

强烈推荐-A (维持)

牧原股份 002714.SZ

目标估值: 136.48-175.47 元

当前股价: 116.0 元

2020年02月26日

基础数据

上证综指	2988
总股本(万股)	220461
已上市流通股(万股)	116699
总市值(亿元)	2557
流通市值(亿元)	1354
每股净资产(MRQ)	10.5
ROE(TTM)	26.5
资产负债率	40.0%
主要股东	秦英林
主要股东持股比例	40.85%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《牧原股份(002714)一种猪存栏快速增加, 2020年盈利将呈阶梯式增长》2020-01-09
- 2、《牧原股份(002714)一蓄力扩张, 复刻加强版2017》2019-12-31
- 3、《牧原股份(002714)一东方欲晓, 莫道君行早》2019-12-30

雷轶

075583218146
leiyi@cmschina.com.cn
S1090519020003

研究助理

陈晗
chenhan2@cmschina.com.cn

扩张速度前所未有, 未来三年高增长可期

在行业防疫水平继续分化的情况下, 我们继续看好产能高速扩张、成本不断下降、代表产业转型方向的工业化封闭式龙头企业牧原股份, 维持“强烈推荐-A”投资评级。

事件: 近日公司发布2019年年度报告, 全年实现营业收入总收入202.21亿元, 同比+51%, 归母净利润61.14亿元, 同比+1075%, 其中单四季度实现归母净利润47.27亿元, 同比+2681%。

□ **公司在大量留种的同时, 出栏仍将保持高速增长**

公司预计2020年出栏1750-2000万头, 同比+71%-95%, 在大量留种的情况下, 出栏仍保持高速增长, 实属难能可贵。目前从屠宰端了解到牧原的育肥猪几乎都是公猪, 母猪留种比例极大, 这将使得后续母猪增速继续大幅提高, 从长期利益的角度, 我们希望短期出栏更多转化成母猪, 一头母猪的盈利能力是育肥的10倍, 2021年利润或将更为可观。

□ **19年Q4成本下降明显, 全行业唯一**

2019年育肥完全成本约13.57元/kg, 其中, Q1至Q4育肥完全成本分别为12.83/13.27/14.86/13.32元/kg, Q4成本下降显著。值得一提的是, 2019年公司支付给职工的现金达29.42亿元, 较2018年增加近12亿元, 属于提前储备人才(19年新增储备人才2万余人)支付的费用, 相当于去年出栏的每头猪多摊销近120元成本。后续牧原生产效率将继续提升, 并且出栏量的增长会带来费用和人力成本的摊薄, 成本会持续下降, 预计下半年回到非瘟发生前的水平, 在11.5元到11.7元之间, 而行业的成本普遍在17以上, 甚至不乏20、30, 成本优势有望持续扩大。

□ **扩张速度前所未有**

截至19年12月底: (1)公司生产性生物资产账面价值38.35亿元, 同比+162%, Q4生产性生物资产净增加9.98亿, 对应单季度新增能繁+后备超过70万头, 在四季度北方疫情复发严重的情况下, 留种力度未见减缓, 充分体现公司实力。同时公司预计2020年底能繁母猪大概率超过260万头, 意味着2021年出栏量预期或上调到4000-5000万头级别。

(2)固定资产账面价值188.64亿元, 同比+39%; 在建工程账面价值85.99亿, 同比+134%, 相较于19年三季度末+73.48%, 是产能高速扩张的体现, 在建工程转固速度大约3个月, 速度颠覆产业界认识。

(3)19年全年资本开支131.21亿元, 远超去年市场预期的50-100亿元, 其中, 单四季度开支72.63亿元, 若加上应付票据+应付账款新增17亿元, 单季投资额近90亿元! 资本开支不断加速, 预计今年开支200亿以上, 这对明后年出栏增速的贡献可能会非常明显。

