

## 强强联合，神华更上一层楼

■国内最大煤炭和电力企业出炉：经报国务院批准，中国国电集团公司与神华集团有限责任公司合并重组为国家能源投资集团有限责任公司。截至2017年6月底，国电集团资产总额超过8000亿元，神华集团资产总额超过1万亿元，合并后的国家能源投资集团总资产将超过1.8万亿元，成为国内最大的煤炭和电力企业。

■双方共同成立合资公司：中国神华将与国电电力(600795)共同成立合资公司，并注入两者的火电资产。其中神华将注入15家火电公司和3家联营公司的权益，而国电电力将注入19家火电公司和3家联营公司。合资公司的总装机容量将达66758MW。按双方出资标的的净资产估值来算，神华与国电的持股比例将为44%：56%。

■同业竞争得以缓解：首先，双方选择在双方资产区域重合度较高的火电发电业务进行整合；其次，将进一步提升在浙江、安徽、江苏等地的电力市场的占有率，市场竞争优势更加明显；最后，有利于深化双方业务合作，形成长期稳定的煤炭供应关系。

■注入电力资产占营收额半数以上：2017年上半年神华注入的18家电厂的营业收入合计为216.42亿元，占上半年神华电力业务总收入的59.40%，占总营业收入的17.96%。2017年上半年神华营收比重可拆分为：煤炭业务占比60%，与国电合并火电业务占比14%，自营电力业务占比9%，铁路航运等物流业务占比15%，煤化工业务占比2%。

■强强联合，神华更受益：我们测算了神华注入的18家火电公司与国电注入的22家电力公司2015~2017年上半年的净资产收益率，神华的平均ROE水平更加稳定，在7%左右。从2015年到2017年上半年，国电的平均加权ROE水平分别为14%，10%与8%，虽然呈现下降趋势，但总体仍高于神华。我们认为，合并后神华的盈利水平也将在国电的带动下更上一层楼。

■长时间停牌，存在补涨预期：自2017年6月5日神华停牌以来，煤炭板块（中信）累计上涨25%，神华港股累计上涨27%，作为低成本的动力煤龙头企业，神华复牌后存在补涨预期。

■投资建议：给予公司“买入-A”投资评级，6个月目标价为25.60元。我们预计公司2017年-2019年的收入分别为2568.07亿元、3039.55亿元、3321.73亿元。公司为一体化产业链龙头，盈利能力和抵御风险

## 公司动态分析

证券研究报告

动力煤

投资评级 **买入-A**

维持评级

6个月目标价：**25.6元**  
股价(2017-06-02) **22.29元**

### 交易数据

总市值(百万元)	384,267.47
流通市值(百万元)	318,606.85
总股本(百万股)	19,889.62
流通股本(百万股)	16,491.04
12个月价格区间	14.90/22.29元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.68	-3.75	40.37
绝对收益	0.0	4.06	49.3

衡昆

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020004  
hengkun@essence.com.cn  
010-83321058

胡博

报告联系人

hubo@essence.com.cn  
010-83321067

### 相关报告

中国神华：行业景气回升，一体化龙头半年实现归母净利润243亿元/衡昆	2017-08-27
中国神华：产量下降17%，动力煤价淡季或不淡/衡昆	2017-08-04
中国神华：盈利有望继续改善，拟派发大额股息/衡昆	2017-03-18

能力在国内同行业中均属翘楚，同时具备高分红预期。预计未来煤炭行业供需将继续保持动态平衡，价格中枢有望维持相对高位。考虑公司产量影响和对于未来煤价判断（包含分红因素），预计 2017 年-2019 年归母净利润分别为 470.00 亿元、509.51 亿元、550.78 亿元，分别对应 PE8 倍、8 倍、7 倍。

■风险提示：宏观经济低迷，煤炭价格大幅下降。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	177,069.0	183,127.0	256,806.9	303,954.6	332,172.9
净利润	16,144.0	22,712.0	46,988.5	50,951.0	55,078.4
每股收益(元)	0.81	1.14	2.36	2.56	2.77
每股净资产(元)	14.72	15.70	14.91	13.95	12.01
<b>盈利和估值</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
市盈率(倍)	23.8	16.9	8.2	7.5	7.0
市净率(倍)	1.3	1.2	1.3	1.4	1.6
净利润率	9.1%	12.4%	18.3%	16.8%	16.6%
净资产收益率	5.5%	7.3%	15.8%	18.4%	23.1%
股息收益率	1.7%	15.4%	13.8%	18.2%	24.4%
<b>ROIC</b>	<b>7.3%</b>	<b>9.0%</b>	<b>16.6%</b>	<b>18.9%</b>	<b>23.2%</b>

