

天润曲轴 (002283): 多重因素刺激业绩增长

行业分类: 机械/汽车零部件

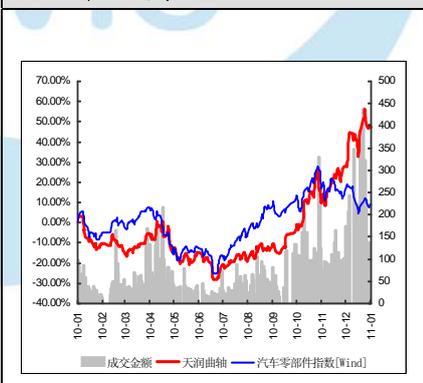
2011.1.12

研究员: 高俊芳 魏萌
执业证书编号: S0640511010009
执业证书编号: S0640511010012
联系人: 刁志学
电话: 0755-83689042

6 个月目标价	40.30
当前价格	33.02
投资评级	买入

基础数据	
上证指数	2827.71
总股本 (百万)	240
流通 A 股 (百万股)	101
流通 B 股 (百万股)	0
流通 A 股市值 (百万)	3335
总市值 (百万)	7924
每股净资产 (元)	6.77
ROE (TTM)	11.3%
资产负债率	21.8%
动态市盈率	30
动态市净率	4.88

近一年股价表现



投资要点:

- 从大的宏观环境看, 2011年国内经济仍然处于转型升级时期。汽车作为拉动经济增长的一个重要产业, 在旺盛需求的支撑下, 我们依然强烈看好。2011年的总体情况很可能是汽车产销增速会温和下降, 但是总量依然在增长, 汽车行业维持温和景气的概率较高。
- 从汽车产业链角度出发, 随着国内汽车产能的快速扩张, 未来整车厂的竞争将不断加剧。而关键零部件企业由于新产品研发导致的进口替代、出口、规模效应以及并购整合等积极因素有可能会迎来较长的营收增长期, 这有点类似于手机行业过去几年的情况, 手机企业竞争越来越激烈, 但是关键元器件领域出了不少好公司。例如, 歌尔声学、莱宝高科。我们感兴趣的是天润曲轴会不会成为这样的公司。
- 我们推荐天润曲轴的逻辑: 1. 符合产业发展趋势, 未来市场空间非常大; 2. 规模、新产品及产业链整合提升公司盈利水平; 3. 公司在重型发动机曲轴利基市场基础上, 轿车曲轴和发动机连杆成为未来新的增长点, 再加上公司 IPO 募资项目和正在筹划的非公开发行项目, 我们在看好公司稳健性的同时, 更看重其未来产能及产品驱动下的成长性。
- 风险因素。重卡及机械行业出现系统性风险, 生铁及钢材价格的大幅上升以及项目进度和市场开拓的风险。
- 买入评级。按照我们盈利预测模型, 不考虑非公开增发因素, 公司未来三年 (2010~2012) EPS 贡献分别为 0.79、1.08、1.44 元。按照 33.02 的价格, 对应 10/11/12 年 PE 为 42/30/23 倍。考虑到所处的市场、市场地位及成长性等因素, 以及市场整体估值水平, 我们给予公司 2010 年 40 倍 PE 估值水平, 对应目标价格 40.3 元, 首次给予“买入”评级。
- 财务数据简表

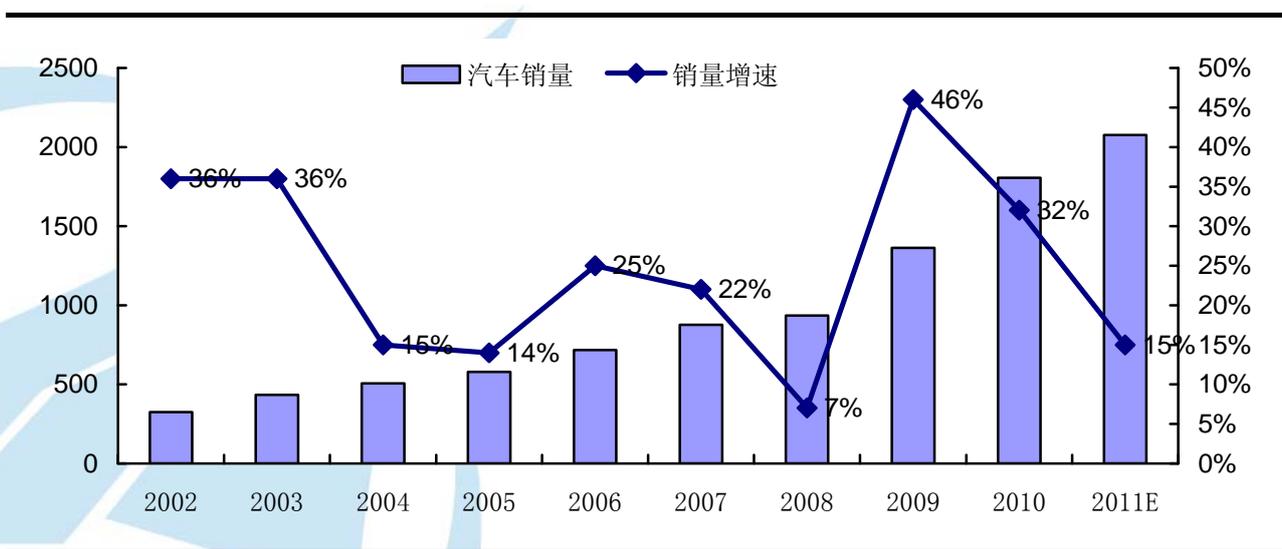
主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	775	1268	1845	2442
收入同比 (%)	-6%	64%	46%	32%
归属母公司净利润	113	189	259	345
净利润同比 (%)	12%	68%	37%	33%
毛利率 (%)	29.6%	28.9%	28.4%	28.9%
ROE (%)	7.5%	11.3%	13.6%	15.6%
每股收益 (元)	0.47	0.79	1.08	1.44
P/E	70.13	41.85	30.57	22.99
P/B	5.27	4.73	4.16	3.58

