

2012-11-27

公司报告(点评报告)

 评级 **谨慎推荐** **维持**

分析师: 刘元瑞

 (8621)68751760

 liuyr@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490510120022

分析师: 王鹤涛

 (8621)68751760

 wanght1@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490512070002

联系人: 陈文敏

 (8621)68751760

 chenwm@cjsc.com.cn

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源: Wind

相关研究

《或受益制造业恢复, 12 月出厂价继续小幅上调》2012/11/4

《3 季度环比改善源于毛利率上升》2012/10/29

《11 月出厂价上调或为对前期价格的修正》2012/10/10

武钢股份(600005)

非公开增发收购集团矿业资产, 短期增厚业绩, 长期提高矿石自给率

报告要点

■ 事件描述

武钢股份今日发布公告, 董事会审议通过非公开发行 A 股股票的相关议案。

■ 事件评论

非公开增发收购集团矿业资产, 加强资源掌控: 公司本次拟非公开增发不超过 42 亿股, 募集资金不超过 150 亿元, 募集资金用于收购武钢集团矿业资源板块相关资产, 具体包括武钢矿业 100% 股权、武钢国际资源 100% 股权、武钢巴西 90% 股权及武钢(澳洲)有限 100% 股权。

本次拟收购的武钢矿业拥有大冶、程潮、金山店三大主体铁矿、加拿大 Bloom lake 铁矿项目及澳洲艾尔铁矿项目相关权益等矿业资产, 合计权益资源量 10.48 亿吨; 武钢国际资源则拥有中利联利比里亚邦铁矿项目、加拿大 Lac Oteluk 铁矿项目等矿产项目及公司股权, 合计权益资源量 202.45 亿吨(仅 Lac Oteluk 项目符合加拿大 NI43-101 标准的资源量就达 237.40 亿吨。由于加拿大 NI43-101 标准定义的资源量包括三层经济含义: 推断的矿产资源量、指示的矿产资源量和测定的矿产资源量, 公司公布的资源口径较为宽泛, 我们仅作粗略统计)。本次非公开增发完成后, 公司资源掌控能力将明显提高, 矿石自给率提升, 有利于公司平抑矿石价格波动带来的生产经营不确定性。

短期增厚公司业绩, 长期增量难释放: 若以 212.93 亿吨的权益资源量和约 150 亿元的收购评估值计算, 公司单位资源储量价值为 0.70 元/吨, 明显低于其他上市公司的方案。当然这可能与资源统计口径较为宽泛有关, 需进一步核实。

受行业影响, 武钢股份目前主业盈利能力近年来处于低位, 而此次矿石资产的评估值并不算高, 因此若我们以最终募集资金 150 亿元进行简单测算, 本次收购将较大幅度的增厚公司 2012 年业绩。**不过, 值得注意的是:** 1、此次注入资产中能够实现盈利资产的主要为武钢矿业的国内资产和持有威拉拉铁矿项目 10% 股权的武钢澳洲有限公司, 两者均为产能稳定且较为成熟矿石资产, 预计后期增量有限; 2、其他矿石资产大多为探矿权或采矿权, 实现业绩贡献仍需后期大量的资本投入, 这对股份公司而言资金压力不小; 3、从长期趋势来看, 未来矿石行业盈利从高位逐步下滑是大概率事件, 注入资产 2012 的年化利润有所下滑已开始体现这一点。

由于非公开增发尚需获得相关部门及股东大会批准, 存在一定的不确定性。暂不考虑其对公司业绩影响, 预计公司 2012、2013 年的 EPS 分别为 0.03 元和 0.06 元, **维持“谨慎推荐”评级。**

非公开增发收购集团矿业资产，加强资源掌控

武钢股份今日发布公告，董事会审议通过公司非公开增发相关事项，主要内容如下：

- 本次非公开增发拟发行股份数量不超过 42 亿股（含 42 亿股）；
- 本次非公开增发拟募集资金不超过 150 亿元；
- 本次非公开增发发行价格不低于按以下原则确定的价格：1、定价基准日前 20 个交易日公司股票交易均价的 90%，即 2.23 元/股；2、2011 年底经审计的每股净资产，即 3.51 元/股；3、公司本次发行前最近一期经审计的每股净资产；
- 武钢集团拟现金认购不低于公司本次非公开发行的 A 股股票数量的 10%，并承诺本次发行完成后控制武钢股份的股权比例将不低于 55%；
- 本次非公开增发募集资金用于收购武钢集团矿业资源板块相关资产，具体包括武钢矿业 100%股权、武钢国际资源 100%股权、武钢巴西 90%股权及武钢（澳洲）有限 100%股权。募集资金不足部分由公司自筹解决。

