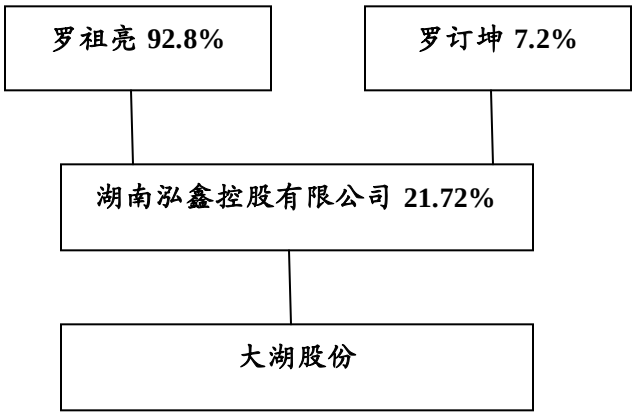
资料来源：民生证券研究所

图 2：主要产品毛利和占比（百万元，%）



资料来源：民生证券研究所

图 3：公司实际控制人



资料来源：公司年报，民生证券研究所

二、十余年积累近 180 万亩大湖资源

（一）近 180 万亩大湖养殖使用权

公司起身于淡水养殖行业，在 10 多年的经营发展中，先后收购了北民湖渔场、王家湖渔场、安乐湖渔场、新疆乌伦湖等多处淡水湖面资产，现拥有分布于湖南、安徽、江苏、新疆等省、区近 180 万亩大湖水面养殖使用权，占我国已养殖湖泊和水库面积的 4.9%，淡水湖泊面积居全国和世界首位。公司各大淡水湖泊所获得使用权年限为 30 年或 50 年，但由于获取时间不同，剩余期限有所差异。

表 1：公司淡水湖泊资源列表

		地址	面积（万亩）	使用权年限（年）	使用权获得时间
1	西湖渔场	湖南津市西湖	6	50	1998 年 11 月 20 日
2	珊瑚湖渔场	湖南安乡县境内	2.5	30	1998 年 11 月 1 日
3	王家湖渔场	湖南澧县王家湖	3.5	50	2002 年 12 月 31 日
4	皂市湖渔场	湖南石门皂市湖	6.75	50	2008 年 4 月 16 日
5	北民湖渔场	湖南澧县东北部	3	50	2001 年 12 月 11 日
6	安乐湖渔场	湖南汉寿县	2	50	2003 年 3 月 26 日
7	青山湖渔场	湖南汉寿县	1.5	50	2003 年 9 月 16 日
8	湖南东湖渔业	湖南岳阳市华容县	5	50	2002 年 8 月 19 日
9	岳阳铁山水库	湖南省岳阳市新墙河上	6.2		
10	安徽黄湖渔业	安徽宿松县	17.8	50	2004 年 6 月 1 日
11	新疆乌伦古湖	新疆阿勒泰地区福海县境内	123	30 年，根据运行情况可能延长至 50 年	2009 年 9 月 8 日
12	江苏阳澄湖	江苏阳澄湖	0.85	大湖股份持有上海泓鑫 48.92%股权，上海泓鑫持有江苏阳澄湖大闸蟹股份有限公司 60%股权	

资料来源：民生证券研究所

表 2：公司大湖资源占我国内陆水域比重

	单位	面积	公司大湖资源占比
我国内陆水域面积	千公顷	17471	0.69%
内陆可养殖水面	千公顷	6749	1.78%
内陆已养殖水面	千公顷	4669	2.57%
我国湖水面积	平方公里	75610	1.59%
我国已养殖湖泊和水库面积			4.90%

资料来源：国家统计局，公司公告，民生证券研究所

（二）乌伦古湖盛产特种鱼

新疆乌伦古湖，又名福海，位于准噶尔盆地北部，福海县城西北，是新疆仅次于博斯腾湖的第二大渔业基地，也是我国十大内陆淡水湖泊之一。乌伦古湖素以“戈壁大海”和鲜美“福海鱼”而著称，盛产贝加尔雅罗鱼、白斑狗鱼、河鲈、东方真鳊、额河银鲫、湖拟鲤等二十余种冷水性鱼类和亚冷水性鱼类，平均年产量约 3000 吨，最多年产 4500 吨，占新疆鱼产总量 1/3 以上。

