

## 国内外市场齐头并进的水利水电建设领军企业

### 投资要点:

- **公司是技术实力与市场占有率领先的国内大型水电水利建设主导者。**公司主发起人中国水电集团创建于1950年代,是中国规模最大、实力最强、行业影响力最大的水利水电建设企业,公司主要资产即从中国水电集团继承而来。国内水利水电市场目前具有施工总承包特级资质的10家企业中,有8家公司和其下属全资子公司,公司在国内市场的占有率在60%左右,长期以来一直是国内的水利水电工程龙头施工企业。
- **国内水电建设市场平稳增长、防洪调水及流域治理领域方兴未艾。**水电建设方面,我国目前水能资源的利用率仅为39%,与世界发达国家相比处于较低水平;在妥善解决生态、移民等基础上,预计到2020年国内常规水电及抽水蓄能新增装机将在1.6亿千瓦左右,较过去10年有15%左右增长。水利设施方面,未来年均4000亿元的水利基建投资较“十一五”年均1700亿元水平增幅明显,公司在防洪调水、流域治理等大型水利枢纽项目上的受益机会明显。
- **公司海外水电建设竞争优势明显,国内政策支持力度有望进一步加大。**我国水电等电力工程在海外市场的技术、成本等综合竞争优势明显;同时,随着当前国内政策在信贷、出口信用保险等方面对优势工程企业“走出去”的政策支持力度进一步加大,预计3年后盈利能力较高的海外施工收入在公司工程板块的占比将从目前的27%提升至35%左右,利润贡献有望接近50%。
- **建议询价区间5.33-5.66元。**公司目前在手新签合同充沛,新签合同稳步增长,预计公司2011-2013年发行摊薄后的EPS分别为0.41、0.50和0.61元。我们认为公司估值水平可高于冶金、房建工程企业,而与葛洲坝等同类公司相近。建议按葛洲坝估值水平小幅折让(折让10%-20%)进行申购,即按公司2011年发行摊薄后EPS取13.0-13.8倍的PE估值,建议询价区间为5.33-5.66元。

### 主要财务指标

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	75,540	101,494	121,487	142,172	165,778
增长率	24.3%	34.4%	19.7%	17.0%	16.6%
EBITDA(百万元)	7,478	9,274	10,930	13,055	15,324
净利润(百万元)	2,290	2,911	4,105	5,021	6,170
增长率	80.9%	27.1%	41.0%	22.3%	22.9%
摊薄EPS(元)	0.23	0.29	0.41	0.50	0.61

资料来源:中国银河证券研究部

中国水电(601669.SH)

首次公开发行

建议询价区间 5.33-5.66 元

### 分析师

罗泽兵

☎: (8621) 2025 2670

✉: luozebing@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511090003

### 股本结构

发行前总股本(百万股)	6,600
A股发行(百万股)	3,500
发行后总股本(百万股)	10,100

### 发行日期基本信息

初步询价	9.20-9.22
确定发行价格区间	9.23
网下申购缴及网上申购	9.26-9.27
网下申购多余款项退还	9.29

## 正文目录

<b>1、公司概况</b> .....	<b>1</b>
1.1 公司是国内大型水电水利建设的主力军 .....	1
1.2 公司股权及组织结构简介 .....	2
<b>2、公司所处行业特点及未来发展战略分析</b> .....	<b>3</b>
2.1 国内水电建设市场平稳增长、防洪调水及流域治理领域方兴未艾 .....	3
2.2.1 未来 10 年国内水电新增装机规模仍有 15%以上的增长潜力 .....	3
2.2.2 防洪调水、江河流域治理的投资规模正处于快速上升阶段.....	4
2.2 公司海外水电建设竞争优势明显，国内政策支持力度有望进一步加大 .....	5
2.2.1 中国工程企业正处于比较优势明显、同时国家“走出去”政策大力推动的阶段 .....	5
2.2.2 公司海外业务快速扩张，海外收入有望实现 20%左右的复合增速 .....	6
2.3 电力投资与运营是公司未来投资领域的主要发展方向 .....	8
<b>3、募投项目分析</b> .....	<b>9</b>
<b>4、盈利预测及估值</b> .....	<b>9</b>

## 图表目录

图 1 2010 年公司营业收入业务分布 .....	1
图 2 2010 年公司营业利润业务分布 .....	1
图 3 公司营业收入变化 (2008-2011H1) .....	2
图 4 公司工程施工营业收入变化 (2008-2011H1) .....	2
图 5 公司发行后股权结构 .....	2
图 6 公司工程承包施工业务板块下属公司 .....	3
图 7 1997 年以来国内水电装机容量历年增量 .....	4
图 8 2000 年以来国内能源消费总量中一次性能源的比例 .....	4
图 9 2004 年以来国内水利基础建设投资额及增速 .....	5
图 10 我国对外承包工程新签合同额变化 (1990-2010) .....	5
图 11 我国对外承包工程完成额变化 (1990-2010) .....	5
图 12 2010 年我国对外承包工程新签合同额行业分布 .....	6
图 13 电力工业对外工程承包新签合同额变化 (2008-2010) .....	6
图 14 国开行贷款余额变化 (2007-2010) .....	6
图 15 进出口银行贷款额度分类变化 (2006-2009) .....	6
图 16 公司海外新签合同变化 (2008-2011H1) .....	7
图 17 公司海外营业收入变化 (2008-2010H1) .....	7
图 18 公司海外新签合同的工程类型分布 (2008-2011H1) .....	7
图 19 公司海外业务和国内业务毛利率对比 .....	7
图 20 电力投资与运营营业收入和营业利润变化 (2008-2011H1) .....	8
图 21 公司电站装机容量变化 (2008-2010H1) .....	8
图 22 公司电站发电量和上网电量变化 (2008-2010H1) .....	8
表 1 公司募投项目简表 .....	9
表 2 公司各板块收入预测 .....	9
表 3 公司各板块毛利率预测 .....	10
表 4 公司盈利预测表 .....	10
表 5 市值规模相近的可比建筑公司估值水平 .....	11

