

强烈推荐-A (维持)

杉杉股份 600884.SH

目标估值: 19.5-19.5 元

当前股价: 14.08 元

2017 年 02 月 26 日

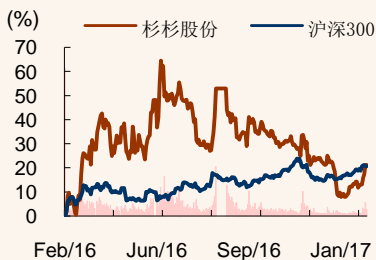
正极材料业务受益金属钴涨价

基础数据

上证综指	3253
总股本(万股)	112276
已上市流通股(万股)	82172
总市值(亿元)	158
流通市值(亿元)	116
每股净资产(MRQ)	7.5
ROE(TTM)	3.2
资产负债率	36.4%
主要股东	杉杉集团有限公司
主要股东持股比例	23.79%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	11	-21	8
相对表现	8	-25	-4



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《杉杉股份(600884):资本开支进入收获期,产业整合将成为常态》2016-10-28
- 2、《杉杉股份(600884)一聚焦新能源,车辆运营和能源服务将是公司新面孔》2016-08-16
- 3、《杉杉股份(600884):半年报业绩符合预期,新能源业务加速成长》2016-07-28

胡毅

huyi3@cmschina.com.cn
S1090515080003

游家训

021-68407937
youjx@cmschina.com.cn
S1090515050001

受益于金属钴涨价,杉杉股份正极材料盈利水平有望显著提升。不考虑存量资产剥离和新的资产并购,我们预计公司经营业务(电池材料、新能源汽车、服装等)2016~2017年归母净利润为2.39亿和5.97亿。考虑公司在手宁波银行股权的可变现价值,基于经营性业务17年业绩和新能源行业30倍估值,我们给予杉杉股份的目标价为19.4元,并维持“强烈推荐-A”评级。

- **综合分析,数码锂电正极材料对原材料成本上涨具有较好的传导能力。**自2017年开年以来,金属钴涨价继续带动钴材料加工环节各类产品售价的上升。基于对各个环节“收入涨幅-成本涨幅”的分析,数码锂电市场相对于动力电池市场,对正极材料涨价敏感度较低,所以正极材料对原料成本上涨的传递通畅,未因为原料涨价而带来不良影响。
- **在金属钴涨价趋势下,正极材料可在原料库存方面获得额外收益。**历史数据显示,2007年~2008年的金属钴涨价,曾使正极材料加工环节盈利水平大幅提升。我们认为正极材料原料库存周转带来的收益,是其最主要原因。
- **正极材料业务已在杉杉股份收入和利润端占比过半。**2016年上半年,正极材料业务在杉杉股份收入中占比51.9%,利润占比51.2%。另外,正极材料业务中,超过70%应用于数码锂电,所以随着金属钴涨价趋势延续,以及杉杉股份新产能不断投放,杉杉股份正极材料业务将显著的带动上市公司盈利水平。我们考虑了钴原料周转单吨收益和正极材料加工费两个假设条件,对杉杉股份正极材料盈利水进行敏感性分析,乐观情况下,原料价格波动可为公司最多带来1.7亿的额外业绩弹性。
- **维持“强烈推荐-A”投资评级。**不考虑存量资产剥离和新的资产并购,我们预计公司经营业务(电池材料、新能源汽车、服装等)2016~2017年归母净利润为2.39亿和5.97亿。考虑公司在手宁波银行股权的可变现价值,基于经营性业务17年业绩和新能源行业30倍估值,我们给予杉杉股份的目标价为19.4元,并维持“强烈推荐-A”评级。
- **风险提示:**金属钴原料价格走势发生掉头反转,公司产量规模扩张低于预期。

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	3659	4302	4733	9549	12709
同比增长	-10%	18%	10%	102%	33%
营业利润(百万元)	369	783	1020	1579	2078
同比增长	121%	112%	30%	55%	32%
净利润(百万元)	348	665	719	1083	1435
同比增长	90%	91%	8%	50%	33%
每股收益(元)	0.85	1.62	0.64	0.96	1.28
PE	16.6	8.7	22.0	14.6	11.0
PB	2.4	1.2	1.8	1.6	1.5

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

金属钴涨价对下游加工环节的影响	4
1. 数码锂电正极材料对原材料成本上涨具有较好的传导能力	4
2. 历史上看，正极材料环节受益于金属钴原材料涨价	6
杉杉股份受益于金属钴涨价	9
1. 正极材料在公司收入和利润环节占较高水平	9
2. 杉杉股份正极材料产品中，数码锂电占比 70%左右	9
3. 杉杉股份正极材料业务业绩弹性测算	10
杉杉股份正极材料竞争力分析	11
杉杉股份盈利假设及历史估值水平	13

