

中国水电 (601669.SH) 建筑施工行业

新股研究

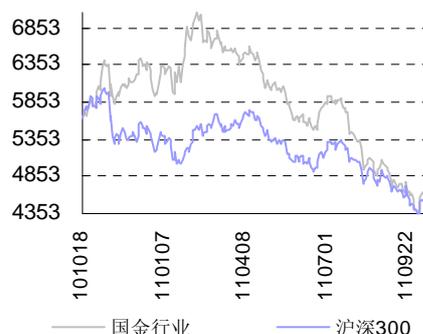
上市定价(人民币): 4.50元

世界水利水电建设领导者

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

发行价(元)	4.50
发行A股数量(百万股)	3,000.00
总股本(百万股)	9,600.00
国金建筑施工指数	4647.95
沪深300指数	2653.78
上证指数	2431.38



公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.347	0.441	0.407	0.513	0.627
每股净资产(元)	1.39	1.56	2.02	2.64	3.42
每股经营性现金流(元)	0.68	0.41	4.31	2.40	2.73
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	46.45	40.83	34.11	34.11	34.11
净利润增长率(%)	80.84%	27.02%	34.14%	26.20%	22.09%
净资产收益率(%)	24.94%	28.33%	29.29%	28.32%	26.67%
总股本(百万股)	6,600.00	6,600.00	9,600.00	9,600.00	9,600.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

基本结论

- 公司是世界水利水电建设的领导者, 占国内大中型水利水电市场份额 65%, 占国际水利水电市场份额 50%, 目前已经在 55 个国家设立了 73 个驻外机构, 形成了东南亚、北非、南非、东非、中东等区域化的相对稳定市场。此外, 公司积极拓展电力投资与运营、设备制造与租赁及房地产业务,
- 未来市场广阔, 公司合同饱满:
 - 2011 年中央一号文件直指水利建设, 十年 4 万亿的水利投资, 每年平均投资 4000 亿, 为公司带来 700 亿以上的订单份额。
 - 电力需求加节能减排将助推水电发展, 根据电力工业十二五规划, “十二五”期间年均投资将达到 1792-2240 亿元, “十三五”期间为 1040-1300 亿元。
 - 海外市场潜力巨大: 亚非拉等发展中国家水资源丰富, 开发率较低。World Energy Outlook 2010 预测, 未来 25 年间, 水电年均新增发电量 85TWh, 换算成市场容量将达到 3000-4000 亿。
 - 公司合同饱满, 金融危机后, 新签合同反弹快速, 目前完全可以支撑 1-2 年的正常运营。
- 公司具有较强的风控意识: 以利比亚事件为例, 项目签约前, 公司让利保证足够的预付款, 项目实施中, 公司坚持不垫钱, 拿多少钱干多少活, 危机发生后, 公司收到预付款+工程款-成本-留在利比亚资产后仍有盈余。此外, 公司通过远期、补偿机制、加快结算、当地化等手段尽量规避汇率风险, 保障资金收益。
- 集团整合值得期待: 中国电力建设集团有限公司成立后, 拟以中国水电作为资本运作平台, 将水电及风电等新能源的勘察、设计、监理、咨询业务先行注入上市公司, 再将电网辅业企业相关业务注入上市公司。中水顾问集团前端勘探设计实力雄厚, 未来注入, 必将加强公司全产业链的竞争优势, 协同优势也将逐渐显现。此外, 中水顾问集团的注入将带动公司在风电以及太阳能发电等非水利水电项目上的快速发展。

唐笑

分析师 SAC 执业编号: S1130511030003
(8621)61038229
tangx@gjzq.com.cn

投资建议

- 公司是世界水利水电建设的领导者，借助国内水利水电市场投资提速及国际市场开发潜力进一步挖掘，公司未来将保持较快发展，预计 2011-2013 年公司 EPS 为 0.407、0.513、0.627 元，公司首日上市合理价格为 4.07-6.12 元，对应 2011 年 10-15 倍 PE。

风险提示

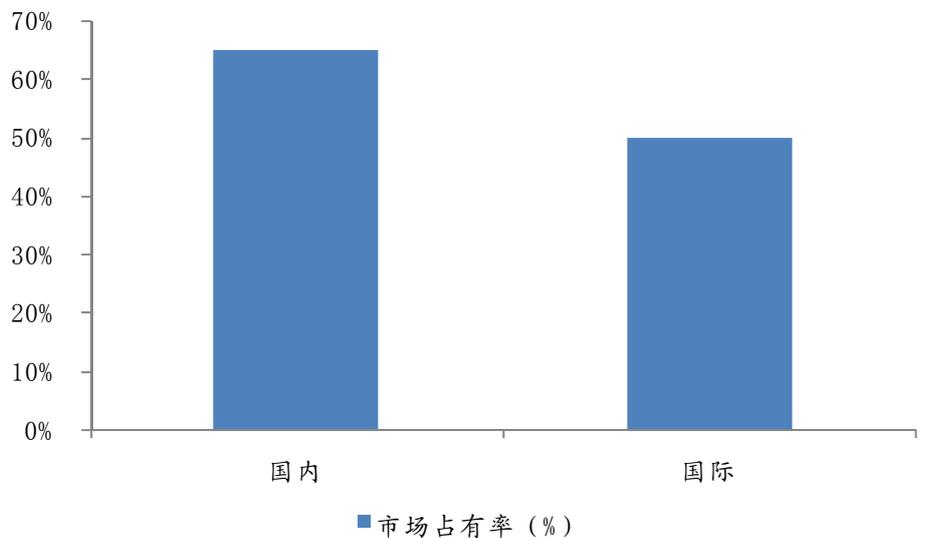
- 国内水利水电投资低于预期：公司承接国内 65% 大中型水利水电项目，受国家投资影响较大
- 国际政治风险：公司海外业务主要集中在亚非拉等发展中国家，国际局势不稳可能会对公司海外业务造成影响
- 汇兑风险：汇率波动会增加公司汇兑风险

