

阳光照明 (600261)

公司研究/动态报告

自主品牌建设卓有成效，毛利重回上升趋势

动态研究报告/电子

2020年08月14日

报告摘要:

● 自主品牌建设卓有成效，毛利率重回上升趋势

1) 曾为照明产品代工厂，对大客户依赖较大。公司主营照明电器，包括LED照明产品（2019年占营收的92%）和节能灯照明产品。上市初期，公司以OEM代工为主，为飞利浦、欧司朗、GE等公司生产节能灯产品。2013年，公司LED收入中飞利浦占比高达52%。为摆脱对单一客户的依赖，公司积极拓展新客户，陆续取得了欧司朗、东芝、通用照明等照明企业以及LOWE'S、沃尔玛、乐华梅兰等连锁超市的订单。

2) 自主品牌建设获得成效，盈利能力稳步提升。2007年，阳光照明决定从以代工为主的经营模式向代工和自主市场并重的模式转变，2019年公司进一步提出要以自主品牌、自主市场销售为发展重点。通过在2017-2019年大力推进海内外市场的并购、产品创新等多个战略，公司净利润与毛利率重回上升趋势，毛利率增至34%。

● 兼顾海外国内，多策略推动自主品牌建设

1) 海外市场：设立销售公司+收购国外公司，多点铺开构建销售网络。公司通过设立集团市场管理中心，对海外市场进行统一的布局和管理，目前已在欧洲多国、加拿大、澳大利亚、香港、巴西等地设立境外子（孙）公司，从事海外销售及自主品牌产品生产业务。此外，公司分别于2017年和2018年收购了丹麦诺乐适公司、香港利安分销公司（为曼佳美照明品牌所有者，主要市场为英国、德国），借助诺乐适及曼佳美在欧洲的品牌知名度，阳光照明不断推进自主品牌产品在欧洲的销售。

2) 国内市场：海外巨头退出留下广阔空间，公司通过“产品创新+积极竞标”抢占市场。2016年起，通用电气、昕诺飞（原名皇家飞利浦）、欧司朗先后出售照明业务。巨头退出后，留下了空间广阔且高度分散的中国市场，因此公司通过“产品创新+积极竞标”积极抢占市场：①产品创新：自2016年起公司通过加大研发投入+与京东、华为等合作，开始由传统化向智能化的转型。②积极竞标：自2018年起，公司积极投标各大工程照明项目，从单一消费照明推向消费照明与专业照明并重，已连续中标杭州、深圳地铁LED照明等多个大型工程项目，以及南方电网、越秀地产等多家公司的灯具采集项目。

● 投资建议

预计20-22年公司收入46.3/53.2/62.2亿元，归母净利润5.8/6.7/7.9亿元，对应估值11.2/9.8/8.3倍，参考SW电子估值60倍，我们认为低估，首次覆盖给予“推荐”评级。

● 风险提示:

自主品牌开拓进度不及预期，疫情控制不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5,316	4,625	5,319	6,223
增长率(%)	-5.3	-13.0	15.0	17.0
归属母公司股东净利润(百万元)	484	583	669	785
增长率(%)	26.0	20.3	14.9	17.2
每股收益(元)	0.34	0.40	0.46	0.54
PE(现价)	13.3	11.2	9.8	8.3
PB	1.8	1.5	1.3	1.1

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

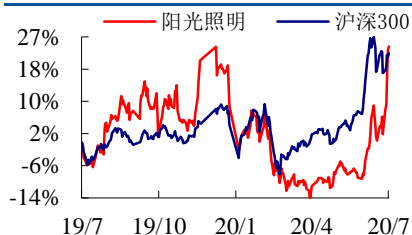
首次评级

当前价格：4.51元

交易数据 2020-8-13

近12个月最高/最低(元)	5.0/3.47
总股本(百万股)	1,452
流通股本(百万股)	1,452
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	65
流通市值(亿元)	65

