

紫金矿业(601899)调研报告

谨慎推荐

业绩稳定增长, 估值已有优势

维持评级

原材料/其他有色金属

发布时间: 2010 年 5 月 5 日

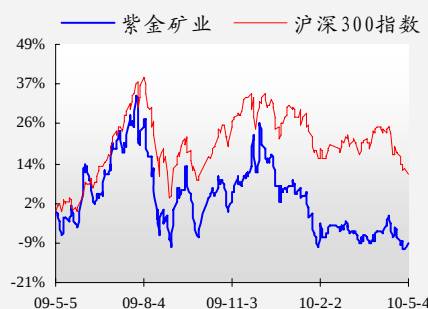
投资要点:

- 公司是目前中国最大的黄金矿业公司, 2009 年矿产金产量达到 30 吨左右, 除黄金之外, 公司铜矿业务增长迅速, 2009 年矿产铜产量已经达到 8.4 万吨, 未来几年铜矿业务是公司利润增长的主要来源之一。
- 在行业内, 公司资源优势比较明显, 公司目前拥有探矿权 244 个, 面积 5880.9 平方公里, 采矿权 45 个, 125 平方公里。公司对地勘的投入较大, 矿山储量增长稳定。未来公司储量增长一方面依靠原有矿区的深入探矿, 一方面依靠公司通过对外收购实现外延式增长。
- 公司的主要营业利润来自于黄金业务和铜矿业务, 公司主力矿山紫金山矿已经进入稳定期, 未来产量增长有限, 公司未来几年自产金将保持稳定增长, 预计 2010 年公司矿产金产量将达到 31.1 吨, 2011 年进一步增长到 32.5 吨, 2012 年约为 33 吨。公司铜矿产量增长迅速, 预计公司 2010 年矿山铜产量将达到 10 万吨。未来几年内, 公司铜矿产量将保持快速增长, 其中上杭山预计未来几年将有 2-3 万吨的增量, 多宝山增产 1 万吨, 到 2012 年将逐步增长到 2-3 万吨, 阿舍勒铜矿 2010 年铜精矿产量预计在 3.3 万吨左右。
- 公司主要产品成本优势明显, 预计公司 2010 年-2012 年每股收益分别为 0.37 元, 0.43 元和 0.48 元, 公司 2010 年到 2012 年动态市盈率分别为 21.65 倍, 18.76 倍和 16.80 倍, 公司估值相对于行业平均水平已有优势, 维持谨慎推荐评级。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2009	2,095,582	23.39	354,145	15.5	0.24	19.49	33.92	
2010E	2,739,200	30.7	538,037	51.93	0.37	23.92	21.65	
2011E	3,092,480	12.9	614,236	14.16	0.42	22.41	18.96	
2012E	3,426,069	10.79	693,166	12.85	0.47	21.03	16.80	

走势图



市场数据

2010-5-4

收盘价:	8.14 元
52 周最高价:	12.29 元
52 周最低价:	7.82 元
平均持仓成本:	8.84 元

基本数据

2010Q1

总股本 (万股):	1,454,131
流通 A 股 (万股):	1,053,587
每股收益 (元):	0.09
每股净资产 (元):	1.34
每股经营现金流 (元):	1.34
市净率:	6.07

分析师: 诸利达

执业证书编号: S0550109041506

TEL: (8621)63367000-319

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhuld@nesc.cn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

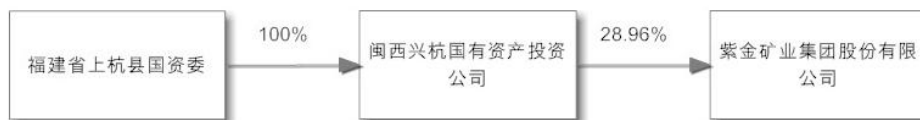
邮 编: 200002

1. 公司简介

公司是目前中国最大的黄金矿业公司，2009 年矿产金产量达到 30 吨左右，除黄金之外，公司铜矿业务增长迅速，2009 年矿产铜产量已经达到 8.4 万吨，未来几年铜矿业务是公司利润增长的主要来源之一。

控股股东方面，公司实际控制人为福建省上杭县国资委，通过闽西兴杭国有资产投资公司，持有公司 28.96 的股权。除此之外，股权占比 10%以上的股东还有香港中央结算代理人有限公司和新华都实业集团股份有限公司。