公司水利水电业务优势明显，积极拓展相关行业

世界水利水电建设领导者

- 中国水电作为特大型综合性工程建设企业集团，二十世纪五十年代以来，本公司建设了中国 65%以上的大中型水电站和水利枢纽工程，作为全球水利水电建设行业的引领者，公司目前已经在 55 个国家设立了 73 个驻外机构，形成了东南亚、北非、南非、东非、中东等区域化的相对稳定市场，安哥拉、卡塔尔、利比亚、苏丹、老挝和印尼等项目群国别市场，并逐步向南美洲、大洋洲及欧洲区拓展业务。截至 2011 年 6 月 30 日，本公司在世界 57 个国家在建 262 个项目。
- 目前在水利水电建设方面，公司占国内大中型水利水电市场份额 65%，占国际水利水电市场份额 50%，是行业当之无愧的领导者。

图表1：公司是水利水电行业当之无愧的市场领导者

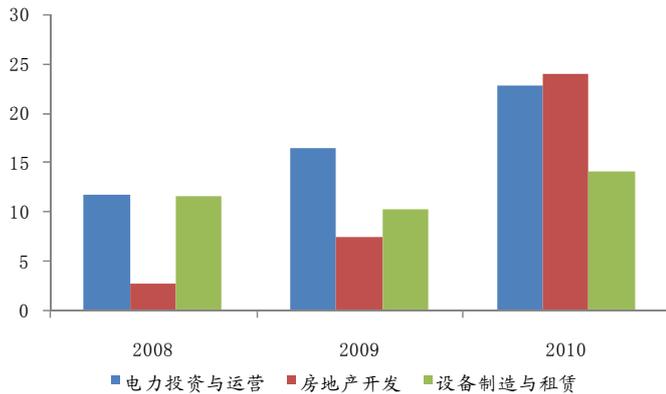


来源：公司公告 国金证券研究所

积极拓展相关领域

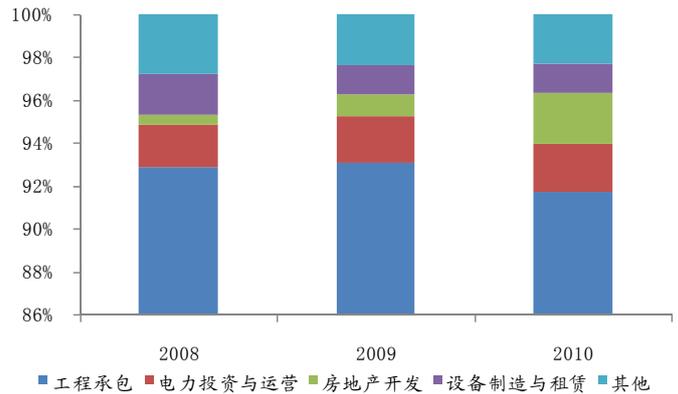
- 公司在保证水利水电工程优势的同时，积极拓展相关业务：电力投资与运营、设备制造与租赁及房地产业务近几年发展较快，未来在公司业务板块中所占比重有望逐步提高。

图表2: 公司相关领域业务发展较快 (亿元)



来源: 公司公告 国金证券研究所

图表3: 公司相关领域份额逐步扩大



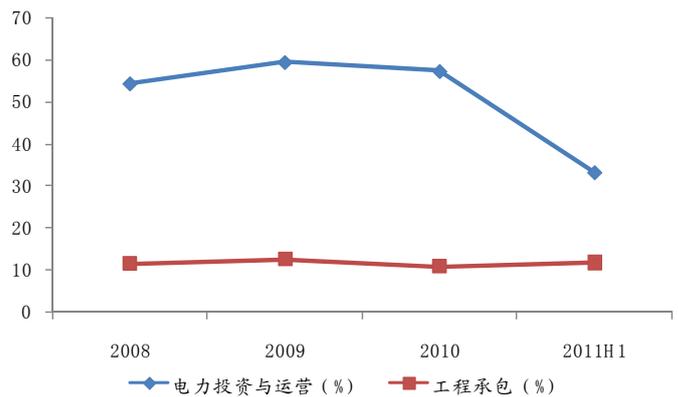
- 电力投资与运营:** 该业务是公司建筑行业产业链延伸, 公司凭借水电工程建设市场优势, 较为方便的实施电力产业投资计划, 目前公司已在国内外成功运营多个水电、火电及风电项目, 为公司带来稳定的收益, 此外, 运营业务毛利率要远高于工程承包项目, 这有助于提升公司盈利能力。

