

卢平 86-10-88087949
 luping@cmschina.com.cn
 王培培 86-10-88086945
 wangpp@cmschina.com.cn

2009年3月27日

金牛能源(000937.SZ)/22.00 元

资产注入后产能翻番、业绩增厚 14%

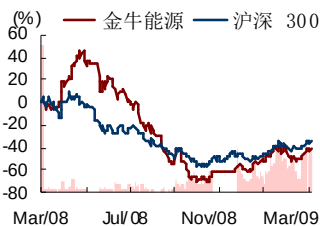
投资评级: 审慎推荐-A
评级调整: 维持

基础数据

总股本(万股)	78795
流通股本(万股)	78795
总市值(亿元)	173
流通市值(亿元)	173
52周股价	11.0-54.1 元

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	4	2	-40
相对表现	-9	-9	-4



相关报告

- 1、《煤炭行业关于安全费、维简费会计处理变更的影响分析》2008/1/9
- 2、《金牛能源—每股产能较高的资产注入增厚盈利》2008/12/12
- 3、《金牛能源—季报业绩超预期,但炼焦煤价格面临下滑压力》2008/10/29
- 4、《资产注入专题报告-产业资本 PK 金融资本》2008/12/23

近期我们调研了该公司,公司公布了收购资产的详细报告。本次交易完成后,冀中能源旗下与煤炭相关的优质经营性资产大部注入上市公司,上市公司煤炭产能翻番,资源储备大幅增加,未来仍有资产注入预期,维持审慎推荐投资评级。

- q **资产注入后产能增长一倍,达到 2425 万吨,煤种更加齐全。**本次注入资产包括峰峰集团 4 个煤矿,可采储量 1.6 亿吨,产能 582 万吨,邯矿集团的 4 个煤矿,可采储量 0.91 亿吨,产能 497 万吨,张矿集团的宣东二号矿,可采储量 0.41 亿吨,产能 150 万吨。9 个矿合计可采储量 2.92 亿吨(较公司现有可采储量增加 42%);合计产能 1254 万吨。注入后,公司总产能达到 2425 万吨(较目前增长 107%)。注入后公司的煤种涵盖了焦煤、肥煤、瘦煤、1/3 焦、无烟煤、贫煤和弱粘煤等,使公司煤炭产品更加丰富。此外,公司每股产能从 15 千克上升到 21 千克,增幅 38%,极大的提高了上市公司 EPS 的吨煤净利率。
- q **资产评估增值 66%,主要来自固定资产增值,采矿权增值较小。**由于人工、建筑材料等价格上涨,固定资产评估增值较多(固定资产评估价值 49 亿元,增值 14 亿元,增值幅度 40%)。公司采矿权在 08 年底按照新的采矿权价款标准进行了评估,故本次评估增值较小(采矿权评估价值 14.57 亿元,增值 5238 万元,增值率 3.7%)。注入煤矿净资产评估价值合计 45.25 亿元,增值 18 亿元,增值率 66%。
- q **收购价格基本合理,注入 PE 相对较低。**按照净资产 45.25 亿元计算,吨产能价格 361 元/吨;按照总资产计算,吨产能价格 760 元/吨,其中固定资产 394 元/吨,采矿权 123 元/吨。公司收购资产 08 年、09 年利润分别为 11.77 亿元和 5.35 亿元,对应 08 年、09 年 PE 分别为 3.8 倍和 8.5 倍,低于行业内资产注入的国阳、恒源等公司的 PE 水平及目前公司 PE(按公司盈利预测)。
- q **资产注入增厚后公司预计 09 年 EPS 为 1.15 元,资产注入增厚 EPS14%。**本次发行股本 36849 万股,收购煤矿等净资产 45.25 亿元。按照公司的盈利预测,公司原业务 09 年实现净利润 79819.41 亿元,按原股本计算 EPS 为 1.01 元(按发行后股本计算为 0.69 元),收购资产实现净利润 53475.39 万元,按发行股本合 EPS1.45 元(按发行后股本计算为 EPS0.46 元)。09 年公司预测总的净利润为 133295 万元, EPS 为 1.15 元, EPS 增厚 14%。
- q **未来进一步注入资产预期:**上市公司对母公司此次未进入上市公司的煤矿和探矿权有优先受让权:冀中能源集团规划 2010 年煤炭产量 5000 万吨以上,2013 年 8000 万吨,2015 年达到 1 亿吨。未来有望逐步注入上市公司。
- q **盈利预测:**公司承诺保底的盈利预测偏于保守,我们预计公司 09-10 年净利润分别为 16 亿元和 17.6 亿元,同比增长-18%和 9%,EPS 分别为 1.39 元和 1.52 元(对于注入资产的盈利我们仍然按照公司的预测数据,该业绩 09 年同比下降 55%,远高于煤炭上市公司业绩下降幅度,届时应该会有超出预期的业绩惊喜)。
- q **投资建议:**炼焦煤价格存在下滑压力,目前股价下 09 年动态 PE16 倍,稍高于行业均值,维持审慎推荐投资评级。

