

中国铝业 (2600.HK)

氧化铝价格上涨受益者

分析师: 韩 玲 S0260511030002
ARI073

☎ 021-60750603
✉ gfh1@gf.com.cn

分析师: 巨国贤 S0260512050006

☎ 0755-82535901
✉ juguoxian@gf.com.cn

分析师: 赵 鑫 S0260515090002

☎ 02160759794
✉ gzzhaoxin@gf.com.cn

核心观点:

● 氧化铝价格上涨最受益者

氧化铝行业处于供需紧平衡的供求格局 (预计 16 年短缺 130 万吨, 2017 年过剩 4 万吨), 同时氧化铝成本端不断上行 (煤炭价格上涨 95%、液碱价格上涨 84%), 预计氧化铝价格或将继续上涨。公司自产铝土矿氧化铝产量 707 万吨 (铝土矿自给率 50%以上), 业绩弹性大。

● 氧化铝行业: 供需紧平衡, 成本在增长

供需紧平衡。从氧化铝行业供需来看, 预计 2016 年氧化铝行业短缺 130 万吨左右 (占当年供给的比重为 2%), 2017 年过剩 4 万吨左右 (占当年供给产量在 0%左右), 仍然供求紧平衡的状态。

成本在上升。铝土矿、煤炭和液碱是生产氧化铝的主要原料和能源, 煤炭价格年初至 12 月初上涨约 95%, 液碱价格年初至今上涨幅度为 84%。

● 氧化铝业务: 业绩弹性大

公司是中国最大氧化铝生产企业, 2015 年氧化铝收入和毛利分别 331 亿元和 33 亿元, 是公司主要的毛利来源。公司氧化铝板块具有 1) 铝土矿自给率高 (50%以上); 2) 规模优势明显 (产能 1690 万吨, 产量 1330 万吨, 占中国的 23%); 3) 业绩弹性大 (2015 年氧化铝产量 1330 万吨, 铝土矿自给率在 50%, 即有 707 万吨氧化铝受益于价格上涨, 氧化铝价格 (不含税) 每涨 100 元, 考虑到税收影响, 预计业绩可增厚 5 亿元左右。

● 投资建议

预计公司 16-18 年 EPS 分别为 0.04 元、0.11 元和 0.16 元, 对应当前股价的 PE 分别为 67 倍、25 倍和 18 倍, 考虑到公司的行业地位及业绩弹性, 给予“买入”评级。

● 风险提示

下游需求低于预期, 氧化铝价格下滑;

投资摘要	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入 (百万元 人民币)	141,835	123,446	119,998	144,339	159,463
变动 (%)	-15.0	-13.0	-2.8	20.3	10.5
净利润 (百万元 人民币)	(16,217)	206	616	1,639	2,359
全面摊薄每股收益 (元人民币)	-1.088	0.013	0.041	0.110	0.158
市盈率 (倍)	(2.5)	220.7	67.0	25.2	17.5
每股股息	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

目录索引

公司简介	4
控股股东中国铝业公司简介	4
行业分析：供需紧平衡，成本在上升	5
供给：中国产量增速下滑，中国进口量继续负增长	6
需求：增长主要在中国	8
成本：煤炭、烧碱价格均在上升	9
公司分析：氧化铝弹性最大标的	10
氧化铝板块：氧化铝业绩弹性大	11
原铝板块：盈利能力大幅回升	13
投资建议	15

图表索引

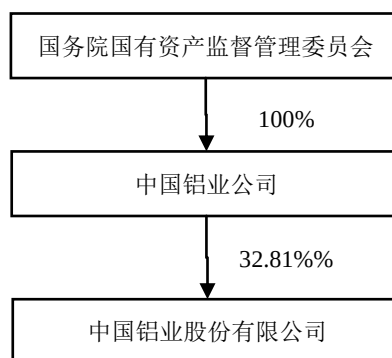
图 1: 公司股权结构 (元/吨)	4
图 2: 氧化铝价格上涨 (元/吨)	5
图 3: 中国氧化铝供需 (万吨)	5
图 4: 全球氧化铝产量 (千吨)	6
图 5: 中国氧化铝产能产量 (左, 万吨) 及增长 (右, %)	6
图 6: 增速下降主要是由于山东河南等地产量下降 (万吨)	7
图 7: 中国氧化铝进出口情况 (万吨)	7
图 8: 全球电解铝的增长主要在中国 (万吨)	8
图 9: 中国铝行业各产品累计产量增速情况 (%)	8
图 10: 2015 年 10 月中国氧化铝成本构成 (%)	9
图 11: 动力煤价格年初至 12 月初上涨 95% (元/吨)	9
图 12: 液碱年初至 12 月初价格上涨 84% (元/吨)	10
图 13: 公司营业收入 (亿元)	10
图 14: 公司毛利波动大 (亿元)	11
图 15: 公司氧化铝板块收入和毛利情况 (亿元)	12
图 16: 公司氧化铝完全成本 (元/吨)	13
图 17: 公司原铝板块收入及盈利情况	14
图 18: 公司原铝成本不断下降 (元/吨)	14
 表 1: 公司氧化铝业绩弹性测算	 13

公司简介

公司是目前中国铝行业唯一集铝土矿资源勘探、开采，氧化铝、原铝和铝合金产品生产、销售及有色金属产品贸易、物流、技术研发、煤炭电力等能源业务于一体的大型铝生产集团企业。

近几年，由于铝行业市场整体持续低迷，公司着力改善内部能源结构，积极拓展能源领域煤炭电力业务，2015年以来，公司又通过以现金、资产、股权等方式入股中国稀有稀土有限公司、中铝矿产资源有限公司、中铝投资发展有限公司等，积极探索创新经营模式，培育公司新的利润增长点。截止目前，公司总股本149亿股，其中中国铝业公司是持有48.9亿股，持股比例为32.8%。

图1: 公司股权结构 (元/吨)