资料来源: 中航证券金融研究所

一、从政策及产业的宏观角度看，最近几年我们依然国内汽车产业的发展。

从整个汽车产业来看，2010年中国汽车产、销量增长惊人，再次创出新高。据中国汽车工业协会统计，全年汽车产销量分别增长32.44%和32.37%，达到1826.47万辆和1806.19万辆。这意味着两层含义，第一，汽车产业已经成为中国经济当前增长的一个重要动力，其对钢材、玻璃、橡胶及电子元器件等产业的带动作用明显；其二，中国的制造业在技术、市场以及制造工艺的推动下，开始了自然的升级过程，只不过危机加速了这一进程而已。中国很明显经历着轻工纺织-手机/家电-轮船/集装箱-重型机械（挖掘机、推土机、搅拌机等）-汽车/高铁-飞机这么一个粗线条的过程。由于中国特有的资源禀赋，我们判断政府在治理交通堵塞、污染以及节能等方面会对行业的发展结构产生影响，但是不会在整体上打压汽车产业。未来更节能的新能源汽车，更智能化的汽车有可能会获得更多政策性支持。

图表1 中国汽车销量及增速（单位：万台）



资料来源：汽车工业协会，中航证券金融研究所

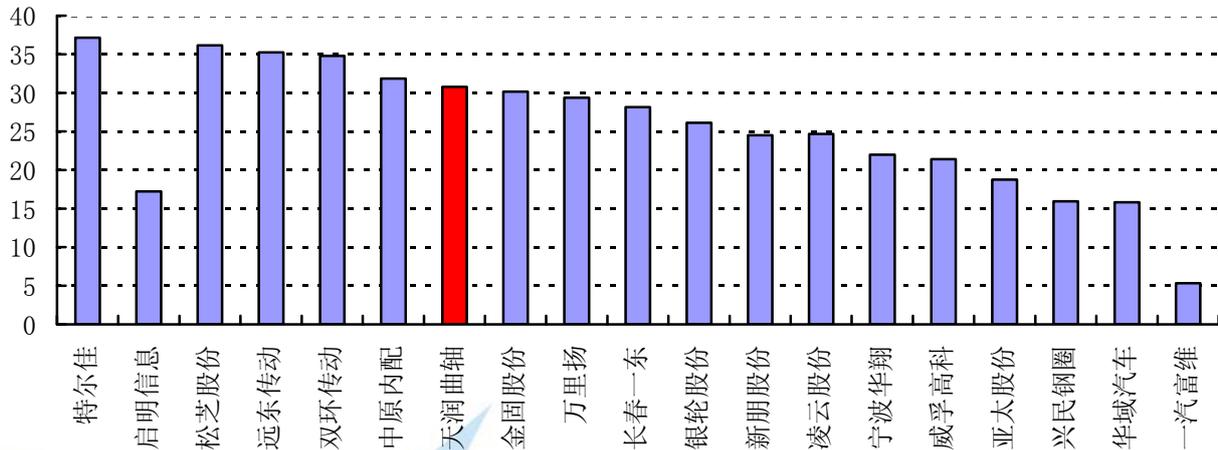
二、汽车产业链剖析。

从汽车产业链的角度出发，上游的钢材、玻璃、橡胶等行业不是本报告分析的重点，下游的整车厂随着产能的扩张的需求增速的下降，我们判断竞争会趋于激烈，毛利会逐步趋于回落。而中游的零部件是我们最为看好的，主要原因来自于这么几方面：(1)部分企业处于进口替代这一过程，市场和盈利空间都非常宽松；(2)部分企业则受惠于国内整车产能的急剧扩张，企业正处于上规模阶段，规模带来的成本优势和产销量的上升推动公司业绩增长；(3)来自于企业间的并购整合。央企重组是其中主题之一，未来优势企业对上下游相关企业的纵向整合以及横向间的兼并是另一个主题；(4)大部分零部件企业业务简单，企业规模不大，成长性良好，这是我们的选股偏好。

从汽车零部件行业内部来看，我们最为看好汽车电子（前装电子部分、车身控制、缓速器等）、汽车发动

机核心零部件（缸体、缸盖、曲轴、连杆、凸轮轴）、汽车装饰（座椅、空调等），达到规模效应的传动轴以及保险杠等企业也受到我们青睐。从图表 2 来看，上述企业大部分位于横轴左端高毛利区域。

