

铁路扣件交货恢复 致力销售模式转型

民生精品---深度报告/机械行业

2014 年 12 月 19 日

报告摘要:

● 一带一路西部建设提速和高铁出海 铁路投资加快

国家重点发展“一路一带”及沿线基础设施建设，中西部铁路建设提速，中西部地区高铁及城际铁路将成为国内动车组需求主力。。中国是世界上高铁运营里程最长的国家，技术装备成熟、施工经验丰富，而造价（土建和车辆）只有其他国家的 1/3-1/2，有望凭借较高性价比获得海外订单；

轨道交通施工高峰到来，根据发改委网站公布的轨道交通批复公告不完全统计，2013~2020 年新开通地铁线路 66 条，新增营运里程 1824 公里，总投资金额 1.05 万亿，竣工时间集中在 16 年和 18 年。

● 铁路扣件提供业绩弹性

铁路扣件销售占比回升，提高整体毛利率。公司是唯一能够提供时速 250 公里和 350 公里高铁扣件的企业，目前市场份额约在 25% 左右。公司铁路扣件销售占比回升，今年上半年铁路销售占比进一步提高，整体毛利率提高至 26.85%，为近年新高。

切入地铁和重载，拓宽行业应用。“十三五”期间的重载铁路建设和改造将成为铁路扣件需求的下一个重要领域。预计 2020 年重载铁路将建成 5 万公里，而其对铁路扣件具有较高要求，价格约在普通扣件和高铁扣件之间，根据我们的初步测算重载铁路领域对铁路扣件的需求超过 100 亿元。公司上半年中标重载铁路扣件 9636 万元，并签订供货合同。

● 销售模式转型，着眼于流通环节增值

公司着力于销售体系的转变，打造 MRO 销售物流体系，建设以嘉善、广州、德州、沈阳、泉州、武汉五个自动化立体仓储为依托向周边辐射提供五金类产品的“一站式”服务门店的销售体系，改变我国五金商品“重生产、轻流通”的格局。目前处于初期阶段，参考国外成功案例具备广阔空间，未来销售转型将有力带动公司产品的销售，引领公司收入利润持续增长。

● 谨慎推荐：预计14-16年EPS分别为0.25、0.31、0.37元，谨慎推荐

虽然高铁主体工程完成，但我们认为西部建设加快、海外市场和城际铁路加快建设带动铁路投资的加快，地铁和重载领域有望成为新市场；公司销售物流的体系构建将努力转型为工业品分销商，拓宽广业务范围、提高盈利能力，摆脱单纯制造业的不利地位，值得关注。预计 2014-2016 年 EPS 分别为 0.25、0.31 和 0.37 元，首次覆盖给予“谨慎推荐”评级。

● 风险提示：高铁出海不顺利，销售物流进展迟缓

表 1：盈利预测与财务指标

项目/年度	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万元）	2,733	2,922	3,283	3,654
增长率（%）		6.91%	12.36%	11.30%
归属母公司股东净利润（百万元）	83.92	197	244	295
增长率（%）	-810.70%	134.99%	23.61%	21.23%
每股收益（摊薄后，元）	0.11	0.25	0.31	0.37
毛利率（%）	17.76%	23.16%	23.06%	23.05%

资料来源：民生证券研究院

谨慎推荐

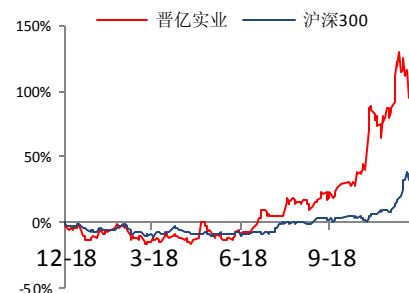
首次

价值区间： 22-24 元

交易数据 (2014-12-18)

收盘价	19.99
近 12 个月最高/最低	20.6/7.14
总股本（百万股）	792.69
流通股本（百万股）	738.47
流通股比例	93.16%
总市值（亿元）	158.46
流通市值（亿元）	147.62