资料来源：公司资料、广发证券发展研究中心

控股股东中国铝业公司简介

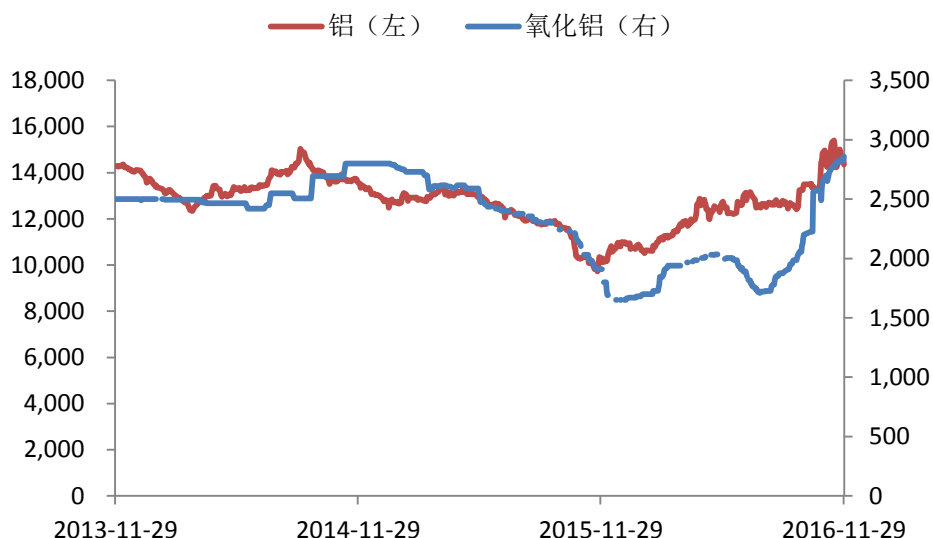
公司控股股东为中国铝业公司，法定代表人葛红林。中国铝业公司隶属于国务院国资委。中国铝业公司作为公司控股股东，持有公司32.81%的股权。

中国铝业公司成立于2001年2月23日，主要从事矿产资源开发、有色金属冶炼加工、相关贸易及工程技术服务等，是中国最大的氧化铝、原铝生产商，综合规模居全球铝工业前列，铝业综合实力位居全国第一。中铝公司目前设有铝业、铜业、稀有稀土、工程技术、矿产资源、海外、贸易、能源和金融等业务板块。中铝公司的中长期发展战略是优化发展铝、优先发展铜，整合发展稀有稀土，跨越式发展煤炭和铁矿石，积极发展工程技术，选择性发展新型产业，加快推进海外开发，拓展全球贸易，确保国家军工和国家重大科技工程材料供应，通过5到10年的努力，将中铝公司建设成为最具成长性的世界一流矿业公司。

行业分析：供需紧平衡，成本在上升

7月底以来，氧化铝价格快速反弹，从7月25日1710元/吨上升至12月初的2860元/吨，上涨幅度为67%，价格上涨的原因主要为：

图2：氧化铝价格上涨（元/吨）

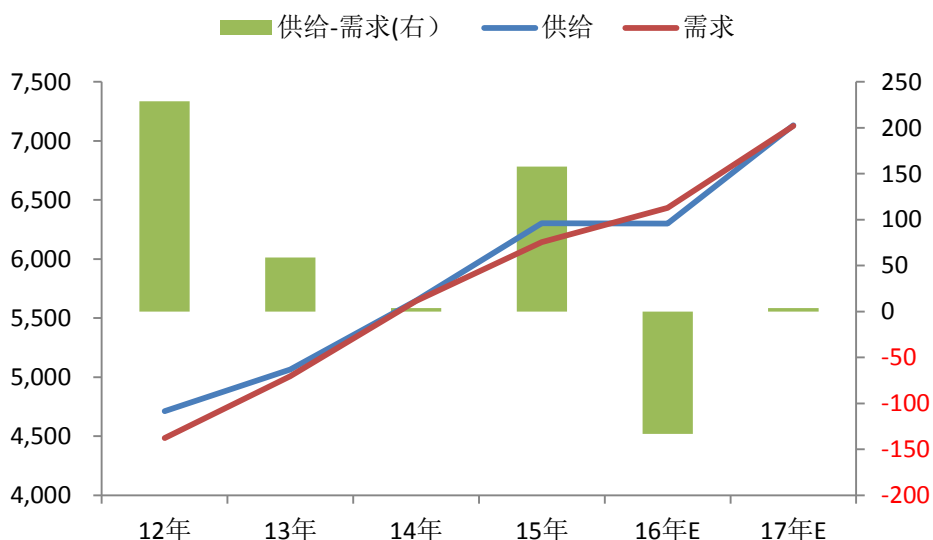


资料来源：Wind、广发证券发展研究中心

1) 供需紧平衡。根据我们对中国氧化铝供给和需求的分析，我们测算2016年氧化铝行业短缺130万吨左右（占当年供给的比重为2%），明年过剩4万吨左右（占当年供给产量在0%左右），因此我们判断氧化铝市场基本处于供求紧平衡的状态。

