



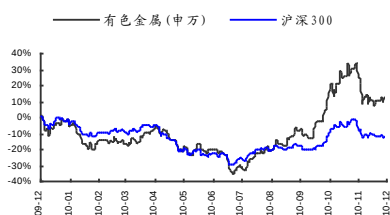
有色行业 2011 年度 A 股策略：

在周期行业中寻找穿越周期的机会

研究报告-有色行业

首次评级：中性

相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
有色金属	-4.6	28.6	18.8
沪深 300	-0.7	10.3	-8.5

重点公司	6m%	YTD%	评级
山东黄金	42.8	35.5	买入
大元股份	103.4	78.4	中性
西部矿业	77.2	26.4	买入
*ST 威达	95.2	287.3	中性
厦门钨业	137.0	149.0	买入
包钢稀土	72.7	148.9	买入

分析师

张晓霞

执业证书：S0350207120532

联系人

苏丹

电话：0755-83706210

邮件：sud@ghzq.com.cn

分析师申明：

分析师在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外，分析师薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

■ 基础金属价格有望震荡中向上缓行

2011 年基础金属价格将主要受基本面、货币流动性及美元指数三大因素影响。明年全球经济预计整体维持正增长，但速度有所放缓，基础金属基本面无重大拐点。考虑欧美经济复苏缓慢，货币流动性仍将总体宽松，再加上美元长期震荡走软和金属 ETF 成立等因素，我们认为金属价格会延续今年震荡上行的趋势，但上涨空间可能仅在 10% 左右。

■ 基础金属 A 股投资：重视资源储量有扩张潜力的个股

由于明年基础金属价格没有大幅度上涨的潜力，我们认为整个基础金属板块不具备大牛的条件，只存在阶段的交易性投资机会。稳健的投资，应秉持轻板块重个股的原则，寻找资源上有外延式扩张能力的企业。重点关注个股：西部矿业，铜陵有色

■ 贵金属：货币信用危机下的金银牛市仍在继续

受货币信用危机和流动性影响，黄金投资需求会进一步增加。在央行普遍减少售金供应趋紧的情况下，黄金供需将出现较大缺口，促使金价继续上行。另外货币流动性的持续宽松和美元的下行也会助推黄金价格。预计黄金明年将有 20-30% 的上涨空间。由于白银价格与黄金价格存在高度的关联性，因此存在相似的上涨空间。重点关注个股：中金黄金、山东黄金、大元股份、*ST 威达

■ 小金属：看好钨金属后市

钨的消费与经济增长及工业化进程密切相关，被称为“工业牙齿”。而钨的消费刚性较强，长期来看，全球钨的消费增长明显。钨是我国的优势战略资源，随着我国持续的资源治理和全球钨消费增加，钨价将继续回升。重点关注个股：厦门钨业

■ 稀土：明年仍是明星

近年中国对稀土资源的重视度提升至战略级别，保护调控政策日趋严厉，今年以来稀土治理初见成效，产品价格急速提升。其他稀土产短期内还无法迅速扩大稀土产能，因此明年在中国政府的严厉调控下，稀土价格仍会进一步上涨，相关企业将会受益。重点关注个股：包钢稀土、广晟有色

基础金属价格有望震荡中向上缓行

2011 年基础金属价格将主要受基本面、货币流动性及美元指数三大因素影响。

明年全球经济预计整体维持正增长，但速度有所放缓，因此基础金属基本面无重大拐点，但考虑欧美经济复苏缓慢，货币流动性仍将总体宽松，再加上美元长期震荡走软和金属 ETF 成立等因素，我们认为金属价格会延续今年震荡上行的趋势，但上涨空间可能仅在 10% 左右。

美欧经济复苏缓慢 预计明年货币供应量仍将维持宽松

根据 IMF 最新经济展望报告显示，这次危机后欧美国家经济的复苏程度弱于以往，未来欧美经济将步入低速复苏期，预计美国经济增速将由今年的 2.6% 下降到明年的 2.3%，欧元区的增速也由今年的 2.6% 下降到 2.3%，发达国家整体增长率将由今年的 2.7% 下降到 2.2%。

与此同时，受出口等因素影响，新兴经济体明年经济增速预计也将有所放缓，整体增速由 7.1% 下降到 6.4%，其中中国经济增速将由 10.5% 下降到 9.6%。（图表 1）

图表 1 IMF《世界经济展望》2010 年 10 月最新预测

	2008	2009	2010E	2011E	对上期预测数据进行的调整	
					2010E	2011E
世界经济	2.8	-0.6	4.8	4.2	0.8	0.1
发达国家	0.2	-3.2	2.7	2.2	0.1	-0.2
美国	0.0	-2.6	2.6	2.3	-0.7	-0.6
欧元区	0.5	-4.1	1.7	1.5	0.7	0.2
日本	-1.2	-5.2	2.8	1.5	0.4	-0.3
新兴工业化国家	6.0	2.5	7.1	6.4	0.3	0.0
俄罗斯	5.2	-7.9	4.0	4.3	-0.3	0.2
中国	9.6	9.1	10.5	9.6	0.0	0.0
印度	6.4	5.7	9.7	8.4	0.3	0.0
东盟五国	4.7	1.7	6.6	5.4	0.2	-0.1
世界贸易量（货物和服务）	2.9	-11.0	11.4	7.0	2.4	0.7

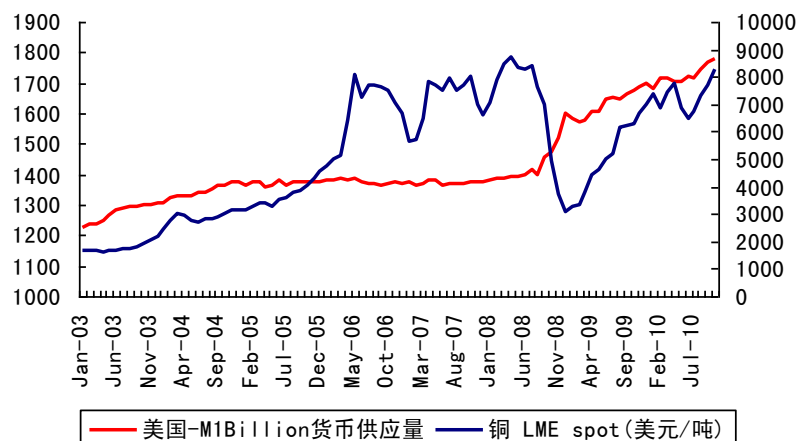
资料来源：IMF、国海证券研究所

在经济复苏缓慢的情况下，我们认为明年以美国为代表的西方经济体，货币供应仍会维持较宽松的状态。而新兴经济体受热钱、出口等压力影响，也不会过快的收紧货币政策。

后金融危机时代 美国货币供应量与基础金属价格成正比

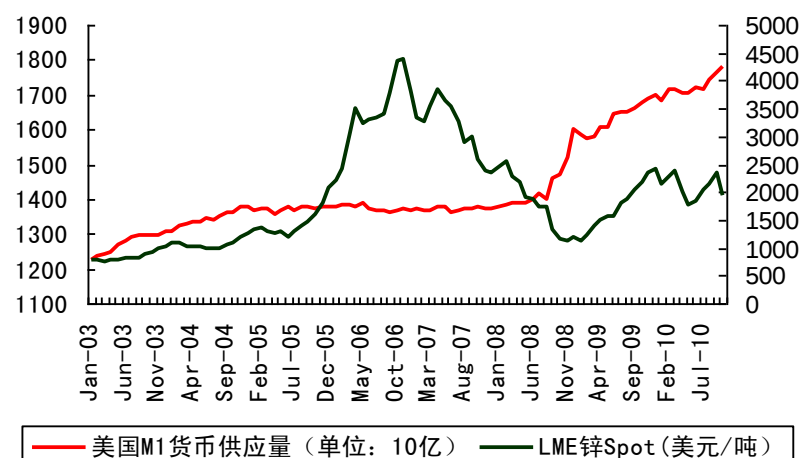
从金融危机后的数据看，美元货币供应量与基础金属价格成正比例关系（图表 2、3）。美国的第二轮量化宽松政策将进一步扩大货币供应量，基础金属的价格很可能随之上涨。

