

紫金矿业

601899

审慎增持 (维持)

卡莫阿-卡库拉二序列有望提前投产
合资项目跑出紫金速度

2020年09月23日

市场数据

市场数据日期	2020-09-22
收盘价(元)	6.56
总股本(百万股)	25377.26
流通股本(百万股)	25377.26
总市值(百万元)	166474.83
流通市值(百万元)	128840.50
净资产(百万元)	50309.68
总资产(百万元)	149804.64
每股净资产	1.98

主要财务指标

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	136098	123922	134264	146265
同比增长(%)	28.4%	-8.9%	8.3%	8.9%
净利润(百万元)	4284	5380	8782	14350
同比增长(%)	4.6%	25.6%	63.2%	63.4%
毛利率(%)	11.4%	14.7%	17.2%	20.8%
净利润率(%)	3.1%	4.3%	6.5%	9.8%
净资产收益率(%)	8.4%	10.0%	14.7%	20.8%
每股收益(元)	0.17	0.21	0.35	0.57
每股经营现金流(元)	0.42	1.34	0.64	1.10

相关报告

《紫金矿业(601899):卡莫阿-卡库拉最新可研发布,这次有哪些变化》2020-09-15

《紫金矿业(601899):除了超预期的业绩,我们还看到了什么》2020-08-23

《【兴证金属】紫金矿业:圭亚那金田的升值有空有多大,论持续并购之后的得与失 v2》2020-06-14

分析师:

邱祖学

qiuzuxue@xyzq.com.cn

S0190515030003

王丽佳

wanglijia@xyzq.com.cn

S0190519080007

研究助理:

王琪

wangqi19@xyzq.com.cn

于嘉懿

yujiayi@xyzq.com.cn

投资要点

- **艾芬豪近日公告: KamoA-Kakula 铜矿合资项目同意立即为卡库拉矿山第二座年处理矿量 380 万吨的选矿厂订购长周期设备,这将使矿山的选矿产能从 380 万吨/年增加至 760 万吨/年,同时预计可加快选矿厂的第二序列扩建完工时间,将其从 2023 年第一季度提前至 2022 年第二季度。**
- **迄今为止,项目地下开拓工程的进度远超预期。**从我们跟踪的项目月度进展来看,今年以来地下开拓工程进度持续超预期。截至 9 月初,已经完成了 20.6 公里以上的地下开拓工程,超过既定目标约 6.0 公里。除了目前在 Kakula 的 10 队采掘班组(3 队业主和 7 队承包商采掘班组)外, Kansoko 目前还有两队采掘班组,并可安排更多人手以加快卡索科的开发进度。
- **合资项目同样跑出“紫金速度”,打消此前市场对于公司海外矿山建设投产进度的疑虑。**“紫金速度”和“紫金技术”在过去多个项目开发和建设持续得到验证。特别是科卢韦齐项目,作为紫金建成的首个海外铜矿项目,从平基到建成仅用 2 年时间,二期铜钴矿湿法厂 9 个月建成投产,创中资在刚果(金)矿山建设纪录。这得益于“紫金速度”,背后是紫金技术、勘探、建设、运营团队的“强执行力”。而卡莫阿项目是艾芬豪矿业(占股 39.6%)、紫金矿业集团(占股 39.6%)、晶河全球(占股 0.8%)及刚果政府(占股 20%)的合资项目,并非由紫金主导,此前市场不乏对项目建设进展可能不及预期的担忧,但实际进度证明,合资项目同样跑出“紫金速度”,打消市场疑虑,项目按计划投产甚至提前确定性很强。
- **看好公司海外优质矿山投产带来的铜、金产量高增长和成本下降,预计 2020-2022 年公司将实现归母净利 53.8 亿元、87.8 亿元和 143.5 亿元,对应 9 月 22 日收盘价 PE 为 31x、19x 和 11.6x,维持“审慎增持”评级。**

风险提示: 金、铜价格大幅下跌; 公司重要在建项目建设及投产进度不及预期; 波格拉金矿谈判风险。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