该股与沪深 300 走势比较



分析师

分析师：朱旭光

执业证号：S0100514090001

电话：(8621)60876710

Email: zhuxuguang@mszq.com

研究助理：朱金岩

电话：(8610)8512 7532

Email: zhujinyan@mszq.com

相关研究

铁路扣件提供业绩弹性

公司是国内唯一能供应时速 250 公里和 350 公里铁路扣件企业。公司为国内规模最大的紧固件生产和出口企业，产品类型具有国标、美标、德标以及国际标准（ISO）资格的高品质螺栓、螺母、螺钉、精线以及铁路扣件等多品类，是国内唯一能同时供应时速 250 公里和 350 公里的铁路扣件企业。

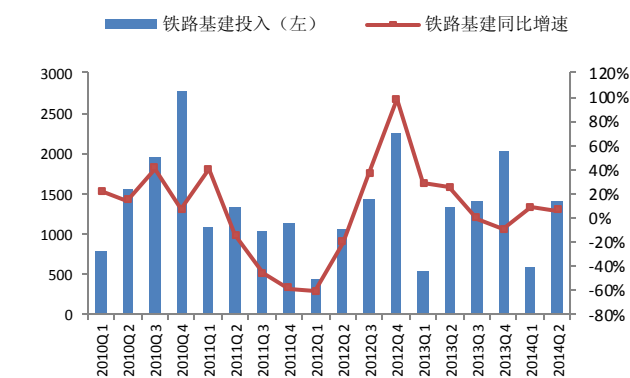
表 2：公司铁道扣件系列齐全

型号	适用条件	应用线路	应用案例	可调整性	示意图
WJ-7	无挡肩结构、无砟轨道	时速 250 公里客货及 350 公里客运	广珠、沪宁等	钢轨左右、高低位置可无级调整	
WJ-8	有挡肩结构、无砟轨道	时速 250 公里客货及 350 公里客运	武广、郑西等	钢轨左右、高低位置可无级调整	
弹条 V	有挡肩结构、有砟轨道	时速 250 公里客运	合宁、甬台温等	钢轨左右、高低位置可调整	
弹条 IV	无挡肩结构、有砟轨道	时速 250 公里客运	合宁、甬台温等	钢轨左右位置可调整，高低位置不可调	

资料来源：民生证券研究院

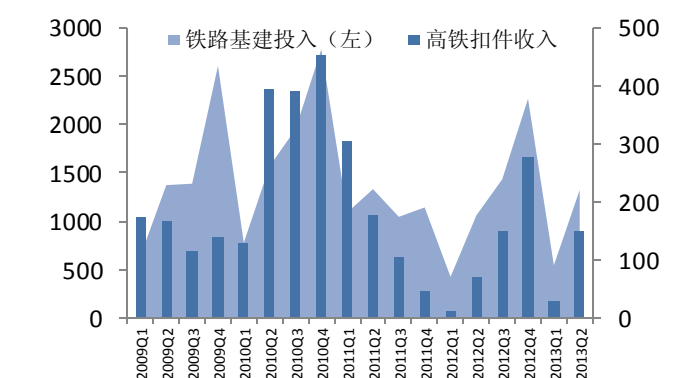
铁路投资高峰再现。我国第一轮铁路固定资产投资高峰在 2010 年，动车组交付量也在 2010 年和 2011 年达到峰值 194 列和 182 列，后随着经济增速放缓、铁路固定资产投资下降及“四横四纵”高铁网的逐步建成，铁路板块迎来了三年的调整期，我们预计从 14 年铁路板块将再次迎来第二轮高峰。2014 年铁路投资提高至 8000 亿元，全年计划新开工铁路项目 64 项，新投入运营路线 7000 公里。

图 1：铁路基建投资回升趋稳



资料来源：民生证券研究院

图 2：铁路扣件收入与铁路基建投资紧密相关



高铁海外市场广阔。截止 2013 年末，我国高铁营运里程 11028 公里，在建高铁里程 1.2 万公里，成为世界上高速铁路投产运营里程最长、在建规模最大的国家。随着“四横四纵”高铁网中“四横”及“四纵”东部基本建设完毕，动车组产能输出成为首要目标：1、中国是世界上高铁运营里程最长的国家，技术装备成熟、施工经验丰富，而造价（土建和车辆）只有其他国家的 1/3-1/2，优势显著；2、海外市场巨大，动辄百亿订单，对未来大量产能消化起到重要作用；3、中国西部大开发和陆上、海上“丝绸之路”连起来，提高互联互通的质量；4、是我国深化对外开放，冷静应对世界经济风险（包括对中国的挑衅和封锁）的正确选择。

