

强烈推荐-A (维持)

杉杉股份 600884.SH

目标估值: 21.7-21.7 元

当前股价: 16.8 元

2017 年 04 月 17 日

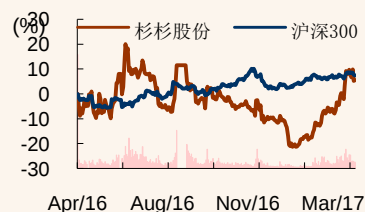
聚焦新能源，电池材料具有绝对领先地位

基础数据

上证综指	3222
总股本(万股)	112276
已上市流通股(万股)	82172
总市值(亿元)	189
流通市值(亿元)	138
每股净资产(MRQ)	7.3
ROE(TTM)	4.1
资产负债率	40.7%
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	12	8	3
相对表现	11	2	-3



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《杉杉股份(600884): 硅碳负极材料实现量产, 技术进步彰显企业实力》2017-03-30
- 2、《杉杉股份(600884) - 正极材料业务受益金属钴涨价》2017-02-27
- 3、《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

胡毅

huyi3@cmschina.com.cn
S1090515080003

游家训

021-68407937
youjx@cmschina.com.cn
S1090515050001

我们预计公司 2017 年经营性业务归母净利润有望实现 5.97 亿的水平。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 35 倍估值, 我们给予杉杉股份的目标价为 21.7 元, 并维持“强烈推荐-A”评级。

- **2016 年扣非归母净利润同比增长 22%。**根据公司 2016 年年报, 杉杉股份 2016 年营业收入 54.74 亿, 同比增长 11.09%, 扣非后归母净利润 2.56 亿元, 同比增长 22.31%。2016 年扣非后业绩的增长, 主要是因为公司锂电材料业务盈利水平的提升。
- **电池材料业务占比不断提升, 贡献公司大部分业绩。**参考公司公告, 电池材料业务在杉杉股份扣非利润中占比趋势上升, 已完全占据主导地位。当前杉杉股份电池材料业务下游主要为数码锂电和动力锂电, 数码锂电市场增长稳健, 而动力锂电受益新能源汽车产业发展而需求增速迅猛。下游产业的快速发展有望持续不断带动杉杉股份材料业务的发展, 从而驱动公司业绩增长。
- **正极材料业务和负极材料业务具有世界级竞争力。**杉杉股份正极材料和负极材料, 在客户结构、产能规模、技术水平、盈利能力等多个指标方面均处于行业绝对龙头地位。过去近 20 年的发展为杉杉股份电池材料业务沉淀大量资源, 并在激烈竞争中形成强劲的市场竞争力。随着我国动力电池市场发展趋于成熟, 杉杉股份在该领域电池材料的龙头地位将会愈加显现。
- **受益原料涨价和产能释放, 2017 年正极材料盈利有望大幅提升。**2017 年一季度以来金属钴的持续涨价, 使杉杉股份充分受益于原料库存, 数码锂电正极材料单吨盈利大幅提升。同时随着高端动力电池正极材料产能的释放和下游需求的提升, 杉杉股份 2017 年正极材料业务总体盈利有望大幅提升。
- **维持“强烈推荐-A”评级。**我们预计公司经营性业务(不含金融性业务收益)2017 年归母净利润有望实现 5.97 亿的业绩水平。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 35 倍估值, 我们给予杉杉股份的目标价为 21.7 元, 并维持“强烈推荐-A”评级。
- **风险提示: 新能源汽车行业发展低于预期; 公司新业务布局低于预期。**

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	4302	5475	10691	11783	14333
同比增长	18%	27%	95%	10%	22%
营业利润(百万元)	783	442	966	1256	1561
同比增长	112%	-44%	119%	30%	24%
净利润(百万元)	665	330	779	974	1196
同比增长	91%	-50%	136%	25%	23%
每股收益(元)	1.62	0.29	0.69	0.87	1.07
PE	10.4	57.1	24.2	19.4	15.8
PB	2.2	2.3	2.3	2.1	1.9