## 1、公司概况

### 1.1 公司是国内大型水电水利建设的主力军

中国水利水电建设股份有限公司（以下简称中国水电）于2009年12月由中国水电集团联合中水顾问集团联合发起成立。其中公司主发起人中国水电集团创建于1950年代，是中国规模最大、实力最强、行业影响力最大的水利水电建设企业。中国水电集团以持有的有关资产和下属28家企业股权出资，占总出资额的99%。同时，出于深化电力体制改革的需要，目前国资委拟将国家电网公司、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。从产业链整合的角度出发，预计中国水电成功上市后中水顾问集团及相关电建企业的资产也将逐步置入上市公司平台。

中国水电目前具有工程总承包、工程设备招标方面的特级或一级资质，其中全国现有水利水电施工总承包特级资质的10家企业中，有8家公司和其下属全资子公司。公司还具有房地产开发一级资质、公路工程施工总承包特级资质、机场场道工程专业承包一级资质等。同时公司还是中国对外承包工程商会首批“对外承包工程和劳务合作信用等级评价”AAA级信用企业。

公司从二十世纪五十年代以来建设了中国65%以上的大中型水电站和水利枢纽工程，长期以来一直是国内的水利水电工程龙头施工企业。2011年8月，在最新的美国新闻工程实录（ENR）国际225强工程承包商榜单中，中国水电总营收排名第15，海外营收排名第24位，分别较去年上升11位和17位。

公司业务主要分为工程承包、电力投资与运营、设备制造与租赁和房地产开发四大板块，其中工程承包是公司的核心业务。2010年工程承包业务占据了公司90%左右的收入和3/4的利润来源。

图1 2010年公司营业收入业务分布

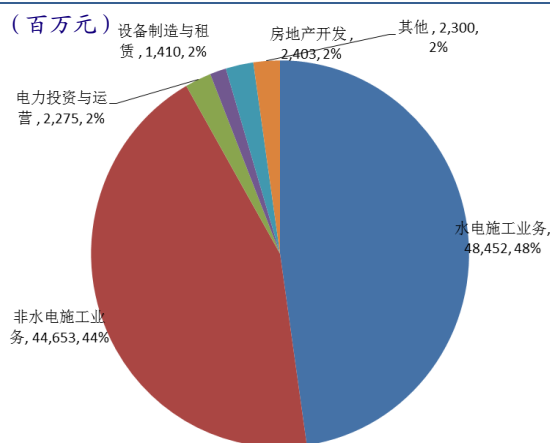
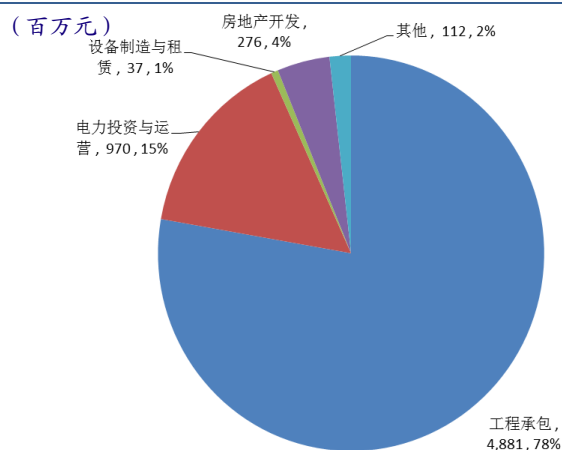


图2 2010年公司营业利润业务分布



资料来源：招股说明书

资料来源：招股说明书

08年以来公司营业收入增长迅速,2010年营业收入达1014.94亿元,2008年至2010年复合增速达29%。在公司工程承包收入中,水利水电、非水利水电业务目前呈均分之势,2010年两块业务分别占工程承包总收入的52%和48%。

图3 公司营业收入变化(2008-2011H1)

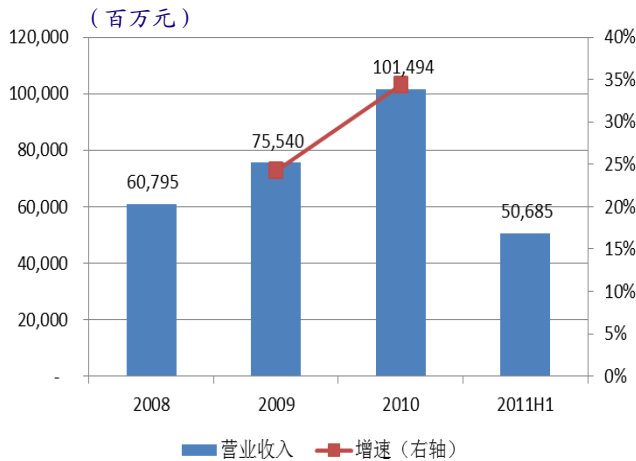
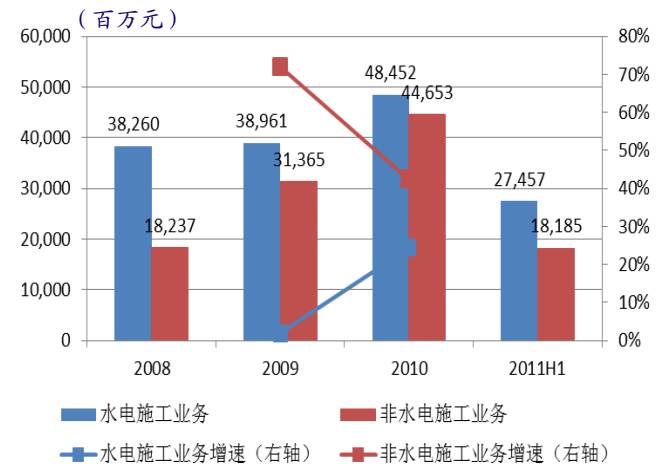