报告正文

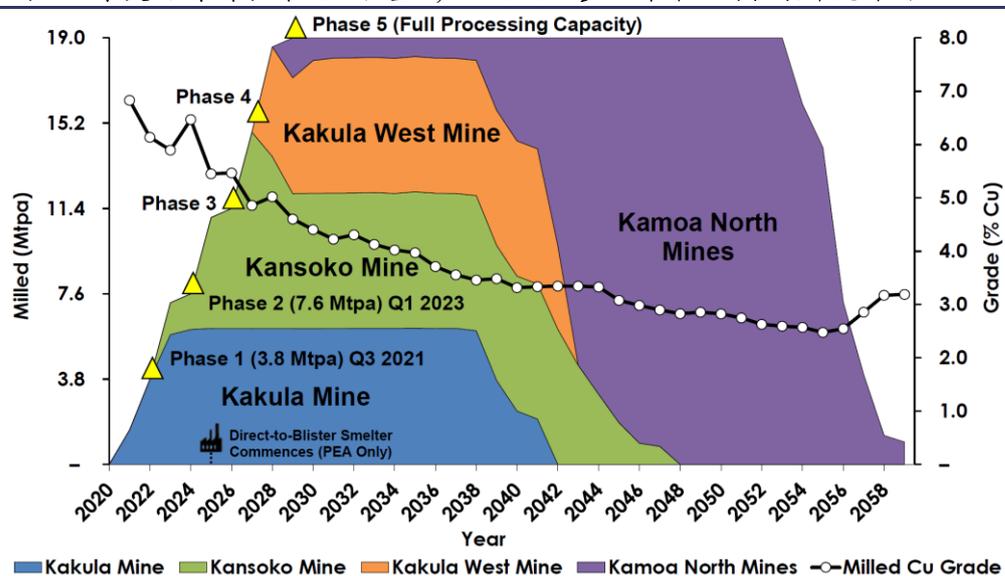
事件

- **艾芬豪近日公告:** Kamo-Kakula 铜矿合资项目同意立即为卡库拉矿山第二座年处理矿量 380 万吨的选矿厂订购长周期设备, 这将使矿山的选矿产能从 380 万吨/年提升至 760 万吨/年, 同时预计可加快选矿厂的第二序列扩建完工时间, 将其从 2023 年第一季度提前至 2022 年第二季度。

点评

- **Kamo-Kakula 二序列原计划投产时间为 2023Q1, 优化方案后将提前三个季度投产。** Kamo-Kakula 将采取分阶段连续运营开发方案, 初期从 Kakula 矿山开始(计划 2021Q3 投产), 形成年采矿量 600 万吨的规模, 随后逐步加上毗邻的 Kansoko (计划 2023Q1 投产, 优化方案后提前至 2022Q2 投产), 形成 760 万吨的规模, 此后逐步开发 Kakula West 和 Kamo North 矿山的独立地下采矿作业, 以保持年采量达到 1,900 万吨的水平, 5 座 380 万吨/年的选矿厂也将分阶段建设投产, 矿山整体寿命长达 43 年。

图 1、卡莫阿-卡库拉年处理矿量 1,900 万吨初步经济评估的长期开发计划



资料来源: 艾芬豪官网, OreWin, 兴业证券经济与金融研究院整理

- **迄今为止, 项目地下开拓工程的进度远超预期。** 从我们跟踪的项目月度进展来看, 今年以来地下开拓工程进度持续超预期。截至 9 月初, 已经完成了 20.6 公里以上的地下开拓工程, 超过既定目标约 6.0 公里。除了目前在 Kakula 的 10 队采掘班组 (3 队业主和 7 队承包商采掘班组) 外, Kansoko 目前还有两队采掘班组, 并可安排更多人手以加快卡索科的开发进度。

