

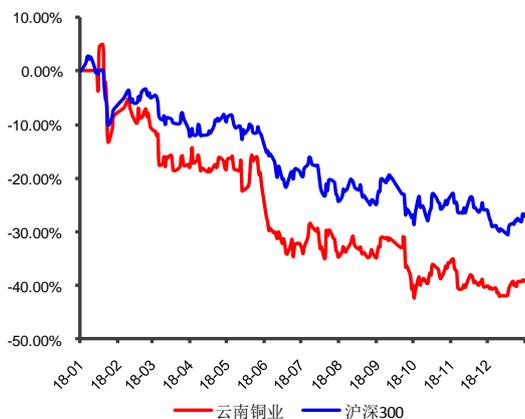
2019年1月18日

云南铜业 (000878): 资源冶炼规模扩张, 经营业绩持续改善
有色金属
当前股价: 8.50 元
审慎推荐 (首次)
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	57,323	42,769	56,209	63,625
(+/-)	-3.2%	-25.4%	31.4%	13.2%
营业利润	487	631	904	946
(+/-)	242.7%	29.5%	43.2%	4.7%
归属母公司净利润	227	425	657	693
(+/-)	11.8%	87.0%	54.4%	5.5%
EPS (元)	0.16	0.30	0.46	0.49
市盈率	51.6	28.3	18.3	17.4

公司基本情况 (最新)

总股本/已流通股 (亿股)	14.16/14.16
流通市值 (亿元)	120.4
每股净资产 (元)	4.40
资产负债率 (%)	72.4

股价表现 (最近一年)

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

分析师: 徐鹏
 执业证书编号: S1050516020001
 联系人: 谢玉磊
 电话: 021-54967579
 邮箱: xieyl@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司
 地址: 上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
 邮编: 200030
 电话: (86 21) 64339000
 网址: http://www.cfsc.com.cn

● 中铝集团核心铜业主体, 盈利能力持续提升。云南铜业是中铝集团三大事业部板块核心铜业主体, 中铝集团确立“做强铜业”的发展战略, 力争跻身全球铜矿资源企业前 5 位的世界一流企业。在中铝集团的领导下, 自 2015 年以来, 公司经营管理能力不断增强, 企业盈利能力稳步提升。

● 定增收购普朗铜矿, 自产铜产量有望翻倍。公司定增收购迪庆有色 50.01% 股权完成过户, 公司铜金属储量达到 484.97 万吨, 增幅为 137.15%, 自产铜矿含铜达到 10.52 万吨, 增幅为 110.4%, 显著提高公司铜资源储量和矿山产铜量。

● 东南铜业建成投产, 冶炼规模行业前三。2018 年 9 月, 公司东南铜业 40 万吨铜冶炼基地项目投料试生产成功, 公司阴极铜产能达到 103 万/年, 增幅为 63.5%, 产能规模仅次于铜陵有色 (135 万吨/年) 和江西铜业 (130 万吨/年)。冶炼是公司稳定的利润来源, 冶炼规模的扩张将进一步提升经营业绩。

● 新增铜矿有限, 铜市供需紧平衡。由于铜价相对低迷, 全球铜矿企业资本性支出下降, 新增铜矿产出有限, 而现有主要大型铜矿面临矿龄时间过长、品位下降等问题, 供给弹性较低, 未来铜市整体处于供需紧平衡的状态。

● 盈利预测: 我们预测公司 2018-2020 年实现归属母公司所有者净利润分别为 4.25 亿元、6.57 亿元和 6.93 亿元, 对应每股收益分别为 0.3 元、0.46 元和 0.49 元。按照公司 8.5 元的股价测算, 对应的市盈率分别为 28.3 倍、18.3 倍和 17.4 倍。考虑到公司铜资源储量和冶炼规模大幅扩张, 经营管理持续改善, 净资产收益率稳步提升, 同时公司作为铜行业龙头企业, 在铜市紧平衡格局下有望受益, 首次覆盖, 给予“审慎推荐”的投资评级。

● 风险提示: (1) 全球经济增速大幅放缓, 铜需求明显下降; (2) 贵金属和硫酸价格低迷, 公司副产品盈利大幅下降; (3) 铜矿投产进度超预期, 新增铜矿供给超预期; (4) 普朗铜矿和中铝东南铜业项目达产进度不及预期; (5) 市场系统性风险。