图表4: 公司运营多个电力项目

建成情况	电力产业类型	具体运营项目
已建	水电	四川沙湾、大金坪、洪一、五一桥、洪坝、湾二、沙坪、偏桥、一道桥、踏卡、色尔古、柳坪、苏巴姑、贵州圆满贯、贵州杨家园
	火电	甘肃华亭、甘肃崇信
	风电	吉林长岭王子风电场、云南大理者磨山风电场、内蒙古洪格尔风电场
在建	水电	毛尔盖、斜卡、甲米河、柬埔寨甘再及老挝南俄5等水电站项目
	风电	甘肃干河口风电场

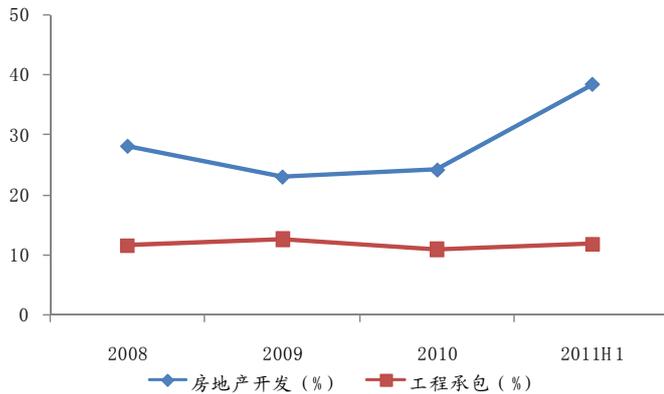
来源: 公司公告 国金证券研究所

图表5: 电力投资与运营业务毛利率较高

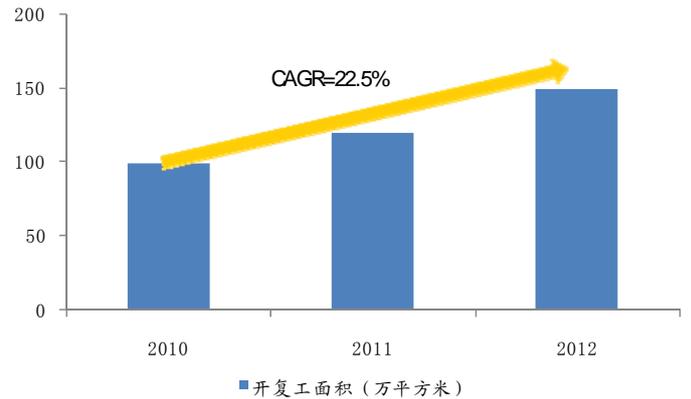


- 房地产业务:** 公司是国务院国资委认定的从事房地产业务的 16 家央企之一, 工程建筑背景与房地产开发形成良好的协同效应。目前公司待销售面积 20.76 万平方米, 在建房地产项目占地面积 31.15 万平方米, 拟建地产项目占地 22.82 万平方米, 土地储备 98.42 万平方米, 预计公司 2011 年开复工面积 120 万平方米, 2012 年开复工面积 150 万平方米。此外, 公司积极进军保障房建设, 作为公司发展重点。

图表6: 房地产项目毛利率较高



图表7: 公司近两年开复工面积增速较快



来源: 公司公告 国金证券研究所

- 设备制造与租赁:** 公司主要通过夹江公司从事水利水电专用设备的设计、研发、生产与销售。其自主开发和合作研制的水利水电工程金属结构、水利水电工程闸门启闭机和升船机、水利水电工程及其它建筑工程施工专用设备、缆索起重等产品应用于国内多座大中型水电站。该部分业务通过水利水电工程平台进行拓展, 有助于提高公司整体盈利能力。

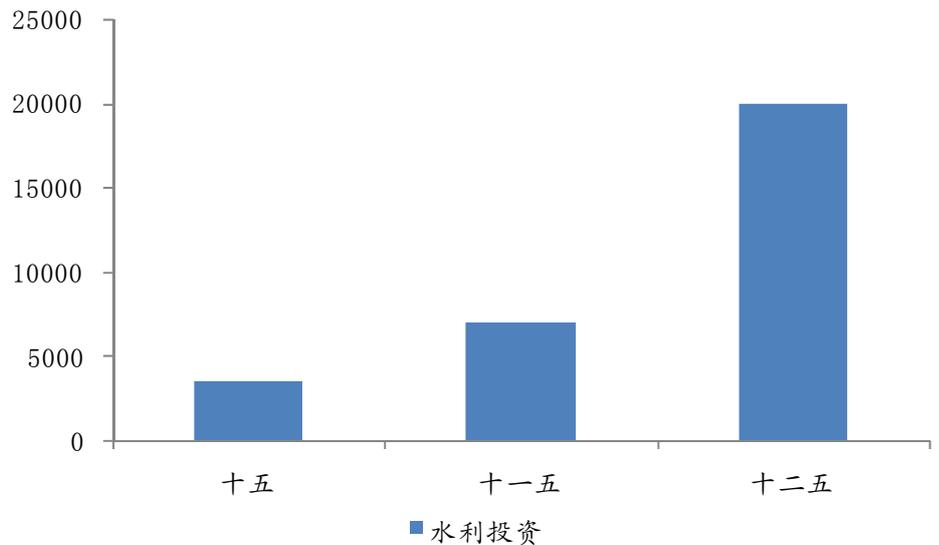
未来市场空间广阔, 公司合同饱满

- 公司是世界水利水电建设行业领导者, 在技术、施工及部分机械制造方面走在行业前列, 占据了较大的市场份额, 未来决定公司增长的主要因素源于行业整体的增长, 取决于中国及海外市场在水利水电方面固定资产投资的力度。