表 1、今年以来项目地下开拓工程持续超预期

时间	进展
2020年9月1日	8月份共掘进1,842米,迄今为止已经完成了20.6公里以上的地下开拓工程,超过既定目标约6.0公里。
2020年8月6日	完成了18.7公里以上的地下开拓工程,超过既定目标5.5公里。采矿团队7月份共掘进1,638米,比月度计划领先257米。
2020年7月6日	完成了17公里以上的地下开拓工程,超过既定目标5.1公里。采矿团队6月份共掘进1,729米,比月度计划领先575米。
2020年6月3日	完成了15.4公里的地下开拓工程,超过既定目标4.7公里。采矿团队5月份共掘进1,868米,比月度计划领先535米。
2020年4月27日	已经完成了约13.5公里的地下开发工程,超过既定计划4.2公里。采矿团队于本月继续创下新的月度开采记录,掘进1.7公里,比月度计划领先562米。
2020年2月24日	已完成逾8公里的地下开拓工作,超过既定计划约1.7公里。本月,采矿团队预计将创下新的月度开拓记录,即掘进1,310米,超过月度计划380米。

资料来源:艾芬豪,兴业证券经济与金融研究院整理

- **合资项目同样跑出“紫金速度”，打消此前市场对于公司海外矿山建设投产进度的疑虑。**“紫金速度”和“紫金技术”在过去多个项目开发和建设中持续得到验证。特别是科卢韦齐项目，作为紫金建成的首个海外铜矿项目，从平基到建成仅用2年时间，二期铜钴矿湿法厂9个月建成投产，创中资在刚果（金）矿山建设纪录。**这得益于“紫金速度”，背后是紫金技术、勘探、建设、运营团队的“强执行力”。**而世界级铜矿卡莫阿项目是艾芬豪矿业（占股39.6%）、紫金矿业集团（占股39.6%）、晶河全球（占股0.8%）及刚果政府（占股20%）的合资项目，并非由紫金主导，此前市场不乏对项目建设进展可能不及预期的担忧，但实际进度证明，合资项目同样跑出“紫金速度”，打消市场疑虑，项目按计划投产甚至提前的确定性强。

表 2、紫金主要铜矿项目收购前后经营数据比较，彰显“紫金速度”和“紫金技术”