图表 2 汽车零部件上市公司毛利率情况（单位：%）

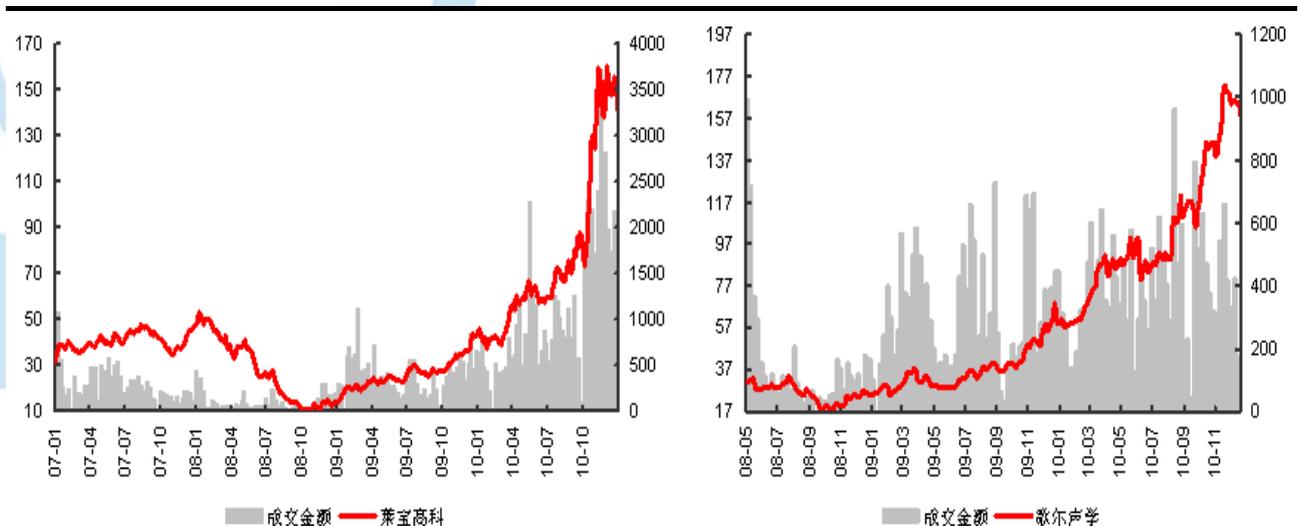


资料来源：中航证券金融研究所

注：由于启明信息大部分业务还是集成和后装电子，前装电子业务刚刚起步，未来其毛利水平随着前装业务比重的上升会快速提升。

从我们的对比分析看，国内目前的汽车产业非常类似于前几年的手机产业，整机/车厂普遍位于低端市场，竞争相对激烈，而上游的元器件/零部件企业由于业务相对单一，更容易在技术上形成突破，从而实现进口替代和出口，再加上规模小成长性高等特点，因此相比下游整机/整车企业更容易成为业绩和股价共舞的牛股。典型的如歌尔声学 and 莱宝高科，我们感兴趣的是，天润曲轴会不会成为汽车零部件行业的莱宝高科或者歌尔声学。

图表 3 莱宝高科、歌尔声学股价复权走势图



资料来源：中航证券金融研究所

三、我们看好天润曲轴的逻辑分析

我们看好天润曲轴的逻辑：(1)符合产业发展趋势，未来市场空间非常大；(2)规模、产业链整合、新产品提升公司盈利水平；(3)公司在重型发动机曲轴利基市场基础上，IPO募资项目和正在筹划的非公开发行项目助推公司业绩加速成长。

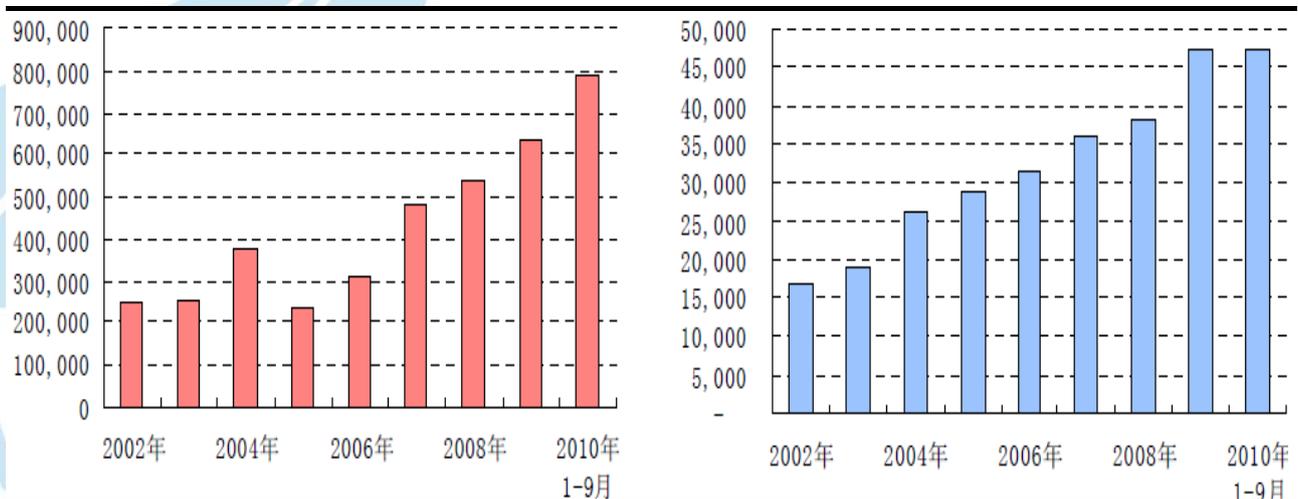
1. 曲轴市场分析。

公开资料显示，中国内燃机的年销量规模接近**4000**万台，应用领域包括道路用车、非道路用车、发电机组、船舶、工程机械等，对应一台内燃机至少需要一支曲轴，曲轴行业市场空间巨大。曲轴行业属于我国重点骨干装备制造行业，曲轴行业对我国车用、工程机械用乃至军用等配套发动机具有重大意义，是保持我国发动机行业以及下游汽车、工程机械行业自主创新和持续发展的重要保障。从这一角度出发，未来曲轴业有可能获得更多国家政策性的支持，龙头企业因此而可能获得更快的成长。