该股与沪深300走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：王芳

执业证号：S0100519090004

电话：021-60876730

邮箱：wangfang@mszq.com

相关研究

目录

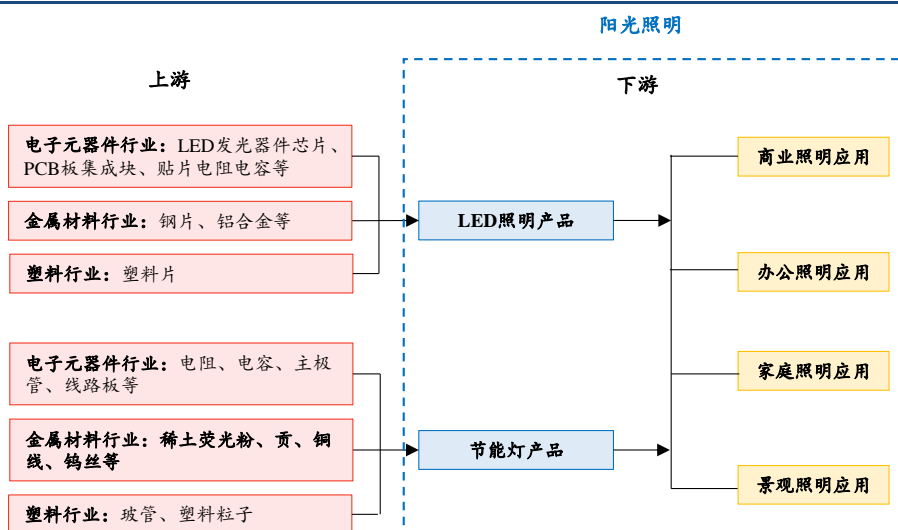
一、自主品牌建设卓有成效，毛利率重回上升趋势	3
1、曾为照明产品代工厂，对大客户依赖较大	3
2、自主品牌建设获得成效，盈利能力稳步提升	3
二、兼顾海外国内，多策略推动自主品牌建设	5
1、海外市场：设立销售公司+收购国外公司，多点铺开构建销售网络	5
2、国内市场：海外巨头退出留下广阔空间，公司通过“产品创新+积极竞标”抢占市场	6
三、投资建议	9
四、风险提示	9
插图目录	11
表格目录	11

一、自主品牌建设卓有成效，毛利率重回上升趋势

1、曾为照明产品代工厂，对大客户依赖较大

公司主营业务为照明电器，业务涵盖 LED 灯具和节能灯具。公司产品主要包括 LED 照明产品（2019 年占营收的 92%）和节能灯照明产品，业务覆盖商业、家居、办公、户外四大应用领域。照明产品分为灯具、光源两类，近年公司灯具业务比例持续上升，达到 49.27%，形成了筒灯、平板灯、吸顶灯、支架灯等主力灯具品类。同时，公司在工程类的投光灯、工作灯、天棚灯、路灯等方面的产品已形成了批量化的生产。

图 1、阳光照明处于照明行业的下游



资料来源：公司公告，民生证券研究院

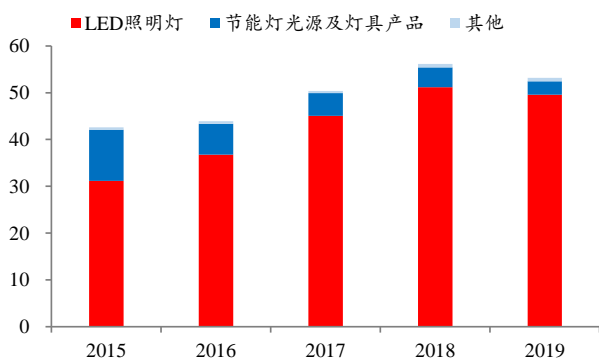
上市初期，阳光照明以 OEM 代工为主要经营模式，为飞利浦、欧司朗、GE 等公司生产节能灯产品。2001 年，阳光照明与飞利浦合资成立“浙江阳光照明有限公司”，飞利浦为阳光照明第一大客户。2013 年，公司 LED 收入中飞利浦占比高达 52%。为摆脱对单一大客户的依赖，阳光照明积极拓展新客户，陆续取得了欧司朗、东芝、通用照明等照明企业以及 LOWE'S、沃尔玛、乐华梅兰等连锁型终端超市的订单。