国家助推水利大发展

- 2011年中央一号文件直指水利建设, 文件中明确指出: 多渠道筹集资金, 力争今后10年全社会水利年平均投入比2010年高出一倍。力争通过5年到10年努力, 从根本上扭转水利建设明显滞后的局面。而从土地出让收益中提取10%用于农田水利建设, 这在一定程度上保证了水利建设投资的规模, 保障了政策目标的实现。

图表8: “十二五”期间国家水利固定资产投资额大幅提高



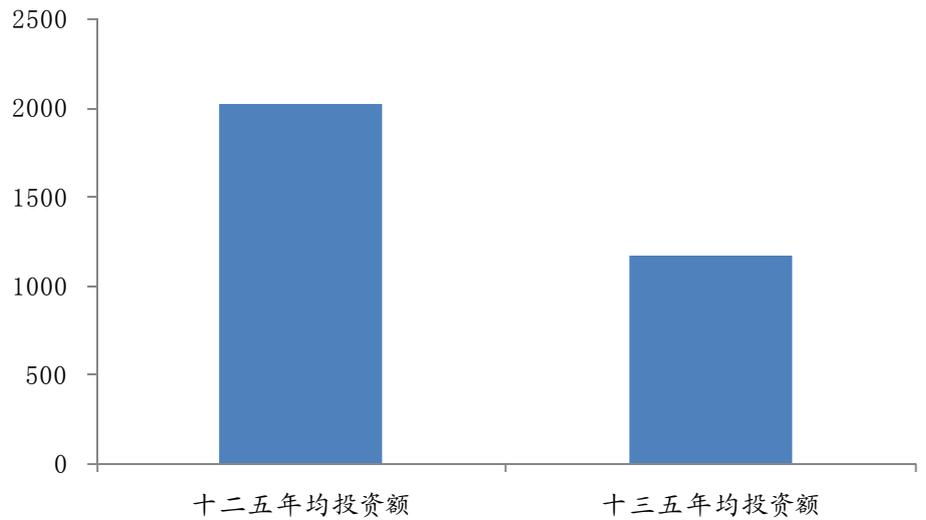
来源: 国金证券研究所

- 十年 4 万亿的水利投资, 平均每年投资在 4000 亿左右, 这其中大概有 30%-40% 高端大型水利项目需要中国水电、葛洲坝、中国安能等国家队参与兴建, 根据公司稳定的 65% 市场份额来计算, 国家水利投资每年将为公司带来 780-1040 亿订单。

电力需求及节能减排助推水电大发展

- 近年来电力短缺问题逐渐凸显, 拉闸限电已经成为地方政府在夏季用电高峰时不得不采用的手段。国家电网和南方电网经营区域今年均出现较大电力缺口, 有关部门预计今年高峰期缺口在 3000 万千瓦左右, 并且未来仍有扩大趋势, 要从根本上解决电力短缺问题, 除了输配电方面进行改造外, 最主要的还是增加电力供给。但受节能减排限制, 到 2015 年和 2020 年非化石能源占一次能源消费比重要提高到 11% 和 15%, 这就要求国家必须调整电力结构, 增加清洁能源比重, 水电借此会获得较快发展。
- 根据电力工业十二五规划报告, 2015 年全国常规水电装机预计 3.15 亿千瓦 (抽水蓄能 0.41 亿千瓦), 2020 年全国水电装机预计达 3.9 亿千瓦 (抽水蓄能 0.6 亿千瓦)。截至 2010 年底, 我国常规水电装机容量达 19815 万千瓦, 抽水蓄能装机容量 1525 万千瓦, 假设每千瓦水电投资在 8000-10000 元, “十二五”期间平均每年投资将达到 1792-2240 亿元, “十三五”期间平均每年投资 1040-1300 亿元。
- 假设国家水电每年投资一半用于建安工程, 根据公司 65% 市场占有率, “十二五”期间每年将为公司带来 582-728 亿订单, “十三五”期间每年将为公司带来 338-423 亿订单。

图表9: 十二五及十三五年均投资额 (亿元)

