

12、13 年高速增长，后续资产注入明确

民生精品---深度研究报告/煤炭行业

2012 年 1 月 16 日

报告摘要:

● 现有煤矿12年产量超1000万吨，较11年增长近50%

上市公司目前共有 5 座在产煤矿，经坊煤业目前产能稳定在 310 万吨左右；凌志达煤业 11 年由于技改及工作面搬迁产量只有 30 万吨左右，12 年产能可达 150 万吨；大平煤业由于断层等地质问题 11 年产量只有 90 万吨，12 年产量可达 150 万吨；霍尔辛赫和铺龙湾 12 年将达产，分别为 300 万吨和 120 万吨。**12 年各矿合计产量达 1030 万吨，较 11 年增长近 50%；权益产量 709 万吨，较 11 年增长约 30%。**

● 整合注入煤矿13年贡献产能1080万吨，较11年增长150%

经坊煤业作为兼并重组主体形成庄子河煤业和镇里煤业两个控股子公司，设计产能分别为 120 万吨和 90 万吨。两座整合煤矿 11 年尚没有贡献产能，12 年下半年有望投产，我们预测可贡献产能 50 万吨左右，13 年能够达产。11 年公司底完成非公开增发，注入集团整合的 7 座煤矿。7 矿资源储量 6.9 亿吨，产能合计 870 万吨；公司权益资源储量 4.2 亿吨，权益产能 559 万吨。目前，鹿台山煤业以及太行海运已经完成股权的交割，而剩余 6 个煤矿也将很快完成交割手续。11 年 7 座煤矿暂不会为公司贡献产量，预计各矿将于 12 年逐步投产，贡献产量 200~300 万吨，13 年 7 矿能够实现达产，贡献煤炭产量 870 万吨。**整合、注入煤矿合计产能 1080 万吨，较 11 年增长 150%；公司权益产能 640 万吨，较 11 年增长 91%。**

● 吨煤净利优势明显，产能释放促业绩大幅提升

得益于煤种优势及成本控制，公司吨煤净利处于煤炭行业上市公司的前列。公司 10 年吨煤净利为 236 元，我们预测由于煤价的上涨以及霍尔辛赫、铺龙湾产能的释放，11 年公司吨煤净利有望达到 249 元，吨煤净利优势明显。霍尔辛赫、整合注入煤矿产能释放为公司产能增长的主要来源。霍尔辛赫盈利能力接近经坊煤业，而整合煤矿总体煤质优良，盈利能力和公司整体水平接近。**我们预测按照目前煤价，两者在产能释放后分别可盈利 9 亿元和 12 亿元分别贡献 EPS0.91 元、1.16 元。**

● 集团剩余煤炭产能近1000万吨，后续注入预期强烈

集团剩余 7 座整合煤矿储量 10 亿吨左右，产能近 1000 万吨，未来注入上市公司确定。**届时公司煤炭产能将达到 3000 万吨，是公司 11 年产能的 4.3 倍。**另外，集团还拥有内蒙古吉林高勒浩沁煤矿探矿权项目，集团承诺在条件成熟后注入上市公司。

● 盈利预测及投资建议

预计公司 2011—2013 年每股收益分别为 1.22 元、2.03 元和 2.97 元，对应 2011~2013 年 PE 分别为 20 倍、12 倍和 8 倍，鉴于公司未来产能的高增长以及集团后续资产注入的预期，给予“强烈推荐”的投资评级。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	38,644	46,675	51,355	57,348
增长率(%)	83.96%	20.78%	10.03%	11.67%
归属母公司股东净利润(百万元)	756	1206	2013	2945
增长率(%)	22.91%	59.60%	66.91%	46.28%
每股收益(元)	0.76	1.22	2.03	2.97
PE	31.36	19.65	11.77	8.05
PB	7.30	5.42	3.79	2.63