附表 1: 整体上市前后资源、产能对比

金牛能源	
注入前股本 (万股)	78795
增发股本 (万股)	36849
股本合计 (万股)	115644
股本增长	47%
注入前可采储量 (万吨)	66573
注入可采储量 (万吨)	29206
可采储量合计 (万吨)	95779
可采储量增长	44%
注入前产能 (万吨)	1171
注入产能 (万吨)	1254
产能合计 (万吨)	2425
产能增长	107%
原每股可采储量 (吨/股)	0.84
注入每股可采储量 (吨/股)	0.79
注入后可采储量 (吨/股)	0.83
每股可采储量提高幅度	-1.97%
原每股产能 (千克/股)	15.24
拟注入每股产能 (千克/股)	33.27
注入后每股产能 (千克/股)	20.99
注入后每股产能提高幅度	37.69%

资料来源: 公司公告

附表 2: 上市公司、注入资产以及资产注入后业绩对比

金牛能源	
注入资产	
收购价格(万元)	452505
预测 08 年净利润(万元)	117737
预测 09 年净利润(万元)	53475
拟发行股本 (万股)	36849
发行股价 (元/股)	12.28
收购资产 08 年 EPS (元)	3.20
收购资产 09 年 EPS (元)	1.45
上市公司	
股本 (万股)	78795
股价 (元/股)	21.5
上市公司 08 年 EPS (元)	2.49
上市公司 09 年 EPS (元)	1.01
资产注入后	
股本 (万股)	115644
08 年合并 EPS (元)	2.71
09 年合并 EPS (元)	1.15
08 年 EPS 增厚比例	9.02%
09 年 EPS 增厚比例	13.92%

资料来源: 公司公告, 招商证券

附表 3: 金牛能源、注入资产及注入后损益表对比

单位: 万元	金牛能源			注入资产			资产注入后		
	2008 A	2009 E	同比	2008 A	2009 E	同比	2008 A	2009 E	同比
一、营业收入	927397	904190	-2.5%	1186129	1003949	-15.4%	2113527	1908138	-9.7%
减: 营业成本	471441	633986	34.5%	865429	771763	-10.8%	1336869	1405750	5.2%
营业税金及附加	13007	13345	2.6%	11278	10729	-4.9%	24285	24074	-0.9%
销售费用	16903	18261	8.0%	13611	15215	11.8%	30513	33476	9.7%
管理费用	118283	117402	-0.7%	108473	122411	12.8%	226756	239813	5.8%
财务费用	3850	6819	77.1%	10222	11648	13.9%	14072	18467	31.2%
资产减值损失	23548	3326	-85.9%	16401	300	-98.2%	39949	3626	-90.9%
二、营业利润	280378	111049	-60.4%	160715	71883	-55.3%	441093	182932	-58.5%
加: 营业外收入	5006	3528	-29.5%	2016	550	-72.7%	7022	4078	-41.9%
减: 营业外支出	8077	5295	-34.4%	4350	1133	-74.0%	12427	6428	-48.3%
三、利润总额	277307	109282	-60.6%	158381	71301	-55.0%	435688	180582	-58.6%
减: 所得税费用	77679	27132	-65.1%	40643	17825	-56.1%	118323	44957	-62.0%
四、净利润	199627	82150	-58.8%	117737	53475	-54.6%	317365	135625	-57.3%