图表目录

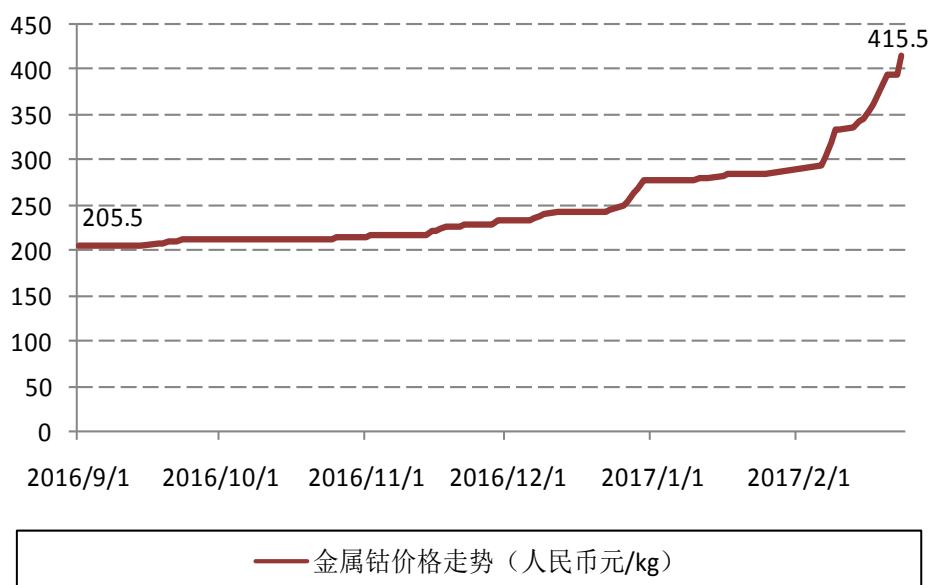
图 1: 近期金属钴价格走势统计.....	4
图 2: 钴金属加工产品价格走势 (单位: 万元/吨)	4
图 3: 正极材料金属加工产业链.....	5
图 4: 正极材料金属加工环节“收入变化-成本变化”比较示意.....	5
图 5: 正极材料金属加工环节“收入变化-成本变化”比较示意.....	6
图 6: 2006 年~2009 年金属钴价格走势统计	7
图 7: 当升科技 2007 年~2010 年企业经营情况.....	7
图 8: 杉杉股份正极材料业务在公司收入及利润中占比情况.....	9
图 9: 杉杉股份正极材料市场应用统计.....	9
图 10: 杉杉股份的正极材料盈利水平与周转受益的敏感度分析	10
图 11: 杉杉能源宁夏工厂示意图.....	12
图 12: 杉杉能源长沙工厂示意图.....	12
图 13: 杉杉股份经营性业务盈利水平预测	13
图 14: 杉杉股份历史 PE Band.....	13
图 15: 杉杉股份历史 PB Band.....	13
表 1: 金属钴加工环节原料用量计算	5
表 2: 金属钴加工环节原料用量计算	6
表 3: 杉杉股份正极材料业务盈利弹性测算核心假设.....	10
表 4: 中国锂电正极材料年度竞争力排行统计.....	11
表 5: 杉杉能源经营财务指标	11
附: 财务预测表	14

金属钴涨价对下游加工环节的影响

1. 数码锂电正极材料对原材料成本上涨具有较好的传导能力

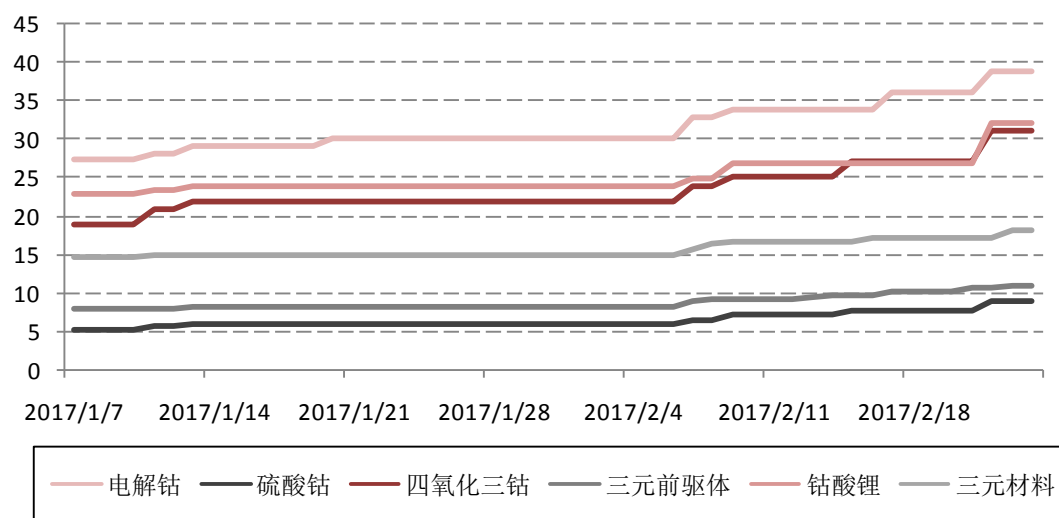
众所周知，自 2016 年 9 月份以来，国内金属钴材料已有 109% 涨幅（截止到 2017 年 2 月 23 日），受困于此，下游锂电材料产业链相关钴的加工环节，其产品也水涨船高，过去 2 个季度涨价明显，特别是自 2017 年春节以后，涨价幅度大幅提升。