资料来源：民生证券研究所

强烈推荐

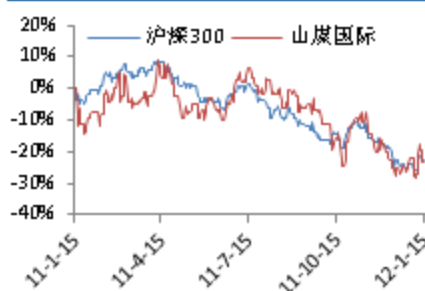
维持评级

合理估值： 30 元

交易数据(2012-1-16)

收盘价(元)	23.910
近 12 个月最高/最低	33.90/22.34
总股本(百万股)	991.23
流通股本(百万股)	180.73
流通股比例%	18.23
总市值(亿元)	237.00
流通市值(亿元)	43.21

该股与沪深 300 走势比较



分析师

分析师：姓名

执业证书编号：S0260511020018

电话：(8610)85127892

Email: linhonglei@mszq.com

联系人：陶贻功

电话：(8610)85127892

Email: taoyigong@mszq.com

相关研究

1. 《霍尔辛赫投产，业绩增长确定》 2010.08.04
2. 《霍尔辛赫业绩释放，十二五产能增 4 倍》 2010.08.14

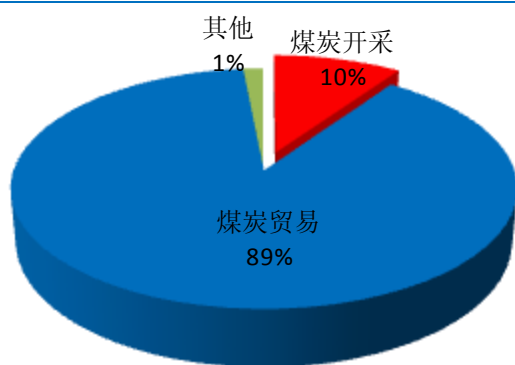
目录

一、公司煤炭产能进入快速增长期，13 年有望增长 200%.....	3
（一）现有煤矿 12 年产量超 1000 万吨，较 11 年增长近 50%.....	4
（二）整合注入煤矿 13 年贡献产能 1080 万吨，较 11 年增长 150%	4
二、吨煤净利优势明显，产能释放促业绩大幅提升	5
三、集团剩余煤炭产能近 2000 万吨，后续注入预期强烈	8
四、盈利预测及投资建议.....	8
插图目录	10
表格目录	10

一、公司煤炭产能进入快速增长期，13 年有望增长 200%

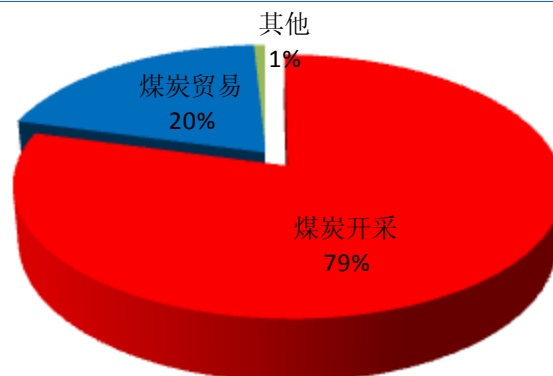
公司业务主要分为煤炭开采和煤炭贸易两个板块。10 年公司煤炭开采业务营业收入 37 亿元，营业利润 26 亿元，毛利率超过 70%；煤炭贸易营业收入 341 亿元，营业利润只有 6.6 亿，毛利率只有 1.94%。煤炭开采业务是公司利润的主要来源；煤炭贸易虽然在营业收入中占比较大，但利润率较低而基本维持盈亏平衡，短期这种格局还将持续。

