



**谨慎
买入**

17% ↑

目标价格:人民币 6.60

601179.CH

价格:人民币 5.64

目标价格基础:25倍17年市盈率

板块评级:未有评级

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	1.8	3.9	(3.5)	8.5
相对上证指数	(1.7)	1.2	(7.0)	1.0

发行股数(百万)	5,126
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	28,910
3个月日均交易额(人民币 百万)	88
净负债比率(%) (2017E)	净现金
主要股东(%)	
陕西省投资集团(有限公司)	2

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以2017年7月25日收市价为标准

相关研究报告

《电新“一带一路”专题: 百尺竿头, 更进一步》
2017.5.15

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

电气设备: 高低压设备

沈成*

(8621)20328319

cheng.shen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517030001

*李可伦为本报告重要贡献者

中国西电

全能龙头走向国际舞台

公司是目前国内最具规模、成套能力最强的输变电设备制造商, 预计将持续受益于国内以特高压为代表的电网工程建设; 且公司布局国际市场较早, 并与以 GE、国家电网等为代表的国内外巨头有持续的海外合作。我们认为公司未来国内业务将维持稳中有增态势, 国际业务将受益于“一带一路”的推进和全面布局的厚积薄发。维持谨慎买入评级, 目标价 6.60 元, 对应于 2017 年 25 倍市盈率。

支撑评级的要点

- **持续受益于特高压建设的输变电设备绝对龙头:** 公司是目前国内最具规模、成套能力最强的高压、超高压、特高压交直流输电设备的制造企业。截至 2016 年末, 公司在手订单总额为 218.39 亿元, 相比于 2015 年末的 167.49 亿元有 30% 的增长, 我们认为随着未来国内特高压线路审批和招标的继续, 公司国内输变电设备业务将保持稳中有升态势, 是公司总体业绩的主要支撑点。
- **“一带一路”东风已起, 国际业务有望放量:** 公司布局海外市场较早, 业务足迹遍及非洲、中亚、东南亚等地区, 并已在印度尼西亚、埃及等国家设立制造基地, 且从 2013 年起就引入国际巨头 GE 为第二大股东, 与之建立了深度合作关系。目前公司海外收入占比约为 10%, 我们认为未来公司将借“一带一路”良机, 与国家电网等其他参与海外市场的大型企业共同拓展市场, 更有效地发挥海外制造基地的支点作用, 带动公司更多的产品、工程和服务走出去, 有力推动海外业务放量增长。

评级面临的主要风险

- 特高压建设和招标不达预期; 海外市场推进不达预期。

估值

- 预计公司 2017-2019 年可分别实现归母净利润 13.39 亿元、15.48 亿元和 17.67 亿元, 每股收益分别为 0.26 元、0.30 元和 0.34 元; 维持谨慎买入评级, 目标价 6.60 元, 对应于 2017 年 25 倍市盈率。

投资摘要

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	13,337	14,174	15,106	16,469	17,906
变动(%)	(5)	6	7	9	9
净利润(人民币 百万)	917	1,135	1,339	1,548	1,767
全面摊薄每股收益(人民币)	0.176	0.220	0.261	0.302	0.345
变动(%)	32.1	24.8	18.7	15.6	14.1
市场预期每股收益(人民币)			0.259	0.298	0.340
原先预测摊薄每股收益(人民币)			0.257	0.288	0.331
调整幅度(%)			1.6	4.9	4.2
全面摊薄市盈率(倍)	32.0	25.6	21.6	18.7	16.4
价格/每股现金流量(倍)	9.2	42.9	15.6	11.9	23.0
每股现金流量(人民币)	0.62	0.13	0.36	0.47	0.24
企业价值/息税折旧前利润(倍)	12.7	10.9	9.0	7.5	6.7
每股股息(人民币)	0.140	0.100	0.174	0.201	0.230
股息率(%)	2.5	1.8	3.1	3.6	4.1

资料来源: 公司数据及中银证券预测

目录

业绩稳步提升的输变电设备绝对龙头	4
输变电设备行业的唯一央企	4
输变电成套设备的绝对龙头	5
主营业务稳定，盈利能力增强	6
持续受益于特高压工程建设.....	9
特高压建设硕果累累、前景广阔	9
创新驱动，技术领先，持续受益	10
一带一路破瓶颈，海外市场迎收获.....	14
一带一路风正起，能源合作破瓶颈	14
海外布局多时，合作成果不断	16
兼具天时地利人和，收获在望	17
盈利预测与估值	18
盈利预测	18
相对估值	18
投资建议	18
风险提示.....	19
研究报告中所提及的有关上市公司.....	21

图表目录

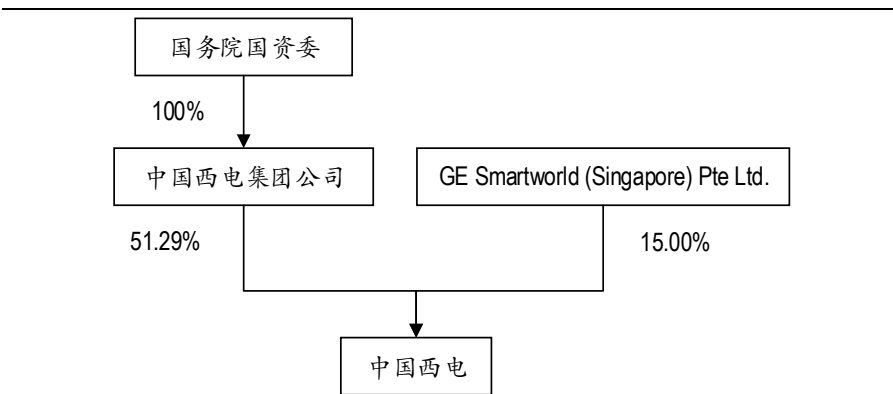
股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 公司股权结构（截至 2017 年一季报）.....	4
图表 2. 央企名录.....	5
图表 3. 公司业务板块基本囊括交、直流一次设备.....	6
图表 4. 公司各业务营收占比.....	6
图表 5. 公司近五年营收及归母净利润情况.....	7
图表 6. 公司历年毛利率、净利率情况.....	7
图表 7. 公司历年期末在手订单.....	8
图表 8. 国内特高压交流线路建设情况.....	9
图表 9. 国内特高压直流线路建设情况.....	10
图表 10. 公司创新产品应用.....	10
图表 11. 特高压 GIS 市场份额.....	11
图表 12. 特高压电力变压器市场份额.....	11
图表 13. 特高压电抗器市场份额.....	11
图表 14. 特高压换流变市场份额.....	12
图表 15. 特高压换流阀市场份额.....	12
图表 16. 交直流特高压线路部分典型设备订单量测算（亿元）.....	13
图表 17. 近年我国电力工业总投资额.....	14
图表 18. 一带一路沿线国家示意图.....	15
图表 19. “一带一路”沿线国家电力项目签约金额前 10 的国家.....	15
图表 20. 输变电设备行业部分上市公司国际业务收入占比(%).....	16
图表 21. 电网企业海外合作项目.....	17
图表 22. 金融机构助力措施.....	17
图表 23. 可比上市公司估值比较.....	18
损益表(人民币 百万).....	20
资产负债表(人民币 百万).....	20
现金流量表(人民币 百万).....	20
主要比率 (%).....	20