2) 成本在上升。铝土矿、煤炭和液碱是生产氧化铝的主要原料和能源，煤炭价格年初至上涨约95%，液碱价格年初至今上涨幅度为84%。

图3：中国氧化铝供需（万吨）

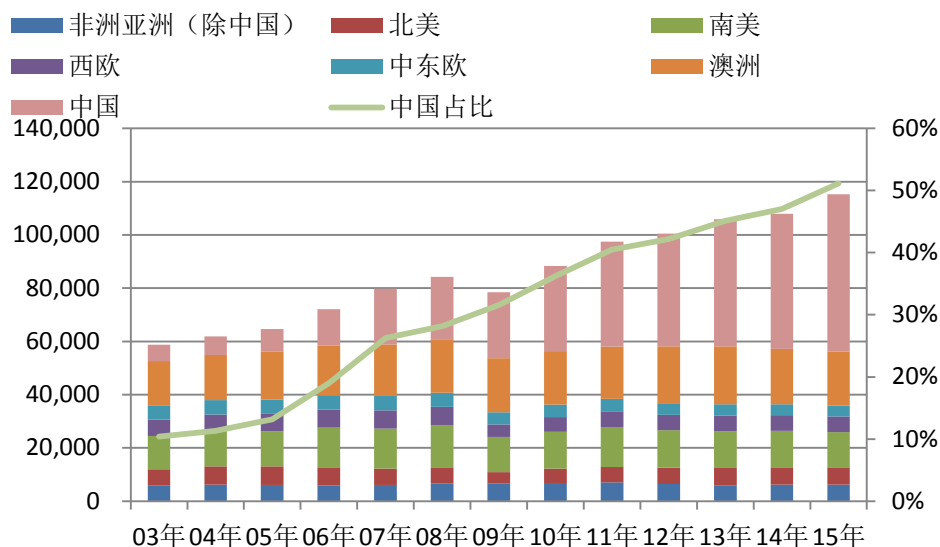


资料来源：Wind、广发证券发展研究中心

供给：中国产量增速下滑，中国进口量继续负增长

全球氧化铝产量增长在中国。全球氧化铝产量保持稳步增长，2003年全球氧化铝产量在5870万吨，2015年全球氧化铝产量在1.15亿吨，年均复合增速在6%。分地区来看，过去十几年氧化铝产量的增长主要来自于中国，中国2003年氧化铝产量在611万吨，2015年产量为5898万吨，复合增长率为21%，2015年中国氧化铝产量已占到全球的一半以上。

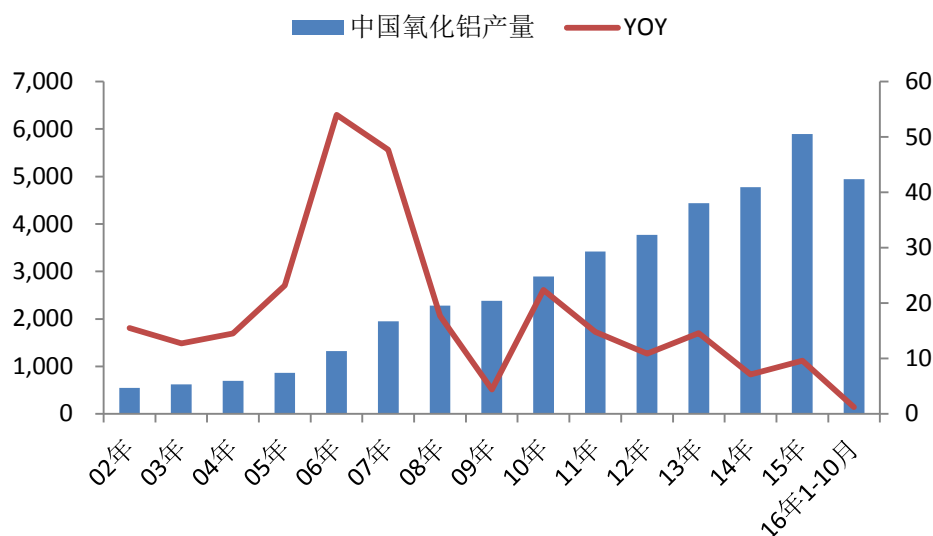
图4：全球氧化铝产量（千吨）



资料来源：IAI、广发证券发展研究中心

2016年中国氧化铝产量增速创近年新低。2016年前十个月中国氧化铝产量为4946万吨，同比增长1%，增速创近年新低。

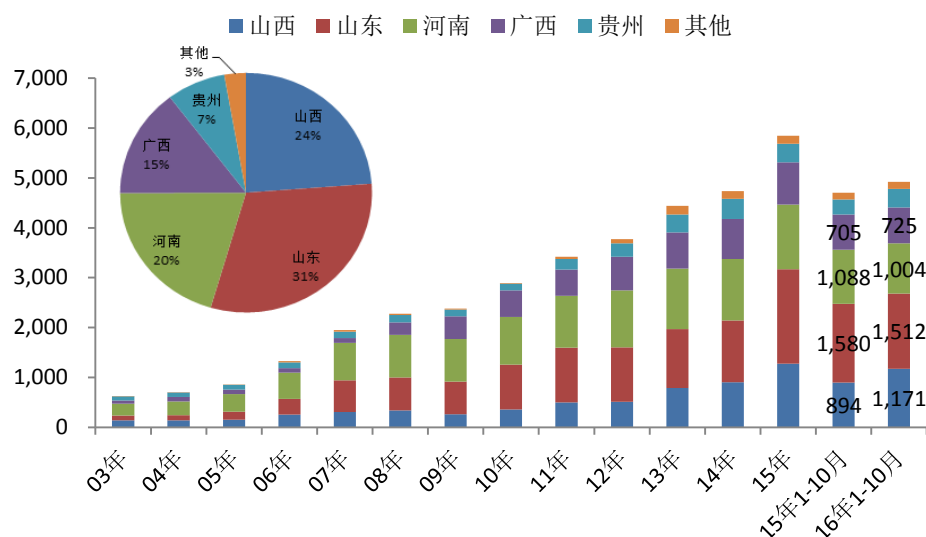
图5：中国氧化铝产能产量（左，万吨）及增长（右，%）



资料来源：Wind、广发证券发展研究中心

山东、河南两地氧化铝产量同比下滑致氧化铝增速下降。中国氧化铝主要产地为江西、山东、河南、广西和贵州等地，按照2016年前10个月最新的产量数据，各地占比依次为24%、31%、20%、15%和7%。2016年前10个月，山东和河南两地产量分别减少68万吨和85万吨，致使氧化铝产量增速下降。