图表 1：公司股权结构



资料来源：公司公告 东北证券金融与产业研究所

2. 资源情况

在行业内，公司资源优势比较明显，公司目前拥有探矿权 244 个，面积 5880.9 平方公里，采矿权 45 个，125 平方公里。公司对地勘的投入较大，矿山储量增长稳定，2009 年公司新增黄金储量 31.84 吨，铜 68.77 吨，钨 7.15 万吨，银 123.53 吨，钼 4.96 万吨，铁矿石 1110 万吨，截止到 2009 年末，公司保有资源储量为黄金 714 吨，银 1855 吨，铜 1062 万吨，钼 39.25 万吨，铅锌 523 万吨，钨 17.34 万吨，铁矿石 1.856 亿吨，煤 4.592 亿吨，锡 9.929 万吨，镍 60.71 万吨，硫铁矿 6673 万吨。

表格 1. 公司主要矿种储量

矿种	储量	矿种	储量
黄金（含伴生金吨）	714.6	银（吨）	1855
铂钯（吨）	151	铝土矿（万吨）	4397
铜（万吨）	1062	镍（万吨）	60.7
铅锌（万吨）	523	锡（万吨）	9.9
钼（万吨）	39.25	钨（万吨）	17.34
铁（亿吨）	1.856	硫铁矿（亿吨）	0.6675
煤（亿吨）	4.59		

数据来源：公司公告 东北证券金融与产业研究所

未来公司储量增长一方面依靠原有矿区的深入探矿，一方面依靠公司通过对外收购实现外延式增长。预计 2010 年公司将发生固定资产投资、勘探资本性支出约 50 亿元，而

对外股权投资以及矿业权投资等资本性支出约为 70 亿元。

3. 公司产量稳步增长

公司的主要营业利润来自于黄金业务和铜矿业务，其中黄金业务方面，黄金冶炼由于整个行业竞争激烈，整体盈利能力较弱，利润主要来源于自有矿山的矿产金业务。公司主力矿山紫金山矿已经进入稳定期，未来产量增长有限，公司矿产金的增长主要来自于其他矿山。公司未来几年自产金将保持稳定增长，预计 2010 年公司矿产金产量将达到 31.1 吨，2011 年进一步增长到 32.5 吨，2012 年约为 33 吨。

公司铜矿产量增长迅速，铜矿业务在主营利润中的比例增长迅速，预计公司 2010 年矿山铜产量将达到 10 万吨。未来几年内，公司铜矿产量将保持快速增长，其中上杭山预计未来几年将有 2-3 万吨的增量，多宝山增产 1 万吨，到 2012 年将逐步增长到 2-3 万吨，阿舍勒铜矿 2010 年铜精矿产量预计在 3.3 万吨左右，未来将稳定增长。预计 2010-2012 年公司铜产量分别达到 10 万吨，12.9 万吨和 14.9 万吨

表格 2. 公司黄金矿产量增长情况

主要矿山产量 (吨)	权益	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
金矿								
紫金山金矿	100%	15.89	17.40	18.00	18.2	18.2	18.2	18.2
珙春曙光金铜矿	100%	1.42	1.79	2.30	2.5	2.5	2.5	2.5
贵州水银洞	56%	2.35	2.43	2.69	2.8	3	3	3
山西义兴寨	100%	1.03	0.91	-	0.8	1	1	1
河北崇礼紫金	60%	1.01	1.00	-	0.9	1.5	2	2
广南隆兴	51%	0.51	-	-	0.6	0.6	0.6	0.6
东坑	100%	0.00	-	-	0.5	0.5	1	1
塔吉克 ZGC	75%	0.41	-	-	1.5	2	2	2
其他		2.21	4.92	7.66	3.3	3.2	2.7	3.7
合计		24.83	28.45	30.65	31.1	32.5	33	34

数据来源：公司公告 东北证券金融与产业研究所

表格 3. 公司主要铜矿产量增长情况

主要矿山产量	权益	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
铜矿								
阿舍勒铜矿	51%	2.85	2.71	3.00	3.30	3.50	3.50	3.50
海德尔尼铜矿	100%	0.50	1.50	2.45	2.80	2.90	3.00	3.10
紫金山铜矿	100%	0.80	1.00	1.28	2.00	3.00	3.50	4.00
珙春曙光金铜矿	100%	0.40	0.52	0.86	1.00	1.20	1.40	1.40
多宝山	51%	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00	2.00	3.00
俄罗斯图瓦	70%	0.00	0.00	0.00	0.00	0.30	0.50	0.50
其他		0.35	0.41	0.89	0.90	1.00	1.00	1.00
合计		4.91	6.14	8.48	10.00	12.90	14.90	16.50