		2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001
新疆阿舍勒 51%	营业收入(万元)	上市前收购开发,2002年受让46%股权,2003年实现控股,原开发单位由于选矿瓶颈,迟迟不能产生效益。项目原计划开发总投资为6亿元,年生产规模3万多吨。紫金矿业对开发方案进行了重大调整,迅速研发出一套浮选方案,使总投资减少到5亿元,而矿山年生产规模则增加到4万吨,也即 矿山生产规模扩大33%,而只用85%的预算投资就完成了项目建设,且工期缩短一年。 2015年4月,深部开拓工程建设取得阶段性突破,其深部开拓工程新副井并筒掘砌工程竣工。																		
	净利润(万元)																			
	铜产量(吨)																			
	单位完全成本(元/吨)																			
吉林珲春 100%	营业收入(万元)	原来由于技术落后、思想保守,是一个瘫痪多年的国有老矿山,紫金矿业控股后,进行了重大技术改造和工艺更新,大大降低了生产成本,迅速起死回生。2003年3月投产,实现当年投资、当年投产、当年见效,2003年生产铜精矿含铜577吨。																		
	净利润(万元)																			
	铜产量(吨)																			
	单位完全成本(元/吨)																			
黑龙江多宝山 100%	营业收入(万元)	302,077	161,326	143,879	-	99,134	2016年6月,收购黑龙江矿业100%股权,实现对多宝山公司100%全资控股(原持股51%)。推进二期建设及一期技改,完成后产能预计扩大至年产铜8万吨,创新性的提出“黄药体系下的直接浮选分离工艺”,突破了国内外知名科研院所保密药剂的封锁,采用传统硫化钠法在实验室和生产现场取得成功。该项目从2019年4月份开始,9月份实现8.0万吨/天原矿处理能力下的工业应用,生产的铜精矿品位达45%以上,铜综合回收率达65%,2019年度为企业新增利润近1.3亿元。													
	净利润(万元)	60,817	33,170	33,955	3,136	-146														
	铜产量(吨)	71,107	39,775	33,735	24,826	28,978														
	金产量(千克)	1,380	-	-	-	-														
刚果金科卢韦齐 72%	营业收入(万元)	301,583	182,683	69,332	-	-	-	-	2014年底收购科卢韦齐项目51%股权,2016年7月收购21%股权,合计持股72%。2016年定增34亿元用于科卢韦齐项目(总投资38.62亿元),规划建设期为2.5年,2016年末工程进度55%,2017年投产。一期工程费用仅为原可行性投资的50%。作为紫金矿业建成的首个海外铜矿项目,科卢韦齐项目 从平基到建成仅用2年时间(通过提前介入、全程跟踪及科学组织、倒排工期、强化社会安全应急处置等措施,克服非洲陆运紧张、雨季大规模降水等影响,高效迅速完成项目建设),大幅节约投资成本,建设质量直追国际先进行列。二期铜钴矿湿法厂9个月建成投产,创中资在刚果(金)矿山建设纪录。											
	净利润(万元)	45,460	50,376	17,092	-	-	-	-534	采用“先疏后氧,先浮选易选氧化矿,再浮选难选氧化矿”的分步浮选主体工艺,解决了目标矿物嵌布不均,矿泥含量高,氧化铜回收率低等难点。项目于2017年5月进行投产,经过8个月的生产调试与稳产提产,于12月份实现达产达标,截至2019年12月,选厂年累计可生产金属铜6.4万吨,铜回收率达83%,年产值达3.71亿美元。											
	铜产量(吨)	84,286	53,235	21,940	-	-	-	-												
塞尔维亚波尔 63%	营业收入(万元)	367,828	6,363	229,970	145,020	2018年12月收购波尔63%股权,规划6年内累计投入约12.6亿美元(含3.5亿美元增资款)的资金用于旗下4个矿山和1个冶炼厂技改扩建或新建等。一期项目完成后预计矿山年产量约9.5万吨,铜产量约8.2万吨,冶炼厂年生产阴极铜8万吨。二期项目完成后(含一期)预计矿山年产量约12万吨,冶炼厂年生产阴极铜约15万吨。2018H1营业收入116,469万元,净利润亏损14,913万元。对波尔矿山和冶炼厂进行全流程优化,大幅提高了铜和伴生金的回收率:铜提高4.8%,金提高18.9%,半年内即实现扭亏。														
	净利润(万元)	22,935	2,248	33,621	-31,374															
	铜产量(吨)	43,550	-	4.3万吨	-															
	营业收入(万元)	229,446	-	-	-															
厄立特里亚 Bisha 55%	净利润(万元)	21,036	-	-18,041	57,878	Bisha铜钴矿2017年度生产金属矿产约9.5万吨,C1现金成本为0.97美元/磅,如计入副产品,C1现金成本为0.88美元/磅;铜金属产量约0.8万吨,C1现金成本为1.72美元/磅。2018H1实现利润18,039万元。														
	铜产量(吨)	16,008	-	-	-															
	矿产锌(吨)	121,260	-	-	-															
	矿产银(千克)	44,836	-	-	-															

资料来源:wind,公司公告,紫金矿业公众号,兴业证券经济与金融研究院整理

- **Kakula-Kansoko: 最高年产量铜精矿含铜 42.7 万吨, NPV66 亿美元, 投资回收期仅 2.5 年。**根据 2020 年度 Kakula-Kansoko 预可行性研究, Kakula-Kansoko 生产年限预计为 37 年, 全寿命周期内将开采矿石 2.35 亿吨, 平均入选品味 4.47%, 生产高品位铜精矿 1994.8 万吨, 含铜 907.5 万吨, 并于第 4 年达到年产量 42.7 万吨铜金属的产量高峰。其中, 在运营前 5 年期间预计年均生产铜精矿含铜 29.4 万吨, 总现金成本 1.18 美元/磅; 前 10 年期间预计年均生产铜精矿含铜 33.1 万吨, 总现金成本 1.23 美元/磅。项目当前剩余初始资本开支 6.95 亿美元, 扩张性资本开支 7.50 亿美元, 维持性资本开支 28.27 亿美元。在铜价 3.1 美元/磅、8% 的折现率假设下, 项目 NPV 为 66.04 亿美元, IRR 为 69%, 投资回收期仅 2.5 年。