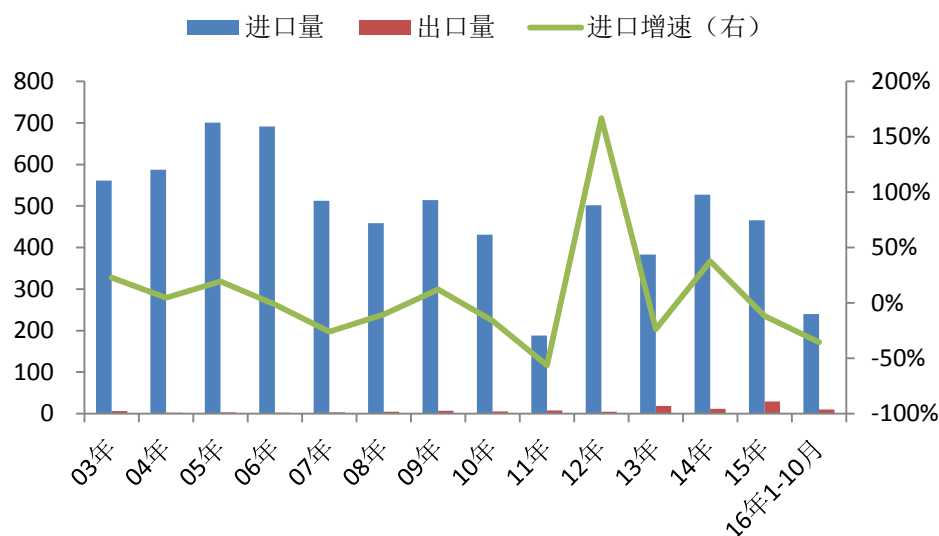
图6：增速下降主要是由于山东河南等地产量下降（万吨）



资料来源：Wind、广发证券发展研究中心

2014年起中国氧化铝进口量逐年降低。从进口量来看，2014年中国氧化铝进口量在500万吨以上，此后逐年减少，2016年预计进口量在300万吨左右。

图7：中国氧化铝进出口情况（万吨）

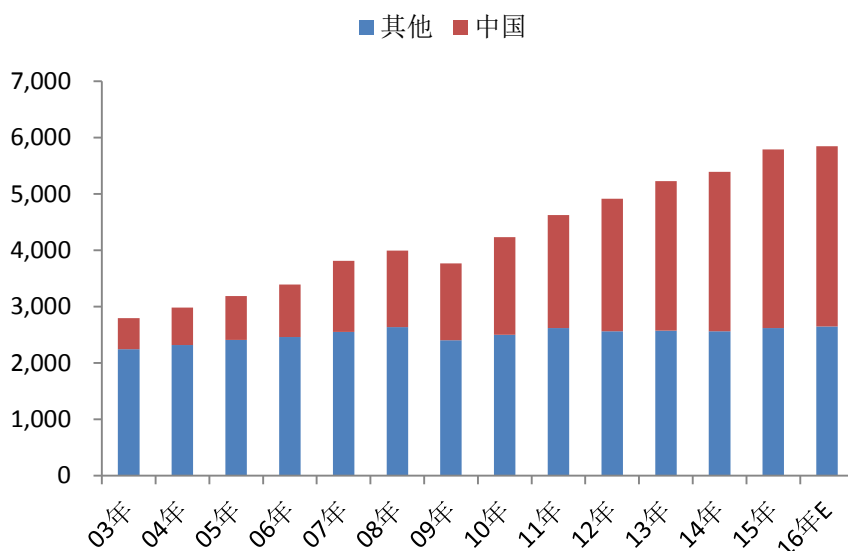


资料来源：安泰科、广发证券发展研究中心

需求：增长主要在中国

电解铝的增长主要在中国。电解铝是氧化铝的下游，通常2吨氧化铝生产1吨电解铝。从全球来看，电解铝的增长主要在中国，中国以外地方变化不大。

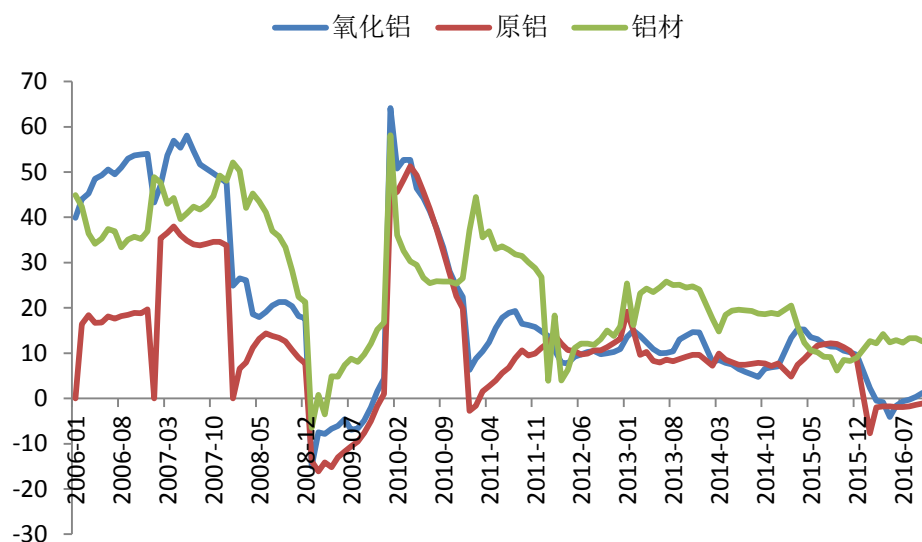
图8：全球电解铝的增长主要在中国（万吨）



资料来源：IAI、广发证券发展研究中心

电解铝下游主要为铝材。从氧化铝、电解铝和铝材的产量增速看，目前铝材的产量增速明显快于电解铝和氧化铝，我们预计铝材的需求增长将传导致电解铝，进一步传导至氧化铝，未来氧化铝需求将进一步增长。