资料来源: 公司数据、招商证券

杉杉股份 2016 年业绩回顾：扣非利润同比增长 22%

据杉杉股份年报信息，公司 2016 年营业收入 54.74 亿，同比增长 11.09%，归母净利润 3.30 亿元，同比增长-52.24%，扣非后归母净利润 2.56 亿元，同比增长 22.31%。公司 2016 年归母净利润下滑，主要是因为 2015 年公司集中处置一部分宁波银行投资收益，2016 年处置金额降低。而 2016 年扣非后业绩增长，主要是因为公司锂电材料业务盈利显著提升。

表 1: 杉杉股份 2016 年主营业务经营情况

主要业务情况	收入（百万元）		扣非后归母净利润（百万元）	
	金额	占比	金额	占比
服装业务	52,373.82	9.6%	3,626.17	14.1%
电池材料	409,594.66	74.8%	28,069.35	109.5%
新能源汽车	9,452.31	1.7%	-11,725.73	-45.7%
能源服务	60,984.04	11.1%	3,705.99	14.5%
其他（投资金融业务）	15,072.11	2.8%	1,968.25	7.7%
合计	547,476.94	100.0%	25,644.03	100.0%

资料来源：公司公告，招商证券

表 2: 杉杉股份电池材料业务 2016 年盈利情况

项目	总收入（百万）	销量（吨）	售价（万元/吨）	总成本（百万）	毛利率(%)	净利率(%)
正极材料	2,503.41	17,960	13.9	1,979.87	20.91	8.4
负极材料	1,173.18	22,604	5.2	806.76	31.23	10.0
电解液	419.35	7,241	5.8	366.67	12.56	2.0

资料来源：

注：净利率计算，是考虑了归母净利润和杉杉股份在子公司所占股权比例

表 3: 杉杉股份 2016 年各季度业绩比较

（百万元）	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4
营业收入	842.74	1,027.82	1,200.98	1,230.76	1,015.17	1,138.95	1,212.92	2,107.73
营业毛利	195.35	205.70	258.83	271.84	290.16	330.50	311.14	434.41
营业费用	66.51	75.20	67.77	43.67	73.79	61.40	59.76	110.92
管理费用	99.67	95.86	111.83	144.67	126.41	141.03	151.96	226.69
财务费用	35.07	28.31	22.84	25.22	37.81	14.41	6.96	37.82
投资收益	393.00	340.04	38.03	-13.77	33.50	106.60	25.75	44.89
营业利润	379.07	336.23	77.07	-9.02	62.39	202.92	88.73	88.16
所得税	45.22	56.57	15.16	5.97	13.41	27.93	23.70	12.43
归属母公司净利润	325.29	285.88	55.02	-1.37	41.45	168.03	58.53	62.16
EPS	0.79	0.70	0.13	0.00	0.07	0.15	0.05	0.06
主要比率								
毛利率	23.2%	20.0%	21.6%	22.1%	28.6%	29.0%	25.7%	20.6%
营业费用率	7.9%	7.3%	5.6%	3.5%	7.3%	5.4%	4.9%	5.3%
管理费用率	11.8%	9.3%	9.3%	11.8%	12.5%	12.4%	12.5%	10.8%
营业利润率	45.0%	32.7%	6.4%	-0.7%	6.1%	17.8%	7.3%	4.2%
有效税率	5.4%	5.5%	1.3%	0.5%	1.3%	2.5%	2.0%	0.6%
净利率	38.6%	27.8%	4.6%	-0.1%	4.1%	14.8%	4.8%	2.9%