业绩稳步提升的输变电设备绝对龙头

输变电设备行业的唯一央企

输变电装备制造业领头羊。中国西电电气股份有限公司（以下简称“公司”或“中国西电”）作为目前国内最具规模、成套能力最强的高压、超高压、特高压交直流输变电设备和其他电工产品的研发、生产制造基地，已发展成为我国输变电设备领域产品电压等级最高、产品品种最多、成套性最好、自主开发能力最强、测试技术和制造水平最先进的集团企业，成为我国高压、特高压输变电装备制造业的领导者。

图表 1. 公司股权结构（截至 2017 年一季报）



资料来源：公司公告，中银证券

输变电装备的唯一央企。公司股权结构清晰，控股股东为中国西电集团公司，持股 51.29%，股权集中程度高，决策层面阻力小。中国西电集团由国务院国资委 100%控股，是输变电设备制造行业的唯一央企（哈尔滨电气与东方电气主营业务为发电设备），常年处于中国机械工业和电气企业百强前列。

图表 2. 央企名录

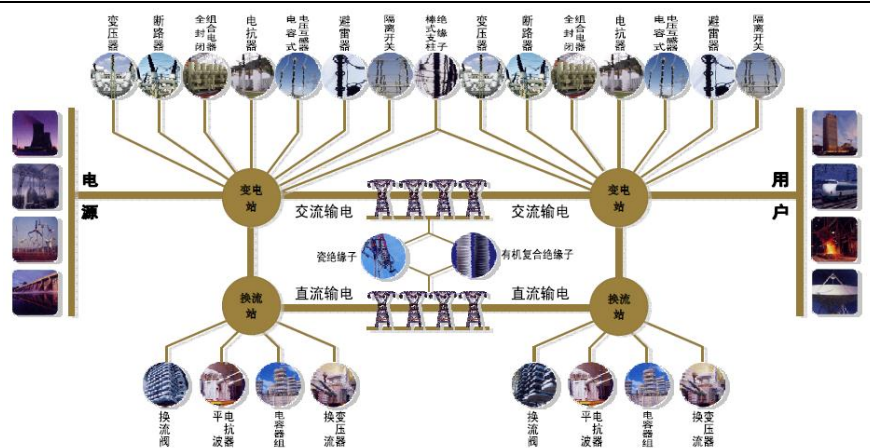
行业	公司名称	行业	公司名称	行业	公司名称
核电	中国核工业集团公司	冶金有色	鞍钢集团公司	化工	中国化工集团公司
	中国核工业建设集团公司		中国宝武钢铁集团有限公司		中国化学工程集团公司
	中国广核集团有限公司		中国铝业公司		中国轻工集团公司
	中国航天科技集团公司		中国中钢集团公司		中国工艺(集团)公司
	中国航天科工集团公司		中国五矿集团公司		中国中化集团公司
	中国航空工业集团公司		中国钢研科技集团有限公司		中国盐业总公司
	中国航空发动机集团有限公司		中国建材集团有限公司		中国中车集团公司
	中国航空集团公司		中国有色矿业集团有限公司		中国铁路通信信号集团公司
	中国东方航空集团公司		北京有色金属研究总院		中国铁路工程总公司
	中国南方航空集团公司		北京矿冶研究总院		中国铁道建筑总公司
航空航天	中国民航信息集团公司	中国黄金集团公司	交通	中国交通建设集团有限公司	
	中国航空油料集团公司	中国冶金地质总局		中国铁路物资(集团)总公司	
	中国航空器材集团公司	中国煤炭地质总局		中国医药集团总公司	
	中国商用飞机有限责任公司	新兴际华集团有限公司		中国华录集团有限公司	
	船舶	中国船舶工业集团公司		中国远洋海运集团有限公司	中国第一汽车集团公司
		中国船舶重工集团公司		华侨城集团公司	东风汽车公司
		中国兵器工业集团公司		中粮集团有限公司	中国第一重型机械集团公司
	兵器	中国兵器装备集团公司		中国通用技术(集团)控股有	中国机械工业集团有限公司
				限责任公司	机械科学研究总院
	电子	中国电子科技集团公司		中国诚通控股集团有限公司	哈尔滨电气集团公司
中国电子信息产业集团有限公司		南光(集团)有限公司	中国东方电气集团有限公司		
中国石油天然气集团公司		中国建筑工程总公司	中国西电集团公司		
石油石化	中国石油化工集团公司	中国建筑科学研究院	中国国际工程咨询公司		
	中国海洋石油总公司	中国保利集团公司	中国国际技术智力合作公司		
	国家电网公司	中国建筑设计研究院	招商局集团有限公司		
	中国南方电网有限责任公司	中国电力建设集团有限公司	华润(集团)有限公司		
	中国华能集团公司	中国能源建设集团有限公司	中国旅游集团公司[香港中旅(集团)有限公司]		
电力	中国大唐集团公司	中国储备粮管理总公司	中国电信集团公司		
	中国华电集团公司	中国农业发展集团有限公司	中国联合网络通信集团有限公司		
	中国国电集团公司	中国中丝集团公司	中国移动通信集团公司		
	国家电力投资集团公司	中国林业集团公司	中国普天信息产业集团公司		
	中国长江三峡集团公司	中国节能环保集团公司	电信科学技术研究院		
煤炭	神华集团有限责任公司	中国国新控股有限责任公司	上海诺基亚贝尔股份有限公司		
	中国中煤能源集团有限公司	国家开发投资公司	武汉邮电科学研究院		
	中国煤炭科工集团有限公司				

资料来源: 国资委, 中银证券

输变电成套设备的绝对龙头

业务覆盖广, 交直流并进。公司产品基本涵盖交直流电网的一次设备, 主要包括开关板块(交直流断路器、GIS、隔离开关等)、变压器板块(交流变压器、电抗器、直流换流变、平波电抗器等)、电力电容器板块(电力电容器、电容式电压互感器等)、绝缘子避雷器板块(绝缘子、避雷器等)、电力电子、整流装置板块(换流阀等)、试验检测板块等。公司凭借其齐全的产品种类与强大的成套能力, 交直流并进, 已经成为目前我国输变电成套设备的绝对龙头企业。

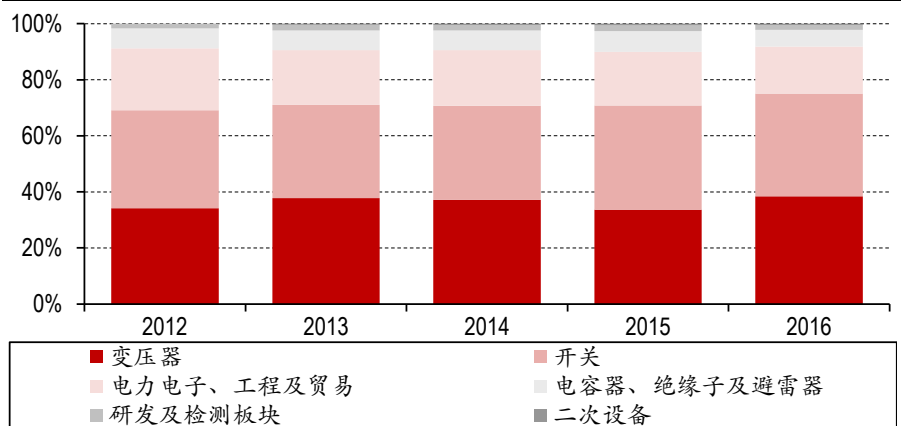
图表 3. 公司业务板块基本囊括交、直流一次设备



资料来源：招股说明书，中银证券

携手 GE 拓展二次设备。2013 年公司向 GE Smallworld (Singapore) Pte Ltd. 定向发行 7.69 亿股，GE 获得公司 15% 股权，成为第二大股东。同时，公司出资 3.72 亿元与 GE 设立合资公司，GE 将向该子公司转让二次设备有关技术，并成为中国西电以及通用电气在中国唯一的二次设备产品生产平台。在一二次设备融合的背景下，公司与 GE 的合作，将扩展公司的业务板块，增强公司在二次设备上的能力，进一步提升公司的设备成套能力。