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

表 1: 神华注入电厂情况

编号	电厂	省份	年份	所有者权益	净利润	净利润率	在运装机容量 (万千瓦)
1	国华太仓发电有限公司	江苏	2015	308,145.37	41,455.40	13.45%	126
			2016	300,201.44	28,776.08	9.59%	
			2017	274,147.21	11,255.63	4.11%	
2	江苏国华陈家港发电有限公司	江苏	2015	170,624.11	34,519.01	20.23%	127
			2016	159,764.49	20,207.49	12.65%	
			2017	166,087.59	6,323.10	3.81%	
3	国华徐州发电有限公司	江苏	2015	312,859.87	63,230.87	20.21%	128
			2016	249,918.76	20,959.61	8.39%	
			2017	251,050.97	13.68	0.01%	
4	内蒙古国华呼伦贝尔发电有限公司	内蒙古	2015	104,926.34	8,264.98	7.88%	129
			2016	104,350.62	6,862.75	6.58%	
			2017	109,026.78	4,676.16	4.29%	
5	宁夏国华宁东发电有限公司	宁夏	2015	37,081.57	337.31	0.91%	130
			2016	37,438.92	357.35	0.95%	
			2017	32,183.08	-5255.84	-16.33%	
6	神华国华宁东发电有限责任公司	宁夏	2015	-	-	-	131
			2016	38,740.77	-1,259.23	-3.25%	
			2017	38,301.70	-439.07	-1.15%	
7	浙江国华浙能发电有限公司	浙江	2015	595,215.76	161,840.60	27.19%	132
			2016	552,932.23	103,373.01	18.70%	
			2017	587,850.50	34,918.28	5.94%	
8	神华国华(舟山)发电有限责任公司	浙江	2015	105,843.84	23,823.66	22.51%	133
			2016	94,756.44	10,353.89	10.93%	
			2017	97,730.22	2,973.79	3.04%	
9	浙江国华余姚燃气发电有限责任公司	浙江	2015	-3,461.72	2,322.26	-67.08%	134
			2016	-1,030.01	2,431.71	-236.09%	
			2017	5,613.25	6,643.26	118.35%	
10	神华国华国际电力股份有限公司	河北、辽宁、内蒙古、天津	2015	1,082,625.52	58,667.19	5.42%	135
			2016	1,070,419.79	46,712.71	4.36%	
			2017	1,070,084.24	-335.55	-0.03%	
11	神皖能源有限责任公司	安徽	2015	772,876.55	121,227.10	15.69%	136
			2016	811,467.37	88,590.82	10.92%	
			2017	822,270.65	10,803.28	1.31%	
12	保德神东发电	山西	2015	26,174.89	-864.64	-3.30%	137
			2016	22,188.08	-4,307.82	-19.42%	
			2017	17,880.27	-6,142.00	-34.35%	
13	神华神东电力山西河曲发电有限公司	山西	2015	55,523.74	-6,142.00	-11.06%	138
			2016	59,139.68	3,615.94	6.11%	
			2017	55,723.63	-3,416.06	-6.13%	
14	神华神东电力新疆准东五彩湾发电有限公司	新疆	2015	135,359.58	4,890.17	3.61%	139
			2016	135,577.11	217.52	0.16%	
			2017	144,453.30	876.19	0.61%	
15	神华神东电力有限责任公司萨拉齐电厂	内蒙古	2015	67,837.02	7,363.04	10.85%	140
			2016	53,707.02	3,040.27	5.66%	
			2017	56,216.39	2,509.37	4.46%	
16	神华神东电力有限责任公司上湾热电厂	内蒙古	2015	67,837.02	7,363.04	10.85%	141
			2016	53,707.02	3,040.27	5.66%	
			2017	56,216.39	2,509.37	4.46%	
17	神华神东电力有限责任公司	新疆	2015	199,000.00	1,225.79	0.62%	142