中西部铁路建设提速。中西部地区高铁及城际铁路将成为国内动车组需求主力。中西部高铁由于资金问题建设进度一度十分缓慢，现国家重点发展“一带一路”及沿线基础设施建设，资金瓶颈打开，中西部高铁建设提速。随着城际铁路审批权逐渐下放，地方政府为拉动本地经济对城际铁路投资将抱有极大热情。

轨道交通施工高峰到来。截至 2013 年末，全国已有 19 个城市开通轨道交通，运营里程 2746 公里，今年有望超过 3000 公里。根据发改委网站公布的轨道交通批复公告不完全统计，2013~2020 年新开通地铁线路 66 条，新增营运里程 1824 公里，总投资金额 1.05 万亿，竣工时间集中在 16 年和 18 年。

图 3：铁路扣件收入占比回升

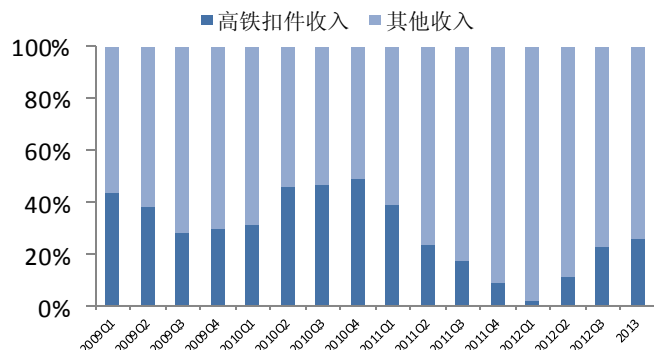
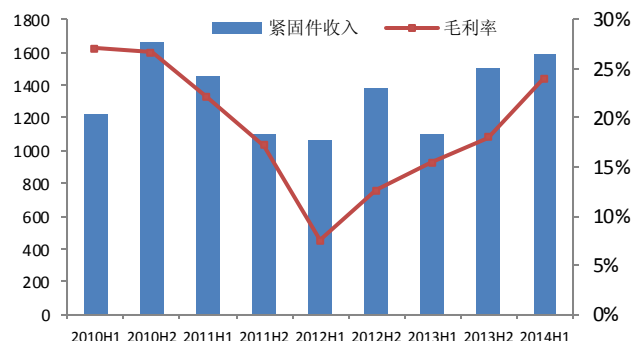


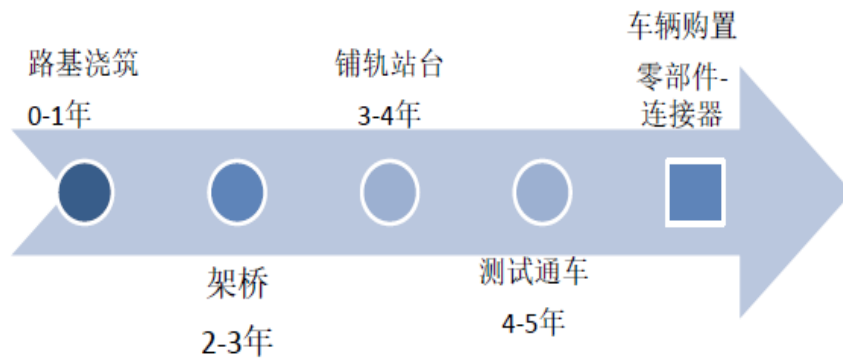
图 4：铁路扣件交货恢复，提高整体毛利率水平



资料来源：民生证券研究院

根据铁路线路修建情况，一般而言整个建设周期 4-5 年，铁路扣件需求时间节点为提前一年的铺轨阶段。客运专线将陆续通车，地铁和城际列车大规模建设，铁路扣件里程将出现需求高峰；“十三五”期间的重载铁路建设和改造将成为铁路扣件需求的下一个重要领域。公司上半年中标重载铁路扣件 9636 万元，并签订供货合同。