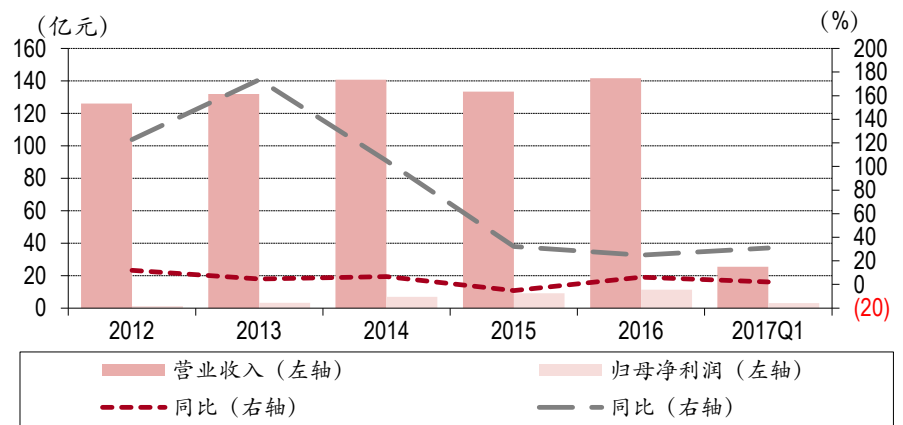
图表 4. 公司各业务营收占比



资料来源：公司公告，中银证券

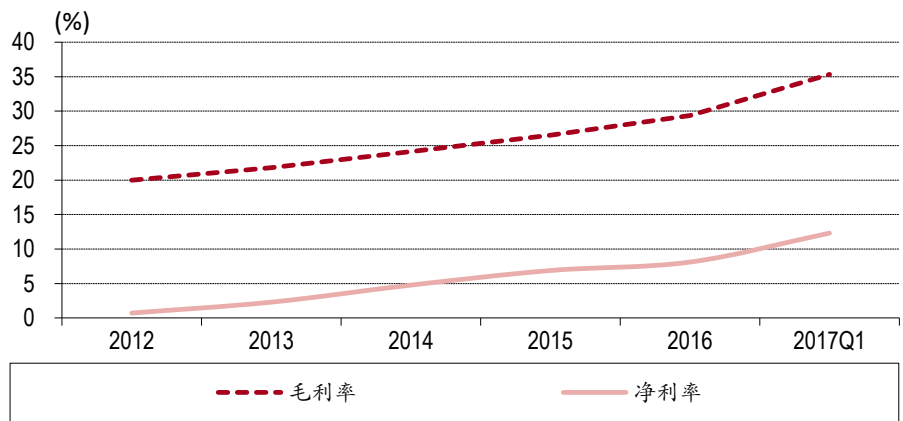
主营业务稳定，盈利能力增强

营业收入趋于稳定，归母净利润稳步增长。公司主营产品是 110kV 及以上电压等级的高压开关、变压器、电抗器、电力电容器、互感器、直流输电换流阀等，近年来营收净利均保持稳中有升态势。其中营业收入增速趋缓，2016 年公司实现营业收入 141.74 亿元，同比增长 6.27%；2017 年第一季度实现营业收入 25.43 亿元，同比增长 2.14%。受益于近年特高压项目的批量建设，以及公司提质增效的深入开展，公司在份额保持稳定的情况下实现净利润的快速增长。2016 年实现归母净利润 11.28 亿元，同比增长 24.77%；2017 年第一季度实现归母净利润 3.04 亿元，同比增长 30.92%。

图表 5. 公司近五年营收及归母净利润情况


资料来源：公司公告，中银证券

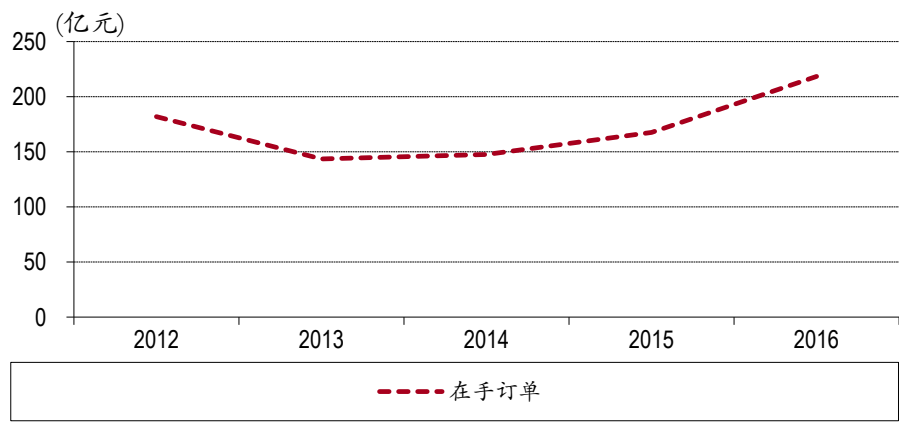
盈利能力显著增强。由于特高压业务对产品性能要求高于价格要求，技术门槛很高，竞争格局稳定，企业议价能力高，保证了毛利率的高位稳定。随着特高压业务占比的提升，以及公司提质增效的深入开展，公司的净利率和毛利率逐年上升。2016 年实现 29.37% 的毛利率，净利率为 8.11%；2017 年第一季度实现毛利率为 35.32%，净利率为 12.31%，公司的盈利能力得到显著增强。

图表 6. 公司历年毛利率、净利率情况


资料来源：公司公告，中银证券

在手订单充足，保障未来业绩。2016 年度公司期初在手订单 167.49 亿元，期末在手订单 218.39 亿元，其中，国网招标口径下，开关产品新增订单 28.91 亿元，变压器产品新增订单 44.43 亿元，在手订单充足，充分保证公司未来业绩。

图表 7. 公司历年期末在手订单



资料来源：公司公告，中银证券

持续受益于特高压工程建设

特高压建设硕果累累、前景广阔

我国特高压建设成绩显著。自2009年第一条交流特高压(晋东南-南阳-荆门)、2010年第一条直流特高压(±800kV向家坝-上海)投运以来,我国特高压建设成绩显著,在相关领域取得了长足的发展,目前我国在运行、在建、已核准待建设的特高压线路共21条,其中特高压交流线路7条,特高压直流线路13条(7交14直)。除“云南-广州”、“糯扎渡-广东”和“丽江-深圳”特高压直流线路位于南网范围内,其他线路均位于国网范围内。

高标准严要求,塑造了一批优势企业。由于特高压工程是技术密集、资金密集型项目,且特高压工程对设备可靠性要求极高,因此我国特高压工程在规划建设之初即确定了“电网企业牵头+核心技术攻关”的合作模式,在十余年的研究、应用、推广过程中,核心细分领域的技术壁垒已经形成,成功塑造了一批以中国西电、平高电气、特变电工等为代表的优势企业。