数据来源：公司公告 东北证券金融与产业研究所

铅锌矿方面，最大的增量来自于俄罗斯图瓦铅锌矿，预计 2011 年底投产，达产后 8 万吨锌，8000 吨铅，4000 吨铜。预计 2011 年图瓦铅锌矿给公司贡献 8000 吨左右锌金属

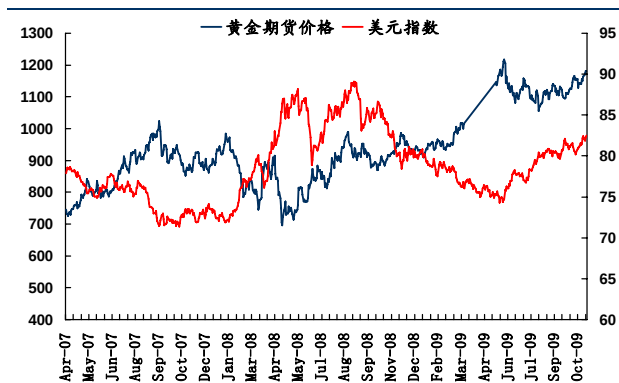
量，2011 年公司锌精矿产量预计为 4.2 万吨，2012 年进一步增长到 8 万吨。

铁精粉业务方面，公司目前铁精粉产出主要来自于新疆金宝，此外青海尾矿综合利用项目预计对铁精粉产量也有一定贡献。预计公司 2010 年铁精粉产量 130 万吨，2011 年增长到 150 万吨。由于铁矿业务并不是公司着重发展的方向，因此预计未来公司铁矿业务将保持稳定增涨。

4. 黄金价格预计仍将维持在高位

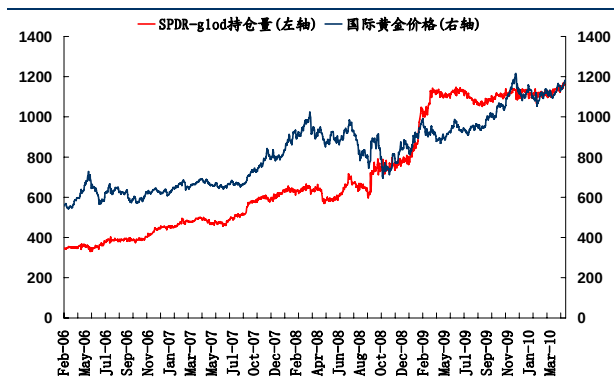
公司收入主要来自于黄金行业，黄金价格波动对公司业绩影响最为明显，黄金价格从 2009 年以来一直维持振荡向上的格局，最近由于欧洲区主权债务危机的影响，黄金和美元充当了资金的避风港，避险需求推动美元和黄金同步上涨。另一方面 SPDR 的持仓量目前仍然处于高位，在通胀预期强烈的情况下，资金对黄金资产仍然青睐有加。

图表 2：黄金价格和美元指数走势



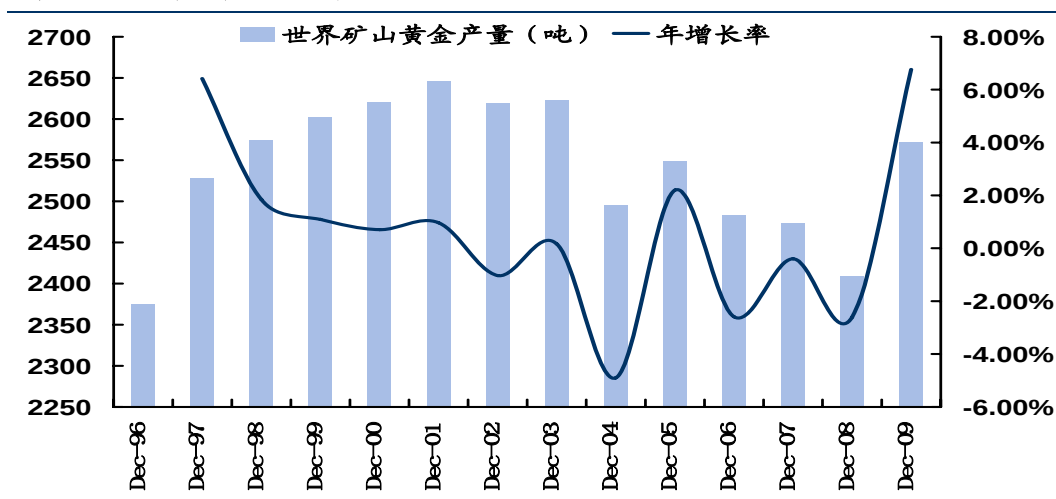
资料来源：Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