正文目录

1. 迈向新征程的老牌铜企	4
1.1 中铝集团铜业务核心主体	4
1.2 公司盈利能力持续提升	5
2. 资源储量和冶炼产能积极扩张	6
2.1 定增收购普朗铜矿，做大资源储量	6
2.2 东南铜业建成投产，冶炼规模行业前三	7
2.3 冶炼成为公司稳定的利润来源	8
3. 新增铜矿有限，铜市供需紧平衡	9
3.1 矿山产铜增速放缓，新增铜矿投产不足	9
3.2 全球主要矿山品位下降，开采成本上升	10
3.3 铜价相对低位，中小矿山扩产受限	11
3.4 铜市供需紧平衡，中期铜价有望偏强	11
4. 公司盈利预测与估值	12
5. 风险提示	13

图表目录

图表 1 公司主要产品	4
图表 2 公司股权结构	4
图表 3 公司近五年销售收入构成	5
图表 4 公司近五年毛利构成	5
图表 5 2015 年以来归母净利润持续提升	5
图表 6 公司净资产收益率显著提升	5
图表 7 公司铜资源储量情况	6
图表 8 非公开发行业股票募集资金用途（单位：万元）	6
图表 9 普朗采矿权资源储量情况	7
图表 10 公司铜冶炼企业一览	7
图表 11 公司管理不断提升，阴极铜产量持续增加	8
图表 12 冶炼铜对阴极铜毛利贡献显著	8
图表 13 全球铜矿山产量增速放缓	9
图表 14 2018-2020 年全球新增铜矿情况（单位：千吨）	9
图表 15 未来全球铜矿山品位预测	10
图表 16 全球铜矿山生产成本曲线	11
图表 17 全球铜市处于供需紧平衡状态	12
图表 18 公司营业收入假设	12
图表 19 公司 PE-Band	13
图表 20 公司 PB-Band	13
图表 21 公司盈利预测（百万元）	14

1. 迈向新征程的老牌铜企

1.1 中铝集团铜业务核心主体

云南铜业是集采、选、冶及深加工为一体，主要从事生产和销售铜精矿及其他有色金属矿产品、高纯阴极铜等业务，其主要产品“铁峰”牌高纯阴极铜为上海期货交易所和伦敦金属交易所注册的“中国名牌”产品，是中国三大铜工业有色金属企业之一。

公司成立于 1998 年，于当年 6 月在深圳证券交易所挂牌交易，公司的母公司为云南铜业（集团）有限公司，实际控制人为中国铝业集团有限公司。云铜集团拥有 6 座铜冶炼厂，2 座锌冶炼厂和 11 座大中型铜矿山，保有铜资源储量 877.23 万吨，具有年产精矿含铜近 10 万吨、粗铜 45 万吨、精炼铜 103 万吨的能力。云铜集团控股股东中国铜业有限公司是中铝集团的全资子公司，是中铝集团三大事业部板块公司之一，是中国有色金属的龙头企业。中铝集团确立了“做强铜业”的发展战略，致力于优先发展铜业，力争跻身全球铜矿资源企业前 5 位的世界一流企业。

图表 1 公司主要产品

产品名称	产品主要用途
阴极铜	电气、轻工、机械制造、建筑、国防等
金锭	金融、珠宝首饰、电子材料等
银	金融、电子材料、感光材料、珠宝首饰等
工业硫酸	化工产品原料以及其他国民经济部门

