CMS 招商证券

强烈推荐-A（维持）

神火股份 000933.SZ

目标估值： - 元
当前股价：11.56 元
2017 年 08 月 04 日

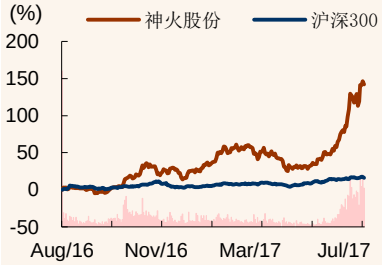
电解铝最便宜标的——半年报点评

基础数据

上证综指	3273
总股本（万股）	190050
已上市流通股（万股）	190040
总市值（亿元）	220
流通市值（亿元）	220
每股净资产（MRQ）	3.3
ROE（TTM）	4.9
资产负债率	84.3%
主要股东	河南神火集团有限公
主要股东持股比例	24.21%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	59	77	142
相对表现	56	66	125



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

1、《神火股份（000933）—电解铝最优标的——半年报点评》2017-07-14
2、《*ST 神火（000933）—煤铝弹性共振，业绩有望大幅增长》2017-04-16
3、《*ST 神火（000933）—煤铝弹性

刘文平
liuwenping@cmschina.com.cn
S1090517030002

卢平
luping@cmschina.com.cn
S1090511040008

研究助理
刘伟洁
liuweijie@cmschina.com.cn
研究助理
王西典
wangxidian@cmschina.com.cn

事件：

公司公布 2017 年半年度报告，报告期内归属上市公司股东净利润 6.1 亿元，**扣除非经常性损益净利 5.8 亿**，去年同期亏损 0.6 亿，同比大增 1107%。

公司上年同期确认了探矿权转让收益 6.96 亿元，导致公司 2017 年半年度实现归属于上市公司股东的净利润同比下降 5.3%。

评论：

1、电解铝：供给侧改革升级 基本面和政策面共振的时刻就在眼前

6 月下旬新疆、山东电解铝企业开始实质减产，再度点燃市场对电解铝供给侧改革的关注。随着违规产能停产的推进，加之采暖季限产已为时不远，随着消费旺季的到来，预计供给紧张将很快出现，届时电解铝基本面和供改政策共振，有望支撑电解铝价格进一步走强。

2、自备电厂督查：祸兮福之所倚 神火可借力再“火“一把

考虑到神火电解铝板块主要布局在新疆，按照今年电价表，新疆需要缴纳 2.41 分/千瓦时。对比其他主产区 2.5-5.5 分/千瓦时，新疆明显处于较低水平。按照新疆来算，全额补交吨铝成本增加 300 元/吨左右，不过 1-2 天的铝价波动幅度而已。

正所谓“祸兮福之所倚”，假如欠缴款补交是不可变的事实，本轮自备电厂督查对于神火来说，未尝不是一把“芭蕉扇”。神火或可借力再“火”一把。

3、煤炭：全年煤价高位震荡 煤炭板块业绩可乐观年化

受益于供给侧持续推进煤价大幅回升，测算公司上半年煤炭板块扭亏为盈，实现归母净利约 5.3 亿元。近期动力煤迎来需求旺季，叠加限制进口因素，短期煤价可看高到 700 元/吨；后续天气转凉迎来开工高峰，喷吹煤价格有望跟随焦煤上涨。今年煤价大概率高位震荡，**预计秦港 Q5500 和长治喷吹煤均价分别为 600 和 850 元/吨，公司综合售价有望达到 600 元/吨以上，同比上升 30%。**预计未来三年商品煤产销量维持在 800 万吨水平，煤炭板块贡献归母净利超 10 亿。

4、盈利预测及评级：煤铝均为高弹性资产，轮番供给侧改革，价格均走强。目前是电解铝供改的关键时期，预计铝价继续走高给公司增厚利润，公司是**电解铝行业估值最低、弹性最大标的**。预计 2017/18/19 年 EPS 为 0.82/1.30/1.37，对应 P/E 14.2/8.9/8.5 倍。我们维持“强烈推荐-A”评级，建议投资者重点关注。

