

华仪电气(600290)
强烈推荐
行业：风电设备

主业有保障，新业务有看点

公司在坚持做强输配电设备和风电设备制造业务的基础上，积极谋求转型，大力拓展风电场投资运营与EPC、水处理环保领域，并已取得长足发展，这两项新业务将为公司打开市场空间，业绩也可在明年充分释放。同时，随着配网投资高峰期的到来，公司作为中压开关设备龙头企业将显著受益。

投资要点：

- ◆ **配网年投资有望增加1000亿，中压龙头显著受益。**能源局、发改委规划“十三五”期间配电网建设改造投资累计投资不低于1.7万亿元，年均投资达3400亿，较之2014年2400亿左右的投资规模增加1000亿。公司12KV断路器、12KV柱上开关和12KV预制箱式变电站产量分别排名市场第一、第二和前十，充分受益配网爆发。
- ◆ **定增发力风电场投资运营和EPC，打造风电产业全产业链。**公司近年风机出货量位居国内前列，有着丰富的风电场开发经验和优质的客户资源，转型风电场运营与EPC承包商水到渠成。近来公司共获得约15亿EPC订单，将于今明两年兑现业绩。目前公司取得“路条”的风电场资源达到957MW，未来规划开发的风电场资源达到4500MW，明年底前有望实现150MW以上风电并网，即将初步完成风电产业全产业链布局。
- ◆ **瞄准农村污水和工业废水治理、多方式打造水处理环保平台。**公司传统业务客户多存在水治理需求，丰富的客户资源有望在环保业务方面再次变现。目前，公司已经初步完成在农村污水和工业废水治理方面的布局。估计农村污水处理率仅为10%左右，潜在市场空间为1300亿，公司引进BioComb技术，进军农村水务市场，示范项目进展顺利；工业废水方面，公司通过收购浙江一清85%股权完成相关技术储备，构建起工业废水处理平台，同时承接国际先进的电子加速器技术，为后续打造有效的环保工艺包做好储备。
- ◆ **给予“强烈推荐”评级。**预测公司2015~2017年EPS分别为0.34/0.57/0.78元，给予公司未来6-12个月目标价20元，对应2015-2017年PE分别为59/35/25倍。
- ◆ **风险提示：**配网投资不达预期；农村污水处理投资不达预期；增发预案未顺利实施

主要财务指标

| 单位：百万元 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 1749 | 2127 | 3546 | 5054 |
| 收入同比(%) | 14% | 22% | 67% | 43% |
| 归属母公司净利润 | 91 | 181 | 302 | 413 |
| 净利润同比(%) | 103% | 99% | 67% | 37% |
| 毛利率(%) | 23.9% | 28.5% | 27.5% | 27.6% |
| ROE(%) | 4.5% | 8.4% | 11.5% | 14.3% |
| 每股收益(元) | 0.17 | 0.34 | 0.57 | 0.78 |

作者
署名人：张雷

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人：王雪峰

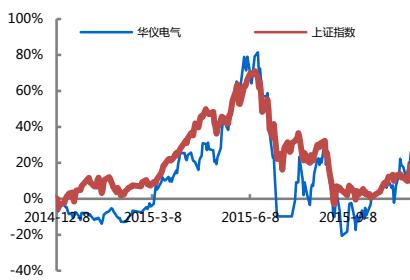
S0960114080007

0755-82026924

wangxuefeng@china-invs.cn

6-12个月目标价：20
当前股价：14.84
评级调整：首次
基本资料

| | |
|-----------|--------|
| 总股本(百万股) | 527 |
| 流通股本(百万股) | 527 |
| 总市值(亿元) | 78 |
| 流通市值(亿元) | 78 |
| 成交量(百万股) | 44.61 |
| 成交额(百万元) | 650.35 |

股价表现

相关报告

| | | | | |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| P/E | 86.18 | 43.28 | 25.89 | 18.93 |
| P/B | 3.92 | 3.65 | 2.98 | 2.71 |
| EV/EBITDA | 36 | 24 | 16 | 11 |

资料来源：中国中投证券研究总部

目 录

| | |
|---|-----------|
| 一、公司简介 | 5 |
| 1. 输配电设备和风电设备领军企业 | 5 |
| 2. 业绩增速回升 | 5 |
| 二、配网投资起风云，龙头企业将受益 | 6 |
| 1. “十三五”期间配网改造力度加大 | 6 |
| 2. 配网中压一次设备领军企业，受益行业高增长 | 8 |
| 三、收购加合作快速布局水处理领域 | 11 |
| 3. 发挥自身资源获取能力优势，布局水处理市场 | 11 |
| 4. 农村水务：市场逐步兴起 | 12 |
| 5. 收购浙江一清，打造工业废水治理平台、储备土壤修复技术 | 16 |
| 6. 联手北控水务，逐步渗透各细分领域 | 17 |
| 四、定增发力风电场运营+EPC，打造风电产业全产业链 | 17 |
| 五、投资建议与盈利预测 | 19 |

图目录

| | |
|---|----|
| 图 1 公司股权结构 | 5 |
| 图 2 2014 年营业收入构成 | 6 |
| 图 3 公司营业收入增速回升 | 6 |
| 图 4 国内配网和输电网投资规模 | 7 |
| 图 5 国家电网农网投资规模 | 8 |
| 图 6 公司电气板块收入情况 | 9 |
| 图 7 公司环保领域布局 | 11 |
| 图 8 BIOCOMB 一体化小型水处理装置污水治理流程 | 14 |
| 图 9 BIOCOMB 移动式 (集装箱) 污水处理装置原理示意图 | 14 |
| 图 10 安装样式 | 15 |
| 图 11 浙江 “五水共治” 时间表 | 16 |

表目录

| | |
|--|----|
| 表 1 配电网建设改造指导目标 | 6 |
| 表 2 2013 年主要开关产品销量 | 8 |
| 表 3 2103 年 12 kV 高压交流真空断路器产量企业构成 | 9 |
| 表 4 2013 年 12kV 高压交流真空断路器产量前 5 位企业 | 10 |
| 表 5 2013 年 12kV 柱上开关产量前 5 位企业 | 10 |
| 表 6 2013 年 12kV 预装式变电站前 5 位企业 | 11 |
| 表 7 2012 年我国污水处理量与未处理量对比 | 12 |
| 表 8 农村地区居民生活污水量参考值 | 12 |
| 表 9 农村集中污水处理厂 (站) 总投资参考标准 | 13 |
| 表 10 农村生活污水分散式处理工程投资参考标准 | 13 |
| 表 11 出水水质达到一级 B 标准 | 15 |
| 表 12 北控水务水处理服务 | 17 |
| 表 13 2010-2014 年中国风机厂商出货量 (MW) | 18 |
| 表 14 中广核是国内第五大风电场运营商 | 19 |

一、公司简介

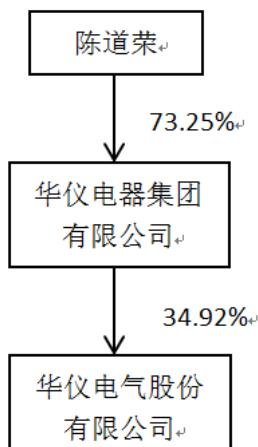
1. 输配电设备和风电设备领军企业

公司是一家全国输配电设备和风电设备制造企业。业务分为输配电及风电两大板块，主要产品包括户外高压真空断路器系列产品、户内交流高压真空断路器系列产品、成套高低压开关柜、配电自动化产品和风力发电设备等五个系列。