(4)预付款项5.08亿元, 同比+448%, 相较于三季度末+76%

(5)长期待摊费用1.80亿元, 同比+27%, 公司土地储备继续快速增长, 脚步仍在加快。

(6) 预收款项 2.21 亿元，同比+462%，相较于三季度末+87%，行业内只有牧原有能力对外销售大量仔猪、母猪，尤其只提供大量阴性猪的能力独此一家。

(7) 存货 71.66 亿元，同比+23%，环比三季度末+15%，存栏猪数量季度环比开始快速增长，总存栏规模超千万头（含母猪）。

□ **盈利预测与估值：**我们预计 2020-2022 年公司出栏量分别为 2000/4000/6000 万头，上调归母净利润至 429.8/502.8/512.6 亿元，EPS 为 19.50/22.81/23.25 元，给予 2020 年 7-9 倍 PE，目标价 136.48-175.47 元，具有 18%-51%的上涨空间，维持“强烈推荐-A”投资评级。

若按照周期均衡利润来算，牧原每投资 100 亿，带来的是 700 万头的产能增加，对应利润增加 42 亿（600 元/头，极度保守 16 元/kg 的猪价假设），对应市值增长 840-1260 亿（20-30x 长期均衡 PE），由此计算，市值前景可期。

风险提示：新型冠状肺炎发展超预期，生猪价格波动，突发大规模不可控疫病，重大食品安全事件，宏观经济系统性风险，极端气候灾害导致农作物大规模减产推升粮价，上市公司感染非洲猪瘟，出栏量不达预期，国家调控猪价。

财务数据与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	13388	20221	70951	97230	120096
同比增长	33%	51%	251%	37%	24%
营业利润(百万元)	524	6315	44419	51960	52972
同比增长	-78%	1105%	603%	17%	2%
净利润(百万元)	520	6114	42983	50280	51259
同比增长	-78%	1075%	603%	17%	2%
每股收益(元)	0.25	2.77	19.50	22.81	23.25
PE	464.8	41.8	5.9	5.1	5.0
PB	19.7	11.1	4.0	2.5	1.8

资料来源：公司数据、招商证券

盈利预测与估值

1、盈利预测

我们预计 2020-2022 年公司出栏量分别为 2000/4000/6000 万头，上调归母净利润至 429.8/502.8/512.6 亿元，EPS 为 19.50/22.81/23.25 元，给予 2020 年 7-9 倍 PE，目标价 136.48-175.47 元，具有 18%-51% 的上涨空间，维持“强烈推荐-A”投资评级。

若按照周期均衡利润来算，牧原每投资 100 亿，带来的是 700 万头的产能增加，对应利润增加 42 亿（600 元/头，极度保守 16 元/kg 的猪价假设），对应市值增长 840-1260 亿（20-30x 长期均衡 PE），由此计算，市值前景可期。

表 1：各季度业绩回顾

(百万元)	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4
营业收入	3668	4207	3048	4112	4573	8488
营业毛利	641	323	-312	604	1907	5071
营业费用	14	18	23	25	26	37
管理费用	105	130	150	129	183	228
财务费用	147	145	177	147	155	48
投资收益	20	20	14	3	9	16
营业利润	390	44	-655	302	1551	4762
归属母公司净利润	380	53	-639	296	1475	4627
EPS (元)	0.37	0.05	-0.62	0.29	1.43	4.48
主要比率	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4
毛利率	17.5%	7.7%	-10.2%	14.7%	41.7%	59.7%
营业费用率	0.4%	0.4%	0.7%	0.6%	0.6%	0.4%
管理费用率	2.9%	3.1%	4.9%	3.1%	4.0%	2.7%
营业利润率	10.6%	1.0%	-21.5%	7.3%	33.9%	56.1%
有效税率	0.0%	-3.5%	-0.5%	-2.4%	-0.5%	-0.1%
净利率	10.4%	1.3%	-21.0%	7.2%	32.3%	54.5%
YoY	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4
收入	25.4%	45.8%	10.6%	49.1%	24.7%	101.8%
归属母公司净利润	-33.6%	-88.7%	-1153%	-208.9%	288.4%	8671%