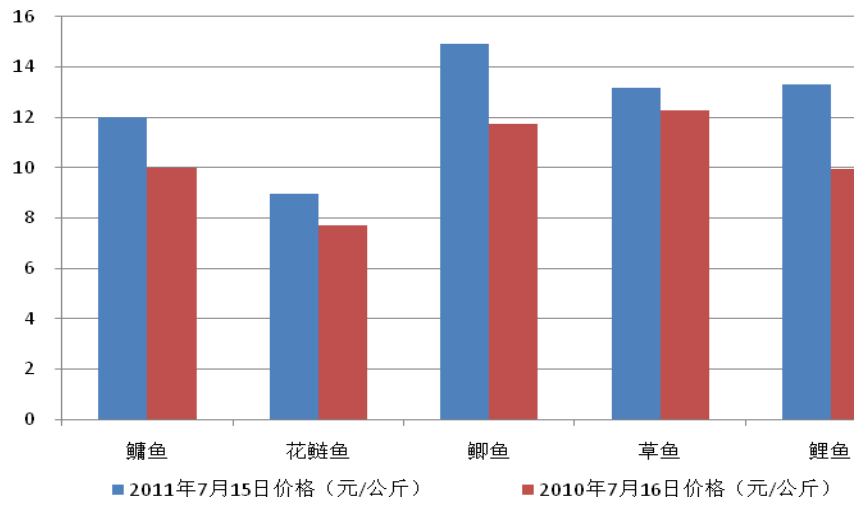
表 3：福海县 2008 年 1 月水产品报价

水产品种	乌伦古湖野生(元/公斤）	坑塘（元/公斤）
白斑狗鱼		
鲜活	58	55
冰鲜	52	50
东方欧鳊	25	20
鲤鱼	50	12
鲫鱼	16	15
鲢	14	9
鳙	16	9
丁岁鱼	50	40
贝加尔雅罗鱼	20	20
池沼公鱼	6	5

资料来源：福海水产网，民生证券研究所

除乌伦古湖外，公司拥有的其他近 50 万亩大湖主产普通鱼种，包括鳙鱼、鲫鱼、草鱼、花鲢等。

图 4：普通鱼种价格图



资料来源：商务部，食品商务网，民生证券研究所

三、公司困境：大湖鱼未享受品质溢价

公司一直采用大湖天然散养的养殖方式。大湖散养有别于池塘养殖，是在自然生态环境下，基本不向湖水中投放饲料，不添加激素、抗生素等人工物质，稍微加入人工干预（如投苗），使产品的产量小幅提升。公司现有淡水湖泊（不含新疆乌伦古湖）平均亩产量约100 斤，远低于普通精养池塘 1000-1500 斤的亩产量，乌伦古湖相对南方湖泊较为贫瘠，亩产量也更低。

可惜的是，大湖散养并未给大湖鱼带来品质溢价。绝大多数大湖鱼在捕捞后并没有直接进入终端流通环节，而是以较低的批发价格在岸边直接卖给流通商贩，大湖鱼的价格与池塘养殖无异。

四、坚持大湖散养，获取品牌溢价

为获得品质溢价，公司明确了今后的发展目标：坚持大湖天然散养，建立“大湖”品牌。

（一）大股东定向增发助推公司转型

本次定向增发对象是公司第一大股东----泓鑫控股，发行价格为 7.25 元/股，发行股票数量，下限为 3500 万股，上限为 5000 万股，募集资金总额下限为 25,375 万元，上限为 36,250 万元，认购股份自本次发行结束之日起 36 个月内不得转让。

公司本次募集资金将投向《大湖水产品全产业链建设项目》。包括大湖中华鳖自然放养项目、淡水产品综合加工项目、淡水产品冷连物流及“千店工程“品牌营销项目。本次募投项目传承了公司坚持大湖散养和实现品牌溢价的思路。

表 4：非公开发行预案募集项目内容

募投项目	内容	建设周期	投资估算	效益分析
大湖中华鳖自然放养项目	在青山湖、北民湖围网 1.6 万亩，每年投放甲鱼苗种 16 万斤实行鳖鱼自然放养，年回捕商品鳖 30 万斤	18 个月	总投资 8000 万元，其中建设投资 6200 万元，流动资金 1800 万元	年产值 4600 万元，估算年利润 1380 万元
淡水产品综合加工项目	设计年生产 5000 吨冷鲜鱼片，3600 吨冷鲜鱼头，2862 吨分割鱼，800 吨熟食鱼制品，100 吨鱼蛋白粉，以及 800 吨返销鱼粉	18 个月	总投资 12,880 万元，其中建设投资 9897.4 万元，流动资金 2441.76 万元	项目达产后，正常年销售收入 28,155.6 万元，年均创利税 4055.58 万元
淡水产品冷链物流及“千店工程”品牌营销项目	公司已于 2010 年 9 月在北京启动“千店工程”，开始建立包括商场超市、餐饮连锁在内的定点专供营销渠道。公司此次将在长沙、北京、上海、广州、重庆、西南市场建设 6 个基地	36 个月	总投入 1.5 亿元，其中基地建设 6500 万元，终端网络建设 4600 万元，品牌媒体推广 3900 万元	达产后（不包括新疆阿尔泰冰川鱼）正常年新增销售收入 9800 万元，年均利税 3165 万元