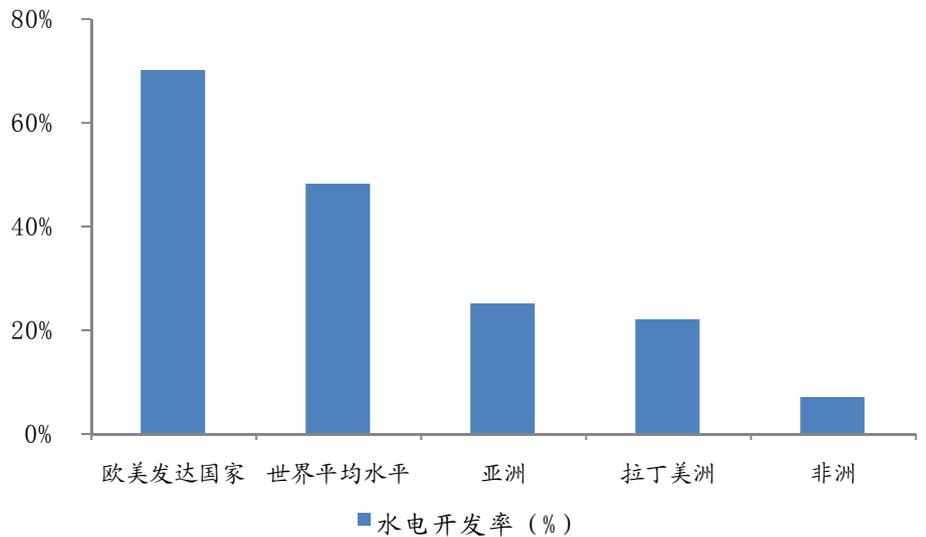


来源: 国金证券研究所

海外水利水电市场进一步打开

- 公司主要业务集中在亚非拉等发展中国家, 该地区水资源丰富, 但相比欧美发达国家开发较晚, 开发率较低, 因而未来发展空间巨大。

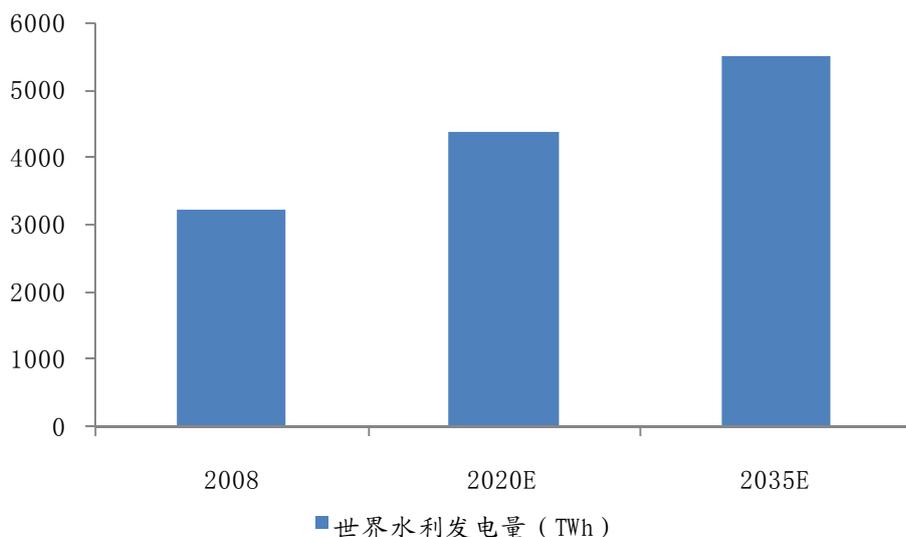
图表10: 亚非拉地区水利水电未来开发空间较大



来源: 国金证券研究所

- 根据 IEA 发布的《World Energy Outlook 2010》, 未来水力发电将由 2008 年 3208TWh 增长到 2035 年的 5500TWh, 年均增长 85TWh, 假设水电站年均工作 3500-4000 小时, 每年新增装机容量大约为 0.21-0.24 亿千瓦, 以海外一千瓦 15000 元投资成本来计算, 每年市场容量大约为 3150-3600 亿元。

图表11: 世界水力发电量预测

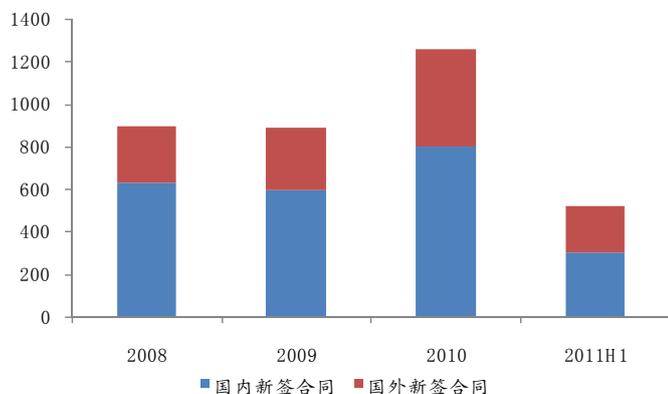


来源: World Energy Outlook 2010 国金证券研究所

公司合同饱满

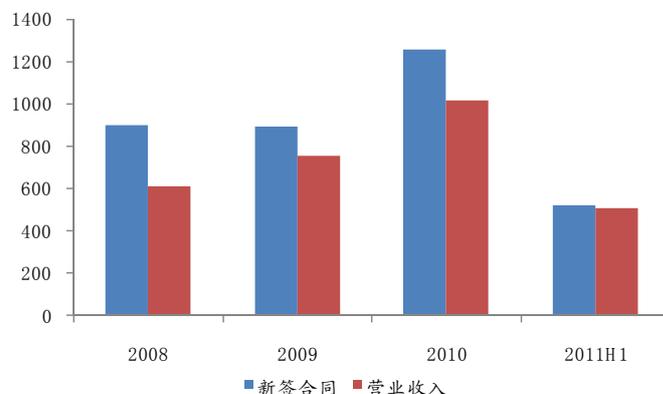
- 2008、2009 年公司受金融危机影响, 新签合同基本持平, 2010 年随着国内外形势的好转, 新签合同额大幅反弹, 同比上涨 41%。目前, 公司在手合同数量完全可以支撑 1-2 年的正常发展, 相信随着国内水利水电投资力度的加大, 亚非拉地区开发潜力的进一步挖掘, 公司未来的合同额仍能保持较快的增速。

图表12: 国内、国外新签合同额 (亿元)