图 1：主营业务营业收入占比



资料来源：民生证券研究所

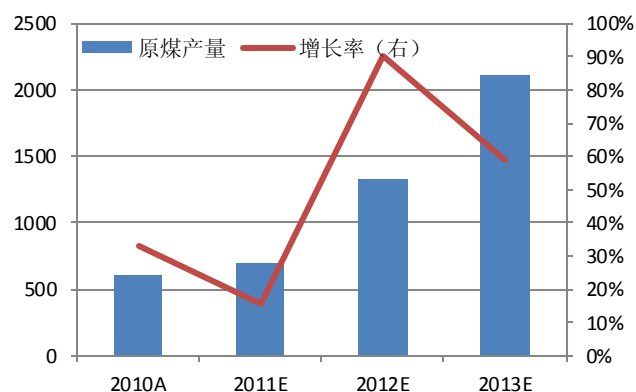
图 2：主营业务营业利润占比



资料来源：民生证券研究所

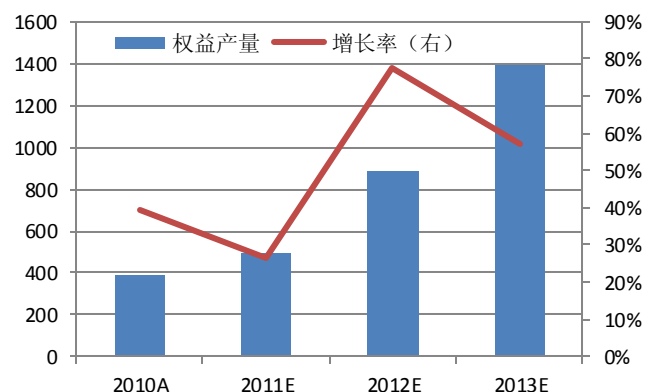
公司原有经坊煤业、凌志达煤业、太平煤业、霍尔辛赫、铺龙湾共五座在产煤矿。10 年生产原煤 607 万吨，预计 11 年产量 700 万吨左右，公司权益 497 万吨。随着凌志达技改达产，太平消除地质条件的影响，霍尔辛赫、铺龙湾的达产以及整合、注入煤矿产能的释放，12 年、13 年公司煤炭产能将进入快速增长期，我们判断，公司 12 年、13 年原煤产量有望达到 1330 万吨、2110 万吨，较 11 年增长超过 200%；公司权益产量也将增加到 1330 万吨，较 11 年增长 190%。

图 3：公司煤炭产量增长（单位：万吨）



资料来源：民生证券研究所

图 4：公司煤炭权益产量增长（单位：万吨）



资料来源：民生证券研究所

(一) 现有煤矿 12 年产量超 1000 万吨，较 11 年增长近 50%

上市公司目前共有 5 座在产煤矿，经坊煤业目前产能稳定，凌志达煤业 11 年在进行技改，大平煤业由于断层等地质问题 11 年产能受到影响，霍尔辛赫和铺龙湾 11 年开始进入产能释放期。12 年各矿都将达产，合计产量 1030 万吨，较 11 年增长约 47%；权益产量 709 万吨，较 11 年增长约 40%。

经坊煤业：原核定生产能力 180 万吨/年，经过技改后目前产能稳定在 310 万吨/年左右。煤种为贫瘦煤，具有低硫、低灰分、发热量高等特点，热值在 7000 大卡左右。经坊煤业配有 300 万吨洗选能力的选煤厂，洗出率 80%左右。

凌志达煤业：该矿正在进行技术改造，设计产能 150 万吨，主要煤种为贫煤、无烟煤。2010 年实际产量 60 万吨左右，因为目前开采煤层枯竭，目前面临工作面搬迁进而开采下层煤，预计新工作面年底投产。受工作面搬迁影响，11 年产量约 20-30 万吨，我们预测 12 年该矿将达到 150 万吨的产能。

大平煤业：该矿产能 150 万吨，煤种为贫煤。由于受到断层等地质条件的影响，11 年产量只有 90 万吨左右，12 年断层影响不复存在，该矿产能将达到设计产能 150 万吨。