图 1：近期金属钴价格走势统计



资料来源：亚洲金属网、招商证券

图 2：钴金属加工产品价格走势（单位：万元/吨）

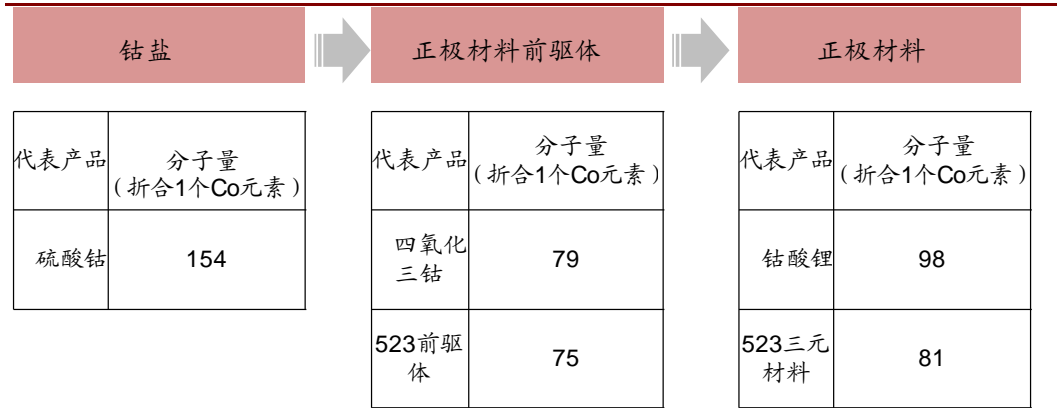


资料来源：亚洲金属网、招商证券

毋庸置疑的是，金属钴涨价，金属原料环节最为受益，因为在成本变化不大的情况下，产品单吨盈利水平实现了大幅的提升。而在一个原料价格平稳的环境下，金属加工环节，各个加工企业赚取的是金属加工费，所以随着原料涨价，是否能够将成本有效传递于下

游（收入端增长的绝对值，是否能够大于等于成本增长的绝对值），是金属加工环节是否因为原料涨价而受损的关键判断。

图 3：正极材料金属加工产业链



资料来源：招商证券

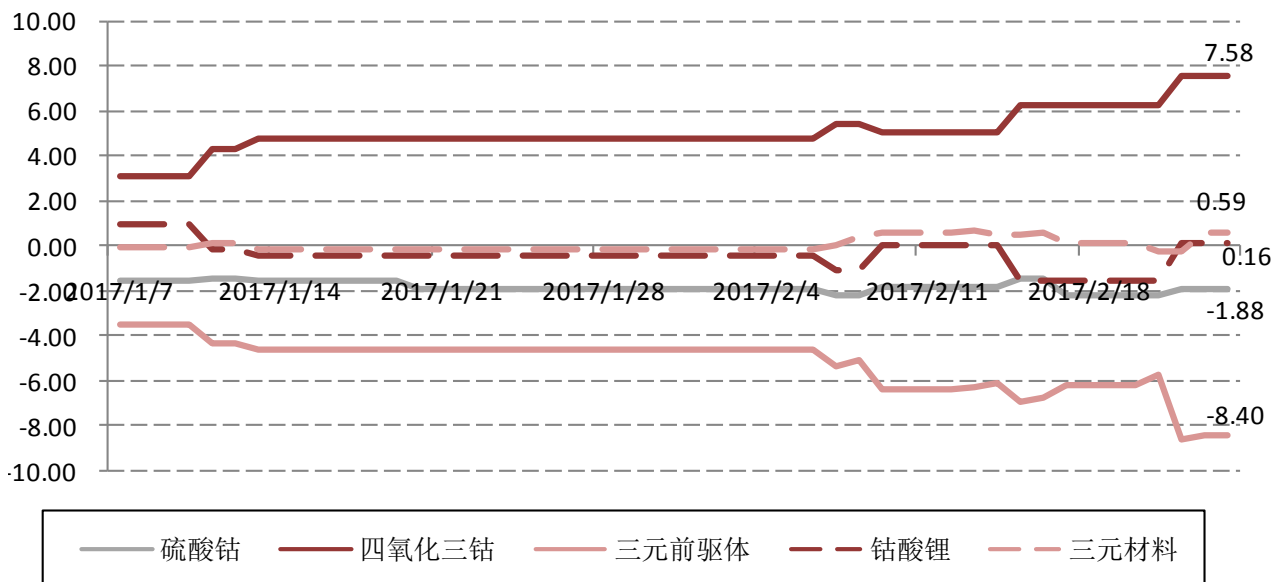
表 1：金属钴加工环节原料用量计算

钴盐环节		前驱体环节		正极材料环节	
1吨产成品原料用	产成品	1吨产成品原料用量	产成品	1吨产成品原料用量	产成品
金属钴：0.38吨	硫酸钴	硫酸钴：2.01吨	523前驱体	523前驱体：0.94吨	523三元材料
		硫酸钴：1.94吨	四氧化三钴	四氧化三钴：0.82吨	钴酸锂

资料来源：招商证券

注：考虑到金属钴在金属加工环节中成本占比高，为重点原料，所以假设不考虑加工带来的原料浪费

图 4：正极材料金属加工环节“收入变化-成本变化”比较示意



资料来源：招商证券

注：计算说明：收入变化=当前产品售价-1月7日产品售价；成本变化=当前产品成本-1月7日产品成本

从成本传导效果来看：硫酸钴加工环节，由于技术壁垒较低，所以收入端的增长小于成本端的增长，所以加工环节因为原料涨价而受损；前驱体环节，四氧化三钴与三元前驱体分化明显，四氧化三钴可有效传递成本增长；正极材料加工环节，随着前期下游市场调整完成，正极材料成本涨幅基本与收入涨幅相匹配，也就是说正极材料（钴酸锂、三

元材料)加工环节收益没有明显的受到原料涨价所带来的影响。**需要强调的是:**根据我们的调研,数码锂电正极材料市场由于锂电产品在终端 3C 产品中成本占比低(如智能手机产品,成本占比只有 5%左右),**所以数码锂电的终端市场相对来说对于正极材料涨价敏感度低,成本传递通畅。**而另外一个应用市场(主要为三元材料,钴酸锂应用较少),动力电池市场,由于终端市场有较大的降价压力,所以短期看,该市场对于正极材料成本涨价的传导能力弱,在单吨盈利和销售规模方面,都收到了原料涨价带来的负面影响。

