

2010-09-26

金属非金属

西部矿业 601168.SH

自产矿成本低，业绩弹性小

- ◇ 调研地点：青海西宁
◇ 拜访对象：公司董秘，副总裁

◆资源储量丰富

公司最主要的矿产资源有五处：锡铁山铅锌矿，获各琦铜矿，赛什塘铜矿，呷村银多金属矿以及玉龙铜矿。截至 2008 年底，公司保有（拥有、控制）的资源储量为锌 343.13 万吨、铅 251.55 万吨、铜 466.01 万吨、银 3510.69 吨和金 26.07 吨。

锡铁山矿是公司最主要的储量矿山，公司绝大部分的铅锌产量来自该矿，以每年所选矿石量计算，锡铁山矿是中国年采选矿量最大的铅锌矿，目前年处理量 150 万吨矿石，2009 年实际处理矿石 135 万吨。铅加锌品位约 9-10%。年产锌精矿含锌约 7.5 万吨，铅精矿含铅约 6 万吨；玉龙铜矿位于青藏高原东部山区的昌都，矿区海拔高度一般在 4500-5100 米，是我国最大的铜矿项目，铜储量超过 300 万吨。玉龙铜矿由于是氧化矿，又涉及西藏地区环保问题，目前已停产，预计到 2014 年复产，复产实施大矿大开方案，目前正在规划。

◆冶炼产品涉及铅，锌，铜，铝

铅冶炼资产主要是锌业分公司，产能 6 万吨/年。铅冶炼资产为铝业分公司与西部铝业，分别生产粗铅与铅锭，对应产能为 10 万吨/年与 5 万吨/年，两条生产线 08 年后一直处于停产状态；10 年下半年重新启动生产线，计划全年生产粗铅 4 万吨，电解铅 2 万吨。电解铜方面，主要是天津大通铜业通过回收废铜冶炼，产能约 3 万吨/年。电解铝的冶炼资产是百合铝业，产能 11 万吨/年。

◆自产矿成本低，业绩弹性小

我们匡算公司自产铅精矿单位成本为 2207 元/吨，自产锌精矿单位成本 10125 元/吨，自产铜精矿单位成本 22824 元/吨。

公司计划 2010 年自产铅 6.67 万吨，自产锌 8.53 万吨，自产铜 2.6 万吨；总股本 23.83 亿股，合每股铅产量为 0.0358 千克，每股铅产量为 0.02799 千克，每股铜产量为 0.011 千克。按照 15% 的所得税计算，锌价每上涨 1000 元/吨，对应 EPS 增厚 0.026；铅价每上涨 1000 元/吨，EPS 增厚 0.02 元；铜价每上涨 1000 元/吨，EPS 增厚 0.008 元。业绩弹性相对较小。

◆铅锌价格走势分析

基本金属的投资从根本上来说就是对经济周期的投资。目前全球经济复苏的大趋势没变，但在这个大趋势中，目前面临着中国房地产调控政策不放松、美国失业率居高不下、欧洲各国财政紧缩的问题。我们认为这些问题可能造成经济复苏过程中的反复，但不会改变经济复苏的大趋势。我们对 2011 年铅锌价格走势谨慎乐观，暂时预测 2010-2012 年锌均价分别为 15000 元/吨、17000 元/吨、18000 元/吨；铅均价分别为 13000 元/吨、15000 元/吨以及 17000 元/吨。

◆业绩预测与投资评级

预计公司 2010 年-2012 年 EPS 分别为 0.46 元，0.51 元和 0.58 元。鉴于我们对铅锌价格的谨慎乐观态度以及公司偏小的业绩弹性，我们给予公司 2011 年 EPS 30 倍市盈率，目标价格 15.3 元，投资评级为“增持”。

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	12,619	16,887	15,171	17,392	18,305
净利润（百万元）	570	602	1,106	1,204	1,391
EPS（元）	0.24	0.25	0.46	0.51	0.58

首次

增持

当前价格	12.02 元
目标价格	15.3 元
目标期限	6 个月

分析师：

汪前明（执业证书编号：S0930210050001）

021-22169122

wangqm@ebsecn.com

联系人：施毅

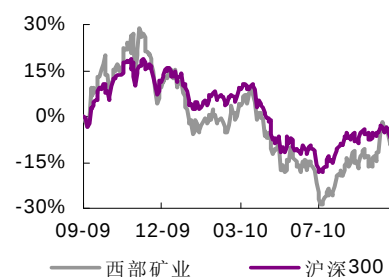
021-22169126

shiyi@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	2,383
总市值(百万元)	25,641
流通比例(%)	100.00%
12 个月最高/最低(元)	17.12/8.97
近 3 月日均成交量(百万股)	34.02
主要股东	西部矿业集团有限公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	11.20	9.23	1.96
绝对收益	11.71	13.66	-4.62