资料来源：公司非公开发行股票预案，民生证券研究所

（二）“千店工程”已于去年正式启动

为确保市场供应，公司携手阳澄湖股份，计划用三年左右时间，在全国 10 个以上中心城市以定点专供方式为 1000 家高端酒店和专卖店供应优质大湖鱼、阳澄湖大闸蟹。这一工程于 2010 年年初在长沙开始试点，9 月 3 日在北京钓鱼台正式启动。

截至目前，公司在长沙已有 100 多家合作伙伴，一天销售量达到几千斤。以鳙鱼的销售价格为例，市场批发价约 5 元/斤，若贴上“大湖”商标，超市可以卖到 12.8 元/斤，在酒店的销售价格则更高。

图 5：2010 年 9 月千店工程正式启动

资料来源：民生证券研究所

图 6：长沙朝阳家润多大湖鱼专柜

图 7：长沙雨花区沃尔玛大湖鱼专柜

资料来源：民生证券研究所　　资料来源：民生证券研究所

（三）品牌溢价奇高

阳澄湖大闸蟹品牌溢价惊人。目前，普通的河蟹（公）价格为 15 元/公斤，河蟹（母）价格为 39 元/公斤，而阳澄湖大闸蟹规格 3 两的雄蟹价格高达 26 元/只，规格 3 两的母蟹价格高达 58 元/只，若是购买规格 7 两的雄蟹或 5 两的雌蟹，价格更是高达 280 元/只。即使如此，阳澄湖大闸蟹仍供不应求。

表 5：阳澄湖大闸蟹价格

规格	单价（元/只）	规格	单价（元/只）
雄蟹 3.0 两	26	雌蟹 2.2 两	26
雄蟹 3.5 两	38	雌蟹 2.5 两	38
雄蟹 4.0 两	58	雌蟹 2.8 两	48
雄蟹 4.5 两	88	雌蟹 3.0 两	58
雄蟹 5.0 两	128	雌蟹 3.5 两	88
雄蟹 5.5 两	168	雌蟹 4.0 两	128
雄蟹 6.0 两	208	雌蟹 4.5 两	188
雄蟹 7.0 两	280	雌蟹 5.0 两	280

资料来源：上海阳澄湖大闸蟹连锁超市，民生证券研究所

大湖股份现有近 180 万亩大湖资源，全部采用天然散养，其中 130 万亩新疆乌伦古湖盛产高档野生冷水鱼，若营销成功，也将获得阳澄湖大闸蟹一样的品牌溢价。

五、盈利预测与投资建议

（一）盈利预测

预计 2011-2013 年公司营业收入分别为 5.2 亿元、6.2 亿元和 8.1 亿元，主营利润分别为 1.83 亿元、2.63 亿元和 4.35 亿元，归属于母公司的净利润分别为 7035 万元、1.01 亿元和 2.27 亿元，对应 EPS 分别为 0.16 元、0.24 元和 0.53 元。主要假设条件如下：

- ✓ 2011-2013 年，千店工程销售量占比（不含乌伦古湖鱼和甲鱼）1.5%、5.0% 、15.0%;
- ✓ 除新疆乌伦古湖外的大湖鱼年销售量保持在 2.5 万吨; 假设 2011-2013 年新疆乌伦古湖鱼以干品销售为主，年销售量 100 吨、1000 吨和 1500 吨，销售价格分别为 50、53 和 55 元/公斤;
- ✓ 2011-2013 年，野生甲鱼销售量分别为 0，0，30 万斤，2013 年销售价格 221 元/公斤;

（二）投资建议

公司拥有近 180 万亩大湖资源，占我国已养殖湖泊和水库面积的 4.9%，占我国内陆

可养殖水面的 1.78%，淡水资源优势无可匹敌，然而，坚持大湖散养却无法获得溢价持续拖累公司盈利能力。近日，大股东只身以现金认购的方式参与定向增发，筹集资金用于甲鱼自然放养项目、淡水产品综合加工项目、淡水产品冷连物流及“千店工程“品牌营销项目，大股东继续坚持大湖散养，建立大湖品牌获得产品溢价的中长期发展思路已相当明确，公司正式步入反转期。当然，公司仍有一些事情需要克服，包括从乌伦古湖到疆外的活鱼运输问题，乌伦古湖活鱼疆外定价问题，淡水鱼差异化销售的管理问题等等。现保守估计今后 3 年新疆乌伦古湖鱼将以干品销售为主，且野生甲鱼要到 2013 年才会有产出，2011 年至 2013 年 EPS 分别为 0.16 元、0.24 元和 0.53 元，给于公司 2013 年 20 倍 PE，目标价 10.6 元，谨慎推荐。