如果正极材料企业具备前驱体生产能力,也就是可以实现从钴盐(硫酸钴)到金属钴的甲公司,那么正极材料企业成本传递能力情况如下:

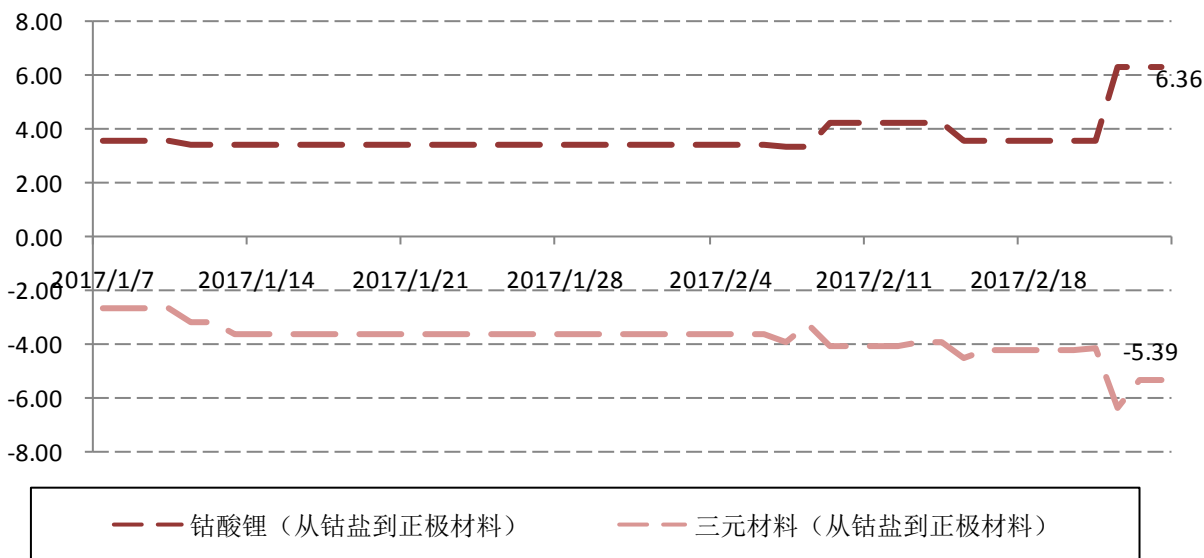
表 2: 金属钴加工环节原料用量计算

1 吨产成品原料用量	产成品
硫酸钴: 0.94 吨	523 三元材料
硫酸钴: 0.82 吨	钴酸锂

资料来源:招商证券

注:考虑到金属钴在金属加工环节中成本占比高,为重点原料,所以假设不考虑加工带来的原料浪费

图 5: 正极材料金属加工环节“收入变化-成本变化”比较示意



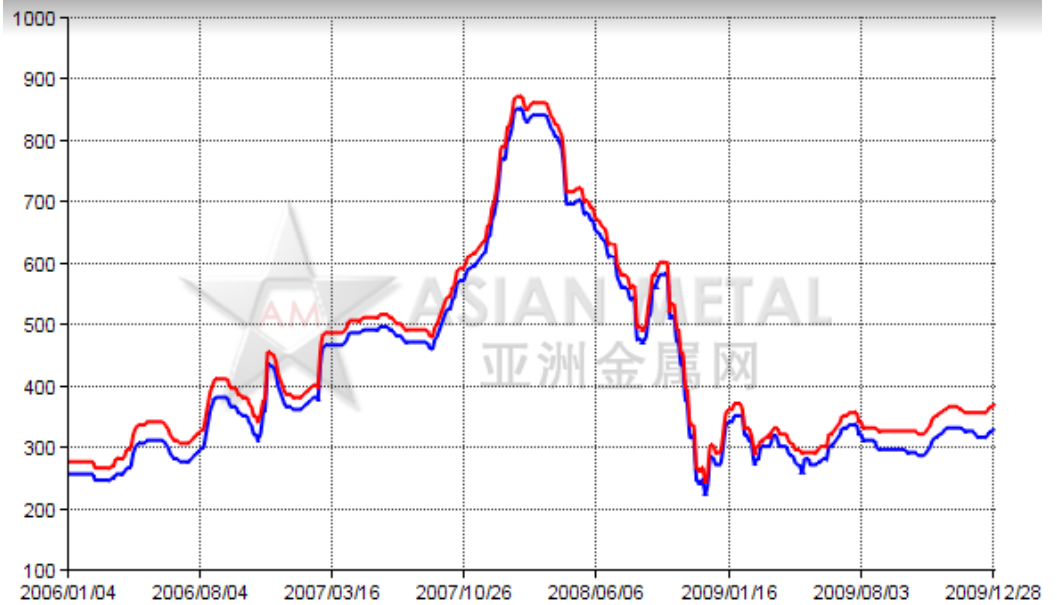
资料来源:招商证券

注:计算说明:收入变化=当前产品售价-1月7日产品售价;成本变化=当前产品成本-1月7日产品成本

2. 历史上看,正极材料环节受益于金属钴原材料涨价

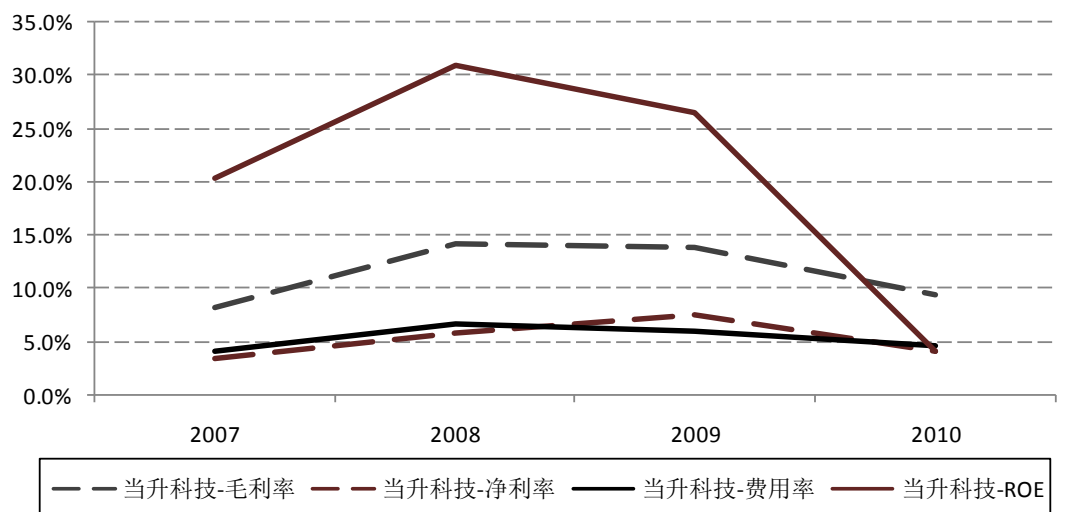
众所周知,2007年~2008年,金属钴因为行业周期原因,其产品售价曾超过 80 万元人民币/吨,受益于此,国内正极材料产品(当时主要也是数码锂电领域的应用)的单吨盈利曾在 2008 年~2009 年达到过历史顶峰,原料涨价曾为正极材料生产环节带来超额收益。

图 6: 2006 年~2009 年金属钴价格走势统计



资料来源: 亚洲金属网, 招商证券

图 7: 当升科技 2007 年~2010 年企业经营情况



资料来源: 公司公告, 招商证券