表 3、Kakula-Kansoko 年处理量 760 万吨项目预可研结果概要

项目	单位	Kakula-Kansoko
选矿总量		
入选矿量	千吨	235,157
铜入选品位	%	4.47
精矿产量		
铜精矿产量	千吨(千)	19,948
铜回收率	%	86.27
铜精矿品位	%	45.49
精矿含铜量	百万磅	20,006
精矿含铜量	千吨	9,075
每年最高回收铜产量	千吨	427
10 年平均值		
铜精矿产量	千吨(千)	622
精矿含铜量	千吨	331
矿场现金成本	美元/磅可售铜	0.55
总现金成本	美元/磅可售铜	1.23
5 年平均值		
铜精矿产量	千吨(千)	542
精矿含铜量	千吨	294
矿场现金成本	美元/磅可售铜	0.50
总现金成本	美元/磅可售铜	1.18
主要财务业绩		
最大前期投资	百万美元	848
剩余初期资本开支	百万美元	695
扩建资本开支	百万美元	750
维持资本开支	百万美元	2,827
矿山全寿命的平均矿场现金成本	美元/磅可售铜	0.64
矿山全寿命的平均总现金成本	美元/磅可售铜	1.44
矿场运营成本	美元/吨入选矿	52.95
税后净现值(折现率 8%)	百万美元	6,604
税后内部收益率	%	69.0
项目回报期	年	2.5
项目寿命	年	37

资料来源: 艾芬豪官网, 兴业证券经济与金融研究院整理

- **Kamoa-Kakula 年处理矿量 1,900 万吨项目: 剩余初期资本开支 7.15 亿美元, 后续扩建由 Kakula 运营产生的现金流承担, NPV111 亿美元。全寿命内计划开采矿石量 5.98 亿吨, 平均铜品位 3.63%, 共计生产铜精矿 4281.8 万吨, 含铜 1854.8 万吨。铜价 3.10 美元/磅、折现率 8% 假设下, 项目 NPV 达到 111 亿美元, 内部收益率 56.2%, 投资回收期仅 3.6 年。即使是在相对保守的铜价假设 (2.50 美元/磅) 下, 8% 折现率下的 Kamoa-Kakula 项目也能够实现 63.23 亿美元 NPV, 考虑紫金权益比例约为 45.10%, 对应该矿山为紫金矿业创造的价值量贡献达到 200 亿人民币。**

表 4、Kamoa-Kakula 年处理矿量 1900 万吨开发方案产量详细数据及 2019、2020 可研对比

项目	单位	Kamoa-Kakula 2019	Kamoa-Kakula 2020
选矿总量			
入选矿量	千吨	535,217	597,621
铜入选品位	%	3.88	3.63
精矿产量			
铜精矿产量	千吨(千)	39,039	42,818
铜精矿—外部冶炼厂	千吨(千)	8,491	11,944
铜精矿—内部冶炼厂	千吨(千)	30,549	30,874
铜回收率	%	85.12	86.42
铜精矿品位	%	45.23	43.76
精矿含铜量—外部冶炼厂	百万磅	9,930	13,251
精矿含铜量—外部冶炼厂	千吨	4,504	6,010
粗铜含铜量—内部冶炼厂	百万磅	28,559	27,641
粗铜含铜量—内部冶炼厂	千吨	12,954	12,538
最高年度铜产量	千吨	740	805
10 年平均值			
铜精矿产量	千吨(千)	759	1,043
精矿含铜量—外部冶炼厂	千吨	121	248
粗铜含铜量—内部冶炼厂	千吨	261	253
矿场现金成本 (包括冶炼厂)	美元/磅可售铜	0.63	0.65
总现金成本 (已扣除副产品收入)	美元/磅可售铜	0.93	1.07