图4 公司工程施工营业收入变化(2008-2011H1)



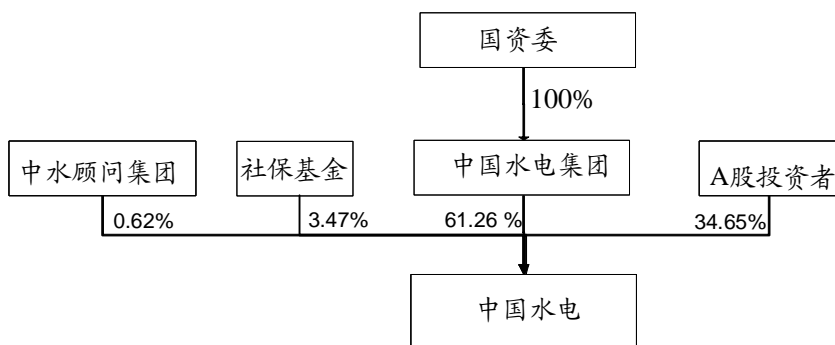
资料来源: 招股说明书

资料来源: 招股说明书

## 1.2 公司股权及组织结构简介

公司发行前公司共有66亿股,其中中国水电集团和中水顾问集团分别持有99%和1%。本次发行35亿股,发行后总股本101亿股。发行后预计公司股东结构如下表:

图5 公司发行后股权结构

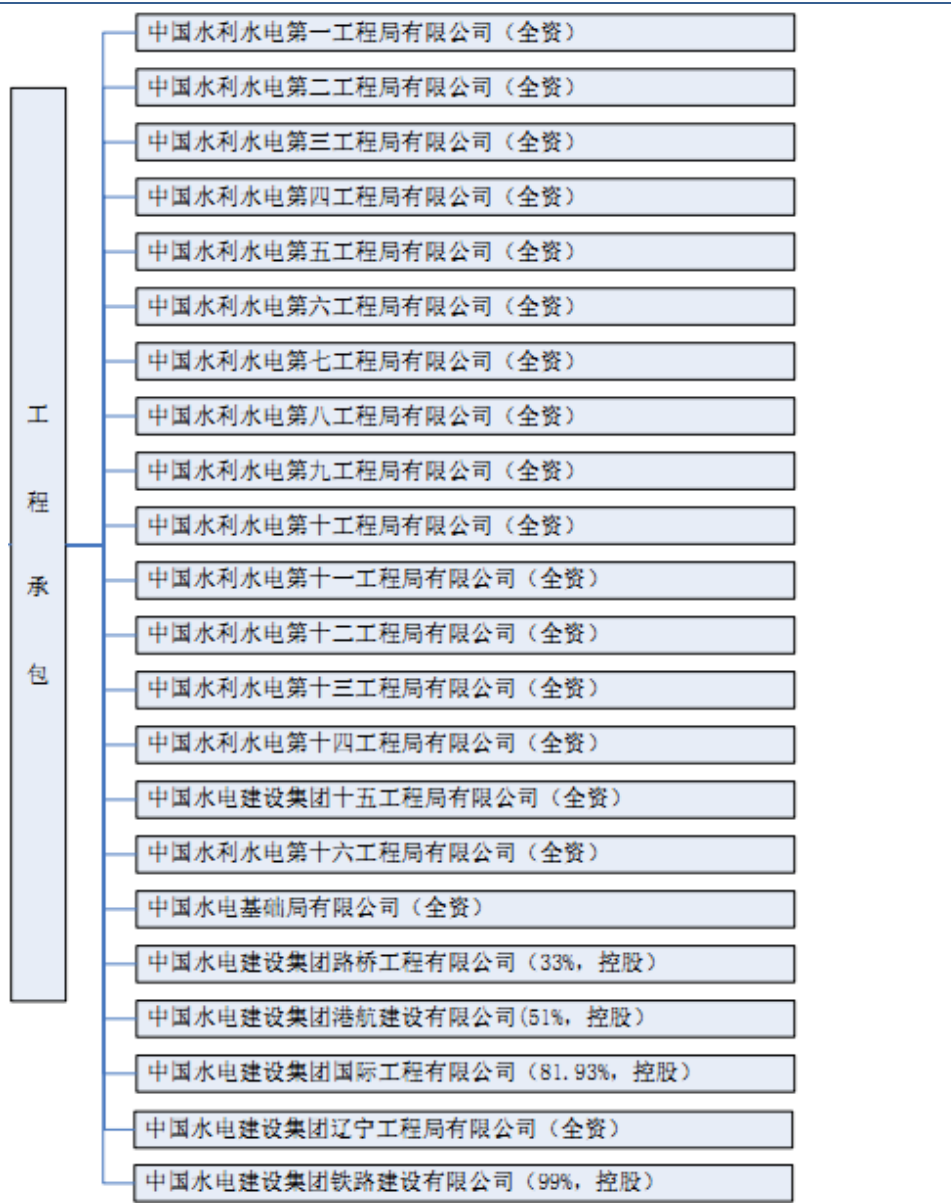


资料来源: 招股说明书

公司四大板块旗下共有30个控股子公司,其中工程承包板块22个。这些工程局和控股子公司各具专业特色,地理布局广泛,其中利润贡献最大的五局、七局、十局和十四局等主要位于水利资源丰富的西南地区。