图表 2 美国货币供应量（左轴）与 LME 铜价（右轴）



资料来源：bloomberg、国海证券研究所

图表 3 美国货币供应量（左轴）与 LME 锌价（右轴）

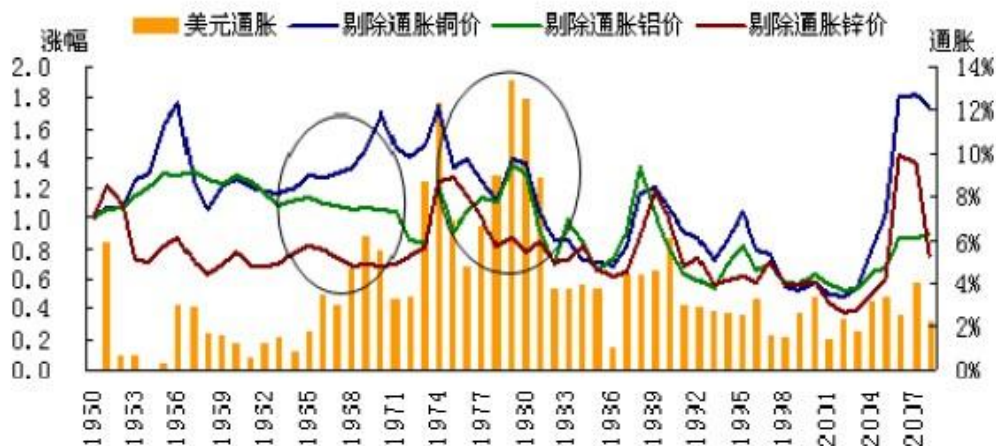


资料来源：bloomberg、国海证券研究所

经济增长缓慢+流动性充裕=温和通胀 将助推金属价格缓升

经济复苏缓慢的情况下，虽然流动性充裕，但预计通货膨胀将处于温和状态。我们对过去几十年通胀和基础金属价格分析发现，温和通胀下，金属价格与通胀一般成正比例增长。因此，明年金属价格随通胀稳步上升几率较大。

图表 4 温和通胀期间金属价格与通胀显示出正相关增长

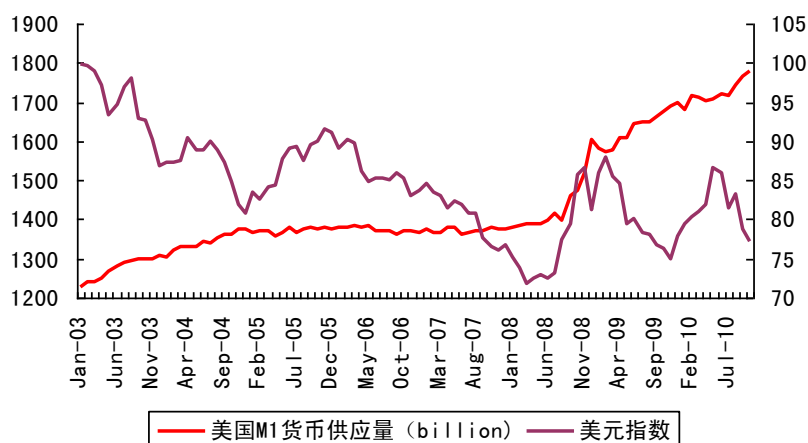


资料来源: bloomberg、国海证券研究所

美元指数将维持区间震荡

美国新一轮量化宽松货币政策开始实施后, 美元指数一度跌至 75 附近, 但受欧债第二轮危机影响, 反弹至 80 附近震荡。由于美国货币政策持续宽松, 利率长期维持在低位, 明年美元很可能再次走软, 下探 70 的历史低位。但考虑美元作为全球商品结算主要货币的地位, 短期内仍不可能被其他货币替代, 因此美元指数在 70 左右估计将获得支撑。我们认为美元指数 11 年很可能在 70-80 之间区间震荡。

图表 5 美国货币供应量 (左轴) 与美元指数 (右轴)

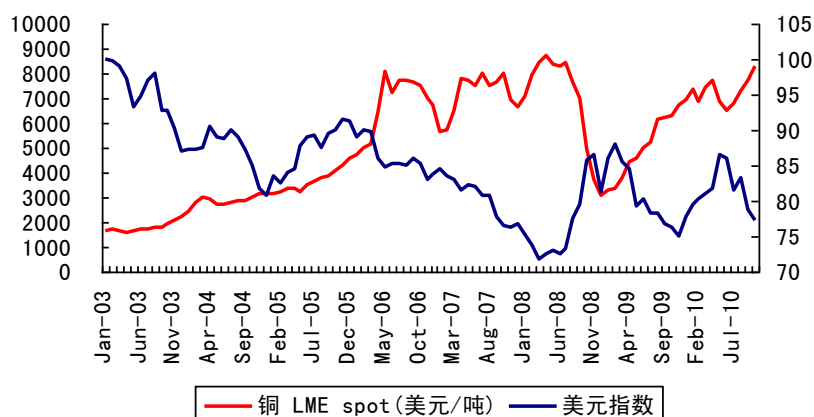


资料来源: bloomberg、国海证券研究所

美元指数与金属呈负相关 美元长期走软将支撑大宗商品上涨

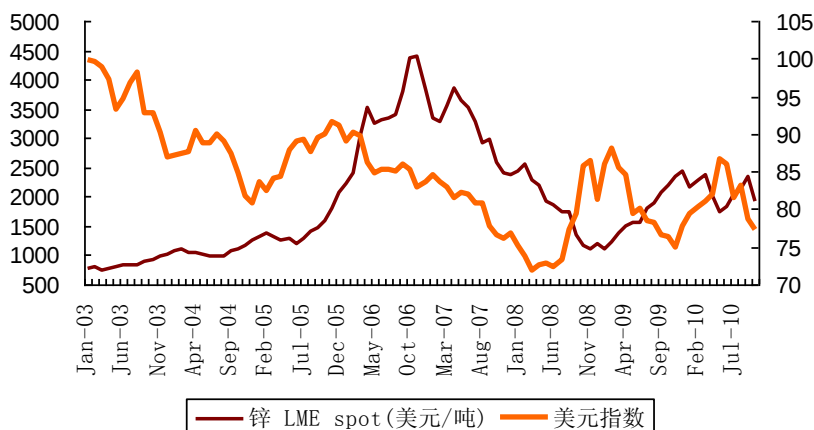
从图表 6 看，美元指数和基础金属长大部分时间呈负相关走势。因此明年美元指数震荡走低的过程，很可能是基础金属震荡上行的过程。但由于一定时间内，美元下行空间较有限，因此基础金属涨幅可能有限。