5、风险提示：煤铝价格不及预期，高家庄矿纠纷不利公司。

煤炭板块：全年煤价高位震荡，半年业绩可乐观年化

公司目前拥有 7 对生产矿井，核定产能 945 万，其中庇山（30 万吨/年）和超化矿（30 万吨/年）预计于 2018 年底退出。在建矿井包括和成（45 万吨/年）和大磨岭（60 万吨/年），可对冲关闭矿井减少的产量。

表 1：神火煤矿明细

单位：万吨	煤种	权益占比	核定产能	权益产能	状态
新庄煤矿	无烟煤	100%	240	240	在产
刘河煤矿	无烟煤	100%	45	45	在产
薛湖煤矿	无烟煤	100%	120	120	在产
梁北煤矿	贫瘦煤	98%	240	235	在产
泉店煤矿	贫瘦煤	82%	240	197	在产
庇山煤矿	贫瘦煤	67%	30	20	在产-2018 年底
超化煤矿	贫煤	36%	30	11	在产-2018 年底
和成煤矿	无烟煤	36%	45	16	在建
大磨岭煤矿	贫瘦煤	36%	60	21	在建
李沟井田	无烟煤	36%	90	32	规划
石井煤矿	贫瘦煤	75%	90	68	规划
崔岗井田	贫煤	36%	45	16	规划
窦沟煤矿	无烟煤	36%	90	32	规划
翟沟井田	无烟煤	36%	60	21	规划
在产		92%	945	868	
在建		36%	105	37	
规划		45%	375	169	
合计		75%	1425	1075	
赵家寨矿-参	动力煤	39%	300	117	在产

资料来源：wind、招商证券

2017 上半年煤炭产销量分别为 367、394 万吨，分别增长 3.7%、13.9%。近年来公司每年煤炭产量基本稳定在 800 万吨左右，基本实现产销平衡，预计未来三年产销量达到 796、800、810 万吨，同比变化 9.8%、0.5%、1.3%。

公司商品煤以动力煤和喷吹煤为主，分别占比约 40%和 60%，价格可分别对标秦皇岛港 Q5500 动力煤现货价格和长治喷吹煤车板价走势。上半年动力煤高位震荡，均价达到 612 元/吨，近期旺季到来叠加限制进口，煤价再度上行，预计全年均价 600 元/吨。喷吹煤上半年均价达到 857 元/吨，但后续天气转凉迎来开工旺季，有望跟随焦煤价格上涨，预计全年均价为 850 元/吨。测算未来三年综合售价维持在 600 元/水平。

表 2：公司综合煤价情况及预测

单位：元/吨	2014	2015H	2015	2016H	2016	2017H	2017E	2018E	2019E
秦皇岛 Q5500 均价	517	449	411	380	475	612	600	600	600
长治喷吹煤车板价	643	573	547	418	561	857	850	850	850
神火喷吹煤占比	59%	59%	59%	59%	59%	59%	59%	59%	59%
神火动力煤占比	41%	41%	41%	41%	41%	41%	41%	41%	41%
加权价格	592	522	491	402	526	757	748	748	748
公司售价	508	447	405	354	473	603	600	600	600
占比	86%	86%	82%	88%	90%	80%	80%	81%	81%

资料来源：wind、招商证券　注：加权价格=喷吹占比*喷吹价格+动煤占比*秦港 Q5500 煤价；占比=公司售价/加权价格

测算上半年生产成本达到 333 元/吨，同比增加 29.5%，推测是由于职工薪酬项的反弹所致；完全成本达到 406 元/吨，同比下降 7.1%。预计未来三年煤炭板块成本有望维持在该水平附近。

表 3：公司煤炭板块成本测算

单位：元/吨	2014	2015H	2015	2016H	2016	2017H	2017E	2018E	2019E
原材料	54	52	51	45	35	35	35	35	35
燃料及动力	31	25	25	25	31	30	30	30	30
职工酬薪	139	131	131	89	117	150	155	155	155
折旧摊销	57	70	52	50	52	50	50	50	50
维简及安全费用	42	44	44	42	42	42	42	42	42
其他	36	2	6	7	38	26	26	26	26
生产成本	359	324	309	257	314	333	338	338	338
三费及附加	109	162	187	180	70	73	78	78	78
完全成本	468	487	496	437	384	406	416	416	416