公司是“中国电气产业制造十大领军企业”，致力于为用户提供电器装备整体解决方案，生产的户外高压真空断路器连续八年产销量全国第一；2009年跻身国内十大风机制造商行列，新增装机总量位列国内整机企业13名。

公司市场领域覆盖了国家电网、五大发电集团、石油、化工、铁路、工业过程和制造等，在国内拥有健全、完善的营销网络，还在俄罗斯、蒙古、越南、智利等国家开辟了营销渠道。

图 1 公司股权结构



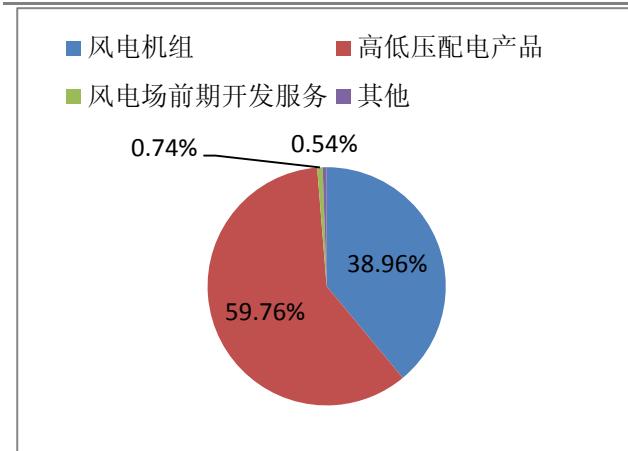
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

2. 业绩增速回升

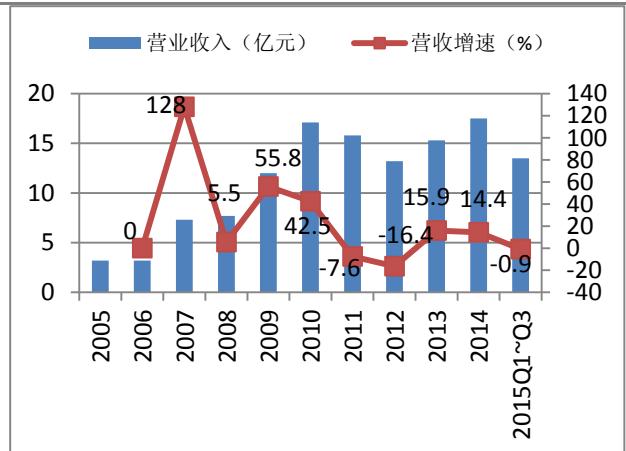
2014年公司实现营业收入17.49亿元，同比增长14.12%，归属于母公司股东的净利润0.9亿元，同比增长103.38%。

在收入构成方面，高低压配电产品是主要收入来源，占营业收入的59.76%，风电机组为第二大收入来源，占营业收入的38.96%；2014年高低压配电产品实现营业收入10.45亿元，比上年同期增长了24.37%，风电机组实现营业收入6.94亿元，较上年同期增长了3.18%。

公司在高低压配电产品收入的较快增长下，整体业绩呈现增速回升的趋势。

图 2 2014 年营业收入构成

资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 3 公司营业收入增速回升

资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

二、配网投资起风云，龙头企业将受益

1. “十三五”期间配网改造力度加大

今年8月末，国家能源局发布的《配电网建设改造行动计划(2015—2020年)》，明确提出2015年至2020年，配电网建设改造投资不低于2万亿元，其中2015年投资不低于3000亿元，“十三五”期间累计投资不低于1.7万亿元。

行动计划发布两天之后，国家发展改革委出台《关于加快配电网建设改造的指导意见》，对配电网的发展目标再次予以强调，同时对如何发展配电网提出相关要求。

两份文件的出台表明国家对配电网建设的重视程度远超之前，配电网是我国电网发展的薄弱环节，在稳增长的大背景下，配网投资成为刺激经济的有力手段。

表 1 配电网建设改造指导目标

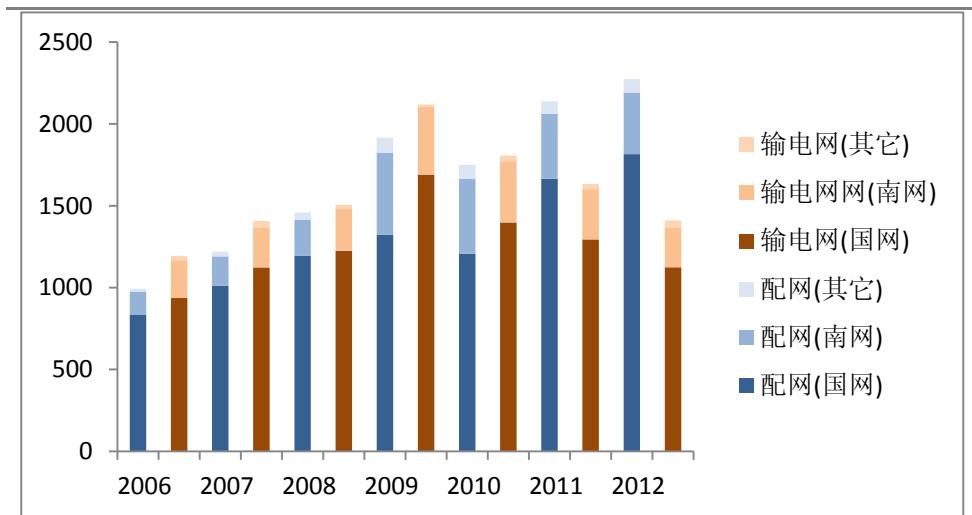
| 指标 | 单位 | 2014年 | 2017年 | 2020年 |
|---------------|----|-------|---------|-------|
| 1.供电可靠率 | % | 99.35 | 99.69 | 99.82 |
| 其中：中心城市（区） | % | 99.95 | 99.97 | 99.99 |
| 城镇 | % | 99.80 | 99.85 | 99.88 |
| 乡村 | % | 99.16 | 99.45 | 99.72 |
| 2.用户年均停电时间 | 小时 | 57.0 | 27.0 | 15.7 |
| 其中：中心城市（区） | 小时 | 4.4 | 2.6 | 1.0 |
| 城镇 | 小时 | 17.5 | 13.2 | 10.0 |
| 乡村 | 小时 | 73.6 | 48.0 | 24.0 |
| 3.综合电压合格率 | % | 95.88 | 97.53 | 98.65 |
| 其中：中心城市（区） | % | 99.94 | 99.96 | 99.97 |
| 城镇 | % | 96.92 | 97.95 | 98.79 |
| 乡村 | % | 90.77 | 94.69 | 97.00 |
| 4.110千伏及以下线损率 | % | 6.2 | 6.1 | 6.0 |
| 5.高压配电网容载比 | | 2.01 | 1.8-2.2 | |

| 指标 | 单位 | 2014年 | 2017年 | 2020年 |
|------------|-----|-------|-------|-------|
| 6.乡村户均配变容量 | 千伏安 | 1.55 | 1.8 | 2.0 |
| 7.配电自动化覆盖率 | % | 20 | 50 | 90 |
| 8.配电通信网覆盖率 | % | 40 | 60 | 95 |
| 9.智能电表覆盖率 | % | 60 | 80 | 90 |

资料来源：国家能源局、中国中投证券研究总部

年均配网投资规模增加 1000 亿。没有国内配网历年投资的精确数据统计数据，可用 110KV 以下电网等级投资作为近似的替代，电监会 2012 年供电监管报告指出 2012 年国网、南网以及地方电网的配网投资规模为 2274 亿。根据各类配网设备的出货量的增长情况，我们预计 2013-2014 年均配网投资规模在 2400 亿左右。一旦 2016-2020 年年均 3400 亿的配网投资得以落实，配网投资规模较之 2013/2014 年将增加 1000 亿以上。

