

## 基本面拐点出现 业绩弹性大

### 投资要点:

- **规模优势显著。**公司发电装机规模、总发电量规模均居行业龙头地位。
- **盈利能力突出。**多年以来，公司毛利率、ROE 均明显高于行业平均水平。这主要得益于公司优秀的管理团队、装机的区位优势、以及机组的大型化、高效率。
- **高电价、高利用率、煤价弹性大。**公司机组主要分布在华东、华南等沿海地区，享受高电价、高利用率。公司华东、华南电厂主要用沿海下水煤，在目前市场环境下，沿海市场煤下跌幅度大。
- **业绩敏感性高。**公司基本上为火电装机，业绩对电价、煤价的敏感性高。当上网电价上调 1%时，公司每股收益增加约 0.07 元；当煤价均价下跌 1%时，公司每股收益增加约 0.05 元；当利用率增加 1%时，公司每股收益增加约 0.02 元。
- **业绩拐点出现，估值具有吸引力。**公司盈利能力预计将显著回升，我们乐观预计 2011-2013 年公司每股收益分别为 0.12 元、0.45 元和 0.56 元。目前股价对应的 2012 年动态市盈率 12 倍，2013 年动态市盈率仅为 10 倍，市净率为 1.5 倍，估值具有吸引力。我们维持对公司“推荐”的投资评级。
- **主要风险因素：**煤炭成本上涨超预期。

### 主要财务指标

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	79742	104308	129239	148588	152446
收入增长率	18%	31%	24%	15%	3%
归属净利(百万元)	5081	3544	1630	6352	7915
净利增长率	-	-30%	-54%	290%	25%
摊薄 EPS(元)	0.42	0.25	0.12	0.45	0.56
P(X)	18.03	22.05	47.33	12.15	9.75
PB(X)	2.60	1.48	1.43	1.32	1.21
ROIC	5.40%	3.46%	3.28%	5.53%	5.93%
总资产周转率	0.44	0.50	0.56	0.60	0.59

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

## 华能国际 (600011.SH)

**推荐** 维持评级

### 分析师

邹序元

☎: (8610) 6656 8668  
✉: zouxuyuan@chinastock.com.cn  
执业证书编号: S0130511020009

特别鸣谢

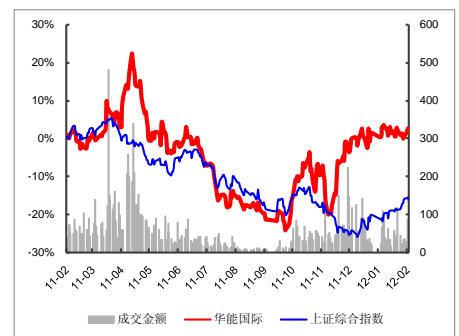
周然

☎: (8610) 6656 8494  
✉: zhouran@chinastock.com.cn  
从业证书编号: S0130111090279  
对本报告的编制提供信息

### 市场数据 时间 2012.02.28

A 股收盘价(元)	5.43
A 股一年内最高价(元)	6.85
A 股一年内最低价(元)	4.01
上证指数	2451.86
市净率	1.53
总股本(万股)	1405538
实际流通 A 股(万股)	1000000
流通 A 股市值(亿元)	543

### 相对上证综指表现图



资料来源：Wind 资讯，中国银河证券研究部

## 目 录

一、国内领先的独立发电运营商 .....	1
(一) 规模优势显著 .....	1
(二) 盈利能力突出 .....	1
二、经营环境重大改善：电价改革渐行渐近，煤价疲软 .....	3
(一) 电价改革重启之年 .....	3
(二) 煤价疲软，价格压力从沿海向坑口传导 .....	4
(三) “煤-电”产业再平衡 .....	6
三、公司业绩对电价、煤价敏感性强 .....	6
(一) 上网电价和煤价假设 .....	6
(二) 业绩敏感性极高 .....	7
四、盈利预测与投资建议 .....	8
插图目录 .....	10
表格目录 .....	10

