

ZIJIN MINING-H(2899 HK)

Aging ore mine a rising concern

1H13 results miss expectation: 1H13 EPS of RMB0.05 was lower than our estimate and market consensus by 29% and 38% respectively. The earnings miss was largely due to: 1) impairment of RMB332 mn on inventory and fair-value losses and 2) faster decline of Zijinshan's ore grade than our estimate.

Rising concern on ore grade decline of Zijinshan mine: Grade decline is a typical sign of maturing operations. We expect the risk of output decline and cost rise tends to increase for Zijinshan mine. Despite the attempt to fill the gap after the Zijinshan mine is closed by means of overseas M&A, Zijinshan mine is irreplaceable at present in terms of the balance of reserves, output and cost. We expect valuation to be depressed by the imminent end of the service life of the Zijinshan mine.

Copper and zinc production grew faster: 1H13 production of mined copper and mined zinc increased 35% and 121% to 62 kt and 37 kt. With mining expansion at Zijinshan and Urat Rear Banner mines as well as development of Duobaoshan and ZGC mines, we expect Zijin's mined copper and mined zinc to reach 160 kt and 149 kt in 2015.

We cut our EPS estimates: We cut 2013-15E mined gold production by 14%-16% to 30.8/33.2/35.2 t and upgrade 2013-15E mined gold cost to RMB144/148/151 per gram. Based on the change of assumptions, we cut 2013-15 EPS estimates by 22%-28% to RMB0.10/0.12/0.10, 2%-28% lower than market consensus. We maintain Neutral rating. Our latest PT is HK\$1.58.

Financials

RMB mn	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Revenue	39,764	48,415	47,065	47,705	45,976
Growth (%)	39%	22%	-3%	1%	-4%
Net income	5,713	5,211	2,275	2,587	2,090
Growth (%)	18%	-9%	-56%	14%	-19%
EPS (RMB)	0.26	0.24	0.10	0.12	0.10
DPS (RMB)	0.12	0.19	0.07	0.08	0.08
P/E (x)	5.5	6.1	13.9	12.2	15.1
P/B (x)	1.3	1.1	1.1	1.0	1.0
ROE (%)	23%	18%	8%	8%	6%

Source: Company data, CMS (HK) estimate

Neutral

(Previous: Neutral)

Target Price: HK\$1.58

Current price: HK\$1.84

China Merchants Securities (HK)
Li Xiang, Deng Liangsheng
+86-755-82943045
lixiang5@cmschina.com.cn

16 Aug 2013

Key data

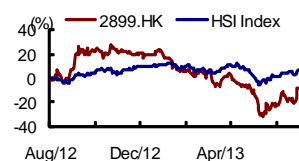
HSI Index	22539.13
HSCEI Index	10159.55
S/O(mn)	21812
S/O (HK\$(mn))	6008
Mkt cap (HK\$) (mn)	11055
BVPS(HKD)	1.29

Major shareholder Holding (%)

Free float 28
Industry Mining

Share performance

%	1m	6m	12m
Absolute	13	-24	-7
Relative	7	-20	-15



Source: Bloomberg

Related research

紫金矿业(2899 HK)

紫金山矿山老化问题日益突出

上半年业绩不及预期: 公司上半年实现EPS0.05元, 同比大幅下滑54%。较我们及市场预期低了约29%和38%。低于我们预测的主要原因有: 公司计提了3.3亿元的减值准备; 紫金山矿入选品味超预期大幅下滑导致矿产金产量不及预期和黄金生产成本上涨超预期。

紫金山矿山老化问题严重: 矿山步入开发后期导致紫金山矿黄金上半年入选品味大幅下滑了 20%, 我们认为紫金山矿产金产量下滑和成本上升的风险趋于上行。尽管公司进行了一系列资源并购去填补紫金山开采完毕后的产量缺口, 但从储量、产量和成本上综合衡量, 目前还没有矿山能够成功取代紫金山。核心矿山面临枯竭风险会对公司的估值水平构成持续性的压制。

铜矿和锌矿成为增长亮点: 上半年紫金生产矿山产铜 6.2 万吨, 矿产锌 3.7 万吨, 分别同比增长 35%和 121%。考虑紫金山铜矿部分开采力度加大, 多宝山铜矿投产, 乌拉特后旗铅锌矿扩产以及图瓦铅锌矿 2014 年投产, 预计公司 2015 年矿产铜和矿产锌将增长至 16 万吨和 14.9 万吨。

