

化工行业

行业研究/深度报告

助剂受益于油价下跌，异辛烷投产在即

研究报告/化工行业

2014 年 11 月 10 日

报告摘要:

● 公司是以纺织助剂、环保发泡剂、农牧养殖业为经营业务的化工公司

精细化学品为主要业务，业绩增长稳定，销售总额占公司全年营业收入的 90%，是目前公司发展的重要支柱。农牧养殖从 2011 年正式启动到 2013 年正常运作，以形成从养殖-冷链-门店销售完整产业链的雏形，2013 年已实现销售。

● 助剂业务：行业集中度提高是未来趋势，盈利有望改善

助剂行业集中度较低、规模以下企业数量较多。目前我国共有纺织印染助剂生产企业 2000-3000 家，在经济放缓以及国家经济转型的大背景下，行业兼并重组概率正在逐步加大。助剂原材料成本占生产成本的 90% 左右，而原材料中 60% 以上是石化制品，原油价格回落，公司盈利有望得以改善。

● 异辛烷即将投产，带来新的利润增长点

在全国推广实施国五标准后，异辛烷作为符合标准的高辛烷值汽油添加剂，预计未来市场需求将快速增长。国内中小型异辛烷装置产能较多，但规模普遍较小，开工不足。中炜化工开始投资建设的 24 万吨异辛烷项目，已从 2013 年 2 月开始投入建设，预计 2015 年 3 月 31 日前投产。

● 农牧产业 2015 年开始逐渐步入收获期

2013 年公司农牧正式投入生产运营，目前公司已建成 1.5 万头存栏母猪，年出栏 2.7 万头肉猪的生产线。在渠道建设方面，公司确立自己的产品品牌“英农草香猪”，并实现产销闭环。此外，公司适当从外部引进符合供港标准的优质新鲜蔬菜和瓜果类食材，建立自己的终端连锁社区品牌店——“英农生机庄园”。截至到 2014 年下半年，公司在深圳和顺德两地共开设 12 个门店，更多的销售门店依然在铺设中。我们预计 15 年底农牧业务盈利模式将逐步成形。

● 盈利预测及评级

预计 2014-2016 年 eps0.30、0.39、0.46 元，公司三大主业未来都将逐步向好，上调评级至“强烈推荐”评级。

● 风险提示：项目投产不顺利，农牧业市场价格下跌风险

盈利预测与财务指标

项目/年度	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	1,184	1,186	2,046	2,749
增长率(%)	7.05%	0.17%	72.45%	34.39%
归属母公司股东净利润(百万元)	115	98	126	149
增长率(%)	6.11%	-15.02%	28.82%	18.32%
每股收益(元)	0.36	0.30	0.39	0.46
PE	26	31	24	20
PB	1.7	1.6	1.5	1.4

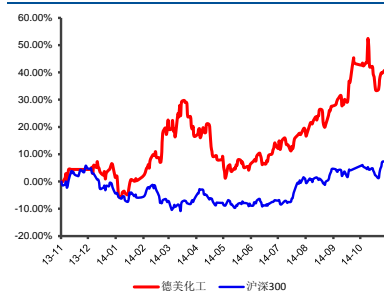
资料来源：民生证券研究院

强烈推荐 上调

交易数据 2014/11/10

收盘价(元)	9.60
近 12 个月最高/最低(元)	10.10/6.06
总股本(百万股)	322.93
流通股本(百万股)	240.30
流通股比例(%)	74.41
总市值(亿元)	31.00
流通市值(亿元)	23.07