相关报告：

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

资源储量丰富

公司最主要的矿产资源有五处：锡铁山铅锌矿，获各琦铜矿，赛什塘铜矿，呷村银多金属矿以及玉龙铜矿。截至 2008 年底，公司保有（拥有、控制）的资源储量为锌 343.13 万吨、铅 251.55 万吨、铜 466.01 万吨、银 3510.69 吨和金 26.07 吨。

锡铁山铅锌矿位于青海省，是公司最主要的铅锌矿山，公司绝大部分的铅锌产量来自锡铁山；以每年所选矿石量计算，锡铁山矿是中国年采选矿量最大的铅锌矿，目前年处理量 150 万吨矿石，2009 年实际处理矿石 135 万吨。铅加锌品位约 9-10%。年产锌精矿含锌约 7.5 万吨，铅精矿含铅约 6 万吨。

获各琦铜矿位于内蒙古自治区乌拉特后旗，年处理矿石能力达到 200 万吨，其中选矿环节处理矿石能力已达到 400 万吨/年。年产铜精矿含铜约 2.2 万吨。

赛什塘铜矿位于青海省兴海县，年处理矿石 70 万吨，年产铜精矿含铜约 4000-5000 吨。

呷村银多金属矿位于四川省西部的白玉县境内，产品为含银铜精矿、含银铅精矿和锌精矿。于 2006 年 8 月试生产，年处理矿石 55 万吨。

玉龙铜矿位于青藏高原东部山区的昌都，矿区海拔高度一般在 4500-5100 米，是我国最大的铜矿项目，铜储量超过 300 万吨。玉龙铜矿由于是氧化矿，又涉及西藏地区环保问题，目前已停产，预计到 2014 年复产，复产实施大矿大开方案，目前正在规划。

图表 1：各矿山资源储量情况

	持股	矿石量	资源储量（金属量）				
		（万吨）	铅（万吨）	锌（万吨）	铜（万吨）	银（吨）	金（吨）
锡铁山铅锌矿	100%	2299	99.77	137.64		1549	19.97
获各琦铜矿	100%	8283	61.29	70.46	50.32		
赛什塘铜矿	51%	4883			57.96		
呷村银多金属矿	76%	1328	52.05	87.04	8.07	1863	
玉龙铜矿	58%	42165			320		
合计（含新增探明储量）			251.55	343.13	466	3510.69	26.07
权益量			约 220	约 300	约 300	约 2500	26.07

资料来源：公司公告，光大证券研究所

图表 2：09 年每股权益储量与每股产量

	铅（万吨）	锌（万吨）	铜（万吨）
权益储量	220	300	300
权益产量	6.6	8.5	2.6
总股本（亿股）	23.83		
	铅（千克/股）	锌（千克/股）	铜（千克/股）
每股权益储量	0.923	1.259	1.259
每股产量	0.0277	0.0357	0.0109

资料来源：公司公告，光大证券研究所

公司冶炼资产状况

公司冶炼产品多，涉及铅锌、电解铜以及电解铝。

锌电解主要来自锌业分公司，还有少部分电解能力来自湖南保靖分公司，09 年实际电解锌 6.2 万吨。冶炼所用的锌精矿原材料大部分来自锡铁山自产锌精矿；还有少部分锌精矿需要外购。

铅业分公司与和西部铝业：铅业分公司负责粗铅冶炼，西部铝业负责精炼。所需原材料大部分来自公司自产铅精矿。

电解铜主要是天津大通铜业通过回收废铜冶炼。09 年阴极铜产量 2.7 万吨。

电解铝的冶炼资产是百合铝业，产能 11 万吨，电解槽规格属于中型，吨铝耗电量在 14500 千瓦时左右，因地处西部，电价仅为 0.279 元/度（含税），氧化铝原来少部分由长单保证，大部分来自现货市场供应。09 年生产电解铝 9.9 万吨。