下调预计预测: 将 2012-15 年矿产金产量下调了 14%-16%至 30.8/33.2/35.2 吨, 将 2013-15 年的矿产金生产成本均上调 6%至 144/148/151 元/克。在此基础上, 将公司 2013-15 年的 EPS 下调了 22%-28%至 0.10/0.12/0.10 元, 相比市场一致预期, 我们 2013-15 年的预测较市场一致预期低了 2%-28%。我们采用 DCF 推导目标价, 最新目标价为 1.58 港元, 维持中性评级。

盈利预测及估值

人民币 百万元	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业额	39,764	48,415	47,065	47,705	45,976
同比增长 (%)	39%	22%	-3%	1%	-4%
净利润	5,713	5,211	2,275	2,587	2,090
同比增长 (%)	18%	-9%	-56%	14%	-19%
每股盈利 (元)	0.26	0.24	0.10	0.12	0.10
每股股息 (元)	0.12	0.19	0.07	0.08	0.08
市盈率 (X)	5.5	6.1	13.9	12.2	15.1
市净率 (X)	1.3	1.1	1.1	1.0	1.0
ROE (%)	23%	18%	8%	8%	6%

资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

中性

(上次: 中性)

目标价: HK\$ 1.58

现价: HK\$1.84

招商证券(香港)研究部

李想 邓良生

+86-755-82943045

lixiang5@cmschina.com.cn

2013 年 8 月 16 日

基础数据

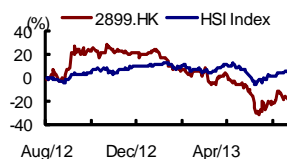
恒生指数	22539.13
H 股指数	10159.55
总股数 (万股)	2181196
港股股数 (万股)	600816
港股市值 (港元百万)	11055
每股净资产 (港元)	1.29

主要股东 持股(%)

自由流通量	28
行业	采矿业

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	13	-24	-7
相对恒指表现	7	-20	-15



资料来源: 彭博

相关报告

紫金山矿老化问题日益突出

上半年业绩不及预测

公司上半年实现营业收入 259 亿元，同比增长 24%，实现净利润 10.9 亿元，折算 EPS0.05 元，同比大幅下滑 54%。相比我们及市场预测的 EPS 0.07 元和 0.08 元，公司上半年业绩较我们及市场预期低了约 29% 和 38%。

表 1: 公司上半年业绩不及预期

mn	1H12A	1H13A	% growth	1H13E	%diff VS 招商
收入	20,993	25,988	24%	23,392	11%
净利润	2,385	1,098	-54%	1,515	-28%
EPS	0.109	0.05	-54%	0.07	-28%

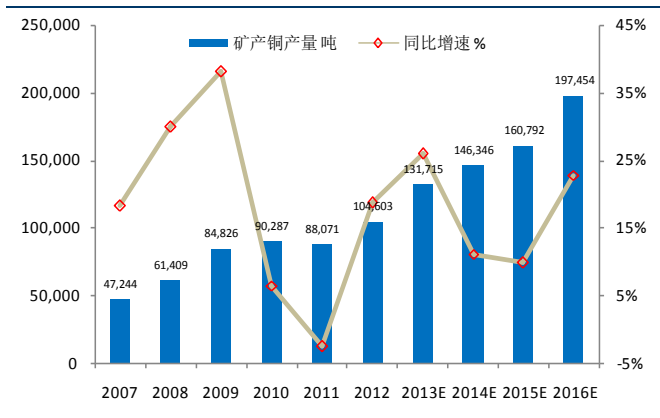
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

业绩低于我们预期的主要原因如下: 受铜价和金价大跌影响, 公司上半年计提了 3.3 亿元的减值准备; 紫金山矿入选品味超预期大幅下滑, 公司矿产金上半年产量增长 2.5%, 低于我们预期的增长 13%; 品味下滑导致矿产金成本增长超预期, 上半年矿产金成本大幅增长 36%至 146 元/克, 高于我们预测 136 元/克。