资料来源: 公司数据、招商研发整理

附表 4: 注入资产评估情况

单位: 万元	账面价值	调整后账面值	评估价值	增减值	增值率
项 目	A	B	C	D=C-B	E=D/B×100%
固定资产	353,735	353,735	494,049	140,314	39.7%
无形资产	141,489	141,489	150,507	9,018	6.4%
其中: 采矿权		140,421	145,659	5,238	3.7%
资产总计	773,218	773,218	953,208	179,989	23.3%
负债总计	500,703	500,703	500,703		
净资产	272,515	272,515	452,505	179,989	66.0%

资料来源: 公司数据、招商研发整理

附表 5: 注入煤矿采矿权评估情况

	账面原值	账面价值	评估价值	评估增值	增值率 (%)
项目	A	B	C	D=C-B	E=D/B*100%
峰峰集团注入煤矿					
大淑村矿采矿权	11,166	11,075	11,197	122	1.1
万年矿采矿权	38,792	38,632	39,489	857	2.2
新三矿采矿权	7,527	7,478	7,641	163	2.2
梧桐庄矿采矿权	40,341	40,202	40,472	270	0.7
邯矿集团注入煤矿					
云驾岭矿采矿权	12,032	11,923	12,614	691	5.8
陶一矿采矿权	794	785	3,323	2,538	323.1
陶二矿采矿权	14,088	14,048	13,902	-147	-1.1
张矿注入煤矿					
宣东二号矿		16,275	17,017	742	4.6
合计		140,421	145,659	5,238	3.7

资料来源: 公司数据、招商研发整理

附表 6: 主要上市公司资产注入 PE 对比

	金牛能源整体上市	恒源煤电整体上市	盘江股份整体上市
产能 (万吨)	1229	685	1060
资产 (万元)	953209	533318	814972
负债 (万元)	500703	226569	118266
权益 (万元)	452505	306749	696706
资产负债率	53%	42.50%	14.50%
08 年净利润 E (万元)	117737	34338	55600
09 年净利润 E (万元)	53475	30728	74800
08 年 PE (E)	3.8	8.9	12.5
09 年 PE (E)	8.5	10	9.3
向集团发股 (万股)	36849	23600	50929
发行价 (元/股)	12.28	12.99	13.68

资料来源: 公司数据、招商研发整理

附表 7: 既有煤矿、资源、产能

单位: 万吨	股权	煤种	地质储量(亿吨)	可采储量(亿吨)	核定产能(万吨)	储采比(年)	备注
本部既有煤矿					1036		
东庞矿井		1/3 焦煤	5.29	1.01	280	36	
邢东矿井		1/3 焦煤	2.66	0.58	116	50	
葛泉矿井		1/3 焦煤、无烟煤	1.45	0.23	125	18	
章村矿井		无烟煤	0.61	0.11	120	9	
显德汪矿井		贫煤	0.97	0.64	155	41	
邢台矿井		1/3 焦煤	4.42	0.33	195	17	
葛泉东矿井		1/3 焦煤			45		08 年底投产
技改煤矿					165		
段王煤化公司	76%	瘦煤和贫瘦煤	2.19	1.4	90	156	2010 年技改至 180 万吨
天泰煤业	80%	瘦煤和贫瘦煤		1.3	45	433	2010 年技改至 90 万吨
沽源煤矿	90%		3.3	1.4			
合计			20.89	7	1171		