2、自主品牌建设获得成效，盈利能力稳步提升

公司自主品牌建设已现成果，毛利率稳步提升至 34%。2007 年，阳光照明决定从以代工为主的经营模式向代工和自主市场并重的模式转变，2019 年公司进一步提出要以自主品牌、自主市场销售为发展重点。通过在 2017-2019 年大力推进海内外市场的并购、产品创新等多个战略，公司的自有品牌建设已获得成效，净利润与毛利率重回上升趋势，2019 年净利润上升至 5 亿元，毛利率增至 34%。

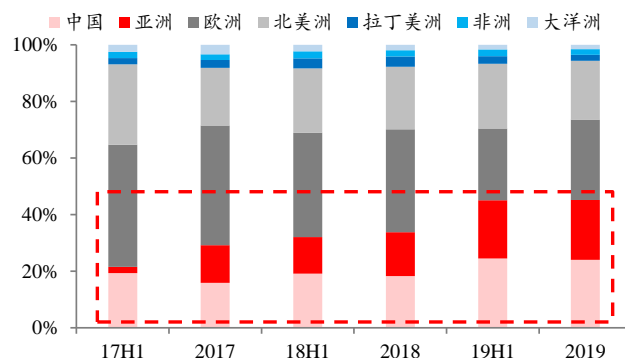
公司业务重心逐步向亚洲转移。欧美市场巨头众多，公司虽大力推进自主品牌建设，但其市场份额应大多以代工形式获得。相比之下，亚洲地区市场尚未有巨头出现，更适合公司自主品牌的发展。从2017年至2019年，公司来自国内及亚洲市场的收入占比已从21.5%跃升至45%，未来公司或将在全球布局的基础上，重点发力亚洲地区，进一步获得市场。

图 2、2015-2019 年公司营收 (亿元)



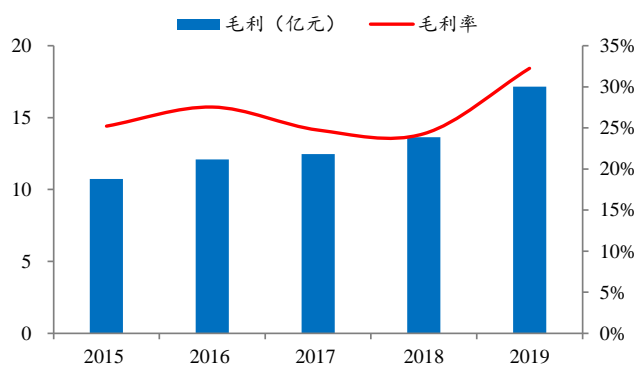
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 3、2017-2019 年公司营收按地区构成



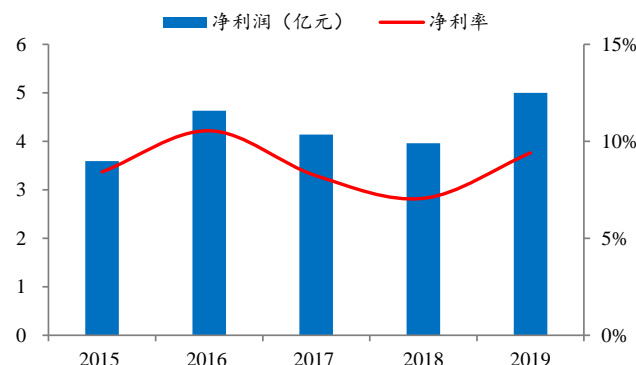
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 4、2015-2019 年公司毛利 (亿元)、毛利率 (%)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 5、2015-2019 年公司净利润 (亿元)、净利率 (%)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