国际业务方面,公司旗下的国际工程公司是承担海外业务的主要载体之一,2010年国际工程公司实现净利润5.35亿元,占当年公司净利润总额的18.4%。

图 6 公司工程承包施工业务板块下属公司



资料来源：招股说明书

## 2、公司所处行业特点及未来发展战略分析

### 2.1 国内水电建设市场平稳增长、防洪调水及流域治理领域方兴未艾

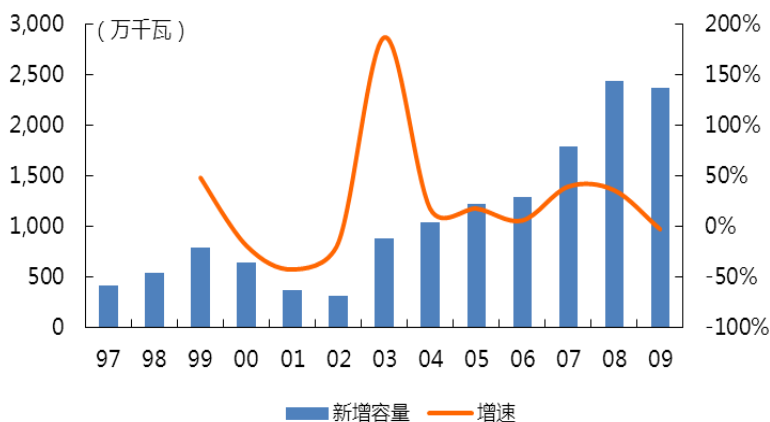
#### 2.2.1 未来 10 年国内水电新增装机规模仍有 15%以上的增长潜力

“十五”、“十一五”期间国内水电装机容量经历了一个快速发展期，到 2010 年底我国水电装机容量为 2.134 亿千瓦，过去 10 年间新增发电装机容量 1.4 亿千瓦。我国目前水能资源的利用率为 39%，与世界发达国家相比仍处于较低水平。在妥善解决生态、移民、地质灾害等

一系列环境与社会问题的基础上，我国的水电开发利用空间还很大，需要加快推进。同时，水电作为一种主要的清洁能源，对于实现我国向国际社会作出的“到 2020 年非化石能源占一次能源消费比重达到 15% 左右”的承诺也具有决定性意义（目前国内非化石能源占比仅为 7.8%）。

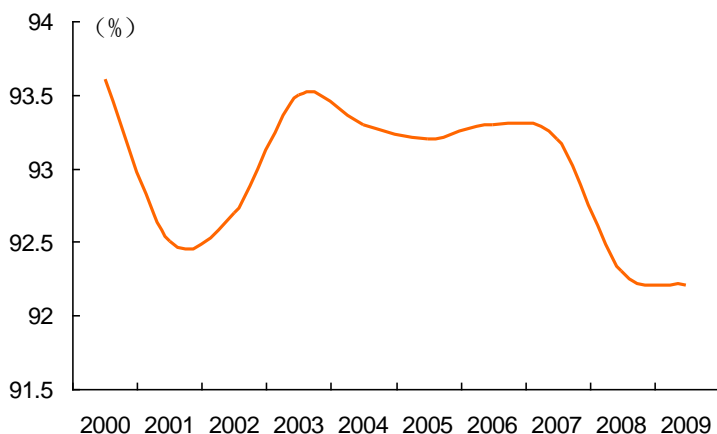
根据中电联提交的电力“十二五”规划，到 2020 年全国常规水电装机预计将达 3.3 亿千瓦左右，较 2010 年水平增加 1.2 亿千瓦；同时，抽水蓄能电站到 2020 年也将规划新增装机容量 4000 万千瓦左右。则未来 10 年国内水电新增装机将在 1.6 亿千瓦以上，较过去 10 年继续稳步增长。

图 7 1997 年以来国内水电装机容量历年增量



资料来源：CEIC

图 8 2000 年以来国内能源消费总量中一次性能源的比例



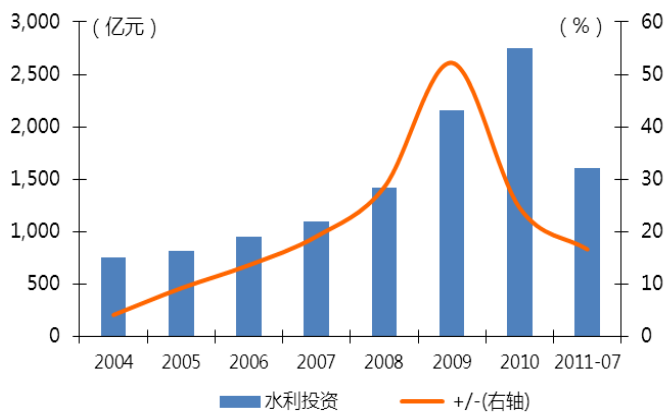
资料来源：CEIC

### 2.2.2 防洪调水、江河流域治理的投资规模正处于快速上升阶段

水利基础设施过去 10 年间投入规模相对其他基建领域有所落后，2010 年国内水利基建完成投资 2750 亿元，仅相当于铁路投资的 40%，病损水库维修、防洪调水和流域综合治理已显迫切，并得到中央的重视。