资料来源：公司数据、招商证券

表 2：销售收入结构预测

单位：百万元	2019	2020E	2021E	2022E
合计收入	20221	68200	93460	115440
生猪养殖	13305	68200	93460	115440
收入增长率	51%	251%	37%	24%
生猪养殖	51.0%	250.9%	37.0%	23.5%
毛利率	36%	66%	57%	47%
生猪养殖	36.0%	66.4%	57.0%	47.5%

资料来源：公司数据、招商证券

表 3: 盈利预测简表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	13388	20221	70951	97230	120096
营业成本	12074	12951	23828	41821	63069
营业税金及附加	22	27	96	132	163
营业费用	54	111	389	532	658
管理费用	592	691	2426	3324	4106
财务费用	538	528	136	(198)	(529)
资产减值损失	1	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	70	42	42	42	42
营业利润	524	6315	44419	51960	52972
营业外收入	56	61	61	61	61
营业外支出	54	57	57	57	57
利润总额	526	6319	44424	51965	52976
所得税	(2)	(17)	(121)	(141)	(144)
净利润	528	6336	44544	52106	53120
少数股东损益	8	222	1561	1826	1862
归属于母公司净利润	520	6114	42983	50280	51259
EPS (元)	0.25	2.77	19.50	22.81	23.25

资料来源: 公司数据、招商证券

4、估值对比

表 4: 估值对比表

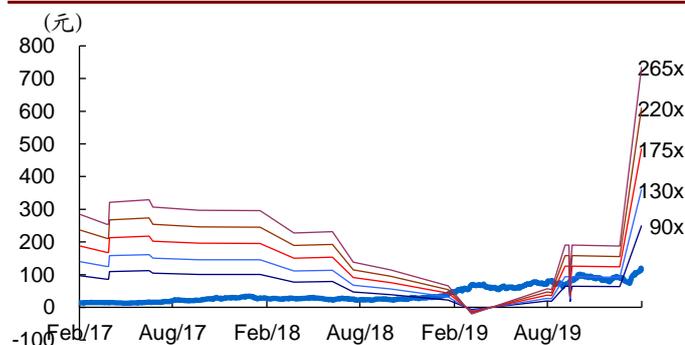
公司简称	最新股价	EPS (元)			盈利增长率 (%)			PE			PB (MRQ)	ROE (TTM)	市值 (亿)
		17	18	19E	17	18	19E	17	18	19E			
牧原股份	116.0	0.25	2.77	19.50	-78%	1075%	603%	465	42	3	12.81	26.46%	2,557
温氏股份	15.33	0.08	0.96	4.35	-63%	778%	530%	192	16	4	4.89	2.76%	376
天邦股份	35.37	0.75	2.64	6.26	-41%	251%	139%	47	13	6	5.31	19.21%	1,879
正邦科技	10.54	-0.49	0.67	3.89	-318%	236%	480%	-22	16	3	5.58	-28.45%	122
平均					-125%	585%	438%	170	22	4	7.15	4.99%	

资料来源: 公司数据、招商证券

备注: 其他公司估值源于 wind 一致盈利预测

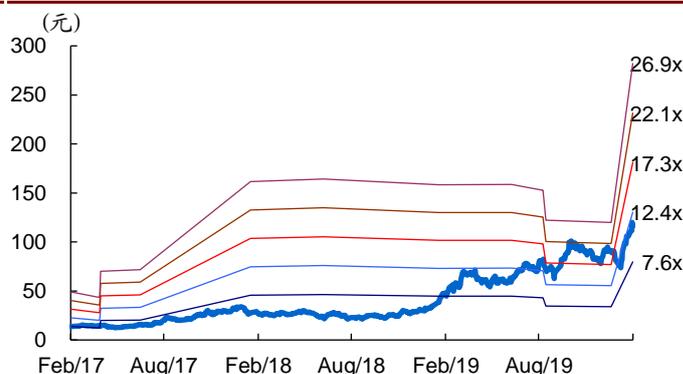
5、PE-PB Band

图 1: 牧原股份历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 牧原股份历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

风险提示

新型冠状肺炎发展超预期,生猪价格波动,突发大规模不可控疫病,重大食品安全事件,宏观经济系统性风险,极端气候灾害导致农作物大规模减产推升粮价,上市公司感染非洲猪瘟,出栏量不达预期,国家调控猪价