图 5：铁路扣件需求在铁路建设的铺轨阶段



资料来源：民生证券研究院整理

公司目前的市场份额已经接近 25%，为国内企业龙头，拿单能力不断增强。公司具备年产 1000 万套铁路扣件的产能，目前交货量恢复，直接改善公司业绩表现。上半年在手铁路扣件订单 2.6 亿。紧固件毛利率提高接近 10%，达到 26.85%。

表 3：近期中标铁路扣件一览

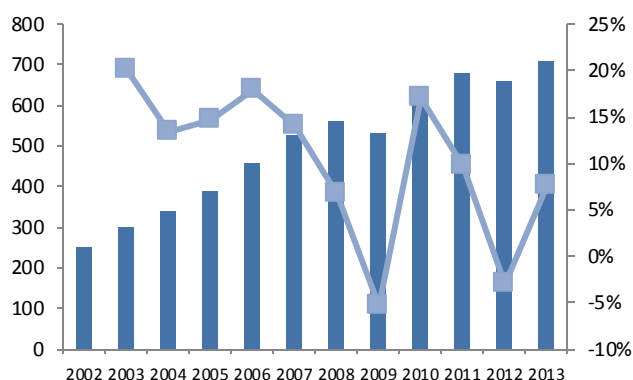
日期	中标铁路	中标金额
2014.10	渝万铁路	7958 万
2014.8	西成铁路客运专线	2.53 亿
2014.5	张家口-唐山	9636 万
2013.7	贵广铁路	3.3 亿
2013.5	成渝线	2.09 亿

资料来源：民生证券研究院

销售模式转型 致力 MRO 工业品连锁超市

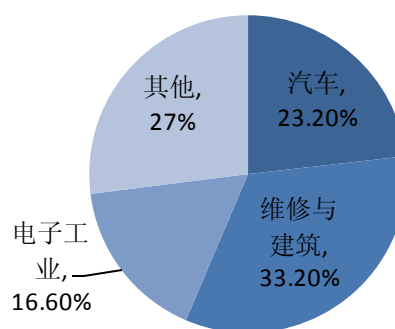
过去十年我国已成为全球最大的紧固件生产国，2013 年金属紧固件产量约为 640 万吨，我国紧固件生产多分布于江浙沪、珠三角和河北等地区，其中公司所在地嘉兴是全国三大生产基地之一。但综合来看，8.8 级以上的高强度紧固件仅占 60%，普通低档紧固件占据 40%，中低端产能过剩。近年我国紧固件需求量保持 10% 左右的增长率，主要应用在飞机、汽车、家具和电器等方面有广阔的需求，在未来几年仍具备较大发展空间。公司作为高强度、高精度紧固件生产企业，具备较大的行业增长空间。