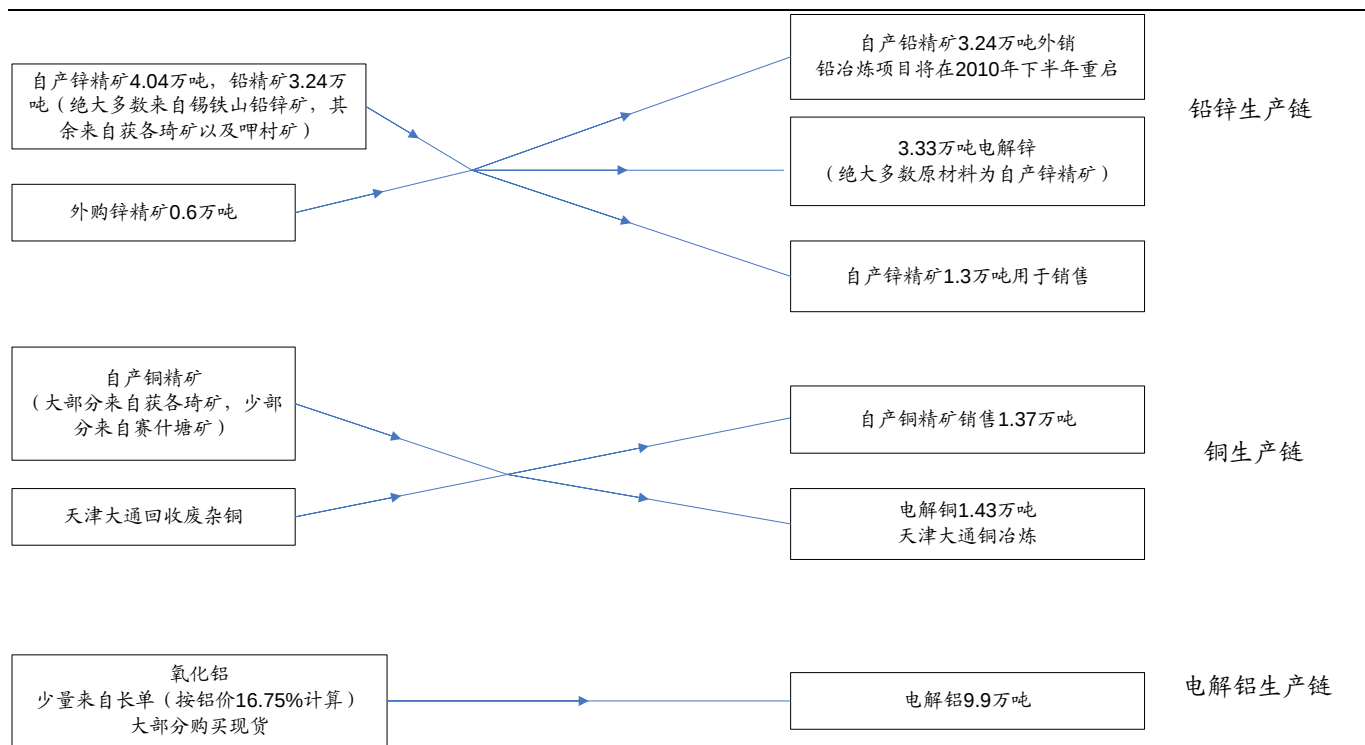
另外，公司还有部分贸易业务，主要是在金属期货和现货之间进行价格套利，2010 年二季度公司业绩好于一季度，而同时铅锌价格价格下跌，主要原因在于套保成功，在一季度就以较高的价格卖出铅锌。

图表 3：冶炼资产状况

	冶炼种类	冶炼能力（万吨/年）	09 年产量（万吨）
铅业分公司	粗铅	10	-
西部铝业	电解铅	5	-
锌业分公司	锌锭	6	
保靖分公司	锌锭	1.4	6.2
百合铝业	电解铝	11.2	9.9
巴彦淖尔紫金	铜冶炼		
天津大通铜业	铜冶炼		2.7

资料来源：公司公告，光大证券研究所

图表 4：公司 10 年上半年生产链
假设自产锌精矿 80%用于生产电解锌



资料来源：光大证券研究所

大批冶炼产能正在建设中

目前冶炼自产的扩产项目有 5 个，项目达产后，能够增加公司年产电解锌 10 万吨，电解铅 5.5 万吨，粗铅 10 万吨，电解铜 5 万吨以及磷酸铵 20 万吨。

图表 5：在建冶炼项目

在建项目	滞后
甘河电锌氧压浸出 10 万吨/年电锌	西部铝业承建，滞后
5.5 万吨/年电铅	青海西豫有色承建，基建阶段
10 万吨/年粗铅	巴彦淖尔西部铜业承建，基建收尾阶段
5 万吨/年电解铜	宜昌西部化工承建，基建阶段
20 万吨/年磷酸铵	