资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

图表 2 公司股权结构

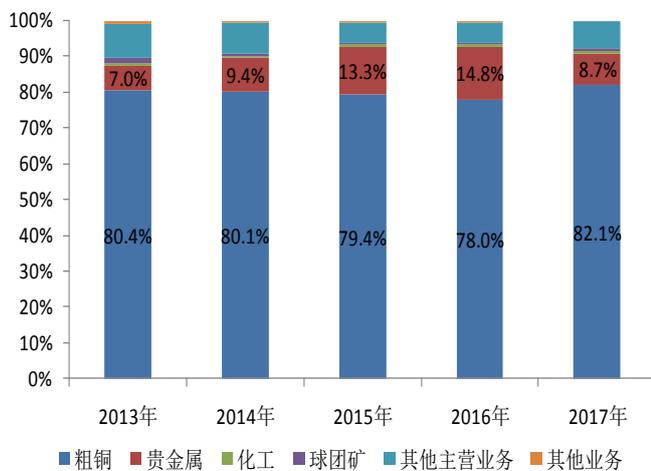


资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

1.2 公司盈利能力持续提升

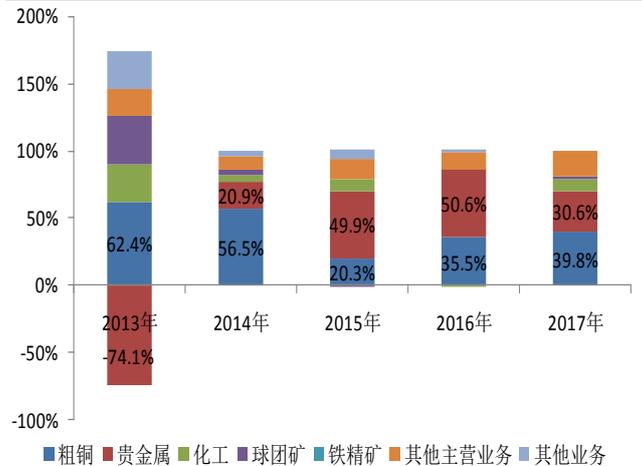
公司通过多年的资源储备和产业布局，已发展成为集铜勘探、采选、冶炼、销售一体化的大型铜产业集团。2017年末，公司保有铜资源储量204.5万吨，生产铜金属5.52万吨，高级阴极铜62.61万吨，黄金10,028千克，白银450.87吨。从公司历年经营情况来看，约80%以上的收入来自铜相关业务，其余为贵金属、硫酸以及其他主营业务等附加产品。在公司毛利构成中，约70%以上来自于铜、黄金和白银三类产品，由于黄金和白银是企业冶炼铜时的附加产品，因此，公司整体毛利水平与铜业务高度相关。

图表 3 公司近五年销售收入构成



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

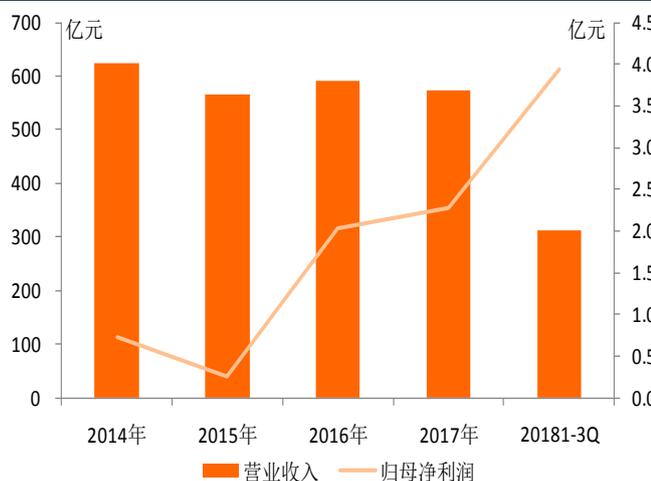
图表 4 公司近五年毛利构成



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

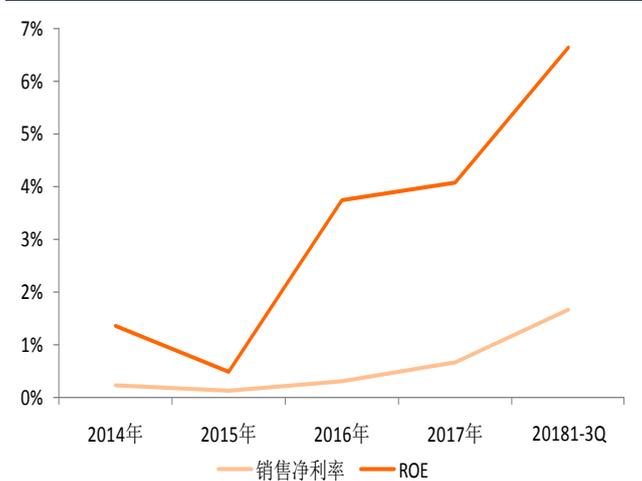
自2015年以来，公司主营业务经营持续改善，归母净利润水平持续提升，企业经营情况逐步好转。2018年前三季度，由于公司贸易业务减少，营业总收入下降31.48%，但得益于公司持续加强经营管理，以及主产品电解铜和硫酸产销量和价格同比上涨，归母净利润同比增长75.25%，已超过2017年全年。从公司净资产收益率（ROE）来看，自2015年起持续提升，2018年前三季度上升至6.65%，表明公司近年来经营管理能力不断增强，企业盈利能力显著提升。

图表 5 2015 年以来归母净利润持续提升



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 6 公司净资产收益率显著提升



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

2. 资源储量和冶炼产能积极扩张

2.1 定增收购普朗铜矿，做大资源储量

2017年，公司通过矿山勘查新增铜资源储量4万吨以上，到年底保有333以上铜资源量204.5万吨，铜资源主要来自玉溪矿业、金沙矿业、迪庆矿业和楚雄矿冶等矿山公司，矿山均位于云南省境内。2017年，公司自产铜矿含铜金属量5.52万吨，静态开采年限37年。

图表7 公司铜资源储量情况

企业名称	持股比例	资源储量（万吨）
云南玉溪矿业有限公司	100%	95.31
云南金沙矿业股份有限公司	51%	57.41
云南迪庆矿业开发有限公司	75%	36.36
云南楚雄矿冶有限公司	100%	15.41