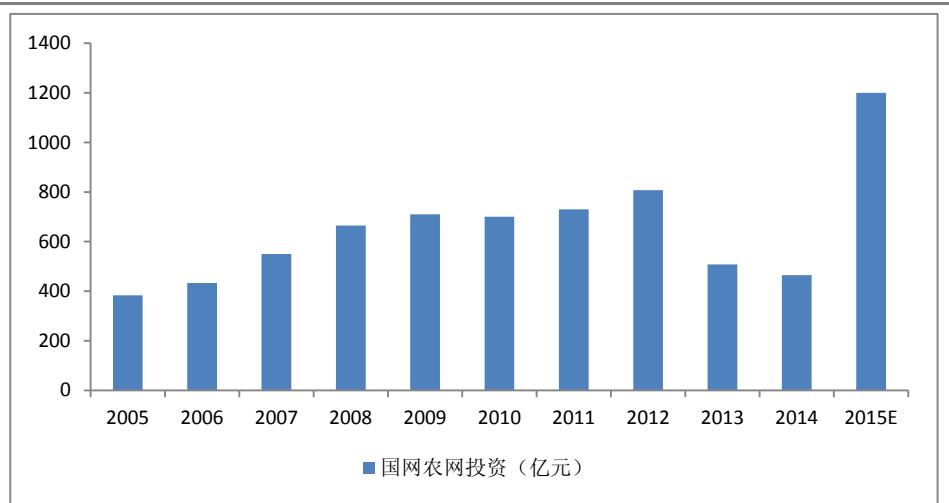
图 4 国内配网和输电网投资规模



资料来源：电监会、中国中投证券研究总部

农配网将构成增量的主要部分。农村配电网经过了一、二期建设和改造，农村用电基础薄弱的现象有所缓解，农村用电可靠性等与城市相比仍存在较大差距，农村配电网仍存在电压偏低、电能质量差等问题。

估计近两年国内农配网投资额在 950 亿左右。国网近两年在农网方面的投资有所下滑，年投资额在 500 亿左右。南方电网方面，其报告指出自 2010 年国家启动新一轮农网改造升级以来，南方电网累计完成农网改造升级投资 1067 亿元；其中 2014 年完成县级电网投资 183 亿元，占电网建设投资的 27.8%。加上各地方电网的投资情况，估计近两年国内农网投资额在 900-1000 亿，处于相对较低水平。

图 5 国家电网农网投资规模


资料来源：电监会、中国中投证券研究总部

今明两年农配网投资有望提升到 1400 亿。农村电网问题已经引起高层的关注，2015 年中央一号文件明确指出，要继续实施农村电网改造升级工程，2015 年政府工作报告对新农村建设和改善农村用电现状提出了相关要求。2015 年初，国家电网安排 902 亿元用于农网投资，南方电网计划今年投资 124.2 亿元。7 月，发改委、能源局组织国网、南网和地方电网开展新增农村电网改造升级投资 926.2 亿元，其中国网 679.1 亿元、南网 62.4 亿元、地方电网 184.7 亿元，且要求项目必于 7 月份开始全面开工建设。我们估计今年国内在农网方面的投资将达到 1400 亿元左右，同比增长 40%-50%。

一次设备制造商显著受益。农网的问题仍是供电低电压、设备老化、电网接入等问题，能源局的行动计划也一再强调农网的建设要解决上述问题，农网的投资方向仍是优化网架结构，自动化的需求相对较低。传统一次设备将显著受益于农村配网建设的高增长。

2. 配网中压一次设备领军企业，受益行业高增长

公司的电气设备产品主要是开关相关产品，与电网投资的规模和结构高度相关。开关行业分为断路器、组合电器、隔离开关、接地开关等 14 大类，根据电压等级又可细分不同小类。

表 2 2013 年主要开关产品销量

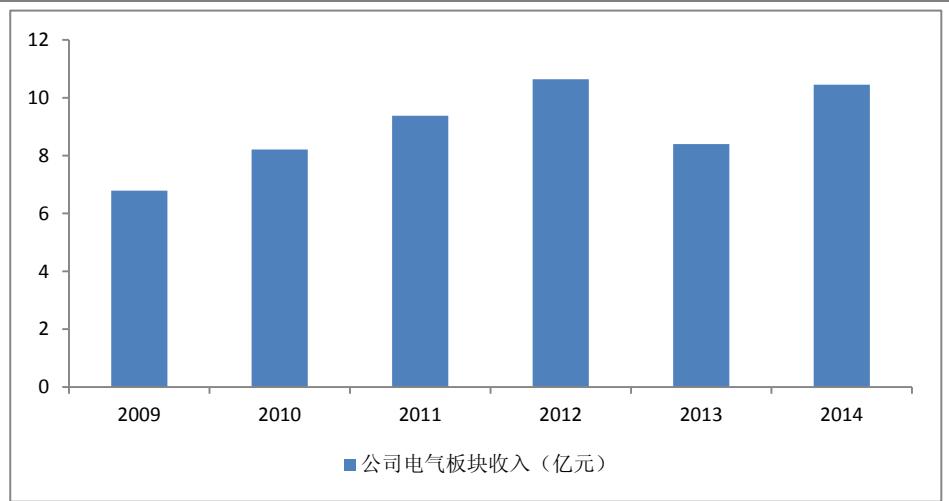
| 产品类别 | 单位 | 800kV | 550kV | 363kV | 252kV | 126kV | 72.5kV | 40.5kV | 24kV | 12kV | 27.5kV/55kV |
|---------------------|----|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|-------------|
| SF ₆ 断路器 | 台 | 37 | 147 | 96 | 1074 | 5102 | 1951 | 6936 | | 1172 | 846 |
| 真空断路器 | 台 | | | | | 9 | 3 | 62956 | 12413 | 662859 | 3129 |
| 气体绝缘金属封闭开关设备 | 间隔 | 45 | 447 | 147 | 4016 | 10758 | 152 | 3657 | | 2983 | |
| 敞开式组合电器 | 组 | | | | 72 | 301 | 11 | 758 | | | |
| 金属封闭开关设备 | 面 | | | | | | 76783 | 11547 | 408762 | | 2228 |
| 环网柜 | 台 | | | | | | 3249 | 4890 | 217837 | | |

| | | | | | | | | | | | |
|---------|---|-----|-----|-----|------|-------|------|--------|-------|---------|------|
| 隔离开关 | 组 | 213 | 835 | 505 | 9043 | 25222 | 5535 | 27430 | 2135 | 352247 | 3050 |
| 接地开关 | 组 | | 151 | 131 | 914 | 532 | 41 | 26694 | 6590 | 195002 | |
| 负荷开关 | 台 | | | | | | | 6136 | 730 | 157098 | |
| 熔断器 | 只 | | | | | | | 802 | 3564 | 452375 | |
| 重合器 | 台 | | | | | | | | | 848 | |
| 高压接触器 | 台 | | | | | | 343 | 1476 | 44322 | | |
| 箱式变电站 | 台 | | | | | | 7862 | 48 | 34370 | | |
| 高压真空灭弧室 | 只 | | | | | 11 | 46 | 131894 | 69388 | 1935305 | 54 |