图9：中国铝行业各产品累计产量增速情况（%）

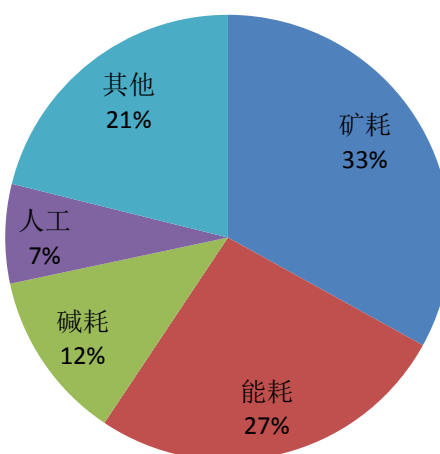


资料来源：Wind、广发证券发展研究中心

成本：煤炭、烧碱价格均在上升

铝土矿，煤炭和液碱是生产氧化铝的主要原材料，根据上海有色网的数据，2015年9月氧化铝的成本构成为：矿耗33%，能耗27%、碱耗12%。

图10：2015年10月中国氧化铝成本构成（%）



资料来源：SMM、广发证券发展研究中心

从能源来看，年初至今，煤炭价格已由年初的304元/吨上涨289元至594元/吨，上涨幅度高达95%。

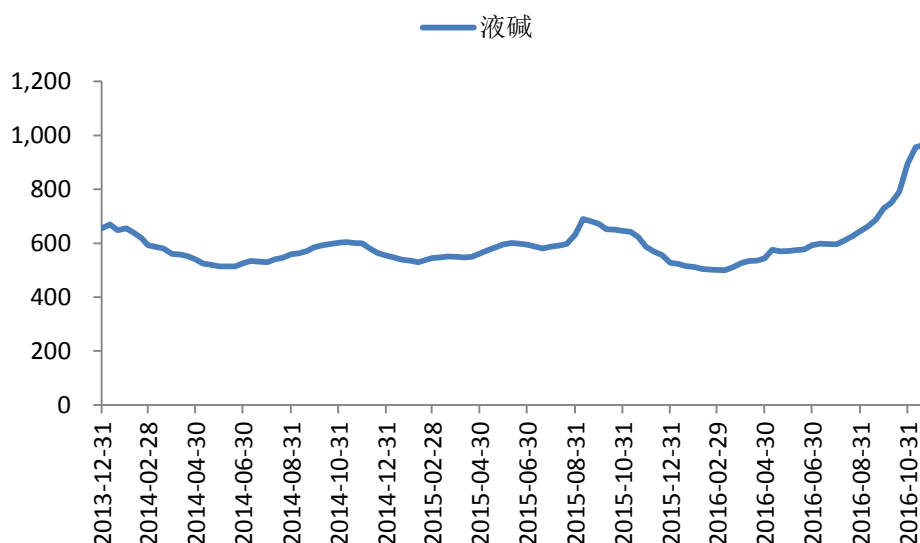
图11：动力煤价格年初至12月初上涨95%（元/吨）



资料来源：SMM、广发证券发展研究中心

液碱由年初的524元/吨上升至目前的964元/吨，上涨幅度84%。

图12: 液碱年初至12月初价格上涨84% (元/吨)

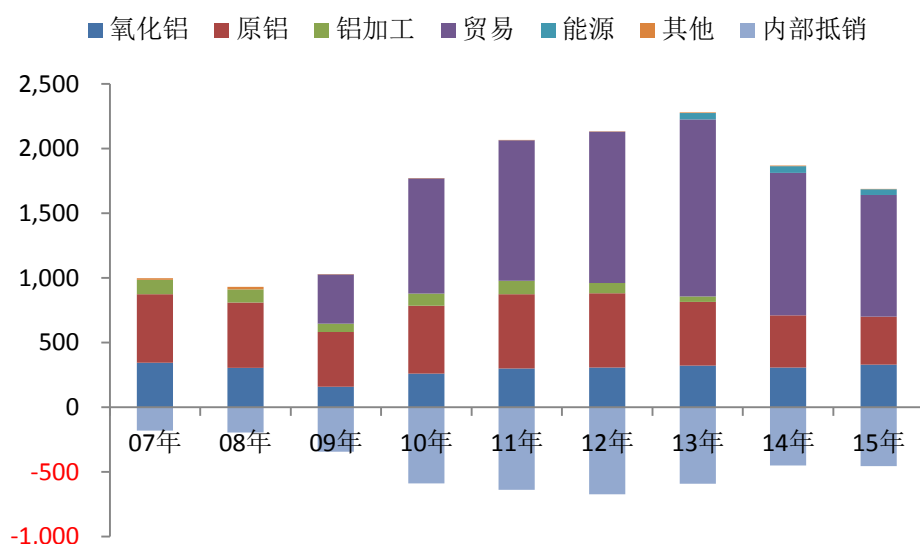


资料来源: SMM、广发证券发展研究中心

公司分析: 氧化铝弹性最大标的

近几年, 公司营业收入总体呈现下滑趋势。2015年公司实现营业收入1234亿元, 氧化铝、原铝和贸易是公司3大收入来源, 2015年分别实现收入 (内部抵消前) 331亿元、370亿元和941亿元, 占内部抵消前收入的比重分别为20%、22%和56%。

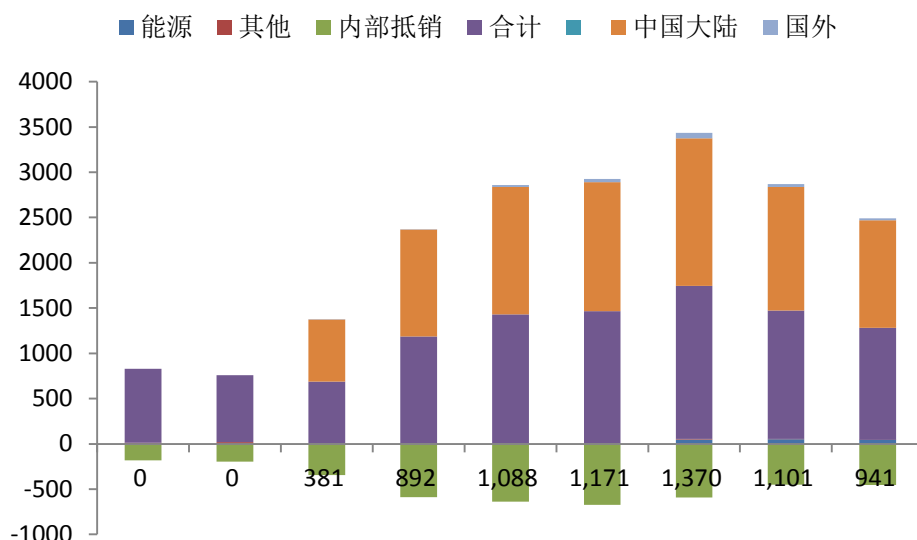
图13: 公司营业收入 (亿元)



资料来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

氧化铝是公司主要毛利来源。公司毛利波动非常大，2012年之前氧化铝和电解铝是公司主要毛利来源，2012年随着铝价的下行，氧化铝和原铝实现毛利下降明显，贸易成公司毛利率要来源，2013年以来氧化铝业务逐步恢复，成为公司主要毛利来源。2015年公司实现毛利43亿元，其中氧化铝实现毛利为33亿元。