“强直弱交”趋势短期内或将持续。目前我国特高压直流建设速度快于特高压交流建设,特高压电网“强直弱交”特征明显。自2014年以来,共有8条直流特高压项目获得核准,同期仅有4条交流项目获得核准。且从2015年下半年开始,没有一条特高压交流线路获得核准,审批速度明显放慢。我们认为,特高压交流工程审核的放缓,主要原因在于行业内仍存在关于跨区交流线路对于电网安全影响的争论。因此出于谨慎的原则,跨区交流线路建设短期内或难以加速。我们认为交流方面,下半年山东环网部分线路(潍坊-临沂-枣庄-菏泽-石家庄)获批概率较大,同时不排除跨区线路“改短”,即部分区间先行建设的可能性。直流线路方面,出于水电和新能源发电消纳的需求,我们预计审批和建设进度将保持稳定,陕北-武汉线路有望年内核准。

特高压仍将是未来建设重点。尽管跨区特高压交流工程存在争论,但是从长期来看,考虑到特高压直流线路一旦闭锁给弱受端电网带来的冲击和安全隐患,国网大概率仍将继续推进“强交强直”的建设。据国网规划,“十三五”期间,电网总投资2.7万亿元,将国家电网优化为西部(西北+川渝藏)、东部(“三华”+东北三省+内蒙古)两个特高压同步电网,形成送、受端结构清晰,交、直流协调发展的格局。据国网发展策划部信息,“十三五”特高压规划将分三批次建设:第一批为“五交八直”工程,计划于2018-2019年建成投产;第二批为“四交两直”工程,计划于2019-2020年建成投产;第三批为“三交一直”工程,计划于2020年前开工建设。

图表 8. 国内特高压交流线路建设情况

工程名称	核准时间	投运时间	线路长度/km	总投资/亿元	目前进度
晋东南-南阳-荆门特高压交流	2006-08	2009-01	1×654	58.57	建成投运
淮南-浙北-上海特高压交流	2011-09	2013-09	2×649	196.71	建成投运
浙北-福州特高压交流	2013-03	2014-12	2×603	188.7	建成投运
淮南-南京-上海特高压交流	2014-04	2016-12	2×779.5	268	建成投运
锡盟-济南特高压交流	2014-07	2016-07	2×730	172.12	建成投运
蒙西-天津南特高压交流	2015-01	2016-11	2×608	175	建成投运
榆横-潍坊特高压交流	2015-05	计划 2017 年	2×1049	241.8	在建
蒙西-长沙特高压交流	计划 2016 年	计划 十三五	2×2069	476	待核准
张北-南昌特高压交流	计划 2016 年	计划 十三五	2×1772.5		待核准
潍坊-临沂-枣庄-菏泽-石家庄特高压交流	计划 2016 年	计划 十三五			待核准
南京-徐州-连云港-泰州特高压交流	计划 2016 年	计划 十三五			待核准
雅安-武汉特高压交流	计划 2016 年	计划 十三五			待核准

资料来源:北极星电力网,中银证券

图表 9. 国内特高压直流线路建设情况

工程名称	核准时间	投运时间	线路长度/km	总投资/亿元	目前进度
云南-广州特高压直流	2006-12	2010-06	1,373	137	建成投运
向家坝-上海特高压直流	2008-12	2010-07	1,907	233	建成投运
锦屏-苏南特高压直流	2008-11	2012-12	2,100	220	建成投运
糯扎渡-广东特高压直流	2011-12	2013-09	1,451	187	建成投运
哈密-郑州特高压直流	2012-05	2014-01	2,210	234	建成投运
溪洛渡-浙西特高压直流	2012-08	2014-07	1,700	239	建成投运
宁东-浙江特高压直流	2014-08	2016-08	1,720	237	建成投运
酒泉-湖南特高压直流	2015-06	2017-06	2,386	262	建成投运
山西-江苏特高压直流	2015-06	2017-07	1,112	162	建成投运
锡盟-泰州特高压直流	2015-10	计划 2017 年	1,620	245	在建
内蒙上海庙-山东特高压直流	2015-12	计划 2017 年	1,230.4	221	在建
丽江-深圳特高压直流	2016-02	计划 2018 年	1,959	170	在建
扎鲁特—青州特高压直流	2016-02	计划 2018 年	1,200	221	在建
昌吉—古泉特高压直流	2016-01	计划 2018 年	3,324	407	在建
陕北—武汉特高压直流	计划 2017 年	计划 2019 年			待核准
准东—成都特高压直流	计划 2018 年	计划 十三五			待核准
雅中—江西特高压直流	计划 2018 年	计划 十三五	1,700	317	待核准
乌东德—广东广西特高压直流	计划 2017 年	计划 2020 年	1,500		待核准
金沙江上游—吉安特高压直流	计划 2017 年	计划 2019 年	1,800		可研状态
陕北—南昌特高压直流	计划 2018 年	计划 十三五			可研状态

资料来源：北极星电力网，中银证券

创新驱动，技术领先，持续受益

创新驱动内生发展。公司建立了灵活高效的科技创新体系，拥有多个国家级企业技术中心、政府级研究机构和国家检测中心，自主创新能力处于国内先进水平，具备提供 1000kV 和 $\pm 1100\text{kV}$ 及以下交直流成套装备， $\pm 1100\text{kV}$ 及以下直流输电工程系统研究与成套设计能力，拥有一批超特高压输变电成套装备核心技术。目前，公司创新研发产品已有多项应用于实际工程，填补了我国特高压装备技术的空白。

图表 10. 公司创新产品应用

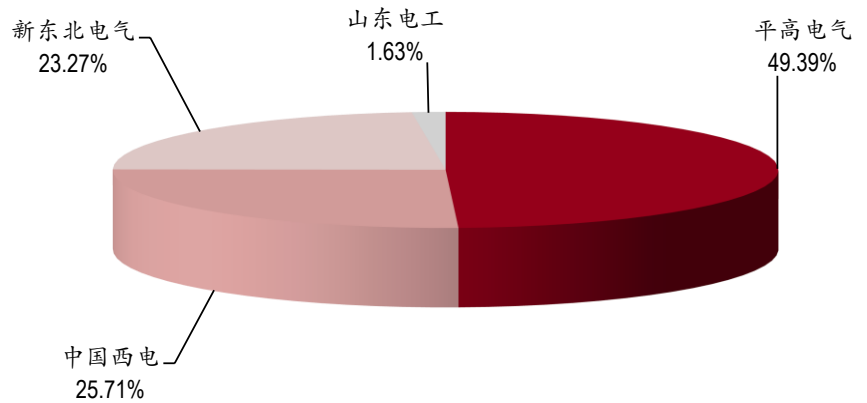
产品名称	应用线路	意义
ZGW2—816	上海庙-山东	世界首台大容量隔离开关
高端换流变压器	上海庙-山东	世界上电压等级最高的换流变
1000kV 变压器	蒙西-天津南	填补世界特高压交流输变电设备制造的空白
ZZLW2-100	晋北-南京	特高压直流输电工程直流转换开关的首次国产化应用
换流变压器	锡盟-泰州	国内首台容量最大、网侧电压等级最高的特高压换流变压器
特高压柔性直流输电换流阀	-	世界上电压等级最高、容量最大的特高压柔性直流输电换流阀
充气式直流穿墙套管	-	打破国外垄断

资料来源：公司官网，中银证券

特高压设备龙头，多次斩获大单。公司业务囊括特高压交直流项目的一次设备，依靠强大的科技创新能力与产品质量，公司在特高压线路招标中屡获大单，主要集中在开关类、变压器类、换流阀类等设备。