公司与沪深 300 走势比较



分析师

分析师：刘威

执业证书编号：S0100511090003

电话：(86755)22662070

Email: liuwei@mszq.com

联系人

研究助理：杨一霁

执业证书编号：S0100114050002

电话：(86755)22662076

Email: yangyipei@mszq.com

相关研究

《德美化工(002054)调研简报：助剂平稳增长，生态养殖拓展新方向》

目录

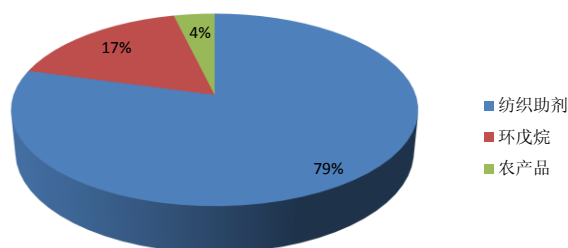
一、公司概况：主营助剂业务.....	3
二、助剂：行业集中度提高是未来趋势，盈利有望改善.....	3
（一）助剂行业高度分散，未来有兼并重组概率增大.....	4
（二）受益于油价下跌，盈利有望改善.....	5
三、异辛烷即将投产，带来新的利润增长点.....	6
（一）受托行使中炜化工 53.92% 股权，产能即将投放.....	6
（二）国五标准实施有望带动异辛烷快速增长.....	6
（三）公司产品优势明显.....	7
四、环戊烷保持平稳.....	8
五、农牧产业逐渐步入收获期.....	9
六、公司持有其他上市公司股权价值 7.56 亿元.....	10
七、投资建议与盈利预测.....	10
插图目录.....	12
表格目录.....	12

一、公司概况：主营助剂业务

德美化工是一家以纺织助剂、环保型发泡剂为主的精细化学品和农牧养殖两大业务模块为经营业务的化工公司。精细化学品为主要业务，业绩增长稳定，销售总额占公司全年营业收入的 90%，是目前公司发展的重要支柱。农牧养殖从 2011 年正式启动到 2013 年正常运作，以形成从养殖-冷链-门店销售完整产业链的雏形，2013 年已实现销售。

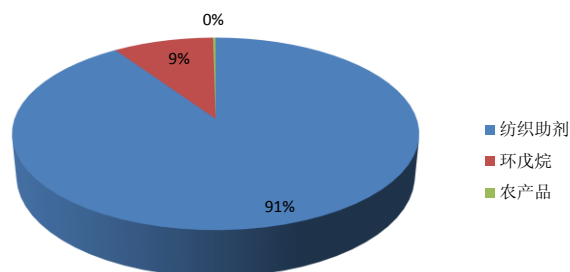
2014 年上半年实现营业收入 56684.8 万元，同比减少 1.62%。其主营业务收入主要来自纺织助剂、环戊烷及农牧业等三大部分，三项业务收入占比 79.05%、16.92%、3.75%。

图 1：2014 年上半年公司主营业务构成



资料来源：民生证券研究院整理

图 2：2014 年上半年公司毛利构成



资料来源：民生证券研究院整理

二、助剂：行业集中度提高是未来趋势，盈利有望改善

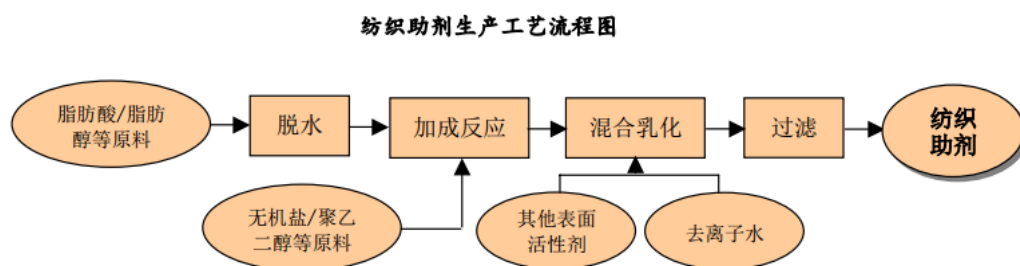
纺织印染助剂，作为染整过程中的关键添加剂，具有改善织物性能，赋予一些特定功能的作用，按照在染整工序中的作用可分为前处理剂、染色助剂和后整理剂三大类。公司主要着重于后整理剂的生产。

表 1：印染助剂主要种类

助剂类别	主要品种
前处理剂	净洗剂、渗透剂、油剂、精炼剂、稳定剂等
染色助剂	匀染剂、消泡剂、促染剂、乳化剂、分散剂、粘合剂、增稠剂、固色剂、防染剂
后整理剂	抗静电剂、柔软剂、树脂整理剂、阻燃剂、防水剂、涂层剂等

资料来源：民生证券研究院整理

图 3：纺织助剂生产工艺流程图



资料来源：民生证券研究院整理

（一）助剂行业高度分散，未来有兼并重组概率增大

助剂行业集中度较低、规模以下企业数量较多。目前我国共有纺织印染助剂生产企业 2000-3000 家，产能 200 万吨左右，其中以民营企业为主，大部分分布在江苏、浙江、广东、上海、福建等东部沿海地区。目前传化股份与德美化工为纺织印染助剂行业前两大龙头企业。份额均不足 10%。