资料来源：公司公告，光大证券研究所

成本分析与业绩弹性

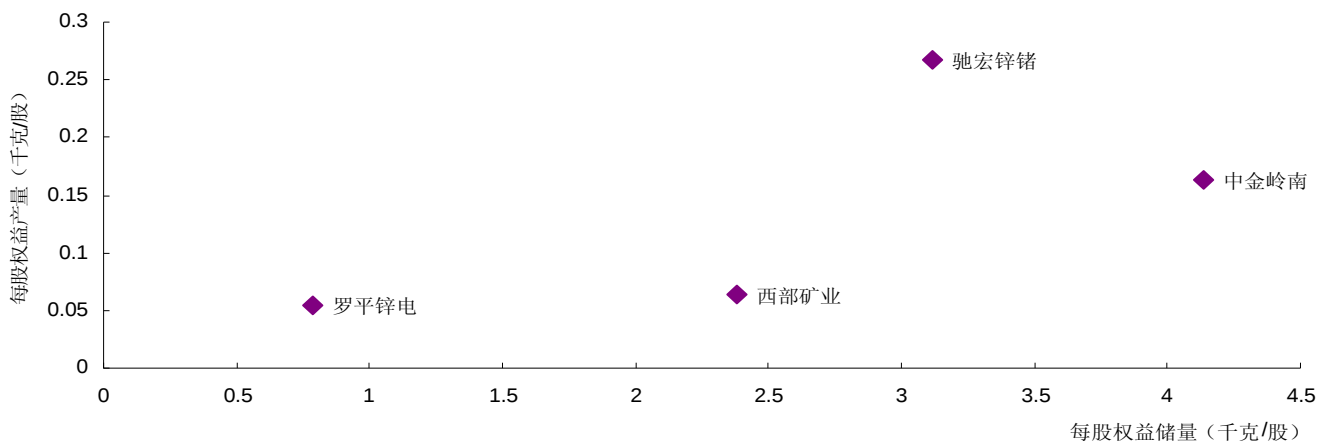
我们匡算公司自产铅精矿单位成本为 2207 元/吨，自产锌精矿单位成本 10125 元/吨，自产铜精矿单位成本 22824 元/吨。

公司计划 2010 年自产铅 6.67 万吨，自产锌 8.53 万吨，自产铜 2.6 万吨；总股本 23.83 亿股，合每股锌产量为 0.0358 千克，每股铅产量为 0.02799 千克，每股铜产量为 0.011 千克。按照 15% 的所得税计算，锌价每上涨 1000 元/吨，对应 EPS 增厚 0.026；铅价每上涨 1000 元/吨，EPS

增厚 0.02 元；铜价每上涨 1000 元/吨，EPS 增厚 0.008 元。业绩弹性相对较小。

图表 6：各上市公司弹性比较

每股权益产量越大，对铅锌价格业绩弹性约大；每股权益储量越大，可以给的估值越高



资料来源：光大证券研究所

铅锌价格走势分析

基本金属的投资从根本上来说就是对经济周期的投资。目前全球经济复苏的大趋势没变，但在这个大趋势中，目前面临着中国房地产调控政策不放松、美国失业率居高不下、欧洲各国财政紧缩的问题。我们认为这些问题可能造成经济复苏过程中的反复，但不会改变经济复苏的大趋势。

从需求看，中国房地产调控政策曾造成中国 PMI 指数、工业增加值增速下降，但 8 月份这两个指标都是见底回升，而且从具体下游行业看，中国汽车产量、房地产施工面积、镀层板产量增速经历了几个月的下降后有企稳迹象。这种迹象能否持续还需持续跟踪。

从产量看，铅锌金属和矿产量增速已迅速从次贷危机中恢复到历史正常水平。现在的问题是 LME 库存处于高位。

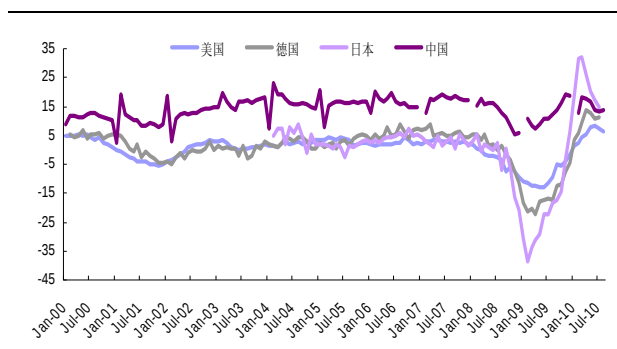
我们对 2011 年铅锌价格走势谨慎乐观，暂时预测 2010-2012 年锌均价分别为 15000 元/吨、17000 元/吨、18000 元/吨；铅均价分别为 13000 元/吨、15000 元/吨以及 17000 元/吨。

图表 7：各国工业品产量同比增速 (%)