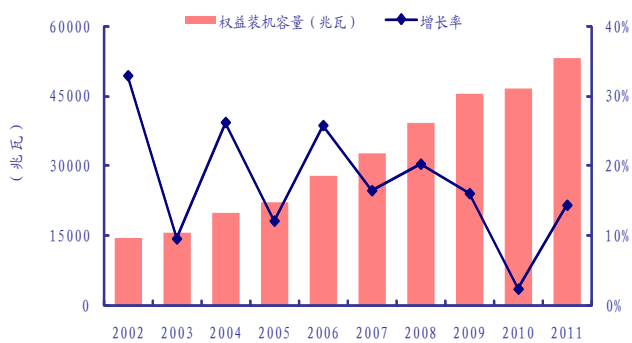
## 一、国内领先的独立发电运营商

### (一) 规模优势显著

华能国际是国内 A 股市场中规模最大的独立发电运营商。目前公司已在 18 个省区有所布局，并在新加坡全资拥有一家电力公司，火电厂合计超过 40 个。

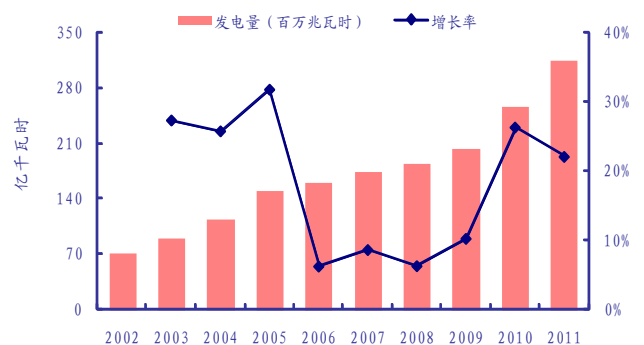
公司发电装机规模、总发电量规模均居行业龙头地位。截至 2011 年底，包括新加坡大士能源在内的权益发电装机容量 5318 万千瓦，较公司上市之初增长 270%，较 2010 年增长 14.3%。公司总发电量近 2 年增速较快，截至 2011 年底，公司境内发电量 3135 亿千瓦时，较 2010 年同期增长 22%。

图 1: 公司权益装机容量及增速变化



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

图 2: 公司发电量及增速变化

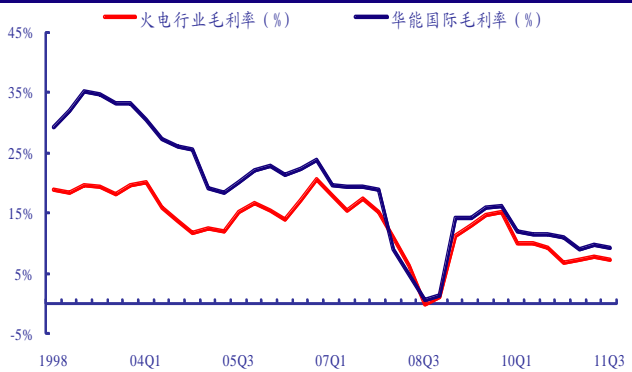


资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

### (二) 盈利能力突出

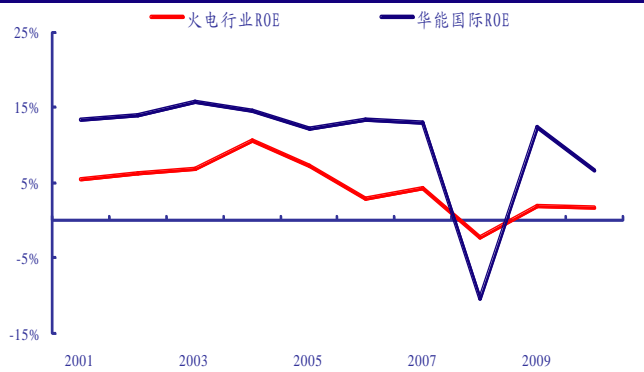
公司盈利能力突出。历年来，公司毛利率、ROE 均明显高于行业平均水平。这主要得益于公司优秀的管理团队、装机区位优势、以及机组大型化效率高。

图 3: 公司与火电行业毛利率对比



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

图 4: 公司与火电行业 ROE 对比



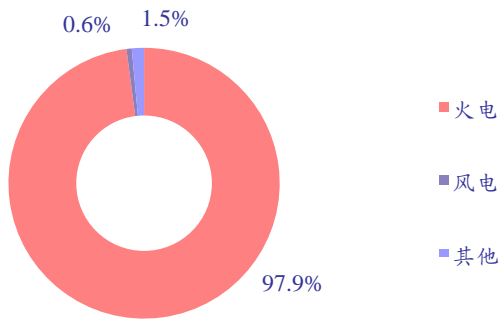
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

## 1、火电为主，业绩弹性大

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

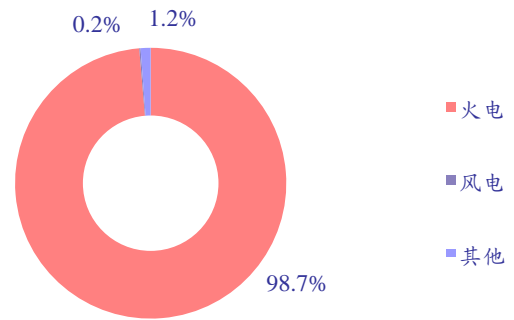
自 2007 年向华能集团转让华能四川水电公司控股权后，公司的电力项目基本由燃煤、燃气机组构成。2008 年之后，公司逐步涉足风电开发，但所占公司总规模比重较小。公司发电类型基本为火电。截至 2011 年 10 月 20 日，公司火电装机容量约 5263 万千瓦，占公司可控总装机容量比例达 97.9%。2011 年全年火电发电量约 3093 亿千瓦时，占公司总发电量的 98.7%。