图表 6 LME 铜价（左轴）与美元指数（右轴）



资料来源：bloomberg、国海证券研究所

图表 7 LME 锌价（左轴）与美元指数（右轴）

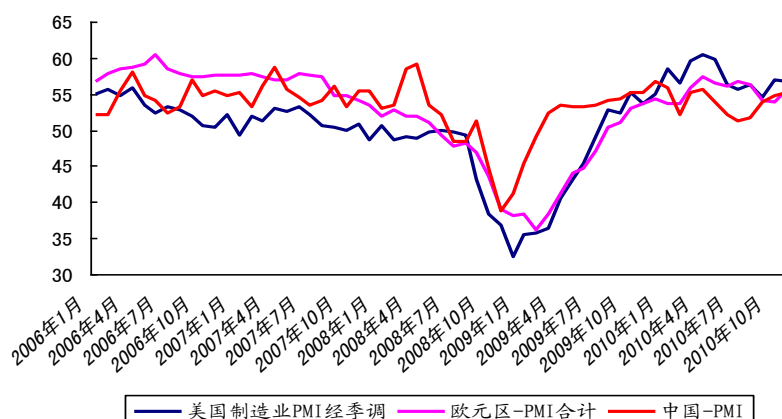


资料来源：bloomberg、国海证券研究所

基础金属基本面随宏观经济回暖 但需求增速普遍放缓

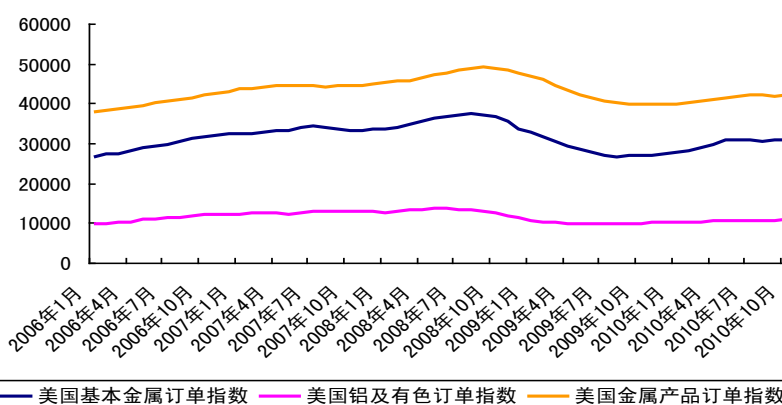
主要经济体采购经理人指数（PMI）2010 年都回复至 50 以上（图表 7），显示全球经济企稳向好。欧美金属订单指数稳中有升（图表 8、9）。