	公司新疆米东热电厂		2016	192,838.22	-3,161.78	-1.64%	
			2017	189,049.81	211.59	0.11%	
			2015	571,098.23	153,397.39	26.86%	
18	浙江浙能嘉华发电有限公司	浙江	2016	543,705.18	98,414.60	18.10%	143
			2017	557,582.14	13,876.96	2.49%	

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

表 2: 国电注入电厂

编号	电厂	省份	年份	所有者权益	净利润	净利润率	在运装机容量 (万千瓦)
1	国电江苏电力有限公司	江苏	2015	961,147.60	260,725.82	27%	852
			2016	1,042,014.30	236,992.16	23%	
			2017	1,005,861.72	35,847.50	4%	
2	国电安徽电力有限公司	安徽	2015	401,169.15	87,647.55	22%	333.75
			2016	377,291.82	25,808.22	7%	
			2017	357,865.99	-15,091.03	-4%	
3	国电新疆电力有限公司	新疆	2015	232,576.08	84,414.36	36%	361
			2016	283,504.34	56,380.96	20%	
			2017	239,376.59	6,382.38	3%	
4	国电电力大同发电有限责任公司	山西	2015	232,576.08	84,414.36	36%	252
			2016	283,504.34	56,380.96	20%	
			2017	239,376.59	6,382.38	3%	
5	国电内蒙古东胜热电有限公司	内蒙古	2015	72,557.23	14,957.72	21%	66
			2016	67,092.94	8,749.22	13%	
			2017	62,376.83	3,404.14	5%	
6	国电电力大连庄河发电有限责任公司	辽宁	2015	76,418.07	14,847.20	11%	120
			2016	84,941.62	8,523.55	-6%	
			2017	79,658.83	-5,282.79	-7%	
7	国电电力朝阳热电有限公司	辽宁	2015	49,109.05	-516.01	-1%	
			2016	61,279.64	-517.41	-1%	
			2017	71,092.30	2,081.66	3%	
8	国电江苏谏壁发电有限公司	江苏	2015	81,186.00	24,252.98	30%	66
			2016	74,378.19	15,373.64	21%	
			2017	78,986.10	4,607.92	6%	
9	国电浙江北仑第一发电有限公司	浙江	2015	180,333.25	49,519.89	27%	120
			2016	212,212.91	35,105.19	17%	
			2017	185,865.85	8,537.45	5%	
10	国电浙江北仑第三发电有限公司	浙江	2015	191,361.71	87,924.14	46%	200
			2016	256,293.97	65,843.67	26%	
			2017	222,831.92	25,797.25	12%	
11	国电宁夏石嘴山发电有限责任公司	宁夏	2015	140,780.58	23,719.92	17%	132
			2016	126,825.43	7,392.78	6%	
			2017	112,155.75	-8,016.18	-7%	
12	国电大武口热电有限公司	宁夏	2015	59,355.01	6,520.40	11%	66
			2016	51,209.69	-2,276.96	-4%	
			2017	41,454.71	-9,754.98	-24%	
13	国电湖州南浔天然气热电有限公司	浙江	2015	12,878.00			
			2016	19,575.00			
			2017	20,041.74			
14	国电石嘴山第一发电有限公司	宁夏	2015	58,936.62	4,706.28	8%	68
			2016	50,314.26	-4,386.70	-9%	
			2017	40,197.47	-10,116.80	-25%	