资料来源: 公司数据、招商研发整理

附表 8: 注入煤矿、资源、产能

煤矿	煤种	核定产能 (万吨)	可开采储量 (万吨)	剩余服务年 限	采矿权价 款(万元)	采矿权价款 (元/吨)
峰峰下属煤矿						
大淑村矿	无烟煤	125	2274	13	11198	4.9
万年矿	无烟煤	200	6355	23	39490	6.2
新三矿	肥煤、焦煤	72	1321	13	7642	5.8
梧桐庄矿	肥煤、焦煤	210	6012	20	40472	6.7
合计		607	15962	20	98802	6.2
邯矿集团						
云驾岭矿	无烟煤	157	1737	8	12614	7.3
陶一矿	无烟煤	65	763	8	3324	4.4
陶二矿	无烟煤	125	4363	27	13902	3.2
郭二庄矿业	无烟煤	150	2254	11	8158	3.6
合计		497	9117	13	37998	4.2
张矿集团						
宣东二号矿	弱粘煤、气煤、1/3 焦	150	4127	21	17018	4.1
合计		150	4127	16	17018	4.1
总计		1254	29206	17	153818	5.3

资料来源: 公司数据、招商研发整理

附表 9: 近期资产注入煤炭上市公司资产评估对比

	恒源煤电整体上市	盘江股份整体上市
产能(万吨)	685	1060
资产(万元)	533318.05	814971.99
其中: 固定资产	219525.96	180783.22
其中: 采矿权	249248.11	491374.92
负债(万元)	226569.40	118266.12
权益(万元)	306748.65	696705.87
资产负债率	42.5%	14.5%
预测 08 年净利润	34338.39	55600
预测 09 年净利润	30728.34	74800
08 年 PE	8.9	12.5
09 年 PE	10.0	9.3
发行股本	23600	50929
发行价	12.99	13.68

资料来源: 公司数据、招商研发整理

附表 10: 山西煤炭资源储量收购价格标准 (按可采储量征收)

单位: 元/吨		硫分≤1%	1%<硫分≤1.5%	1.5%<硫分≤2%	硫分>2%
焦煤、1/3 焦煤、肥煤	灰分≤15%	8.1	7.9-8	7.6-7.8	7.4-7.6
	15%<灰分≤25%	7.9	7.5-7.8	7.4-7.6	7.2-7.4
	灰分>25%	7.7	7.4-7.6	7.2-7.4	7-7.2
炼焦配煤 (气煤、瘦煤)	灰分≤15%	6.72	6.42-6.62	6.22-6.42	6.02-6.22
	15%<灰分≤25%	6.52	6.22-6.42	6.02-6.22	5.82-6.02
	灰分>25%	6.32	6.02-6.22	5.82-6.02	5.62-5.82
无烟煤	灰分≤15%	7.05	6.75-6.95	6.55-6.75	6.35-6.55
	15%<灰分≤25%	6.85	6.55-6.75	6.35-6.55	6.15-6.35
	灰分>25%	6.55	6.35-6.55	6.15-6.35	5.95-6.15
贫煤	灰分≤15%	6.05	5.75-5.95	5.55-5.75	5.35-5.55
	15%<灰分≤25%	5.85	5.55-5.75	5.35-5.55	5.15-5.35
	灰分>25%	5.65	5.35-5.55	5.15-5.35	4.95-5.15
优质动力煤	灰分≤15%	3.86	3.26-3.46	3.06-3.26	2.86-3.06
	15%<灰分≤25%	3.56	3.06-3.26	2.86-3.06	2.66-2.86
	灰分>25%	3.15	2.86-3.06	2.66-2.86	2.46-2.66
其他煤类	灰分≤15%	3.24	2.94-3.14	2.74-2.94	2.54-2.74
	15%<灰分≤25%	3.04	2.74-2.94	2.54-2.74	2.34-2.54
	灰分>25%	2.84	2.54-2.74	2.34-2.54	2.14-2.34

资料来源: 招商证券

附表 11: 山西整合资源的采矿权价格标准 (按储量征收)