本次发行方案取得批准的情况以及尚需呈报批准的程序：

- ✓ 本公司将在拟收购资产的审计、评估相关工作完成后，再次召开董事会，对相关事项做出补充决议，并提交股东大会审议；
- ✓ 本次非公开发行股票相关事项尚需履行必要的备案程序及国务院国资委批准本次非公开发行方案、并经公司股东大会审议批准；
- ✓ 收购武钢集团持有的境外资产仍需获得国家发改委、商务部及相关主体的批准或同意；
- ✓ 最终需获得中国证监会的核准。

图 1：本次非公开增发募集资金用于收购集团矿业资源板块相关资产



资料来源：公司资料，长江证券研究部

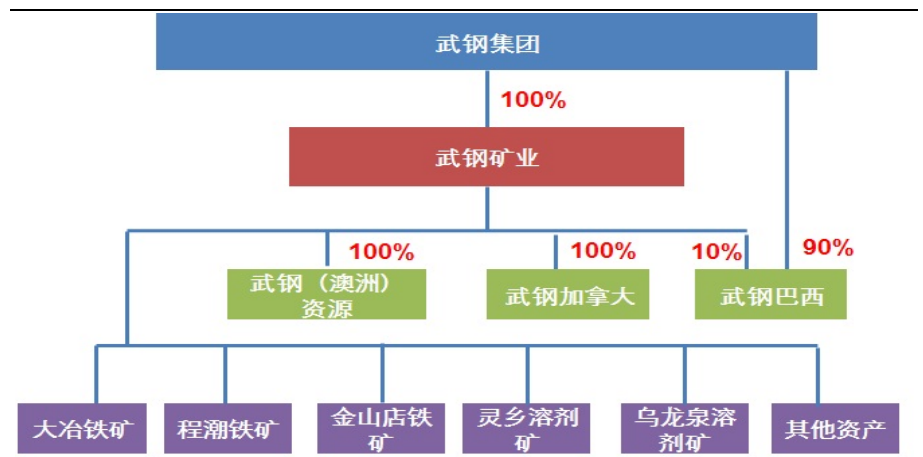
➢ 武钢矿业&武钢国际资源：掌握集团大部分矿石资源

武钢矿业成立于 1993 年，目前注册资本 25.22 亿元，主要从事国内铁矿石采选、销售业务及国外的矿业投资。

武钢矿业旗下国内资产包括大冶、程潮、金山店三大主体铁矿及灵乡岩峰、乌龙泉熔剂矿等生产基地，合计铁矿石储量 2.73 亿吨。目前具有年铁矿石采矿规模约 530 万吨/年，选矿规模约 355 万吨/年，2011 年产铁精矿 366 万吨。

国外资产则包括：1、通过武钢加拿大持有的 Bloom lake 铁矿项目 25% 股权，该项目铁矿石资源储量达 14.29 亿吨。目前项目一期年产 800 万吨铁精矿项目已完工投产，二期年产 1600 万吨铁精矿项目预计于 2013 年投产；2、通过武钢（澳洲）资源持有的艾尔铁矿项目 60% 股权，该项目铁矿石储量约 6.40 亿吨；3、武钢巴西冶金投资有限公司 10% 股权。