图 5: 截至 11 年 10 月 20 日装机结构



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

图 6: 2011 年全年发电量结构

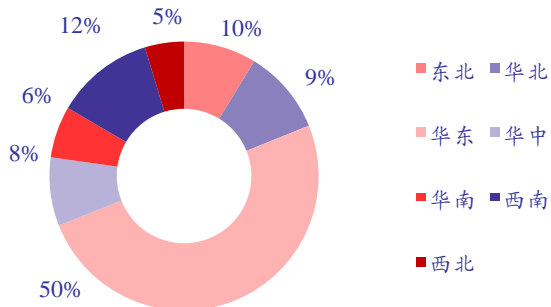


资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

## 2、区位优势突出，高电价、高利用率

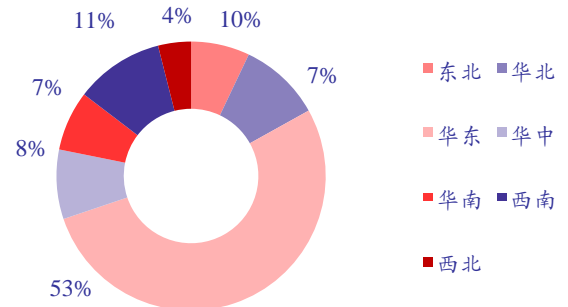
公司机组主要分布在沿海地区，具有高利用率，高电价，下水煤占比高的特征。2011 年公司在沿海布局的火电厂的可控装机容量占公司境内可控火电总装机容量的 66%；沿海地区的可控火电机组发电量占公司境内火电总发电量的 69%。

图 7: 截至 11 年 10 月 20 日境内可控火电装机区域结构



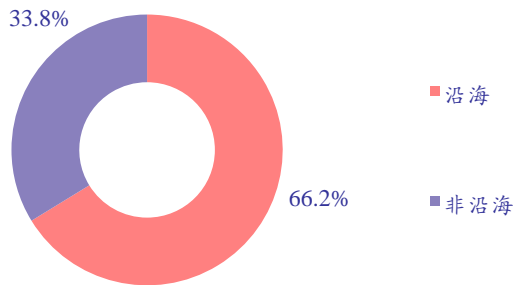
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

图 8: 2011 年全年境内火电发电量区域结构



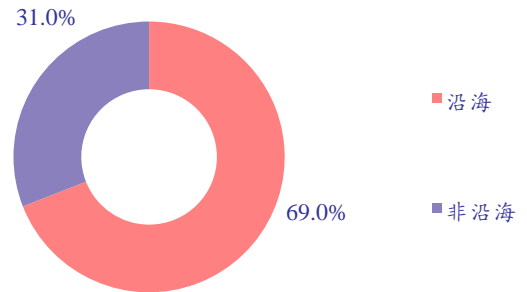
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

图 9: 截至 11 年 10 月 20 日境内可控火电装机沿海地区占比



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

图 10: 2011 年全年境内火电发电量沿海地区占比

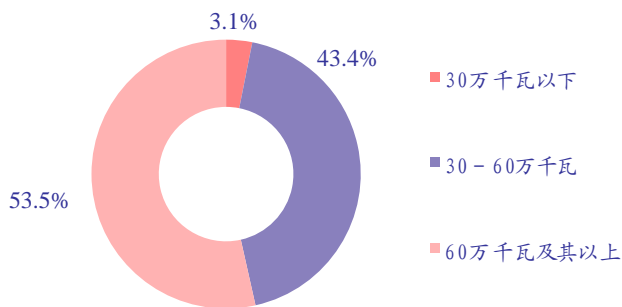


资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

### 3、大容量，高效率机组

公司火电装机容量大型化: 截至 2011 年 10 月 20 日, 30 万千瓦及其以上的火电装机占火电总装机容量高达 96.9%, 60 万千瓦及其以上的火电装机占火电总装机容量的 43.4%。

图 11: 截至 11 年 10 月 20 日装机规模结构



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

综合上述特征, 公司在火电行业中具有突出优势。我们预计 2012 年火电行业经营环境将发生重大改善, 公司基本面有望显著改善。

## 二、经营环境重大改善: 电价改革渐行渐近, 煤价疲软

### (一) 电价改革重启之年

电价体制改革的主题将贯穿 2012 年全年, 是电力投资机会的终极体现。近期, 我们关注到电价改革的一些新信息:

第一, 2 月 15 日国务院召开常务会议, 研究部署 2012 年深化经济体制改革重点工作。其中明确提出深化电力价格改革。

第二, 2 月 13 日国务院发布 2012 年第二号文件, 即《国务院关于进一步促进贵州经济社会又好又快发展的若干意见》。其中明确提出, 推进资源要素市场化改革, 在贵州率先开展全