新型冠状肺炎发展超预期: 新型冠状病毒和 SARS 相比,致死率和重症率更低,而且病死案例有明显的免疫缺陷(老年人或者有基础疾病),这减轻了群众对疫情的恐慌,使得新型冠状病毒防治更有重点。从致死率来看,本轮疫情当前的致死率为 2%左右,低于 SARS 的 10%(资料来源:北京大学医学部免疫学教授王月丹);从重症率来看,新型冠状病毒明显低于 SARS。从治愈之后的患者生活质量来看,2003 年我国医疗水平有限,SARS 的治疗主要是依靠过量的激素,这使得治愈后的病人出现了骨头坏死或者生活不能自理的情况,严重影响了群众的心理,本次新型冠状病毒治愈的案例来看,受益于我国医疗水平的进步,以及对激素使用的慎重,患者后遗症并不严重,但是由于治愈案例较少,时间较短,当前仍需观察。从传播速度来看,新型冠状病毒明显快于 SARS,当前确诊人数 17205 人(截止 2020 年 2 月 3 日),已经超过非典时期的确诊人数。而且从重症人群和病死案例的患者年龄来看,新型冠状病毒攻击的基本是老年人及有基础疾病者(高血糖,糖尿病等),对婴幼儿影响很少,而 SARS 几乎是无差别攻击。因此我们认为,新型冠状病毒相比于 SARS 是一种进化,因为他致死率更低,传播速度更快,如果未来感染人数仍在快速上升或者全世界爆发范围持续扩大,也将显著冲击资本市场。

生猪价格波动: 2006 年以来生猪养殖行业经历了两次完整的猪周期,其最低点皆跌破企业成本线。目前行业正处于第三个猪周期右侧,若生猪价格长期跌破企业成本线,将会对企业现金流和正常运营造成巨大影响,严重可导致企业破产。

突发大规模不可控疫病: 生物疫病防疫永远是养殖企业工作的重点,一旦企业遭遇大规模不可控疾病,将会使企业生物性资产蒙受巨大损失,对企业可持续经营造成巨大影响,严重可导致企业破产。

重大食品安全事件: 和生物疫病一样,食品安全是企业质量把控的重中之重,一旦出现食品安全事件,特别是经过媒体曝光放大,将会对企业信誉严重影响,动摇企业生存基石。严重者如三鹿集团,不仅企业负责人遭刑事拘留,企业资产更是被兼并收购。

宏观经济系统性风险: 宏观经济系统性风险将会在供需两端对企业造成影响,特别是需求端的萎靡将直接导致企业倒闭潮。

极端气候灾害导致农作物大规模减产推升粮价: 生猪养殖成本中,饲料占比 70%,玉米、豆粕、小麦等是饲料的主要构成,若极端气候灾害导致农作物大规模减产推升粮价将大大增加企业养殖成本,如果这种成本不能顺畅传导至下游,将导致企业业绩下滑,甚至危及企业日常经营。

上市公司感染非洲猪瘟: 因为非洲猪瘟无疫苗防疫,致死率为 100%,因此若上市公司感染非洲猪瘟将导致公司大量生猪被扑杀,且需消毒 6 周,空栏 6 个月,饲养 2 个月的哨兵动物,接近有 23 个月的时间无生猪出栏,对公司的利润有一定影响。

出栏量不达预期: 受非瘟疫情、母猪数量和猪舍建设进度等因素的影响, 上市公司出栏量有不达预期的风险。

国家调控猪价: 猪价上涨到一定高度后, 国家出台的干预政策可能会影响上市公司利润。

参考报告:

1、《牧原股份 (002714.SZ) — 金猪十年, 猪中牧原》2019.10.8, 2019 年是金猪十年的元年, 以牧原为代表的工业化封闭式造猪企业凭借其多年技术和创新的积累, 迎来了极高利润推动下的快速发展期。虽然有猪就是金猪, 但金猪十年属于符合未来发展方向的企业, 他们的机会是在这个万亿永续消费品市场里占据巨大市场空间的机会。本文从牧原端到端一体化商业模式、营养、育种、猪舍设计、环保等多方面为您展示一个卓越企业的多方面优势是如何建立起来的, 同时, 也将长期超额收益分拆至小数点后两位, 并用于指导评估企业长期价值, 我们强烈推荐牧原股份, 给予“强烈推荐-A”评级。
<http://suo.im/4t46i8>