图 2：武钢矿业旗下主要矿产资源



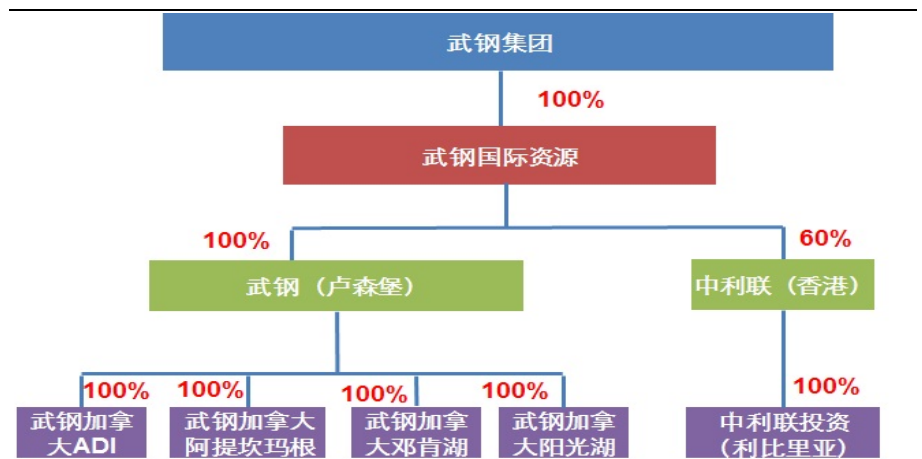
资料来源：公司资料，长江证券研究部

武钢国际资源成立于 2010 年 5 月，注册资本 1000 万港币。作为武钢集团进行海外矿业战略投资平台，武钢国际资源自身不从事具体产品的生产，主要业务为对海外矿产资源和合营企业进行投资及管理。

目前，武钢国际资源相关资产包括：1、中利联（香港）60% 的股权。该公司拥有利比亚邦矿项目 100% 股权，该项目拥有铁矿石资源量 14.83 亿吨，项目首期年产 100 万吨铁精矿工程将于 2013 年投产，后期年产 900 万吨铁精矿工程正处可研阶段；2、加拿大资源公司 ADI 的 19.18% 股权；3、世纪铁矿公司 24.46% 的股权；4、武钢（卢森堡）公司。该公司主要参与开发加拿大 Lac Otehluk 铁矿项目及 December Lake 铁矿项目（持股 60%）、阿提坎玛根项目（持股 56%）、阳光湖项目（持股 40%）及邓肯湖项目。

武钢矿业与武钢国际资源为公司本次非公开增发收购集团矿业相关资产的主要矿产来源，其中武钢矿业投资相关项目铁矿石资源量 23.42 亿吨，权益资源量 10.48 亿吨；武钢国际资源投资相关项目铁矿石资源量 342.06 亿吨（权益资源量 202.45 亿吨），其中 LOM 项目符合加拿大 NI43-101 标准的资源量为 237.40 亿吨。

图 3：武钢国际资源相关子公司统计



资料来源：公司资料，长江证券研究部

据我们了解，与国家主流矿业标准相同，加拿大 NI43-101 标准低资源量的定义分为三个层次，其经济含义区别较大，包括推断的矿产资源量 (Inferred resource)、指示的矿产资源量 (Indicated resource)和测定的矿产资源量 (Measured resource)，其中测定的矿产资源量最具经济开采意义。由于公司公告未明确矿石资源口径的标准，粗略的统计可能会导致资源量统计出现经济含义上的误差，关于这点我们仍需其他资料进行进一步验证。

表 1：本次非公开增发收购武钢矿业及武钢国际资源相关矿产统计

	子公司	矿区	所在地	资源量	权益	权益资源量	平均品位	开发阶段
武钢 矿业	大冶铁矿		中国湖北	0.37	100%	0.37	51.81%	合计形成 355 万吨精粉产能
	程潮铁矿	程潮矿区	中国湖北	1.48	100%	1.48	43.02%	
		广山矿区	中国湖北	0.05	100%	0.05	45.25%	
	金山店铁矿	张福山矿区	中国湖北	0.77	100%	0.77	39.27%	
		余华寺矿区	中国湖北	0.07	100%	0.07	34.51%	
	Bloom lake 铁矿项目		加拿大魁北克	14.29	25%	3.57	27.56%	一期 800 万吨铁精矿投产， 二期 1600 万吨明年投产
	艾尔铁矿项目	Fusion 区	南澳大利亚州	4.26	65.15%	2.78	正在进行可行性研究和资源勘探工作	
		Carrow 区		1.59	65.15%	1.04		
Green patch 区		0.55		65.15%	0.36			
武钢 国际 资源	香港中利联	利比里亚邦矿项目	利比里亚	14.83	60.00%	8.90	35.16%	首期 100 万吨铁精矿将于 2013 年投产，后期 900 万 吨铁精粉正处可研阶段
	武钢卢森堡	LOM	加拿大魁北克	237.40	67.67%	160.65	29.70%	1、相关合作、勘探、开发 等工作仍在进行中；2、资 源量统计为符合加拿大 NI43-101 标准
		阿提坎玛根项目	加拿大拉布拉多	17.23	22.40%	3.86	31.25%	
		阳光湖项目	加拿大魁北克	72.60	40%	29.04	30.18%	
		邓肯湖项目	加拿大魁北克					
合计				365.48	58.26%	212.93		