来源: 公司公告 国金证券研究所

图表13: 公司充足合同额保障公司发展 (亿元)



公司注重风险管控

利比亚事件彰显公司风控意识

- 当市场逐步打开, 新签合同日渐增多时候, 风险控制就成为左右公司盈利水平的重要因素, 尤其是对海外风险的管控。针对海外工程承包及投资业务, 公司有着严格的流程, 从最初的信息收集筛选, 到项目评审及后续施工, 公司都会将风险列入重要考量因素, 保障公司在承接项目同时获得收益。
- 以利比亚项目为例, 在项目签订前, 公司遵循国家政治分析、项目分析、盈利分析、技术分析的流程, 全面考量了利比亚项目的各项风险。项目签订前, 公司决定以降低利润点为条件换取更多的项目预付款, 用以降低风险; 项目施工过程中, 公司始终坚持不垫款; 公司在利比亚合同总额为

17.88 亿美元，去年底完成 3.98 亿美元，目前留在利比亚资产总额约为 22.19 亿元，收到业主预付款 29.55 亿元，也就是说公司收到（预付款+工程款-成本-留在利比亚资产）后仍有盈余，这充分展现公司的风控意识，在当前多变形势下，只有这种意识才能推动公司在海外市场继续快速拓展，做大做强。

积极应对汇率风险

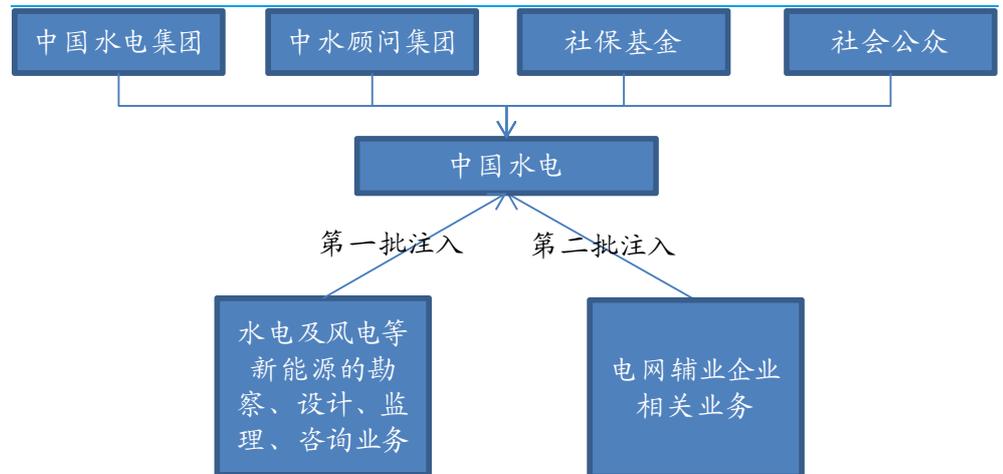
- 针对人民币升值所带来的汇率风险，公司采用多种规避手段：项目开始前，公司会根据不同项目，不同工期设定不同规避方法，采用远期等金融措施来规避风险，对于部分项目设定价格调整条款，用以补偿；项目结束后，公司会加快结算进程，利用保函去置换保证金，规避时间拉长所造成的汇率损失。未来，公司计划推进采购平台本地化等措施，规避外汇转进转出所造成的损失。集团整合值得期待

集团整合值得期待

规范治理结构，未来整体上市

- 《电网企业主辅分离改革及电力设计、施工企业一体化重组方案》已经国务院同意，拟将国家电网公司、中国南方电网有限责任公司河北、吉林、上海等 14 个（区、市）公司所属辅业单位以及中国水电集团、中水顾问集团重组，组建为中国电力建设集团有限公司，成立之后，为完善公司治理结构，协调业务发展，中国电力建设集团有限公司逐步施行整体上市。在具体实施中，拟以中国水电作为资本运作平台，水电及风电等新能源的勘察、设计、监理、咨询业务先行注入上市公司，再将电网辅业企业相关业务注入上市公司。

图表14：公司股权结构及资产注入内容



来源：公司公告 国金证券研究所

中水顾问集团注入大大加强公司前端实力

- 中水顾问集团前身为政府主管水利水电规划、开发、建设的机构——水利水电规划设计总局（院），主要从事水电、新能源工程、工业与民用建筑等工程的勘测设计、咨询、监理、施工、项目管理、总承包及相关技术服务以及河流（河段）水电规划等。