资料来源: 艾芬豪官网, 兴业证券经济与金融研究院整理

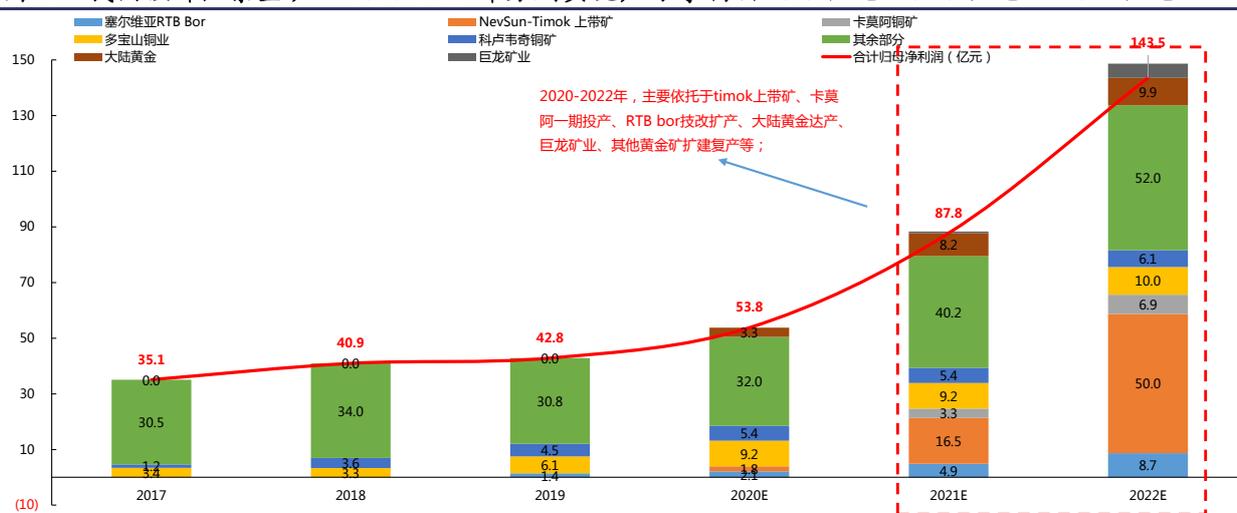
表 5、Kamoa-Kakula 年处理矿量 1900 万吨开发方案不同铜价和折现率假设下的税后 NPV (百万美元)

2020 年可研	铜价 (美元/磅)					
	2.00	2.50	3.00	3.10	3.50	4.00
未折现	8,839	21,888	35,185	37,844	48,517	60,961
折						
4.0%	4,620	11,251	18,056	19,416	24,876	31,243
6.0%	3,351	8,357	13,495	14,520	18,640	23,446
8.0%	2,422	6,323	10,320	11,117	14,318	18,054
10.0%	1,733	4,855	8,046	8,681	11,231	14,210
12.0%	1,213	3,771	6,374	6,891	8,968	11,393
15.0%	655	2,619	4,603	4,996	6,573	8,416
IRR	21.1%	37.8%	53.2%	56.2%	67.3%	79.9%

资料来源: 艾芬豪官网, 兴业证券经济与金融研究院整理

- 我们认为，公司未来多个铜金矿特别是海外高品位低成本优质矿山（Kamoa-Kakula、Timok）迎来产能释放，持续坚定看好公司资源成长的阿尔法逻辑逐步兑现，对标海外优质矿企南方铜业和兰德黄金，公司通过产量的持续性扩张和成本端保持竞争力抵御周期波动风险，有望在估值上享受一定的成长性和抗周期性溢价。同时考虑到铜价、金价有望维持强势，预计2020-2022年公司将实现归母净利53.8亿元、87.8亿元和143.5亿元，对应9月22日收盘价PE为31x、19x和11.6x，维持“审慎增持”评级。