图表 8 PMI 指数在 50 上方显示经济整体向好



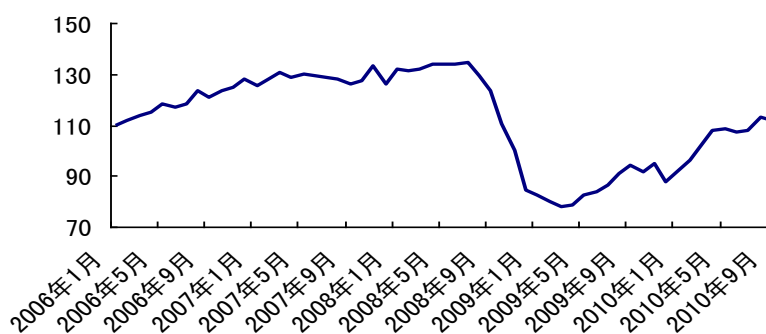
资料来源：bloomberg、国海证券研究所

图表 9 美国基本金属订单指数缓步回升



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

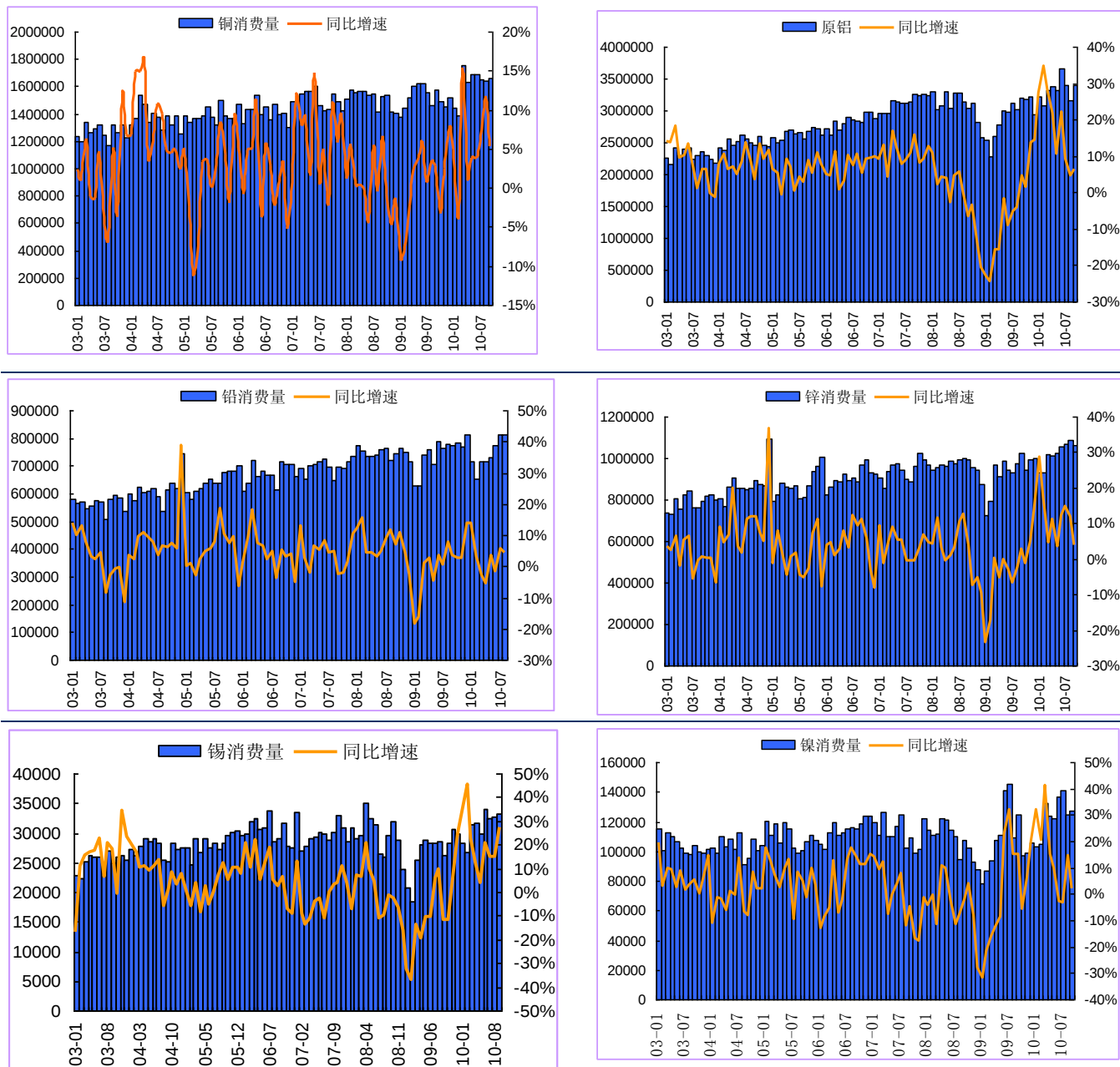
图表 10 欧洲金属产品订单指数温和上行



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

从图表 11 看，基础金属消费量普遍有所上升，但消费增速处于下降趋势中，难以支持金属价格大幅上涨。

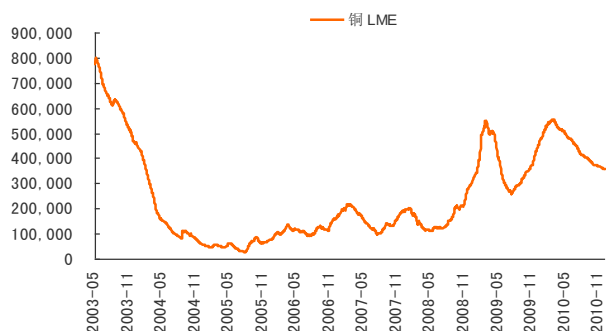
图表 11 基础金属消费量普遍上升 但增速放缓



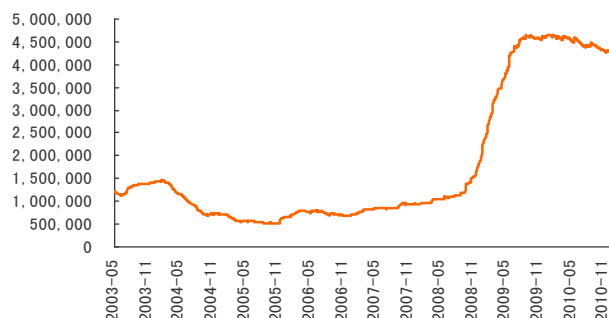
资料来源: Macquarie、国海证券研究所

细化来看，基础金属基本面也有所分化。从下图的金属库存情况分析，铜、锡、镍三个品种库存下降显著，供需面可能较为紧张，价格上可以看高一线。

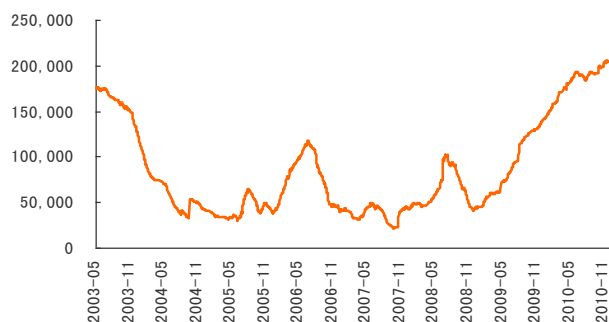
图表 12 LME 铜库存 (单位: 吨)



图表 13 LME 铝库存 (单位: 吨)



图表 14 LME 铅库存 (单位: 吨)



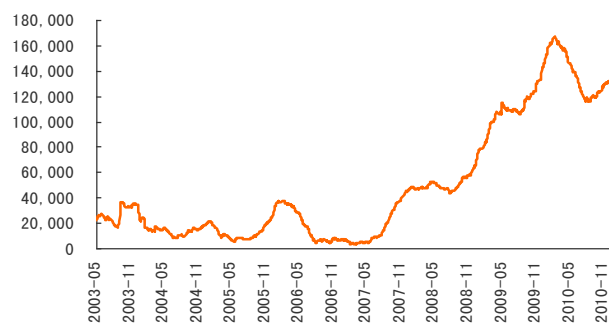
图表 15 LME 锌库存 (单位: 吨)



图表 16 LME 锡库存 (单位: 吨)



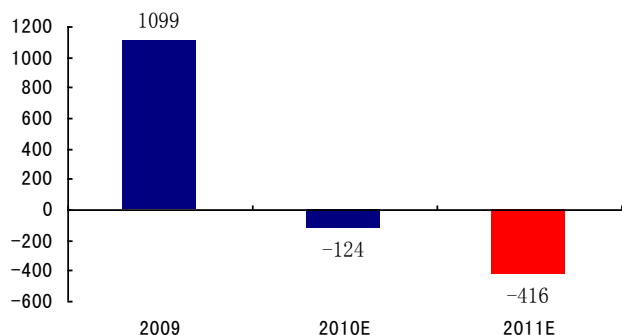
图表 17 LME 镍库存 (单位: 吨)



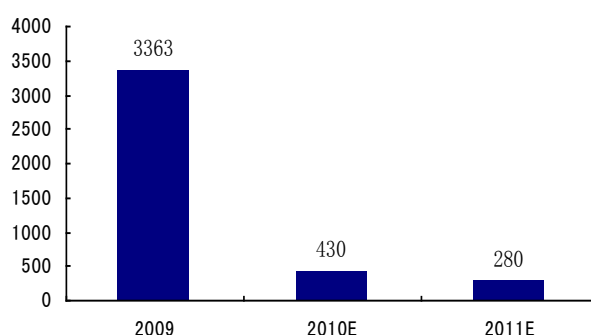
资料来源: Bloomberg、国海证券研究所

明年铜基本面较好，可能出现供应缺口，但缺口应该不会太大。

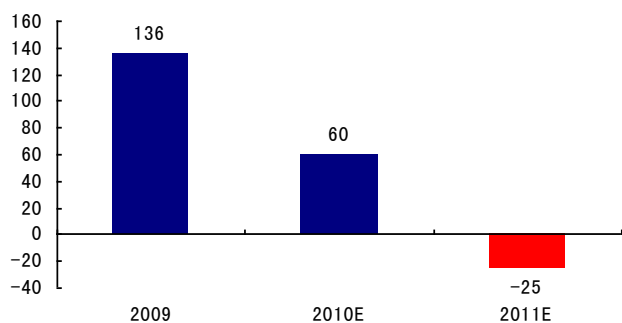
图表 18 铜供应将出现较大缺口(单位: 千吨)



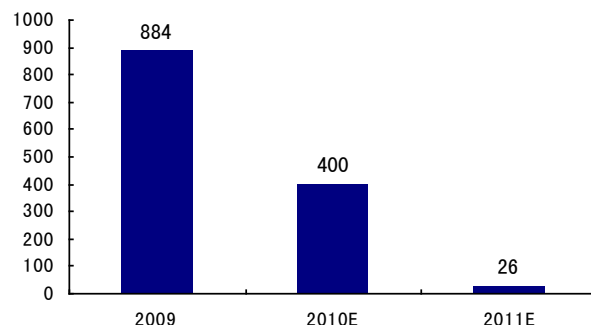
图表 19 铝供应过剩有所缓和(单位: 千吨)