资料来源：wind、招商证券

表 4: 杉杉股份 2016 年半年业绩比较

(百万元)	2015H2	2016H1	2016H2	同比	环比
营业收入	2,431.73	2,154.12	3,320.65	36.6%	54.2%
营业毛利	530.67	620.66	745.54	40.5%	20.1%
营业费用	111.45	135.18	170.68	53.1%	26.3%
管理费用	256.50	267.44	378.66	47.6%	41.6%
财务费用	48.06	52.21	44.78	-6.8%	-14.2%
投资收益	24.26	140.10	70.64	191.2%	-49.6%
营业利润	68.05	265.32	176.89	159.9%	-33.3%
所得税	21.13	41.33	36.13	71.0%	-12.6%
归属母公司净利润	53.65	209.48	120.68	125.0%	-42.4%
EPS (元)	0.13	0.20	0.20	53.1%	-1.0%

资料来源: wind、招商证券

电池材料业务在公司利润中占比不断提升，且市场竞争力显著

根据杉杉股份过往报表显示，公司电池材料业务在收入和利润中占比越来越举重轻重，成为公司业绩主要构成。参考 A 股二级市场的估值体系，杉杉股份利润结构清晰，新能源业务占比极高，是非常清晰的新能源行业相关标的。

表 5: 杉杉股份电池材料业务在公司扣非利润中占比情况

单位: 百万	2014H1	2014	2015H1	2015	2016H1	2016
扣非后归属母公司股东的净利润	11,930.12	12,880.92	8,506.27	20,966.08	20,172.13	25,644.03
其中: 正极材料	1,249.04	2,011.35	2,570.56	7,870.19	8,531.75	17,430.71
负极材料	3,360.91	5,835.28	2,375.25	5,981.10	4,110.32	9,696.67
电解液	580.57	-388.94	-339.56	-3,689.84	1,170.05	835.50
电池材料合计占比	43.5%	57.9%	54.2%	48.5%	68.5%	109.0%

资料来源: 公司公告, 招商证券

注: 由于 2016 年新能源汽车相关业务存在亏损, 所以电池材料业务利润合计值大于公司最终的归母总利润

表 6: 杉杉股份主要子公司股权占比情况

锂电材料主要子公司	主营业务	持股比例	期末总资产	期末净资产	报告期营业收入	报告期净利润
湖南杉杉能源科技股份有限公司	锂电正极材料	82.68%	2,348.24	795.63	2,508.12	206.07
上海杉杉科技有限公司	锂电负极材料	82.50%	788.25	286.01	1,258.94	92.47

资料来源: 公司公告, 招商证券

需要补充说明的是, 自 2014 年以来, 杉杉股份正极业务 (子公司为湖南杉杉) 和负极业务 (子公司为上海杉杉) 行业龙头地位稳定且优势逐渐被积累。强势的子业务为杉杉股份带来长期竞争力。

表 7: 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

表 8: 中国锂电负极材料年度竞争力排行统计

序号	2014 年	2015 年	2016 年
1	深圳贝特瑞	深圳贝特瑞	深圳贝特瑞
2	上海杉杉	上海杉杉	上海杉杉
3	江西紫宸	湖南星城	江西紫宸
4	深圳斯诺	江西紫宸	深圳斯诺
5	湖南星城	深圳斯诺	湖南星城
6	江西正拓	湖州创亚	湖州创亚
7	湖州创亚	江西正拓	江西正拓
8	天津锦美	大连宏光	摩根海荣
9	摩根海荣	摩根海荣	天津锦美
10	成都兴能	天津锦美	大连宏光

资料来源: 赛迪咨询, 中国电池网, 招商证券整理

一直以来, 杉杉股份非常重视电池材料业务的产品研发, 每年均投入大量资金用于新产品开发与技术工艺优化。2016 年正极材料多款高电压钴酸锂和高镍动力三元产品批量生产并出货; 负极材料多款高能量密度、高功率人造石墨和硅基负极材料完成量产, 并逐步向市场推广; 电解液多款高电压产品和三元动力电解液量产并投入市场。