8 月中、美的 IP 增速掉头上升

图表 8：各国 PMI 指数

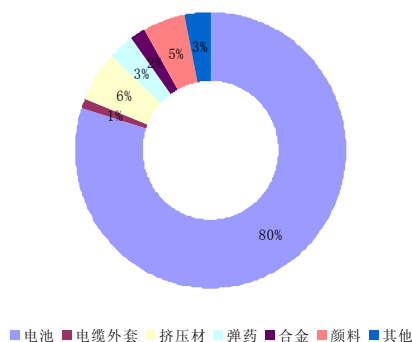
8 月份我国 PMI 指数上升至 51.7，美国制造业 PMI 上升 56.3，非制造业指数下降至 51.5



资料来源: Bloomberg、光大证券研究所

图表 9: 铅消费结构

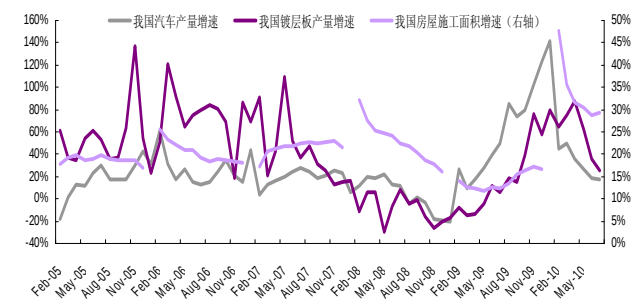
80%的铅用于生产铅酸蓄电池, 最终用于汽车和电动车



资料来源: ILZSG、光大证券研究所

图表 11: 中国与铅锌下游相关行业产量增速

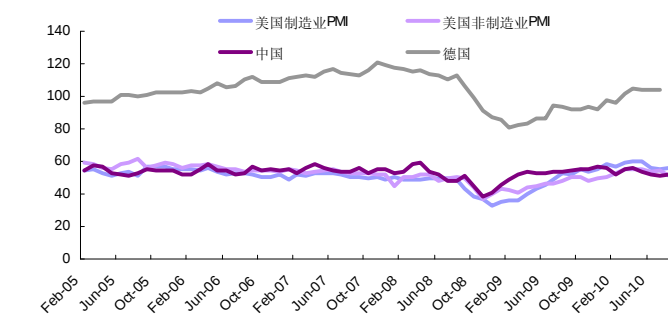
主要下游行业产量增速开始企稳回升



资料来源: CEIC、光大证券研究所

图表 13: 全球锌精矿产量及增速

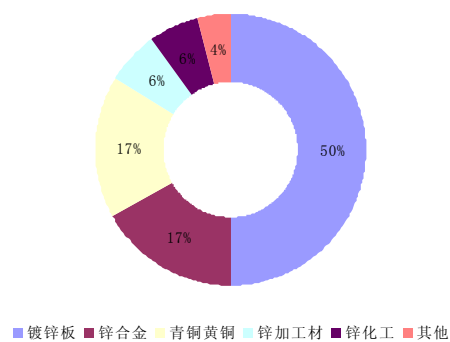
全球锌精矿产量增速维持在正常范围



资料来源: Bloomberg、光大证券研究所

图表 10: 锌消费结构

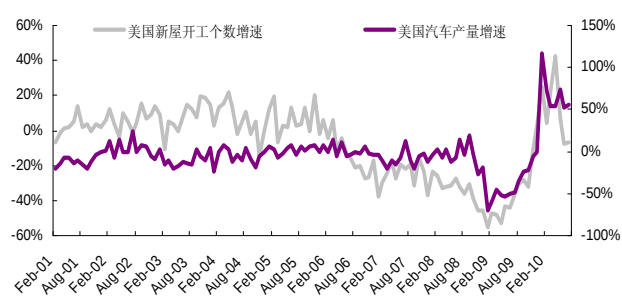
50%的锌用于生产镀锌板, 最终用于汽车和建筑



资料来源: ILZSG、光大证券研究所

图表 12: 美国与铅锌下游相关行业产量增速

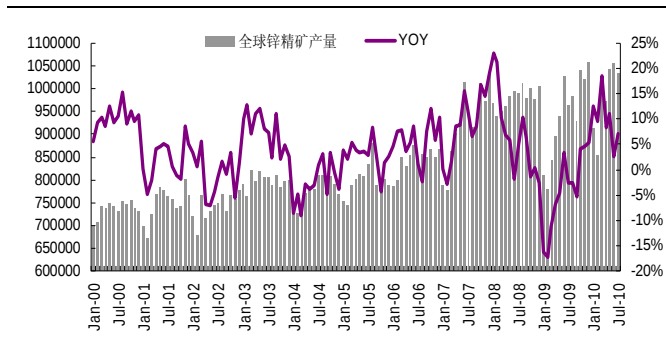
主要下游行业产量增速下滑



资料来源: CEIC、光大证券研究所

图表 14: 全球锌产量及增速

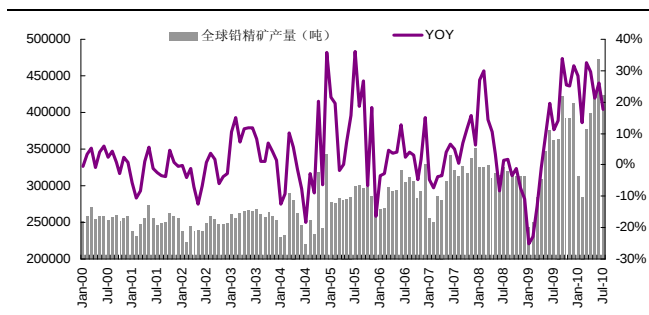
全球锌金属产量增速目前尚未超出正常范围



资料来源: Bloomberg、光大证券研究所

图表 15: 全球铅精矿产量及增速