资料来源：公司资料，长江证券研究部

2012 年 1-9 月武钢矿业实现营业收入 71.91 亿元，净利润 2.22 亿元，净利润为 3.09%。
 2012 年 1-9 月武钢国际资源实现净利润 0.57 亿元。

表 2：2012 年 1-9 月武钢矿业实现营业收入 71.91 亿元，净利润 2.22 亿元

武钢矿业	2011年末	2012年9月30日
资产总计	134.82	145.28
负债总计	85.29	92.26
所有者权益合计	49.53	53.02
归属母公司所有者权益合计	47.30	50.82
项目	2011	2012年1-9月
营业收入	107.73	71.91
营业利润	8.56	2.68
利润总额	8.51	2.67
净利润	6.30	2.22

资料来源：公司资料，长江证券研究部

表 3：2012 年 1-9 月武钢国际资源实现净利润 0.57 亿元

武钢国际资源	2011年末	2012年9月30日
资产总计	26.00	49.78
负债总计	16.74	26.73
所有者权益合计	9.26	23.05
归属母公司所有者权益合计	5.85	19.71
项目	2011	2012年1-9月
营业收入	0.00	0.00
营业利润	-0.46	0.57
利润总额	-0.45	0.57
净利润	-0.45	0.57

资料来源：公司资料，长江证券研究部

➤ 武钢巴西公司&武钢（澳洲）有限公司：以股权投资为主

武钢巴西主要资产为 MMX 的股权。截至 2012 年 9 月 30 日，武钢巴西持有 MMX 股份 10,178 万股，占其股本总额的 16.30%。2012 年 1-9 月武钢巴西实现净利润-0.10 亿元。

武钢（澳洲）有限与澳大利亚必和必拓铁矿（津布巴）公司等共七家共同投资开发威拉拉铁矿项目，开发有效期限为 25 年，自 2005 年 10 月起算。武钢（澳洲）有限占有该项目 10%的权益。2012 年 1-9 月武钢（澳洲）有限实现净利润 1.18 亿元。

表 4：2012 年 1-9 月武钢巴西实现净利润-0.10 亿元

武钢巴西	2011年末	2012年9月30日
资产总计	22.93	16.21
负债总计	0.99	0.99
所有者权益合计	21.95	15.22
归属母公司所有者权益合计	21.95	15.22
项目	2011	2012年1-9月
营业收入	0.00	0.00
营业利润	-0.26	-0.10

利润总额	-0.26	-0.10
净利润	-0.26	-0.10

资料来源：公司资料，长江证券研究部

表 5：2012 年 1-9 月武钢（澳洲）有限实现净利润 1.18 亿元

武钢（澳洲）资源	2011年末	2012年9月30日
资产总计	6.31	7.41
负债总计	1.28	1.11
所有者权益合计	5.03	6.30
归属母公司所有者权益合计	5.03	6.30
项目	2011	2012年1-9月
营业收入	5.82	3.06
营业利润	3.86	1.69
利润总额	3.86	1.69
净利润	2.70	1.18

资料来源：公司资料，长江证券研究部

短期增厚公司业绩，长期增量难释放

相比我们统计的其他公司铁矿石资源注入方案，公司本次收购集团相关矿业资产合计权益资源量 212.93 亿吨，收购预评估值约 150 亿元，单位资源储量价值 0.70 元/吨，明显低于其他方案。当然，这可能与收购资产中 LOM 公司 160.65 亿吨权益资源量采用标准相对宽松的加拿大 NI43-101 标准统计有关，不过，即使我们将该部门权益资源量全部剔除，单位资源储量价值也仅 2.87 元/吨，与攀钢钒钛的单位资源储量价值接近。