15	国电电力酒泉发电有限公司	甘肃	2015	394,067.09	52,998.75	13%	66
			2016	413,036.43	48,969.34	12%	
			2017	433,242.83	20,206.40	5%	
16	上海外高桥第二发电有限公司	上海	2015	394,067.09	52,998.75	13%	72
			2016	413,036.43	48,969.34	12%	
			2017	433,242.83	20,206.40	5%	
17	国电浙能宁东发电有限公司	宁夏	2015	10,000.00			
			2016	53,600.00			
			2017	83,600.00			
18	浙江浙能北仑发电有限公司	浙江	2015	379,258.47	68,099.66	18%	120
			2016	366,365.41	42,350.63	12%	
			2017	341,404.06	13,154.21	4%	
19	浙江浙能乐清发电有限责任公司	浙江	2015	282,541.39	68,491.64	24%	70
			2016	250,538.58	29,639.67	12%	
			2017	232,593.34	8,262.45	4%	
20	国电电力发展股份有限公司大武口分公司	甘肃	2015	76,491.08	59,418.36	78%	
			2016	90,415.16	29,547.91	33%	
			2017	89,356.50	6,489.43	7%	
21	国电电力发展股份有限公司大连开发区热电厂	辽宁	2015	428,872.83	14,831.06	3%	198
			2016	439,459.61	9,408.88	2%	
			2017	434,416.96	50.73	0%	
22	国电电力发展股份有限公司大武口分公司	甘肃	2015	-7,867.87	-524.69	7%	264
			2016	-927.33	-402.64	43%	
			2017	-509.85	573.4	-112%	