单位: 元/吨	矿业权价格	矿业权价格平均
焦煤、1/3 焦煤、肥煤	3.5-4.05	3.8
炼焦配煤 (瘦煤、贫瘦煤、肥气煤)	2.81-3.36	3.1
无烟煤	2.98-3.53	3.3
贫煤	2.48-3.03	2.7
优质动力煤 (弱粘煤)、气煤	1.23-1.78	1.5
其它煤种	1.07-1.62	1.3

资料来源: 招商证券

附表 12: 内蒙古采矿权征收标准

单位: 元/吨	采矿权	探矿权
无烟煤	8-9	6
焦煤和 1 / 3 焦煤及肥煤	7-8	6
炼焦配煤	5.5-6.8	4
贫煤	5-6	3
褐煤	1.5	1
优质动力煤	2.5-3.5	2

资料来源: 招商证券

附表 13: 上市公司估值表

	股价 (元)	EPS (元)				PE (×)				每股净 资产 (元)	PB (×)
		07	08E	09E	10E	07	08E	09E	10E		
炼焦煤类											
金牛能源	22.00	0.73	2.49	1.39	1.52	30.1	8.8	15.8	6.3	6.3	3.5
西山煤电	17.58	0.43	1.52	0.92	1.28	40.9	11.6	19.1	3.1	3.1	5.7
平煤股份	20.43	1.02	2.07	1.51	2.00	20.0	9.9	13.5	6.3	6.3	3.2
盘江股份	17.00	0.16	1.11	1.51	1.63	106.3	15.3	11.3	3.1	3.1	5.5
喷吹煤类											
国阳新能	18.98	0.52	1.46	1.18	1.22	36.9	13.0	16.1	4.2	4.2	4.5
潞安环能	23.97	0.85	2.48	1.98	2.18	28.2	9.7	12.1	5.3	5.3	4.6
动力煤类											
中国神华	20.69	0.99	1.34	1.28	1.37	20.8	15.4	16.2	7.4	7.4	2.8
国投新集	10.78	0.22	0.64	0.81	1.04	49.0	16.8	13.3	3.0	3.0	3.5
恒源煤电	22.44	1.07	1.24	1.44	1.85	21.0	18.1	15.6	8.0	8.0	2.8
中煤能源	8.83	0.39	0.59	0.69	0.77	22.6	15.0	12.8	4.7	4.7	1.9
兖州煤业	12.95	0.55	1.16	1.12	1.25	23.5	11.2	11.6	5.0	5.0	2.6
大同煤业	17.91	0.55	1.83	1.01	1.04	32.5	9.8	17.7	5.8	5.8	3.1
转型类											
神火股份	25.10	1.64	2.46	1.48	2.05	15.3	10.2	17.0	5.6	5.6	4.5
兰花科创	21.76	1.01	2.45	2.01	2.06	21.6	8.9	10.8	7.7	7.7	2.8
开滦股份	20.84	1.10	1.30	1.58	1.81	18.9	16.0	13.2	7.3	7.3	2.8
平均	18.75	0.75	1.61	1.33		32.5	12.6	14.4	5.5	5.5	3.6

资料来源: 招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	2204	4228	4354	5436	6513
现金	648	830	1853	2339	3380
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	878	1082	2372	2481	2550
应收款项	186	920	596	776	770
其它应收款	76	89	1290	1508	1488
存货	168	371	325	427	428
其他	248	936	85	97	100
非流动资产	4047	6883	7121	7397	7077
长期股权投资	1	4	3	4	3
固定资产	3597	4764	5157	5493	5188
无形资产	89	277	1748	1690	1634
其他	360	1837	1693	1641	1635
资产总计	6250	11111	11475	12833	13591
流动负债	2312	3603	3256	3877	3825
短期借款	90	291	100	100	100
应付账款	583	1077	2702	3062	3069
预收账款	474	460	1440	1518	1559
其他	1164	1775	1642	1865	1781
长期负债	143	1248	657	373	117
长期借款	20	764	564	264	14
其他	123	484	94	109	104
负债合计	2454	4851	3913	4250	3942
股本	1050	1035	5192	5192	5192
资本公积金	380	873	0	0	0
留存收益	1793	3802	5310	6452	7647
少数股东权益	165	635	681	760	850
母公司所有者权益	3223	5710	10502	11644	12839
负债及权益合计	6250	11111	11475	12833	13591