六、风险提示

大股东定向增发被否;

千店工程进度低于预期;

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	448	523	620	809
减：营业成本	323	340	357	375
营业税金及附加	1	1	1	1
销售费用	18	26	54	82
管理费用	69	63	63	63
财务费用	29	27	25	25
资产减值损失	2	2	2	2
加：投资收益	(1)	0	0	0
二、营业利润	5	63	118	261
加：营业外收支净额	71	12	12	12
三、利润总额	75	75	130	273
减：所得税费用	1	1	2	4
四、净利润	74	74	128	269
归属于母公司的利润	73	70	101	227
五、基本每股收益（元）	**0.17**	**0.16**	**0.24**	**0.53**

主要财务指标

项目	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA	112.38	65.80	46.82	25.85
成长能力:				
营业收入同比	8.3%	16.8%	18.7%	30.5%
营业利润同比	-73.4%	1166.7%	86.5%	121.9%
净利润同比	261.6%	-0.5%	72.7%	110.6%
营运能力:				
应收账款周转率	16.20	15.48	15.59	16.27
存货周转率	1.80	1.87	2.11	2.62
总资产周转率	0.41	0.45	0.50	0.58
盈利能力与收益质量:				
毛利率	27.8%	34.9%	42.4%	53.7%
净利率	16.3%	13.5%	16.2%	28.1%
总资产净利率 ROA	6.8%	6.4%	10.3%	19.2%
净资产收益率 ROE	12.9%	11.3%	16.9%	28.3%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	0.99	1.17	1.40	1.89
资产负债率	47.1%	45.5%	42.8%	36.6%
长期借款/总负债	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
每股指标（元）				
每股收益	0.17	0.16	0.24	0.53
每股经营现金流量	0.04	0.29	0.40	0.68
每股净资产	1.44	1.61	1.91	2.54

资产负债表

项目（百万元）	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	158	228	329	556
应收票据	3	3	4	5
应收账款	31	36	43	56
预付账款	43	50	60	78
其他应收款	24	28	33	43
存货	273	287	301	316
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	531	632	769	1,053
长期股权投资	84	84	84	84
固定资产	203	192	181	171
在建工程	12	12	12	12
无形资产	304	271	237	203
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	603	558	514	469
资产总计	1,133	1,190	1,283	1,523
短期借款	319	319	319	319
应付票据	94	99	104	109
应付账款	26	27	28	30
预收账款	30	32	33	35
其他应付款	50	50	50	50
应交税费	15	15	15	15
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	533	541	549	557
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
非流动负债合计	0	0	0	0
负债合计	533	541	549	557
股本	427	427	427	427
资本公积	111	111	111	111
留存收益	46	117	217	444
少数股东权益	31	34	61	103
所有者权益合计	615	689	817	1,085
负债和股东权益合计	1,148	1,230	1,366	1,643

现金流量表

项目（百万元）	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	16	124	171	291
投资活动现金流量	60	0	0	0
筹资活动现金流量	28	(27)	(25)	(25)
现金及等价物净增加	104	97	146	266

资料来源：民生证券研究所

插图目录

图 1: 主要产品收入和占比（百万元，%）.....3
图 2: 主要产品毛利和占比（百万元，%）.....3
图 3: 公司实际控制人.....3
图 4: 普通鱼种价格图.....5
图 5: 2010 年 9 月千店工程正式启动.....7
图 6: 长沙朝阳家润多大湖鱼专柜.....7
图 7: 长沙雨花区沃尔玛大湖鱼专柜.....7

表格目录

表 1: 公司淡水湖泊资源列表.....4
表 2: 公司大湖资源占我国内陆水域比重.....4
表 3: 福海县 2008 年 1 月水产品报价.....5
表 4: 非公开发行预案募集项目内容.....6
表 5: 阳澄湖大闸蟹价格.....8

分析师简介

王莺，CFA，英国布里斯托大学经济金融专业硕士，金融学学士。2005年2月加入元大京华证券（香港）上海代表处从事行业研究工作，2007年10月加入华泰柏瑞基金，先后负责金融、食品饮料和农业行业研究；2010年12月加入民生证券。

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	13811313398	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
平坷	**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
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; 518040

深圳: 深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座; 200120

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。