我们认为, 正极材料在原料涨价过程中, 可在 3 个方面获得盈利改善:

- 1.原料库存周转带来的盈利改善。** 我们知道, 企业经营一般会有周转库存, 所以对于正极材料生产企业, 如果原料在涨价通道中, 那么当月采购的原料下个月销售出去, 正极材料产品可以受益于原料市场售价差值所带来的盈利提升。**此为正极材料盈利改善最大的原因。**
- 2.企业周转效率提升。** 由于涨价过程中, 正极材料在与下游客户的商务谈判方面更占优势, 所以在企业账期、预付款等商务条件方面有更多主动权, 所以这对于企业资金效率提升有明显提升。
- 3.部分高端产品销量或有提升, 从而综合提升企业加工受益。** 我们知道, 正极材料并非大宗商品, 其不同系列产品在性能方面或有显著差异。在产品售价普遍提升的通道中, 高端产品和中低端产品的价格差比例是收窄的, 那么高端产品性价比优势将凸显, 所以

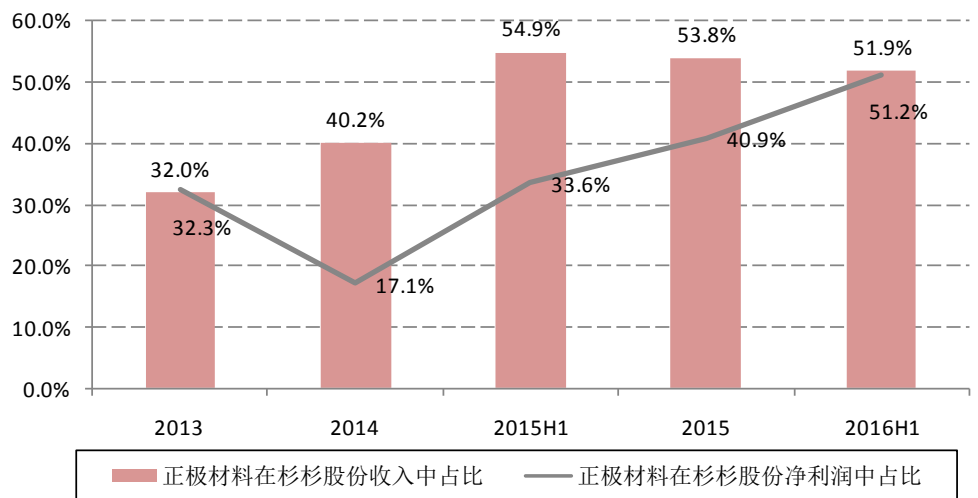
下游客户会更多高比例使用高端产品。高端产品加工费高于中低端产品，所以高端产品销量提升，将综合提升正极材料企业的单吨加工收益。

杉杉股份受益于金属钴涨价

1. 正极材料在公司收入和利润环节占较高水平

众所周知，杉杉股份经营性业务包括电池材料、服装、新能源汽车等业务，自 2013 年电池材料收入在公司总营业收入占比超过 50% 以后，电池材料业务已经为公司收入和利润的主要贡献者。而需要强调的是，近几年随着电池材料，特别是正极材料业务的发展，正极材料在公司收入及利润中，已占有越来越高的比例。