霍尔辛赫：该矿煤种为贫煤，贫瘦煤，主要用于化工用煤，动力用煤，部分产品可作为高炉喷吹用煤。设计生产能力 300 万吨/年，年入洗能力 300 万吨，精煤洗出率 80%以上。11 年煤炭产量 140~150 万吨左右，预计 12 年将达到 300 万吨的设计产能。

铺龙湾煤业：原产能 15 万吨/年，经过技改后达到 120 万吨/年的设计产能，11 年生产煤炭有望达到设计产能 120 万吨。该矿煤炭主要作为动力煤销售，热值在 4000 大卡左右。

表 1: 公司煤矿资产情况 (单位: 万吨)

煤矿	权益	煤种	资源量	可采量	服务年限(年)	设计产能	2010	2011E	2012E
经坊煤业	75%	贫瘦煤	28336	14414.48	61.60	300	300	310	310
凌志达	62.99%	贫煤	8348	4404.44	27.50	120	60	30	150
大平煤业	35%	贫煤	6618	3069.18	36.50	150	150	90	150
霍尔辛赫	70%	贫瘦	47410	25929.96	20.75	300	50	150	300
铺龙湾	100%	气煤	6150	3070.98	61.74	120	47	120	120
合计			108997	50889.04		990	607	700	1030
公司权益			68164	35881		683	397	508	709

数据来源：公司公告，民生证券研究所

(二) 整合注入煤矿 13 年贡献产能 1000 万吨左右，较 11 年增长 150%

2010 年经坊煤业作为煤矿兼并重组主体，对长治部分煤矿进行兼并重组，形成两个控股子公司，分别为：庄子河煤业有限公司（经坊煤业控股 51%），设计产能 120 万吨；镇里煤业（经坊煤业控股 51%），设计产能 90 万吨。两座整合煤矿 11 年尚没有贡献产能，

12 年下半年有望投产，我们预测可贡献产能 50 万吨以上，13 年能够达产。

11 年 12 月初，公司发布公告，完成非公开增发，发行股票数量为 24,122.8070 万股。发行价格为 22.80 元/股，募集资金 53.9 亿元，用于收购山煤集团整合的 7 个煤矿以及一个航运公司。

7 座煤矿资源储量 6.9 亿吨，产能 870 万吨；公司权益资源储量 4.2 亿吨，权益产能 559 万吨。目前，鹿台山煤业以及太行海运已经完成股权的交割，而剩余 6 个煤矿也将很快完成。11 年 7 座煤矿暂不会为公司贡献产量，我们各矿将于 12 年逐步投产，贡献产量 200~300 万吨，13 年 7 矿能够实现达产，贡献煤炭产量 870 万吨。

表 2：整合煤矿资产情况（单位：万吨）

	权益	煤种	保有资源储量	产能
经坊整合				
庄子河	51%	贫煤	8229	120
镇里	51%	贫煤	3906	90
增发注入				
鹿台山煤业	100.00%	无烟煤	2400	60
豹子沟煤业	100.00%	焦煤、肥煤	8583	90
长春兴煤业	51.00%	气煤、长焰煤	31119	240
韩家洼煤业	51.00%	长焰煤	8494	90
东古城煤业	51.00%	长焰煤	10168	90
鑫顺煤业	65.00%	贫煤、贫瘦煤	3669	180
宏远煤业	65.00%	贫煤	4991	120
合计			81559	1080
公司权益			46642	640