国电力价格改革试点,探索发电企业与电力用户直接交易方式方法,理顺煤电等产品价格关系,适时调整西电东送电价。

第三,中电联提出了未来十年的电价改革路径:2011-2013年实施并完善煤电(气电)联动机制;发电上网实行两部制电价;研究制定独立的输配电价实施细则,为独立的输配电价机制奠定基础,选择改革试点;继续开展大用户直供试点;推进分时电价和阶梯电价;提高电价水平。

我们认为2012年是电价改革的重启之年,随着资源价格传导关系的理顺,火电行业的盈利基础将进一步夯实。

## (二) 煤价疲软,价格压力从沿海向坑口传导

煤价继续疲软,并开始从沿海向坑口传导。2月以来秦皇岛煤炭库存持续增长,煤炭供需宽松,港口煤价持续下跌。内蒙、山西、淮南等地的坑口煤价也开始下跌。原因是:

(1) 取暖用煤用电需求将退出市场。进入3月后,北方地区冬季取暖用煤将退出市场需求,南方地区因天气原因而增加的居民取暖用电需求也将减退。

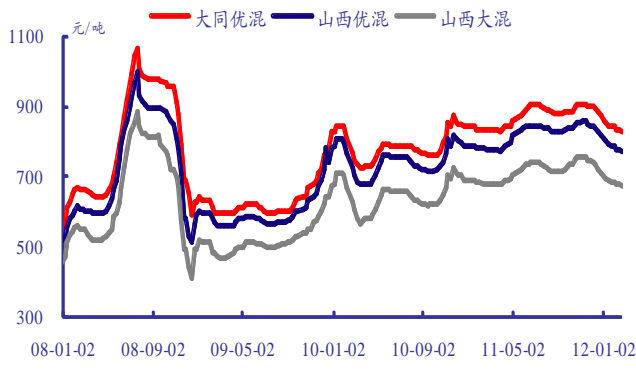
(2) 煤矿复工,供给增加。春节前煤矿一般会放假停产,供给减少。春节后,煤矿陆续复工,供给增加。

(3) 价格传导。沿海地区因供销渠道通畅,供需信息透明,价格市场化程度高且敏感,目前下水煤价格的持续下跌既反映出煤炭需求的疲软,也反映出经销商信心不足。这种信号将逐步向上游铁路直达煤地区和坑口煤地区传导。煤价将由沿海到内陆依次下跌。

从目前情况看,秦皇岛港煤炭库存持续高位运行。2月28日,秦皇岛港煤炭库存合计830万吨,较上月增加10%,较去年同期增加8%。库存增加对煤价形成压力。

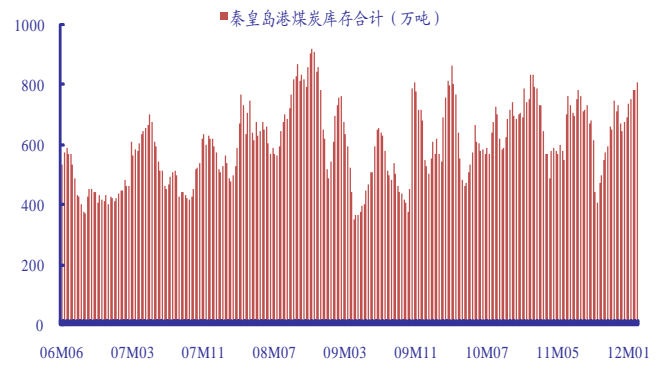
2月27日,秦皇岛港大同优混(6,000大卡)平仓中间价825元/吨,与上周持平;较去年同期下降5元/吨(-0.6%)。山西优混(5,500大卡)平仓中间价770元/吨,与上周持平;较去年同期下降5元/吨(-0.7%)。山西大混(5,000大卡)平仓中间价665元/吨,较上周价格下降5元/吨(-1.0%);较去年同期下降15元/吨(-2.2%)。2011年12月以来下水煤价持续下跌的趋势非常明显。