铜矿和锌矿业务增长迅速

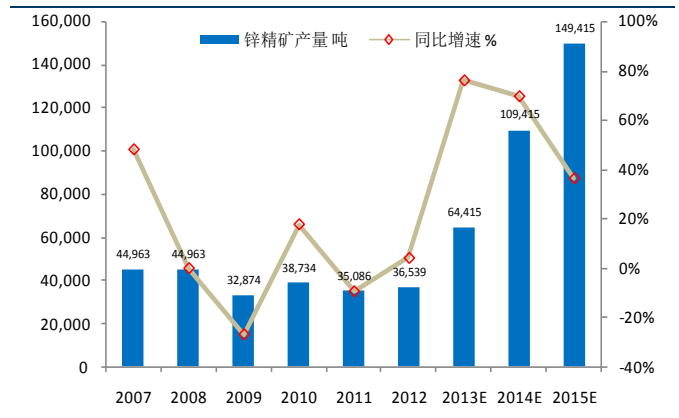
公司的铜矿和锌矿产量近年来增长较为迅速。上半年受多宝山铜矿投产带动, 公司生产矿山产铜 61694 吨同比增长 35%。在乌拉特后旗铅锌矿扩产带动下, 上半年公司生产矿产锌 36827 吨, 同比增长 121%。

图 1: 紫金山矿的矿产金产量变动趋势



资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图 2: 紫金山黄金产量及占公司矿产金的比重



资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)

紫金山铜矿部分开采力度加大以及多宝山矿投产会为下一阶段公司矿产铜产量带来持续增长动力。我们预计公司的矿产铜产量将从 2012 年

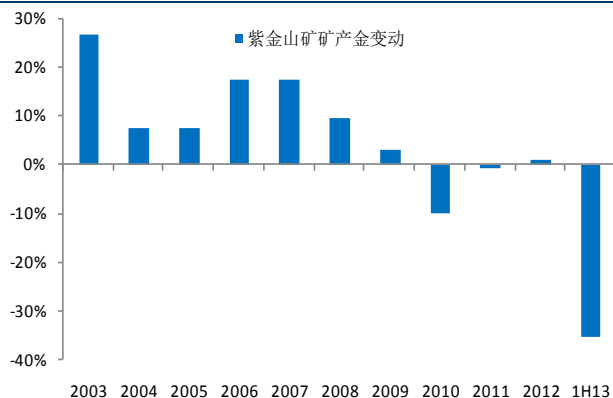
的 10.5 万吨增长至 2015 年的 19.7 万吨，5 年的复合增速为 14%。

乌拉特后旗铅锌矿扩产和图瓦铅锌矿投产带动公司矿产锌产量持续增长，根据我们的预测，公司矿产锌产量将从 2012 年的 3.6 万吨快速增长至 2015 年的 14.9 万吨，4 年的累计复合增速达到 42%。

对黄金成本上升和紫金山产量下滑的担忧加剧

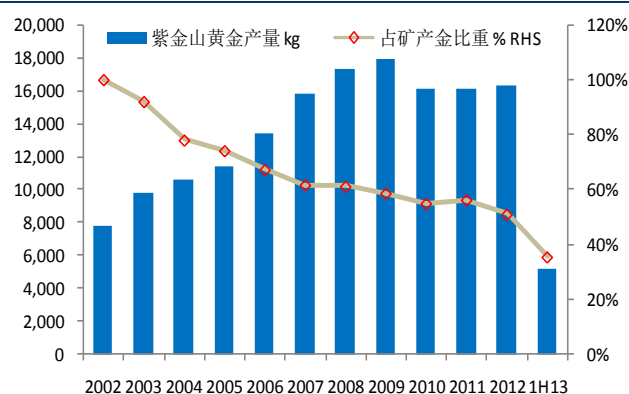
2012 年之前，紫金山的矿产金产量占公司总矿产金产量的比重一直维持在 50% 以上，对公司运营有至关重要的作用。紫金山金矿部分开采大体可以分为三个阶段，2009 年之前，该矿的矿产金产量一直处于持续增加趋势中；2009-2012 年，稳定成熟阶段，紫金山矿的矿产金产量保持稳定；2012 年之后，紫金山矿进入开发后期，预计 2017 年紫金山矿的金矿部分会开采完毕。