资料来源：中国电器工业年鉴、中国中投证券研究总部

公司是配网开关类的龙头企业，2014 年电器板块营业收入达到 10.5 亿元，营业收入处于国内同类企业前列。公司产品包括户外断路器，开关柜，箱式变电站和户内高压电器设备产品等，主要为 12-40.5KV，公司主要产品销量排到前十，12kv 断路器市占率常未来国内第一、12kv 柱上开关位列国内前五、12kv 预装式箱式变电站位列国内前十。

图 6 公司电气板块收入情况



资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

12kv 断路器行业第一。公司主要生产 12kv 交流真空断路器产品，2013 年国内产量 662859 台，较 2012 年增加 90911 台，同比增长 15.89%，生产企业约有 133 家。产量在 10000 台以上的企业 15 家，公司产量位居行业第一。

表 3 2013 年 12 KV 高压交流真空断路器产量企业构成

| 企业类别 | 企业数（家） | 占比（%） | 产量合计（台） | 占比（%） |
|-----------------|--------|-------|---------|-------|
| 总计 | 133 | 100 | 662859 | 100 |
| 产量 10000 台以上 | 15 | 11.28 | 374430 | 56.49 |
| 产量 5000~10000 台 | 18 | 13.53 | 128878 | 19.44 |
| 产量 1000~5000 台 | 56 | 42.11 | 142084 | 21.44 |
| 产量 100~1000 台 | 38 | 28.57 | 17209 | 2.6 |
| 产量 100 台以下 | 6 | 4.51 | 258 | 0.04 |

资料来源：中国电器工业年鉴、中国中投证券研究总部

请务必阅读正文之后的免责条款部分

表 4 2013 年 12kV 高压交流真空断路器产量前 5 位企业

| 企业名称 | 产量(台) |
|------------------|-------|
| 华仪电器集团(华仪电气)有限公司 | 46474 |
| 施耐德(陕西)宝光电器有限公司 | 46341 |
| 厦门 ABB 开关有限公司 | 45636 |
| 河南森源电气股份有限公司 | 40130 |
| 日升集团有限公司 | 31076 |

资料来源：中国电器工业年鉴、中国中投证券研究总部

12kv 柱上开关第二。根据相关数据统计，公司是 12KV 柱上开关参与 12kv 柱上开关招标的内资厂家约有 180 家，外资厂家约 8 家，保守估计国内生产柱上开关的厂家应该超过 200 家，从主要省份柱上开关招标中标前十名企业重复的频率，在柱上开关市场影响力较大，具备一定规模的厂家大约在 10 家左右。

表 5 2013 年 12kV 柱上开关产量前 5 位企业

| 序号 | 企业 | 产量(回路) | 市场份额 |
|----|------------------|--------|--------|
| 1 | 日升集团有限公司 | 32203 | 18.35% |
| 2 | 华仪电器集团(华仪电气)有限公司 | 31443 | 17.91% |
| 3 | 珠海市许继电器有限公司 | 13710 | 7.81% |
| 4 | 许继集团有限公司 | 12762 | 7.27% |
| 5 | 江苏丹通电气有限公司 | 11520 | 6.56% |
| 合计 | | 101638 | 57.90% |

资料来源：双杰电气公告、中国中投证券研究总部

1000 套以上产能的柔性自动化生产线逐步达产。2014 年，公司引入世界一流、国内集成度最高的钣金柔性生产线，设备生产效率高、能耗低。该生产线每月可生产柱上开关壳体 1000 套以上，目前已经逐步进入完备生产状态，在满足自身需求的基础上，后续可为其他厂商提供壳体代工等服务，

12kv 预制箱式变电站前十。2013 年，12kv 预装式变电站产量 34370 台，同比增长 9%，共有生产企业 86 家，其中产量在 1000 台以上的有 10 家，公司产量位居行业前十。其竞争对手主要包括特锐德、宁波天安(集团)、沈阳昊诚电气、浙宝电气(杭州)、鑫龙电器、法泰电器(江苏)、河南森源集团、益和电气、华仪电气、北京科锐等，上述这些公司(包括华仪) 2013 年产量均在 1000 台以上。箱式变电站应用领域包括电网市场、市政建设及房地产市场、铁路市场、工矿企事业单位等。公司产品主要用在电网领域。

表 6 2013 年 12kV 预装式变电站前 5 位企业

| 企业名称 | 产量(台) |
|----------------|-------|
| 青岛特锐德电气股份有限公司 | 3432 |
| 宁波天安(集团)股份有限公司 | 3062 |
| 沈阳昊诚电器股份有限公司 | 3037 |
| 浙宝电气(杭州)集团有限公司 | 2782 |
| 安徽鑫龙电器股份有限公司 | 1846 |

资料来源：中国电器工业年鉴、中国中投证券研究总部

三、收购加合作快速布局水处理领域

3. 发挥自身资源获取能力优势，布局水处理市场

发展思路清晰，借力优质伙伴。公司在风电和电气设备产业耕耘数十年，是国内电气工业领军企业，与工业客户和政府长期保持良好的合作，公司原有客户存在水治理的现实需求，公司如果能够整合技术和团队就可以发挥传统客户资源优势，有望在环保水治理领域异军突起。

目前，公司环保业务发展重点在水处理领域，已经在工业水、河道、村务水等方面已完成初步布局。

图 7 公司环保领域布局


资料来源：公司报告、中国中投证券研究总部

4. 农村水务：市场逐步兴起

目前我国农村供水安全堪忧、污染物排放逐年增加、污水处理覆盖率远低于城镇。同时由于农村居民分散居住、用水量相对较小的特点，大规模管网设施建设的不现实性，其污水处理方式较之城镇也有较大不同。

村庄未处理污水量占全国未处理污水量的四成。住建部村镇建设司司长 2014 年中曾对我国农村污水问题的严重性给出了数据：截止到 2012 年，城市污水处理率已达到 87%，但村庄的污水处理率只有 8%；县城的污水处理率接近 80%，但建制镇的污水处理率不到 30%。建制镇未处理而外排的污水总量为城市和县城总量的总和，村庄未处理的污水总量是城市未处理污水总量的 2 倍。

表 7 2012 年我国污水处理量与未处理量对比

| | 排放量 (万立方米/日) | 污水处理率 (%) | 未处理量 (万立方米/日) |
|-----|-----------------|--------------|------------------|
| 城市 | 11418 | 87 | 1450 |
| 县城 | 2336 | 75 | 578 |
| 建制镇 | 2677 | 28 | 1926 |
| 村庄 | 3220 | 8 | 2972 |

资料来源：中国中投证券研究总部

高层重视农村水务问题。今年的两会政府工作报告提出，要再解决 6000 万农村人口饮水安全问题，并要以垃圾、污水为重点，加强环境治理，建设宜居乡村。中央一号文件更是明确提出，深入推进新农村建设，加大农村污水处理。农村污水治理是一项基本公共需求，既是农村人居环境改善的重点和难点，也关系到我国整体水环境可持续改善。

1300 亿市场空间待开发。关于人均排污量，环保部曾发布关于农村人均污水排放量的数据，南方村庄（人口 5000 以下）人均日污水排放量 45 到 110 升，北方为 35 到 80 升。而根据住建部的数据估算，2012 年农村人均每日污水排放约 48 升，两者基本一致，假定 2014 年人均每日排污 50 升。农村人口按每年 2% 递减，人均排污量按每年 2% 递增，这样人口规模和人均排污量的变化效应相抵。

表 8 农村地区居民生活污水量参考值

| 类型 | 生活污水 (L/人·d) | |
|------------------------|--------------|----------|
| | 南方 | 北方 |
| 村庄 (人口≤5000 人) | 45 ~ 110 | 35 ~ 80 |
| 村镇 (人口 5000 ~ 30000 人) | 85 ~ 160 | 70 ~ 125 |