(1) 车用重型发动机需求依然旺盛

国内重卡和大客销量的快速增长直接推动近两年车用重型发动机需求的爆发式增长。由于重卡对中卡的替代，预计未来重卡市场将保持平稳增长。

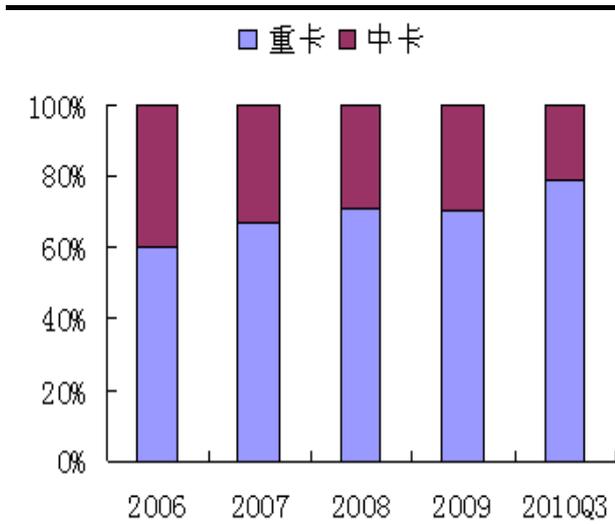
图表4 我国重卡及大客销量（2002 - 2010Q3）



资料来源：OICA，中航证券金融研究所

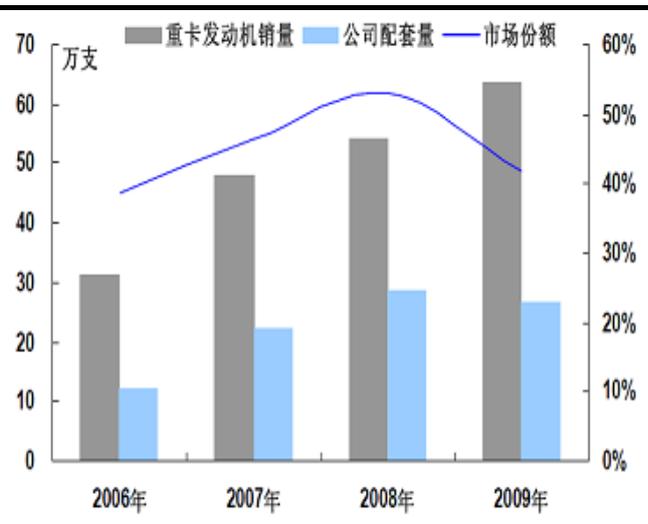
据相关预测，重卡市场规模长期将至少稳定在**80**万辆左右。由于我国经济的稳定增长，基建投资和消费需求拉动支撑公路货运规模快速上升。随着国家计重收费的引导，以及未来国家加大节能减排政策的力度，加快国IV标准的出台都将长期驱动卡车往重型化方向发展。

图表5 重卡对中卡的替代趋势



资料来源：CAAM，中航证券金融研究所

图表6 公司在重卡发动机市场份额

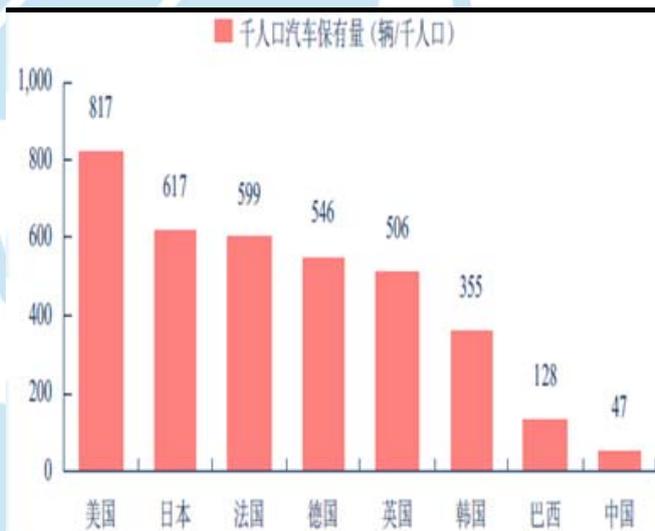


资料来源：招股说明书，中航证券金融研究所

2. 轿车曲轴进口替代空间巨大。

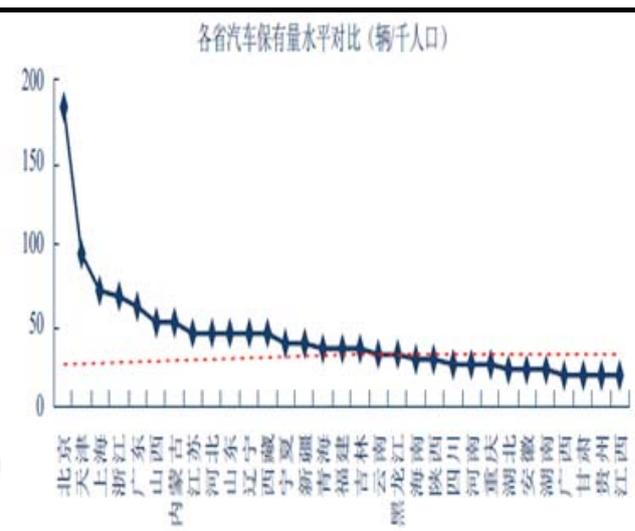
从国内的R值、汽车保有水平看，中国汽车目前正处于快速普及阶段。未来一二三线地区都将因购买能力、购买意愿及不断降低的车价而快速释放需求。从家电的刺激政策对比看，政策退出对消费并没有特别大的影响。决定行业本质的还是内在的消费需求。而对于交通、能源、环保等负面因素，我们认为可能会刺激汽车行业内部的结构变化，例如小排量的、更节能的以及新能源汽车可能在政策方面更加受益。