2、《农林牧渔行业 2020 年度投资策略报告-待认知差修复, 有望再度演绎 2017》2019-11-04, 目前的行业趋势不过是长期趋势的再度集中演绎, 行业落后产能占比大 (80%以上), 落后产能正不断被先进产能替代, 而先进产能需要大约十年时间以及上万亿资金来完成行业的转型升级。伴随着这一过程的是, 先进产能享有成本优势、环保优势、防疫优势、资金优势等红利, 我们尤其看好的是牧原股份、温氏股份。
<https://dwz.cn/CfsQOIAH>

3、《猪! 猪! 猪! 生猪养殖系列报告之二十-长短扬镳, 买在分歧》2019-10-10, 本文针对近段时间以来板块出现的分歧, 以及疫苗、政府政策等相关事件进行分析。目前市场对于猪价大幅上涨后的各公司股价还没有给予足够的溢价, 我们认为十月份是一个非常重要的窗口期。上市公司陆续会披露九月出栏数据、业绩公告、季报的生产性生物资产等等, 这些都会有比较正向的预期, 从而带动股价上涨。无论短期还是长期, 优势企业都会有比较好的利润释放和成长性, 继续强烈推荐。
<http://suo.im/5kHT8Y>

4、《猪! 猪! 猪! 生猪养殖系列报告之十九-板块处于腰位, 金猪贯穿全年》2019-03-23, 本报告从国家、企业、投资三个角度来分析本轮猪周期的发展态势, 详细阐述了产能去化程度、猪价上行空间、对 CPI 的拉动、企业盈利能力和股价空间测算等。长期来看, 龙头企业必然快速成为我国生猪供给的主要支柱, 规模化、封闭式、一体化养殖是必然的产业趋势, 行业龙头将迎来“金猪十年”。
<http://suo.im/5pTIHc>

5、《猪! 猪! 猪! 生猪养殖系列报告之十八-金猪十年》2019-01-24, 本文在《猪! 猪! 猪! 生猪养殖业图谱》的基础上, 结合近半年的调研、思考成果, 分三个专题来探讨行业发展规律。同期, 我们也举办了数场金猪十年产业论坛, 报告的主要观点受到产业界多家龙头公司的认可, 并就主要观点进行了深入交流, 借此机会, 我们也在不断地完善行业研究框架。我们独家提出的“金猪十年”并不是对过去的十年进行总结, 而是对未来的十年进行展望, 2019 年是金猪十年的元年, 值得重点关注。
<https://dwz.cn/IW3aneUt>

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	9781	19592	52199	93552	142787
现金	2778	10933	34624	67686	104076
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	0	16	55	76	93
其它应收款	10	8	28	38	47
存货	5813	7166	13185	23141	34898
其他	1180	1469	4308	2612	3673
非流动资产	20061	33294	49412	60394	65876
长期股权投资	133	153	153	153	153
固定资产	13545	18864	30842	38588	45537
无形资产	351	432	470	504	535
其他	6033	13845	17947	21149	19650
资产总计	29842	52887	101612	153946	208663
流动负债	13588	18169	22656	35780	49946
短期借款	4715	4256	2000	1800	233
应付账款	2713	5098	9379	16462	24826
预收账款	39	221	406	713	1075
其他	6121	8594	10871	16805	23812
长期负债	2547	3006	4216	4216	4216
长期借款	1069	1117	1117	1117	1117
其他	1477	1889	3099	3099	3099
负债合计	16134	21175	26872	39996	54162
股本	2085	2205	2205	2205	2205
资本公积金	2938	7796	7796	7796	7796
留存收益	4806	10648	52114	89499	128188
少数股东权益	1418	8604	10165	11991	13853
归属于母公司所有者权益	12289	23108	64574	101959	140648
负债及权益合计	29842	52887	101612	153946	208663