资料来源：云南铜业（集团）有限公司2018年度第一期短期融资券募集说明书，华鑫证券研发部

定增收购迪庆有色50.01%股权顺利过户。公司根据中国铜业有限公司“做大资源、做强矿山、做优冶炼、做精加工”的发展战略，积极实施“南北布局”策略，实现铜资源储量和业务规模的同步扩张。2018年12月29日，公司通过非公开发行股票定增收购迪庆有色50.01%股权过户成功，成功收购普朗铜矿，将显著增加公司铜资源储备，增强公司盈利能力和行业竞争力。

图表8 非公开发行股票募集资金用途（单位：万元）

序号	项目名称	投资总额	拟投入金额
1	收购迪庆有色50.01%股权	143,930.30	143,930.30
2	东南铜业铜冶炼基地项目	488,610.17	51,504.85
3	滇中有色10万吨粗铜/年、30万吨硫酸/年完善项目	19,814.36	15,000.00
4	补充流动资金	50,000.00	-
合计：		702,354.83	210,435.15

资料来源：《云南铜业：关于调整非公开发行股票募集资金投资项目投入金额的更正公告》，华鑫证券研发部

迪庆有色主要拥有普朗铜矿采矿权及其外围探矿权，采矿权保有铜金属储量（金属量）143.76万吨，是目前国内少有的已探明资源储量超过百万吨的超大型铜矿。另外，普朗采矿权还包括低品位铜矿石，折合铜金属储量136.71万吨，平均品位为0.24%。目前普朗铜矿采矿和选矿项目工作进入试生产阶段，达产后年产铜精矿含铜5万吨。公司定增收购迪庆有色后，公司铜金属储量达到484.97万吨，增幅为137.15%，自产铜矿含铜达到10.52万吨，增幅为110.4%，显著提高公司铜资源储量和矿山产铜量。

图表 9 普朗采矿权资源储量情况

矿产名称	矿产组合	资源储量类型	矿石量 (万吨)	金属量 (吨)	平均品位
铜矿	主矿产	(111b)	6,465.96	420,623	0.65%
		(122b)	7,568.84	361,985	0.48%
		(333)	13,916.33	654,962	0.47%
		合计	27,951.13	1,437,570	0.51%
金矿		(333)	27951.13	36.34	0.13*10 ⁻⁶
银矿	伴生矿产	(333)	27951.13	494.74	1.77*10 ⁻⁶
钼矿		(333)	27951.13	55.9	0.02%

资料来源：《云南铜业：非公开发行股票预案（三次修订稿）》，华鑫证券研发部

2.2 东南铜业建成投产，冶炼规模行业前三

公司地处云南边陲，离产品主要销售地区较远，产品运输成本较高，为克服地理位置缺陷，公司着力于实施“南北布局”策略，不断完善冶炼布局，形成了以西南铜业为主的西南铜冶炼基地、赤峰云铜为主的北方冶炼基地，东南铜业为主的华东铜冶炼基地。由于赤峰地区风能资源非常丰富，赤峰云铜用电成本较低且原材料采购便利，具有生产成本优势。东南铜业铜冶炼项目位于福建省宁德市，临近港口且电费价格低，产品可覆盖东部主要经济发达地区，能有效提升公司产品竞争优势和盈利能力。2018年9月，公司东南铜业40万吨铜冶炼基地项目投料试生产成功，公司阴极铜产能达到103万/年，增幅为63.5%，产能规模仅次于铜陵有色（135万吨/年）和江西铜业（130万吨/年）。