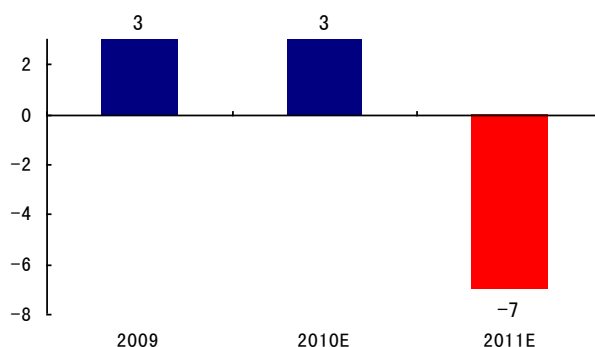
图表 20 铅供应小幅短缺(单位: 千吨)



图表 21 锌供需基本平衡(单位: 千吨)



图表 22 镍供需基本平衡(单位: 千吨)



资料来源: CRU、国海证券研究所

金属 ETF 的推出可能会加剧金属价格的震荡

据外媒报道，今年 10 月以来，已有三家机构向美国证交会申请推出现货铜交易 ETF 基金。摩根大通的现货铜基金将得到 6.18 万吨实物铜的支持；贝莱德的 iShares Copper Trust 将持有 12.12 万吨铜；ETF Securities 亦会建立一只基金，另有消息称，高盛和德意志银行也有意推出现货铜 ETF 基金。

基本金属 ETF 基金与贵金属 ETF 基金的投资属性基本相同。投资者

投资该类基金的目的都是保值,其属于典型的对冲通胀型的投资理财产品。基本金属 ETF 基金将具有短期助涨助跌的作用,在一定程度上会扭曲行业供需基本面,且会将货币环境、突发事件及政府监管活动的效应放大化。

我们认为基础金属 ETF 的出现,很可能会加剧金属价格的震荡,但不会影响金属长期价格趋势。

结论:

综合上述分析,我们认为,明年基础金属的基本面总体较为平淡,但在货币流动性充裕和美元走软的情况下,价格震荡上行的可能性较大,但不存在大幅增长的预期。

A 股投资策略:重视资源储量有扩张潜力的个股

由于明年基础金属价格不具备大幅度上涨的潜力,我们认为整个基础金属板块不具备大牛的条件,只存在阶段性的交易性投资机会。稳健的投资,应秉持轻板块重个股的原则,寻找资源上有外延式扩张能力的企业。

重点关注个股:西部矿业,铜陵有色

贵金属:货币信用危机下的金银牛市仍在继续

黄金:投资需求驱动为主

黄金主要的需求来自于首饰加工,工业制造和投资与储备。预计明年首饰及工业制造需求在宏观经济总体向好的大背景下,将继续回升。而投资与储备需求,受货币信用危机和流动性影响,仍会进一步增加。在供应无大变化的情况下,黄金的供需将偏紧,促使金价继续上行。另外货币流动性的持续宽松和美元的下行也会助推黄金价格。

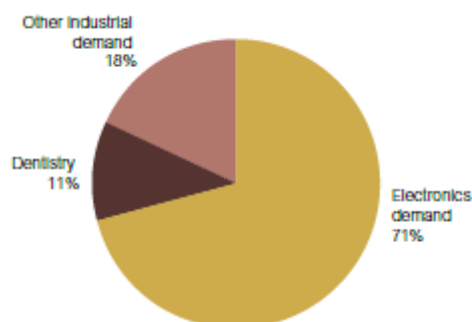
首饰加工需求将持续增加

最主要的黄金首饰需求市场印度,2010 年经济延续了迅速的复苏态势,另外中国的需求也有所上升。虽然该部分需求一定程度上受到价格的压力,但 WGC 最近的数据显示,亚洲市场黄金消费对价格相对不敏感,10 年金价上涨了近 30%的情况下,中国和印度的首饰消费仍分别上涨了 10%和 36%。我们认为这一部分需求明年仍将稳步增加。

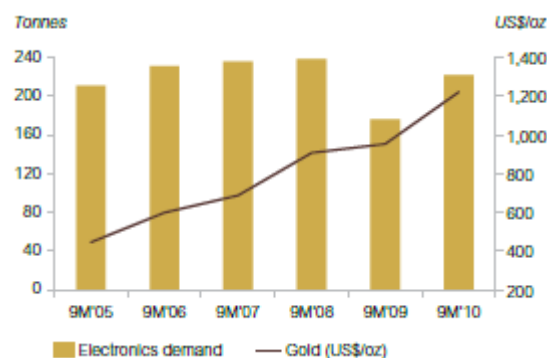
工业需求主要看电子产品制造行业

通过对过去五年的数据进行分析，我们认为电子制造行业需求对黄金价格的弹性较低，明年这部分需求有望继续回升。

图表 23: 黄金工业需求分布



图表 24: 电子制造行业需求与黄金价格



资料来源: WGC, 国海研究所

货币信用危机下 黄金储备需求继续增大

中国、俄国和印度等新兴经济体，由于贸易顺差积累了大量外汇储备，这种储备主要以美元资产形式存在。09 年中国宣布在 2003 年至 2009 年六年间，增持黄金 438 吨，使中国黄金储量达到 1054 吨，排名上升到世界第六位。

图表 25: 世界官方黄金储备

	2010 年 Q3	占外汇储备百分比	2009 年 Q3	变动
United States	8,134	73.90%	8134	0
Germany	3,402	70.30%	3408	-7
IMF	2,847		3217	-371
Italy	2,452	68.60%	2452	0
France	2,435	67.20%	2445	-10
China	1,054	1.70%	1054	0
Switzerland	1,040	16.40%	1040	0
Russia	775	6.70%	568	207
Japan	765	3.00%	765	0
Netherlands	613	57.50%	765	-153
India	558	8.10%	358	200

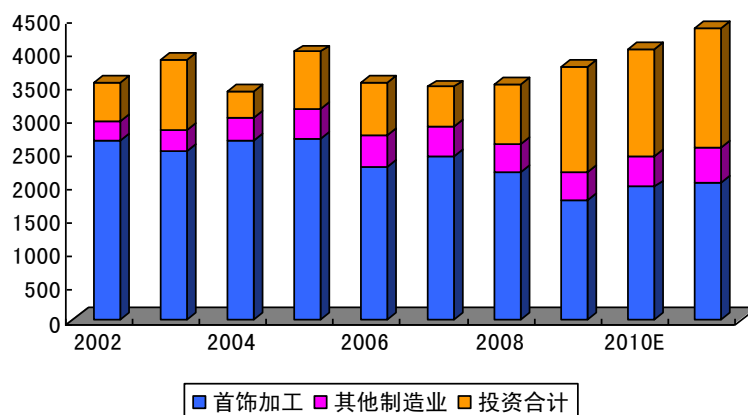
资料来源: WGC, 国海研究所

从上表的黄金储量占外汇储备百分比看，中国、俄国和印度的储备比例明显低于其他欧美国家，美元信用危机的情况下，这些国家很有可能不再继续大规模购买美国国债，而是将资产分散到黄金、原油等资源类商品上，作为替代美元的储备。