现金流量表

单位: 百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	1371	2052	2489	2031	2085
净利润	571	1964	1605	1756	1839
折旧摊销	0	0	506	543	544
财务费用	0	0	202	179	127
投资收益	0	0	45	15	0
营运资金变动	0	0	541	(154)	(19)
其它	0	0	61	153	160
投资活动现金流	(1015)	(2183)	(6408)	(816)	(225)
资本支出	0	0	(6456)	(800)	(230)
其他投资	0	0	47	(16)	5
筹资活动现金流	(161)	276	(703)	(730)	(820)
借款变动	0	0	(191)	(200)	(300)
普通股增加	0	0	368	0	0
资本公积增加	0	0	4157	0	0
股利分配	0	0	(97)	(615)	(644)
其他	0	0	(592)	(194)	(127)
现金净增加额	196	144	1023	486	1041

利润表

单位: 百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	5302	9276	17838	19454	19718
营业成本	3360	4716	12858	14161	14329
营业税金及附加	85	130	234	254	258
营业费用	119	169	338	409	414
管理费用	831	1183	1921	1955	1984
财务费用	35	39	202	179	127
资产减值损失	22	235	18	15	15
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(1)	0	(45)	(15)	0
营业利润	848	2804	2221	2465	2590
营业外收入	54	50	43	42	42
营业外支出	61	81	62	60	60
利润总额	841	2773	2202	2447	2572
所得税	255	777	551	612	643
净利润	586	1996	1652	1836	1929
少数股东损益	14	32	47	79	90
母公司所有者净利润	571	1964	1605	1756	1839
EPS (元)	0.72	2.49	1.39	1.52	1.59

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	36%	75%	92%	9%	1%
营业利润	31%	231%	-21%	11%	5%
净利润	18%	244%	-18%	9%	5%
获利能力					
毛利率	36.6%	49.2%	27.9%	27.2%	27.3%
净利率	10.8%	21.2%	9.0%	9.0%	9.3%
ROE	15.7%	34.9%	13.8%	13.7%	13.1%
ROIC	15.7%	28.0%	16.9%	16.6%	15.9%
偿债能力					
资产负债率	39.3%	43.7%	34.1%	33.1%	29.0%
净负债比率	1.8%	9.5%	7.5%	5.2%	2.7%
流动比率	1.0	1.2	1.3	1.4	1.7
速动比率	0.9	1.1	1.2	1.3	1.6
营运能力					
资产周转率	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7
存货周转率	35.0	34.4	22.0	24.3	21.8
应收帐款周转率	23.6	16.8	10.1	13.3	12.1
应付帐款周转率	1.5	1.4	1.7	1.2	1.2
每股资料(元)					
每股收益	0.72	2.49	1.39	1.52	1.59
每股经营现金	1.74	2.60	3.16	2.58	2.65
每股净资产	4.61	7.14	10.08	11.07	12.10
每股股利	0.14	1.14	0.08	0.53	0.56
估值比率					
PE	30.4	8.8	15.9	14.5	13.8
PB	4.8	3.1	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA	22.1	7.9	11.2	10.4	10.1

分析师简介

卢平：毕业于中国人民大学，经济学博士。具有证券业专业水平二级证书和期货从业资格证书，五年会计从业经历，六年证券从业经验。荣获英国《金融时报》与starMine“2007年度最佳分析师”亚洲区能源行业第二名，2007年度《新财富》煤炭开采行业最佳分析师第二名，2008年度《新财富》煤炭开采行业最佳分析师第一名。

王培培：毕业于中国人民大学，金融学硕士。具有证券从业资格和期货从业资格。2007年7月加盟招商证券。

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。

投资评级定义

我公司从2008年4月11日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。