资料来源：环保部、中国中投证券研究总部

关于农村污水处理设施（不包含官网建设、只考虑最后环节的污水处理装置）
 单位投资成本，根据环保部《农村生活污水处理项目建设与投资指南》，假定农村
 污水处理设施单位投资成本 45000 元/吨。

表 9 农村集中污水处理厂（站）总投资参考标准

| 工艺 | 出水标准 (GB18918-2002) | 吨水投资(元) | | | |
|-------------|--------------------------|-------------------|-----------------------|------------------------|-------------------------|
| | | 处理规模小于 100m³/d | 处理规模 101 ~ 500m³/d | 处理规模 501 ~ 1000m³/d | 处理规模 1001 ~ 5000m³/d |
| 传统活性污 泥法 | 一级 B | 3500 ~ 4300 | 3100 ~ 3800 | 2800 ~ 3500 | 2400 ~ 3100 |
| | 二级 | 3100 ~ 4000 | 2800 ~ 3500 | 2400 ~ 3200 | 2100 ~ 2600 |
| A/O 法 | 一级 B | 3600 ~ 4500 | 3200 ~ 3900 | 2900 ~ 3600 | 2500 ~ 3200 |
| | 二级 | 3200 ~ 4200 | 2900 ~ 3600 | 2500 ~ 3300 | 2200 ~ 2700 |
| A2/O 法 | 一级 B | 3800 ~ 4700 | 3200 ~ 4000 | 3100 ~ 3600 | 2500 ~ 3200 |
| | 二级 | 3100 ~ 4000 | 3000 ~ 3800 | 2700 ~ 3300 | 2400 ~ 2900 |
| 氧化沟法 | 一级 B | 3600 ~ 4500 | 3200 ~ 4000 | 2900 ~ 3600 | 2500 ~ 3300 |
| | 二级 | 3200 ~ 4200 | 2900 ~ 3600 | 2500 ~ 3500 | 2200 ~ 3000 |
| 生物接触氧 化法 | 一级 B | 3600 ~ 4500 | 3200 ~ 4000 | 2900 ~ 3600 | 2500 ~ 3200 |
| | 二级 | 3200 ~ 4200 | 2900 ~ 3600 | 2500 ~ 3200 | 2200 ~ 2500 |
| SBR 法 | 一级 B | 3600 ~ 4500 | 3200 ~ 4000 | 2900 ~ 3600 | 2500 ~ 3200 |
| | 二级 | 3200 ~ 4200 | 2900 ~ 3600 | 2500 ~ 3200 | 2200 ~ 2500 |
| MBR 法 | 一级 A | 4500 ~ 5500 | 4200 ~ 5300 | 3800 ~ 4500 | 3000 ~ 4000 |
| | 一级 B | 4200 ~ 5200 | 4000 ~ 5000 | 3500 ~ 4500 | 2800 ~ 3500 |

资料来源：环保部、中国中投证券研究总部

表 10 农村生活污水分散式处理工程投资参考标准

| 工艺 | 吨水投资(元) | | | |
|-------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| | 处理规模 <1m³/d | 处理规模 2~4m³/d | 处理规模 5~9m³/d | 处理规模 >10m³/d |
| 小型人工湿地 | 2800~3700 | 2600~3300 | 2600~3200 | 2300~2900 |
| 土地处理 | 2600~3300 | 2200~2900 | 2000~2600 | 2000~2400 |
| 稳定塘 | 2300~3300 | 2300~2600 | 2000~2400 | 1900~2400 |
| 净化沼气池 | 2600~5200 | 2600~3900 | 1900~3300 | 600~2000 |
| 小型一体化污水处理装置 | 32000~39000 | 19500~28000 | 13000~22000 | 11000~15000 |

资料来源：环保部、中国中投证券研究总部

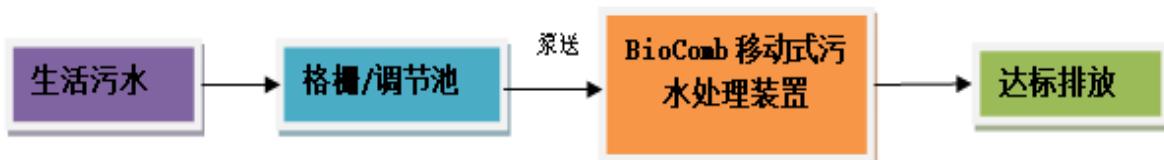
再假定 2014 年底我国农村污水处理率为 10%，则农村污水处理设施的市场空间在 1300 亿。如果考虑后续的运维市场，市场空间有望再翻倍。

农村污水处理设施年均市场空间在 20 亿。住建部村镇建设司司长层表示预计 2020 年之前，农村污水处理率以每年 1%-1.5% 的速度增长，到 2020 年处理率达到 15%-20%。如果给出每年 1.25% 的增量假定，每年农村污水处理设施的市场空间在 20 亿。

牵手北京佳润洁、博汇特，引进 BioComb 技术，进军农村水务市场。BioComb

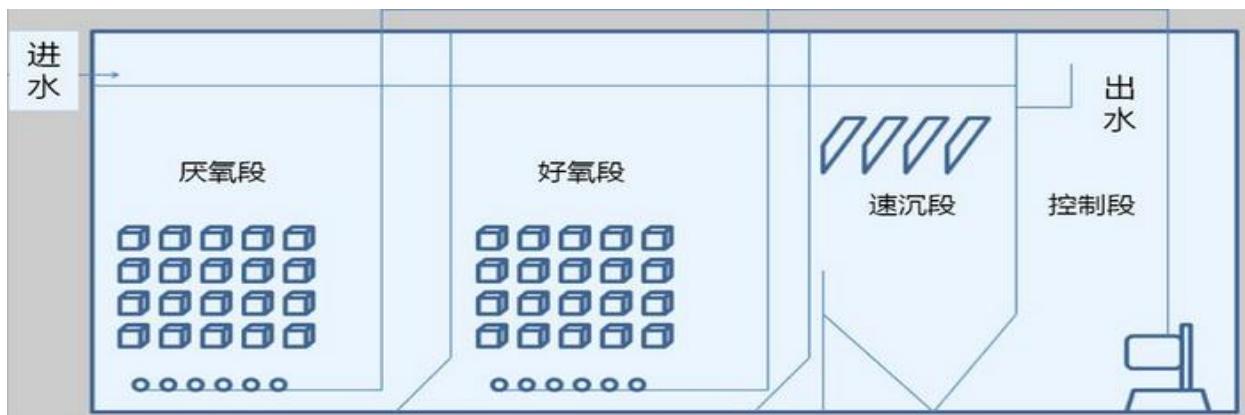
一体化小型水处理装置结合了 BioDopp 全液内回流及一体化结构理念，利用 MBBR 生物膜技术优势，借助生物膜工艺实现长污泥龄，辅以高效的曝气技术，通过创新的空气提推技术将脱落的生物膜进行回流，使污泥产量降到最低，将不同功能单元结合在一起的生物处理工艺。