二、兼顾海外国内，多策略推动自主品牌建设

2007年，阳光照明决定从以代工为主的经营模式向代工和自主市场并重的模式转变，2019年公司进一步提出要以自主品牌、自主市场销售为发展重点。公司根据海外市场与国内市场的特特点，分别采取不同策略以加快自主品牌建设，改善经营。

1、海外市场：设立销售公司+收购国外公司，多点铺开构建销售网络

公司设立多个境外子（孙）公司，进行海外市场的渠道开拓、自主品牌建设。从国外市场来看，公司通过设立集团市场管理中心，对海外市场进行统一的布局和管理，目前已在比利时、德国、美国、法国、丹麦、加拿大、澳大利亚、香港、巴西等地设立境外子（孙）公司，从事海外销售及自主品牌产品生产业务，从渠道开拓和自主品牌建设两方面推动公司转型。

表 1、阳光照明全球业务布局主要子（孙）公司/合营公司

设立时间	子公司名称	业务内容	持股比例
2008	艾耐特照明（欧洲）有限公司	照明产品销售网络拓展、兼具仓储、物流、配送、售后服务	100%
2009	阳光美国公司	节能电光源、照明产品的开发、制造、销售及进出口业务	100%
2014	澳洲艾耐特照明有限公司	照明产品销售网络拓展、兼具仓储、物流、配送、售后服务	100%
2016	恩耐照明（德国）有限公司	节能电光源产品的销售	100%
2017	多乐照明（加拿大）	照明产品的销售、销售网络拓展、物流、配送等	53%
2017	诺乐适投资（丹麦）	自主品牌照明产品的设计、开发和销售	100%
2018	利安分销公司（香港）	照明产品的销售、仓储、售前售后服务	100%
2018	Divine Lighting（英国）	照明产品的进口和销售	100%

资料来源：公司年报整理，民生证券研究院

欧美市场：2008 和 2009 年分别于欧洲、美国建立销售公司，推进自主品牌建设。
(1) 欧洲市场：公司在比利时设立子公司艾耐特照明（欧洲），主要负责欧洲市场的销售、分销及售后服务。同时，艾耐特照明作为 LED 照明产品制造商，严格把控阳光照明产品质量，使 YANKON 品牌成功进入欧洲主流市场。
(2) 美国市场：阳光美国公司主要负责美国市场的贸易业务，2013 年，公司全角 LED 光源产品突破而美国核心超市的光源项目，实现销售额 5000 万元。

亚太市场：通过差异化产品打入亚洲新兴市场国家照明市场，目标建设亚太地区销售网，推广自主品牌。亚太地区共有 64 个国家，30 多亿人口，市场区域广阔，同时不同的气候环境、人口文化等因素造成各个市场的差异较大，对产品差异化要求较高。由于照明大厂飞利浦、欧司朗、GE 等企业采用全球统一产品统一营销的模式，仅在印度、印尼个别市场总量较大的地区有一定的品牌影响力及市场占有率，大部分新兴市场则被适应当地的差异化产品品牌所占领。阳光照明针对亚太市场这一特点，适应各市场的不同需求打造差异化产品，包括适用于宽电压、高温、高温、多雷电的 LED 光源、灯具产品以及适用于亚太多语言要求的智能化 LED 产品。2014 年，阳光照明子公司厦门阳光恩耐照明出资 100 万澳元设立澳洲艾耐特照明有限公司，负责澳洲市场的产品销售，未来阳光照明目标在政治稳定、经济相对较好的 49 个国家和地区成立分公司或国家总代，建立 300 家专卖店，超过 5 万家终端分销商，推广阳光照明自主品牌曼佳美，打造成为“源于欧洲（德国）”的亚太照明第一品牌。