图14：公司毛利波动大（亿元）



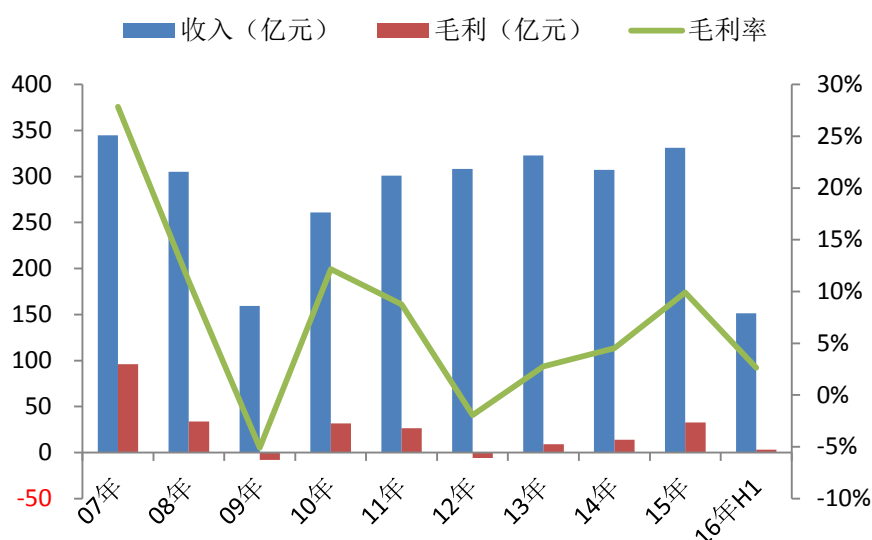
资料来源：公司公告、广发证券发展研究中心

氧化铝板块：氧化铝业绩弹性大

公司氧化铝板块包括开采并购买铝土矿和其他原材料，将铝土矿生产为氧化铝，并将氧化铝销售给公司内部电解铝企业和公司外部客户，同时包括生产和销售化学品氧化铝和金属镓。从过去几年氧化铝板块的经营情况来看，公司氧化铝的收入变化不大，而公司的盈利能力变化非常明显，毛利率最低时-5%左右，最高时可以达到28%。

2015年公司氧化铝业务实现营业收入331亿元，同比增长8%。其中内部交易收入265亿元，同比增长6.6%；对外交易收入66亿元，同比增长13.3%。氧化铝板块的税前盈利20亿元（2014年同期为亏损60亿元），主要原因是去年同期对该板块的部分长期资产计提了大额减值准备，对内部退养和协商解除劳动关系人员计提了辞退及内退福利费用，以及2015年进一步控制成本费用支出，使氧化铝产品成本较去年同期大幅下降，以及山西华兴剩余股权重估获得收益。

图15: 公司氧化铝板块收入和毛利情况 (亿元)



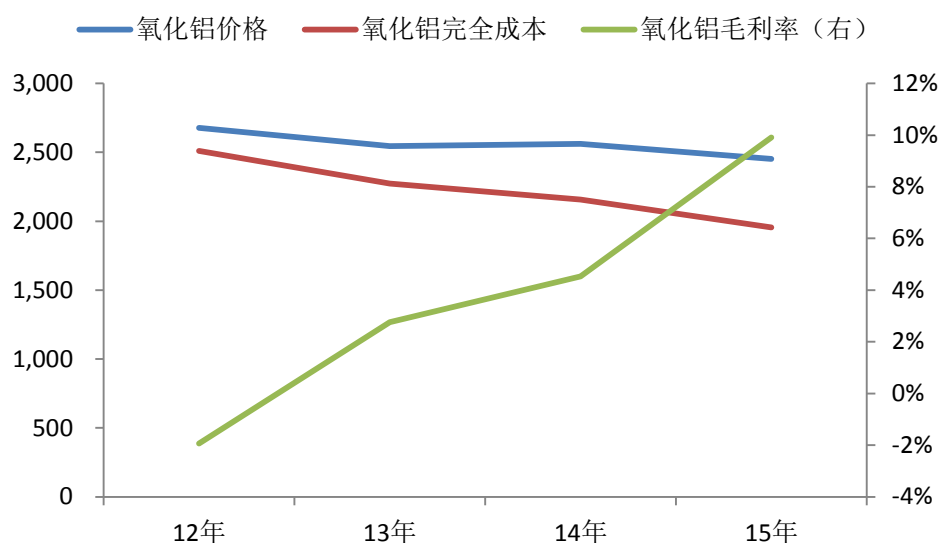
资料来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

铝土矿资源优势明显。公司氧化铝资源优势明显，截至2015年底，公司控制的铝土矿资源量约为9.3亿吨，其中国内储量8.1亿吨，国外储量1.2亿吨。2015年公司完成国内自有矿山铝土矿产量1793万吨，同比增长4.9%，公司近几年氧化铝产量在1300万吨左右，铝土矿自给率超过50%。

氧化铝产能规模优势明显。氧化铝是公司的主导产品之一，公司是全球第二大氧化铝生产企业，一直以来占据着国内氧化铝生产的主导地位，截至2015年底，公司氧化铝产能为1696万吨/年，具有较强的规模优势。但2015年以来针对市场形势，公司对部分氧化铝生产线实行弹性生产，涉及暂时停产的氧化铝产能为80万吨/年，2015年公司氧化铝产量为1330万吨，可以看出未来产能仍有上行空间。

氧化铝成本不断下行。近几年公司氧化铝成本不断下行，2013年-2015年公司氧化铝完全成本为2,274元/吨、2,158元/吨和1,956元/吨；氧化铝成本下降速度快于氧化铝售价速度，致使氧化铝毛利率快速提升。

图16: 公司氧化铝完全成本 (元/吨)



资料来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

氧化铝弹性测算。公司2015年氧化铝产量为1330万吨, 公司铝土矿自给率在50%以上, 约707万吨氧化铝为自有铝土矿生产, 2015年公司完全成本在1956元/吨, 以此计算弹性如下