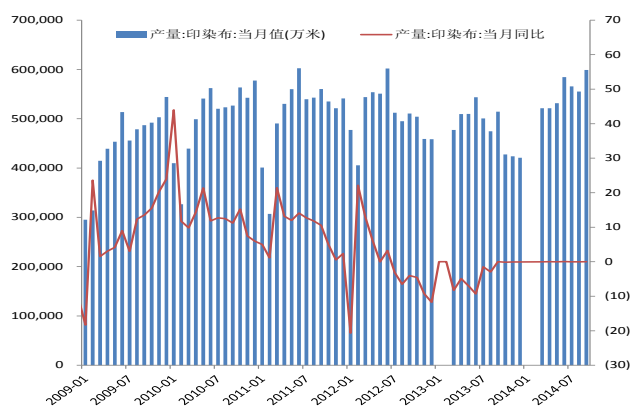
2013 年中国纺织行业的外部环境低迷，产业向东南亚国家的转移比较突出，订单进一步向大企业集中，中小纺织企业面临发展困境。产业用纺织品成为纺织企业结构调整的方向。预计到 2020 年左右，产业用纺织品会成为超过服装的纺织工业主导力量。2014 年以来，国内纺织行业总体未见好转，市场供过于求、竞争激烈。

受国内成本要素的上升和国家对环保的日益重视的影响，纺织印染行业增长趋缓。纺织助剂行业的中、大型纺织助剂企业发展快于小型助剂企业，小型助剂企业生存困难。

新型纤维的纺织助剂和功能性产品的需求加大，节能减排的助剂和工艺成为发展趋势。未来纺织助剂的行业竞争格局将会定位在中高端市场、环境友好的工艺技术以及高附加值的功能性产品。

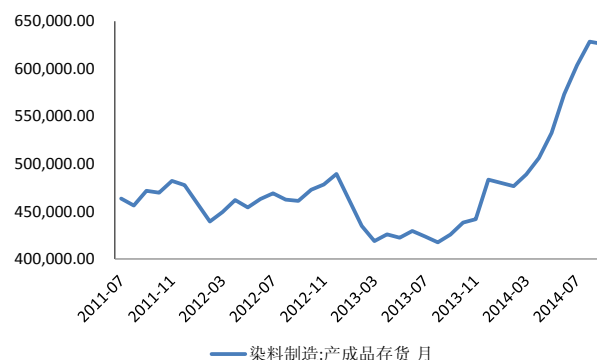
我们认为，在经济放缓以及国家经济转型的大背景下，行业兼并重组概率正在逐步加大。

图 4: 2014 年印染品产量增幅较大



资料来源：民生证券研究院整理

图 5: 2014 年染料产成品存货快速增长

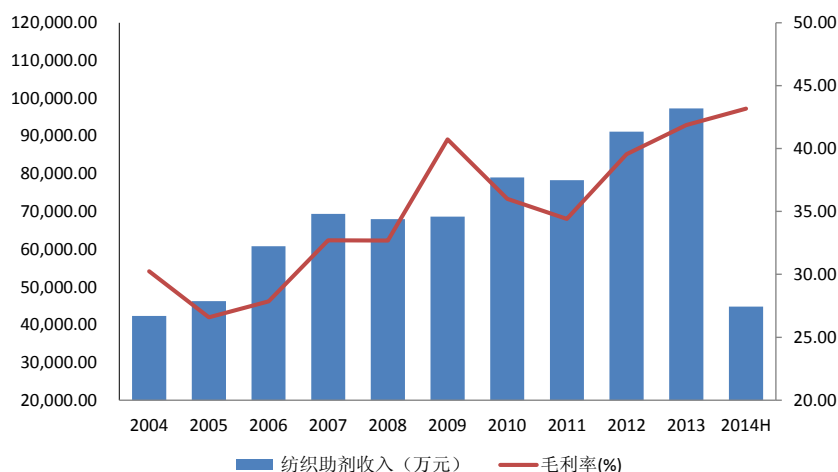


资料来源：民生证券研究院整理

（二）受益于油价下跌，盈利有望改善

石油价格近期大幅回落，助剂原材料成本占生产成本的 90% 左右，而原材料中 60% 以上是石化制品，纺织助剂终端销售价格变化不敏感价格调整相对原料滞后，所以在原油价格回落的过程，助剂盈利水平有望得到改善。一般情况原油价格回落会在半年左右传导到助剂盈利上，所以我们判断明年 2 季度以后，助剂的毛利率将会开始逐步改善。