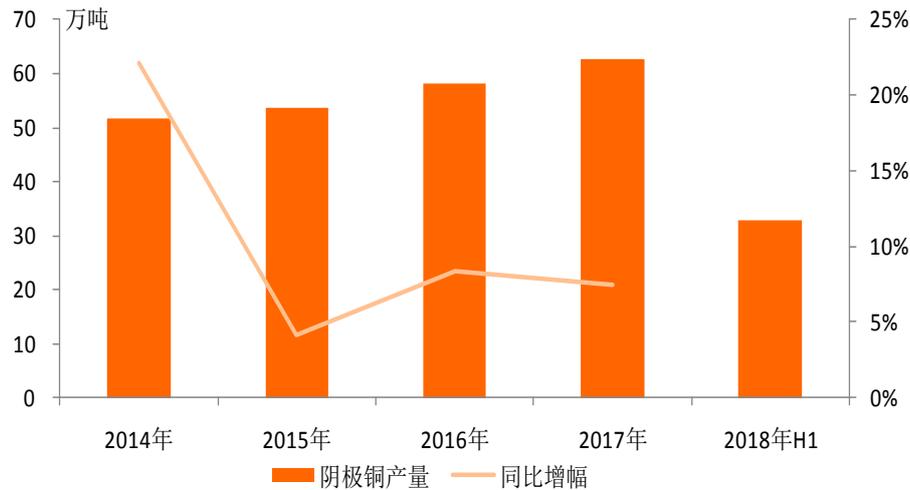
图表 10 公司铜冶炼企业一览

企业名称	持股比例	产品	产能
云南铜业股份有限公司西南铜业分公司	100%	阴极铜	50万吨/年
赤峰云铜有色金属有限公司	65%	阴极铜	13万吨/年
楚雄滇中有色金属有限责任公司	100%	粗铜	10万吨/年
易门铜业有限公司	75.3%	粗铜	10万吨/年
中铝东南铜业有限公司	60%	阴极铜	40万吨/年

资料来源：公司官网，公司公告，华鑫证券研发部

近年来，公司通过实施生产管理能力提升专项工程，管理能力不断提升，主要产品产量稳步增加，公司业务规模和经营业绩持续提升，各项经营指标改善较为明显。以阴极铜为例，公司2017年产量达到62.61万吨，相比2013年产量增长48.2%，年均复合增速为10.3%。而随着东南铜业40万吨项目投产，公司阴极铜产量有望进一步攀升，企业整体实力和竞争力将明显增强。

图表 11 公司管理水平不断提升，阴极铜产量持续增加



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

2.3 冶炼成为公司稳定的利润来源

公司铜产品销售以长单为主，产品销售价格以上海期货交易所铜产品期货价格为依据，结合市场行情确定。公司 80%左右的营业收入来自于铜相关业务，我们对其进行拆分，我们假设冶炼铜单位毛利与长协加工费高度相关，同时由于公司贸易铜毛利率数据披露不充分，我们结合铜贸易行业以及参考江西铜业贸易铜毛利率情况，推算出近年来公司冶炼铜毛利相对稳定且对公司铜业务毛利贡献占比较高。后续随着东南铜业 40 万吨项目的产能释放，将进一步提升公司经营业绩。

图表 12 冶炼铜对阴极铜毛利贡献显著

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
产量/贸易量				
矿产铜 (万吨)	5.95	5.67	5.60	5.52
冶炼铜 (万吨)	51.6	53.73	58.24	62.61
贸易铜 (万吨)	61.65	70.01	78.43	45.67
营业收入				
矿产铜 (亿元)	24.95	19.69	18.16	22.82
冶炼铜 (亿元)	216.42	186.72	189.00	258.82
贸易铜 (亿元)	258.55	243.29	254.49	188.78
毛利				
矿产铜 (万元)	104,695	-6,083	11,263	38,516
冶炼铜 (万元)	27,990	34,370	38,731	40,213
贸易铜 (万元)	-4,137	5,109	21,377	9,439

资料来源：Wind，公司公告，华鑫证券研发部

3. 新增铜矿有限，铜市供需紧平衡

3.1 矿山产铜增速放缓，新增铜矿投产不足

自 2011 年以来，由于铜价相对低迷，铜矿企业资本性支出下降，新增铜矿投产产能不足，全球矿山产铜同比增速趋势性下降。根据国际铜业研究组织（ICSG）统计数据显示，2017 年全球矿山产铜 2003.8 万吨，同比增速下降 1.57%；预计 2018 年铜矿产量增加约 50 万吨，增幅为 2.5%；2019 年铜矿产量增加约 40 万吨，增幅为 1.9%。由于全球精炼铜产量的 80%来自于矿产铜，20%来自于废铜回收，矿产铜产量下降将直接影响精铜产量。

图表 13 全球铜矿山产量增速放缓



资料来源：国际铜业研究组织，华鑫证券研发部

全球铜精矿大型项目（10 万吨/年及以上）投产产能在 2015 年达到高峰，投产产能高达 81 万吨/年，随后大型矿山较少有新增投产计划。据不完全统计，2018-2020 年全球新增产能超 10 万吨/年的项目仅有智利国有铜业 33 万吨/年的 Chuquicamata 地下铜矿、嘉能可 30 万吨/年的 Katanga、第一量子 30 万吨/年的 Cobre Panama 以及哈萨克斯坦 12 万吨/年的 Aktogay 等几个项目。由于矿山从谈判、投资、建设和投产需要 5-8 年甚至更长时间，因此未来新增铜矿产出将相对有限，我们预计 2018 年-2020 年全球新增铜矿产能分别为 55.7 万吨、60.1 万吨和 40.8 万吨。

图表 14 2018-2020 年全球新增铜矿情况 (单位：千吨)