图表7 2009年中国汽车保有量



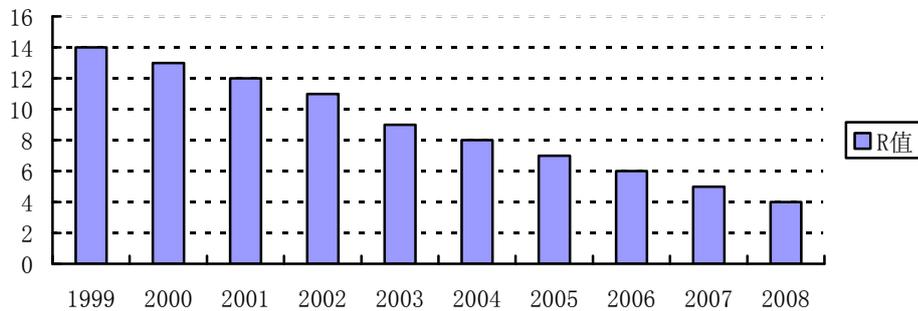
资料来源：CEIC，中航证券金融研究所

图表8 二三线地区汽车保有率



资料来源：国家统计局，中航证券金融研究所

图表 9 中国 R 值逐渐接近 3-5 区域



资料来源：国家统计局，中航证券金融研究所

注：国际轿车市场发展历史表明：一个国家乘用车市场的中长期发展趋势主要是由 R 值决定的。R 值是车价与该地区人均 GDP 的比值，R 值达到 3-5 时轿车开始大规模进入家庭。随着国内经济发展，收入水平提升，以及主力车型价格下移，中国 R 值逐渐接近 3-5，这意味着我国正进入私人汽车快速普及阶段。

总体来看，曲轴行业是一个技术、资金、人力相对密集的产业，随着我们产业结构的调整和汽车产业的壮大，汽车关键零部件开始向国内转移。随着我国装备制造业整体水平的提升，国产曲轴的竞争力将不断增强，轿车曲轴也逐步进入进口替代的阶段，随着中高档轿车曲轴生产能力的完善，未来出口国外是迟早的事情。这为国内曲轴企业提供了难得的发展机遇，而对于具有核心竞争力的龙头企业来说，未来的发展前景无疑更值得期待。

2. 公司盈利能力分析

(1) 重型/中型/轻微型曲轴：我们认为随着公司产能规模的扩张，来自于规模效应和上游定价权的积极意义有可能提升公司的毛利水平。

(2) 轿车曲轴：轿车曲轴短期受冲击，苦练内功，积累经验看未来。公司在轿车曲轴的技术积累是足够的，公司目前在少量配套过程中，主要是在生产效率和现场管理上积累经验，未来轿车曲轴发展空间巨大。目前尽管产量暂时不高，由于采用球墨铸铁，公司能够保持很高的自供率，毛利率表现尚可(2009A, 27.85%)。未来轿车曲轴行业的外包趋势明显，公司战略定位中高端，以合资品牌为主要目标，潜在新增订单将保证轿车曲轴量增利增。未来轿车行业的外包趋势意味着轿车曲轴行业的巨大空间，公司战略定位中高端，从高端产品切入，主要以合资品牌为市场目标。

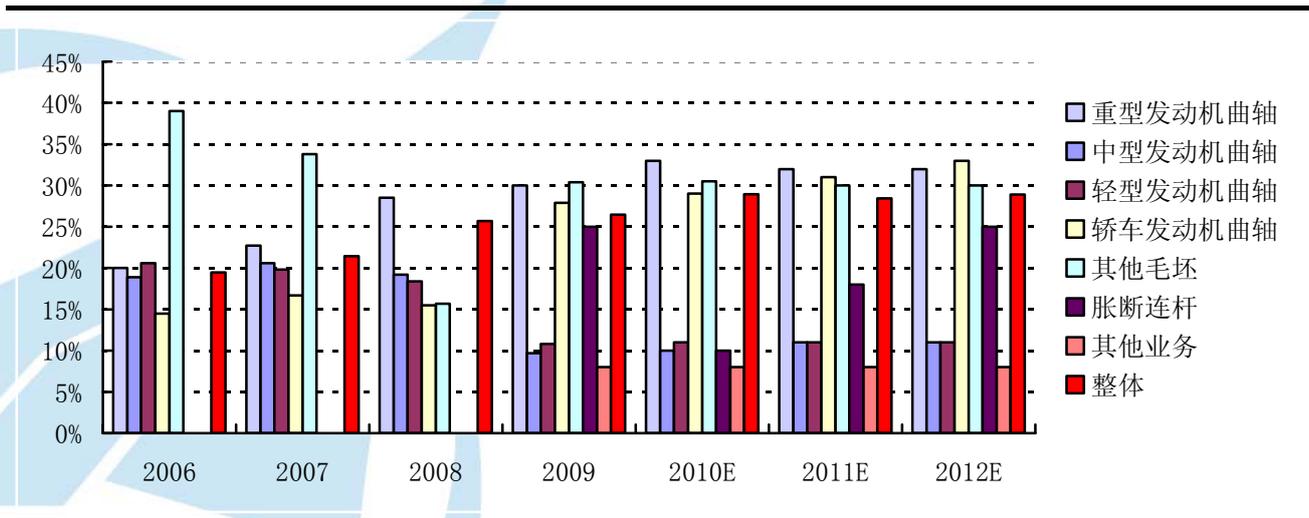
(3) 胀断连杆：生产线快速上量，满负荷运转开始贡献真金白银。前期胀断连杆产品处于小批量试制和验收期，近期已经开始满负荷运转，50 万支的年产能平稳运转，未来将实现 100% 配套康明斯 R 系列产品。毛