表1: 公司氧化铝业绩弹性测算

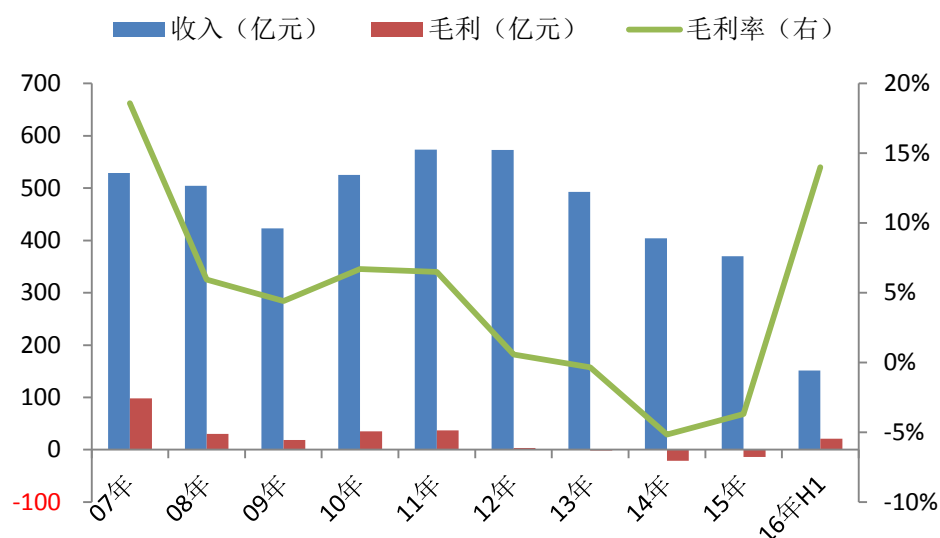
公司氧化铝业绩弹性测算									
氧化铝价格假设 (元/吨)	2,770	2,900	3,000	3,100	3,200	3,300	3,400	3,500	3,600
氧化铝完全成本 (元/吨)	1,956	1,956	1,956	1,956	1,956	1,956	1,956	1,956	1,956
氧化铝产量 (万吨)	1,330	1,330	1,330	1,330	1,330	1,330	1,330	1,330	1,330
自产铝土矿氧化铝产量 (万吨)	707	707	707	707	707	707	707	707	707
吨净利 (元/吨)	257	338	401	463	525	587	650	712	774
净利润 (亿元)	18	24	28	33	37	42	46	50	55
总市值	657	657	657	657	658	659	660	661	662
PE	36	27	23	20	18	16	14	13	12

数据来源: 广发证券发展研究中心

原铝板块: 盈利能力大幅回升

2015年公司原铝板块的营业收入为370亿元, 同比下降9.1%, 其中内部交易收入为89亿元, 同比下降13.6%, 对外交易收入为281亿元, 同比下降7.5%。2015年原铝板块的税前亏损为14亿元, 2014年同期税前亏损64亿元。减亏的主要原因是2014年同期对部分长期资产计提了大额减值准备, 对内部退养和协商解除劳动合同关系人员计提了辞退及内退福利费用, 以及今年进一步控制成本费用支出和关停部分亏损生产线, 使原铝产品成本较去年同期大幅下降。

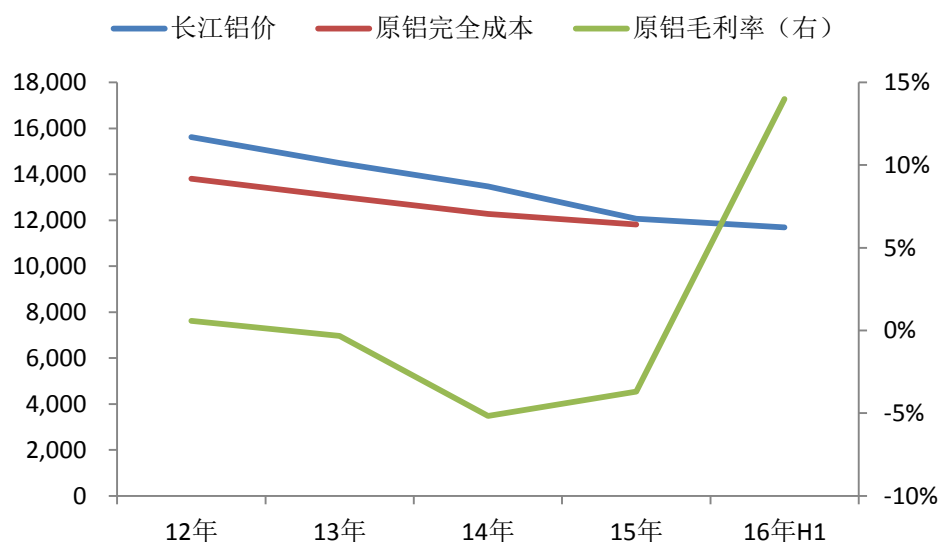
图17: 公司原铝板块收入及盈利情况



资料来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

电解铝成本下行, 盈利大幅回升。过去几年, 公司原铝完全成本不断下降, 2013年-2015年完全成本分别为13,020元/吨、12,272元/吨和11,820.22元/吨, 同期长江铝价不断下滑, 2015年起公司盈利能力开始反弹, 2016年上半年, 长江铝价11689元/吨, 仍在下滑, 但公司毛利率回升明显, 说明公司原铝成本进一步下滑, 2016年年初至今, 长江铝价均价为12404元/吨, 可以看出公司全年盈利能力将进一步提升。

图18: 公司原铝成本不断下降 (元/吨)



资料来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

投资建议

预计公司16-18年EPS 分别为0.04元、0.11元和0.16元，对应当前股价的PE分别为67倍、25倍和18倍，考虑到公司的行业地位及业绩弹性，给予“买入”评级。