2011 年新兴经济体官方央行的“外汇储备多元化”，可能仍然是推

动黄金投资和储备需求的主动力。我们认为，这部分需求有继续上涨的趋势。

图表 26 黄金需求 11 年将继续攀升



资料来源：WGC、国海证券研究所

黄金供应可能整体下滑

黄金供应主要由矿产金，再生金和央行售金组成。矿产金由于资源的有限性，供应没有太大向上增长空间根据美国地质调查局的统计，现已查明的世界黄金储量为 4.8 万吨。储量最多的国家是南非，美国，澳大利亚和俄罗斯。

1978 年世界黄金矿产量为 1210.7 吨，2008 年为 2164.3 吨，年均产量增长为 1.96%。南非因矿山生产成本逐渐偏高，产量连年下降，失去了雄踞多年的世界第一宝座。现今产量最多的国家是美国、中国和澳大利亚。

从上世纪 70 年代起，湿法冶炼黄金的技术取得长足的进补，生产成本大幅度下降。根据世界黄金协会的数据，2008 年世界矿山的生产经营成本在 300-500 美元/盎司之间，低品位的金矿资源已经在被大量开发利用，因此金价进一步上涨，对黄金供应的增量影响有限。预计 2011 年矿产金产量增长维持在 2%左右。

再生金供应 2011 年可能趋降

由于黄金的不可破坏性，事实上，除非丢失，所有的黄金仍然存在。再生金就是从回收的已经被加工的金属中提炼出来的黄金。

再生金的主要来源是旧金饰、报废的电脑零件与电子设备、假牙以及其他的黄金制品。再生金的供应通常不只受金价影响，还会受到经济环境的影响。经济衰退期，现金流出现问题的机构和个人会套现不能直

接作为支付手段的黄金，形成再生金的供给。

2009 年受金价大幅上涨和经济衰退影响，再生金供应在 08 年上升 25% 的基础上，再度增加 8% 左右。

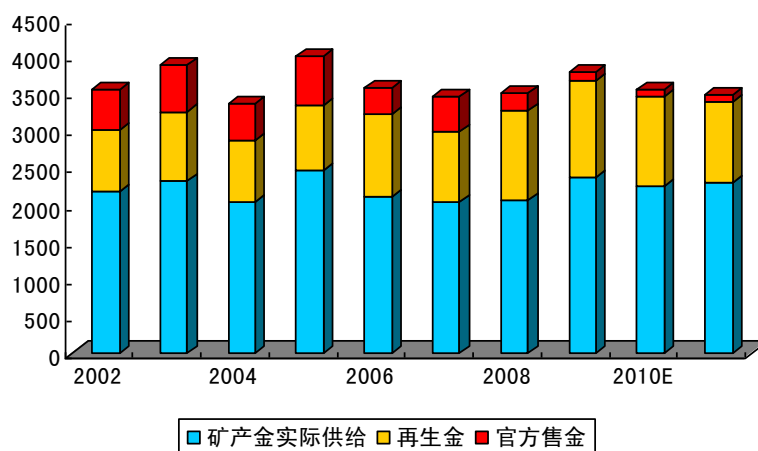
由于 2010 年经济普遍好转，再生金套现的压力减小，所以预料 2011 年再生金供应会有所下降。

受货币信用危机影响 央行售金量恐急剧下跌

根据世界黄金协会（WGC）数据显示，2010 年各国央行与国际货币基金组织（IMF）出售黄金约 94.5 吨，创 1999 年央行黄金协议生效后的最低数量。

欧洲各国央行出售黄金的意愿减弱。在过去一年中，欧洲签约方央行根据第三份《央行黄金协议》（Central Bank Gold Agreement）仅出售黄金 6.2 吨。德国，希腊与马耳他出售数量较多。IMF 则出售 88.3 公吨。欧元区银行业出售黄金数量较去年的 142 吨减少了达 96%。

图表 27 黄金供应总体出现下滑（吨）



资料来源：WGC、国海证券研究所

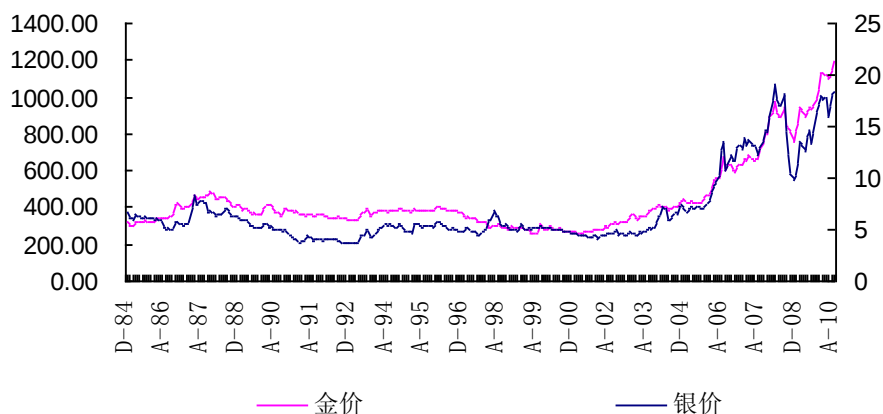
通过分析以上数字，我们认为 2011 黄金供需的缺口可能将达到 300 吨以上，进一步推升黄金价格。黄金价格将有 20%-30% 的价格空间，预计将在 1500-1800 美元/盎司的区间震荡。

黄金板块重点关注公司：山东黄金，中金黄金，大元股份

白银：历史上价格与黄金联动性极高

通过分析历史价格，我们计算出的金银价格的关联度达到了 89%。黄金不断走强的过程中，白银价格总是紧随其后。因此我们认为明年银价也会有 20-30% 的上涨空间。

图表 28 金银价格走势（吨）



资料来源：WGC、国海证券研究所

白银重点关注公司：*ST 威达

小金属：看好钨金属后市

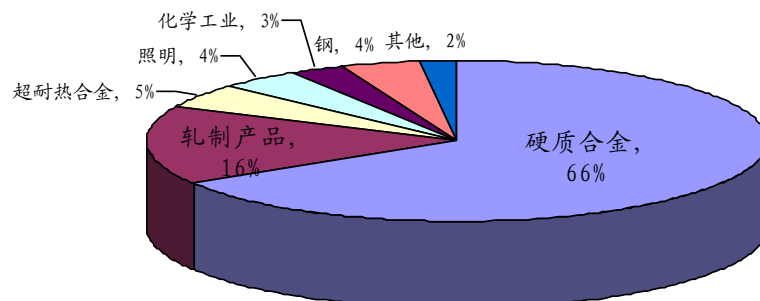
钨是国民经济和现代国防不可替代的基础材料和战略资源，用钨制造的硬质合金具有超高硬度和优异的耐磨性，用于制造各种切削工具、刀具、钻具和耐磨零部件，被誉为“工业的牙齿”。在上述应用领域，目前尚未发现钨的直接替代品。在世界范围中，钨已被列为重要的战略金属。