图 8 BioComb 一体化小型水处理装置污水治理流程



资料来源：中国中投证券研究总部

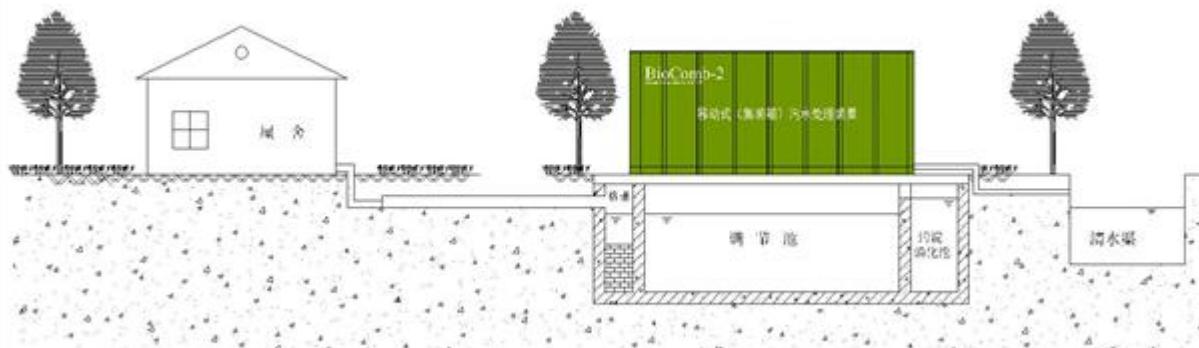
图 9 BioComb 移动式（集装箱）污水处理装置原理示意图



资料来源：中国中投证券研究总部

该设备具备占地少、能耗低、投资少及运营管理简便等优点，特别适用于小型城镇、社区及农村污水处理，可处理 8000 人口规模以下社区、2000 吨以下每天的生活污水。

图 10 安装样式



资料来源：互联网、中国中投证券研究总部

运行效率高、运行费用低。 MBBR 技术据有具有较高的单位体积生化降解效率，是一般普通活性污泥的 3-5 倍(按照标准活性污泥负荷 0.5-2.5gCOD/gVSS 计算)，是其他生物膜技术的 1.5-2 倍。标准设备中，鼓风机是唯一动力设备，直接运行电耗可控制在 0.3~0.4kWh/吨水。

出水水质高。 BioComb 一体化生化装置按需求的不同可采用不同的配置。标准模块处理普通生活污水，出水水质达到 GB18918-2002《城镇污水处理厂污染物排放标准》的一级 B 外排水质标准；同时还能提供各种扩展模块，升级模块可以达到国家一级 A 标准或达到污水回用目的。

表 11 出水水质达到一级 B 标准

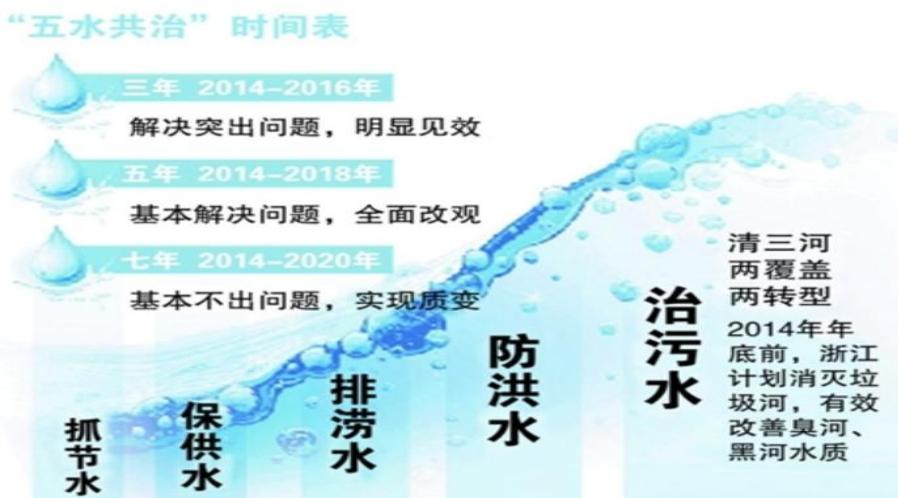
| 指 标 | pH 值 | COD _{Cr} (mg/L) | BOD ₅ (mg/L) | TSS (mg/L) | NH ₃ -N (mg/L) | TP |
|-----|------|--------------------------|-------------------------|------------|---------------------------|---------|
| 浓 度 | 6~9 | <60 | <20 | <20 | <10 | 去除率≥60% |

资料来源：中国中投证券研究总部

BioComb 产品在 2012 年正式推出，为大唐能化阜新煤制气基建工程污水处理提供了强有力的保障，并获得大唐国际及阜新市的科技成果，荣获辽宁省科技创新等奖项，并申报了多项发明及实用新型专利。

浙江先行，推进“五水共治”，领跑全国。 浙江是全国第一个省级政府提出在全省范围全面治理农村污水的省份。2013 年底，浙江提出“五水共治、治污先行”，以加大农村生活污水治理为载体，力争用三年时间完成农村生活污水治理任务，提高农村环境质量。截至 2014 年底，浙江省 28653 个建制村中，已完成农村生活污水治理村 6120 个，2015 年又计划新增治理村 10010 个左右，推进的力度空前，其他省份，尤其是东部沿海省份，有望很快跟进。

图 11 浙江“五水共治”时间表



资料来源：IDC 圈、中国中投证券研究总部

立足温州、发力浙江、布局全国。公司目前已经通过在温州安装一套（两台）BioComb 一体化生化装置示范项目，并努力与政府接洽，以期开展实施更多工程。同时，公司在开发云管理平台，把设备联网，可以监控各处理点每天的处理量以及出水水质情况，解决集中监控问题，为长期运维奠定基础。

5. 收购浙江一清，打造工业废水治理平台、储备土壤修复技术

公司以 1884 万元收购浙江一清 85% 股权，并以现金的方式向其增资 1700 万元。浙江一清是一家集环保工程研发、设计、施工总承包、运营管理、环保药剂生产和销售于一体的高科技环保企业，在工业废水处理与中水回用、农村连片生活污水、黑臭河水、小区中水、湖泊水体综合治理等涉水治理领域实现全覆盖。

打造工业废水治理平台公司。浙江一清拥有高浓度含盐有机废水处理成套技术、印染废水处理系统升级改造与回用工艺集成技术、高浓度/难降解含磷废水处理专用水处理剂的开发与应用技术等工业废水治理技术，公司希望将浙江一清打造成为工业废水治理的平台公司，**目前浙江一清水治理业务运营量为 1000 万吨，已经初步规模，借助上市公司平台的资本和客户优势，有望实现快速扩张。**

电子加速器技术可以成为公司环保工艺包的重要一环。公司 9 月引进引进法国维维拉德集团先进的电子加速器技术，应用于污水处理和烟气的脱硫脱硝。电子加速器的优势是纯物理的方法，污水流经加速器，电子和物质发生相互作用，可以将难降解有机污染物降解、聚合与交联改性，特别适用于其他传统方法难以处理的污染物。电子加速器技术可以和传统的方法相结合，形成有效的工艺包。现在公司在做项目的技术落地，着手做立项的前期安排。

成本主要是电，和其他方法比是否有成本优势看被处理的对象，在许多环节成本还是高，全过程都用不现实，可以先用膜，在末端用加速器，这比反渗透成本低。

公司对工业废水的目标是形成工艺包，打造成本最低的处理流程。

储备土壤修复技术。浙江一清的核心管理层和技术人员谢正苗为杭州电子科技大学环境科学与工程研究所所长，一直从事土壤环境化学的教学和研究工作，兼任中国土壤学会土壤化学专业委员会副主任，多次赴海外考察、研究、学习，在土壤修复领域有着丰富的经验，后续有望涉入土壤治理领域。