资料来源：wind、招商证券　注：加权价格=喷吹占比*喷吹价格+动煤占比*秦港 Q5500 煤价；占比=公司售价/加权价格

近期动力煤迎来旺季，价格不断走高，短期可看高到 700 元/吨；从长期看，十三五期间煤炭市场持续存在供求缺口，此次电价上调也有助于煤价中枢上浮。预计未来三年秦港 Q5500 和长治喷吹煤均价分别维持在 600 元/吨和 850 元/吨，公司煤炭板块业绩将大幅提升，按 92%权益占比计算，可实现归母净利 10 亿元以上。

表 4：公司煤炭板块业绩测算及预测

单位：元/吨	2014	2015H	2015	2016H	2016	2017H	2017E	2018E	2019E
产量（万吨）	887	398	777	354	731	367	796	800	810
销量（万吨）	892	364	766	346	725	394	796	800	810
综合售价	508	447	405	354	460	603	602	602	602
生产成本	359	324	309	257	314	333	338	338	338
毛利	149	123	96	97	146	270	264	264	264
毛利率	29%	28%	24%	27%	32%	45%	44%	44%	44%
完全成本	468	487	496	437	384	406	416	416	416
吨煤利润	40	(39)	(91)	(83)	76	197	186	186	186
吨煤净利	23	(59)	(96)	(85)	61	147	140	140	140
煤炭损益	2.0	(2.2)	(7.4)	(2.9)	4.4	5.8	11.1	11.2	11.3

资料来源：wind、招商证券　注：加权价格=喷吹占比*喷吹价格+动煤占比*秦港 Q5500 煤价；占比=公司售价/加权价格

电解铝：供给侧改革升级 基本面和政策面共振的时刻就在眼前

6 月下旬新疆、山东电解铝企业开始实质减产，再度点燃市场对电解铝供给侧改革的关注。根据统计，截止目前电解铝已经减产的产能约 207 万吨。预计 10 月 15 日清理整顿截止日之前，国内电解铝减产基本可以确定的是至少 322 万吨。

因为新扩建产能投放速度被约束，随着减产的增多，7/8 月电解铝产量逐月下降。根据百川数据，2017 年 7 月中国原铝产量为 318.06 万吨，平均日产 10.260 万吨，年化产量 3743.72 万吨；较 6 月份日产 10.313 万吨下降 0.053 万吨/天。8 月预计产量 316 万吨左右，日化产量 10.193 万吨，供给仍将下降。

随着违规产能停产的推进，加之采暖季限产已为时不远，随着消费旺季的到来，预计供

给紧张将很快出现，届时电解铝基本面和供改政策共振，有望支撑电解铝价格进一步走强。

自备电厂督查：祸兮福之所倚 神火可借力再“火“一把

7 月 25 日，国家发改委和国家能源局在电改吹风会上，提出“查处违法违规建设的自备电厂，全面清理自备电厂欠缴的政府性基金及附加”。预示着本轮开始于 6 月初的自备电厂督察工作又有实质性进展。

鉴于本轮自备电厂督查已明确表态“全面清理自备电厂欠缴的政府性基金及附加”。根据阿拉丁 5 月份山东、新疆运行产能及自备电比重数据，预计两地分别有高达约 98 亿/年、14 亿元/年的基金欠缴款需补交。

自备电厂督查将助力电解铝产能去化。一方面，高额的欠缴款补交将导致铝企现金流紧张，对其新增、扩建产能形成约束。另一方面，接下来铝企自备电厂“政府性基金及附加”的常态化，增加铝企运行成本，掣肘其当前在产产能的有效运行。

神火股份当前电解铝板块”河南+新疆”拥有 146 万吨/年产能。生产运行方面,本部配有 870MW 热电机组(1x600MW+2x135MW),新疆配有 1440MW 热电机组(4x350MW)。自备电比重基本可以达到 100%。