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	177,069.0	183,127.0	256,806.9	303,954.6	332,172.9	<b>成长性</b>					
减:营业成本	110,427.0	110,769.0	137,863.2	168,213.9	188,896.9	营业收入增长率	-28.7%	3.4%	40.2%	18.4%	9.3%
营业税费	5,833.0	6,922.0	7,451.8	10,107.3	11,080.1	营业利润增长率	-45.6%	22.6%	110.5%	10.5%	6.0%
销售费用	584.0	610.0	841.1	1,003.5	1,097.0	净利润增长率	-56.1%	40.7%	106.9%	8.4%	8.1%
管理费用	18,333.0	17,932.0	23,426.8	29,653.9	31,745.2	EBITDA 增长率	-28.7%	14.5%	63.2%	7.0%	3.8%
财务费用	4,669.0	5,059.0	4,000.0	3,000.0	2,000.0	EBIT 增长率	-41.2%	20.8%	95.5%	8.9%	4.8%
资产减值损失	5,773.0	2,807.0	1,000.0	1,000.0	1,000.0	NOPLAT 增长率	-47.1%	30.4%	93.1%	8.9%	4.8%
加:公允价值变动收益	-6.0	2.0	66.0	30.0	50.0	投资资本增长率	4.6%	5.3%	-4.6%	-14.5%	1.7%
投资和汇兑收益	644.0	302.0	500.0	500.0	600.0	净资产增长率	0.7%	6.1%	-0.3%	-0.4%	-5.6%
<b>营业利润</b>	32,088.0	39,332.0	82,789.9	91,506.0	97,003.7	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支						毛利率	37.6%	39.5%	46.3%	44.7%	43.1%
<b>利润总额</b>						营业利润率	18.1%	21.5%	32.2%	30.1%	29.2%
减:所得税						净利润率	9.1%	12.4%	18.3%	16.8%	16.6%
<b>净利润</b>						EBITDA/营业收入	33.2%	36.7%	42.8%	38.7%	36.7%
						EBIT/营业收入	20.8%	24.2%	33.8%	31.1%	29.8%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	588	625	429	337	285
货币资金	47,850.0	50,757.0	20,544.6	59,783.4	33,150.5	流动营业资本周转天数	-32	-12	7	-10	-10
交易性金融资产	12.0	54.0	120.0	150.0	200.0	流动资产周转天数	244	250	191	180	180
应收帐款	26,848.0	19,075.0	46,311.0	35,633.0	50,175.7	应收帐款周转天数	55	45	46	49	46
应收票据	17,649.0	4,394.0	21,334.7	14,639.7	22,886.0	存货周转天数	29	26	23	24	24
预付帐款	3,613.0	3,141.0	6,553.0	5,644.0	7,188.3	总资产周转天数	1,105	1,106	786	652	588
存货	12,816.0	13,341.0	18,826.8	22,022.2	22,828.9	投资资本周转天数	741	752	537	411	350
其他流动资产	12,248.0	42,701.0	24,966.7	26,638.6	31,435.4	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	1,795.0	1,800.0	1,796.7	1,797.2	1,798.0	ROE	5.5%	7.3%	15.8%	18.4%	23.1%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	4.2%	5.2%	11.4%	12.5%	13.7%
长期股权投资	5,049.0	5,078.0	5,078.0	5,078.0	5,078.0	ROIC	7.3%	9.0%	16.6%	18.9%	23.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	318,953.0	316,489.0	295,060.2	273,631.5	252,202.7	销售费用率	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
在建工程	32,263.0	31,627.0	31,627.0	31,627.0	31,627.0	管理费用率	10.4%	9.8%	9.1%	9.8%	9.6%
无形资产	35,757.0	38,502.0	36,911.3	35,320.6	33,729.9	财务费用率	2.6%	2.8%	1.6%	1.0%	0.6%
其他非流动资产	39,112.0	44,705.0	40,312.9	40,348.3	40,204.1	三费/营业收入	13.3%	12.9%	11.0%	11.1%	10.5%
<b>资产总额</b>	553,965.0	571,664.0	549,442.9	552,313.5	532,504.5	<b>偿债能力</b>					
短期债务	6,435.0	4,384.0	16,131.0	-	-	资产负债率	35.3%	33.5%	31.0%	31.6%	33.1%
应付帐款	64,874.0	55,139.0	81,950.4	98,325.3	99,987.9	负债权益比	54.7%	50.5%	45.0%	46.3%	49.4%
应付票据	2,473.0	3,174.0	3,653.0	5,465.4	4,275.8	流动比率	1.19	1.19	0.99	1.14	1.13
其他流动负债	27,705.0	49,488.0	38,597.0	40,519.4	44,511.8	速动比率	1.07	1.07	0.85	0.99	0.97
长期借款	54,179.0	58,462.0	-	-	-	利息保障倍数	7.87	8.77	21.70	31.50	49.50
其他非流动负债	40,142.0	21,113.0	30,212.3	30,489.1	27,271.5	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	195,808.0	191,760.0	170,543.8	174,799.2	176,047.0	DPS(元)	0.32	2.97	2.67	3.52	4.72
少数股东权益	65,367.0	67,547.0	82,252.0	100,004.6	117,652.9	分红比率	39.4%	260.1%	113.2%	137.6%	170.3%
股本	19,890.0	19,890.0	19,890.0	19,890.0	19,890.0	股息收益率	1.7%	15.4%	13.8%	18.2%	24.4%
留存收益	266,567.0	282,948.0	276,757.1	257,619.7	218,914.6						
<b>股东权益</b>	358,157.0	379,904.0	378,899.1	377,514.3	356,457.5						
						<b>业绩和估值指标</b>					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EPS(元)	0.81	1.14	2.36	2.56	2.77
<b>现金流量表</b>						BVPS(元)	14.72	15.70	14.91	13.95	12.01
净利润	23,264.0	29,536.0	46,988.5	50,951.0	55,078.4	PE(X)	23.8	16.9	8.2	7.5	7.0
加:折旧和摊销	23,625.0	23,945.0	23,019.5	23,019.5	23,019.5	PB(X)	1.3	1.2	1.3	1.4	1.6
资产减值准备	5,773.0	2,807.0	-	-	-	P/FCF	18.9	52.9	28.6	4.2	7.8
公允价值变动损失	6.0	-2.0	66.0	30.0	50.0	P/S	2.2	2.1	1.5	1.3	1.2
财务费用	4,669.0	5,059.0	4,000.0	3,000.0	2,000.0	EV/EBITDA	6.4	6.0	4.2	3.6	3.9
投资损失	-644.0	-302.0	-500.0	-500.0	-600.0	CAGR(%)	43.7%	35.3%	10.4%	43.7%	35.3%
少数股东损益	7,120.0	6,824.0	15,478.9	18,053.5	18,049.4	PEG	0.5	0.5	0.8	0.2	0.2
营运资金的变动	-3,543.0	-14,834.0	-172.7	30,857.3	-28,364.8	ROIC/WACC	0.7	0.9	1.7	1.9	2.3
<b>经营活动产生现金流量</b>	55,406.0	81,883.0	88,880.2	125,411.3	69,232.5	REP	1.4	1.1	0.7	0.7	0.6
<b>投资活动产生现金流量</b>	-26,123.0	-64,654.0	371.3	439.4	499.3						
<b>融资活动产生现金流量</b>	-23,157.0	-18,490.0	-119,464.0	-86,611.9	-96,364.6						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

衡昆声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	章政	021-35082861	zhangzheng@essence.com.cn	
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯			

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034