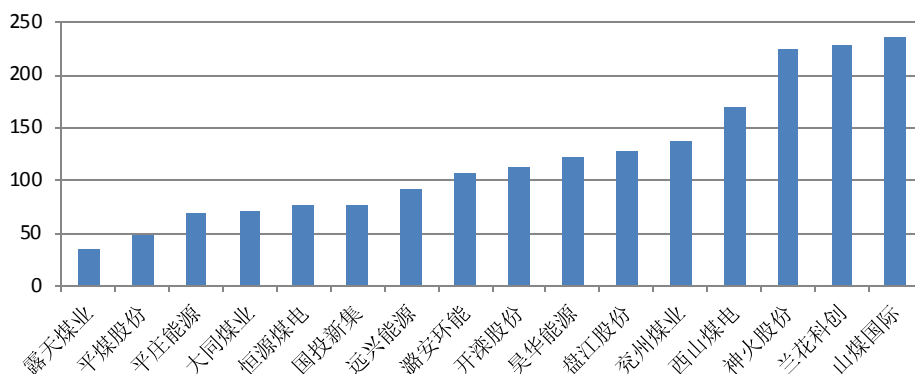
数据来源：公司公告，民生证券研究所

二、吨煤净利优势明显，产能释放促业绩大幅提升

公司负担较轻，成本控制得力。即使在通胀加剧的形势下，公司生产成本也没有出现大幅的上涨，11 年公司人工和材料涨幅约 5~6%，目前人工和材料成本分别约为 30~40 元，合计占生产成本的 30% 左右，剩余部分主要是折旧等固定成本。

得益于煤质优势及成本控制，公司吨煤净利处于煤炭行业上市公司的前列。公司 10 年吨煤净利为 236 元，我们预测由于煤价的上涨以及霍尔辛赫、铺龙湾产能的释放，11 年公司吨煤净利有望达到 249 元，吨煤净利优势明显。

图 5: 各上市公司吨煤净利比较 (元/吨)



资料来源: 民生证券研究所

经坊煤业: 2010 年该矿实现营业收入 23 亿元, 同比增长 46%, 综合煤价 766 元/吨, 增长 22%; 实现净利润 10.65 亿元, 同比大幅增长 58%, 吨煤净利由 2009 年的 269 元/吨增长至去年的 355 元/吨, 增幅 32%。11 年前三季度煤价涨幅较大, 四季度煤炭价格有所下降, 目前该矿煤价为 800 元/吨。我们预测全年综合煤价将略大于 800 元/吨, 吨煤净利超过 300 元/吨。

凌志达煤业: 2010 年该矿营业收入 4.53 亿元, 同比增长 75%, 平均煤价 755 元/吨, 比 2009 年增长 75% 以上, 2010 年随着产能的大幅增长, 吨煤净利由 2009 年的 16 元/吨增长至 2010 年的 130 元/吨, 2010 年净利润达到 0.78 亿元。由于技改及工作面搬迁, 11 年产量较小, 盈利较 10 年将有所下降。但 12 年, 随着该矿产能的增加, 盈利能力将获得较大改善, 需要注意的是因为下层煤含硫量高, 会对该矿煤价造成一定影响。