利率将快速上升，2010H的毛利率仅为9.98%，随着快速上量，规模效应下上升至25%以上。

重型发动机的胀断连杆作为国内新型工艺，需要很高的技术、管理和生产能力，目前仅马勒的营口工厂有一定的供应。全球也仅有蒂森克虏伯和马勒掌握，天润曲轴成为国内首家重型发动机的胀断连杆供应商，进口替代空间的潜力不可限量。

(4)毛坯：从产业链的延伸来看，公司通过收购恒润锻造，有效保障了锻钢曲轴毛坯的供应，具备了锻钢曲轴毛坯、球墨铸铁曲轴毛坯的自产能力，此外公司将超募资金 1.5 亿元投资重型发动机曲轴锻造生产线项目，将极大提升公司的重型曲轴毛坯的自供率，重卡和轿车毛坯自己生产，节省运输成本的同时，保证产品的稳定供应。公司新锻造线预计2011 年初投产，将明显增加销售收入和利润。目前毛坯自给率50%，未来新增曲轴锻造项目达产后将提高至80%。公司产品覆盖面广、产业链的延伸长，因此综合竞争实力和抗风险能力强。

图表14 天润曲轴各产品毛利率变动情况及预测（2009~2012E）



资料来源：公司公告，中航证券金融研究所

3. 公司成长性分析。

我们认为公司胀断连杆和轿车曲轴将成为公司新的利润增长点，IPO 募投项目和近期筹划的非公开发行项目助推公司营收高成长。

图表 15 公司 IPO 募投项目

项目名称	产品型号	产品类别	设计产能	项目性质
锡柴重卡曲轴生产线	29D/53D/81D 钢轴	重卡曲轴	三种型号各 3 万支	新建配套
康明斯重卡曲轴生产线	ISZ13/ESM11 钢轴	重卡曲轴	1.5 万支/5.5 万支	新建配套
康明斯轻卡曲轴生产线	3.8 升铁轴	轻卡曲轴	15 万支	新建配套
潍柴重卡曲轴生产线	WD615/WD618	重卡曲轴	8 万支	扩大产能

资料来源：公司公告，中航证券金融研究所

另外，公司近期正在筹划非公开增发募集 10 亿元用于产能扩张，在产能扩张的同时，公司开始布局轿车曲轴、船用曲轴领域，国外市场的开拓也借助印度利兰中型发动机曲轴生产线项目开始涉足。项目全部达产后，公司总产能将在 2010 年基础上翻一番，相当于再造一个天润。对于公司的发展前景我们表示期待。

图表 16 公司筹划的非公开增发项目（单位：万元）

项目名称	募集资金	项目总投资	产能	主要配套
康明斯轻型发动机曲轴生产线项目	12028	15565	年产 15 万支	北汽福田康明斯
潍柴重型发动机曲轴生产线项目	24108	29765	年产 10 万支	潍柴动力
锡柴/上菲红/康明斯重型发动机曲轴生产线项目	25207	30587	年产 10 万支	一汽锡柴/上菲红/康明斯
印度利兰中型发动机曲轴生产线项目	15190	18800	年产 10 万支	印度利兰
轿车发动机曲轴生产线项目	14448	17682	年产 20 万支	北汽萨博/广汽菲亚特
船用曲轴锻造生产线项目	12519	16101	年产 2000 支	
总计	103500	128500	年产 65.2 万支	

资料来源：公司公告，中航证券金融研究所

另外，从公司目前的资产负债情况看，公司 09 年 IPO 之后，资产负债率最近两年保持在相对较低水平，这为未来可能进行的收购提供了非常好的基础。从行业的发展特点和公司收购恒润锻造的案例来看，如果出现合适的标的，公司很可能继续进行产业方面的并购整合。