图 1: 紫金山矿的矿产金产量变动趋势



资料来源：公司资料,招商证券（香港）

图 2: 紫金山黄金产量及占公司矿产金的比重



资料来源：公司资料,招商证券（香港）

矿山进入开发后期通常会面临矿石品味下滑，剥采比上升，机械及人工等成本上升等一系列问题，造成矿山金属产量下滑和开采成本上升。今年上半年紫金山矿的入选品味大幅下滑了 20%，导致紫金山矿产金产量仅为 5.2 吨，相比去年同期的 8.1 吨大幅下滑了 35%。公司上半年的矿产金生产成本大幅上升了 36% 至 146 元/克，剔除新收购项目诺顿金田和新投产项目内蒙金中的影响，公司上半年矿产金生产成本也同比出现了 14% 的上升，紫金山品味下滑时这部分成本上升的主要推动力。

寻找新增矿山去替代紫金山较为困难

随着紫金山金矿开采枯竭的时点逐步临近，寻找金矿用于填补紫金山开采完毕后的巨大产量空缺的压力不断上升。

公司近年来采取了一系列的黄金资源并购措施，如在中亚收购了左岸矿业，在澳洲收购了诺顿金田等，资源的收购兼并驱动非紫金山矿产金产

量快速增长。但这些矿山的产量和规模都相对较小，和紫金山矿无法相提并论，而且上述矿山的开采成本也相对较高。

表 1: 公司主要黄金矿山产出情况

		2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
紫金山铜金矿	kg	18,002	16,228	16,165	16,376	11,500	11,000	11,000	11,000	6,000
贵州水银洞	kg	2,689	2,107	2,100	2,333	2,200	2,200	2,200	2,200	2,200
崇礼紫金	kg		2,025	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
ZGC	kg				1,512	1,500	2,000	2,500	2,500	2,500
甘肃亚特	kg			100	100	100	1,500	3,000	4,000	5,000
巴彦哈尔金矿	kg					1,300	1,500	1,500	1,500	1,500
诺顿	kg				1,515	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000
琿春曙光	kg	2,300	2,413	2,335	2,557	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000

资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

矿业公司的估值水平分为两部分，一部分反应公司拥有的资源价值，另一部分反应公司管理层更新资源的能力。我们预计，公司短期内难以找到产储量都较大的优质矿山，市场对紫金山矿即将开采完毕的担忧会持续存在，这会对公司的估值水平构成持续性的压制。

调整产量及成本预测

受紫金山矿矿石品味大幅下滑影响，公司对全年经营目标做了修正，2013 年全年矿产金生产计划相比年初指引下调了 2 吨至 31 吨。

紫金山步入矿山开发后期，预计矿石入选品味持续下滑的风险较大。我们将 2012-15 年矿产金产量下调了 14%-16% 至 30.8/33.2/35.2 吨，将 2013-15 年的矿产金生产成本均上调 6% 至 144/148/151 元/克。考虑到新投产的多宝山铜矿成本较高，青海威斯特降低矿石入选品味，我们也相应将 2013-15 年的铜精矿生产成本均上调了 14%。

表 1: 下调矿产金产量预测，上调矿产金及铜精矿成本预测

	调整前			调整后			% diff		
	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E
紫金山矿产金产量	15,000	15,000	15,000	11,500	11,000	11,000	-23%	-27%	-27%
矿产金产量	35,800	39,350	40,700	30,800	33,200	35,200	-14%	-16%	-14%
矿产金成本	136	139	142	144	148	151	6%	6%	6%
铜精矿成本	15,091	15,695	16,323	17,200	17,888	18,604	14%	14%	14%

资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

相应的调整盈利预测

在考虑成本和产量的调整后，我们相应的调整了预测。我们将公司 2013-15 年的营业收入下调了 3%-4%，将公司 2013-15 年的 EPS 下调了 22%-28%至 0.10/0.12/0.10 元。

表 1: 将 2013-15 年公司盈利预测下调 22%-28%

	调整前			调整后			% diff		
	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E
收入	48,734	49,642	47,611	47,065	47,864	45,976	-3%	-4%	-3%
EBITDA	7,632	8,355	7,666	6,514	7,179	6,664	-15%	-14%	-13%
净利润	3,804	4,038	3,269	2,741	3,156	2,518	-28%	-22%	-23%
EPS	0.14	0.15	0.12	0.10	0.12	0.10	-28%	-22%	-23%