矿山	国家	2018 年	2019 年	2020 年
Capricorn Copper	Australia	25	30	30
insenda	Congo DR	18	20	20
Mowana	Botswana	9	15	22
Mufulira	Zambia	25	30	30
Nk na RLE Feed	Zambia	15	20	20
San Nicolas Tails Retreat	Peru	23	25	25

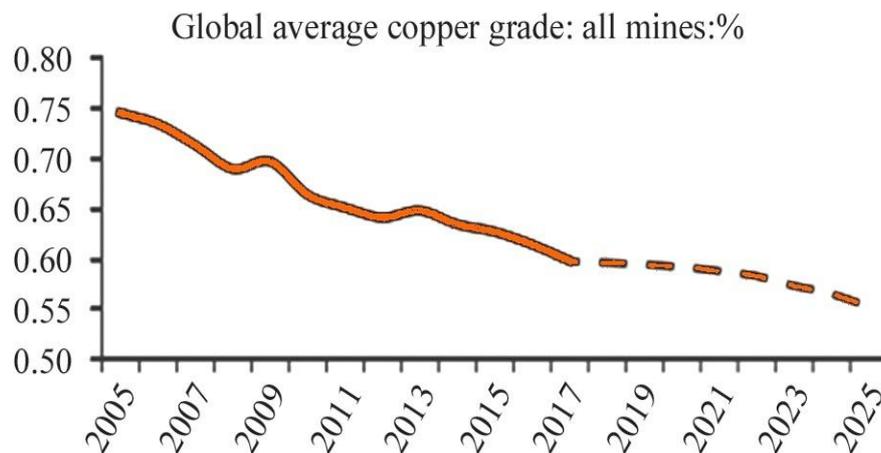
Tayahua (Santiago)	Mexico	22	27	29
Kolwezi (Commus)	Congo DR	25	35	45
Pulang	China	30	45	50
Xiongcun	China	0	10	20
Mopani Deeps	Zambia	5	35	45
Carrapateena	Australia	0	15	65
Bystrinskoe	Russian Federation	40	50	60
Oyu Tolgoi Expansion	Mongolia	0	6	45
Chuquicamata Underground	Chile	0	165	330
Katanga	Congo DR	150	300	300
Cobre Panama (Petaquilla)	Panama	50	200	300
Aktogay	Kazakhstan	120	130	130
合计:	-	557	1158	1566

资料来源：国际铜业研究组织，华鑫证券研发部

3.2 全球主要矿山品位下降，开采成本上升

全球主要大型铜矿经过长期开采，普遍面临矿龄时间过长、品位下降等问题，以智利为例，全球大型矿山 Escondida、Chuquicamata、ElTenient 和 Los Bronces 等矿山开采时间均超过百年，为延长矿山寿命，Chuquicamata 等部分矿山开启从露天转入地下开采的扩建措施，增加矿企的资本投入和现金开采成本。2011 年后，铜价持续下行，为保障企业盈利，矿山优先开采高品位矿石，进一步加速了矿山老化和品位下降。英国商品研究局（CRU）矿业分析师哈密什·桑普森（Hamish Sampson）称，由于矿山老龄化、储量枯竭等因素，未来 20 年 220 座矿山将面临关闭，关闭铜矿产量约占 2017 年全球铜产量的 40%。