风险提示

下游需求低于预期，氧化铝价格下滑；

资产负债表

单位: 百万元人民币

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	16,269	20,753	18,000	21,651	23,919
应收帐款	16,487	20,239	21,600	25,981	28,703
库存	22,441	20,177	22,961	26,723	28,864
其他流动资产	8,277	3,000	4,088	4,188	4,188
流动资产总计	63,474	64,169	66,648	78,543	85,675
固定资产	94,032	89,875	88,872	87,813	85,037
无形资产	10,978	10,439	11,610	9,925	11,197
其他长期资产	24,147	24,786	23,311	25,283	26,508
长期资产总计	129,158	125,100	123,793	123,020	122,742
总资产	192,632	189,269	190,441	201,564	208,417
应付帐款	16,232	15,097	12,276	14,290	14,033
短期债务	75,167	54,423	55,057	56,220	52,743
其他流动负债	12,836	11,418	12,103	12,829	13,599
流动负债总计	104,236	80,937	79,587	83,527	80,590
长期借款	44,769	53,726	53,726	53,726	53,726
其他长期负债	3,998	4,309	3,794	4,417	4,771
长期负债总计	48,768	58,034	57,520	58,142	58,497
股本	13,524	14,904	14,904	14,904	14,904
储备	14,751	23,936	26,973	33,533	42,969
股东权益	28,276	38,840	41,877	48,437	57,873
少数股东权益	11,353	11,457	11,457	11,457	11,457
总负债及权益	192,632	189,269	190,441	201,564	208,417

现金流量表

单位: 百万元人民币

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
税前利润	(15,975)	193	3,552	9,449	13,597
折旧与摊销	2,254	2,720	2,681	2,650	2,593
净利息费用	5,660	5,042	3,522	3,410	3,281
运营资本变动	11,237	163	(587)	(5,037)	(2,037)
税金	(1,075)	230	(1,087)	(2,891)	(4,159)
其他经营现金流	6,456	(5,692)	(3,154)	(2,843)	(2,514)
经营活动产生的现金流	8,558	2,656	4,927	4,738	10,761
购买固定资产净值	(8,220)	(8,058)	(6,237)	(4,236)	(5,100)
投资减少/增加	(4,379)	4,332	3,986	3,538	3,052
其他投资现金流	10,285	8,966	6,829	6,979	7,129
投资活动产生的现金流	(2,314)	5,240	4,578	6,281	5,081
净增权益	(14,073)	10,669	3,037	6,560	9,436
净增债务	7,198	(14,031)	(1,865)	4,563	(2,583)
支付股息	0	0	0	0	0
其他融资现金流	5,512	(164)	(13,430)	(18,490)	(20,426)
融资活动产生的现金流	(1,363)	(3,527)	(12,257)	(7,367)	(13,573)
期初现金	11,382	16,269	20,753	18,000	21,651

主要财务比率

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
盈利能力					
息税折旧前利润率 (%)	(2.8)	0.7	5.0	7.5	9.1
息税前利润率 (%)	(4.4)	(1.5)	2.8	5.7	7.5
税前利润率 (%)	(11.5)	0.2	3.0	6.5	8.5
净利率 (%)	(11.6)	0.2	0.5	1.1	1.5
流动性					
流动比率 (倍)	0.61	0.79	0.84	0.94	1.06
利息覆盖率 (倍)	(1.09)	(0.36)	0.95	2.39	3.65
净权益负债率 (%)	294.0	196.5	192.9	168.8	138.7
速动比率 (倍)	0.39	0.54	0.55	0.62	0.70
估值					
市盈率 (倍)	(2.5)	220.7	67.0	25.2	17.5
市净率 (倍)	1.3	1.1	1.0	0.9	0.7
价格/现金流 (倍)	4.4	15.5	8.4	8.7	3.8
企业价值/息税折旧前	(44.3)	177.6	26.5	14.9	10.8
周转率					
存货周转天数	55.91	61.24	69.58	68.84	71.30
应收帐款周转天数	54.5	54.6	62.8	59.3	61.7
应付帐款周转天数	34.2	43.5	43.2	36.8	36.3
回报率					
股息支付率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净资产收益率 (%)	(57.4)	0.5	1.5	3.4	4.1
资产收益率 (%)	0.02	(0.57)	0.00	0.01	0.03

利润表

单位: 百万元人民币

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
销售收入	141,835	123,446	119,998	144,339	159,463
销售成本	(148,018)	(125,268)	(111,598)	(129,90)	(140,32)
经营费用	(22,204)	(17,693)	(5,040)	(6,279)	(7,176)
息税折旧前利润	(3,928)	898	6,041	10,805	14,552
折旧及摊销	(2,254)	(2,720)	(2,681)	(2,650)	(2,593)
经营利润(息税前利)	(6,182)	(1,822)	3,360	8,155	11,960
净利息收入/(费用)	(5,660)	(5,042)	(3,522)	(3,410)	(3,281)
其他收益/(损失)	(4,132)	7,057	3,714	4,704	4,918
税前利润	(15,975)	193	3,552	9,449	13,597
所得税	(1,075)	230	(1,087)	(2,891)	(4,159)
少数股东权益	833	(217)	(1,849)	(4,919)	(7,078)
净利润	(16,217)	206	616	1,639	2,359
核心净利润	(16,217)	187	616	1,639	2,359
每股收益	-1.088	0.013	0.041	0.110	0.158
EBITDA	-1.199	0.014	0.046	0.121	0.174
每股股息	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
收入增长 (%)	(16)	(13)	(1)	20	10
息税前利润增长 (%)	189	(71)	(284)	143	47
每股收益增长 (%)	1,678	(123)	573	79	35

广发有色金属研究小组

- 韩 玲：首席分析师，工商管理硕士，电力系统自动化学士，8 年证券从业经验，6 年电力行业从业经验，获 2012 年新财富电力设备及新能源行业最佳分析师第二名，2011 年及 2010 年新财富最佳分析师第五名，2011 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：gfh1@gf.com.cn，021-60750603。
- 王 昊：资深分析师，英国诺丁汉大学电力电子工程博士，2010 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：wh15@gf.com.cn，010-59136700。
- 徐云飞：资深分析师，大连理工大学材料硕士，4 年太阳能工厂主管经验，2012 年加入广发证券发展研究中心，联系方式：xuyunfei@gf.com.cn，0755-88285816。

广发证券——行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券——公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区金田路 4018 号安联大厦 15 楼 A 座 03-04	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号 震旦大厦 18 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。