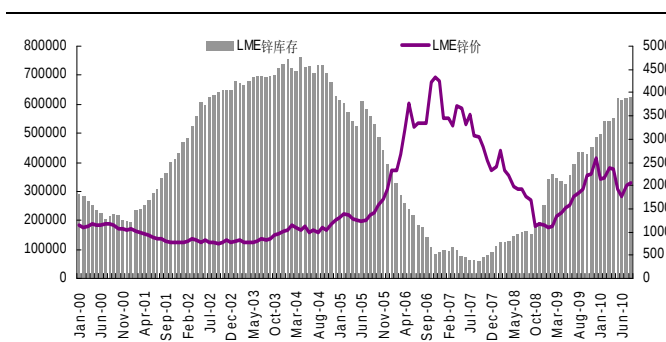
全球铅精矿产量增速维持在正常范围



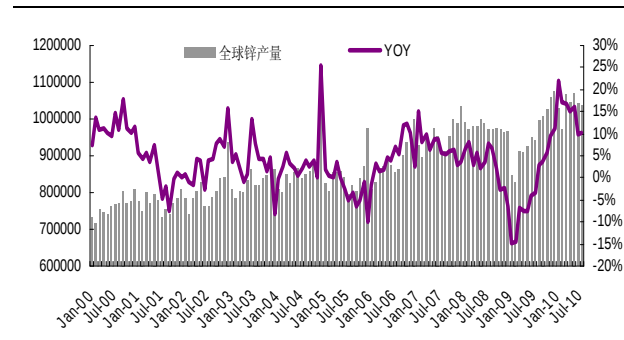
资料来源: Bloomberg、光大证券研究所

图表 17: LME 锌价与库存

LME 锌库存仍旧处在高位



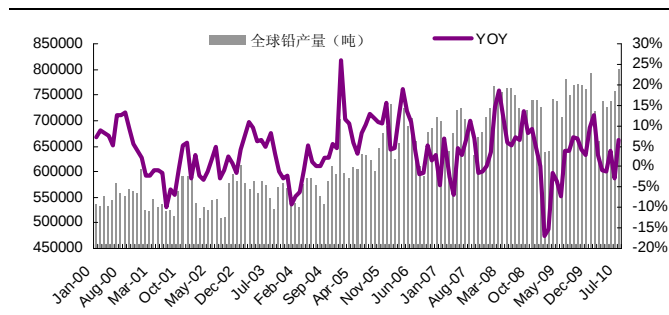
资料来源: Bloomberg、光大证券研究所



资料来源: Bloomberg、光大证券研究所

图表 16: 全球铅产量及增速

全球铅产量增速维持在正常范围



资料来源: Bloomberg、光大证券研究所

图表 18: LME 铅价格与库存

目前铅库存令人担忧

业绩预测

预计公司 2010 年-2012 年 EPS 分别为 0.46 元, 0.51 元和 0.58 元。鉴于我们对铅锌价格的谨慎乐观态度以及公司偏小的业绩弹性, 我们给予公司 2011 年 EPS 30 倍市盈率, 目标价格 15.3 元, 投资评级为“增

持”。

图表 19：各产品产量、价格假设

	10 年中报	10 年	11 年	12 年
铅精矿含铅（万吨）	3.24	6.67	7.2	7.6
铅价格（元/吨）	12340	13000	15000	17000
锌精矿含锌（万吨）	4.04	8.53	8.8	9
电解锌量（万吨）	3.33	6.1	8	10
锌价格（元/吨）	18288	15000	17000	18000
铜精矿含铜（万吨）	1.37	2.6	2.8	3
电解铜（万吨）	1.43	3.6	5.5	5.5
铜价格（元/吨）	47167	50000	60000	65000
电解铝（万吨）	4.78	10	10	10
价格（元/吨）	14597	15000	17000	18000