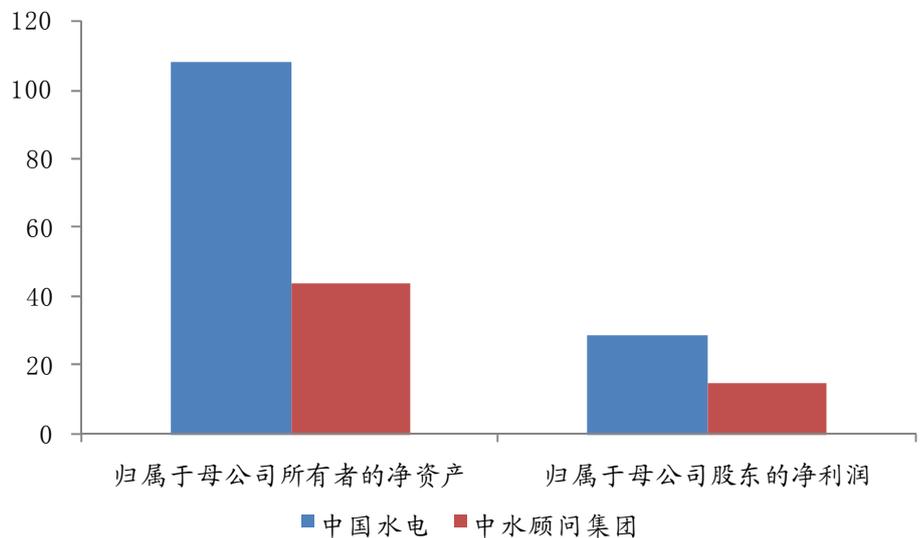
图表15: 中水顾问集团主要业务

主要业务	业务优势
水利水电开发规划	先后完成了长江水系、黄河水系、淮河水系、珠江水系及其它内陆水系和边境河流的流域水电规划, 规划装机总容量约30万千瓦
水利水电勘探、设计	承担了全国80%的大中型水电项目勘测和设计工作
水电、风电评估鉴定	30余个水电建设项目(包括长江三峡工程)的安全鉴定工作, 约占安全鉴定全部项目的70%
水电、风电建设技术标准和规程规范编制	至2009年底, 累计编制了160多项水电建设、风电和太阳能发电开发国家及行业技术标准

来源: 公司公告 国金证券研究所

- 中水顾问集团前端勘探设计实力雄厚, 注入中国水电后, 必将加强公司全产业链的竞争优势, 争取更大的市场份额, 协同优势也将随双方的融合而逐渐显现。此外, 中水顾问集团的注入将带动公司在风电以及太阳能发电等非水利水电项目上的快速发展。

图表16: 截至2010年底, 中国水电、中水顾问集团资产及利润比对(亿元)



来源: 国金证券研究所

募投项目

- 中国水电本次拟发行 35 亿股, 拟募集资金 173 亿, 用于设备采购、清洁能源电力投资、公共基础设施建设以及补充流动资金。最终公司以 4.50 元发行价格成功发行 30 亿股, 募集资金 135 亿。不足部分公司将通过自有资金或实施债务融资等方式补足项目投资缺口。

图表17: 中国水电募投项目

序号	项目类型	募集资金使用项目	使用募集资金(亿元)
1	设备采购	工程施工设备采购项目	88.428
2	清洁能源电力投资	柬埔寨甘再水电站 BOT项目	6.04
3		甘肃酒泉干河口风电项目	10
4		四川毛尔盖水电站项目	5
5	公共基础设施建设	四川成简快速路 BT项目	3.7
6	补充流动资金	补充流动资金	60
		合计	173.168
实际募集金额			135
资金缺口			38.168

来源: 招股书 国金证券研究所

- 本次募投项目将有效的缓解公司的负债压力, 购买工程设备将增强公司的工程实力以及承接订单的能力, 营运资金的充裕不仅可以直接削减财务费用, 而且可以更多的参与投资类项目, 调整业务结构的同时, 保证公司收入的稳定性。

投资建议

- 公司是世界水利水电建设的领导者, 借助国内水利水电市场投资提速及国际市场开发潜力进一步挖掘, 公司未来将保持较快发展, 预计 2011-1013 年公司 EPS 为 0.407、0.513、0.627 元, 公司首日上市合理价格为 4.07-6.12 元, 对应 2011 年 10-15 倍 PE。

风险提示

- 国内水利水电投资低于预期: 公司承接国内 65%大中型水利水电项目, 受国家投资影响较大
- 国际政治风险: 公司海外业务主要集中在亚非拉等发展中国家, 国际局势不稳可能会对公司海外业务造成影响
- 汇兑风险: 汇率波动会增加公司汇兑风险