图 12: 秦皇岛动力煤价格变动情况



资料来源: 煤炭资源网, 中国银河证券研究部

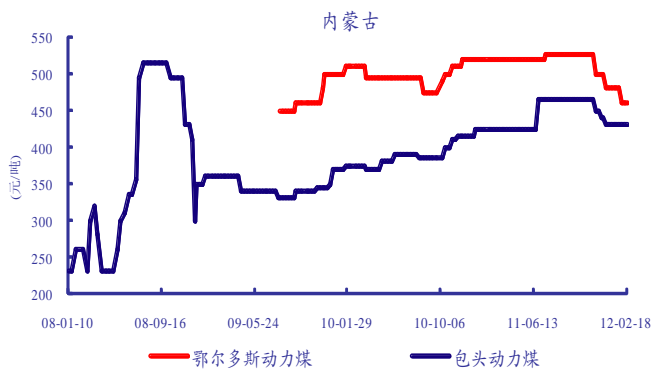
图 13: 秦皇岛煤炭库存变化情况



资料来源: 煤炭资源网, 中国银河证券研究部

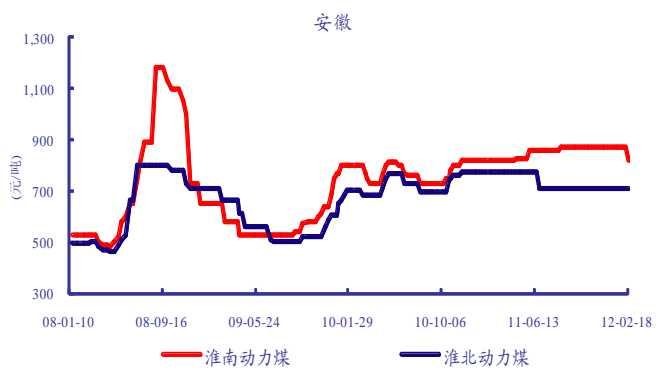
国内坑口煤价格开始松动。进入 2 月份, 内蒙古鄂尔多斯动力煤坑口价从 480 元/吨下降 20 元至 460 元/吨, 降幅 4.17%; 山西大同动力煤车板价从 725 元/吨下降 5 元至 720 元/吨, 降幅 0.69%; 2 月 20 日安徽淮南动力煤车板价从前一周的 870 元/吨下降 50 元至 820 元/吨, 降幅 5.75%。

图 14: 内蒙古动力煤价格变动情况



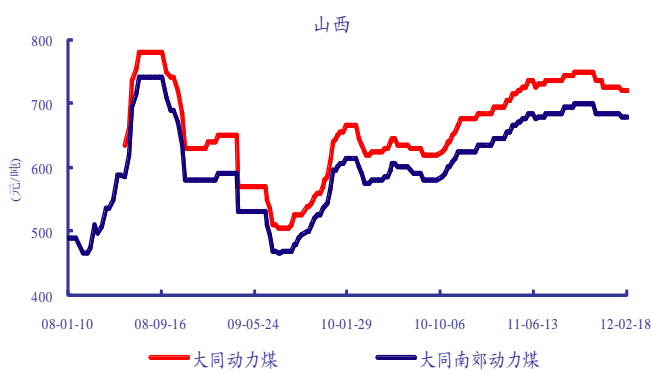
资料来源: 煤炭资源网, 中国银河证券研究部

图 15: 安徽动力煤价格变动情况



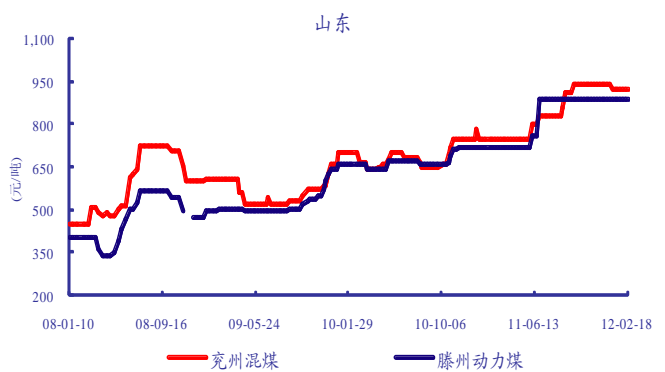
资料来源: 煤炭资源网, 中国银河证券研究部

图 16: 山西动力煤价格变动情况



资料来源: 煤炭资源网, 中国银河证券研究部

图 17: 山东动力煤价格变动情况



资料来源: 煤炭资源网, 中国银河证券研究部

### （三）“煤-电”产业再平衡

“煤-电”产业再平衡。在电价管制的情境下，“煤-电”两个上下游产业的景气度此消彼长。从2002年前的电力高景气，到2003至今的煤炭高景气、电力度日艰难恰恰完成了一个长周期的循环。从长期角度看，两个极其重要的能源产业矛盾激化对产业发展、乃至国家利益都是不利的。国家正在采取措施对“煤-电”产业进行再平衡。电力行业进入一个盈利回升的长周期。

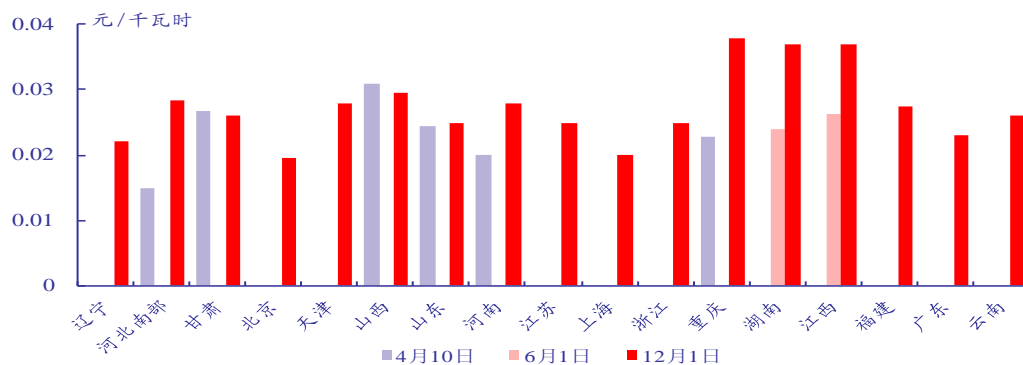
## 三、公司业绩对电价、煤价敏感性强

### （一）上网电价和煤价假设

#### 1、上网电价

2011年发改委先后于4月10日、6月1日、12月1日三次上调上网电价，公司上网电价水平显著提升。通过加权公司分地区发电量，我们预计2012年，因电价翘尾因素，公司平均上网电价比2011年提高6.5%。