阳光照明以公司自有品牌“Energetic”、诺乐适、“Design For The People”、曼佳美的拓展实现海外自主品牌产品销售。(1)2017年,公司收购丹麦诺乐适公司,其下设中端设计灯具“Nordlux”、高端设计灯具“DFTP”及灯泡系列“Energetic”三条产品线,产品类别涵盖室内照明灯具、室外照明灯具、灯泡及智慧照明灯具。诺乐适的品牌优势在于设计,其灯具设计斩获德国 IF 设计大奖及红点奖等多个奖项,产品广销 33 个国家,在北欧、英国、德国、法国的市场占有率较高。(2)2018年,公司收购香港利安分销公司,为曼佳美照明品牌所有者,公司旗下产品包括灯泡、灯具、智慧照明、LED 模组等,主要市场为英国、德国。借助诺乐适及曼佳美在欧洲的品牌知名度,阳光照明不断推进自主品牌产品在欧洲的销售。

图 6、阳光照明海外自主品牌产品



资料来源: Nordlux 官网、曼佳美官网, 民生证券研究院

2、国内市场: 海外巨头退出留下广阔空间, 公司通过“产品创新+积极竞标”抢占市场

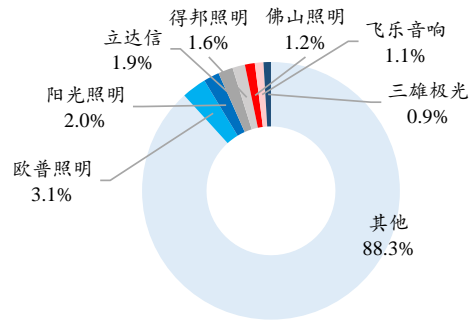
海外巨头纷纷退出, 中国照明市场呈现高度分散的特点。LED 照明行业利润率本就偏低, 且中国市场的竞争尤为激烈, 各厂商大打价格战, 进一步压缩了行业盈利空间。自 2016 年起, 美国巨头通用电气、荷兰巨头昕诺飞 (原名皇家飞利浦)、德国巨头欧司朗均因利润过低而选择出售照明业务, 专注于半导体、医疗等其他高利润行业。目前, 中国照明市场仍然相对分散, 2019 年 LED 通用照明市场规模约 2700 亿, 排名第一的欧普照明 LED 照明营收 83.6 亿元, 市占率仅为 3.1%, 阳光照明 LED 营收 53.2 亿元, 市占率约 2%, 前十大公司合计市占率不到 20%。

图 7、海外照明巨头退出中国市场



资料来源：民生证券研究院整理

图 8、中国照明市场格局



资料来源：Wind，民生证券研究院

1) 增加研发投入，开发创新型照明产品

面临激烈竞争，公司增加研发投入以加快智能转型，推动自主品牌建设。中国市场竞争十分激烈，利润已受极大的压缩，各厂商很难脱颖而出。因此自 2016 年起，公司积极加大研发投入，推动新产品的开发，加快由传统化向智能化的转型，以推动自主品牌的建设。公司研发投入由 2016 年的 1.8 亿元增长至 2019 年的 2.2 亿元，所占营收比例维持在 4% 左右；研发人员占公司员工比例则从 2016 年的 10% 提高至 2019 年的 14%。

表 2、2016-2019 年公司研发投入情况

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
研发人员数量 (人)	974	1135	1078	1146
研发人员占比	10.10%	11.13%	10.60%	13.99%
研发投入 (百万元)	182.8	196.8	216.3	216.7
研发投入占营收比例	4.16%	3.91%	3.85%	4.08%

资料来源：公司年报，民生证券研究院

公司与京东、华为等知名企业合作开发智能照明产品，智能化转型已有成效。2016 年，阳光照明提供照明产品及技术，京东提供云与大数据服务，双方合作推出智能台灯等多款物联网照明产品，实现“互联网+照明”的理念。2019 年，公司智能照明产品销售额达 1.6 亿元。2020 年，阳光照明与华为合作推出灵睿智能灯泡，可使用华为 AI 音响进行亮度、色温调节，上市首日便受追捧。