高压开关是电力系统中重要的控制和保护设备，可以根据电网运行的需要将一部分电力设备或线路投入或切除，保障电网中无故障部分正常运行。公司目前高压开关产品包括交直流断路器、GIS和隔离开关。其中，特高压GIS是指气体绝缘金属封闭开关设备，包括断路器、隔离开关、接地开关、互感器、避雷器和连接母线等设备，又称为封闭式组合电器，是特高压输电工程中重要的开关设备。GIS产品由于技术壁垒极高，目前国内仅有公司、平高电气、新东北电气和山东电工具备供货能力。在近几年的特高压GIS招标中，公司的中标份额约为25%，仅次于平高电气。

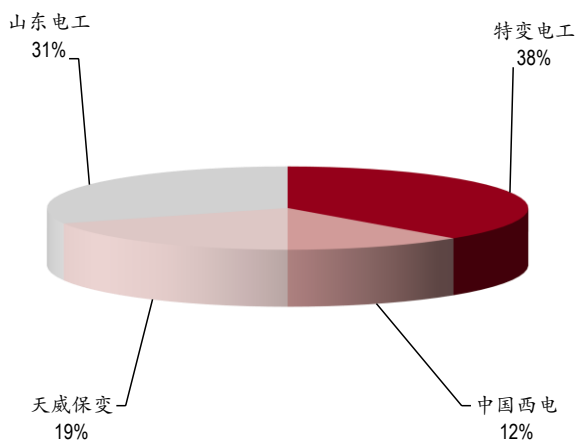
图表 11. 特高压 GIS 市场份额



资料来源：国网电子商务平台，中银证券

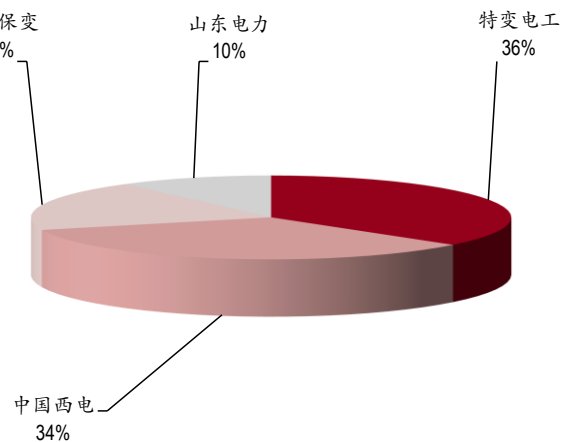
变压器是电力系统中最重要输变电基础设施，在特高压交流系统中一般包括电力变压器、电抗器，在特高压直流系统中一般包括换流变压器、平波电抗器。公司能够覆盖特高压交直流系统中所有变压器产品。目前特高压变压器设备的份额主要由特变电工、中国西电、天威保变和山东电工四家厂商占据。中国西电在电力变压器、电抗器和换流变压器的近年特高压招标中，份额分别约为12%、34%和28%。

图表 12. 特高压电力变压器市场份额



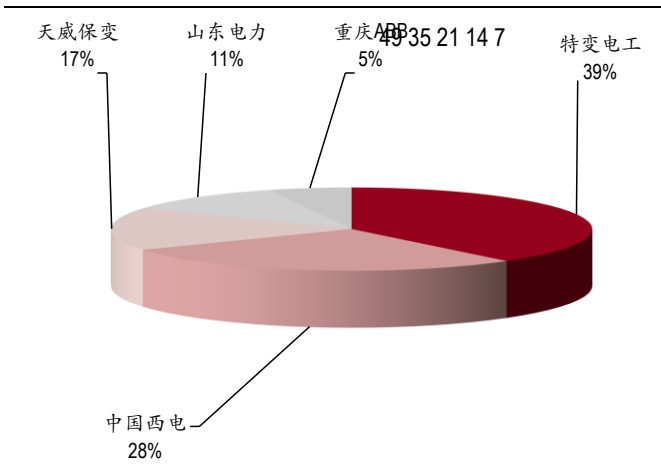
资料来源：国网电子商务平台，中银证券

图表 13. 特高压电抗器市场份额



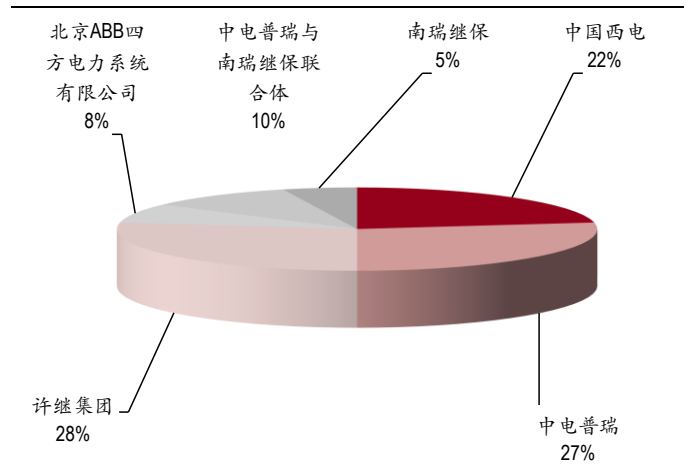
资料来源：国网电子商务平台，中银证券

图表 14. 特高压换流变市场份额



资料来源：国网电子商务平台，中银证券

图表 15. 特高压换流阀市场份额



资料来源：国网电子商务平台，中银证券

换流阀是直流输电线路换流站中的核心设备，其主要功能是进行交直流转换。从2005年起，国内直流输电工程所使用的直流输电换流阀均由国内企业独立承建。公司是我国最早从事高压直流输电换流阀生产的制造企业，已参与多条特高压直流输电线路建设，所生产的换流阀已成功运行在多条线路中，市场份额约为22%。此外，公司积极投入研发柔性直流换流阀，抢占技术高点，并成功研制出目前世界上电压等级最高、容量最大的特高压柔性直流输电换流阀（±800kV/5000MW）。

订单体量显著受益于特高压建设。依据国网公司特高压变电站/换流站典型设计，1座1000kV变电站的设备需求为：2组3000MVA主变压器（7台单相1000MVA变压器，其中1台为备用）、2组960Mvar高压电抗器（9台240Mvar电抗器，其中1台备用）、2组1000kV GIS完整串+2组1000kV GIS不完整串（10间隔GIS，其中完整串含3间隔GIS，不完整串含2间隔GIS）等设备；1座±800kV换流站的设备需求为：高端低端4个阀厅（24组二重阀，12组为一套进行招标）、高低端换流变28台（高端14台，低端14台，其中4台备用）等设备。根据我们的测算，在典型的中标价和公司现有的中标率下，同时考虑以上站内主要设备及其他辅助设备（避雷器、电容器、互感器、直流平波电抗器等），一条特高压交流线路预计将为公司的主要业务板块带来约16亿元订单（不含税），一条±800kV特高压直流线路预计将为公司的主要业务板块带来18-20亿元订单（不含税）。

图表 16. 交直流特高压线路部分典型设备订单量测算 (亿元)

特高压交流输电工程 (一般 4 座变电站)		
电力变压器	需求数量	28
	单价	0.38
	公司份额	20%
	预计订单	2.13
电抗器	需求数量	36
	单价	0.18
	公司份额	40%
	预计订单	2.59
GIS	需求数量	40
	单价	0.80
	公司份额	25%
	预计订单	8.00
小计		12.72
特高压直流输电工程 (一般 2 座换流站)		
换流变压器 (高端)	需求数量	28
	单价	0.70
	公司份额	25%
	预计订单	4.90
换流变压器 (低端)	需求数量	28
	单价	0.40
	公司份额	25%
	预计订单	2.80
换流阀	需求数量	4
	单价	4.80
	公司份额	30%
	预计订单	5.76
小计		13.46
合计		26.18