图表 3：SPDR 持仓量和黄金现货价格走势



资料来源：Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

图表 4：全球矿产金产量变化情况



资料来源：Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

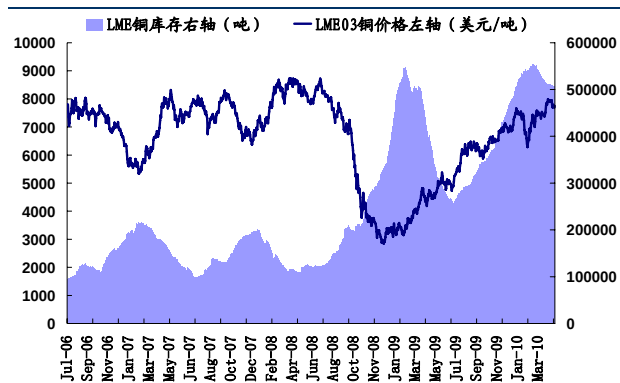
矿产金方面，受黄金价格高企影响，2009 年全球黄金矿山产量增长 6.8% 左右，中国黄金产量和需求都出现了大幅上升。全球各国央行对于黄金已由净卖出转变为净买入，中国、印度以及俄罗斯等新兴国家央行增加黄金储备对黄金价格构成支撑，预计黄金价

格仍将维持高位振荡格局。

5. 主要金属价格维持振荡回升态势

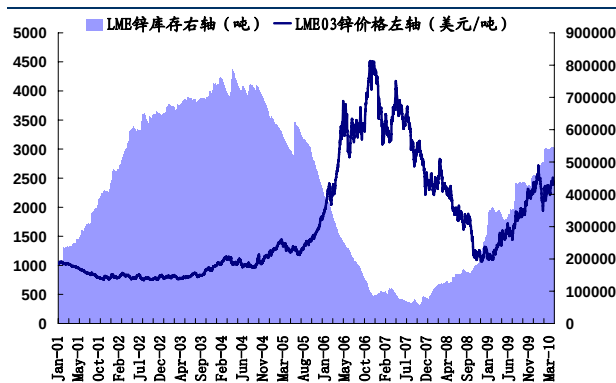
从基本金属历史现金成本和金属价格变化情况上来看，一般在经济危机时期，基本金属价格会下触到 90% 现金成本线。根据近十年来铜价相对于 90% 现金成本的平均溢价为 48% 左右，那么 2009 年 Q4 铜价底部价格在 3737 美元/吨，合理价格在 5531 美元/吨，2010 年 Q3 低部和合理价位分别为 3965 和 5869 美元。锌行业情况和铜铝相似，由于铅锌一般都共生，极少有单独的铅矿，因此铅锌价格相互影响，锌价相对于 90% 现金成本有 28% 左右的溢价。预计 2010Q3 锌价的底部价格和合理价格分别为 1671 和 2162 美元。

图表 5: LME3 月期铜价格和库存变化情况



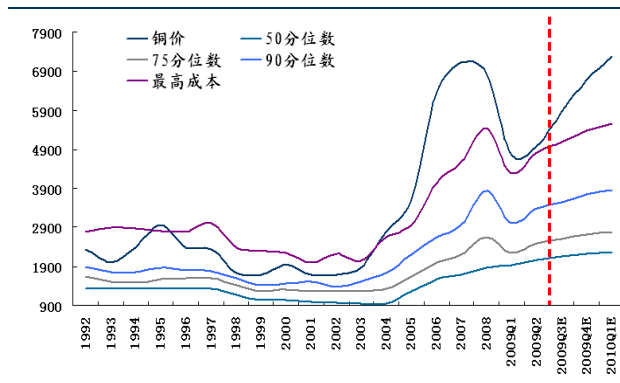
资料来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