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	60,795	75,540	101,494	116,516	138,000	163,028
增长率		24.3%	34.4%	14.8%	18.4%	18.1%
主营业务成本	-53,077	-64,858	-88,832	-101,035	-119,807	-141,877
%销售收入	87.3%	85.9%	87.5%	86.7%	86.8%	87.0%
毛利	7,718	10,682	12,662	15,481	18,194	21,151
%销售收入	12.7%	14.1%	12.5%	13.3%	13.2%	13.0%
营业税金及附加	-1,657	-2,159	-2,440	-2,913	-3,450	-4,076
%销售收入	2.7%	2.9%	2.4%	2.5%	2.5%	2.5%
营业费用	-88	-151	-161	-175	-207	-245
%销售收入	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
管理费用	-2,804	-3,564	-4,159	-4,894	-5,796	-6,847
%销售收入	4.6%	4.7%	4.1%	4.2%	4.2%	4.2%
息税前利润 (EBIT)	3,168	4,808	5,902	7,500	8,741	9,984
%销售收入	5.2%	6.4%	5.8%	6.4%	6.3%	6.1%
财务费用	-1,061	-1,212	-1,859	-2,296	-1,819	-1,610
%销售收入	1.7%	1.6%	1.8%	2.0%	1.3%	1.0%
资产减值损失	-299	-363	-132	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	5	0	0	0
投资收益	-75	11	105	100	100	100
%税前利润	n.a	0.3%	2.6%	1.9%	1.4%	1.2%
营业利润	1,732	3,244	4,021	5,304	7,022	8,474
营业利润率	2.8%	4.3%	4.0%	4.6%	5.1%	5.2%
营业外收支	-36	-5	13	15	15	15
税前利润	1,696	3,240	4,034	5,319	7,037	8,489
利润率	2.8%	4.3%	4.0%	4.6%	5.1%	5.2%
所得税	-282	-703	-808	-1,064	-1,759	-2,122
所得税率	16.6%	21.7%	20.0%	20.0%	25.0%	25.0%
净利润	1,414	2,537	3,226	4,255	5,278	6,366
少数股东损益	146	245	315	350	350	350
归属于母公司的净利润	1,267	2,292	2,911	3,905	4,928	6,016
净利率	2.1%	3.0%	2.9%	3.4%	3.6%	3.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	0	0	3,226	4,255	5,278	6,366
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	0	0	3,527	3,488	3,817	4,161
非经营收益	0	0	1,396	3,302	2,238	2,238
营运资金变动	0	0	-5,476	17,388	4,512	5,268
经营活动现金净流	0	0	2,674	28,432	15,845	18,034
资本开支	-8,235	-11,177	-9,935	-2,740	-3,694	-3,795
投资	-206	-143	42	-1	0	0
其他	143	75	11	100	100	100
投资活动现金净流	-8,298	-11,245	-9,882	-2,641	-3,594	-3,695
股权募资	1,043	1,560	634	0	0	0
债权募资	9,036	7,351	11,481	-14,872	0	1
其他	-2,102	-2,082	-2,862	-2,835	-3,211	-3,211
筹资活动现金净流	7,977	6,829	9,253	-17,707	-3,211	-3,210
现金净流量	-321	-4,416	2,045	8,085	9,040	11,129

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	11,143	11,233	13,209	21,294	30,334	41,463
应收款项	11,030	16,328	19,170	26,120	30,937	36,547
存货	13,818	19,785	23,661	27,681	32,824	38,870
其他流动资产	4,844	6,523	6,483	10,119	11,996	14,203
流动资产	40,835	53,869	62,524	85,214	106,091	131,084
%总资产	53.7%	53.6%	51.5%	59.8%	64.9%	69.7%
长期投资	1,384	1,669	4,575	4,576	4,575	4,575
固定资产	26,952	34,985	41,450	40,518	40,516	40,270
%总资产	35.4%	34.8%	34.1%	28.4%	24.8%	21.4%
无形资产	6,181	9,221	12,066	12,264	12,159	12,055
非流动资产	35,203	46,546	58,857	57,361	57,253	56,902
%总资产	46.3%	46.4%	48.5%	40.2%	35.1%	30.3%
资产总计	76,038	100,415	121,380	142,575	163,344	187,985
短期借款	8,494	10,497	10,613	0	0	0
应付款项	31,472	44,871	53,563	83,399	98,835	116,900
其他流动负债	2,076	3,718	2,967	5,792	6,704	7,771
流动负债	42,041	59,087	67,143	89,190	105,539	124,671
长期贷款	18,369	22,425	33,955	33,955	33,955	33,956
其他长期负债	5,922	6,924	6,741	2,480	2,480	2,480
负债	66,332	88,436	107,839	125,626	141,974	161,108
普通股股东权益	7,856	9,191	10,276	13,332	17,402	22,560
少数股东权益	1,802	2,482	2,847	3,197	3,547	3,897
负债股东权益合计	75,990	100,109	120,961	142,154	162,923	187,564

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	#VALUE!	0.347	0.441	0.407	0.513	0.627
每股净资产	1.619	1.393	1.557	2.020	2.637	3.418
每股经营现金净流	0.909	0.681	0.405	4.308	2.401	2.732
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	16.13%	24.94%	28.33%	29.29%	28.32%	26.67%
总资产收益率	1.67%	2.29%	2.41%	2.75%	3.02%	3.21%
投入资本收益率	7.00%	8.00%	7.84%	11.33%	11.42%	11.91%
增长率						
主营业务收入增长率	20.10%	24.25%	34.36%	14.80%	18.44%	18.14%
EBIT增长率	17.08%	51.78%	22.75%	27.08%	16.55%	14.22%
净利润增长率	-30.33%	80.84%	27.02%	34.14%	26.20%	22.09%
总资产增长率	41.40%	31.74%	20.83%	17.46%	14.57%	15.09%
资产管理能力						
应收账款周转天数	46.7	52.1	51.7	50.0	50.0	50.0
存货周转天数	79.4	94.6	89.3	100.0	100.0	100.0
应付账款周转天数	64.8	72.2	70.1	70.0	70.0	70.0
固定资产周转天数	103.4	124.5	115.5	100.1	83.7	69.6
偿债能力						
净负债/股东权益	175.03%	207.02%	257.76%	91.52%	29.06%	-19.05%
EBIT利息保障倍数	3.0	4.0	3.2	3.3	4.8	6.2
资产负债率	87.29%	88.34%	89.15%	88.37%	87.14%	85.89%

定价区间的说明:

上市定价: 预期该股票上市当日均价区间;
目标价格: 预期未来 6 - 12 个月内该股票目标价格区间;
询价价格: 建议询价对象申报的询价价格区间。

长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面, 评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明:

行业优化市盈率中, 在扣除行业内所有亏损股票后, 过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除, 预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明:

强买: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上;
买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%;
持有: 预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%;
减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%;
卖出: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20% 以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区中心区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B