图 18: 2011 年公司分地区上网电价上调幅度



资料来源：公司网站，中国银河证券研究部

#### 2、煤价

按照公司燃料合同类型，我们可以将公司的煤炭分为重点合同煤和市场煤。考虑到兑现率的因素，2011年公司重点合同煤占比为42%，市场煤占比为58%。我们假设2012年公司重点合同煤均价上涨5%，市场煤均价下降3.5%，则公司2012年综合煤价无变化。

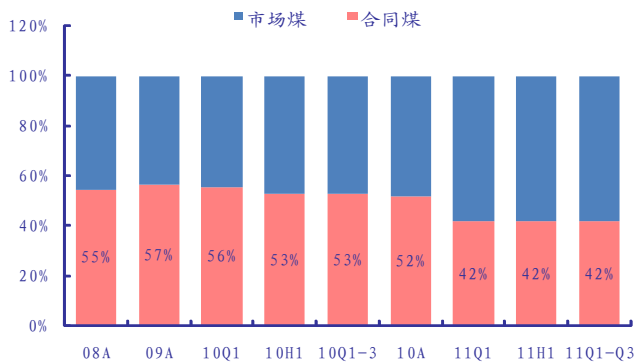
表 1: 公司燃料价格测算假设

类型	占比	2012 年均价变化
重点合同煤	42%	5%
市场煤	58%	-3.5%
综合煤价		0%

资料来源：中国银河证券研究部

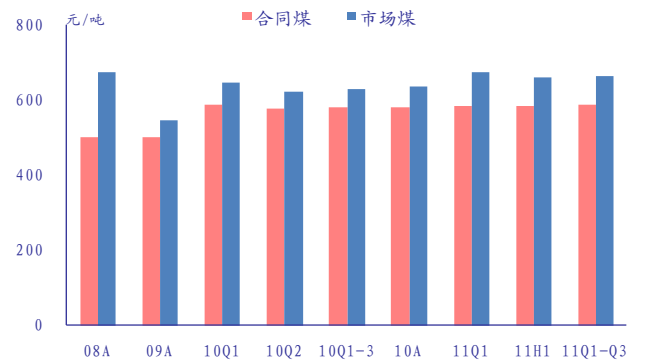


图 19: 公司不同类型燃煤占比



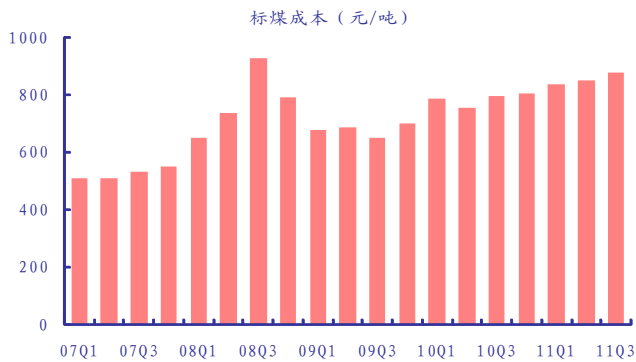
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

图 20: 公司不同类型燃煤价格



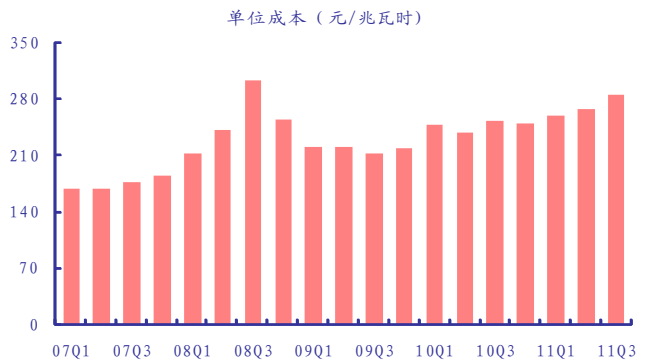
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

图 21: 公司燃料成本



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

图 22: 公司单位燃料成本



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

## (二) 业绩敏感性极高

公司对电价、煤价的敏感性极高。电价、煤价、利用率三要素的业绩敏感性基本为 3.3: 2.4: 1。即当上网电价上调 1%时, 公司每股收益增加 0.07 元; 当煤价均价下跌 1%时, 公司每股收益增加 0.05 元; 当利用率增加 1%时, 公司每股收益增加 0.02 元。