按照目前中央对水利基础设施的倾斜发展政策,未来5年水利方面的年均投资将达到4000亿元,而过去5年间的年均投资仅为1670亿元,这方面的投资规模将有明显上升。公司将主要参与3类大型水利工程:大型防洪和供水工程、调水工程、大江大河的流域治理。这3类大型工程的年市场容量占全部水利基建投资的20%左右,按公司50-60%左右的传统份额计算,这一领域未来每年将为公司贡献潜在订单400-450亿元左右。

图9 2004年以来国内水利基础建设投资额及增速



资料来源: wind

## 2.2 公司海外水电建设竞争优势明显, 国内政策支持力度有望进一步加大

### 2.2.1 中国工程企业正处于比较优势明显、同时国家“走出去”政策大力推动的阶段

在06年启动的“走出去”战略支持下,我国对外承包工程发展迅速。2010年新签合同额和业务完成额分别达到创纪录的1344亿美元和922亿美元,06年以来复合增速分别达到了20%和30%以上。

图10 我国对外承包工程新签合同额变化(1990-2010)

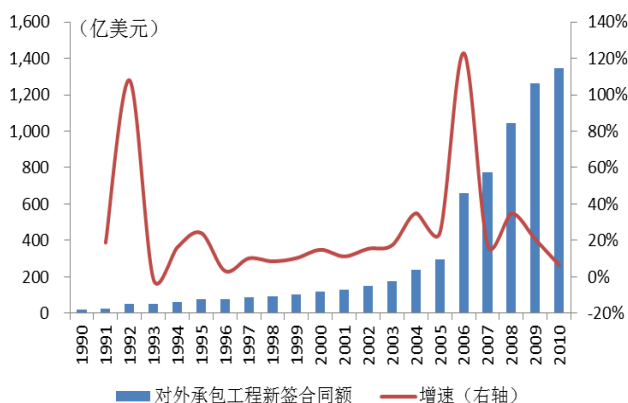
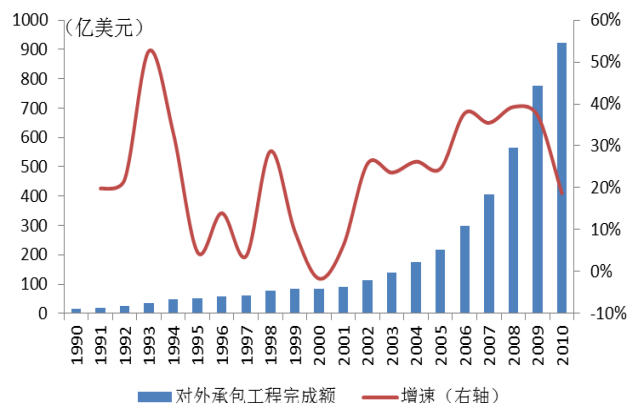


图11 我国对外承包工程完成额变化(1990-2010)



资料来源: wind, 国家统计局年鉴

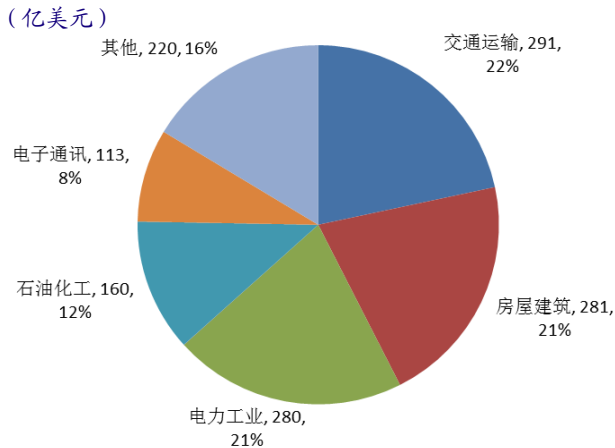
资料来源: wind, 国家统计局年鉴

我国水电等电力工程在海外市场的技术、成本等综合竞争优势明显, 目前是我国对外承包



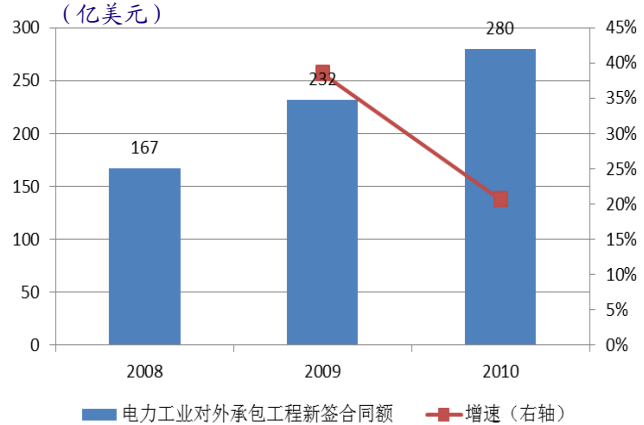
工程的3大板块核心之一。2010年我国电力工程对外承包工程新签合同额达280亿美元，占当年外承包工程新签额的21%。从增速上看，2008-2010年，我国电力工程的对外承包业务新签合同额复合增速达29.3%，也实现连续的快速增长。

图 12 2010 年我国对外承包工程新签合同额行业分布



资料来源：商务部

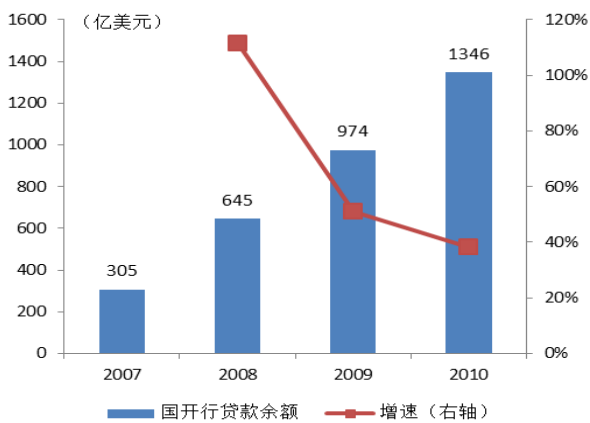
图 13 电力工业对外工程承包新签合同额变化 (2008-2010)