不过，考虑到神火电解铝板块主要布局在新疆，按照今年电价表，新疆需要缴纳 2.41 分/千瓦时政府性基金。对比其他主产区 2.5-5.5 分/千瓦时，新疆明显处于较低水平。按照新疆来算，全额补交吨铝成本增加 300 元/吨左右，不过 1-2 天的铝价波动幅度而已。

正所谓“祸兮福之所倚”，假如欠缴款补交是不可变的事实，本轮自备电厂督查对于神火来说，未尝不是一把“芭蕉扇”。神火或可借力再“火”一把。

因政府性基金及附加缴纳如何执行尚不明确，本文成本、利润测算暂不予考虑。如果全额按规定补交，预计将影响年净利润 2 亿左右。

表 5：公司电解铝产能情况

单位：万吨	权益占比	生产槽型	年产能	吨铝直流电耗	吨铝交流电耗	状态
本部	100%	200KA	6	12,500	12,800	停产
沁澳铝业	70%	290KA	14	12,485	13,340	停产
本部	100%	350KA	46	12,450	13,450	生产
新疆神火	98%	400KA	80	12,400	13,600	生产

资料来源：wind、招商证券

表 6：公司电解铝产销量明细及预测

单位：万吨	2014	2015H	2015	2016H	2016	2017H	2017E	2018E	2019E
电解铝产量	80	58	117	59	114	55	113	113	113
电解铝销量	76	56	117	61	114	53	113	113	113

资料来源：wind、招商证券

表 7：神火新疆电解铝成本

单位：元/吨	2014	2015H	2015	2016H	2016	2017H	2017E	2018E	2019E
氧化铝单耗	1.89	1.89	1.89	1.89	1.89	1.89	1.89	1.89	1.89
氧化铝单价	2296	2257	2096	1590	1808	2350	2350	2350	2350
氧化炉成本	4345	4273	3967	3009	3422	4442	4449	4449	4449
电耗-度	13600	13600	13600	13600	13600	13600	13600	13600	13600
电力完全成本	0.1375	0.1368	0.1368	0.1368	0.1368	0.1368	0.1368	0.1368	0.1368
电力成本-元/吨	1870	1860	1860	1860	1860	1860	1860	1860	1860
阳极碳块	0.49	0.49	0.47	0.47	0.47	0.47	0.47	0.47	0.47
单价	2551	2809	2800	2800	2750	2700	2700	2700	2700
碳块成本	1247	1376	1316	1316	1293	1269	1269	1269	1269
原材料成本小计	7462	7509	7143	6185	6574	7571	7577	7577	7577
其他费用	3333	2005	2985	1804	2600	2200	2600	2600	2600
完全成本	10795	9514	10128	7989	9174	9771	10177	10177	10177

资料来源：wind、招商证券

表 8：神火新疆电解铝业绩测算及预测

单位：元/吨	2014	2015H	2015	2016H	2016	2017H	2017E	2018E	2019E
综合售价	11268	10102	9948	9035	10912	11250	12051	13287	13458
完全成本	10934	9514	10128	7989	9174	9771	10177	10177	10177
吨铝利润	473	588	(180)	1046	1738	1479	1874	3110	3281
吨铝净利	355	441	-207	1024	1303	1109	1405	2332	2461
产量-万吨	46	41	81	41	81	41	83	83	83
销量-万吨	39	41	82	41	81	41	83	83	83
利润总额	18533	24111	(14786)	42900	140000	400610	155534	258113	272301
净利润	13900	18083	(17011)	41968	105000	45480	116650	193585	204226
权益占比	98%	98%	98%	98%	98%	98%	98%	98%	98%
归母净利	13553	17631	(16586)	40918	102375	44570	113734	189713	200142