图 8：杉杉股份正极材料业务在公司收入及利润中占比情况



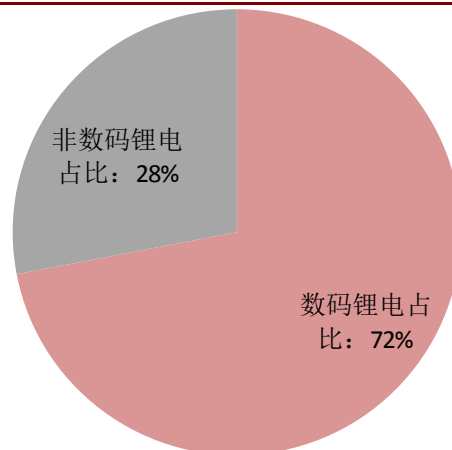
资料来源：杉杉股份，杉杉能源，wind，招商证券

注：杉杉能源为杉杉股份正极材料业务子公司，以独立上市新三板，其中杉杉股份持股

2. 杉杉股份正极材料产品中，数码锂电占比 70% 左右

根据我们的调研信息，杉杉股份 2015 年~2016 年正极材料销量近 2 万吨，其中数码锂电应用的正极材料占比近 70%。

图 9：杉杉股份正极材料市场应用统计



资料来源：招商证券

所以从销量规模来看，杉杉股份正极材料业务，相比于国内其他正极材料生产企业，将更明显的受益于金属钴涨价所带来的经营业绩改善（原因如前文所述）。

3. 杉杉股份正极材料业务业绩弹性测算

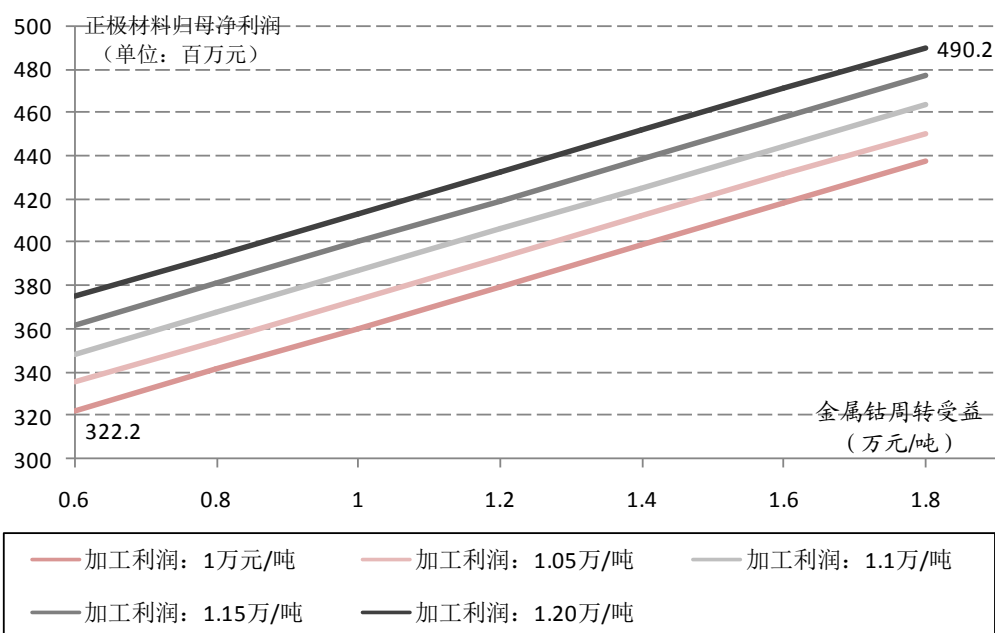
根据公司产品销售结构和销量规模，我们预计公司 2016 年折合为金属钴的用量为 8000~9000 吨，随着 2017 年销量规模的攀升，我们预计 2017 年金属钴用量将达到 1.1~1.2 万吨。考虑到公司正极材料销量规模的提升（2017 年公司具备 4.3 万吨正极材料产能），我们做出以下核心假设，测算公司因为库存周转而受益于原料涨价，所带来的正极材料业务弹性。

表 3: 杉杉股份正极材料业务盈利弹性测算核心假设

假设指标	2015	2016	2017E
正极材料单吨加工费（万元/吨）	0.45	1.17	1~1.20
金属钴使用量（万吨）	0.87	0.81	1.16
金属钴使用量占市场总需求比	9.6%	8.5%	11.3%

资料来源：招商证券

图 10: 杉杉股份的正极材料盈利水平与周转受益的敏感度分析



资料来源：招商证券

注：该测算考虑了杉杉股份在正极材料子公司 82.7% 股权后的归母净利润测算

杉杉股份正极材料竞争力分析

2014 年以来，杉杉股份正极材料业务一直位于《中国锂电池产业链年度竞争力品牌榜单》正极材料竞争力榜首位置。

表 4: 中国锂电正极材料年度竞争力排行统计

序号	2014 年	2015 年	2016 年
1	湖南杉杉	湖南杉杉	湖南杉杉
2	北大先行	北大先行	北大先行
3	当升科技	湖南瑞祥	厦门钨业
4	天津巴莫	宁波金和	宁波金和
5	湖南瑞祥	当升科技	湖南瑞祥
6	宁波金和	厦门钨业	安达科技
7	深圳天骄	天津巴莫	当升科技
8	厦门钨业	河南科隆	湖南升华
9	深圳振华	长远锂科	天津巴莫
10	青岛乾运	深圳振华	长远锂科