资料来源：商务部

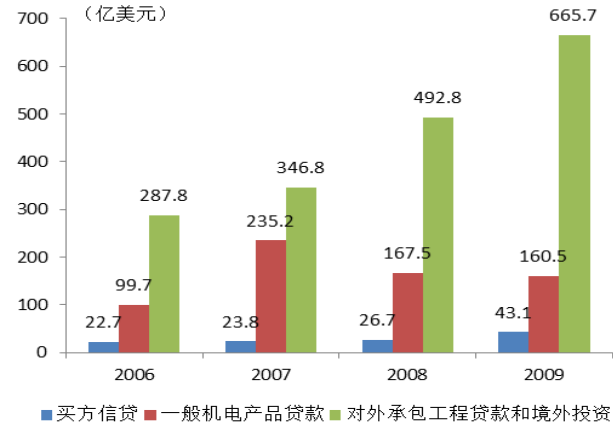
国内政策方面，我国对外建筑工程在政策支持上逐渐加强，从两大对外投资政策性银行贷款额度来看，近几年都呈迅速增长的趋势。2010年国开行贷款余额为1246亿美元，07年至10年复合增速达到64%。进出口银行，2009年其对外承包工程贷款和买方信贷两方面的发放额达到708.8亿美元，在06至09年也实现了31.7%的复合增速水平。

图 14 国开行贷款余额变化 (2007-2010)



资料来源：国开行年报

图 15 进出口银行贷款额度分类变化 (2006-2009)



资料来源：进出口银行年报

## 2.2.2 公司海外业务快速扩张，海外收入有望实现 20%左右的复合增速

公司海外承包工程发展迅速。2010年海外工程新签合同为457亿元，较09年增长51%，08-10年复合增速达31.1%。与之相对应，2010年海外工程收入达到263亿元，截至2011年中公司海外市场的未完工合同为905亿元，公司海外市场的合同充足率达到3.4，未来收入结转实现20%左右的复合增速有充分的保障。

图 16 公司海外新签合同变化 (2008-2011H1)

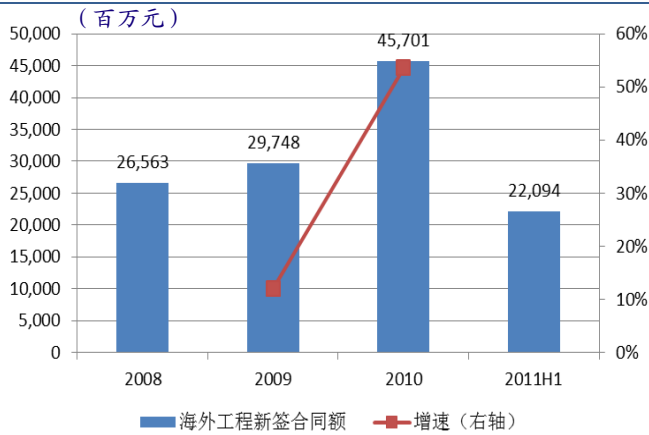
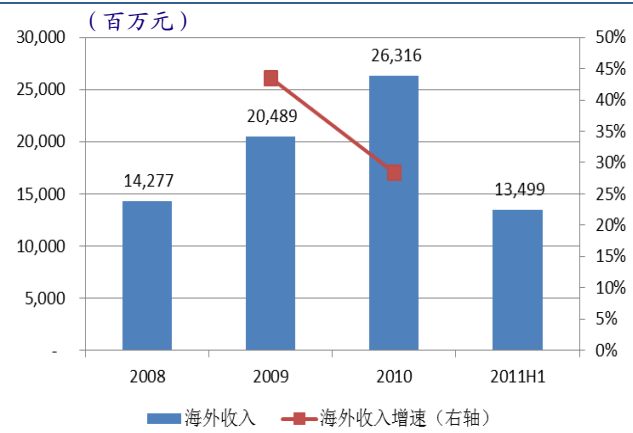


图 17 公司海外营业收入变化 (2008-2010H1)