图表 17 天润曲轴资产负债情况及变动

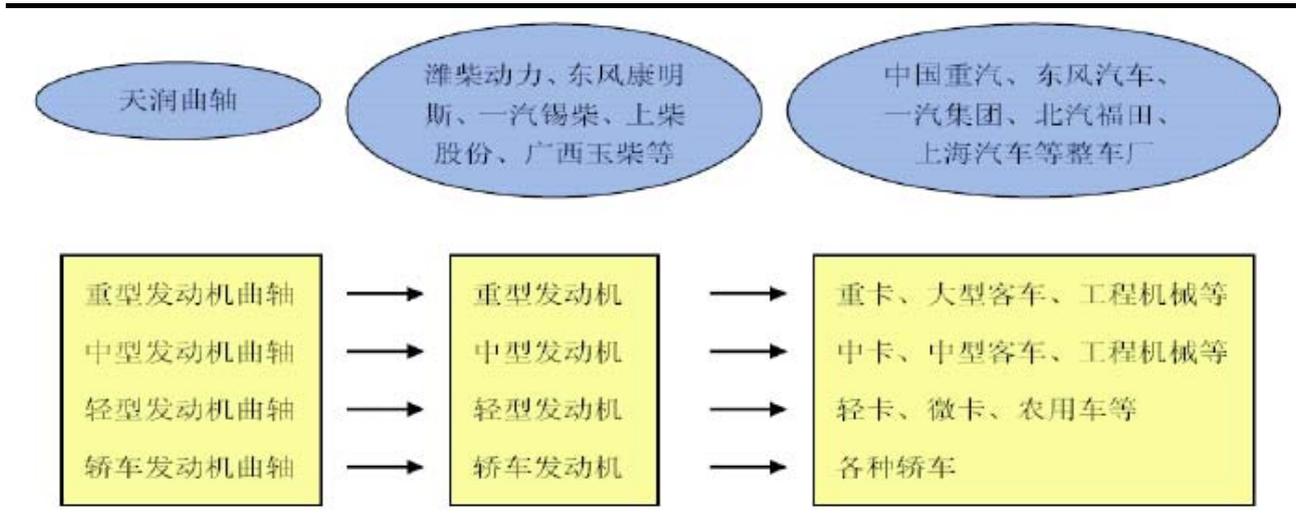


资料来源：wind, 中航证券金融研究所

四、天润曲轴商业模式分析

从我们对汽车零部件的观察和理解来看，主要存在三种商业模式。整车厂投资控股的零部件企业，例如一汽控股的一汽富维，启明信息；第二种是和整车厂合资合作建厂的零部件企业，例如远东传动；第三种是独立的零部件企业，作为第三方供货，例如凌云股份、天润曲轴。独立的零部件企业其竞争力建立在产品性能、价格以及产品配套齐全等方面，这也是下游企业外包的主要驱动力。

图表 18 公司商业模式解析图



资料来源：公开资料，中航证券金融研究所整理

曲轴是发动机五大核心零部件（缸体、缸盖、曲轴、连杆、凸轮轴）之一，曲轴的刚度、强度、精度和耐磨性都对发动机性能有较大的影响，特别是重卡和中高档轿车对曲轴的要求较高。由于成本和产品质量原因，国内如潍柴动力、东风康明斯和一汽锡柴等厂商的曲轴大都采用外购模式。公司重卡曲轴产品市场份额位居国内首位，国内竞争对手主要是辽宁丹东五一八、桂林福达、江苏松林，但这几家在产品档次和配套量上与公司有较大差距；国际第一大曲轴公司蒂森克虏伯在南京的重卡曲轴项目预计2010年末开工建设，但成本会高于国内厂商，且目前国内重卡主要主机厂的配套份额比较稳定，其进入难度会比较大。

细分来看，公司的市场地位主要基于如下几方面优势：

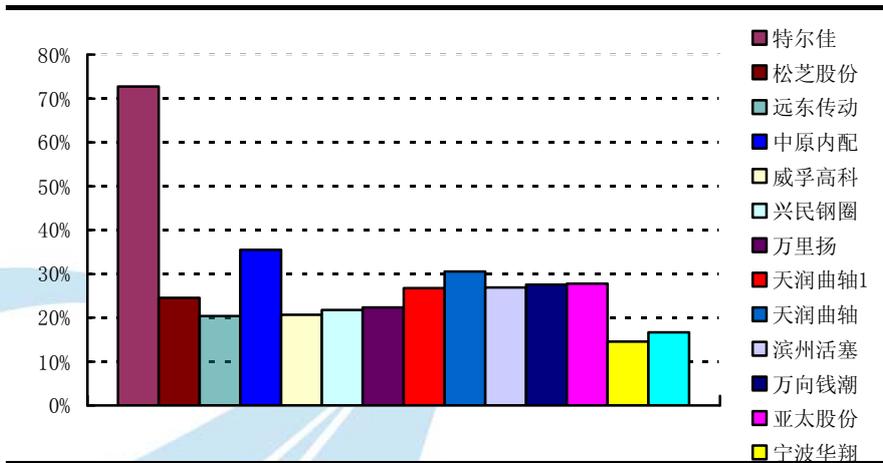
- 1. 技术。**公司拥有全国曲轴行业唯一的国家认定企业技术中心和唯一的博士后流动站，公司产品在国内市场具有较强竞争力，目前开始被国外相关企业认可阶段，并已经有小批量的供货。另外，公司1969年开始从事曲轴生产，历史较长。多年积累使得公司逐步探索出球墨铸铁来替代钢生产曲轴，并同时研发出与曲轴密切相关的另一发动机核心零部件“胀断连杆”。
- 2. 规模。**公司产品规模已经处于行业相对优势地位，随着IPO募投项目和筹划的非公开发行项目逐步投产，公司的规模优势将更为明显。我们判断随着公司在曲轴市场占有率的进一步提高，公司的产品议价能力和毛利水平都将得到进一步提升。
- 3. 客户。**已经与国内发动机龙头企业建立了长期稳定配套合作关系，如潍柴动力、东风康明斯、一汽锡柴和北汽福田等，并已经成为了个别发动机厂的独家配套商。公司募集资金项目也是针对特定客户进行生产，这相当于为公司产品建立起了很深的“护城河”。
- 4. 资本。**作为目前国内曲轴行业唯一的上市公司，公司在融资渠道方面明显好于其他公司。公司未来进一步的扩产以及伴随的并购整合等就有了很好的操作平台。另外，股权方面的激励也有助于公司更好的设计

管理架构和留着核心人才。

五、盈利预测

我们预计公司 10/11/12 年 EPS 分别为 0.79、1.08、1.44 元，从公司所处行业、竞争优势、商业模式及成长性来看，公司未来更可能呈现出高成长高估值态势。我们倾向于给予公司 40 倍 PE 估值水平，对应 2011 年股价水平 40.30 元，考虑到公司存在的增发收购等积极因素，公司业绩增长存在超预期的可能。