6. 联手北控水务，逐步渗透各细分领域

公司与北控水务签订战略合作协议，共同研发和制造基于污水治理、烟气治理、土壤治理的环保一体化设备，并共同开发温州、浙江及全国水治理市场，北控水务集团有限公司是国内具有核心竞争力的大型水务集团，专注于水务环保行业，在2009年度在“中国水业十大影响力企业”评选中排名第二。至2013年底，北控合计共有282座水厂，其中包括226座污水处理厂、51座自来水厂、4座再生水处理厂及1座海水淡化厂订立服务特许权安排，每日总设计能力为16708150吨。

北控水务在水治理环保领域有着强大的资金和技术实力，公司有着丰富的客户资源，两者联合有望实现双赢。在双方共同开展业务过程中，公司可以实现环保设备研发、制造和环保运营的快速推进。

表 12 北控水务水处理服务

| | 污水处理 | 再生水处理 | 供水 | 海水淡化 | 总计 |
|------------|-------------------|----------------|------------------|---------------|-------------------|
| 中国 | | | | | |
| 运作中 | 6,259,750 | 418,000 | 2,750,000 | 0 | 9,427,750 |
| 尚未开始运作／未移交 | 3,900,200 | 182,500 | 3,089,200 | 50,000 | 7,221,900 |
| 海外 | | | | | |
| 运作中 | 22,500 | 0 | 36,000 | 0 | 58,500 |
| 总计 | 10,182,450 | 600,500 | 5,875,200 | 50,000 | 16,708,150 |
| (水厂数量) | | | | | |
| 中国 | | | | | |
| 运作中 | 130 | 4 | 18 | 0 | 152 |
| 尚未开始运作／未移交 | 73 | 0 | 20 | 1 | 94 |
| 海外 | | | | | |
| 运作中 | 23 | 0 | 13 | 0 | 36 |
| 总计 | 226 | 4 | 51 | 1 | 282 |

资料来源：北控水务官网、中国中投证券研究总部

四、定增发力风电场运营+EPC，打造风电产业全产业链

风机制造，涵盖 1.5MW 到 3MW 主流机型。公司前期自主研发了 780KW 风力

发电机组，并引进德国艾罗迪风机技术，联合开发 1.5MW 风力发电机组；在此基础上，进一步研发了 2.0MW、3.0MW 风力发电机组。目前公司有 1.5MW 低风速风机、超低风速、高海拔机型及 2MW、3MW 系列等，公司机型产品线完善，可满足不同风电场的机型需求。

发展战略调整，风电业务再起航。2014 年公司风机出货 466MW，排名第十五位。近年来，公司风机的出货量与其他同行相比，始终未能取得重大突破。今年公司重新调整发展战略，发力风电场运营和 EPC 业务，一方面完善公司风电全产业链布局，一方面带动公司风机销售。

表 13 2010-2014 年中国风机厂商出货量 (mw)

| 排名 | 企业 | 2014 | 2013 | 2012 | 2011 | 2010 |
|----|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 1 | 金风科技 | 4434 | 3750 | 2522 | 3600 | 3735 |
| 2 | 联合动力 | 2601 | 1488 | 2029 | 2847 | 1643 |
| 3 | 明阳风电 | 2058 | 1286 | 1134 | 1178 | 1050 |
| 4 | 远景能源 | 1963 | 1128 | 544 | 348 | 251 |
| 5 | 湘电股份 | 1781 | 1052 | 893 | 713 | 507 |
| 6 | 上海电气 | 1744 | 1014 | 822 | 708 | 598 |
| 7 | 东方电气 | 1298 | 574 | 467 | 946 | 2624 |
| 8 | 中船重工海装风电 | 1144 | 787 | 400 | 396 | 383 |
| 9 | 浙江运达风电 | 898 | 539 | 365 | 375 | 129 |
| 10 | 华锐风电 | 789 | 896 | 1203 | 2939 | 4386 |
| 11 | 航天万源 1185.HK | 709 | | | | |
| 12 | 沈阳华创风能 | 705 | 474 | 263 | 626 | 486 |
| 13 | 南车风电 | 610 | 343 | 386 | 451 | 335 |
| 14 | 三一重工 | 495 | 220 | 275 | 180 | 106 |
| 15 | 华仪风能 | 466 | 314 | 114 | 151 | 162 |
| 16 | 京城新能源 | 35 | | | | |
| 17 | 太原重工 | 309 | 293 | | | |
| 18 | 维斯塔斯 | 262 | 508 | 414 | 662 | 892 |
| 19 | 久和能源 | 238 | 146 | | | |
| 20 | 许继风电 | 174 | 216 | 172 | 166 | 22 |
| 21 | GE | 91 | 174 | 60 | 409 | 210 |
| 22 | 山东瑞其能 | 83 | | | | |
| 23 | 歌美飒 | 62 | 257 | 493 | 362 | 596 |
| 其它 | | 88 | 631 | 406 | 577 | 815 |
| 总数 | | 23351 | 16089 | 12960 | 17631 | 18928 |

资料来源：中国中投证券研究总部

定增发力风电场运营和 EPC。公司正实施定向增发不超过 22.3 亿元，其中 9 亿元用于建设三个共 148.5MW 自有风电场项目投资、2 亿元用于 150MW 风电 EPC 项目、

11.3 亿元用于补充流动资金及偿还银行贷款，该方案已经获得证监会核准。风电场运营可以提供稳定的现金流，有效支撑后续开发工作以及其他板块业务。

牵手中广核，后续合作空间大。本次定增方案，中广核拟认购不超过 1.4 千万股，认购比例如 6%，中广核为国内第五大风电场运营商，此次股份认购进一步加深了双方关系，为后续合作打下良好基础。

表 14 中广核是国内第五大风电场运营商

| 排名 | 开发商名称 | 2013 年底累计装机容量 (MW) | 市场份额 |
|----|-------|----------------------|---------|
| 1 | 国电集团 | 16,810.2 | 19.49% |
| 2 | 华能集团 | 9,928.8 | 11.51% |
| 3 | 大唐集团 | 9,491.6 | 11.00% |
| 4 | 华电集团 | 5,403.1 | 6.26% |
| 5 | 中广核 | 4,923.1 | 5.71% |
| 6 | 国华电力 | 4,660.4 | 5.40% |
| 7 | 中电投 | 4,540.7 | 5.26% |
| 8 | 华润电力 | 3,090.3 | 3.58% |
| 9 | 三峡总公司 | 1,979.7 | 2.29% |
| 10 | 天润 | 1,821.5 | 2.11% |
| 11 | 京能集团 | 1,777.8 | 2.06% |
| 12 | 河北建投 | 1,418.3 | 1.64% |
| 13 | 中节能风电 | 1,392.0 | 1.61% |
| | 其他 | 19,025.8 | 22.06% |
| | 合计 | 86,263.3 | 100.00% |

资料来源：节能风电公司公告，中国中投证券研究总部

项目经验丰富，风电场运营+EPC 效益有保障。公司前期已经有多年风电场测风、开发经验，不过此前主要是为了以资源换市场，完成初期开发工作的风电场通过平价转让以带动公司风机销售。多年来积累了丰富的风电场开发建设经验和风电场的运营维护经验，为本次募投项目的实施奠定了扎实的基础。同时，公司前期在全国范围内大量开展了风电项目建设前期工作，并以工作成果为基础建立全国风能资源及风电场数据库，为风电场的经营效益提供保障。

风电场资源丰富，可持续开发有保障。目前，公司取得“路条”的风电场资源达到 957MW，其中已取得省级发改委核准的项目达到 297MW，未来规划开发的风电场资源达到 4500MW，大量优质的风场可为公司未来多年的开发提供保障。