钨消费增长拉动钨价上升

钨的消费与经济增长及工业化进程密切相关，而钨的消费刚性较强，长期来看，全球钨的消费增长明显。

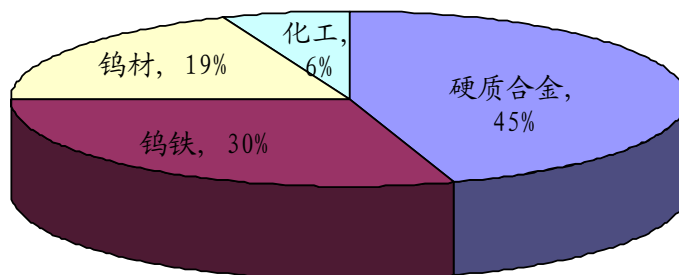
随着新兴产业的开发，钨的应用领域和需求量不断扩大，全球 50% 的钨被用于硬质合金，西方发达国家高达 60% 以上。

图表 29：美国钨消费领域



资料来源：世界钨协，国海证券研究所

图表 30：中国钨消费领域



资料来源：安泰科，国海证券研究所

目前中国钨的消费量正逐步上升（表 3）。由于世界经济整体好转，预计 2011 年钨消费量会继续上升。目前根据中国有色金属工业协会统计，2010 年钨表观消费量达同比增长 16% 左右。

图表 31：钨消费情况

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
世界钨消费量（吨）	60,000	70,000	79,000	83,000	86,000	61,064
中国钨消费量（吨）	18,600	18,300	18,623	20,049	21,218	21,800
占世界消费比重	31%	26%	24%	24%	25%	36%

资料来源：中国钨业，国海研究所

世界钨资源分布集中在中国

中国的钨资源储量丰富，在全球探明的钨矿产资源储量中占比近 70%，居全球首位。

图表 32：世界钨资源储量分布（单位：万吨）

	储量	储量基础
中国	180	420
加拿大	26	49
俄罗斯	25	42
美国	14	20
玻利维亚	5.3	10
奥地利	1	1.5
葡萄牙	0.47	6.2
韩国	-	3.5
其他国家	42	74
全球总计	290	630

资料来源：USGS, 国海研究所

中国钨产量居世界第一

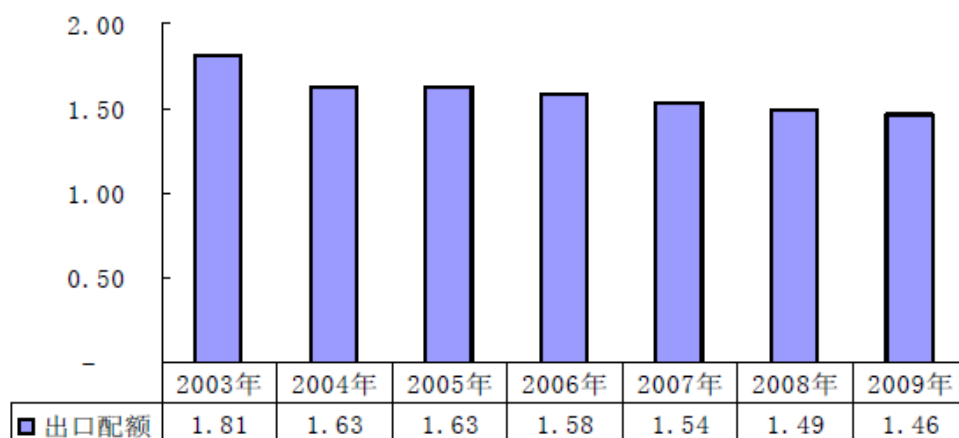
目前全球钨年产量超过 80% 来自中国。截至 9 月底，中国钨精矿产量 82108 吨

我国正通过生产总量控制和出口配额限制取得钨矿定价权

长久以来，作为最大的资源国和出产国，中国钨矿虽然属于垄断性资源，但是并没有获得垄断性利润，其原因在于中国钨出口以附加值低的初级产品为主，以低廉的价格为世界钨工业的先进深加工企业提供原料，而这些企业又以高昂的价格将高精产品出口到中国。

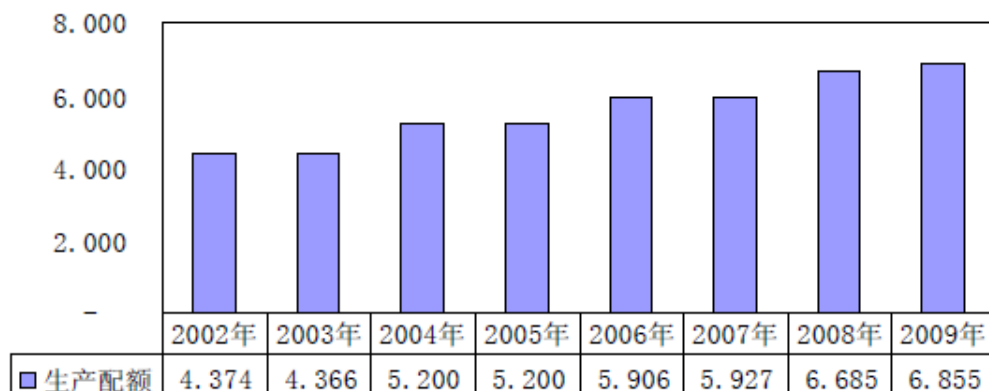
为了扭转这种这种不合理局面并保护宝贵的钨资源，我国从 2001 年开始施行生产总量控制和出口配额限制。从最近几年的配额指标来看，国家逐年减少了钨产品的出口配额，而钨精矿的开采指标则是根据国内经济增长形势而逐年缓慢增加。

图表 33: 2003-2009 年钨品出口配额数量 (单位: 万吨)



资料来源: 中国钨协, 国海研究所

图表 34: 2002-2009 年钨精矿配额情况 (单位: 万吨)

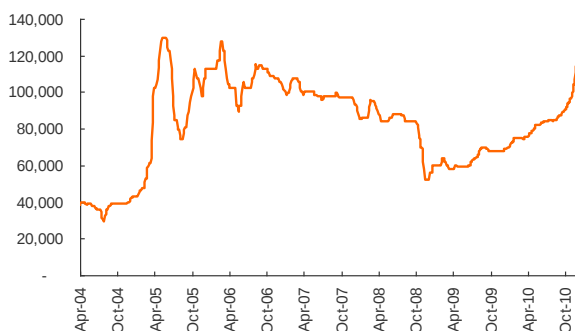


资料来源: 中国钨协, 国海研究所

虽然国内钨精矿实际开采量始终远超过配额生产量, 但国家的配额政策对私采滥挖还是起到了抑制作用, 国际钨初级产品价格也一路上涨并稳定在合理水平。

随着消费回升，钨价稳步回升，至今仍维持了上升的态势。预计明年钨精矿价格将仍有 20% 左右的涨幅。

图表 35: 钨精矿 (65%) 价格 (元/吨度)



图表 36: 仲钨酸铵 (APT 88.5%min) 价格 (元/吨度)