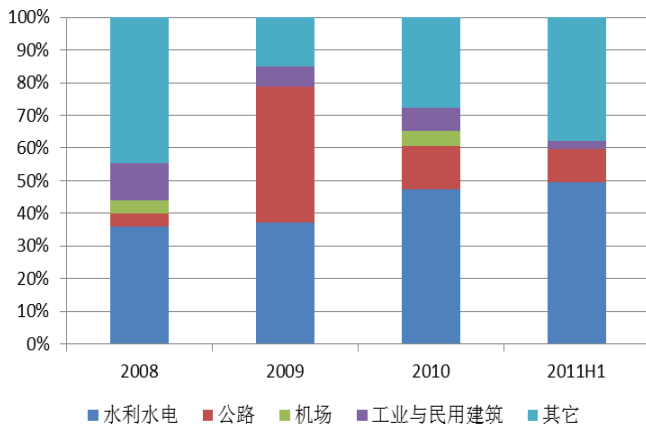


资料来源：招股说明书

资料来源：招股说明书

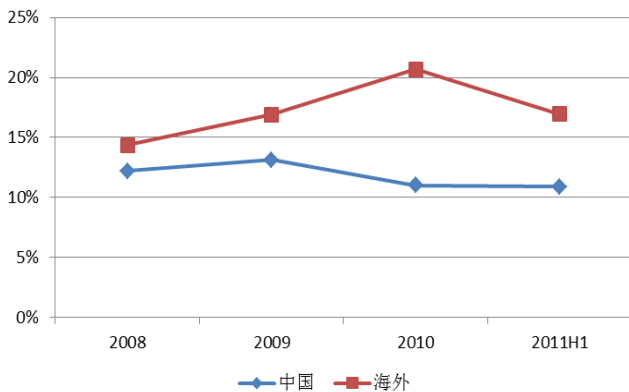
从公司海外新签合同的工程类型来看,公司海外新签合同合同主要集中于公司的优势业务水利水电板块,且比重呈逐渐增大趋势。2008年到2010年,水利水电工程分别占公司海外新签合同总额的36%、37%和47%。

图 18 公司海外新签合同的工程类型分布 (2008-2011H1)



资料来源：招股说明书

图 19 公司海外业务和国内业务毛利率对比



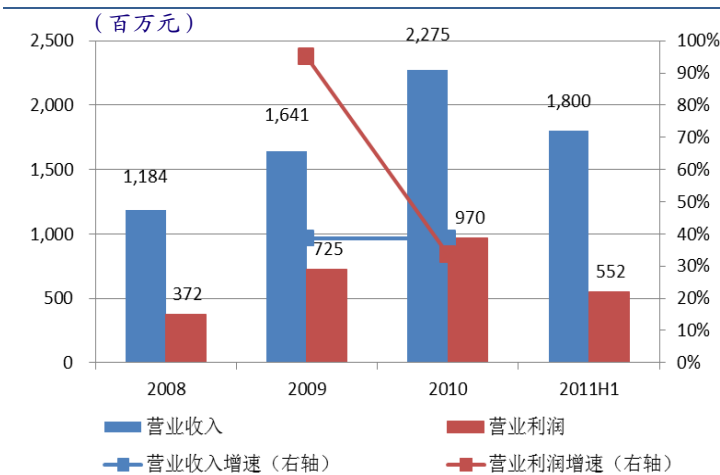
资料来源：招股说明书

盈利能力方面，海外工程业务较国内业务平均高出 5 个百分点左右，盈利能力明显较高。随着未来海外业务在公司收入中占比的进一步提高，海外业务对公司业绩的贡献将进一步加大。

### 2.3 电力投资与运营是公司未来投资领域的主要发展方向

电力投资与运营是公司重要的收入和利润来源。2010 年公司电力投资与运营分部营业收入和营业利润分别达 22.75 亿元和 9.7 亿元，2008-2010 年间复合增速分别达到 38.6%和 61.5%。

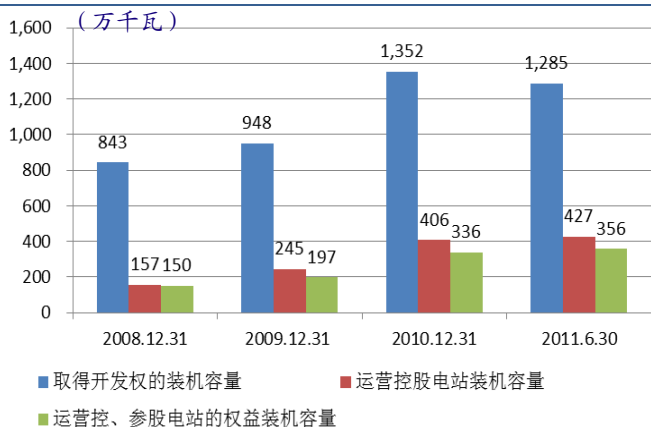
图 20 电力投资与运营营业收入和营业利润变化（2008-2011H1）



资料来源：招股说明书

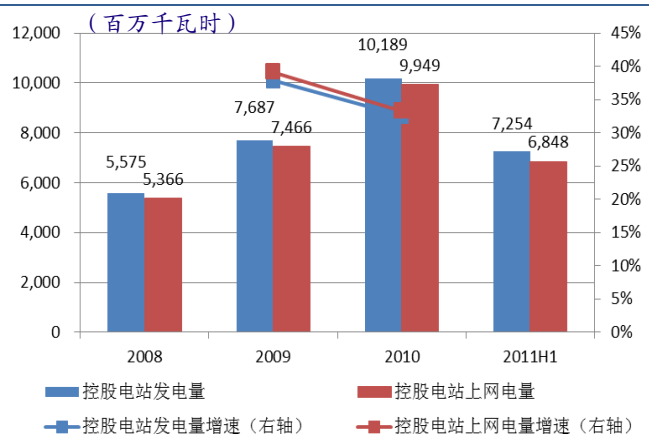
从电力投资与运营分部的具体运营来看，2010 年公司旗下的电站各项指标发展迅速。已取得开发权电站的装机容量、已运营电站的装机容量和已运营控参股电站的权益装机容量分别达到了 1285、427、356 万千瓦。公司旗下的控股电站的发电量和上网电量分别达到了 101.9 亿千瓦时和 99.5 亿千瓦时，增速分别为 32.5%和 33.3%。

图 21 公司电站装机容量变化（2008-2010H1）



资料来源：招股说明书

图 22 公司电站发电量和上网电量变化（2008-2010H1）



资料来源：招股说明书

此外，公司房地产板块近几年也取得了较快发展，其营业收入由 2008 年的 2.76 亿元增加到了 2010 年的 24.03 亿。公司当前处于不同开发阶段的房地产项目共有 4 个，总占地面积 31.15 万平方米，规划建筑面积合计 92.41 万平。