五、投资建议与盈利预测

投资建议：“强烈推荐”

公司在坚持做强输配电设备和风电设备制造业务的基础上，积极谋求转型，大力拓展风电场投资运营与 EPC、水处理环保领域，并已取得长足发展，这两大新业务将为公

司打开市场空间，业绩在明年将充分释放，为公司带来业绩增量。同时，随着配网投资高峰期的到来，公司作为中压开关设备龙头企业将显著受益。

关键假设：

输配电设备板块：配网投资兴起，公司显著受益，预期明年输配电设备板块收入有望增长40%以上。

风电板块：今年是风电装机大年，预期明年行业增速有所下滑，预计公司明年风电设备收入增长10%。

风电EPC：预期公司明年可实现11亿的收入。

风电运营：募投项目将于明年四季度逐步建成并网，预期2017年全年公司有效风力发电容量200MW。

环保板块：看好公司在环保领域的布局，借助上市公司平台，浙江一清的业绩有望迎来高增长，预期明年环保板块整体可实现1500万以上净利润。

预测公司2015~2017年EPS分别为0.34/0.57/0.35元，给予公司未来6-12个月目标价20元，对应2015-2017年PE分别为59/35/25倍。

风险因素：

1) 配网投资不达预期，为刺激经济、补强电网短板，政府一直在推动配网投资，规划2016到2020年配网投资1.7万亿，如果该规划不能顺利实施，公司业绩将受影响。

2) 农村污水处理投资不达预期，今年以来无论是中央政府还是地方政府均在推进农村污水治理，但市场何时真正爆发仍存在不确定性；

3) 增发预案未能顺利实施，公司光伏项目的推进需要大量资本，如果增发预案不能顺利实施，公司在风电投资运营方面的进度将受到影响，进而影响公司的转型布局。

附：财务预测表**资产负债表**

| 会计年度 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 3581 | 4020 | 5982 | 7995 |
| 现金 | 793 | 793 | 793 | 793 |
| 应收账款 | 2037 | 2477 | 4129 | 5886 |
| 其它应收款 | 50 | 72 | 122 | 174 |
| 预付账款 | 31 | 35 | 60 | 85 |
| 存货 | 421 | 480 | 627 | 714 |
| 其他 | 249 | 163 | 251 | 342 |
| 非流动资产 | 1169 | 1297 | 2239 | 3138 |
| 长期投资 | 116 | 128 | 128 | 128 |
| 固定资产 | 546 | 629 | 1335 | 2139 |
| 无形资产 | 176 | 176 | 176 | 176 |
| 其他 | 331 | 363 | 599 | 695 |
| 资产总计 | 4751 | 5316 | 8221 | 11133 |
| 流动负债 | 2156 | 2578 | 4997 | 7633 |
| 短期借款 | 263 | 349 | 1070 | 2038 |
| 应付账款 | 1048 | 1216 | 2107 | 2999 |
| 其他 | 845 | 1014 | 1821 | 2595 |
| 非流动负债 | 534 | 525 | 529 | 529 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 534 | 525 | 529 | 529 |
| 负债合计 | 2690 | 3103 | 5526 | 8162 |
| 少数股东权益 | 64 | 69 | 76 | 86 |
| 股本 | 527 | 527 | 760 | 760 |
| 资本公积 | 949 | 949 | 949 | 949 |
| 留存收益 | 520 | 669 | 911 | 1176 |
| 归属母公司股东权益 | 1996 | 2145 | 2620 | 2885 |
| 负债和股东权益 | 4751 | 5316 | 8221 | 11133 |

现金流量表

| 会计年度 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | -279 | 144 | 131 | 242 |
| 净利润 | 93 | 185 | 309 | 423 |
| 折旧摊销 | 39 | 33 | 56 | 101 |
| 财务费用 | 62 | 64 | 45 | 83 |
| 投资损失 | -21 | -21 | -21 | -21 |
| 营运资金变动 | -467 | -141 | -438 | -530 |
| 其它 | 15 | 24 | 179 | 185 |
| 投资活动现金流 | 222 | -134 | -979 | -979 |
| 资本支出 | 154 | 200 | 1000 | 1000 |
| 长期投资 | 289 | -45 | 0 | 0 |
| 其他 | 665 | 21 | 21 | 21 |
| 筹资活动现金流 | -313 | -10 | 849 | 738 |
| 短期借款 | -162 | 86 | 721 | 969 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 233 | 0 |
| 资本公积增加 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | -152 | -96 | -105 | -231 |
| 现金净增加额 | -371 | -0 | 0 | 0 |

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

利润表

| 会计年度 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 1749 | 2127 | 3546 | 5054 |
| 营业成本 | 1331 | 1519 | 2569 | 3658 |
| 营业税金及附加 | 10 | 12 | 20 | 29 |
| 营业费用 | 110 | 128 | 248 | 364 |
| 管理费用 | 144 | 170 | 294 | 414 |
| 财务费用 | 62 | 64 | 45 | 83 |
| 资产减值损失 | -2 | 33 | 21 | 25 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 21 | 21 | 21 | 21 |
| 营业利润 | 115 | 221 | 368 | 502 |
| 营业外收入 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| 营业外支出 | 9 | 7 | 8 | 8 |
| 利润总额 | 109 | 218 | 364 | 498 |
| 所得税 | 17 | 33 | 55 | 75 |
| 净利润 | 93 | 185 | 309 | 423 |
| 少数股东损益 | 2 | 4 | 7 | 10 |
| 归属母公司净利润 | 91 | 181 | 302 | 413 |
| EBITDA | 216 | 318 | 470 | 686 |
| EPS (元) | 0.17 | 0.34 | 0.40 | 0.54 |
| 主要财务比率 | | | | |
| 会计年度 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 14.1% | 21.6% | 66.7% | 42.5% |
| 营业利润 | 131.6% | 93.1% | 66.4% | 36.3% |
| 归属于母公司净利润 | 103.4% | 99.1% | 67.2% | 36.7% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 23.9% | 28.5% | 27.5% | 27.6% |
| 净利率 | 5.2% | 8.5% | 8.5% | 8.2% |
| ROE | 4.5% | 8.4% | 11.5% | 14.3% |
| ROIC | 8.2% | 11.6% | 10.7% | 10.9% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 56.6% | 58.4% | 67.2% | 73.3% |
| 净负债比率 | 9.78% | 11.24% | 19.36% | 24.97% |
| 流动比率 | 1.66 | 1.56 | 1.20 | 1.05 |
| 速动比率 | 1.46 | 1.37 | 1.07 | 0.95 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.38 | 0.42 | 0.52 | 0.52 |
| 应收账款周转率 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 应付账款周转率 | 1.31 | 1.34 | 1.55 | 1.43 |
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.17 | 0.34 | 0.57 | 0.78 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | -0.53 | 0.27 | 0.25 | 0.46 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 3.79 | 4.07 | 4.97 | 5.48 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 86.18 | 43.28 | 25.89 | 18.93 |
| P/B | 3.92 | 3.65 | 2.98 | 2.71 |
| EV/EBITDA | 36 | 24 | 16 | 11 |

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

张镭, 中投证券研究所首席行业分析师, 清华大学经济管理学院 MBA。
王雪峰, 中国中投证券研究所电力设备行业分析师, 清华大学金融学硕士。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供, 旨为派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 由公司授权机构承担相关刊载或转发责任, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们将对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务
中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际
大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海市

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大
厦 5 楼
邮编：200082
传真：(021) 62171434