图 6：我国紧固件产量及增速（万吨）



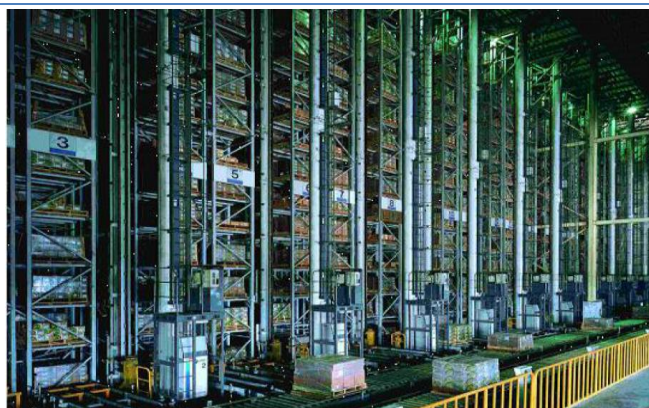
资料来源：民生证券研究院

图 7：紧固件下游需求领域分布



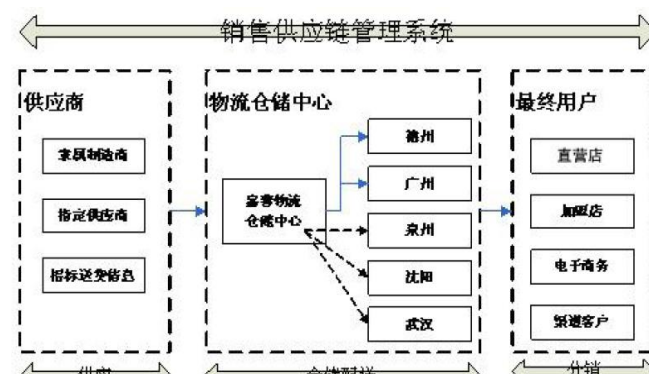
公司拟通过定向增发 8 亿元提升公司的资本实力，增强投融资能力，为五金销售物流体系正常运营提供有力支撑。公司选择我国九大物流区域中的六个来建设五金销售中心，具体包括总部嘉善中央配送中心和广州、德州、沈阳、泉州、武汉五个区域配送中心，以及各级仓储配送中心辐射门店（50 家直营、50 家加盟），形成较为完备的销售物流体系。公司将依赖品牌和渠道优势，以自动化立体仓储为依托向周边辐射提供五金类产品的“一站式”服务。目前浙江嘉善、辽宁沈阳、福建泉州等晋亿五金销售物流体系建设正在按规划进行并接近完工。

图 8：公司立体仓库



资料来源：民生证券研究院

图 9：公司销售物流规划



符合行业发展方向。1) 我国五金行业“重生产、轻流通”情形明显，紧固件等五金产品主要通过诸多规模小、效率低代理经销商的模式流通，难以满足客户逐渐强烈的“一站式”采购需求。2) 五金产品生产企业普遍规模较小，销售渠道投入建设不足，进入销售流通领域阻力较大。构建通畅的五金销售渠道和完善的物流配送体系，将成为未来国内五金行业转型发展的重要方向。

有利于降低销售成本。公司紧固件内销客户供给 3800 家，其中直接用户为 1500 多家，经销商却超过 2200 家。直接客户销售平均价格要比经销商平均价格高出 30% 左右。

符合市场需求。我国五金市场目前与美国当初类似，具备 1、市场空间大，我国五金类产品年产值超过 8000 亿。2，市场领导者缺失。3，产品多样性、单件价值低。4，物流成本高，产品易得性低，目前仓储物流占据产品销售成本 30%-40%。当前经销商模式难以满足客户逐步增加的“一站式”采购和获取全方位一揽子解决方案的需求，正是企业转型销售物流，完善自身经营模式的良好机遇，先发者有望胜出并建立较强壁垒，如美国的 Fastenal（快扣）和固安捷（Grainger），成为长期增长的工业品分销商。

表 4：自建销售物流成公司最佳选择

	产品专业性	相关设施和人员	产品特别技术要求	与客户关系	客户个性化需求	优点
自建销售物流	专业性强、品种繁多	已存在	有	紧密	较多	自控性强、反应灵敏
外包销售物流	产品相对单一、适用性广	无	无	不紧密	较少	社会资源利用、省时省力

资料来源：民生证券研究院

自建物流体系为最佳选择。公司主营业务为符合标准各类等级的螺栓、螺母、螺钉、螺柱以及非标准异形紧固件、铁道扣配件等产品，产品线涵盖的品种规格已达两万五千中，专业性强、种类繁多、技术要求复杂决定自建销售物流是公司的最佳选择。

晋亿五金销售物流体系建成后，将进一步整合公司内部原有销售渠道，晋亿实业本身仅承担铁道扣配件和出口外销的销售职能。突破“重生产、轻流通”导致的供给需求错位，提供满足客户需求的“一站式”采购和获取全方位解决方案服务，弥补流通流域价值链缺陷。公司将提供五金产品如紧固件、手工工具、电动工具、轴承、磨具磨料、刀具、钻头等产品开展采购及销售物流业务。

国外经验参考—Fastenal

Fastenal 以生产紧固件起家，依赖其“靠客户服务增长”的理念，以“多走一英里并提供具备粘性的服务”迅速从区域性的不知名供应商成为全球连锁拥有 2600 多家店铺的“MRO”企业，主营产品包括紧固件、工具及设备、管道、水泵电机等多累产品。其终端店面广泛分布于美国 50 个洲、加拿大、墨西哥及欧洲和亚洲等国家和地区，每个店面提供 OEM、MRO 和物料的一站式服务。