资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

相比市场一致预期, 我们 2013-15 年的预测较市场一致预期低了 2%-28%。

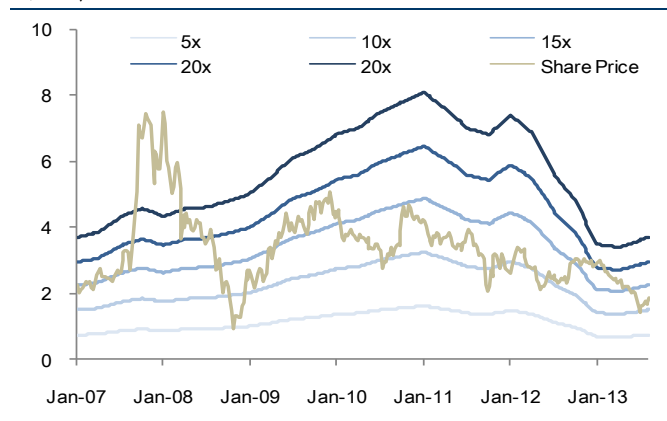
表 1: 我们 2013-15 年的盈利预测比市场预期低 2%-28%

	招商预测			Consensus			% diff		
	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E
EPS	0.10	0.12	0.10	0.15	0.12	0.12	-28%	-2%	-20%

资料来源: Bloomberg, 招商证券(香港)预测

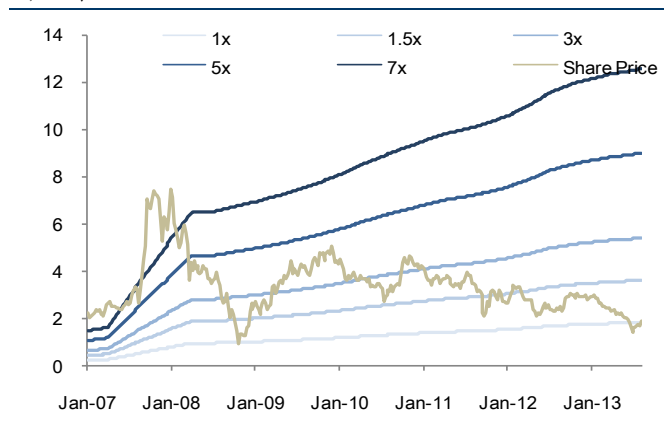
我们采用 DCF 估值推导公司目标价, 相应的将公司目标价自 1.69 港元下调了 8%至 1.58 港元, 目标价对应的 2013/14 年预期市盈率为 12x/10x。

图 1: 紫金矿业 PE Band



资料来源: 公司资料,招商证券(香港)

图 2: 紫金矿业 PB Band



资料来源: 公司资料,招商证券(香港)

附录 A: 估值比较

表 9: 国际黄金公司估值比较

股票代码	公司名称	货币	股价	市值			EPS			PE			PB			ROE		
				\$bn	2012	2013	2014	2012	2013	2014	2012	2013	2014	2012	2013	2014		
ABX CN	Barrick Gold	CAD	18.4	-0.6	-0.6	2.57	2.33		7.2	7.9	0.8	1.1	1.1	15.5	14.2	14.2		
G CN	Goldcorp	CAD	23.7	2.16	2.16	0.91	1.29	13.6	32.2	22.8	1.0	1.1	1.1	7.8	3.4	3.4		
NEM US	Newmont Mining	USD	15.0	3.65	3.65	1.63	1.70	8.2	18.5	17.7	1.1	1.2	1.1	12.9	5.4	5.4		
K CN	Kinross Gold	CAD	6.37	-2.2	-2.2	0.31	0.28		18.0	20.0	0.6	0.8	0.8	6.2	3.8	3.8		
YRI CN	Yamana Gold	CAD	8.06	0.59	0.59	0.48	0.60	18.2	22.5	18.0	1.0	1.0	1.0	7.7	4.4	4.4		
AEM CN	Agnico-eagle	CAD	5.13	1.82	1.82	0.44	0.78	16.3	66.9	37.9	1.5	1.5	1.5	10.8	2.8	2.8		
ELD CN	Eldorado Gold	CAD	6.07	0.44	0.44	0.32	0.34	19.3	26.2	25.3	1.0	1.0	1.0	7.6	3.6	3.6		
IMG CN	Iamgold	CAD	2.12	0.89	0.89	0.33	0.36	6.3	17.1	15.8	0.6	0.6	0.6	8.7	3.6	3.6		
NGD CN	New Gold	CAD	3.57	0.43	0.43	0.26	0.34	16.5	27.9	20.7	1.3	1.2	1.2	6.6	3.9	3.9		
NCMAU	Newcrest Mining	AUD	9.15	1.46	1.46	0.45	0.81	8.2	26.4	14.7	0.6	0.9	0.8	4.0	3.6	3.6		
Average									13.3	26.3	20.1	1.0	1.0	1.0	8.8	4.9	4.9	