资料来源: Bloomberg, 国海研究所

重点关注企业: 厦门钨业

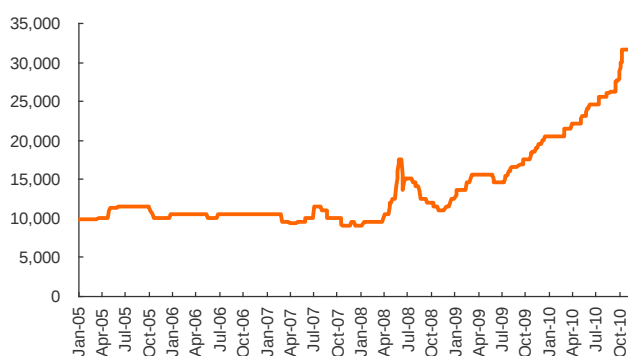
新材料: 稀土仍是明星

随着新兴产业的发展，稀土的应用从 19 世纪末应用稀土制造汽灯纱罩、打火石和弧光灯碳棒等初级应用产品发展到现在把稀土广泛应用于彩电荧光屏、三基色节能灯、绿色高能充电电池、汽车尾气净化催化剂、电脑驱动器、核磁共振成像仪、固体激光器、光纤通讯和磁悬浮列车等高科技领域。

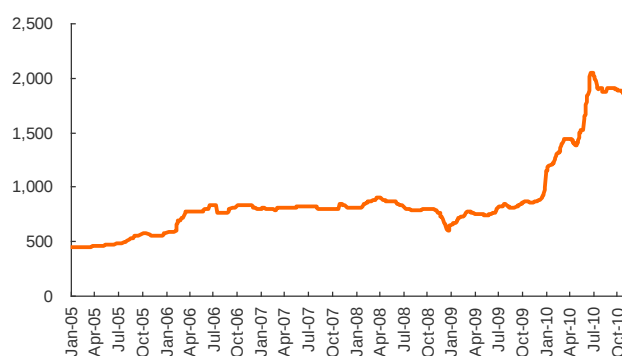
中国是世界上稀土资源最丰富的国家，稀土储量和产量均居世界首位，在 19 个省市自治区都发现有稀土矿藏，而且矿物品种齐全。特别令世人瞩目的是在我国南岭地区，包括江西、广东、福建、湖南、广西等省(自治区)蕴藏着我国所特有而又极为丰富的离子型稀土矿，它们所富含的钇、铽等中重稀土储量占世界一半以上。

近年中国对稀土资源的重视度提升至战略级别，保护调控政策日趋严厉，今年以来稀土治理初见成效，产品价格急速提升。

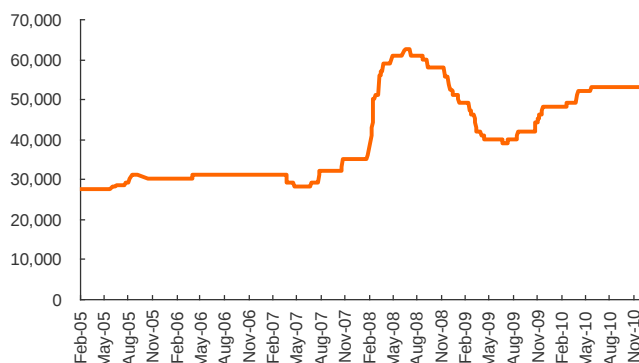
图表 37 氧化铈价格（单位：元/吨度）



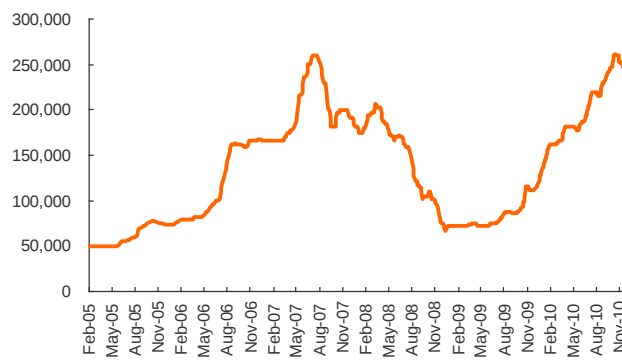
图表 38 金属镨价格（单位：元/千克）



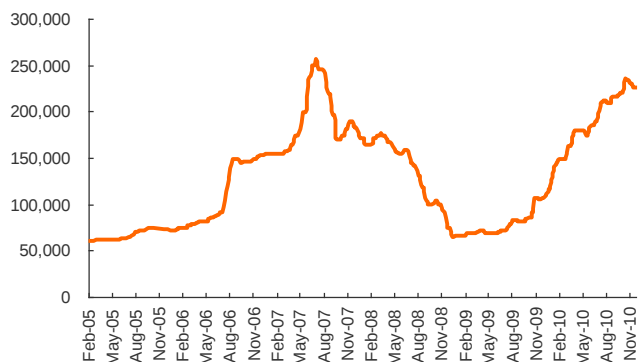
图表 39 金属镧价格（单位：元/吨度）



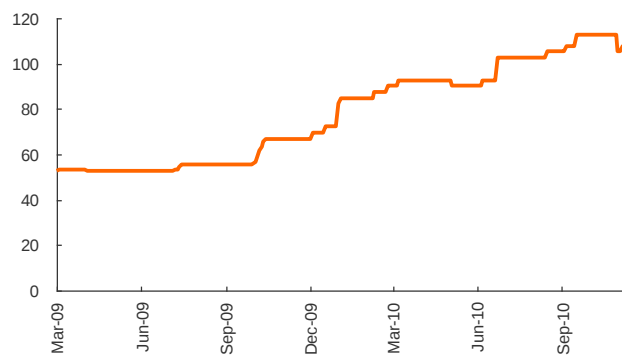
图表 40 氧化钕价格（单位：元/吨度）



图表 41 氧化镨价格（单位：元/吨度）



图表 42 烧结钕铁硼（单位：元/千克）



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

其他稀土产短期内还无法迅速扩大稀土产能，因此明年在中国政府的严厉调控下，稀土价格仍会进一步上涨，相关企业将会受益。

重点关注企业：包钢稀土、中色股份、广晟有色

重点关注上市公司估值及投资评级

图表 43 关注公司盈利预测及估值

证券代码	证券简称	收盘价	EPS			PE			评级
			2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E	
002340.SZ	格林美	63.35	0.81	0.85	1.53	78	75	41	增持
000969.SZ	安泰科技	25.17	0.39	0.32	0.52	65	78	48	买入
000630.SZ	铜陵有色	30.34	0.47	0.64	0.86	65	48	35	买入
601168.SH	西部矿业	19.52	0.25	0.48	0.63	77	41	31	买入
600489.SH	中金黄金	41.42	0.66	0.79	1.06	63	52	39	买入
600547.SH	山东黄金	56.17	1.05	0.89	1.20	54	63	47	买入
600111.SH	包钢稀土	72.4	0.07	0.98	1.41	1048	74	51	买入
600259.SH	广晟有色	72	0.11	0.23	0.40	635	308	181	中性
600549.SH	厦门钨业	50.51	0.31	0.66	1.20	162	77	42	买入
600146.SH	大元股份	37.24	-0.24	0.05	1.2	-	745	31	中性
000603.SZ	*ST 威达	29.9	-0.03	-0.03	0.80	-997	-997	37	中性

资料来源：国海证券

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

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。本报告版权归国海证券所有。