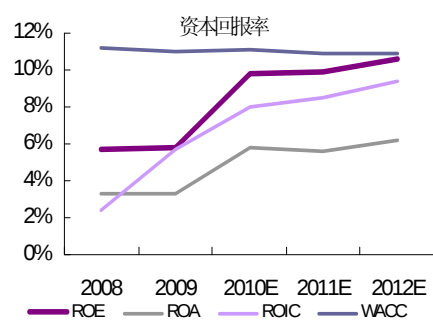
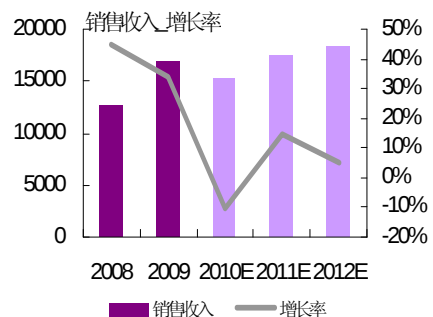
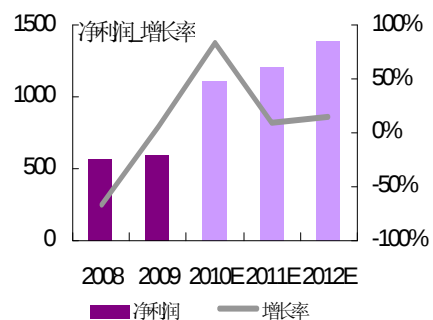
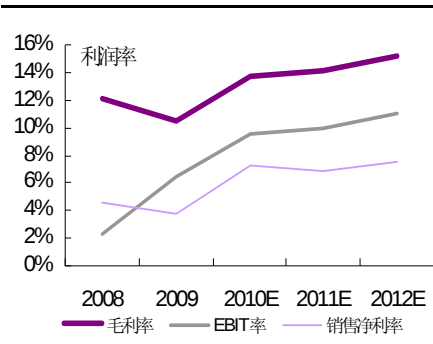
资料来源：光大证券研究所

图表 20：成本假设

	10 年中报	10 年	11 年	12 年
自产铅单位成本（元/吨）	2207	2300	2500	2700
冶炼铅加工费（元/吨）	2000	2000	2000	2000
自产锌单位成本（元/吨）	10125	11000	12000	13000
冶炼锌加工费（元/吨）	5000	5000	5000	5000
自产铜单位成本（元/吨）	22824	23000	25000	27000
电解铝单位成本（元/吨）	9994	9634	10500	11000

资料来源：光大证券研究所

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	12,619	16,887	15,171	17,392	18,305
营业成本	11,098	15,107	13,088	14,943	15,530
折旧和摊销	524	-1,305	129	193	248
营业税费	61	58	52	59	62
销售费用	147	139	124	143	150
管理费用	622	523	455	522	549
财务费用	155	191	233	283	353
公允价值变动损益	14	-32	0	0	0
投资收益	500	-105	100	100	100
营业利润	648	770	1,324	1,541	1,761
利润总额	601	813	1,301	1,416	1,636
少数股东损益	11	23	0	0	0
归属母公司净利润	570.07	601.59	1,105.66	1,203.97	1,390.56

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	17,407	19,072	19,170	21,413	22,534
流动资产	7,534	7,415	6,426	7,351	7,716
货币资金	5,011	3,617	3,186	3,652	3,844
交易型金融资产	16	30	0	0	0
应收帐款	492	1,653	1,365	1,565	1,647
应收票据	132	40	36	42	44
其他应收款	442	362	303	348	366
存货	1,032	1,181	1,037	1,185	1,232
可供出售投资	0	66	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	1,662	2,008	2,008	2,008	2,008
固定资产	5,425	5,623	7,131	8,540	9,468
无形资产	1,583	1,879	1,785	1,696	1,611
总负债	6,652	7,964	7,195	8,565	8,657
无息负债	1,694	2,121	1,619	2,056	2,222
有息负债	4,958	5,843	5,576	6,509	6,435
股东权益	10,755	11,108	11,976	12,848	13,877
股本	2,383	2,383	2,383	2,383	2,383
公积金	5,945	5,895	6,061	6,241	6,450
未分配利润	1,688	2,019	2,720	3,412	4,233
少数股东权益	724	746	746	746	746