资料来源：赛迪咨询，中国电池网，招商证券整理

2016 年 12 月 15 日，杉杉能源荣获由国家发改委、国家科技部、国家财政部、国家海关总署、国家税务总局联合组织评选的“2016 年（第 23 批）国家认定企业技术中心”，杉杉能源未来将有更多机会承载国家重大科学技术进步与开发等重大课题任务的机遇。

经营方面：杉杉股份财务指标表现优秀，2014 年以来，公司正极材料业务综合盈利能力保持强劲增长态势。

表 5: 杉杉能源经营财务指标

单位：百万元	2014	2015	2016H1
ROE(%)	5.6	13.9	15.5
毛利率	10.7	13.0	22.6
净利润	22.1	85.7	103.2
净资产	593.1	639.1	692.8

资料来源：wind，招商证券

产能方面：杉杉能源宁夏工厂于 2016 年 1 月 9 日开始筹建，3 月开工建设，历经 9 个月的建设，现 1#车间正式投产，建筑面积 16000 平方米，设计产能为年产 5000 吨三元前驱体和年产 5000 吨动力型锂电三元材料。整个车间采用无尘技术、全机械化、全自动化设计，可生产包括 NCA 在内的所有高镍三元材料。

图 11: 杉杉能源宁夏工厂示意图



资料来源: 杉杉能源, 招商证券

另外, 2016 年 3 月 25 日, 杉杉能源宁乡工厂二期 1 万吨高能量密度动力型锂电正极材料项目在湖南省宁乡金洲新区动工, 主要生产钴酸锂、三元, 预计 2017 年 3 月 8# 车间试产, 4 月中央仓库投入使用, 6 月 6# 车间试产, 设计综合产能 1 万吨/年, 待 3 期工程建设完工, 规划目标将达到 35000 吨产能。

图 12: 杉杉能源长沙工厂示意图

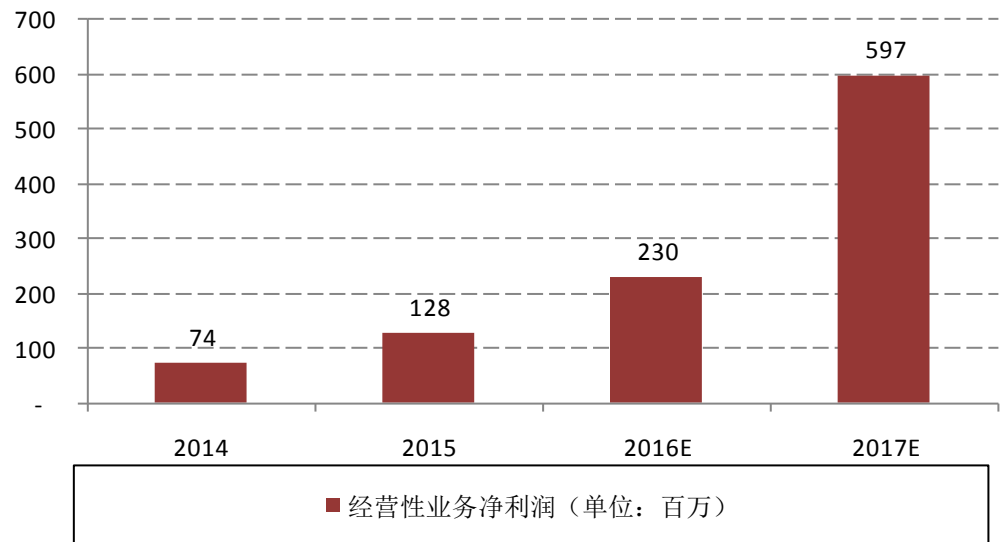


资料来源: 杉杉能源, 招商证券

杉杉股份盈利假设及历史估值水平

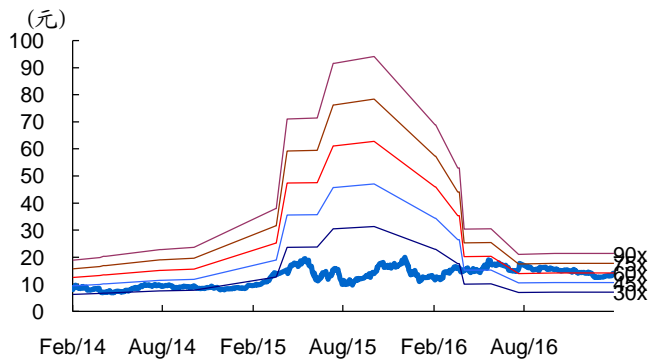
由于杉杉股份的利润结构中，包含经营性业务（锂电材料、新能源汽车、服装）和金融新业务（银行分红、融资租赁受益），以及宁波银行股权处置带来的收益。我们在测算杉杉股份企业价值的过程中，将重点关注经营性业务所带来的业绩改善。另外，未来计算公司经营性业务的资产价值，我们将公司总市值减去宁波银行可变现市值，我们预计公司 2017 年经营性业务的资产估值为 21 倍~22 倍。