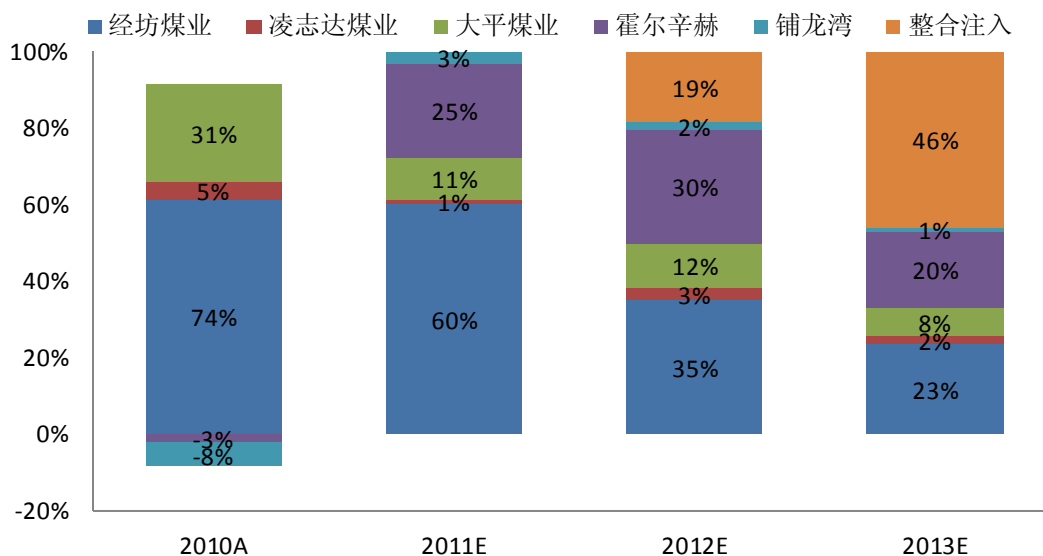
大平煤业: 2010 年该矿收入 9.41 亿元, 同比增长 50%, 煤价由 2009 年的 482 元/吨增长 30% 至 2010 年的 627 元/吨, 因为入洗量的增加, 吨煤净利由 2009 年的 195 元/吨大幅增长 50% 至 294 元/吨。但全年该矿煤炭价格涨幅较大, 我们判断全年价格 800 元/吨左右, 增幅 100 元以上, 随着 12 年煤炭产量的增长, 盈利能力将进一步增强。

霍尔辛赫: 预计该矿综合煤价 800 元/吨, 吨煤净利 300 元/吨以上, 我们判断该矿 11 年收入 12 亿元左右, 贡献净利润 4.5 亿元左右。12 年产能完全释放, 将成为公司 2012 年业绩的主要增长点之一。

铺龙湾煤业: 由于煤质较差, 该矿盈利能力较其他煤矿差。我们判断, 目前煤价 300 元/吨左右, 吨煤净利约 50 元/吨。

整合与注入煤矿: 整合与注入的煤矿煤质优良, 盈利能力较强, 我们判断整合与注入煤矿的盈利能力和大平、凌志达相当, 略低于经坊煤业和霍尔辛赫。我们预计产能完全释放后约能为公司贡献利润近 12 亿元, 增厚 EPS1.16 元。

图 6: 公司煤炭利润结构

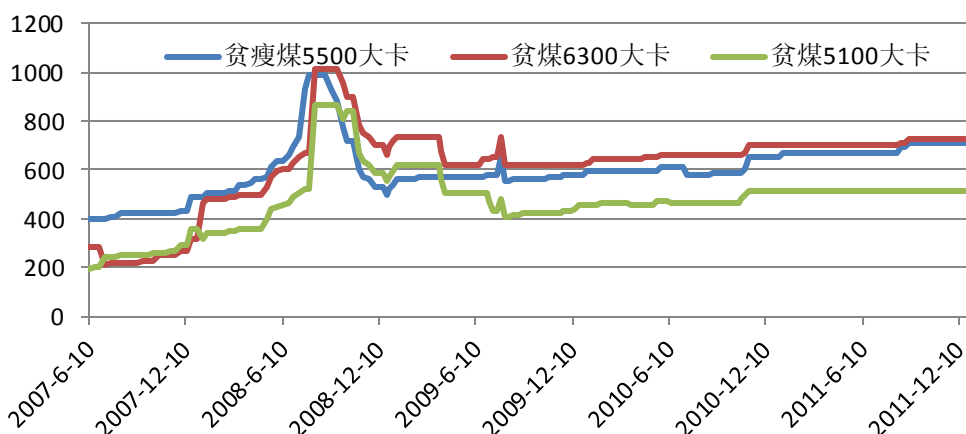


资料来源: 民生证券研究所

除铺龙湾外, 公司现有煤矿均位于山西长治地区, 煤种为优质贫瘦煤、贫煤, 广泛用作炼焦配煤、喷吹煤及化工用煤等。

公司煤炭销售全部为地销煤, 电煤限价政策对公司没有直接影响; 但电煤限价政策使港口煤价下降的同时, 也导致消费终端煤价疲软, 对公司煤价也造成了一定影响。我们判断, 电煤限价政策不改长期煤价上涨的趋势, 在供需偏紧格局推动下, 市场煤价也将稳步上涨。