表 6：按公司公布的矿石资源量计算，公司单位资源量评估价值最低

公司	资源储量	品位	定价基准	单位资源储量价值
攀钢钒钛	36.68	32.45%	106.18	2.89
凌钢股份	0.67	30.78%	20.19	30.23
方大炭素	0.46	35.00%	12.06	26.10
金岭矿业	0.33	51.24%	12.20	36.64
武钢股份	212.93		150.00	0.70

资料来源：公司资料，长江证券研究部

本次非公开增发收购的估值方面，按 2012 年三季度净资产计算，本次收购对应 PB 为 1.66，低于金岭矿业、攀钢钒钛的水平。年化前三季度利润对应的收购 PE 为 29.02，高于金岭矿业，与攀钢钒钛相当。从估值水平来看，公司收购价格基本在合理区间。

表 7：公司本次收购对应 PE 低于金岭矿业、攀钢钒钛当前水平，PB 水平基本相当

本次收购 PB&PE	2011	2012 年 9 月 30 日
本次收购净资产	77.94	90.53
本次收购净利润	8.32	3.88
收购价格	150.00	150.00
收购对应 PB	1.92	1.66
收购对应 PE	18.03	29.02

金岭矿业 PB (最新一期净资产)	2.04
金岭矿业 PE (前三季度 EPS 年化)	21.15
攀钢钒钛 PB (最新一期净资产)	1.88
按当前股价计算攀钢钒钛 PE	28.64

资料来源：公司资料，长江证券研究部

受行业影响，武钢股份目前主业盈利能力近年来处于低位，而此次矿石资产的评估值并不算高，因此，若我们以募集资金 150 亿元进行简单测算，本次收购将较大幅度的增厚公司 2012 年业绩。**不过，值得注意的是：**1、此次注入资产中能够实现盈利资产的主要为武钢矿业的国内资产和持有威拉拉铁矿项目 10%股权的武钢澳洲有限公司，两者均为产能稳定且较为成熟矿石资产，预计后期增量有限；2、其他矿石资产大多为探矿权或采矿权，实现业绩贡献仍需后期大量的资本投入，这对股份公司而言资金压力不小；3、从长期趋势来看，未来矿石行业盈利从高位逐步下滑是大概率事件，注入资产 2012 的年化利润有所下滑已开始体现这一点。

表 8：简单测算，本次收购将增厚公司 2012 年业绩

本次交易影响	2011	2012年1-9月
资产注入前净利润	10.84	3.28
注入前股本	100.94	100.94
增发前EPS	0.11	0.03
本次注入资产净利润	8.32	3.88
增发完成后净利润	19.15	7.16
假设增发价为3.51元/股，增发42亿股		
本次增发股本	42.00	42.00
增发完成后股本	142.94	142.94
增发后EPS	0.13	0.05
增厚幅度	24.82%	54.07%
假设增发价为3.70元/股，募集资金150亿元		
本次增发股本	40.54	40.54
增发完成后股本	141.48	141.48
增发后EPS	0.14	0.05
增厚幅度	26.11%	55.66%
假设增发价为3.90元/股，募集资金150亿元		
本次增发股本	38.46	38.46
增发完成后股本	139.40	139.40
增发后EPS	0.14	0.05
增厚幅度	27.99%	57.98%

资料来源：公司资料，长江证券研究部

整体上看，公司本次非公开增发方案收购集团资产评估价值相对较低，并且收购资产将增厚公司业绩。同时，完成非公开增发后，公司矿石自给率将明显提高，有助于公司平抑铁矿石波动带来的生产经营不确定性，降低公司经营风险。

另外，集团公司本次承诺增发完成后持有股份公司股权比例不低于 55%，简单计算，集团公司将认购本次增发股份的 30%左右，一定程度上反映了集团公司对股份公司本次非公开增发方案的支持。

表 9：简单测算，集团公司将认购本次增发股份的约 30%

武钢股份现有股本	100.94
其中：集团持有	65.94
占比	65.32%
若本次增发42亿股	
增发后股本	142.94
集团承诺增发完成后占比	55.00%
集团公司至少认购	12.68
占本次发行比例	30.19%