表 9: 杉杉股份电池材料业务产品开发方向

项目	产品开发方向
正极材料	4.5V 高电压钴酸锂技术、80%镍及以上动力用三元 NCM/NCA 技术、80%镍及以上动力电池用三元 NCM/NCA 前驱体技术。
负极材料	高容量人造石墨、高倍率人造石墨、启停电池负极材料和硅基负极(氧化亚硅和纳米硅)等
电解液	高镍三元匹配电解液、LFP 低温长寿命电解液、LCO4.45V 电解液、高倍率兼顾高温电解液和新型添加剂(DTD, ODFB, LiFSi)等

资料来源: 公司公告, 招商证券

需要补充说明的是, 杉杉股份负极材料布局的硅碳负极值得重视。根据杉杉股份官方媒体介绍, 杉杉股份硅碳负极研发始于 2009 年, 目前已经具备每月吨级的出货规模。参照公司建设规划, 公司 2017 年有望完成 4000 吨/年的硅碳负极生产规模。

硅碳负极可显著提升电池能量密度, 但生产具有较高技术壁垒, 国内只有少数企业能够实现量产。硅碳负极较石墨材料有更高的理论嵌锂容量, 所以硅碳负极的使用, 可以大幅提升电池材料的能量密度, 从而在体积或重量不变情况下, 使电池装入更多电量。据海外媒体报道, 特斯拉 Model 3 使用的动力电池掺入 10% 的硅基材料, 以提高电池能

量密度。但由于硅碳负极使用过程存在严重的膨胀问题,需要对该产品进行包覆等处理,并且在使用过程中也需要更针对性的技术研发,所以产品生产和应用开发具有较高的技术壁垒,目前国内只有极少数企业具备该技术能力。

表 10: 国内涉及硅碳负极研发及应用的上市公司

相关标的	与硅碳负极相关的信息
中国宝安	控股子公司贝特瑞作为国内最早从事硅碳负极产业化研发和生产的企業,目标硅碳负极已经实现量产。
杉杉股份	控股子公司上海杉杉已经实现硅碳负极月出货量吨级的水平,按照规划,杉杉股份年底将建成 4000 吨/年的硅碳负极产能。
中科电气	收购的子公司星城石墨为国内领先的负极材料生产企业,公司就硅碳负极已进行数年研发。
国轩高科	已在研发阶段探索硅碳负极的应用,同时公司募投了 5000 吨/年的硅碳负极材料项目,预计 2018 年投产。
长信科技	子公司比克电池已经有数年从事硅碳负极的研发和应用探索。