资料来源: Bloomberg, 招商证券(香港)

附录 B 紫金矿业(H)目标价推导

我们采用 DCF 方法推导紫金矿业的目标价。紫金矿业属于强周期性行业类型公司，对该类公司的估值我们偏爱采用折现现金流方法。强周期性行业公司的业绩需要放在完整周期背景下进行评估，采用折现现金流估值考虑到了公司的自由现金流量的长期前景，降低了公司暂时性盈利波动对估值的扰动，因此更加可靠。我们采用 7 年（2013-19 年）的显性详细预测，以及期末价值来推导公司的目标股价。

表 12: 关键参数假设

无风险利率 (%)	3.5%
贝塔系数	1.43
风险溢价 (%)	9.0%
债务成本 (税前) (%)	5.0%
税率 (%)	25.0%
权益成本 (%)	16.3%
目标债务比率 (%)	30.0%
加权平均资本成本 (%)	12.6%
永续增长率 (%)	1.5%

资料来源: Bloomberg, 招商证券 (香港)

表 13: 紫金矿业目标价推导

		2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e
EBIT	mn	4,640	4,977	4,313	4,614	4,130	4,124	4,103
减: 所得税	mn	-914	-1,039	-839	-892	-760	-747	-731
减: 资本支出	mn	-3,850	-3,850	-3,850	-2,300	-1,100	-1,100	-1,100
减: 营运资本变动	mn	-972	-69	266	-33	257	-55	-61
加: 折旧	mn	1,850	2,111	2,312	2,417	2,504	2,591	2,678
自由现金流	mn	754	2,130	2,201	3,806	5,032	4,813	4,890
折现因子	mn	1.00	1.13	1.27	1.43	1.61	1.81	2.03
自由现金流现值	mn	754	1,892	1,737	2,669	3,134	2,663	2,403
显性预测期价值	mn	12,849						
终值价值的现值	mn	24,815						
减: 净债务(现金)	mn	9,105						
减: 少数股东权益	mn	5,401						
权益价值	mn	26,893						
已发行股数	mn	21,812						
汇率: RMB/HK\$		0.80						
每股价值	HK\$	1.58						

资料来源: 招商证券 (香港) 预测

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2011	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	17,932	24,334	25,722	29,395	32,555
现金	6,180	7,473	7,771	11,304	14,922
交易性投资	264	671	671	671	671
应收票据	575	576	654	663	639
应收款项	489	841	523	530	511
其它应收款	987	1,525	1,177	1,193	1,149
存货	7,160	11,602	12,670	12,757	12,444
其他	2,276	1,645	2,256	2,277	2,220
非流动资产	34,388	43,021	45,809	47,548	49,086
长期股权投资	3,204	4,411	4,411	4,411	4,411
固定资产	10,145	15,595	18,666	20,770	21,702
无形资产	7,138	8,536	9,762	10,398	11,004
其他	13,901	14,479	12,970	11,970	11,970
资产总计	52,320	67,354	71,531	76,943	81,641
流动负债	16,365	22,979	23,096	23,168	22,976
短期借款	3,815	6,400	6,400	6,400	6,400
应付账款	3,232	4,174	4,053	4,108	3,959
预收账款	1,013	938	1,177	1,193	1,149
其他	8,305	11,467	11,467	11,467	11,467
长期负债	5,823	10,793	12,793	15,793	18,793
长期借款	5,348	9,642	11,642	14,642	17,642
其他	475	1,150	1,150	1,150	1,150
负债合计	22,188	33,771	35,889	38,960	41,768
股本	2,181	2,181	2,181	2,181	2,181
资本公积金	7,689	7,771	7,771	7,771	7,771
留存收益	15,138	18,230	19,822	21,633	23,096
少数股东权益	5,124	5,401	5,867	6,397	6,825
母公司所有者权益	25,009	28,182	29,774	31,585	33,048
负债及权益合计	52,320	67,354	71,530	76,942	81,641