图 6: 助剂收入稳定，毛利率维持较高



资料来源：民生证券研究院整理

图 7：近期原油价格持续下跌



资料来源：民生证券研究院整理

三、异辛烷即将投产，带来新的利润增长点

（一）受托行使中炜化工 53.92%股权，产能即将投放

2014 年 8 月 15 日，公司公告：公司受中炜化工股东苏红军先生、朱磊先生、尹明和先生的委托，受托行使 53.92% 的中炜化工股东权利，全面负责中炜化工的生产、经营和管理，考虑通过合法的方式将提供给中炜化工的 9128 万元的委托贷款全部以增资的方式转为对中炜化工的股权投资。

中炜化工目前主要产品为丙烷、异丁烷、正丁烷、异戊烷、发泡剂等，C4 深加工产品的生产能力为 7 万吨/年。2013 年 2 月，中炜化工开始投资建设 24 万吨产能的异辛烷项目，目前项目正在建设当中，预计 2015 年 3 月 31 日前投产。

（二）国五标准实施有望带动异辛烷快速增长

辛烷值是汽油重要的一个质量指标，添加抗爆剂是提高汽油辛烷值的主要方法，辛烷值越高，抗爆震性越强。汽油抗爆剂主要用于降低汽油的爆震性，爆震性高的汽油会造成发动机损坏、排放恶化等，因此汽油抗爆剂是汽油中不可缺少的添加剂。

异辛烷的辛烷值较高，含硫量低，不含氧，蒸汽压很低，符合国四、国五标准，从性能、环保、价格等多方面综合考虑，异辛烷的综合性能远远好于其他汽油添加剂，在美国广泛使用，在国内的使用尚未普及，处于起步阶段，未来发展潜力巨大。

随着城市中汽车保有量的上升，汽车污染物逐渐成为城市空气污染的主要来源之一。而油品质量的提升对于降低空气污染效果显著。研究表明，轻型客车在使用汽油作为燃料时，随着汽油标准由欧一标准提高到欧四标准，单位行驶距离下污染物总排放量由 11.9 g/km 下降到 3.1g/km，降幅达 74.2%。

表 2: 不同汽油排放标准下轻型客车污染物排放量比较 (克/千米)

执行标准	一氧化碳	氮氧化合物	碳氢化合物	PM10	合计
欧 I	9.5	0.6	1.8	0.02	11.9
欧 II	5.8	0.4	1.7	0.02	7.9
欧 III	4.6	0.2	1.6	0.02	6.4
欧 IV	1.4	0.1	1.6	0.02	3.1

资料来源: 民生证券研究院整理

为了提高车用燃料的质量, 世界各国不断提高了燃料规格的标准, 也制订了更严格的燃料规范。2013 年 2 月 6 日召开的国务院常务会议决定, 2014、2015 年我国将全面推行汽柴油国四标准、2017 年底全面推行国五标准。2013 年 12 月 18 日国家标准委发布《第五阶段车用汽油国家标准》, 从 2018 年 1 月 1 日起, 全国范围内将供应国五汽油。国五标准下的车用汽油由于降硫、禁锰引起的辛烷值减少, 以及我国高辛烷值资源不足的情况, 将第五阶段车用汽油牌号由 90 号、93 号、97 号分表调整为 89 号、92 号、95 号, 同时增加 98 号车用汽油的指标要求。在全国推广实施国五标准后, 异辛烷作为符合标准的高辛烷值汽油添加剂, 预计未来市场需求量将快速增长。预计到 2018 年国内汽油产量将达到 1.2 亿吨。如果到 2018 年国内汽油调和组分中烷基化汽油的占比达到世界目前的平均水平 (8%), 那么届时烷基化汽油的总需求量将达到约 960 万吨,

(三) 公司产品优势明显

国内中小型异辛烷装置产能较多, 但规模普遍较小。而且受营运资金以及原料问题目前开工率仅 40-50%。

除产能规模上的优势, 中炜化工作为一家位于石油化工城市——河南濮阳的化工企业, 在原材料供应与运营成本方面, 具有着天然的地理优势和资源优势。中炜化工生产异辛烷的原料为液化石油气, 随着我国城市民用燃气中的液化石油气大部分将被天然气所替代, 而作为石油炼制的副产品液化石油气产量将保持良好的市场供应量。中炜化工重视与供应商的管理及合作, 致力于建立长期的合作关系。作为液化石油气的主要供应商——中石化, 目前, 中炜化工已与当地及周边的中石化达成了良好的供销合作关系, 以保障原料供应。