资料来源: 招商证券

2017 年正极材料受益原料涨价+产能释放, 业绩增幅明显

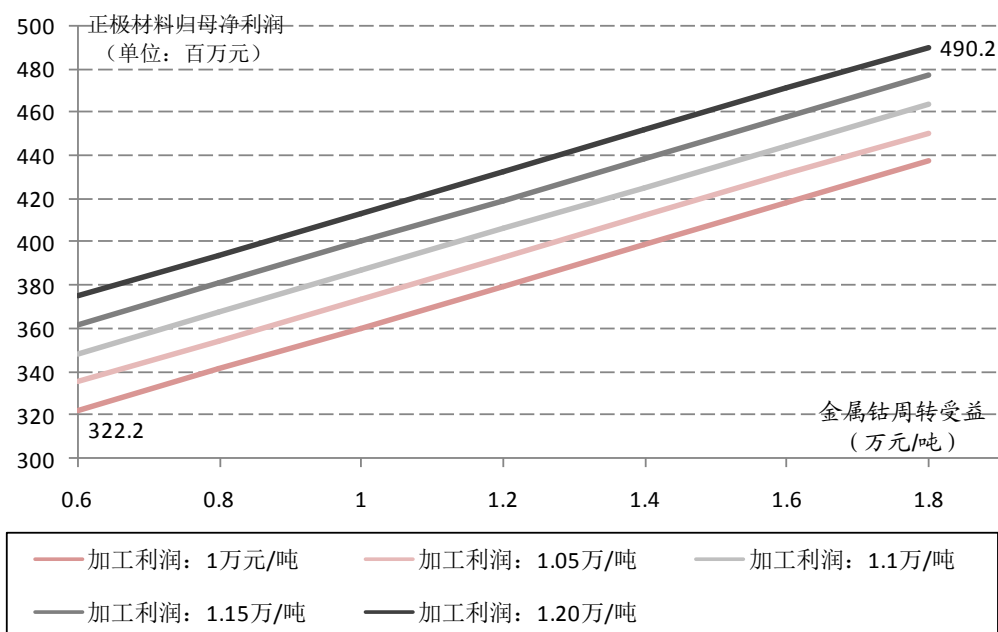
根据公司产品销售结构和销量规模,我们预计公司 2016 年折合为金属钴的用量为 8000~9000 吨,随着 2017 年销量规模的攀升,我们预计 2017 年金属钴用量将达到 1.1~1.2 万吨。考虑到公司正极材料销量规模的提升(2017 年公司将具备 4.3 万吨正极材料产能),我们做出以下核心假设,测算公司因为库存周转而受益于原料涨价,所带来的正极材料业务弹性。

表 11: 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例	9.6%	8.5%	11.3%

资料来源: 招商证券

图 1：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

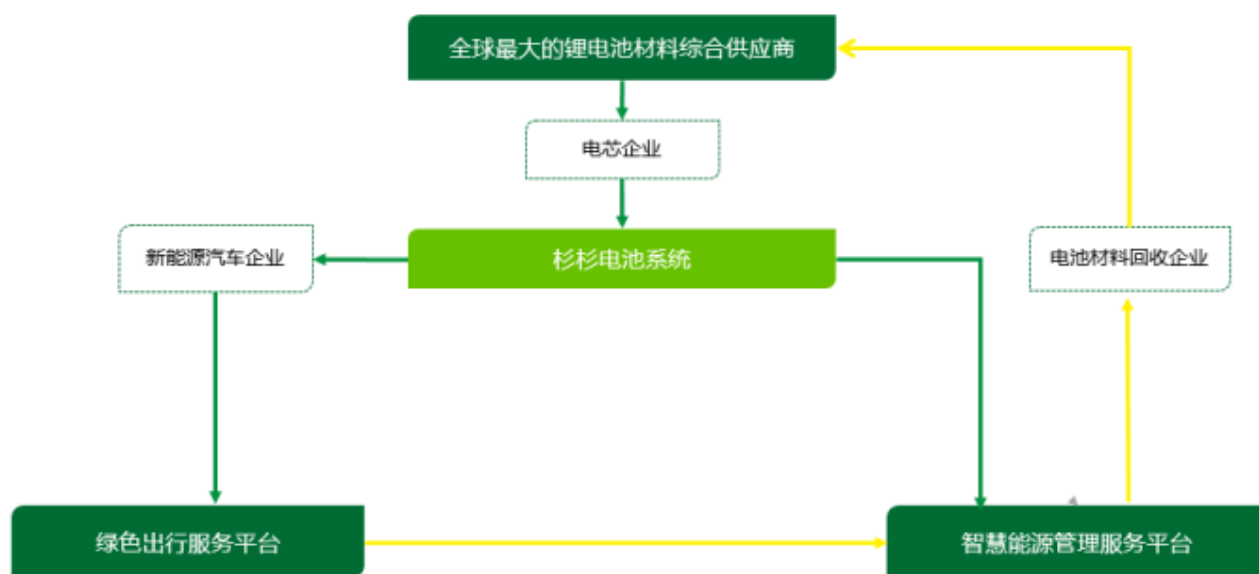
注：该测算考虑了杉杉股份在正极材料子公司 82.7% 股权后的归母净利润测算

杉杉股份围绕新能源方向的产业发展布局

我们知道，杉杉股份目前企业发展战略为聚焦新能源，其中锂电材料、新能源汽车相关业务以及正在规划布局的储能，是公司新能源企业主要布局方向，而且在公司收入和利润中也越来越有清晰的体现。