现金流量表

单位：百万元	2011	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	6,390	5,408	3,216	5,680	5,751
净利润	6,911	6,153	2,741	3,117	2,518
折旧摊销	1,292	1,682	1,850	2,111	2,312
财务费用	496	889	836	971	1,106
投资收益	-592	-414	-400	-400	-400
营运资金变动	-1,864	-3,138	-972	-69	266
其它	147	235	-838	-50	-50
投资活动现金流	-7,704	-9,936	-3,400	-3,400	-3,400
资本支出	-7,476	-7,996	-3,850	-3,850	-3,850
其他投资	-228	-1,940	450	450	450
筹资活动现金流	2,533	5,935	482	1,253	1,267
借款变动	2,494	6,912	2,000	3,000	3,000
普通股增加					
资本公积增加					
股利分配	-2,652	-4,035	-1,518	-1,747	-1,733
其他	2,691	3,059	0	0	0
现金净增加额	1,219	1,406	298	3,532	3,618

资料来源：公司报表、招商证券（香港）

利润表

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
价格假设					
金价(\$/oz)	1,572	1,668	1,350	1,270	1,200
铜价(\$/t)	8,830	7,956	7,300	6,800	6,200
产量假设					
矿产金(kg)	28,700	32,075	30,800	33,200	35,200
黄金总产量(kg)	86,242	90,328	89,800	92,200	94,200
矿产铜(t)	88,071	104,603	131,715	146,346	160,792
矿产锌(t)	35,086	36,539	64,415	109,415	149,415

利润表

单位：百万元	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	39,764	48,415	47,065	47,705	45,976
营业成本	-27,537	-36,375	-39,664	-39,936	-38,954
SG&A	-2,043	-2,471	-2,261	-2,292	-2,209
EBIT	9,803	9,028	4,640	4,977	4,313
财务费用	-496	-804	-836	-971	-1,106
其他收入/费用	-30	332	-150	150	150
税前利润	9,276	8,556	3,654	4,156	3,357
所得税	-2,366	-2,403	-914	-1,039	-839
少数股东权益	1,198	942	466	530	428
归属于母公司净	5,713	5,211	2,275	2,587	2,090
EPS	0.26	0.24	0.10	0.12	0.10

主要财务比

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
年成长率					
营业收入	39%	22%	-3%	1%	-4%
营业利润	18%	-9%	-56%	14%	-19%
获利能力					
毛利率	31%	25%	16%	16%	15%
净利率	14%	11%	5%	5%	5%
ROE	23%	18%	8%	8%	6%
ROIC	26%	17%	8%	7%	6%
偿债能力					
资产负债率	42%	50%	50%	51%	51%
净负债比率	18%	24%	25%	27%	29%
流动比率	1.1	1.1	1.1	1.3	1.4
营运能力					
存货周转率	3.8	3.1	3.1	3.1	3.1
应收帐款周转率	81.3	57.5	90.0	90.0	90.0
应付帐款周转率	12.3	11.6	11.6	11.6	11.6
每股资料(元)					
每股经营现金	0.3	0.2	0.1	0.3	0.3
每股净资产	1.1	1.3	1.4	1.4	1.5
每股股利	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1
估值比率					
PE	5.5	6.1	13.9	12.2	15.1
PB	1.3	1.1	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA	2.9	3.0	4.9	4.5	4.8

投资评级定义和免责条款

投资评级	定义
买入	预期股价在未来12个月较市场指数上升10%以上
中性	预期股价在未来12个月较市场指数上升或下跌10%或以内
卖出	预期股价在未来12个月较市场指数下跌10%以上

免责条款:

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到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。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

招商证券(香港)有限公司
香港中环交易广场一期48楼
公司网址: <http://www.newone.com.hk>
电话: (852) 31896888 传真: (852) 31010828