现金流量表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1358	9989	45795	60155	59494
净利润	520	6114	42983	50280	51259
折旧摊销	1285	1684	2020	3256	4057
财务费用	581	655	136	(198)	(529)
投资收益	(70)	(42)	(42)	(42)	(42)
营运资金变动	(962)	1375	(863)	5033	2888
其它	3	202	1561	1826	1862
投资活动现金流	(5781)	(12799)	(18138)	(14238)	(9538)
资本支出	(5047)	(13121)	(18100)	(14200)	(9500)
其他投资	(734)	322	(38)	(38)	(38)
筹资活动现金流	2647	10366	(3966)	(12854)	(13566)
借款变动	3888	6898	(3566)	(200)	(1567)
普通股增加	927	119	0	0	0
资本公积增加	(927)	4858	0	0	0
股利分配	(799)	(1437)	(1517)	(12895)	(12570)
其他	(441)	(73)	1117	240	571
现金净增加额	(1776)	7556	23690	33062	36390

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	13388	20221	70951	97230	120096
营业成本	12074	12951	23828	41821	63069
营业税金及附加	22	27	96	132	163
营业费用	54	111	389	532	658
管理费用	592	691	2426	3324	4106
研发费用	91.21	111.52	122.67	134.94	143.48
财务费用	538	528	136	(198)	(529)
资产减值损失	1	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	70	42	42	42	42
营业利润	524	6315	44419	51960	52972
营业外收入	56	61	61	61	61
营业外支出	54	57	57	57	57
利润总额	526	6319	44424	51965	52976
所得税	(2)	(17)	(121)	(141)	(144)
净利润	528	6336	44544	52106	53120
少数股东损益	8	222	1561	1826	1862
归属于母公司净利润	520	6114	42983	50280	51259

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年成长率					
营业收入	33%	51%	251%	37%	24%
营业利润	-78%	1105%	603%	17%	2%
净利润	-78%	1075%	603%	17%	2%
获利能力					
毛利率	9.8%	36.0%	66.4%	57.0%	47.5%
净利率	3.9%	30.2%	60.6%	51.7%	42.7%
ROE	4.2%	26.5%	66.6%	49.3%	36.4%
ROIC	5.0%	17.9%	57.4%	44.4%	33.7%
偿债能力					
资产负债率	54.1%	40.0%	26.4%	26.0%	26.0%
净负债比率	25.9%	12.6%	3.1%	1.9%	0.6%
流动比率	0.7	1.1	2.3	2.6	2.9
速动比率	0.3	0.7	1.7	2.0	2.2
营运能力					
资产周转率	0.4	0.4	0.7	0.6	0.6
存货周转率	2.4	2.0	2.3	2.3	2.2
应收帐款周转率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付帐款周转率	5.7	3.3	3.3	3.2	3.1
每股资料 (元)					
EPS	0.25	2.77	19.50	22.81	23.25
每股经营现金	0.65	4.53	20.77	27.29	26.99
每股净资产	5.89	10.48	29.29	46.25	63.80
每股股利	0.69	0.69	5.85	5.70	2.33
估值比率					
PE	464.8	41.8	5.9	5.1	5.0
PB	19.7	11.1	4.0	2.5	1.8
EV/EBITDA	240.0	66.6	12.2	10.3	10.0

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。

雷轶：中山大学金融硕士，中山大学地理信息系统学士，2016 年加盟招商证券研发中心农林牧渔小组。以产业分析见长，全方位深度剖析生猪养殖业，独家提出“工业化养猪黄金十年”，并从中挖掘出工厂化养殖典型代表公司的投资性机会。

陈晗：四川大学公司金融硕士，四川大学应用化学学士，2016 年加盟招商证券研发中心，从事农林牧渔研究工作。

团队荣誉：2018 年 wind 平台农林牧渔行业影响力排行第二名；2018 年 wind 平台农林牧渔行业研报排行第二名；包揽 wind 农林牧渔行业最热报告排行 1-5 名。

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。