图 9、阳光照明与京东合作推出智能台灯 (2016)



资料来源：京东，民生证券研究院

图 10、阳光照明与华为合作推出智能灯泡 (2020)



资料来源：阳光照明，民生证券研究院

2) 竞标国家级大型项目，提高品牌价值

积极投标工程照明项目，扩大销售市场，提升品牌价值。公司原为海外照明巨头做代工，专注于消费照明。自2018年起，公司积极投标各大工程照明项目，将市场模式从单一消费照明推向消费照明与专业照明并重，以推动品牌建设。截至目前，公司已连续中标杭州、深圳地铁LED照明等多个大型工程项目，以及南方电网、越秀地产等多家公司的灯具采集项目，在专业照明领域的发力卓有成效。

表 3、公司大型照明工程中标情况

中标时间	中标项目	标的金额
2014 年	苏州地铁 1、2、4 号线照明工程	约 1600 万元
2016 年 8 月	对外援助 LED 球泡灯项目	236 万元
2018 年 10 月	杭州地铁 5 号线一期 LED (含光源) 工程	2202 万元
2018 年 10 月	深圳地铁 LED 照明工程	2577 万元
2019 年 11 月	杭州地铁 6 号线一期工程 LED 灯具 (含光源) 采购	2100 万元

资料来源：公司公告，民生证券研究院

三、投资建议

预计 20-22 年公司收入 46.3/53.2/62.2 亿元, 归母净利润 5.8/6.7/7.9 亿元, 对应估值 11.2/9.8/8.3 倍, 参考 SW 电子估值 60 倍, 我们认为低估, 首次覆盖给予“推荐”评级。

表 4、公司业务拆分

		2019	2020E	2021E	2022E
LED 光源及灯具产品	营业收入	4,956	4,312	4,958	5,801
	营业收入 YoY	-3%	-13%	15%	17%
	营业成本	3,306	2,807	3,223	3,765
	营业成本 YoY	-14%	-15%	15%	17%
	毛利	1,650	1,505	1,735	2,036
	毛利率	33%	35%	35%	35%
节能灯光源及灯具产品	营业收入	286	249	287	335
	营业收入 YoY	-32%	-13%	15%	17%
	营业成本	234	199	229	268
	营业成本 YoY	-36%	-15%	15%	17%
	毛利	52	50	57	67
	毛利率	18%	20%	20%	20%
其他业务	营业收入	74	64	74	87
	营业收入 YoY	-2%	-13%	15%	17%
	营业成本	61	45	52	61
	营业成本 YoY	27%	-26%	15%	17%
	毛利	13	19	22	26
	毛利率	18%	30%	30%	30%
合计	营业收入	5,316	4,625	5,319	6,223
	营业收入 YoY	-5%	-13%	15%	17%
	营业成本	3,601	3,051	3,504	4,094
	营业成本 YoY	-15%	-15%	15%	17%
	毛利	1,715	1,574	1,815	2,129
	毛利率	32%	34%	34%	34%