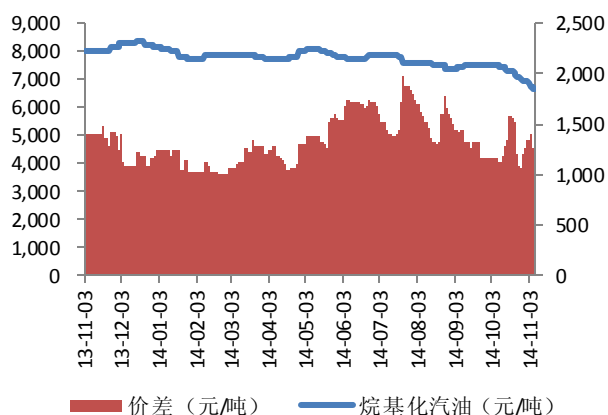
中炜化工开始投资建设的 24 万吨异辛烷项目, 已从 2013 年 2 月开始投入建设, 预计 2015 年 3 月 31 日前投产。按照目前烷基化汽油利润走势, 以 500 元/吨的平均净利润估算, 24 万吨异辛烷将带来 1.2 亿元净利润。

表 3: 目前中国烷基化汽油 (异辛烷) 产能 (万吨)

地区	产能	地区	产能	地区	产能
山东	498	广西	40	宁夏	36
河北	20	浙江	90	安徽	140
湖北	36	江苏	20	辽宁	36
河南	99	陕西	20	四川	12
海南	20	内蒙古	20	合计	1087

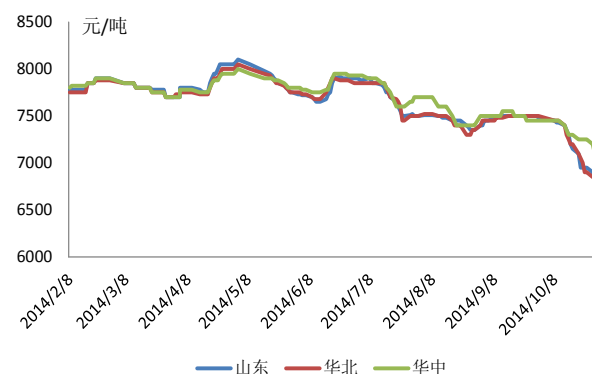
资料来源: 民生证券研究院整理

图 8: 烷基化汽油价格、价差走势图



资料来源: 民生证券研究院整理

图 9: 烷基化汽油价格走势

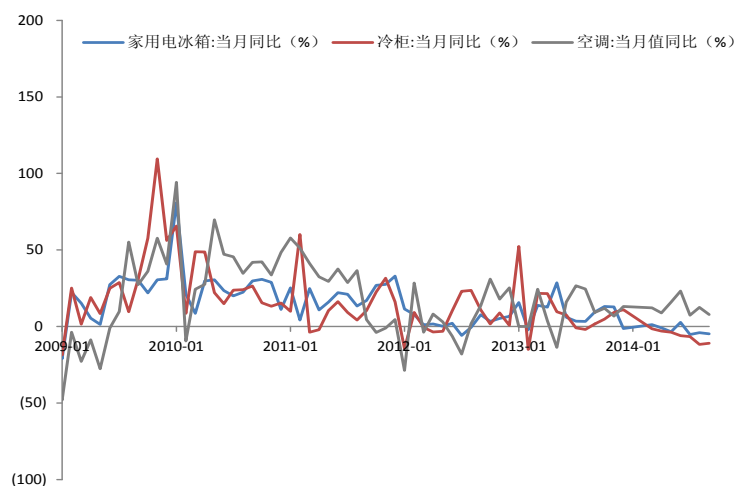


资料来源: 民生证券研究院整理

四、环戊烷保持平稳

环戊烷主要被应用在无氟冰箱、冷库、冰柜、管线保温领域，主要是作为硬质聚氨酯泡沫的新型发泡剂，用于替代对大气臭氧层有破坏作用的氯氟烃(CFCs)。2014 年上半年，白色家电市场增长乏力，公司环戊烷业务营业收入下降 13.79%。为此，公司一方面抓紧布局新的生产基地，另一方面在积极开拓新兴市场，包括阻燃剂市场、完善烷系列产品。