参考杉杉股份发展战略，公司未来将以新能源业务作为企业发展重点，立足于锂电池材料，把握上下游市场发展脉搏，整合产业链上下游优势，形成产业协同效应。杉杉股份通过与主流电芯厂的合作以及自身动力系统产能规模的建设，形成战略协同，打造绿色出行服务与智慧能源管理两大平台，拉动公司电池系统业务的快速发展，形成公司新能源产品的综合技术及成本优势。

图 2: 杉杉股份产业发展布局



资料来源：公司公告，招商证券

为了强化公司在新能源领域的产业布局，杉杉股份通过上市平台制定了详细的资本开支计划，其中电池材料产能建设和新能源汽车关键技术研发和产业化，为重点投资方向。

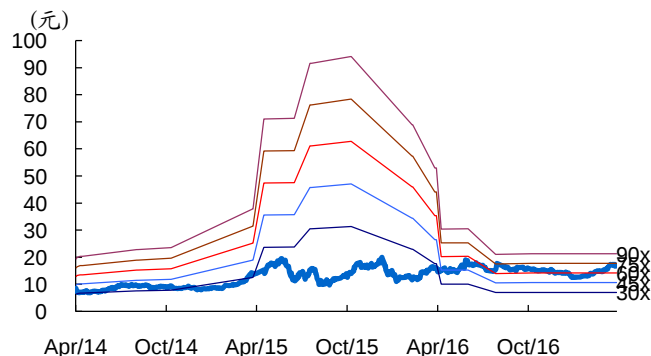
表 12: 杉杉股份重点投资项目（含募投项目）

序号	项目名称	总投资规模(亿元)
1	年产 35,000 吨锂离子动力电池材料项目	12.2
2	新能源汽车关键技术研发及产业化项目	34.7
3	宁夏杉杉正极材料和三元前驱体项目二期	2.71
4	杉杉能源宁乡二期 10,000 吨项目	2.7
5	衢州 2000 吨六氟磷酸锂和 2 万吨电解液项目	5.01
	合计	57.3