资料来源：wind、招商证券

表 9：本部电解铝成本

单位：吨/元	2014	2015H	2015	2016H	2016	2017H	2017E	2018E	2019E
氧化铝单耗	1.92	1.92	1.92	1.92	1.92	1.92	1.92	1.92	1.92
氧化铝单价	2296	2257	2096	1590	1808	2350	2350	2350	2350
氧化铝成本	4408	4334	4024	3052	3471	4512	4512	4512	4512
电耗-度	13700	13700	13700	13700	13700	13700	13700	13700	13700
电力完全成本	0.44	0.42	0.40	0.29	0.30	0.38	0.38	0.38	0.38
电力成本-元/吨	6028	5754	5480	3973	4110	5206	5206	5206	5206
阳极碳块	0.49	0.49	0.47	0.47	0.47	0.47	0.47	0.47	0.47
单价	2551	2809	2800	2800	2750	2700	2700	2700	2700
碳块成本	1250	1376	1316	1316	1293	1269	1269	1269	1269
原材料成本小计	11685	11464	10820	8341	8873	10987	10987	10987	10987
其他费用	1383	1500	1465	1168	2401	1700	1700	2000	2000
完全成本	13068	12964	12285	9509	11274	12687	12687	12987	12987

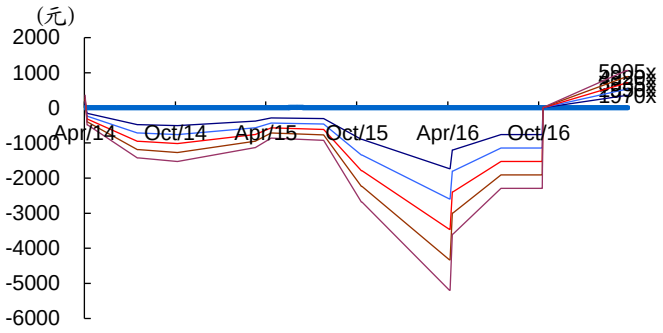
资料来源：wind、招商证券

表 10：本部电解铝业绩测算及预测

单位：元/吨	2014	2015H	2015	2016H	2016	2017H	2017E	2018E	2019E
综合售价	11448	10102	9948	9035	10912	11250	12051	13287	13458
完全成本	13068	12964	12285	9509	11274	12687	12687	12987	12987
吨铝利润	(1620)	(2862)	(2337)	(474)	(362)	(1437)	(636)	300	471
吨铝净利	-1620	(2862)	(2337)	(474)	(362)	(1437)	(636)	300	471
产量-万吨	45	17	36	18	33	14	30	30	30
销量-万吨	45	15	35	20	34	12	30	30	30
利润总额	(72500)	(42078)	(82414)	(9600)	(12200)	(17761)	(19072)	9005	14134
净利润	(72500)	(42078)	(82414)	(9600)	(12200)	(17761)	(19072)	6754	10600

资料来源：wind、招商证券

图 1：神火股份历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：神火股份历史 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	14627	16082	15572	15330	13688
现金	6031	7973	7000	6500	4800
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	869	967	1088	1170	1184
应收款项	413	290	306	329	333
其它应收款	478	1071	1206	1296	1312
存货	4251	4570	4658	4661	4674
其他	2585	1211	1314	1374	1386
非流动资产	35810	35679	34491	33403	32381
长期股权投资	800	2913	2913	2913	2913
固定资产	22081	20469	19504	18628	17807
无形资产	5296	5008	4841	4679	4523
其他	7634	7290	7233	7183	7137
资产总计	**50437**	**51762**	**50063**	**48733**	**46069**
流动负债	31486	34165	31573	29176	25359
短期借款	17238	20671	20176	17922	14305
应付账款	2522	2374	2441	2443	2449
预收账款	2242	2411	2479	2480	2487
其他	9484	8708	6478	6331	6118
长期负债	10343	9943	9203	8111	7237
长期借款	7079	6201	5461	4369	3495
其他	3264	3742	3742	3742	3742
负债合计	**41829**	**44108**	**40777**	**37287**	**32597**
股本	1901	1901	1901	1901	1901
资本公积金	1949	1951	1951	1951	1951
留存收益	1415	1815	3348	5349	7208
少数股东权益	3345	1987	2087	2246	2414
归属于母公司所有者权益	5264	5666	7199	9200	11059
负债及权益合计	**50437**	**51762**	**50063**	**48733**	**46069**