资料来源: 国家电网工程造价手册, 中银证券

一带一路破瓶颈，海外市场迎收获

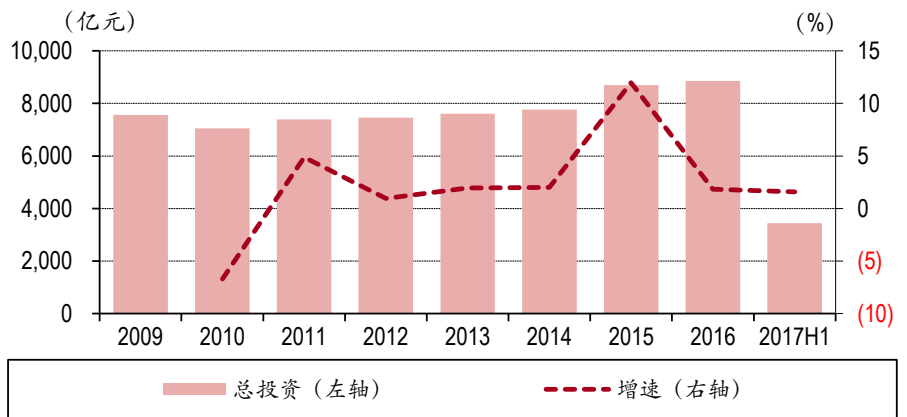
一带一路风正起，能源合作破瓶颈

一带一路已被提升至国家高度。自2013年“丝绸之路经济带”和“21世纪海上丝绸之路”两个重大倡议提出以来，“一带一路”即获得了国家领导人层面的强力推动。2014年12月，中央经济工作会议首次明确提出重点实施“一带一路”等经济发展方面的三大战略，标志着“一带一路”倡议已被提升至国家高度。

峰会召开，再度升级。2017年5月14日至15日，“一带一路”国际合作高峰论坛在京举办。习近平主席出席论坛开幕式并发表主旨演讲，习主席在演讲中提出，中国承诺向丝路基金新增资金1,000亿人民币，国开行、进出口银行分别提供2,500亿和1,300亿等值人民币专项贷款用于“一带一路”合作，在未来3年内向参与“一带一路”建设的发展中国家和国际组织提供600亿元人民币援助；“一带一路”重点面向亚欧非大陆，同时面向全球。高峰论坛期间及前夕，共形成了76大项、270多项有代表性的成果，可谓硕果累累。

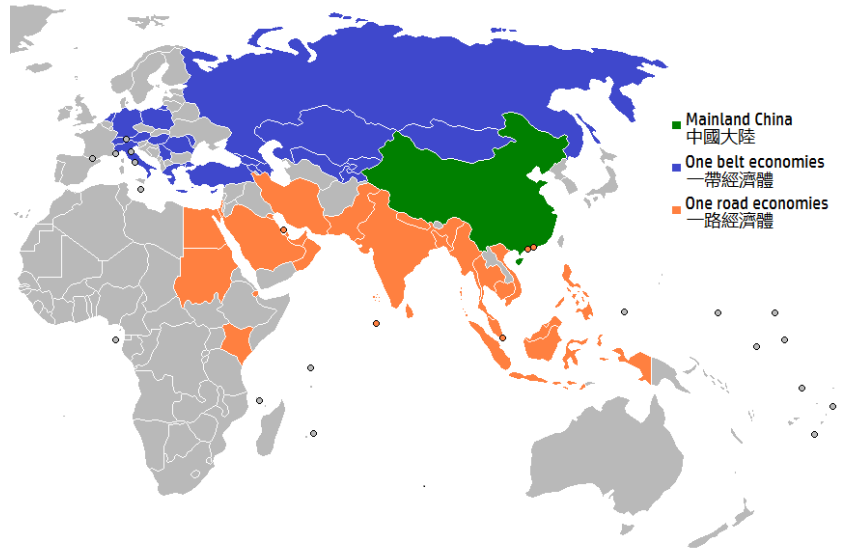
我国电力工业投资或存在天花板。自2011年以来，我国电力工业投资变化趋势基本表现平稳，据国家能源局公布的数据，2016年全国电力工业投资额达到8,855亿元，同比增长1.85%；2017年上半年电力投资3,444亿元，同比增长1.59%。考虑到电力供需形势宽松及的影响，以及大规模电网建设改造接近尾声，我们预计，在“十三五”期间的配电网改造和特高压建设滞后，我国电力工业投资的增速将难以为继，甚至可能出现增长停滞和下滑，市场增量有限，存在瓶颈。

图表 17. 近年我国电力工业总投资额



资料来源：国家能源局，中银证券

一带一路沿线国家电力系统亟待升级，需求广阔。“一带一路”贯通中亚、东南亚、南亚、西亚乃至欧洲部分区域，东牵亚太经济圈，西系欧洲经济圈，根据《“一带一路”沿线国家工业化进程报告》，“一带一路”65个沿线国家中有44个国家的工业化水平低于中国。尽管工业化过程中用电需求持续增长，但沿线大部分国家电力基础设施建设远滞后于需求，存在发电装机容量不足、电网线损率高等问题，用电高峰期电力出现缺口、大规模停电等现象时有发生。

图表 18. 一带一路沿线国家示意图


资料来源：公开资料，中银证券

以印度尼西亚为例，印度尼西亚是“一带一路”沿线国家，近些年 GDP 以 5% 左右的速度增长，经济发展迅速。印尼是世界第四大人口大国，但装机容量仅有 55.5GW (2015 年)，电力需求存在巨大缺口。按照印尼 2016-2025 年的电力规划 (RUTPL)，印尼未来 10 年内将新增装机 80.54GW，年均增加 8GW 以上，预计总投资约 1,537 亿美元。由此带动的电力设备投资，市场空间广阔。

电力企业“走出去”，能源合作破瓶颈。根据中国机电产品进出口商会统计，2006-2015 年，中国企业海外电力项目累计签约合同额约 2,802 亿美元，从 2006 年的 63 亿美元增长到 2015 年的 370 亿美元，年均增长 21.7%。其中，“十二五”期间，海外电力项目签约合同额累计达到 1716 亿美元，较“十一五”期间增长了 58%。其中中国企业在“一带一路”沿线国家累计签署电力项目合同额约 1,825 亿美元，占全部海外电力项目签约额的 65%。

图表 19. “一带一路”沿线国家电力项目签约金额前 10 的国家

国家	项目数	合同额 (亿美元)	占比 (%)
印度	137	463.5	25.4
巴基斯坦	75	236.4	13.0
印度尼西亚	82	186.4	10.2
越南	88	139.4	7.6
老挝	62	114.3	6.3
土耳其	95	89.4	4.9
伊朗	30	84.3	4.6
菲律宾	58	68.0	3.7
沙特阿拉伯	18	58.2	3.2
孟加拉国	43	41.1	2.3

资料来源：中国机电产品进出口商会，中银证券

海外布局多时，合作成果不断

牵手 GE，打开国外市场。2013 年公司完成向 GE Smallworld (Singapore) Pte Ltd. 的定向增发，GE 获得公司 15% 股权，成为第二大股东。通过牵手 GE，公司不仅可以在二次控制保护设备研发和制造上与 GE 开展合作，使一次设备技术和二次自动化及控制保护技术高度融合，促进公司集成成套能力的提高；同时还可以充分利用 GE 的全球化营销资源和销售渠道，将公司具有优势的一次设备推向国际市场，开拓欧美等经济发达国家市场。