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	185	417	1,423	1,659	1,926
净利润	570	602	1,106	1,204	1,391
折旧摊销	524	-1,305	129	193	248
净营运资金增加	1,399	1,127	-408	377	153
其他	-2,308	-7	596	-115	133
投资活动产生现金流	-2,013	-1,999	-1,201	-1,400	-900
净资本支出	-1,672	-1,976	1,500	1,500	1,000
长期投资变化	1,662	2,008	0	0	0
其他资产变化	-2,003	-2,031	-2,701	-2,900	-1,900
融资活动现金流	571	281	-653	207	-834
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	1,746	885	-267	934	-74
无息负债变化	-190	427	-502	437	165
净现金流	-1,258	-1,300	-431	466	192

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	44.89%	33.82%	-10.16%	14.64%	5.25%
净利润增长率	-66.97%	5.53%	83.79%	8.89%	15.50%
EBITDA 增长率	-74.16%	-125.44%	-867.92%	20.92%	17.94%
EBIT 增长率	-87.81%	281.34%	32.71%	18.35%	16.77%
估值指标					
PE	45	43	23	21	18
PB	3	2	2	2	2
EV/EBITDA	34	-149	19	16	14
EV/EBIT	97	28	21	18	16
EV/NOPLAT	101	36	25	22	18
EV/Sales	2	2	2	2	2
EV/IC	2	2	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	12.06%	10.54%	13.73%	14.08%	15.16%
EBITDA 率	6.44%	-1.22%	10.46%	11.03%	12.36%
EBIT 率	2.28%	6.50%	9.61%	9.92%	11.00%
税前净利润率	4.76%	4.81%	8.57%	8.14%	8.94%
税后净利润率 (归属母公司)	4.52%	3.56%	7.29%	6.92%	7.60%
ROA	3.34%	3.27%	5.77%	5.62%	6.17%
ROE (归属母公司) (摊薄)	5.68%	5.81%	9.85%	9.95%	10.59%
经营性 ROIC	2.38%	5.70%	7.97%	8.45%	9.35%
偿债能力					
流动比率	1.96	1.43	1.19	1.07	1.10
速动比率	168.78%	120.28%	99.79%	89.59%	92.37%
归属母公司权益/有息债务	2.02	1.77	2.01	1.86	2.04
有形资产/有息债务	3.14	2.92	3.10	3.01	3.24
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.24	0.25	0.46	0.51	0.58
每股红利	0.10	0.10	0.14	0.15	0.18
每股经营现金流	0.08	0.18	0.60	0.70	0.81
每股自由现金流(FCFF)	0.53	0.67	0.11	-0.09	0.34
每股净资产	4.21	4.35	4.71	5.08	5.51
每股销售收入	5.30	7.09	6.37	7.30	7.68

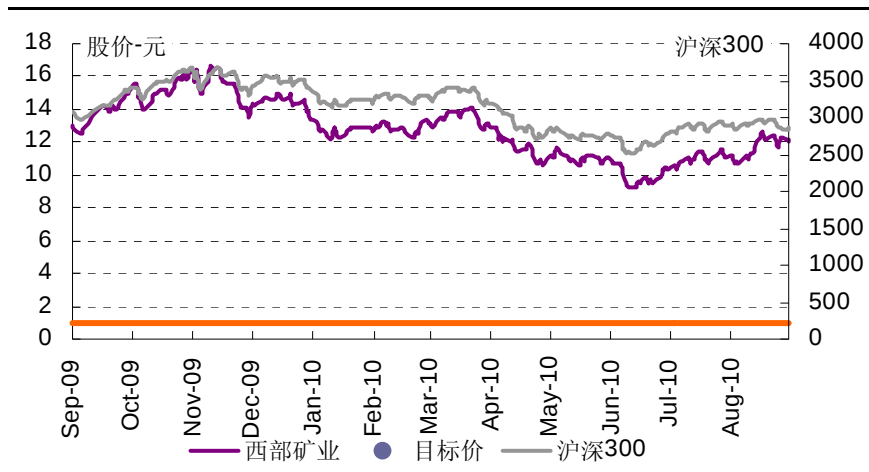
资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

西部矿业（601168）



日期	股价	目标	评级
2007-07-12	32.84	24.00	中性
2007-08-20	57.10	-	中性
2007-10-12	61.52	40.00	中性
2008-07-30	13.56	12.00	中性

资料来源：光大证券研究所

买入 — 增持 — 中性 —
减持 — 卖出 —

行业及公司评级体系

买入——未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持——未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性——未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持——未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出——未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebsecn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebsecn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风

险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。