### 3、募投项目分析

本次募集资金主要用于设备采购和补充流动资金，其中工程施工设备采购约 88 亿，补充流动资金约 60 亿。本次融资有助于加强公司的项目获取能力，全面提升公司的核心竞争力和企业价值。

表 1 公司募投项目简表

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
2		柬埔寨甘再水电站 BOT 项目	6
3	清洁能源电力投资	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	4
6	补充流动资金	补充流动资金	60
合计			173

资料来源：招股说明书

### 4、盈利预测及估值

#### ● 收入及盈利预测

根据公司在手及新签合同前景分析，我们对公司各项业务的收入预测如下：

表 2 公司各板块收入预测

(单位:百万元)	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
工程承包	56,497	70,326	93,106	109,399	127,997	149,117
+/-		24.5%	32.4%	17.5%	17.0%	16.5%
电力投资与运营	1,184	1,641	2,275	3,526	3,879	4,461
+/-		38.7%	38.6%	55.0%	10.0%	15.0%
设备制造与租赁	1,160	1,030	1,410	2,185	2,513	2,890
+/-		-11.2%	36.9%	55.0%	15.0%	15.0%
房地产开发	276	751	2,403	3,845	4,999	6,249
+/-		172.2%	220.2%	60.0%	30.0%	25.0%
其他	1,678	1,792	2,300	2,531	2,784	3,062
+/-		6.8%	28.4%	10.0%	10.0%	10.0%
<b>合计</b>	<b>60,795</b>	<b>75,540</b>	<b>101,494</b>	<b>121,487</b>	<b>142,172</b>	<b>165,778</b>
+/-		<b>24.3%</b>	<b>34.4%</b>	<b>19.7%</b>	<b>17.0%</b>	<b>16.6%</b>

资料来源：中国银河证券研究部

表 3 公司各板块毛利率预测

(单位: %)	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
工程承包	11.5%	12.6%	10.9%	11.5%	11.5%	11.6%
电力投资与运营	54.3%	59.4%	57.3%	42.0%	44.0%	46.0%
设备制造与租赁	17.7%	28.3%	15.8%	16.0%	16.0%	16.0%
房地产开发	28.1%	22.9%	24.1%	30.0%	28.0%	26.0%
其他		21.1%	19.8%	19.0%	19.0%	19.0%
<b>综合毛利率</b>	<b>12.7%</b>	<b>14.1%</b>	<b>12.5%</b>	<b>13.2%</b>	<b>13.2%</b>	<b>13.3%</b>

资料来源: 中国银河证券研究部

预计公司 2011-2013 年公司按发行后股本摊薄的 EPS 为 0.41、0.50 和 0.61 元, 复合增长率为 22.6%。

表 4 公司盈利预测表

利润表		单位: 百万元			
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	
营业收入	101,494	121,487	142,172	165,778	
营业成本	88,832	105,441	123,363	143,790	
营业税金及附加	2,440	2,916	3,412	3,979	
营业费用	161	194	227	265	
管理费用	4,159	5,033	6,065	7,126	
财务费用	1,859	1,989	2,159	2,166	
资产减值损失	132	350	300	300	
公允价值变动收益	5	5	5	5	
投资净收益	105	200	220	240	
营业利润	4,021	5,769	6,870	8,398	
营业外收入	157	180	200	220	
营业外支出	144	175	180	200	
利润总额	4,034	5,774	6,890	8,418	
所得税	808	1,241	1,378	1,684	
净利润	3,226	4,532	5,512	6,734	
少数股东损益	315	427	491	565	
归属母公司净利润	2,911	4,105	5,021	6,170	
EBITDA	9,274	10,930	13,055	15,324	
EPS (元)	0.29	0.41	0.50	0.61	

资料来源: 中国银河证券研究部

### ● 询价建议

目前与公司资产、市值规模接近的大中型建筑企业相对 2011 年的 PE 估值普遍在 11.0-15.0 倍之间, 其中主业类型、经营特征与公司最为接近的葛洲坝 (600068.SH) 相对 2011 年的 PE 估值为 15.4 倍。

公司目前在手新签合同充沛 (2011 年中在手工程订单约为 2010 年工程收入的 1.9 倍), 新签合同稳步增长。我们认为公司估值水平可高于冶金工程、房建工程对比企业, 而与葛洲坝等同类公司靠拢。建议按葛洲坝当前估值水平小幅折让 (折让 10%-20%) 进行申购。即按公司

2011年EPS取13.0-13.8倍的PE估值，建议询价区间为5.33-5.66元。

表5 市值规模相近的可比建筑公司估值水平

股票代码	公司名称	股价 11/09/21	总市值 (亿元)	EPS				PE				PB
				2010	2011E	2012E	2013E	2010	2011E	2012E	2013E	
600068	葛洲坝	8.79	307	0.39	0.57	0.74	0.93	22.3	15.4	11.9	9.5	2.9
600970	中材国际	26.00	237	1.56	2.08	2.53	3.09	16.6	12.5	10.3	8.4	5.8
601668	中国建筑	3.49	1,047	0.31	0.41	0.55	0.70	11.3	8.5	6.3	5.0	1.3
601618	中国中冶	3.19	610	0.28	0.29	0.34	0.39	11.5	11.0	9.4	8.2	1.3

资料来源: WIND, 中国银河证券研究部

## 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。

**罗泽兵，建筑行业证券分析师。**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。

截至本证券研究报告发布之日，本公司持有本篇报告涉及之上市公司的股份达到或超过其已发行股份的 1%，特此提醒投资人注意。

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。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

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)