资料来源：公司资料，长江证券研究部

维持“谨慎推荐”评级

由于非公开增发尚需获得相关部门及股东大会批准，存在一定的不确定性。暂不考虑其对公司业绩影响，预计公司 2012、2013 年的 EPS 分别为 0.03 元和 0.06 元，维持“谨慎推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	101058	92883	93888	94122	货币资金	1781	9288	9389	9412
营业成本	94826	87319	87726	87529	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	6232	5564	6162	6593	应收账款	485	347	351	352
%营业收入	6.2%	6.0%	6.6%	7.0%	存货	16575	15273	15344	15309
营业税金及附加	234	215	218	218	预付账款	1390	1307	1313	1310
%营业收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	861	836	845	847	流动资产合计	24551	30209	30434	30430
%营业收入	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	2630	2415	2441	2447	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%	长期股权投资	3738	3738	3738	3738
财务费用	1056	1667	1727	1534	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	1.0%	1.8%	1.8%	1.6%	固定资产合计	67211	66567	63627	59515
资产减值损失	168	0	0	0	无形资产	417	396	376	357
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	82	0	0	0	递延所得税资产	197	0	0	0
营业利润	1365	430	931	1547	其他非流动资产	-15	-15	-15	-15
%营业收入	1.4%	0.5%	1.0%	1.6%	资产总计	96101	100896	98161	94027
营业外收支	58	0	0	0	短期贷款	31702	29657	26170	21063
利润总额	1423	430	931	1547	应付款项	18964	17480	17562	17522
%营业收入	1.4%	0.5%	1.0%	1.6%	预收账款	5612	5201	5258	5271
所得税费用	474	108	233	387	应付职工薪酬	476	436	438	437
净利润	949	323	698	1160	应交税费	-1374	13	18	24
归属于母公司所有者的净利润	1083.6	301.0	651.5	1082.7	其他流动负债	1444	1355	1362	1359
少数股东损益	-135	22	47	77	流动负债合计	56825	54142	50807	45675
EPS (元/股)	0.11	0.03	0.06	0.11	长期借款	1978	9178	9178	9178
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2011A	2012E	2013E	2014E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	755	8994	8351	8768	其他非流动负债	108	108	108	108
取得投资收益	110	0	0	0	负债合计	58910	63428	60093	54961
长期股权投资	0	0	0	0	归属于母公司	35910	36166	36719	37640
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	1281	1302	1349	1426
固定资产投资	-6757	-4929	-2939	-1941	股东权益	37190	37468	38068	39066
其他	-4344	0	0	0	负债及股东权益	96101	100896	98161	94027
投资活动现金流净额	-11102	-4929	-2939	-1941	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2011A	2012E	2013E	2014E
股权融资	8338	0	0	0	EPS	0.107	0.030	0.065	0.107
银行贷款增加 (减少)	2637	5154	-3486	-5108	BVPS	3.56	3.58	3.64	3.73
筹资成本	2298	-1713	-1825	-1696	PE	22.64	81.48	37.65	22.66
其他	-4621	0	0	0	PEG	-792.03	-2850.96	#####	#####
筹资活动现金流净额	8652	3442	-5311	-6804	PB	0.68	0.68	0.67	0.65
现金净流量	-1695	7507	100	23	EV/EBITDA	6.72	7.03	5.90	4.96
					ROE	3.0%	0.8%	1.8%	2.9%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
周志德	主管	(8621) 68751807	13681960999	zhouzd1@cjsc.com.cn
甘 露	副主管	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
杨 忠	华东区总经理	(8621) 68751003	18616605802	yangzhong@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080	chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382	lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130	zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：		
看 好：	相对表现优于市场		
中 性：	相对表现与市场持平		
看 淡：	相对表现弱于市场		
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：		
推 荐：	相对大盘涨幅大于 10%		
谨慎推荐：	相对大盘涨幅在 5%~10%之间		
中 性：	相对大盘涨幅在-5%~5%之间		
减 持：	相对大盘涨幅小于-5%		
无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。		



研究部/机构客户部

上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼
(200122)
电话: 021-68751100
传真: 021-68751151

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 9 楼
(430015)
传真: 027-65799501

北京

西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室
(100032)
传真: 021-68751791

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼
(518000)
传真: 0755-82750808
0755-82724740

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。