Fastenal 能做到**没有其他任何一家企业可以在如此多区域提供如此多种类产品，没有其他任何一家企业能更高效、主动的配送产品**。对于 Fastenal 来说，每个店铺都是相对独立运作的实体店，实时调整其库存并为当地用户提供最具价值的服务，形成整个销售体系中最重要“毛细血管”，与之配套的运输队伍是超过 300 辆大型运输车、5000 辆区域配送车和 14 个分布合理的配送中心，确保任何产品需求都能通过此运输网络快速、经济的得到满足。通过屏幕监控、客户反馈等方式，公司还可以准确、前瞻性的预测某产品需求并提前对产品进行配送，提高“当天解决”服务模式。

Fastenal 在 25 年内上涨了 386 倍，超过苹果和微软等成为 1987 年美国股灾以来市场表现最好的股票。这得益于其不断增加的门店数量和单店销售量的提升，营业收入持续强劲增长。我们看到从 1996 年以来门店从 484 家快速增加到 2654 家，与其同时营业收入增长了十倍，2011 年收入超过 27 亿美元。

图 10: 门店外观



图 11: 门店内景



资料来源：民生证券研究院

单店销售有效增长。“以店养店”模式能够成功的最关键因素是资本投入能够快速转化为现金流，并在最短的时间内贡献利润，以用于资本开支计划。在 Fastenal 上面我们清晰的看到了这一点，根据我们计算，单店销售超过 3 万美元/年即可盈利，在店址选择、客户开拓正常条件下，一般两年即可实现盈亏平衡。公司销售收入在 3 万美元以下的店铺占比很少，约有 10%，主要是新开店。而在 3 万美元档次以上的门店却占到全部门店的 90%，为外延扩张提供新鲜血液。

盈利预测及投资建议

虽然高铁主体工程完成,但我们认为海外市场、延长线和城际客运线加快建设带动铁路投资的加快,地铁和重载领域成为新市场;公司销售物流的体系构建将努力转型为工业品分销商,拓宽业务范围、提高盈利能力,摆脱单纯制造业的不利地位,值得关注。预计 2014-2016 年 EPS 分别为 0.25、0.31 和 0.37 元,首次覆盖给予“谨慎推荐”评级。

表 5: 晋亿实业分项收入及利润预测

	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
紧固件销售							
营业收入 (百万元)	1,676.03	2,895.65	2,550.77	2,446.32	2,612.65	2752.86	3048.67
营收同比 (%)		72.77%	-11.91%	-4.09%	6.80%	5.37%	10.75%
营收占比 (%)	98.13%	95.76%	94.37%	94.23%	95.63%	94.23%	92.87%
毛利率 (%)	17.69%	26.68%	17.20%	12.65%	17.99%	23.00%	23.00%
营业利润占比 (%)	99.57%	100.79%	98.59%	101.43%	98.34%	93.58%	92.63%
自动仓储							
营业收入 (百万元)					12.48	40.00	60.00
营收同比 (%)						220.51%	200.00%
营收占比 (%)					0.46%	1.37%	1.83%
毛利率 (%)					32.75%	35.00%	35.00%
营业利润占比 (%)					0.86%	2.07%	2.77%
运输							
营业收入 (百万元)				6.37	2.92	20.00	60.00
营收同比 (%)					-54.16%	584.93%	200.00%
营收占比 (%)				0.25%	0.11%	0.68%	1.83%
毛利率 (%)				38%	8%	10.00%	10.00%
营业利润占比 (%)				0.80%	0.05%	0.30%	0.79%
加工服务							
营业收入 (百万元)	1.34	2.33	0.92	1.17	2.36	2.00	2.00
营收同比 (%)		73.88%	-60.52%	27.17%	101.71%	-15.25%	0.00%
营收占比 (%)	0.08%	0.08%	0.03%	0.05%	0.09%	0.07%	0.06%
毛利率 (%)	27.01%	31.00%	19.69%	24.24%	54.71%	40.00%	40.00%
营业利润占比 (%)	0.12%	0.09%	0.04%	0.09%	0.27%	0.12%	0.11%
其他							
营业收入 (百万元)	30.63	126.02	151.31	142.14	101.59	106.67	112.00
营收同比 (%)		311.43%	20.07%	-6.06%	-28.53%	5.00%	5.00%
营收占比 (%)	1.79%	4.17%	5.60%	5.48%	3.72%	3.65%	3.41%
毛利率 (%)	4.15%	-4.79%	4.15%	-4.79%	3.59%	25.00%	25.00%
营业利润占比 (%)	0.43%	-0.79%	1.41%	-2.23%	0.76%	3.94%	3.70%
合计							
营业收入 (百万元)	1708.00	3024.00	2703.00	2596.00	2732.00	2921.53	3282.67
营收同比 (%)		77.05%	-10.62%	-3.96%	5.24%	6.94%	12.36%
毛利率 (%)	17.43%	25.35%	16.46%	11.75%	17.50%	23.16%	23.06%
营业利润 (百万元)	297.76	766.52	445.01	305.09	477.97	676.63	757.00
营业成本 (百万元)	1410.24	2257.48	2257.99	2290.91	2254.03	2244.91	2525.68