图 7: 长治地区贫瘦煤、贫煤坑口价走势 (元/吨)



资料来源: 民生研究所

三、集团剩余煤炭产能近 1000 万吨，后续注入预期强烈

11 年 8 月 24 日共同签署了《关于避免与山煤国际能源集团股份有限公司同业竞争有关安排的说明》，山煤集团承诺，山煤集团将促成其作为投资主体所兼并重组整合、但尚未注入山煤国际的煤矿完成必要的改扩建建设、取得经营资质和资格、具备开采能力和持续经营能力，确保在本次非公开发行完成后的 4 年期限内将数量不低于 80% 的该等煤矿注入山煤国际，在本次非公开发行完成后的 5 年期限内完成将全部煤矿注入山煤国际的工作，并以依法经核准或备案的评估价值为基础确定收购价格。

集团剩余煤炭资产主要为整合的 7 座煤矿，分布在在临汾、大同等地区，煤种主要为焦煤、长焰煤，合计产能近 1000 万吨，储量 10 亿吨左右。剩余 7 座煤矿与已经注入的 7 座煤矿技改进度比较接近，预计将在 13 年达产，未来注入上市公司确定。届时公司煤炭产能将达到 3000 万吨，是 2011 年产能的 4.3 倍。

另外，集团还拥有内蒙古西乌珠穆沁旗吉林高勒浩沁煤矿探矿权 60% 的权益。预计该矿资源储量近 24 亿吨，设计产能 1000 万吨，目前集团正在开展前期工作。集团承诺，在上述煤田探明储量、取得全部经营资质或上市公司认为适当的时候，由上市公司根据其业务经营发展需要采取收购、委托经营或其他合法方式将山煤集团持有的 60% 股权纳入上市公司或由上市公司受托行使相关权利。

四、盈利预测及投资建议

预计公司 2011—2013 年每股收益分别为 1.22 元、2.03 元和 2.97 元，对应 2011~2013 年 PE 分别为 20 倍、12 倍和 8 倍，鉴于公司未来产能的高增长以及集团后续资产注入的预期，给予“强烈推荐”的投资评级。

图 3：公司煤炭业务核心假设

	2010A	2011E	2012E	2013E
原煤产量	607	700	1330	2110
公司权益产量	394	497	865	1326
增长率	39%	26%	74%	53%
销售均价	703	727	765	773
增长率	46%	3%	5%	1%
吨煤成本	264	275	303	324
增长率	73%	4%	10%	7%
归属股东净利润	751	1200	2012	2950
增长率	22%	60%	68%	47%

资料来源：民生证券研究所

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	38644	46675	51355	57348
减：营业成本	35130	42122	44625	47937
营业税金及附加	98	118	130	146
销售费用	440	583	668	860
管理费用	670	789	888	1147
财务费用	277	549	550	505
资产减值损失	32	0	0	0
加：投资收益	5	0	0	0
二、营业利润	2003	2514	4493	6753
加：营业外收支净额	(40)	0	0	0
三、利润总额	1963	2514	4493	6753
减：所得税费用	614	754	1348	2026
四、净利润	1349	1760	3145	4727
归属于母公司的利润	756	1206	2013	2945
五、基本每股收益 (元)	0.76	1.22	2.03	2.97
主要财务指标				
项目	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA	8.70	4.40	3.93	1.32
成长能力:				
营业收入同比	83.96%	20.78%	10.0%	11.67%
营业利润同比	55.17%	40.63%	52.7%	40.45%
净利润同比	41.40%	30.45%	78.7%	50.30%
营运能力:				
应收账款周转率	11.34	8.29	11.90	8.45
存货周转率	15.69	15.42	17.61	15.35
总资产周转率	1.83	2.23	2.40	1.93
盈利能力与收益质量:				
毛利率	9.09%	9.76%	13.1%	16.41%
净利率	3.49%	3.77%	6.12%	8.24%
总资产净利率 ROA	10.54%	12.99%	21.2%	22.55%
净资产收益率 ROE	23.29%	27.59%	32.20%	32.72%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	1.21	1.49	2.14	2.22
资产负债率	77.64%	69.30%	56.0%	53.08%
长期借款/总负债	20.24%	22.98%	27.8%	21.07%
每股指标 (元)				
每股收益	0.76	1.22	2.03	2.97
每股经营现金流量	1.14	10.53	(4.25)	13.13
每股净资产	6.31	8.55	12.57	18.61