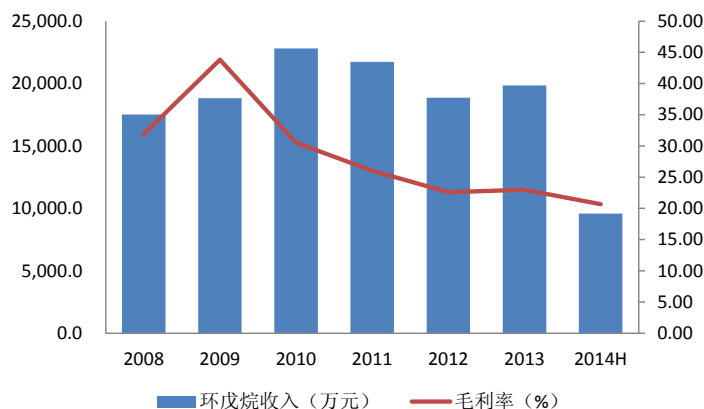
图 10: 白色家电增长乏力



资料来源: 民生证券研究院整理

子公司顺德美龙近年来逐步进行战略调整，一是稳固现有的环戊烷产品市场；二是进行环保型的阻燃剂及阻燃聚酯的开发应用。目前，美龙公司的阻燃剂及阻燃聚酯已经开发完成并申报了专利，拥有自主产权。美龙公司研发生产的阻燃剂产品，具有环保、低毒、高效的特性，目前是小分子氯代磷酸酯或卤系阻燃剂的最理想替代产品。

图 11: 环戊烷毛利率逐年降低



资料来源: 民生证券研究院整理

五、农牧产业逐渐步入收获期

在公司的农业种养业务中, 公司从全产业链布局生猪养殖, 树立“草香猪”的市场品牌。公司 2011 年投资成立广东英农食品公司, 以养殖“英农草香猪”为主导, 集生态种养殖、安全监测、绿色食品连锁、生态旅游于一体。

图 12: 英农门店情况



资料来源: 民生证券研究院整理

2013 年公司农牧正式投入生产运营, 目前公司已建成 1.5 万头存栏母猪, 年出栏 2.7 万头肉猪的生产线。在渠道建设方面, 公司确立自己的产品品牌“英农草香猪”, 并实现产销闭环。此外, 公司适当从外部引进符合供港标准的优质新鲜蔬菜和瓜果类食材, 建立自己的终端连锁社区品牌店——“英农生机庄园”。截至到 2014 年下半年, 公司在深圳和顺德两地共开设 12 个门店, 更多的销售门店依然在铺设中。

农牧业属于资金密集型行业, 周期较长, 前期投入大。随着公司稳步推进土地和猪场项目

的建设，以及养殖技术的成熟和各类销售渠道拓展的完成，预计 15 年底农牧业务盈利模式将逐步成形。

六、公司持有其他上市公司股权价值 7.56 亿元

表 4：持有其他上市公司股权状况

证券代码	证券简称	初始投资金额	占该公司 股权比例	目前价值（2014 年 11 月 7 日收盘价）	会计核算科目	股份来源
002386	天原集团	1.91 亿元	8.64%	4.12 亿元	长期股权投资	购买
300082	奥克股份	0.11 亿元	6.94%	3.44 亿元	长期股权投资	购买
合计		2.02 亿元		7.56 亿元		

资料来源：民生证券研究院整理

公司长期持有天原集团和奥克股份股权，目前总市值 7.56 亿元。

七、投资建议与盈利预测

1. 公司农牧业 2014 年及 2015 年处在销售渠道拓展中，2015 年底到 2016 年开始贡献业绩。
2. 公司印染助剂维持行业内较高毛利率，油价变化产生积极影响。
3. 公司环戊烷在市场需求冷淡的情况下维持原有营业水平。
4. 随着国五条的推广及市场需求，中炜化工 24 万吨异辛烷项目可在投产后为公司带来利润增长点。