资料来源: 民生证券研究院

风险提示

风险提示：

- （1）高铁出海不顺利
- （2）销售物流进展迟缓

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	2,733	2,922	3,283	3,654
减：营业成本	2,247	2,245	2,526	2,812
营业税金及附加	9	18	20	22
销售费用	128	161	171	183
管理费用	149	161	174	183
财务费用	59	60	60	60
资产减值损失	46	46	45	45
加：投资收益	2	0	0	0
二、营业利润	96	232	288	350
加：营业外收支净额	15	5	5	5
三、利润总额	111	237	293	355
减：所得税费用	22	36	44	53
四、净利润	90	201	249	302
归属于母公司的利润	84	197	244	295
五、基本每股收益 (元)	0.11	0.25	0.31	0.37

主要财务指标

项目 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
EV/EBITDA	140.08	61.72	53.07	45.70
成长能力:				
营业收入同比	5.25%	6.91%	12.36%	11.30%
营业利润同比	-391.8%	141.5%	24.1%	21.6%
净利润同比	#####	124.25%	23.61%	21.2%
营运能力:				
应收账款周转率	3.82	1.59	1.12	1.24
存货周转率	1.95	2.25	2.75	2.74
总资产周转率	0.64	0.59	0.57	0.59
盈利能力与收益质量:				
毛利率	17.8%	23.2%	23.1%	23.0%
净利率	3.1%	6.7%	7.4%	8.1%
总资产净利率 ROA	2.1%	4.1%	4.3%	4.9%
净资产收益率 ROE	4.1%	7.3%	7.9%	8.8%

资本结构与偿债能力:
利润表

项目 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
一、营业总收入	2,733	2,922	3,283	3,654
减：营业成本	2,247	2,245	2,526	2,812
营业税金及附加	9	18	20	22
销售费用	128	161	171	183
管理费用	149	161	174	183

资产负债表

项目 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	226	(1,036)	(788)	(431)
应收票据	59	58	66	73
应收账款	754	2,922	2,954	2,923
预付账款	213	29	49	73
其他应收款	0	234	263	292
存货	1,472	1,122	1,263	1,406
其他流动资产	33	300	300	300
流动资产合计	2,766	3,629	4,106	4,636
长期股权投资	36	39	39	39
固定资产	1,204	1,163	1,149	1,133
在建工程	199	219	219	224
无形资产	149	134	119	104
其他非流动资产	2	312	315	315
非流动资产合计	1,628	1,867	1,841	1,822
资产总计	4,394	5,496	5,948	6,459
短期借款	636	636	636	636
应付票据	559	224	253	281
应付账款	370	898	1,010	1,125
预收账款	22	112	126	141
其他应付款	9	1	1	1
应交税费	36	4	4	4
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	1,687	1,840	2,005	2,177
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	9	9	9	9
非流动负债合计	9	9	9	9
负债合计	1,906	1,849	2,014	2,186
股本	793	793	793	793
资本公积	1,101	1,442	1,442	1,442
留存收益	369	567	810	1,106
少数股东权益	220	224	229	235
所有者权益合计	2,487	3,026	3,275	3,576
负债和股东权益合计	4,394	4,875	5,288	5,762

资产负债表

项目 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	226	(1,036)	(788)	(431)
应收票据	59	58	66	73
应收账款	754	2,922	2,954	2,923
预付账款	213	29	49	73
其他应收款	0	234	263	292

分析师简介

朱旭光，机械行业分析师，复旦大学世界经济学硕士，三年从业经验，2014年加入民生证券。

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。

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。