图表 6: LME3 月期锌价格变化情况



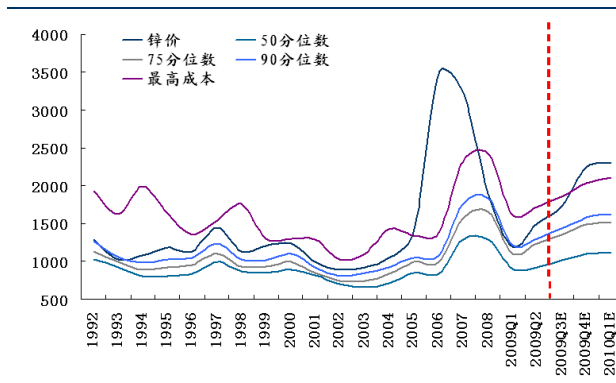
资料来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

图表 7: 期铜历史生产成本变化情况



资料来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

图表 8: 期锌历史生产成本变化情况



资料来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

从成本上看主要金属价格下跌的空间并不大，随着全球经济的逐步回暖，基本金属价格有望继续保持振荡回升态势。

6. 海外收购，开拓公司发展空间

公司目前已经是黄金行业的龙头，未来向多金属综合性矿业公司发展，公司的收购目标也逐步从国内转向国外。

公司最近公告收购菲律宾坦帕坎铜金矿，该矿为世界级铜金矿床，拥有巨大的资源储

量，项目开采条件好，项目建成后将年产铜精矿（含铜）34 万吨，黄金 35 万盎司（10.89 吨）。本公司通过收购 Indophil 股权进而持有菲律宾坦帕坎铜金矿项目 37.5% 的权益，不仅有效增加公司资源储备，且为公司后续发展及 20 万吨铜冶炼项目建成投产后的原料供应提供强有力的保障。

表格 4. 坦帕坎铜金矿储量情况

	矿产资源量			
	探明	控制	推断	合计
资源量（百万吨）	780	890	700	2400
铜品位（%）	0.71	0.55	0.5	0.6
金品位（g/t）	0.28	0.19	0.2	0.2
钼品位（ppm）	81	69	60	70
铜金属量（万吨）	550 万吨	490 万吨	310 万吨	1350 万吨
金金属量（盎司）	700 万盎司	550 万盎司	330 万盎司	1580 万盎司

数据来源：公司公告 东北证券金融与产业研究所

7. 成本控制优秀，公司估值合理

公司在成本控制方面具有很大的优势，预计公司自产黄金的克金成本在 68 元/克左右，远低于黄金行业上市公司平均生产成本。矿产铜铜精矿成本预计在 11000 元左右，也低于行业平均水平。

表格 5. 公司主要产品销量售价以及成本预测

主营业务	2008 年中期	2009 中期	2009	2010E	2011E	2012E
主要产品销量						
矿产金（千克）	11798	13224	23725	24880	26000	26400
矿产金精矿（千克）	1498	2780	6206	6220	6500	6600
加工金（千克）	12624	21576	44633	45000	46000	48000
矿产银（千克）	37277	43955	-	127000	180000	200000
矿产阴极铜（吨）	3849	5527	11516	20000	30000	35000
铜精矿（吨）	20622	32737	68078	80000	99000	114000
锌锭（吨）	49879	47700	99987	170000	200000	220000
锌精矿（吨）	2117	15066	33249	34000	42000	80000
铁精矿（吨）	370945	421029	1501861	1300000	1500000	1600000
主要产品毛利率						
矿产金	69.73%	71.82%	71.95%	71.67%	69.39%	68.80%
矿产金精矿	68.64%	49.75%	53.29%	55.81%	55.45%	55.56%
加工金	0.22%	1.30%	0.47%	2.08%	2.04%	2.00%
矿产银	59.11%	51.77%	-	58.71%	57.75%	59.97%
矿产阴极铜	74.40%	48.64%	58.70%	69.78%	68.35%	67.92%
铜精矿	75.49%	54.92%	70.11%	75.71%	73.99%	73.40%
锌锭	15.98%	15.97%	19.27%	40.55%	40.27%	42.09%
锌精矿	43.86%	53.21%	60.75%	67.39%	65.82%	66.65%
铁精矿	81.59%	62.88%	66.00%	68.80%	71.59%	71.92%
整体	39.40%	39.20%	33.65%	39.98%	40.51%	40.66%

主要产品售价(不含税)