预计 2014-2016 年 eps0.30、0.39、0.46 元，强烈推荐评级。

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
一、营业总收入	1,184	1,186	2,046	2,749
减：营业成本	727	762	1,387	1,881
营业税金及附加	9	9	16	22
销售费用	106	97	168	225
管理费用	151	142	245	330
财务费用	17	20	32	56
资产减值损失	6	5	0	0
加：投资收益	19	10	10	10
二、营业利润	187	161	207	245
加：营业外收支净额	3	0	0	0
三、利润总额	190	161	207	245
减：所得税费用	37	31	39	47
四、净利润	153	130	168	198
归属于母公司的利润	115	98	126	149
五、基本每股收益 (元)	0.36	0.30	0.39	0.46
主要财务指标				
项目 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
EV/EBITDA	14.06	14.50	12.90	11.23
成长能力：				
营业收入同比	7.05%	0.17%	72.45%	34.39%
营业利润同比	8.4%	-14.1%	28.8%	18.3%
净利润同比	6.11%	-15.02%	28.82%	18.32%
营运能力：				
应收账款周转率	90.27	91.55	72.38	79.91
存货周转率	73.98	78.81	61.98	69.50
总资产周转率	0.54	0.52	0.78	0.84
盈利能力与收益质量：				
毛利率	38.6%	35.8%	32.2%	31.6%
净利率	9.7%	8.3%	6.2%	5.4%
总资产净利率 ROA	5.1%	4.3%	4.2%	4.2%
净资产收益率 ROE	6.7%	5.3%	6.3%	6.7%
资本结构与偿债能力：				
流动比率	3.76	5.87	2.49	2.21
资产负债率	23.8%	19.1%	32.4%	37.5%
长期借款/总负债	49.1%	60.0%	27.2%	19.8%
每股指标：				
每股收益	0.36	0.30	0.39	0.46
每股经营现金流量	41.58	46.57	(89.70)	(41.49)
每股净资产	5.33	5.73	6.25	6.86

资料来源：公司公告，民生证券研究院

资产负债表				
项目 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	239	225	389	522
应收票据	291	293	504	678
应收账款	297	298	514	690
预付账款	9	9	9	9
其他应收款	14	14	25	33
存货	162	167	304	412
其他流动资产	4	4	4	4
流动资产合计	1,017	1,011	1,749	2,350
长期股权投资	737	737	737	737
固定资产	299	311	297	272
在建工程	5	52	33	24
无形资产	75	72	66	61
其他非流动资产	15	15	15	15
非流动资产合计	1,239	1,277	1,237	1,194
资产总计	2,256	2,288	2,986	3,544
短期借款	80	28	517	846
应付票据	0	0	0	0
应付账款	52	52	94	126
预收账款	3	2	1	(0)
其他应付款	22	22	22	22
应交税费	25	25	25	25
其他流动负债	1	1	1	2
流动负债合计	270	172	702	1,062
长期借款	263	263	263	263
其他非流动负债	3	3	3	3
非流动负债合计	266	266	266	266
负债合计	536	438	968	1,328
股本	323	323	323	323
资本公积	137	137	137	137
留存收益	1,072	1,170	1,296	1,445
少数股东权益	188	220	261	310
所有者权益合计	1,720	1,850	2,018	2,216
负债和股东权益合计	2,256	2,288	2,986	3,544
现金流量表				
项目 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流量	134	150	(290)	(134)
投资活动现金流量	(59)	(92)	(4)	(4)
筹资活动现金流量	(30)	(71)	457	272
现金及等价物净增加	45	(13)	163	134

插图目录

图 1: 2014 年上半年公司主营业务构成.....	3
图 2: 2014 年上半年公司毛利构成.....	3
图 3: 纺织助剂生产工艺流程图	4
图 4: 2014 年印染品产量增幅较大.....	5
图 5: 2014 年染料产成品存货快速增长.....	5
图 6: 助剂收入稳定, 毛利率维持较高.....	5
图 7: 近期原油价格持续下跌.....	6
图 8: 烷基化汽油价格、价差走势图	8
图 9: 烷基化汽油价格走势.....	8
图 10: 白色家电增长乏力	8
图 11: 环戊烷毛利率逐年降低.....	9
图 12: 英农门店情况	9

表格目录

表 1: 印染助剂主要种类.....	3
表 2: 不同汽油排放标准下轻型客车污染物排放量比较 (克/千米)	7
表 3: 目前中国烷基化汽油 (异辛烷) 产能 (万吨)	7
表 4: 持有其他上市公司股权状况.....	10

分析师与联系人简介

刘威，化工行业高级分析师，5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，及时把握投资投资机会。主要覆盖农药、染料、化纤、化肥、光学膜、有机硅、聚氨酯等子行业。研究深入、客观。

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

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17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

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

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。