资料来源：民生证券研究所

资产负债表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	3785	8475	4082	16947
应收票据	1704	2814	2157	3394
应收账款	1704	2814	2157	3394
预付账款	4412	(2264)	4540	(2095)
其他应收款	767	522	896	688
存货	2239	2732	2534	3123
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	14611	15092	16366	25450
长期股权投资	96	96	96	96
固定资产	1613	3514	3046	2577
在建工程	2370	0	0	0
无形资产	2421	2149	1877	1605
其他非流动资产	17	17	17	17
非流动资产合计	6,555	5,796	5,036	4,296
资产总计	21,167	20,888	21,402	29,746
短期借款	5,468	0	0	0
应付票据	1394	2077	1600	2350
应付账款	1394	2077	1600	2350
预收账款	1917	4059	2516	4826
其他应付款	1681	1681	1681	1681
应交税费	0	0	0	0
其他流动负债	255	255	255	255
流动负债合计	12109	10150	7653	11463
长期借款	3326	3326	3326	3326
其他非流动负债	4325	4325	4325	4325
非流动负债合计	4325	4325	4325	4325
负债合计	16433	14475	11977	15788
股本	750	750	750	750
资本公积	79	79	79	79
留存收益	2416	3542	5422	8172
少数股东权益	1488	2042	3174	4957
所有者权益合计	4,733	6,413	9,425	13,958
负债和股东权益合计	21,167	20,888	21,402	29,746
现金流量表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	1129	10436	(4209)	13015
投资活动现金流量	(1640)	0	0	0
筹资活动现金流量	2817	(5747)	(184)	(150)
现金及等价物净增加	2305	4689	(4392)	12865

插图目录

图 1: 主营业务营业收入占比.....	3
图 2: 主营业务营业利润占比.....	3
图 3: 公司煤炭产量增长 (单位: 万吨)	3
图 4: 公司煤炭权益产量增长 (单位: 万吨)	3
图 5: 各上市公司吨煤净利比较 (元/吨)	6
图 6: 公司煤炭利润结构.....	7
图 7: 长治地区贫瘦煤、贫煤坑口价走势 (元/吨)	7

表格目录

表 1: 公司煤矿资产情况 (单位: 万吨)	4
表 2: 整合煤矿资产情况 (单位: 万吨)	5
图 3: 公司煤炭业务核心假设.....	8
公司财务报表数据预测汇总	9

分析师与行业专家简介

林红垒，采矿工程学学士，经济学硕士，2008年进入广发证券发展研究中心。2011年4月加盟民生证券研究所。

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和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。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
总经理马永谱	北京	010-85127657	18601057549	mayongan@mszq.com
尹璠	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guoming@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127835	18610531518	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127762	15210830789	yangpingping@mszq.com
李珊珊	北京	010-85127761	18616891195	lishanshan@mszq.com
负责人平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
王溪	上海	021-68885793	13585785630	wangxi_sh@mszq.com
销售	负责区域	电话	手机	邮箱
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

民生证券研究所：

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：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室； 518040

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座； 200120

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（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、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，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任何方式发送、传播或复印本报告。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。