矿产金(元/克)	208.27	203.733	212	240	245	250
矿产金精矿(元/克)	183.01	165.79	189	215	220	225
加工金(元/克)	204.03	204.026	216	240	245	250
矿产银(元/克)	2.73	1.777	-	2.91	3.08	3.25
矿产阴极铜(元/吨)	54530.00	30082	35646	51282	52137	52991
铜精矿(元/吨)	48915.00	24272	30418	45282	46137	46991
锌锭(元/吨)	15956.00	10212	11914	15812	16239	17094
锌精矿(元/吨)	8764.00	5302	6548	9812	10239	11094
铁精矿(元/吨)	1130.00	466	394	513	598	641

单位产品销售成本

矿产金(元/克)	63.0	57.4	59.5	68.0	75.0	78.0
矿产金精矿(元/克)	57.4	83.3	88.3	95.0	98.0	100.0
加工金(元/克)	203.6	201.4	215.0	235.0	240.0	245.0
矿产银(元/克)	1.1	0.9	-	1.2	1.3	1.3
矿产阴极铜(元/吨)	13959.0	15449.0	14722.0	15500.0	16500.0	17000.0
铜精矿(元/吨)	11989.0	10942.0	9092.0	11000.0	12000.0	12500.0
锌锭(元/吨)	13407.0	8581.0	9618.0	9400.0	9700.0	9900.0
锌精矿(元/吨)	4920.0	2481.0	2570.0	3200.0	3500.0	3700.0
铁精矿(元/吨)	208.0	173.0	134.0	160.0	170.0	180.0

数据来源:公司公告 东北证券金融与产业研究所

表格 6. 公司主营业务和成本预测

营业收入(万元)	2008 年中期	2009 中期	2009	2010E	2011E	2012E
矿产金	245719	269417	503087	597120	637000	660000
矿产金精矿	27415	46090	117271	133730	143000	148500
加工金	257573	440206	964099	1080000	1127000	1200000
矿产银	10165	7811	-	36906	55385	64957
矿产阴极铜	20989	16626	41051	102564	156410	185470
铜精矿	100873	79459	207081	362256	456754	535703
锌锭	79587	48711	119122	268803	324786	376068
锌精矿	1855	7988	21771	33361	43005	88752
铁精矿	41917	19620	59191	66667	89744	102564
其它	60519	55456	183602	201962	222158	244374
内部抵消		28429	120693	144168	163684	180319
总计	846612	962955	2095582	2739201	3109989	3426069
营业成本						
矿产金	74370	75935	141116	169184	195000	205920
矿产金精矿	8599	23161	54777	59090	63700	66000
加工金	256996	434497	959568	1057500	1104000	1176000
矿产银	4156	3767	-	15240	23400	26000
矿产阴极铜	5373	8539	16954	31000	49500	59500
铜精矿	24724	35821	61897	88000	118800	142500
锌锭	66873	40931	96167	159800	194000	217800

锌精矿	1042	3738	8545	10880	14700	29600
铁精矿	7716	7284	20125	20800	25500	28800
其它	36675	33717	121820	134002	147402	162142
内部抵消			106039	101332	92039	81114
总计	486521	667390	1374929	1644164	1850263	2033148

数据来源：公司公告 东北证券金融与产业研究所

8. 投资建议

预计公司 2010 年-2012 年每股收益分别为 0.37 元, 0.43 元和 0.48 元, 公司 2010 年到 2012 年动态市盈率分别为 21.65 倍, 18.76 倍和 16.80 倍, 公司估值相对于行业平均水平已有优势, 维持谨慎推荐评级。

9. 风险提示

大盘系统性风险, 大小非抛售压力
黄金价格大幅下跌

盈利预测:

利润表 (万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	价值比率	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	2,095,582.47	2,739,200.99	3,109,989.30	3,426,069.35	P / E	33.38	21.65	18.76	16.80
营业成本	1,390,470.23	1,644,164.19	1,850,263.42	2,033,147.97	EV / 收入	0.55	0.41	0.38	0.24
营业费用	37,697.13	49,305.62	55,979.81	61,669.25	EV / EBITDA	1.44	1.17	1.05	0.66
管理费用	89,929.42	136,960.05	155,499.47	171,303.47	EV / EBIT	2.30	1.33	1.19	0.76
财务费用	4,452.51	20,475.01	25,867.98	20,457.84	EV / NOPLAT	2.85	1.77	1.59	1.01
投资收益	(14,122.84)	15,000.00	15,000.00	15,000.00	EV / IC	0.60	0.54	0.45	0.29
营业利润	498,728.45	834,947.32	963,838.79	1,076,525.85	P / B	0.64	0.52	0.42	0.35
利润总额	501,890.78	836,947.32	965,838.79	1,078,525.85	Dividend Yield (%)	0.00%	0.92%	1.07%	1.19%
所得税	96,825.36	209,236.83	241,459.70	269,631.46					
净利润	405,065.42	627,710.49	724,379.09	808,894.39	每股指标	2009A	2010E	2011E	2012E
归属母公司所有者的净利润	354,144.69	538,037.56	620,896.36	693,338.05	基本 EPS	0.24	0.37	0.43	0.48
NOPLAT	406,106.70	641,566.74	742,280.07	822,737.77	每股红利	0.00	0.20	0.20	0.20
					每股经营现金流	0.32	0.51	0.59	0.67
					每股净现金流	0.02	0.07	0.05	0.04
					每股净资产	1.25	1.55	1.89	2.27
资产负债表 (万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	流动性	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	413,995.64	520,448.19	590,897.97	650,953.18	净负债 / 权益	(0.03)	(0.03)	(0.01)	(0.11)
交易性金融资产	14,420.07	0.00	0.00	0.00	总负债 / 总资产	27.10%	24.69%	23.62%	15.75%
应收帐款	42,783.24	60,037.28	68,164.15	75,091.93	流动比率	1.25	1.34	1.44	2.39
预付款项	34,903.05	34,903.05	34,903.05	34,903.05	速动比率	0.88	1.00	1.07	1.77
存货	263,761.80	270,273.57	304,152.89	334,216.11					
流动资产合计	896,117.08	1,053,268.70	1,179,029.36	1,287,417.21	财务比率	2009A	2010E	2011E	2012E
非流动资产	2,068,496.76	2,519,438.18	3,129,326.17	3,414,239.94	盈利能力				
资产总计	2,964,613.83	3,572,706.88	4,308,355.53	4,701,657.14	毛利率	33.65%	39.98%	40.51%	40.66%
短期借款	334,065.47	409,113.08	426,648.13	133,859.52	营业利润率	23.80%	30.48%	30.99%	31.42%
应付帐款	97,818.64	112,613.99	126,730.37	139,256.71	净利率	16.90%	19.64%	19.96%	20.24%
预收款项	31,027.54	31,027.54	31,027.54	31,027.54	净资产收益率	19.49%	23.92%	22.61%	21.00%
流动负债合计	716,821.40	786,312.57	817,964.00	537,701.73	偿债能力				
非流动负债	86,445.93	95,789.49	199,586.88	202,823.99	流动比率	1.25	1.34	1.44	2.39
少数股东权益	344,328.49	434,001.41	537,484.14	653,040.48	速动比率	0.88	1.00	1.07	1.77
母公司股东权益	1,817,018.01	2,249,428.12	2,746,145.21	3,300,915.65	资产负债率	27.10%	24.74%	23.66%	15.77%
净营运资本	179,295.68	266,956.13	361,065.36	749,715.47	成长能力				
投入资本 IC	1,928,861.04	2,114,449.89	2,611,734.98	2,879,217.94	营业收入增长率	23.39%	30.71%	13.54%	10.16%
					营业利润增长率	4.10%	67.42%	15.44%	11.69%
					净利润增长率	15.50%	51.93%	15.40%	11.67%
					净资产增长率	12.62%	23.80%	22.08%	20.20%
					营运能力				
					应收帐款周转率	55.88	53.28	48.52	47.83
					存货周转率	6.57	6.16	6.44	6.37
					总资产周转率	0.75	0.84	0.79	0.76
现金流量表 (万元)	2009A	2010E	2011E	2012E					
净利润	405,065.42	627,710.49	724,379.09	808,894.39					
折旧摊销	302,551.50	0.00	140,112.01	165,086.23					
净营运资金增加	(59,986.40)	87,660.45	94,109.23	388,650.12					
经营活动产生现金流	459,894.63	743,145.23	864,164.58	973,632.16					
投资活动产生现金流	(329,130.09)	(603,857.96)	(765,000.00)	(465,000.00)					
融资活动产生现金流	(104,204.06)	(32,834.72)	(28,714.80)	(448,576.95)					
现金净增 (减)	26,560.49	106,452.55	70,449.78	60,055.21					

数据来源: 公司公告

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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。本报告版权归我公司所有。