设立海外制造基地，布局全面。中国西电涉足海外市场以来，为全球 50 多个国家和地区提供了电力产品和服务。到目前为止覆盖国家和地区已达 49 个（不含 GE 主导区域），驻海外机构已达 41 个。在马来西亚、埃及、印度尼西亚、俄罗斯投资或合作生产设立了 4 家海外输变电设备制造基地，并通过制造基地辐射带动周边市场。2017 年 3 月 15 日，公司与印尼 CCM 公司合资建设的西电斯科印尼有限公司开业投产，成为目前印尼及东南亚最大的变压器制造厂，可以有效辐射整个东南亚市场。全面的布局为公司国际业务的发展奠定了较好的基础，近年来，公司海外业务的收入占比基本保持在 10% 左右，在行业可比公司中排名靠前。

图表 20. 输变电设备行业部分上市公司国际业务收入占比(%)

公司	2012	2013	2014	2015	2016
特变电工	14.42	13.24	17.66	21.56	15.38
中国西电	13.39	9.32	10.92	10.70	9.71
保变电气	12.83	11.44	8.25	2.83	2.16
思源电气	3.45	1.90	3.70	6.55	9.37
许继电气	0.41	0.25	0.12	0.03	0.01

资料来源：万得，中银证券

2016 年 3 月，公司与英国国家电网公司签订了 6 年（3+3 模式）《变电站一次设备的供货及安装的框架协议》，成为目前中国唯一一家正式通过英国国家电网的产品技术型式注册的输变电设备供应商，为公司打开欧美高端市场奠定了良好基础。

借船出海，电网企业海外布局带动设备出口。国家电网公司从 2004 年开始开启国际化战略，从 2007 年起开始布局海外资产，目前已投资运营菲律宾、巴西、葡萄牙、澳大利亚等 7 个国家和地区的骨干电网，并收购巴西最大配网公司 CPFL 股权和希腊国家电网公司股权等。南方电网公司依托地缘优势，积极与东南亚国家开展合作，共同建设、运营电力基础设施项目。电网企业的海外布局，必然产生电力设备采购需求，而国内电力设备企业将在招投标中具有得天独厚的优势。公司作为国内成套设备龙头企业，电网公司的海外布局将极大促进设备出口。其中，公司分别于 2016 年和 2017 年中标巴西美丽山项目 28 台换流变、巴基斯坦默蒂亚里—拉合尔项目 28 台换流变订单。更重要的是，海外项目可以作为公司产品绝佳的展示平台，大大提高公司在海外的知名度和品牌影响力。

图表 21. 电网企业海外合作项目

国家	项目
埃塞俄比亚	GDHA500kV 输变电项目
埃塞俄比亚	首都轻轨配套输变电项目
埃及	EETC500kV 国家主干网升级项目
巴西	美丽山二期±800kV 直流送出项目
土耳其	凡城背靠背换流站项目
巴基斯坦	默蒂亚里-拉合尔直流输电项目
埃塞俄比亚	埃塞俄比亚-肯尼亚±500kV 直流输电项目
老挝	南塔河 1 号水电站
老挝	北部电网 EPC 项目
越南	永新燃煤电厂一期
缅甸	110kV 中国劲龙-缅甸掸邦东部第四特区景仰输变电工程

资料来源：国家电网，南方电网，中银证券

兼具天时地利人和，收获在望

天时：“一带一路”建设获多方支持。“一带一路”自提出以来，在领导层的推动下，受到国际社会的高度重视，得到沿途各国的广泛支持。此外，多边机构、政策性银行、丝路基金等多方面金融机构与投资主体纷纷参与到项目建设的融资过程中，以实际行动支持着“一带一路”推进。

图表 22. 金融机构助力措施

机构	推动措施
亚投行	累计发放 17.3 亿美元的贷款以支持 7 个国家（巴基斯坦、孟加拉国、塔吉克斯坦、印度尼西亚、缅甸、阿塞拜疆和阿曼）的 9 个基础设施项目。
世界银行	与亚投行在内的国际金融机构、各国政府以及民营企业共同开展合作。
国开行	累计发放贷款超过 1600 亿美元，余额超过 1100 亿美元；储备项目超过 500 个，相关资金需求达到 3500 亿美元。
进出口银行	支持“一带一路”项目 1200 多个，签约金额超过 7000 亿元人民币；“两优”贷款已支持近 1000 个装备制造进出口和走出去项目，贷款余额已超过 3000 亿元人民币，支持商务合同金额约 1350 亿美元。
丝路基金	已签约项目 15 个，承诺投资金额超过 60 亿美元，涉及项目总投资额超过 800 亿美元，主要投向能源项目。

资料来源：公开资料，中银证券

地利：总部设在陕西的唯一央企，充分利用丝路起点的天然优势。陕西作为丝绸之路经济带的新起点，是连通东西、辐射南北的重要枢纽，地理区位优势明显。作为总部设在陕西的唯一央企，中国西电有望以《推动共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的愿景与行动》为契机，借助在输变电设备制造行业的领先优势，通过产品、技术、品牌和资本走出去等方式，加强与“一带一路”沿线国家政府、企业开展多种方式的 project 合作。

人和：兵强马壮，出海正当时。海外输变电市场采购不同于国内，通常采用成套设备招标的形式，经过多年国内电网建设的磨练，中国西电已经成为目前国内最具规模、成套能力最强的高压、超高压、特高压交直流输变电设备和其他电工产品的研发、生产制造基地，承担着促进我国输变电装备制造技术进步和为国家重点工程项目提供关键设备的重任，也是我国输变电装备制造参与国际市场竞争的重要力量，兼具完善的项目管理体系和管理经验，拥有一定的技术和管理优势。可以认为，公司无论是在产品核心技术还是在管理方面都已具备大规模“走出去”的条件。

盈利预测与估值

盈利预测

国内输变电业务保持稳中有增：截至 2016 年末，公司在手订单总额为 218.39 亿元，相比于 2015 年末的 167.49 亿元有 30% 的增长，我们认为随着未来国内特高压线路审批和招标的继续，公司国内输变电设备业务将保持稳中有升态势，是公司总体业绩的主要支撑点。

海外市场开始进一步放量：2016 年公司实现海外收入 13.77 亿元，占公司总收入的比例接近 10%。预计未来公司将借“一带一路”倡议良机，主动对接其他参与海外市场的大型企业，共同拓展市场，并利用与 GE 的战略合作关系，更有效地发挥海外制造基地的支点作用，多拿优质订单，带动公司更多的产品走出去，海外市场有望开始进一步放量。

我们预计公司 2017-2019 年可实现营业收入 151.06 亿元、164.69 亿元和 179.06 亿元，归属于上市公司股东的净利润分别为 13.39 亿元、15.48 亿元和 17.67 亿元，增速分别为 18.7%、15.6% 和 14.1%，每股收益分别为 0.26 元、0.30 元和 0.35 元。

相对估值

根据最新收盘价，公司 2017-2019 年对应市盈率分别为 21.6 倍、18.7 倍和 16.4 倍。我们选取与公司具有相似电力设备业务的特变电工、国电南瑞、上海电气、平高电气和思源电气作为可比公司进行估值比较（未覆盖公司数据取万得一致预期），结果显示，公司的相对估值水平低于行业平均水平。