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	(736)	611	4632	5559	5848
净利润	(1673)	342	1552	2467	2599
折旧摊销	1500	1543	1510	1438	1372
财务费用	1553	1712	1820	1820	1820
投资收益	32	(857)	(70)	(70)	(70)
营运资金变动	(1974)	(811)	(281)	(255)	(40)
其它	(175)	(1318)	101	159	167
投资活动现金流	(1473)	(2165)	(320)	(349)	(349)
资本支出	(1500)	(637)	(320)	(349)	(349)
其他投资	28	(1528)	0	0	0
筹资活动现金流	2728	1162	(5285)	(5710)	(7199)
借款变动	4416	1543	(3516)	(3494)	(4709)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	9	2	0	0	0
股利分配	(57)	0	(19)	(466)	(740)
其他	(1640)	(383)	(1750)	(1750)	(1750)
现金净增加额	520	(392)	(973)	(500)	(1700)

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	17558	16902	19032	20459	20705
营业成本	16334	13107	13475	13483	13520
营业税金及附加	116	310	400	430	435
营业费用	563	507	590	634	642
管理费用	618	739	628	675	683
财务费用	1541	1718	1820	1820	1820
资产减值损失	204	2043	40	40	40
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(32)	857	70	70	70
营业利润	(1851)	(664)	2150	3448	3635
营业外收入	124	78	60	60	60
营业外支出	31	24	30	30	30
利润总额	(1758)	(609)	2180	3478	3665
所得税	81	415	527	852	899
净利润	(1840)	(1025)	1652	2626	2766
少数股东损益	(167)	(1367)	100	159	167
归属于母公司净利润	(1673)	342	1552	2467	2599
EPS（元）	(0.88)	0.18	0.82	1.30	1.37

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-27%	-4%	13%	7%	1%
营业利润	547%	-64%	-424%	60%	5%
净利润	356%	-120%	354%	59%	5%
获利能力					
毛利率	7.0%	22.5%	29.2%	34.1%	34.7%
净利率	-9.5%	2.0%	8.2%	12.1%	12.6%
ROE	-31.8%	6.0%	21.6%	26.8%	23.5%
ROIC	-0.9%	3.6%	8.2%	11.3%	12.7%
偿债能力					
资产负债率	82.9%	85.2%	81.5%	76.5%	70.8%
净负债比率	55.0%	58.7%	53.7%	48.0%	40.5%
流动比率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
速动比率	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
营运能力					
资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
存货周转率	3.7	3.0	2.9	2.9	2.9
应收帐款周转率	36.2	48.0	63.8	64.4	62.6
应付帐款周转率	6.3	5.4	5.6	5.5	5.5
每股资料（元）					
每股收益	-0.88	0.18	0.82	1.30	1.37
每股经营现金	-0.39	0.32	2.44	2.92	3.08
每股净资产	2.77	2.98	3.79	4.84	5.82
每股股利	0.00	0.01	0.25	0.39	0.41
估值比率					
PE	-13.1	64.2	14.2	8.9	8.5
PB	4.2	3.9	3.1	2.4	2.0
EV/EBITDA	53.0	22.4	9.8	8.0	7.8

资料来源：公司数据、招商证券

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。

刘文平：有色首席研究员。5 年有色金属和新材料研究和投资经验，善于从一级市场的角度研究二级市场上市公司，注重行业长期发展趋势和上市公司竞争优势分析。2014 年新财富钢铁行业入围（第四名）。2015 年度“天眼”明星分析师。2016 年金贝塔组合最高收益奖、水晶球最佳分析师第四名、金牛分析师第五名。

卢平：煤炭研究组首席研究员。毕业于中国人民大学，经济学博士。五年会计从业经验，十二年证券从业经验。

刘伟洁：有色研究员。中南大学硕士，6 年基本金属研究经验，对基本金属板块有着深刻的认识和人脉资源。2017 年 3 月份加入招商证券。

王西典：煤炭研究员。毕业于上海交通大学，工学硕士，2017 年 2 月加入招商证券。

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。