图 13: 杉杉股份经营性业务盈利水平预测



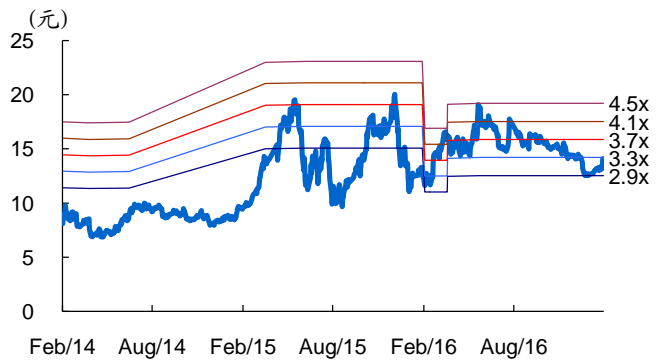
资料来源: 杉杉能源, 招商证券

图 14: 杉杉股份历史 PE Band



资料来源: 贝格数据, 招商证券

图 15: 杉杉股份历史 PB Band



资料来源: 贝格数据, 招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	3851	4349	6958	9043	10878
现金	1004	879	2456	1669	1774
交易性投资	9	0	0	0	0
应收票据	431	418	852	1050	1271
应收款项	1275	1619	1964	3396	4394
其它应收款	155	109	120	242	322
存货	775	862	774	1404	1691
其他	203	462	793	1282	1426
非流动资产	5315	5849	6146	6357	6505
长期股权投资	1055	1203	1203	1203	1203
固定资产	687	878	1059	1223	1374
无形资产	172	247	255	262	269
其他	3401	3520	3630	3668	3658
资产总计	9166	10198	13104	15400	17383
流动负债	2692	2836	2484	3886	4694
短期借款	1169	812	500	500	500
应付账款	610	597	628	1255	1679
预收账款	78	59	62	124	166
其他	834	1368	1294	2007	2349
长期负债	2064	2263	1529	1462	1402
长期借款	0	200	0	0	0
其他	2064	2063	1529	1462	1402
负债合计	4756	5099	4013	5348	6096
股本	411	411	1122	1122	1122
资本公积金	489	504	3233	3233	3233
留存收益	1557	3884	4398	5265	6375
少数股东权益	167	300	338	432	557
归属于母公司所有者权益	2456	4799	8753	9620	10730
负债及权益合计	7379	10198	13104	15400	17383

现金流量表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	(403)	(258)	(879)	(749)	260
净利润	348	665	719	1083	1435
折旧摊销	88	79	93	108	122
财务费用	166	118	95	191	254
投资收益	(414)	(757)	(757)	(757)	(757)
营运资金变动	(567)	(355)	(1074)	(1494)	(937)
其它	(26)	(7)	45	121	143
投资活动现金流	30	215	(394)	(322)	(273)
资本支出	(351)	(583)	(394)	(322)	(273)
其他投资	381	798	0	0	0
筹资活动现金流	511	(246)	2851	284	118
借款变动	756	(737)	(512)	0	0
普通股增加	0	0	711	0	0
资本公积增加	(1084)	15	2729	0	0
股利分配	(205)	(205)	(205)	(216)	(325)
其他	1045	681	128	499	443
现金净增加额	137	(289)	1578	(787)	105

利润表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	3659	4302	4733	9549	12709
营业成本	2786	3371	3549	7087	9484
营业税金及附加	16	15	19	38	51
营业费用	262	253	308	477	508
管理费用	397	452	426	859	1017
财务费用	155	111	95	191	254
资产减值损失	87	73	73	73	73
公允价值变动收益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
投资收益	414	757	757	757	757
营业利润	369	783	1020	1579	2078
营业外收入	18	44	44	44	44
营业外支出	20	27	27	27	27
利润总额	367	800	1037	1596	2095
所得税	39	123	279	419	535
净利润	329	677	757	1177	1560
少数股东损益	(20)	13	38	94	125
归属于母公司净利润	348	665	719	1083	1435
EPS (元)	0.85	1.62	0.64	0.96	1.28

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
年成长率					
营业收入	-10%	18%	10%	102%	33%
营业利润	121%	112%	30%	55%	32%
净利润	90%	91%	8%	50%	33%
获利能力					
毛利率	23.9%	21.7%	25.0%	25.8%	25.4%
净利率	9.5%	15.5%	15.2%	11.3%	11.3%
ROE	14.2%	13.9%	8.2%	11.3%	13.4%
ROIC	17.3%	-27.1%	0.0%	8.4%	11.9%
偿债能力					
资产负债率	51.9%	50.0%	30.6%	34.7%	35.1%
净负债比率	12.9%	9.9%	3.8%	3.2%	2.9%
流动比率	1.4	1.5	2.8	2.3	2.3
速动比率	1.1	1.2	2.5	2.0	2.0
营运能力					
资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.6	0.7
存货周转率	3.4	4.1	4.3	6.5	6.1
应收帐款周转率	3.3	3.0	2.6	3.6	3.3
应付帐款周转率	5.3	5.6	5.8	7.5	6.5
每股资料 (元)					
每股收益	0.85	1.62	0.64	0.96	1.28
每股经营现金	-0.98	-0.63	-0.78	-0.67	0.23
每股净资产	5.98	11.68	7.80	8.57	9.56
每股股利	0.50	0.50	0.19	0.29	0.38
估值比率					
PE	16.6	8.7	22.0	14.6	11.0
PB	2.4	1.2	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA	26.4	16.4	13.1	8.4	6.4

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

分析师承诺

负责本研究报告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。

游家训：浙江大学硕士，曾就职于国家电网公司上海市电力公司、中银国际证券，2015年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业首席分析师。

胡毅：曾就职于力神、中银国际证券，2015年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业分析师，研究储能与新能源电池产业。

赵智勇：曾就职于艾默生、GE，2015年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业分析师，研究工控自动化与信息化产业。

陈术子：上海交通大学硕士，曾任职于光大证券，2015年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业分析师，研究新能源行业。

投资评级定义

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

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。