图表 23. 可比上市公司估值比较

证券简称	证券代码	最新股价(元)	总市值(亿元)	流通市值(亿元)	每股收益(元)			市盈率		
					2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E
特变电工	600089.CH	10.26	382	378	0.68	0.77	0.90	15.09	13.32	11.40
国电南瑞*	600406.CH	17.11	416	377	0.60	0.74	0.88	28.52	23.12	19.44
上海电气	601727.CH	7.95	831	783	0.15	0.17	0.17	51.96	48.18	45.69
平高电气	600312.CH	13.40	182	152	0.90	1.03	1.17	14.91	13.02	11.47
思源电气*	002028.CH	15.99	122	92	0.46	0.58	0.67	34.76	27.57	23.87
行业平均值								29.05	25.04	22.37
中国西电	601179.CH	5.64	289	289	0.22	0.26	0.30	25.64	21.61	18.68

资料来源：万得，中银证券（标星号为未覆盖公司）

投资建议

考虑公司是目前国内最具规模、成套能力最强的输变电设备制造商，将持续受益于国内以特高压为代表的电网工程建设，且公司布局国际市场较早，并与以 GE、国家电网等为代表的国内外巨头有持续的海外合作，我们认为公司未来国内业务将维持稳中有增态势，国际业务将受益于“一带一路”的推进和全面布局的厚积薄发，有望进一步放量。维持**谨慎买入**评级，目标价 6.60 元，对应于 2017 年 25 倍市盈率。

风险提示

特高压建设和招标不达预期：目前公司每年大部分的营业收入和利润仍来自国内特高压建设订单，若未来国内特高压建设和招标量不达预期，将对公司主业营收和利润产生负面影响。

海外市场推进不达预期：国际业务的推进将在一定程度上决定公司未来的业绩增速，若公司主要海外市场环境发生较大变化、我国出口政策产生较大变化或我国与这些国家或地区之间发生较大贸易争端等情况，可能对公司的海外业务产生冲击。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	13,337	14,174	15,106	16,469	17,906
销售成本	(9,742)	(10,016)	(10,660)	(11,575)	(12,665)
经营费用	(2,106)	(2,373)	(2,405)	(2,633)	(2,709)
息税折旧前利润	1,490	1,785	2,042	2,262	2,531
折旧及摊销	(601)	(681)	(719)	(742)	(766)
经营利润(息税前利润)	889	1,104	1,323	1,520	1,765
净利息收入/(费用)	(8)	(8)	17	45	46
其他收益/(损失)	214	210	200	214	208
税前利润	1,095	1,306	1,541	1,779	2,019
所得税	(179)	(164)	(194)	(222)	(242)
少数股东权益	(2)	6	8	9	10
净利润	917	1,135	1,339	1,548	1,767
核心净利润	932	1,144	1,347	1,557	1,775
每股收益(人民币)	0.176	0.220	0.261	0.302	0.345
核心每股收益(人民币)	0.182	0.223	0.263	0.304	0.346
每股股息(人民币)	0.140	0.100	0.174	0.201	0.230
收入增长(%)	(5)	6	7	9	9
息税前利润增长(%)	43	24	20	15	16
息税折旧前利润增长(%)	25	20	14	11	12
每股收益增长(%)	32	25	19	16	14
核心每股收益增长(%)	33	23	18	16	14

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	1,095	1,306	1,541	1,779	2,019
折旧与摊销	601	681	719	742	766
净利息费用	8	8	(17)	(45)	(46)
运营资本变动	1,217	(107)	2	30	231
税金	(194)	(165)	(194)	(222)	(242)
其他经营现金流	432	(1,048)	(197)	138	(1,473)
经营活动产生的现金流	3,159	674	1,854	2,422	1,255
购买固定资产净值	105	229	134	162	243
投资减少/增加	133	408	137	138	138
其他投资现金流	27	(1,130)	(264)	(327)	(485)
投资活动产生的现金流	265	(493)	7	(27)	(105)
净增权益	(718)	(513)	(892)	(1,031)	(1,176)
净增债务	(26)	141	(181)	(6)	(0)
支付股息	718	513	892	1,031	1,176
其他融资现金流	(362)	(655)	(894)	(986)	(1,131)
融资活动产生的现金流	(388)	(514)	(1,074)	(992)	(1,132)
现金变动	3,036	(333)	786	1,403	18
期初现金	8,219	10,284	9,936	10,722	12,125
公司自由现金流	3,424	181	1,860	2,395	1,150
权益自由现金流	3,406	330	1,662	2,345	1,103

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	10,284	9,936	10,722	12,125	12,143
应收帐款	8,652	8,926	9,538	10,326	11,570
库存	3,833	3,350	4,239	4,025	5,041
其他流动资产	557	1,174	578	1,266	834
流动资产总计	24,388	25,815	26,803	29,479	31,552
固定资产	5,318	5,522	4,972	4,417	3,915
无形资产	1,864	2,092	2,063	2,043	2,027
其他长期资产	722	791	579	517	449
长期资产总计	7,903	8,405	7,614	6,978	6,391
总资产	32,558	34,662	34,854	36,979	38,582
应付帐款	6,245	6,389	6,969	7,605	8,359
短期债务	287	403	200	200	200
其他流动负债	5,308	6,169	5,688	6,601	6,834
流动负债总计	11,840	12,961	12,857	14,405	15,393
长期借款	8	40	50	50	50
其他长期负债	1,418	1,560	1,415	1,464	1,480
股本	5,126	5,126	5,126	5,126	5,126
储备	13,372	13,846	14,293	14,810	15,401
股东权益	18,498	18,971	19,419	19,936	20,527
少数股东权益	857	1,107	1,114	1,123	1,133
总负债及权益	32,558	34,662	34,854	36,979	38,582
每股帐面价值(人民币)	3.61	3.70	3.79	3.89	4.00
每股有形资产(人民币)	3.25	3.29	3.39	3.49	3.61
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.95)	(1.85)	(2.04)	(2.32)	(2.32)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	11.2	12.6	13.5	13.7	14.1
息税前利润率(%)	6.7	7.8	8.8	9.2	9.9
税前利润率(%)	8.2	9.2	10.2	10.8	11.3
净利率(%)	6.9	8.0	8.9	9.4	9.9
流动性					
流动比率(倍)	2.1	2.0	2.1	2.0	2.0
利息覆盖率(倍)	109.7	135.7	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.7	1.7	1.8	1.8	1.7
估值					
市盈率(倍)	32.0	25.6	21.6	18.7	16.4
核心业务市盈率(倍)	31.0	25.3	21.5	18.6	16.3
目标价对应核心业务市盈率(倍)	36.3	29.6	25.1	21.7	19.1
市净率(倍)	1.6	1.5	1.5	1.4	1.4
价格/现金流(倍)	9.2	42.9	15.6	11.9	23.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	12.7	10.9	9.0	7.5	6.7
周转率					
存货周转天数	151.4	130.9	129.9	130.3	130.6
应收帐款周转天数	227.9	226.3	223.1	220.1	223.2
应付帐款周转天数	167.3	162.7	161.4	161.5	162.7
回报率					
股息支付率(%)	78.2	45.2	66.6	66.6	66.6
净资产收益率(%)	5.0	6.1	7.0	7.9	8.7
资产收益率(%)	2.3	2.9	3.3	3.7	4.1
已运用资本收益率(%)	1.2	1.4	1.6	1.8	2.0

资料来源: 公司数据及中银证券预测

研究报告中所提及的有关上市公司

特变电工(600089.CH/人民币 10.26, 买入)

国电南瑞(600406.CH/人民币 17.11, 未有评级)

上海电气(601727.CH/人民币 7.95, 谨慎买入)

平高电气(600312.CH/人民币 13.4, 谨慎买入)

思源电气(002028.CH/人民币 15.99, 未有评级)

以2017年7月25日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371