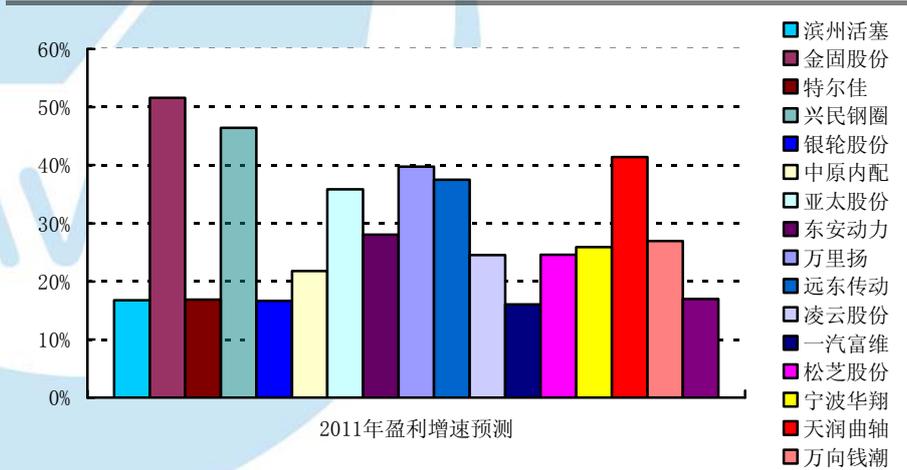
图表 19 可比上市公司 2011 年 PE 估值水平预测



资料来源：wind, 中航证券金融研究所

注：为了具有更好的可比性，天润曲轴 1 取 wind 均值，这样可以更好的和其他公司估值进行比较。

图表 20 可比公司 2011 年增长率预测



资料来源：wind, 中航证券金融研究所整理

注：为了具有可比性，所有公司数据都采用 wind 预测数据。

附：公司财务预测简表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1048	1448	1913	2487	营业收入	775	1268	1845	2442
现金	425	508	575	718	营业成本	545	901	1320	1737
应收账款	124	185	271	363	营业税金及附加	4	6	9	12
其他应收款	4	6	8	11	营业费用	22	37	54	71
预付账款	94	135	198	261	管理费用	64	101	148	195
存货	226	361	528	695	财务费用	5	-10	-13	-18
其他流动资产	174	254	332	440	资产减值损失	0	1	1	1
非流动资产	914	894	848	811	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	563	661	689	683	营业利润	134	231	327	444
无形资产	89	89	89	89	营业外收入	17	15	15	15
其他非流动资产	261	144	69	39	营业外支出	10	5	5	5
资产总计	1962	2342	2761	3298	利润总额	141	241	337	454
流动负债	408	593	751	941	所得税	16	30	47	68
短期借款	0	0	0	0	净利润	125	211	289	386
应付账款	90	153	223	296	少数股东损益	12	22	30	41
其他流动负债	318	440	527	645	归属母公司净利润	113	189	259	345
非流动负债	19	20	20	20	EBITDA	208	252	349	464
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.47	0.79	1.08	1.44
其他非流动负债	19	20	20	20					
负债合计	427	613	771	961	主要财务比率				
少数股东权益	32	54	84	125	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	240	240	240	240	成长能力				
资本公积	1028	1028	1028	1028	营业收入	-5.5%	63.7%	45.5%	32.4%
留存收益	235	407	638	944	营业利润	25.6%	72.1%	41.1%	35.9%
归属母公司股东权益	1503	1675	1906	2212	归属于母公司净利润	11.6%	67.6%	36.9%	33.0%
负债和股东权益	1962	2342	2761	3298	获利能力				
					毛利率(%)	29.6%	28.9%	28.4%	28.9%
					净利率(%)	14.6%	14.9%	14.1%	14.1%
					ROE(%)	7.5%	11.3%	13.6%	15.6%
					ROIC(%)	10.0%	14.6%	17.6%	20.9%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	21.8%	26.2%	27.9%	29.1%
					净负债比率(%)	26.84%	16.32%	12.97%	10.40%
					流动比率	2.57	2.44	2.55	2.64
					速动比率	2.01	1.84	1.84	1.90
					营运能力				
					总资产周转率	0.46	0.59	0.72	0.81
					应收账款周转率	6	8	8	7
					应付账款周转率	5.28	7.42	7.03	6.68
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.47	0.79	1.08	1.44
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.31	0.43	0.34	0.68
					每股净资产(最新摊薄)	6.26	6.98	7.94	9.22
					估值比率				
					P/E	70.13	41.85	30.57	22.99
					P/B	5.27	4.73	4.16	3.58
					EV/EBITDA	37	30	22	16

现金流量表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	74	103	83	164
净利润	125	211	289	386
折旧摊销	68	31	36	39
财务费用	5	-10	-13	-18
投资损失	-0	0	0	0
营运资金变动	-132	-122	-244	-247
其他经营现金流	8	-7	15	4
投资活动现金流	-167	0	0	0
资本支出	192	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	25	0	0	0
筹资活动现金流	439	-21	-15	-21
短期借款	-353	0	0	0
长期借款	-110	0	0	0
普通股增加	60	0	0	0
资本公积增加	750	0	0	0
其他筹资现金流	92	-21	-15	-21
现金净增加额	347	82	68	143

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。
持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。
卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

高俊芳，SAC执业证书号：S0640209120109，厦门大学经济学硕士，2007年10月加入中航证券金融研究所，从事机械行业的研究。

魏萌，SAC执业证书号：S0640210010111，英国埃克赛特大学金融学硕士，2008年2月加入中航证券金融研究所，从事机械、军工行业的研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

公司地址：深圳市深南大道3024号航空大厦（518000）
联系电话：0755-83689524

公司网址：www.avicsec.com
传真：0755-83688539

免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行商的金融交易，向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。