公司业绩对煤价的敏感性远超过利用率的影响, 因此现阶段我们不必担心用电需求下降对业绩的伤害。理由是: 当用电需求下降时, 必然与之相伴的是煤炭需求下降, 进而是煤炭价格下跌。假设利用率和煤价同比例下跌, 此时公司的盈利反而上升。因此公司业绩的逆周期性非常明显。

表 2: 上网电价、煤价均价对业绩的敏感性分析

每股收益		上网电价均价				
		4.5%	5.5%	6.5%	7.5%	8.5%
煤价均价	-4.0%	0.51	0.58	0.64	0.71	0.78
	-2.0%	0.41	0.48	0.55	0.61	0.68
	0.0%	0.32	0.38	0.45	0.52	0.58
	2.0%	0.22	0.29	0.35	0.42	0.49

4.0%	0.12	0.19	0.26	0.32	0.39
------	------	------	------	------	------

资料来源：中国银河证券研究部

表 3: 利用率、煤价均价对业绩的敏感性分析

每股收益		利用率				
		0%	1%	2%	3%	4%
煤价均价	-4.0%	0.60	0.62	0.64	0.66	0.69
	-2.0%	0.50	0.52	0.55	0.57	0.59
	0.0%	0.41	0.43	0.45	0.47	0.49
	2.0%	0.31	0.33	0.35	0.37	0.39
	4.0%	0.22	0.24	0.26	0.27	0.29

资料来源：中国银河证券研究部

## 四、盈利预测与投资建议

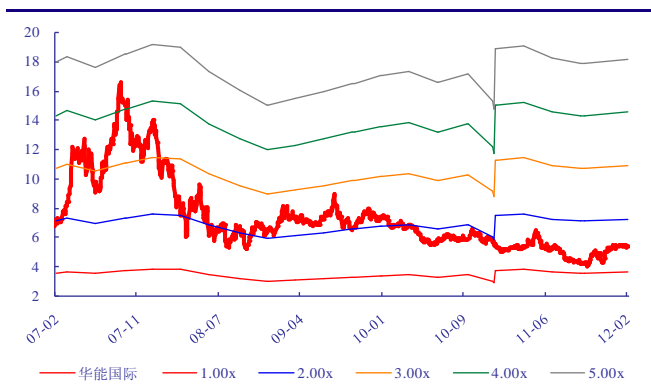
### 关键假设

- (1) 装机规模：2011-2013 年装机容量变化幅度分别为 14%、4%和 2%。
- (2) 机组利用率：2011-2013 年发电机组利用率的变化幅度分别为 2%、1%和 0%。
- (3) 上网电价：因电价上调和售电结构变化，2011-2013 年上网电价的变化幅度分别为 2.5%、6.5%和 0%。
- (4) 煤价：2011-2013 年煤价均价变化幅度分别为 10%、0%和-2%

我们乐观预计 2011-2013 年公司每股收益分别为 0.12 元、0.45 元和 0.56 元。

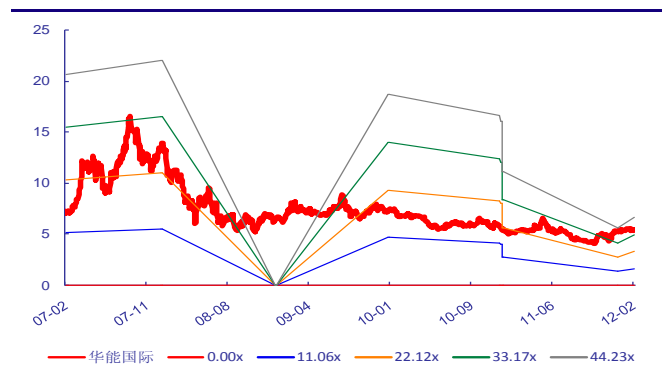
公司盈利能力预计将显著回升，2012 年动态市盈率 12 倍，2013 年动态市盈率仅为 10 倍，市净率为 1.5 倍，估值具有吸引力。我们维持对公司“推荐”的投资评级。