图表 15 未来全球铜矿山品位预测

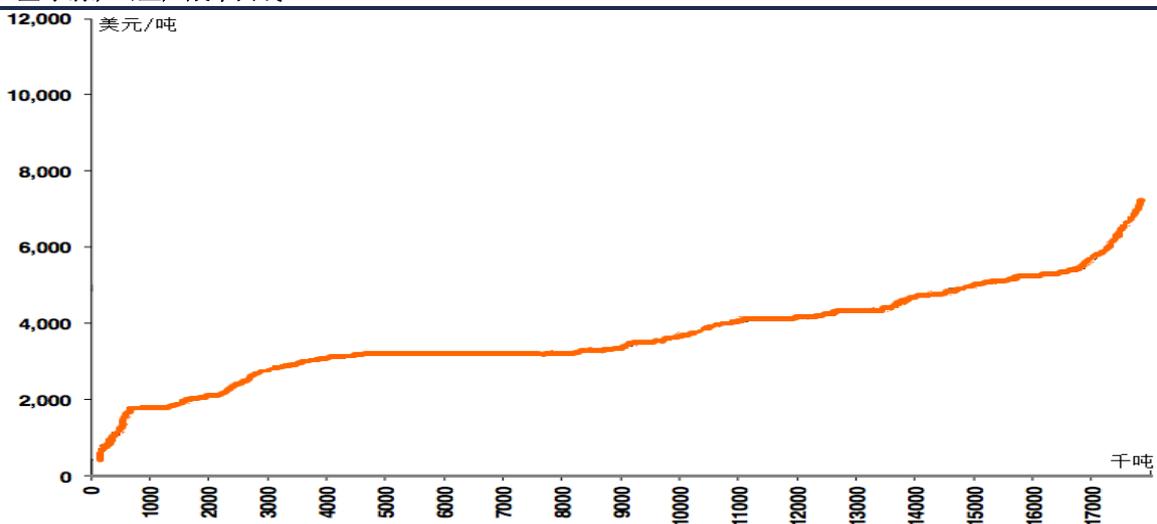


资料来源：英国商品研究局，华鑫证券研发部

3.3 铜价相对低位，中小矿山扩产受限

根据国际铜业研究组织（ICSG）数据显示，2018 年全球前二十铜矿山总产能 889.6 万吨，占全球比重为 37.3%，单体矿山产能在 22.5 万吨/年以上。由于大型铜矿山储量、品位等优势，铜矿山现金开采成本位于全球铜成本曲线的前列，而多数中小型矿山开采成本较高，供给受铜价的影响较大。根据伍德麦肯锡（Wood Mackenzie）数据显示，全球铜矿平均成本在 3500-4000 美元/吨，当铜价低于 6000 美元/吨时，全球仍有 5% 的矿山发生亏损，因此在当前铜价下并叠加经济增速放缓的预期，中小型矿山大幅扩产的意愿并不强烈。同时，全球铜矿品位逐步下降，铜矿开采成本上升，也将抑制中小矿商扩建新项目的能力。

图表 16 全球铜矿山生产成本曲线



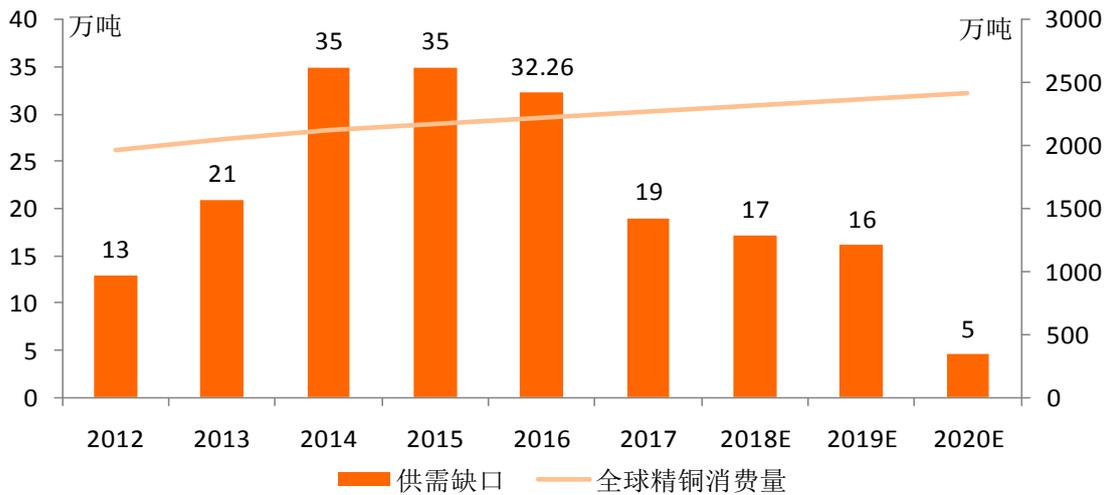
资料来源：Wood Mackenzie，华鑫证券研发部

3.4 铜市供需紧平衡，中期铜价有望偏强

供给端，由于 2018-2020 年全球新增铜矿投产有限，而现有主要大型铜矿面临矿龄时间过长、品位下降等问题，供给弹性较低，我们预计未来三年精铜供给增速年均增速为 1.98%。

消费端，虽然全球经济增速放缓，但仍维持一定的增速，同时国内电力投资增速底部回升，新能源汽车行业成为拉动铜消费的新增长点，铜消费具有很强韧性。2008 年-2017 年，全球铜消费年均复合增速为 2.72%，基于谨慎的原则，我们采用 2015 年-2017 年全球铜消费平均增速 2.2% 测算。综合判断，未来由于铜矿供给受限，供给增速低于消费增速，铜市整体出于供需紧平衡的状态，中期铜价走势有望偏强。

图表 17 全球铜市处于供需紧平衡状态



资料来源：安泰科，华鑫证券研发部

4. 公司盈利预测与估值

公司盈利预测假设：

(1) 公司主营业务收入与铜价高度相关，尽管预计未来铜市供需处于紧平衡状态，但宏观经济前期不明朗影响市场风险偏好，出于谨慎原则，我们预计 2019 和 2020 年铜均价与 2018 年保持相对稳定，均为 51000 元/吨。