资料来源：公司公告，招商证券

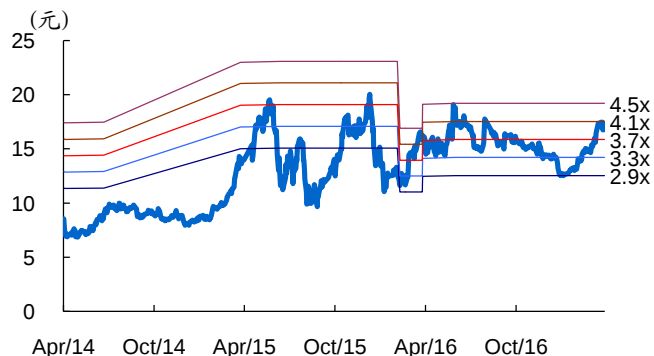
杉杉股份过往估值情况

图 3: 杉杉股份历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 4: 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	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	4349	7148	7568	7778	9237
现金	879	2439	994	895	1082
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	418	714	962	1060	1290
应收款项	1619	1807	2326	2564	3119
其它应收款	109	164	321	353	430
存货	862	1207	1844	1799	1970
其他	462	816	1121	1106	1346
非流动资产	5849	7438	8069	8477	8810
长期股权投资	1203	1343	1343	1343	1343
固定资产	878	1864	2324	2734	3100
无形资产	247	396	477	533	556
其他	3520	3834	3925	3867	3811
资产总计	10198	14586	15636	16256	18047
流动负债	2836	3996	5002	4799	5513
短期借款	812	1011	1779	1371	1437
应付账款	597	931	1350	1449	1763
预收账款	59	132	271	291	354
其他	1368	1923	1602	1687	1958
长期负债	2263	1946	1603	1566	1532
长期借款	200	196	196	196	196
其他	2063	1750	1407	1369	1336
负债合计	5099	5942	6605	6364	7045
股本	411	1123	1123	1123	1123
资本公积金	504	2935	2935	2935	2935
留存收益	2189	3990	4208	4948	5853
少数股东权益	300	502	604	757	948
归属于母公司所有者权益	4799	8142	8427	9134	10055
负债及权益合计	10198	14586	15636	16256	18047

现金流量表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	(258)	(578)	197	1241	1044
净利润	665	330	779	974	1196
折旧摊销	79	168	232	284	330
财务费用	118	136	128	141	158
投资收益	(757)	(211)	(211)	(211)	(211)
营运资金变动	(355)	(1049)	(848)	(108)	(631)
其它	(7)	48	116	160	201
投资活动现金流	215	(1455)	(800)	(730)	(650)
资本支出	(583)	(1116)	(800)	(730)	(650)
其他投资	798	(340)	0	0	0
筹资活动现金流	(246)	3656	(843)	(609)	(207)
借款变动	(737)	949	(21)	(408)	66
普通股增加	0	712	0	0	0
资本公积增加	15	2431	0	0	0
股利分配	(205)	(205)	(561)	(234)	(292)
其他	681	(230)	(261)	32	19
现金净增加额	(289)	1623	(1446)	(99)	187

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	4302	5475	10691	11783	14333
营业成本	3371	4109	8438	9056	11017
营业税金及附加	15	35	64	59	57
营业费用	253	306	428	507	616
管理费用	452	646	802	896	1046
财务费用	111	97	128	141	158
资产减值损失	73	51	75	79	88
公允价值变动收益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
投资收益	757	211	211	211	211
营业利润	783	442	966	1256	1561
营业外收入	44	41	41	41	41
营业外支出	27	8	8	8	8
利润总额	800	475	1000	1290	1594
所得税	123	77	118	162	208
净利润	677	398	881	1128	1387
少数股东损益	13	68	102	154	190
归属于母公司净利润	665	330	779	974	1196
EPS (元)	1.62	0.29	0.69	0.87	1.07

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	18%	27%	95%	10%	22%
营业利润	112%	-44%	119%	30%	24%
净利润	91%	-50%	136%	25%	23%
获利能力					
毛利率	21.7%	25.0%	21.1%	23.1%	23.1%
净利率	15.5%	6.0%	7.3%	8.3%	8.3%
ROE	21.4%	4.1%	9.4%	10.8%	12.1%
ROIC	-27.1%	3.6%	8.5%	10.4%	11.6%
偿债能力					
资产负债率	50.0%	40.7%	42.2%	39.2%	39.0%
净负债比率	9.9%	13.7%	12.6%	9.6%	9.1%
流动比率	1.5	1.8	1.5	1.6	1.7
速动比率	1.2	1.5	1.1	1.2	1.3
营运能力					
资产周转率	0.4	0.4	0.7	0.7	0.8
存货周转率	4.1	4.0	5.5	5.0	5.8
应收帐款周转率	3.0	3.2	5.2	4.8	5.0
应付帐款周转率	5.6	5.4	7.4	6.5	6.9
每股资料 (元)					
每股收益	1.62	0.29	0.69	0.87	1.07
每股经营现金	-0.63	-0.51	0.18	1.11	0.93
每股净资产	7.55	7.17	7.36	8.02	8.83
每股股利	0.50	0.50	0.21	0.26	0.32
估值比率					
PE	10.4	57.1	24.2	19.4	15.8
PB	2.2	2.3	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	19.6	27.4	14.2	11.2	9.2

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。