图 23: 华能国际历史 PB Band



资料来源：wind，中国银河证券研究部

图 24: 华能国际历史 PE Band



资料来源：wind，中国银河证券研究部

**表 4: 财务报表预测**

单位: 百万元

资产负债表						利润表					
	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	5452	9548	7754	8915	9147	营业收入	79742	104308	129239	148588	152446
应收票据	352	637	71	81	84	营业成本	66961	92818	117194	129054	131247
应收账款	9691	10273	15579	17505	17542	营业税金及附加	166	148	284	327	335
预付款项	1024	1229	1229	1229	1229	销售费用	3	4	0	0	0
其他应收款	1183	1603	1986	2283	2343	管理费用	2360	2724	2997	3446	3791
存货	4084	5190	6422	7071	7192	财务费用	4435	5106	7641	8390	7972
其他流动资产	188	214	214	214	214	资产减值损失	659	29	0	0	0
长期股权投资	9550	11983	11983	11983	11983	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	108769	123653	135780	146861	149261	投资收益	809	632	600	600	800
在建工程	23637	26243	26243	26243	26243	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	8765	6015	6015	6015	6015	营业利润	5933	4122	1723	7971	9900
无形资产	7086	7507	7137	6766	6395	营业外入净额	116	471	400	300	300
长期待摊费用	164	154	146	137	127	税前利润	6050	4593	2123	8271	10200
资产总计	193997	223953	240262	255008	257476	减: 所得税	657	913	425	1654	2040
短期借款	24730	44047	50503	52913	44961	净利润	5393	3680	1698	6617	8160
应付票据	71	75	96	106	108	母公司净利润	5081	3544	1630	6352	7915
应付账款	4315	5340	7064	7779	7911	少数股东损益	312	136	68	265	245
预收款项	103	138	138	138	138	基本每股收益(元)	0.42	0.25	0.12	0.45	0.56
应付职工薪酬	291	271	271	271	271	稀释每股收益(元)	0.42	0.25	0.12	0.45	0.56
应交税费	-1544	-2017	-2017	-2017	-2017						
其他应付款	8375	12237	12237	12237	12237	<b>财务指标</b>	<b>2009A</b>	<b>2010A</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
其他流动负债	10456	5526	5526	5526	5526	成长性					
长期借款	71267	65185	72085	78985	83485	营收增长率	18%	31%	24%	15%	3%
预计负债	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	-	-	2%	80%	8%
负债合计	145280	163094	178194	188229	184911	净利润增长率	-	-	-54%	290%	25%
股东权益合计	48717	60859	62068	66779	72565	盈利性					
						销售毛利率	16%	11%	9%	13%	14%
<b>现金流量表</b>	<b>2009A</b>	<b>2010A</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	销售净利率	7%	4%	1%	4%	5%
净利润	5393	3680	1698	6617	8160	ROE	12%	7%	3%	11%	12%
折旧与摊销	9233	10330	11265	12312	12994	ROIC	5%	3%	3%	6%	6%
经营现金流	15989	18067	15394	24560	28242	估值倍数					
投资现金流	-25611	-26981	-22413	-22413	-14213	PE	18.03	22.05	47.33	12.15	9.75
融资现金流	8764	13063	5226	-986	-13798	P/B	2.60	1.48	1.43	1.32	1.21
现金净变动	-858	4150	-1794	1161	231	P/S	1.15	0.75	0.60	0.52	0.51
期初现金余额	5766	5452	9548	7754	8915	股息收益率	1.32%	3.78%	0.63%	2.47%	3.08%
期末现金余额	4908	9602	7754	8915	9147						

资料来源: 中国银河证券研究部

## 插图目录

图 1: 公司权益装机容量及增速变化 .....	1
图 2: 公司发电量及增速变化 .....	1
图 3: 公司与火电行业毛利率对比 .....	1
图 4: 公司与火电行业 ROE 对比 .....	1
图 5: 截至 11 年 10 月 20 日装机结构 .....	2
图 6: 2011 年全年发电量结构 .....	2
图 7: 截至 11 年 10 月 20 日境内可控火电装机区域结构 .....	2
图 8: 2011 年全年境内火电发电量区域结构 .....	2
图 9: 截至 11 年 10 月 20 日境内可控火电装机沿海地区占比 .....	3
图 10: 2011 年全年境内火电发电量沿海地区占比 .....	3
图 11: 截至 11 年 10 月 20 日装机规模结构 .....	3
图 12: 秦皇岛动力煤价格变动情况 .....	5
图 13: 秦皇岛煤炭库存变化情况 .....	5
图 14: 内蒙古动力煤价格变动情况 .....	5
图 15: 安徽动力煤价格变动情况 .....	5
图 16: 山西动力煤价格变动情况 .....	5
图 17: 山东动力煤价格变动情况 .....	5
图 18: 2011 年公司分地区上网电价上调幅度 .....	6
图 19: 公司不同类型燃煤占比 .....	7
图 20: 公司不同类型燃煤价格 .....	7
图 21: 公司燃料成本 .....	7
图 22: 公司单位燃料成本 .....	7
图 23: 华能国际历史 PB Band .....	8
图 24: 华能国际历史 PE Band .....	8

## 表格目录

表 1: 公司燃料价格测算假设 .....	6
表 2: 上网电价、煤价均价对业绩的敏感性分析 .....	7
表 3: 利用率、煤价均价对业绩的敏感性分析 .....	8
表 4: 财务报表预测 .....	9

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**邹序元，电力行业分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 [fuchuxiong@chinastock.com.cn](mailto:fuchuxiong@chinastock.com.cn)

上海地区：于淼 021-20257811 [yumiao\\_jg@chinastock.com.cn](mailto:yumiao_jg@chinastock.com.cn)

深广地区：詹璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)