(2) 2019 年，公司普朗铜矿和中铝东南铜业处于产能爬坡期，假设产能利用率为 60%。

(3) 公司贵金属产量与自产铜和冶炼铜总产量高度相关，同时我们假设 2018-2020 年贵金属吨毛利仅为 2017 年的 0.9 倍。

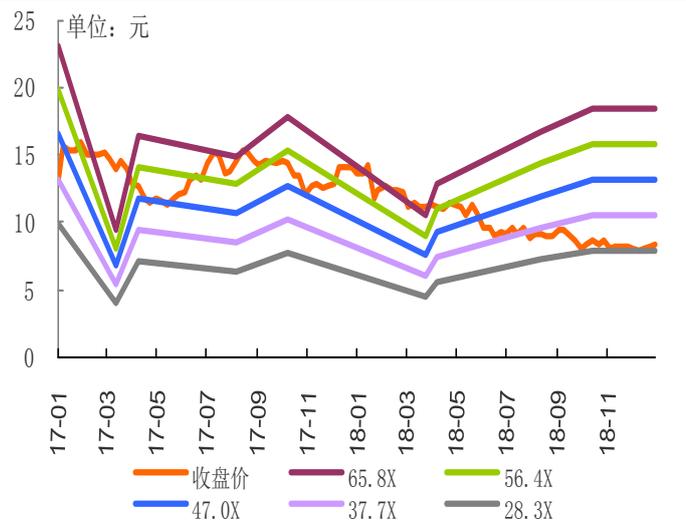
(4) 公司总股本按照当前股本 1,416,398,800 股计算。

图表 18 公司营业收入假设

营业收入 (亿元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
电解铜	461.65	470.42	340.43	456.32	522.73
贵金属	87.35	50.07	42.15	58.19	65.07
化工	2.65	4.72	5.11	7.58	8.45
球团矿	2.35	3.56	2.22	2.22	2.22
其他	37.95	46.9	37.78	37.78	37.78
合计	591.95	575.68	427.69	562.09	636.25

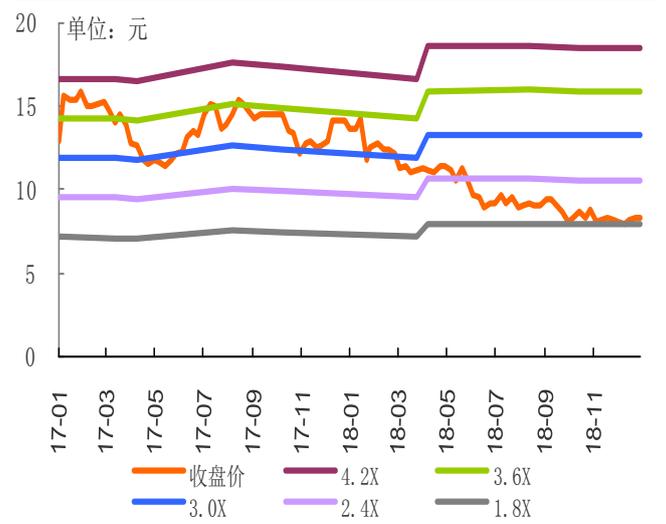
资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 19 公司 PE-Band



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

图表 20 公司 PB-Band



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

我们预测公司 2018-2020 年实现归属母公司所有者净利润分别为 4.25 亿元、6.57 亿元和 6.93 亿元，对应每股收益分别为 0.3 元、0.46 元和 0.49 元。按照公司 8.5 元的股价测算，对应的市盈率分别为 28.3 倍、18.3 倍和 17.4 倍。考虑到公司铜资源储量和冶炼规模大幅扩张，经营管理持续改善，净资产收益率稳步提升，同时公司作为铜行业龙头企业，在铜市紧平衡格局下有望受益，首次覆盖，给予“审慎推荐”的投资评级。

5. 风险提示

- (1) 全球经济增速大幅放缓，铜需求明显下降；
- (2) 贵金属和硫酸价格低迷，公司副产品盈利大幅下降；
- (3) 铜矿投产进度超预期，新增铜矿供给超预期；
- (4) 普朗铜矿和中铝东南铜业项目达产进度不及预期；
- (5) 市场系统性风险。

分析师简介

徐鹏：华鑫证券研究员，工学硕士，2013年6月加盟华鑫证券研发部。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-)5%— (+)5%
4	减持	(-)15%— (-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司
研究发展部
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
邮编：200030
电话：(+86 21) 64339000
网址：<http://www.cfsc.com.cn>