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

四、风险提示

自主品牌开拓进度不及预期, 疫情控制不及预期。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	5,316	4,625	5,319	6,223
营业成本	3,601	3,051	3,504	4,094
营业税金及附加	40	37	42	48
销售费用	384	361	415	485
管理费用	419	370	426	498
研发费用	217	208	239	280
EBIT	655	598	694	818
财务费用	(14)	(44)	(57)	(75)
资产减值损失	(194)	0	0	0
投资收益	17	11	11	12
营业利润	602	700	810	953
营业外收支	(5)	0	0	0
利润总额	597	709	816	958
所得税	98	104	121	144
净利润	500	604	694	814
归属于母公司净利润	484	583	669	785
EBITDA	792	705	807	937
资产负债表 (百万元)				
货币资金	2153	2587	3097	4075
应收账款及票据	1266	1157	1313	1534
预付款项	15	11	13	15
存货	711	668	921	932
其他流动资产	14	14	14	14
流动资产合计	4449	4703	5663	6853
长期股权投资	35	45	56	68
固定资产	1315	1388	1460	1535
无形资产	239	239	239	239
非流动资产合计	1879	1984	1946	1908
资产合计	6328	6686	7609	8761
短期借款	50	0	0	0
应付账款及票据	1496	1307	1476	1730
其他流动负债	1	1	1	1
流动负债合计	2104	1785	2013	2351
长期借款	239	239	239	239
其他长期负债	89	89	89	89
非流动负债合计	476	476	476	476
负债合计	2580	2261	2489	2827
股本	1452	1452	1452	1452
少数股东权益	25	47	72	101
股东权益合计	3760	4364	5058	5872
负债和股东权益合计	6328	6686	7609	8761

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	-5.3	-13.0	15.0	17.0
EBIT 增长率	52.4	-8.7	15.9	17.9
净利润增长率	26.0	20.3	14.9	17.2
盈利能力				
毛利率	32.3	34.0	34.1	34.2
净利润率	9.1	12.6	12.6	12.6
总资产收益率 ROA	7.6	8.8	8.9	9.0
净资产收益率 ROE	13.0	13.5	13.4	13.6
偿债能力				
流动比率	2.1	2.6	2.8	2.9
速动比率	1.8	2.3	2.4	2.5
现金比率	1.1	1.6	1.7	1.8
资产负债率	0.4	0.3	0.3	0.3
经营效率				
应收账款周转天数	90.8	90.5	90.4	90.5
存货周转天数	81.3	81.4	81.6	81.5
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.8
每股指标 (元)				
每股收益	0.3	0.4	0.5	0.5
每股净资产	2.6	3.0	3.4	4.0
每股经营现金流	0.6	0.4	0.4	0.7
每股股利	0.2	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	13.3	11.2	9.8	8.3
PB	1.8	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA	4.7	4.7	3.6	2.3
股息收益率	3.8	0.0	0.0	0.0
现金流量表 (百万元)				
净利润	500	604	694	814
折旧和摊销	331	107	113	119
营运资金变动	126	(88)	(222)	126
经营活动现金流	890	618	583	1,056
资本开支	119	118	59	65
投资	(184)	0	0	0
投资活动现金流	(286)	(118)	(59)	(65)
股权募资	0	0	0	0
债务募资	(83)	(1)	0	0
筹资活动现金流	(467)	(66)	(14)	(14)
现金净流量	136	434	510	977

插图目录

图 1、阳光照明处于照明行业的下游.....	3
图 2、2015-2019 年公司营收 (亿元)	4
图 3、2017-2019 年公司营收按地区构成	4
图 4、2015-2019 年公司毛利 (亿元)、毛利率 (%)	4
图 5、2015-2019 年公司净利润 (亿元)、净利率 (%)	4
图 6、阳光照明海外自主品牌产品.....	6
图 7、海外照明巨头退出中国市场.....	7
图 8、中国照明市场格局	7
图 9、阳光照明与京东合作推出智能台灯 (2016)	8
图 10、阳光照明与华为合作推出智能灯泡 (2020)	8

表格目录

表 1、阳光照明全球业务布局主要子 (孙) 公司/合营公司.....	5
表 2、2016-2019 年公司研发投入情况	7
表 3、公司大型照明工程中标情况.....	8
表 4、公司业务拆分	9

分析师简介

王芳，电子行业首席，曾供职于东方证券股份有限公司、一级市场私募股权投资有限公司，获得中国科学技术大学理学学士，上海交通大学上海高级金融学院硕士。

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或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为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 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为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 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：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，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其他方式发送、传播本报告。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。