图 2、我们预计，紫金矿业 2020-2022 年分别实现归母净利润 53.8 亿元、87.8 亿元、143.5 亿元



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院测算

- **风险提示：**金、铜价格大幅下跌；公司重要在建项目建设及投产进度不及预期；波格拉金矿谈判风险。

附表

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	28594	51424	42191	54805
货币资金	6225	32545	20434	32678
交易性金融资产	688	688	688	688
应收账款	944	860	989	1046
其他应收款	900	831	1034	1075
存货	14887	13032	13960	14420
非流动资产	95237	96546	109490	109930
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	6924	6924	8812	8768
投资性房地产	130	130	210	170
固定资产	38625	42860	49810	52033
在建工程	5877	5589	7306	6449
油气资产	0	0	0	0
无形资产	24163	26386	26441	24515
资产总计	123831	147970	151681	164735
流动负债	33363	54373	51015	52239
短期借款	14441	14441	14441	14441
应付票据	421	284	311	333
应付账款	4382	15849	16682	17370
其他	14119	23799	19581	20095
非流动负债	33389	32610	32179	32539
长期借款	13826	13826	13826	13826
其他	19562	18783	18353	18713
负债合计	66751	86983	83194	84778
股本	25377	25377	25377	25377
资本公积	18690	18690	18690	18690
未分配利润	24006	8641	14291	23527
少数股东权益	5894	6959	8809	11043
股东权益合计	57080	60988	68487	79957
负债及权益合计	123831	147970	151681	164735

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	4284	5380	8782	14350
折旧和摊销	5740	7099	8266	9261
资产减值准备	434	-1073	-1007	502
无形资产摊销	1202	2202	2202	2002
公允价值变动损失	60	0	0	0
财务费用	1530	1739	1406	1234
投资损失	-75	0	0	0
少数股东损益	777	1066	1850	2233
营运资金的变动	-2488	14860	-1887	809
经营活动产生现金流	10666	33994	16216	27941
投资活动产生现金流	-14103	-13397	-18931	-10111
融资活动产生现金流	-326	5723	-9396	-5586
现金净变动	-3847	26320	-12111	12244
现金的期初余额	115	6225	32545	20434
现金的期末余额	222	32545	20434	32678

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	136098	123922	134264	146265
营业成本	120583	105661	111216	115801
营业税金及附加	1874	2045	2041	2004
销售费用	574	991	1074	878
管理费用	3689	4213	4552	4388
财务费用	1467	1739	1406	1234
资产减值损失	-368	-400	-400	-400
公允价值变动	-60	0	0	0
投资收益	34	0	0	0
营业利润	7242	8872	14376	22360
营业外收入	50	40	40	40
营业外支出	318	318	240	289
利润总额	6974	8594	14176	22112
所得税	1913	2149	3544	5528
净利润	5061	6446	10632	16584
少数股东损益	777	1066	1850	2233
归属母公司净利润	4284	5380	8782	14350
EPS(元)	0.17	0.21	0.35	0.57

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长性(%)				
营业收入增长率	28.4%	-8.9%	8.3%	8.9%
营业利润增长率	17.2%	22.5%	62.0%	55.5%
净利润增长率	4.6%	25.6%	63.2%	63.4%
盈利能力(%)				
毛利率	11.4%	14.7%	17.2%	20.8%
净利率	3.1%	4.3%	6.5%	9.8%
ROE	8.4%	10.0%	14.7%	20.8%

资产负债率	53.9%	58.8%	54.8%	51.5%
流动比率	0.86	0.95	0.83	1.05
速动比率	0.41	0.70	0.55	0.77

资产周转率	115.0%	91.2%	89.6%	92.5%
应收帐款周转率	13713.7%	13471.0%	14251.2%	14107.3%

每股收益	0.17	0.21	0.35	0.57
每股经营现金	0.42	1.34	0.64	1.10
每股净资产	2.02	2.13	2.35	2.72

PE	38.9	30.9	19.0	11.6
PB	3.3	3.1	2.8	2.4

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	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
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)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、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址: 北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编: 200135	邮编: 100033	邮编: 518035
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn