



买入

30% ↑

目标价格:人民币 65.00

600452.CH

价格:人民币 50.00

目标价格基础:45倍 17年市盈率

板块评级:未有评级

涪陵电力

具备稀缺性与垄断性的国网节能平台

公司在配网节能业务注入之后,目前是国网体系内唯一的服务型上市公司,我们认为配网节能业务将对公司未来业绩带来持续提升,同时传统售电业务将稳定地为公司提供业绩支撑,我们同时看好公司受益于电改推进,有望成为用电服务侧龙头企业,首次覆盖给予公司买入的投资评级,目标价 65.00 元,对应于 2017 年 45 倍市盈率。

支撑评级的要点

- **配电网节能业务持续驱动业绩增长:** 电改推进将改变电网公司传统盈利模式,以节能业务为核心的用电服务业务有望成为电网公司的新增长点。据我们测算,国网区域内配网节能市场空间将达到约 900 亿元。预计公司 2017 年底在手的分享期订单额将达到 75 亿元左右,有力支撑未来业绩增长。同时若公司后续有新订单落地,则业绩存在进一步超预期的空间。
- **传统电力业务提供稳定业绩支撑:** 虽然到我国用电量增速放缓,但售电侧放开可能带来公司售电盈利的改善,同时经济形势有企稳回升迹象,我们保守预计公司售电业务的营收和毛利率在未来将基本维持平稳。
- **或成为国家电网参与市场化竞争的载体:** 随着电改深入,国网公司已成为新的让利方。公司是资深配电网运营企业,同时拥有融资便利,我们认为国网有动力将公司作为载体,积极投资增量配网以对冲利益流失。结合节能服务,公司在配售电市场中的竞争力将显著提升,发展前景更为可期。

评级面临的主要风险

- 配网节能项目推进慢于预期,同业竞争解决进度不达预期,区域用电需求增速下降程度超预期。

估值

- 我们预计公司 2017-2019 年每股收益分别为 1.43、1.78、2.17 元,对应市盈率分别为 34.9、28.1、23.1 倍,首次覆盖给予**买入**评级,目标价 65.00 元。

投资摘要

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	1,250	1,665	2,220	2,601	2,865
变动(%)	(1)	33	33	17	10
净利润(人民币 百万)	186	168	229	285	347
全面摊薄每股收益(人民币)	1.163	1.050	1.431	1.778	2.166
变动(%)	158.6	(9.8)	36.3	24.3	21.8
全面摊薄市盈率(倍)	43.0	47.6	34.9	28.1	23.1
价格/每股现金流量(倍)	47.1	23.2	(16.4)	4.4	4.9
每股现金流量(人民币)	1.06	2.15	(3.05)	11.34	10.21
企业价值/息税折旧前利润(倍)	53.6	18.0	17.1	10.4	7.8
每股股息(人民币)	0.350	0.000	0.356	0.442	0.538
股息率(%)	0.7	n.a.	0.7	0.9	1.1

资料来源: 公司数据及中银证券预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	17.5	10.0	20.7	65.4
相对上证指数	12.7	8.6	16.6	56.2

发行股数(百万)	160
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	8,000
3个月日均交易额(人民币 百万)	32
净负债比率(%) (2017E)	306
主要股东(%)	
重庆川东电力集团有限责任公司	52

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以 2017 年 4 月 7 日收市价为标准

相关研究报告

《涪陵电力 2016 年年报点评: 节能业务拉动盈利, 未来仍看订单超预期》 2017.3.31

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

公用事业: 电力

沈成*

(8621)20328319

cheng.shen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517030001

李怡棉

(8610)66229366

yimian.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300516040001

*李可伦为本报重要贡献者

目录

配电网节能业务是业绩增长的第一驱动力	4
数量产值双双爆发，节能服务行业高速增长	4
配电网节能是电网发展的题中应有之义	4
配网节能业务驱动公司业绩增长	6
国网系唯一的服务类上市平台	9
配网节能业务或遇资金瓶颈，登陆上市平台有利进一步扩张 ..	9
国网系唯一的服务类上市平台，未来仍有资产注入预期	9
传统业务提供稳定业绩支撑	11
电力配售一体化经营，盈利能力保持稳定	11
精简参控股公司，专注核心业务	12
电改风起云涌，公司有望分享红利	14
电改持续升温，政策体系已搭建完整	14
公司或将成为国家电网参与市场化竞争的载体	14
重庆售电侧放开推进力度大，公司有望受益	15
盈利预测与估值	18
盈利预测	18
相对估值	18
投资建议	19
风险提示	20
研究报告中所提及的有关上市公司	22

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 我国节能服务公司总数量.....	4
图表 2. 我国节能服务产业产值.....	4
图表 3. 配网节能相关政策总结.....	5
图表 4. 近年全国电力需求量及同比增长率.....	5
图表 5. 典型的 EMC 效益分享模式（山东一期项目）.....	6
图表 6. 公司在手项目效益分享期示意图.....	7
图表 7. 公司在手订单情况.....	7
图表 8. 2011-2016 年公司主营收入构成.....	8
图表 9. 2011-2016 年公司盈利水平.....	8
图表 10. 国网节能公司股权结构.....	9
图表 11. 国网下属省级配电网节能服务公司.....	10
图表 12. 国网直属体系上市公司一览.....	10
图表 13. 2011-2016 年涪陵区 GDP.....	11
图表 14. 2011-2016 年涪陵区工业总产值.....	11
图表 15. 2011-2016 年涪陵区工业增加值.....	11
图表 16. 2011-2016 年公司售电量.....	11
图表 17. 2011-2016 年公司售电收入.....	12
图表 18. 2011-2016 年公司净利润.....	12
图表 19. 公司近年来对外股权投资变动情况.....	12
图表 20. 公司现有对外股权投资情况.....	13
图表 21. 中央电改政策整理.....	14
图表 22. 用电服务的商业模式.....	15
图表 23. 重庆电力交易中心股权结构.....	16
图表 24. 市场化售电公司的基本盈利模式.....	17
图表 25. 分业务营业收入预测.....	18
图表 26. 可比公司估值对比.....	18
损益表(人民币 百万).....	21
资产负债表(人民币 百万).....	21
现金流量表(人民币 百万).....	21
主要比率 (%).....	21

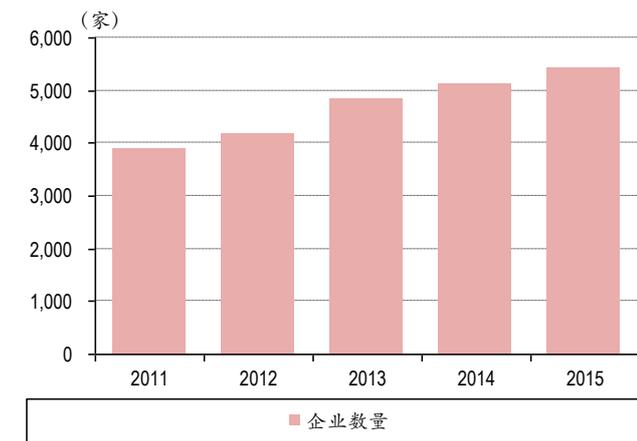
配电网节能业务是业绩增长的第一驱动力

2016年3月28日，公司公告2016年第一次临时股东大会通过了向国网节能服务有限公司支付现金以购买其配电网节能业务的议案，交易对价3.74亿元。本次交易的标的资产为国网节能的配电网节能业务，包括经营形成的固定资产、在建工程、应收账款等资产；应付账款、借款等负债；与配电网节能业务相关的合同权利、义务。本次交易不涉及股份发行和股权转让，交易前后上市公司的控股股东、间接控股股东、实际控制人均未发生变化。2016年4月26日，本次交易已完成标的资产的交割过户。

数量产值双双爆发，节能服务行业高速增长

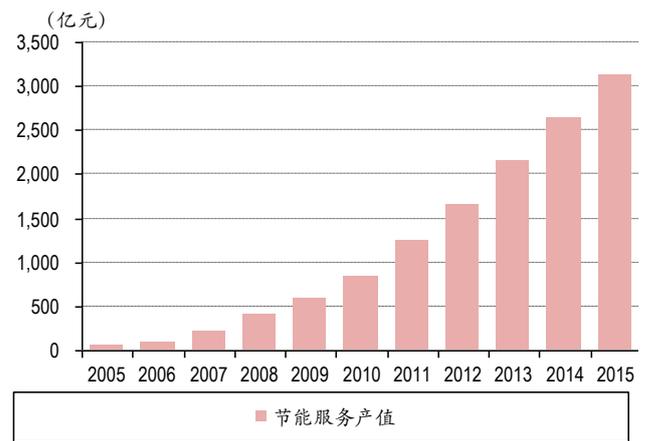
节能服务是指由专业的能源管理公司帮助客户解决节能运营改造问题的服务。节能服务通常采取合同能源管理的方式，实现一种集前期各种诊断设计、中期融资采购、安装、后期节能跟踪服务为一体的系统服务。

图表 1. 我国节能服务公司总数量



资料来源：中国节能服务网，中银证券

图表 2. 我国节能服务产业产值



资料来源：中国节能服务网，中银证券

根据中国节能协会节能服务产业委员会的统计，截至2015年底，中国节能服务公司总数达到5,426家，其中产值超过10亿元的节能服务公司有25家，超过5亿元的有142家，超过1亿元的有286家。近十年我国节能服务产业产值保持高速增长，从2005年的47.3亿元增长至2015年的3,127.3亿元，CAGR高达52.07%。

配电网节能是电网发展的题中应有之义

我国电力工业的能源利用效率相对落后，政策推动节能业务发展：近年来，为缓解我国能源供需矛盾、推动经济结构调整和产业技术进步，我国政府出台了一系列推动节能减排的政策措施。其中配电网节能内容主要集中在加快智能电网建设、降低线损和配电变压器损耗、加强需求侧管理等方面。

图表 3. 配网节能相关政策总结

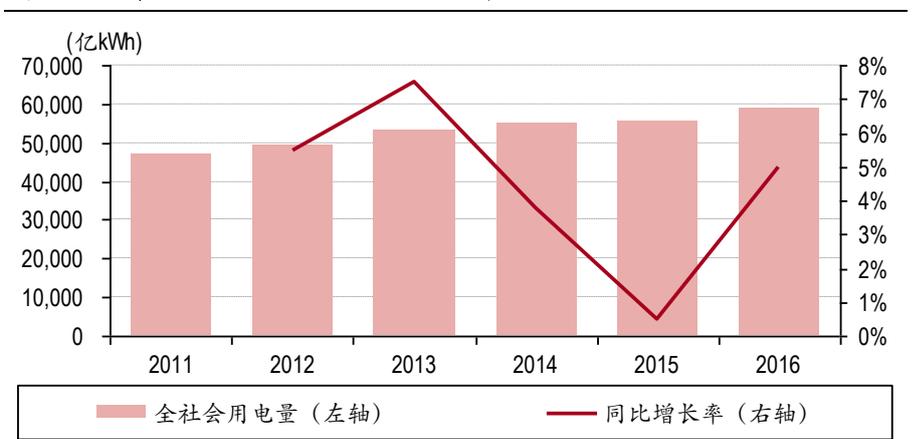
时间	文件名称	下发单位	相关内容
2012.8.6	节能减排“十二五”规划	国务院	电网综合线损率由 6.53% 降到 6.3%，电力变压器损耗由空载 43kW、负载 170kW 降到空载 30~33kW、负载 151~153kW
2015.7.31	配电网建设改造行动计划 (2015-2020 年)	国家能源局	应用先进配电技术，科学选择导线截面和变压器规格；加强配电网无功规划和运行管理，实现各电压层级无功就地平衡，减少电能传输损失
2015.8.10	配电变压器能效提升计划 (2015-2017 年)	工业和信息化部、质检总局、发改委	到 2017 年底，初步完成高耗能配电变压器的升级改造，高效配电变压器在网运行比例提高 14%；当年新增量中高效配电变压器占比达到 70%；预计到 2017 年，累计推广高效配电变压器 6 亿 kVA，实现年节电 94 亿 kWh，相当于节约标准煤 310 万吨，减排二氧化碳 810 万吨
2016.3.16	“十三五”规划纲要	全国人大	大力开发、推广节能技术和产品，推动能源管理体系、计量体系和能耗在线监测系统建设

资料来源：互联网资料，中银证券

降低线损率，配电网节能业务市场潜力大：近年来，为缓解我国能源供需矛盾、推动经济结构调整和产业技术进步，我国政府出台了一系列推动节能减排的政策措施。其中配电网节能内容主要集中在加快智能电网建设、降低线损和配电变压器损耗、加强需求侧管理等方面。

配电网节能业务为配电网提供节能改造和能效综合治理解决方案，可有效解决无功损耗大、末端电压低、线损率高等突出问题，能够降低线损约 30%。主要包括配电变压器节能改造、配电线路节能改造、无功补偿、计量装置节能改造、谐波治理、单相配电变压器、线路调压器、电网升压改造、高电压引入负荷中心、有载调容调压配电变压器、串联补偿、三相负荷不平衡治理和智能配电台区等。

2016 年，我国全社会用电量为 5.92 万亿 kWh，线损率为 6.47%，线损电量达到 3830 亿 kWh。考虑配网损耗占总损耗的一半，按照 30% 的节能比例来计算，所有配网节能改造完成后将节约电能约 575 亿 kWh，以 0.6 元/kWh 为平均销售电价计算，配网节能业务可为电网公司带来约 340 亿元的节能收益。目前节能服务项目主要采用合同能源管理模式，节能分享比例在 95% 以上，且分享期一般在 4 年以上。因此，可预期未来配电网节能服务收益市场空间在 1,200 亿元以上，考虑国网覆盖范围约占全国电网的 80%，则国网内部配网节能服务市场空间约为 900 亿元。

图表 4. 近年全国电力需求量及同比增长率


资料来源：国家能源局，中银证券

电力需求增长或有瓶颈，电网公司有必要开发节能业务：随着中国经济发展进入新常态，电力需求增速放缓，2015年全社会用电量同比仅增长0.52%，为近35年来新低，2016年用电量增速稍有反弹。随着国家大力推动节能减排，叫停高耗能工业企业，未来我国电力需求预计将进入低速增长状态，因此电网公司的输配电业务或将遭遇增长瓶颈。同时，自电改“9号文”及其配套文件的出台，电改持续深入，电网公司传统盈利模式将有所改变。电网公司将不再以上网及销售电价差作为主要收入来源，而是按照政府核定的输配电价收取过网费，其传统业务的盈利空间将被压缩。在此基础上，考虑节能服务的广阔市场，电网公司有必要发展节能业务。

配网节能业务驱动公司业绩增长

配网节能的主要商业模式为节能效益分享型合同能源管理（EMC）模式：节能改造工程的投入按照公司与用户的约定共同承担或由公司单独承担。项目建设施工完成后，经双方共同确认节能量后，双方按合同按照月度或季度约定比例分享节能效益。项目合同结束后，节能设备所有权无偿移交给用户，以后所产生的节能收益全归用户。

图表 5. 典型的 EMC 效益分享模式（山东一期项目）

投资额	出资比例	效益分享模式
5.08 亿元	国网节能公司 100% 出资 30% 为自有资金 70% 为银行贷款	效益分享期为 5 年 合同履行期内，国网节能公司分享 95% 的节能收益 节能收益分享款按季支付 国网节能公司负责本项目的设计、融资、改造、运行管理 合同期满后，改造项目资产无偿转让给 17 家地市公司

资料来源：国家电网，中银证券

以山东一期项目为例，国网节能公司与国网山东电力下属 17 家地市公司分别签订效益分享型 EMC 合同，各地市年节能量在 500 吨标准煤以上、10,000 吨标准煤以下。通过项目实施，国网山东电力大幅降低了配电网改造投入，电能质量明显改善，电网效益得到提高。

配电网节能业务订单储备充足：公司收购的国网配电网节能业务自 2013 年开展以来，收入呈快速增长趋势，合同额从第一年的 8 亿元跃升至 2015 年的近 30 亿元，累计签署合同额超过 60 亿元。2016 年下半年，公司连续签订福建二期、甘肃二期、河北、山东青岛、烟台、安徽等多个配电网节能项目合同，总额约 24 亿元。加上此前签订的订单，公司目前处于节能分享期的订单总额约为 45 亿元，预计 2017 年部分项目完工投产后，分享期订单额将达到 75 亿元左右，年净利润约为 1.5 亿元。

图表 6. 公司在手项目效益分享期示意图

项目名称	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
山东一期										
山东二期										
江苏										
甘肃										
重庆大足										
冀北廊坊										
江西										
福建										
新疆										
浙江										
河南										
湖北										
福建二期										
甘肃二期										
河北正定										
青岛										
烟台										
安徽										

资料来源：公司公告，中银证券

目前，配电网节能服务公司仅有国家电网和南方电网两家公司在旗下设立。作为承担国家电网公司配电网节能业务的载体，公司为国网区域内各省级电力公司以及用能单位提供节能咨询、技术支持等综合节能服务。随着节能工作持续深入和配电网节能项目的不断开发，我们预计公司的项目数量、合同金额、营业收入等各项经营指标将会呈现良好的增长态势。

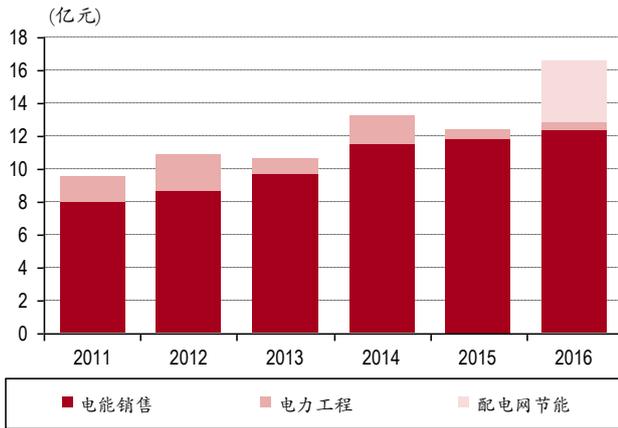
图表 7. 公司在手订单情况

项目	投资额 (亿元)	合同额 (亿元)	(预计) 完工时间	分享模式
山东配电网节能与提高电能质量改造 (一期)	5.08	7.73	2013	比例 95%，分享期 5 年
重庆市大足供电公司综合降损节能改造	0.16	0.24	2014	比例 95%，分享期 4 年
江苏徐州、盐城地区配电网综合节能改造及电能质量提升	4.73	8.70	2015	比例 95%，分享期 8 年
甘肃白银、兰州配电网节能与提高电能质量改造	0.05	0.09	2014	比例 95%，分享期 5 年
冀北廊坊地区配电网综合节能改造及提高供电可靠性	6.88	11.84	2016.6	比例 95%，分享期 7 年
河南配电网综合节能改造及电能质量提升	1.63		2017.6	比例 95%，分享期 8 年
湖北鄂东地区配电网综合节能改造	2.79		2017.3	比例 95%，分享期 7 年
浙江配电网综合节能改造	5.23		2016.12	比例 95%，分享期 9 年
山东配电网综合节能改造 (二期)	2.58	4.59	2016.6	比例 95%，分享期 5 年
江西配电网综合节能改造	1.43	2.43	2016.12	比例 95%，分享期 7 年
新疆昌吉、乌鲁木齐配电网综合节能改造	0.05		2016.8	比例 98%，分享期 7 年
福建配电网节能改造及提高供电可靠性		9.89	2016	分享期 8 年
山东青岛、烟台地区配电网综合节能改造与提高电能质量	2.75 (青岛) 3.75 (烟台)	4.73 (青岛) 6.45 (烟台)	2017	比例 95%，分享期 6 年 另约定综合效益： 4398.6 万元/年 (青岛) 6651.4 万元/年 (烟台)
福建配电网节能改造及提高供电可靠性 (二期)	5.72	8.88	2017	分享期 8 年
甘肃配电网节能与提高电能质量改造 (二期)	0.26	0.38	2017	分享期 5 年
河北正定、宁晋配电网综合节能改造及电能质量提升	0.34	0.51	2017	分享期 5 年 (正定) 6 年 (宁晋)
安徽省电力公司配电网节能改造及提高供电可靠性		2.92	2017	分享期 5 年

资料来源：公司公告，中银证券

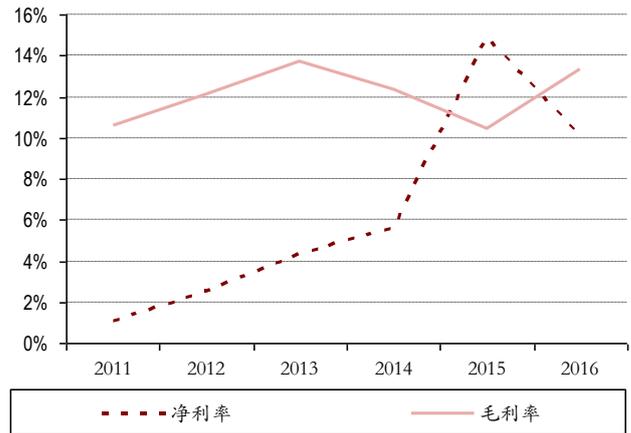
配网节能业务已明显拉动公司盈利：根据公司 2016 年年报，全年实现营业收入 16.65 亿元，归母净利润 1.68 亿元，其中配网节能业务 2016 年实现营收 3.73 亿元，毛利率 28.09%。配电网节能业务的注入明显拉动了公司的盈利能力，10.09% 的净利率显著高于此前的较低水平。据我们测算，2016 全年配电网节能业务贡献净利润约 7,000 万元左右（其中 16 年 3 月注入项目实现净利润 3,196 万元）。

图表 8. 2011-2016 年公司主营收入构成



资料来源：公司年报，中银证券

图表 9. 2011-2016 年公司盈利水平



资料来源：公司年报，中银证券

享受税收优惠，高净利率有望继续保持：根据《国家税务总局关于促进节能服务产业发展增值税营业税和企业所得税政策问题的通知》，节能服务公司免征增值税和营业税；此外，节能服务公司实施合同能源管理项目，自项目取得第一笔生产经营收入所属纳税年度起，第一年至第三年免征企业所得税，第四年至第六年按照 25% 的法定税率减半，即 12.5% 征收企业所得税。考虑到公司多数项目节能分享期在 5-7 年范围内，因此“三免三减半”的税收优惠将覆盖分享期的大部分时间区间，配网节能业务较高的净利率有望继续保持。

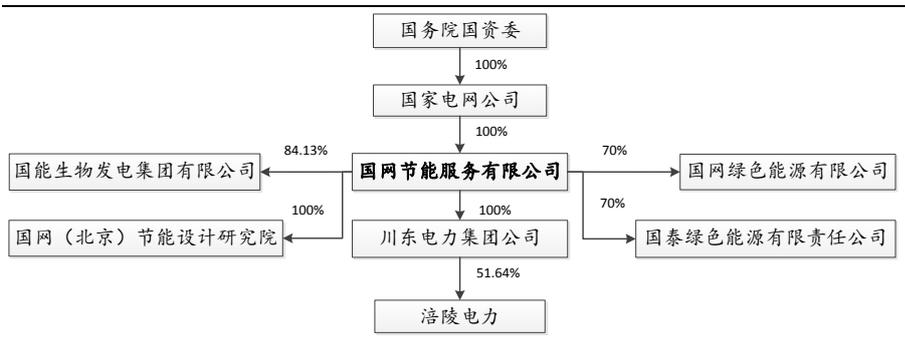
我们预计，2016 年下半年新签订的项目将于 2017 年开始贡献收入，同时考虑未来新签项目的投产，2017 年公司配网节能业务将实现营收超过 9 亿元，按照 18% 的净利润率估计，净利润将达到约 1.5 亿元。

国网系唯一的服务类上市平台

配网节能业务或遇资金瓶颈，登陆上市平台有利进一步扩张

公司收购的配网节能资产原所属的国网节能服务有限公司成立于 2013 年，为国家电网公司的全资子公司，注册资本 42 亿元。业务分为四大板块，分别是节能服务、能源综合利用、电力环保以及国际业务。截至 2016 年 12 月，国网节能下属国能生物发电集团有限公司、国网绿色能源有限公司、国网（北京）节能设计研究院、国泰绿色能源有限责任公司以及川东电力集团公司五家控股公司。

图表 10. 国网节能公司股权结构



资料来源：公司公告，公司官网，中银证券

业务模式或造成资金短缺，融资便利有利于业务进一步扩张：公司收购的完成意味着优质的配网节能资产正式登陆上市公司的资本运作平台，成为 A 股市场稀缺的配电网节能标的。EMC 模式意味着配电网节能订单的执行首先需要公司进行前期投资，在配网设备更换、改造等工作完成后，产生的节能收益分数年返还给公司，实现资金回笼。根据我们测算，按照公司现有的订单执行周期（5~8 年），账面上的货币资金很难持续支撑配电网节能业务的大规模扩张，进一步的融资是业务扩张的必要条件。因此，配电网节能资产在公司旗下，可以利用上市公司直接对接资本市场、资金筹措渠道广的优势，在目前急需资金投入的业务扩张期便利地筹措资金，更好地抓住市场机会，实现进一步扩张和发展。

进入国网直属公司序列，打破地域桎梏：2016 年 5 月 4 日，国网重庆市电力公司将其持有的川东电力全部股权无偿划转至国网节能服务有限公司。至此，公司的直接控制权归属国网节能公司，这也意味着公司正式脱离国网重庆市电力公司，进入国网直属公司序列，打破地域桎梏，成为全国范围内的配电网节能服务平台。

国网系唯一的服务类上市平台，未来仍有资产注入预期

截至配网节能资产购买交易完成，在一些省份，国网公司旗下仍有其他从事配电网节能业务的子公司。考虑到可能的地方保护倾向，此部分同业竞争问题或成公司节能业务发展的掣肘。

图表 11. 国网下属省级配电网节能服务公司

企业名称	成立时间	节能相关业务	注册资本(万元)
国网河南节能服务有限公司	2012.10	合同能源管理; 节能工程建设; 节能设备批发零售	4,000
国网天津节能服务有限公司	2012.6	节能及能源审计咨询; 节能项目设计、改造、运营; 能源托管; 节能量检测; 节能设备制造、销售; 合同能源管理	2,000
国网湖北节能服务有限公司	2011.5	节能产品的研发、销售, 电力节能工程的设计、咨询。	3,000
国网江西节能服务有限公司	2011.4	高新、节能技术及产品的研发、推广、咨询、服务; 新能源的开发与技术服务	2,000
国网山西节能服务有限公司	2011.9	合同能源管理; 节能项目方案设计、改造、工程施工; 节能项目投资、节能设备销售、租赁、安装调试; 节能技术服务、技术咨询、节能技术培训	5,000
国内蒙古东部电力节能服务有限公司	2012.7	电力节能咨询及相关技术服务; 电力设备、新能源设备和电力技术、能源管理系统软件的研发、推广应用、销售及售后服务; 节能项目投资、节能设备租赁	2,900
国网西藏节能服务有限公司	2012.9	节能服务, 合同能源管理服务, 客户能源审核, 节能项目的咨询、设计、应用或技术改造	100
新疆电力节能服务有限公司	2012.4	节能咨询、合同能源管理、能源审计、能效测评、电力系统节能降耗项目等	2,000
国网四川节能服务有限公司	2012.8	节能技术推广、咨询、检测服务; 合同能源管理	12,000
国网重庆节能服务有限公司	2012.5	主要从事节能技术推广、服务及相关项目投资, 节能方案设计、咨询服务, 节能设备研发、改造、安装、租赁及销售	3,000
国网北京节能服务有限公司	2012.10	合同能源管理; 技术开发、技术转让、技术咨询、技术服务	3,000

资料来源: 公司公告, 中银证券

国网确认公司为国网旗下唯一的配网节能服务平台: 为解决可能存在的同业竞争问题, 国网公司承诺未来5年内通过委托涪陵电力经营或出售给无关联第三方或注入涪陵电力的方式解决部分省公司从事的少量配电网节能业务; 承诺涪陵电力为国网公司配电网节能业务的载体, 本次交易完成后, 国网公司以及其他控制的其他企业不会新增与涪陵电力的业务存在竞争或可能构成竞争的任何业务及活动, 其直接或间接控制的除涪陵电力外的其他方将不再新增配电网节能业务。国网公司的承诺实际上确立了涪陵电力作为国网旗下唯一的配网节能服务平台的地位, 公司未来业务发展的同业竞争障碍被扫清, 拓宽了公司的发展道路。

符合国企改革要求, 未来仍有资产注入预期: 目前国网直属体系内共有平高电气、国电南瑞、许继电气、置信电气、涪陵电力五家上市公司, 其中前四家公司均为设备制造企业, 仅涪陵电力为服务型企业。根据公司公告, 未来国网公司可能将从事工业节能、交通节能及建筑节能的业务注入涪陵电力。若此事项最终完成, 公司将成为依托国网的综合性节能服务平台。同时, 提高国有资产证券化率是国资、国企改革的重要手段之一, 相关资产注入上市公司符合国企改革的要求。我们认为, 未来国网节能旗下其他业务, 如生物质能发电、微电网等若有大幅扩张的需求, 也有利用公司上市平台进行融资的可能性。

图表 12. 国网直属体系上市公司一览

公司名称	代码	主营业务	2016 年营收 (亿元)	2016 年归母 净利润 (亿元)	当前市值 (亿元)
国电南瑞	600406.CH	电网自动化产品、节能环保产品、工业控制产品等	114.15	14.47	403.93
平高电气	600312.CH	封闭组合电器、断路器、隔离开关等	88.70	12.20	232.85
许继电气	000400.CH	智能变配电设备、直流输电设备、供用电设备等	96.07	8.69	183.92
置信电气	600517.CH	非晶变压器、硅钢变压器、集成变电站等	63.77 (2015)	4.44 (2015)	132.77
涪陵电力	600452.CH	配电网服务、配电网节能服务等	16.65	1.68	80.00

资料来源: 万得资讯, 中银证券

传统业务提供稳定业绩支撑

电力配售一体化经营，盈利能力保持稳定

公司传统主营电力供应与销售，供电区域主要集中于重庆市涪陵区行政区域，以 110kV 输电线路为骨干网架，以 35kV、10kV 线路为配电网，通过联网线路从关联方川东电力集团公司、国网重庆市电力公司等单位趸购电能，同时向辖区内的用电单位销售电能，赚取购电、售电电价的价差。

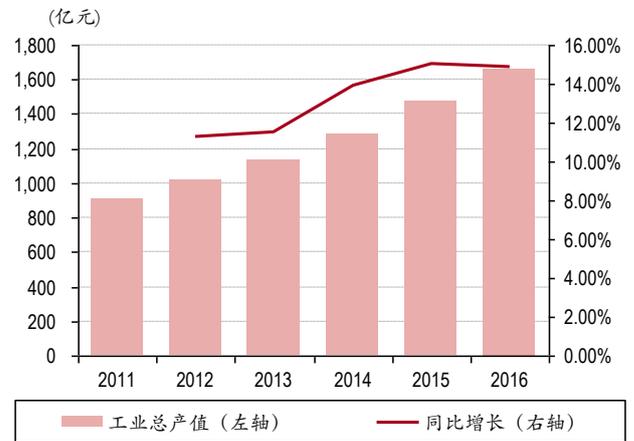
公司近年售电量与售电收入稳中有升：公司 2016 年售电量达到 24.31 亿 kWh，售电收入 12.36 亿元，近六年 CAGR 分别为 7.98% 和 9.04%，趋势与涪陵区地区生产总值及工业增加值近五年的变化趋势相仿，体现了主营业务对供电地区经济发展尤其是工业发展的依赖。

图表 13. 2011-2016 年涪陵区 GDP



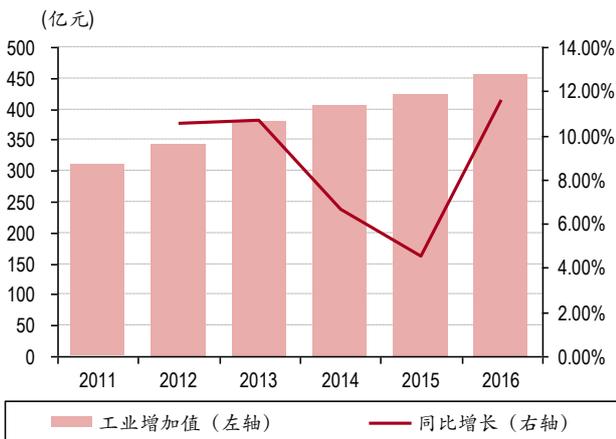
资料来源：涪陵区政府，中银证券

图表 14. 2011-2016 年涪陵区工业总产值



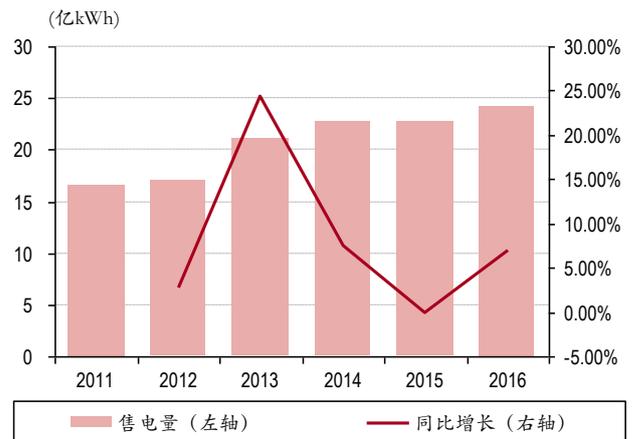
资料来源：涪陵区政府，中银证券

图表 15. 2011-2016 年涪陵区工业增加值

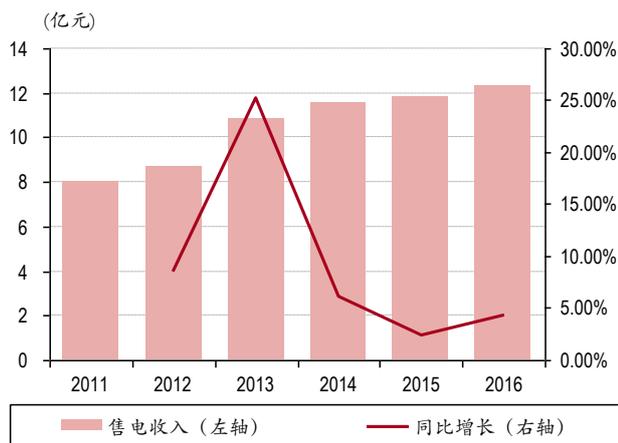


资料来源：涪陵区政府，中银证券

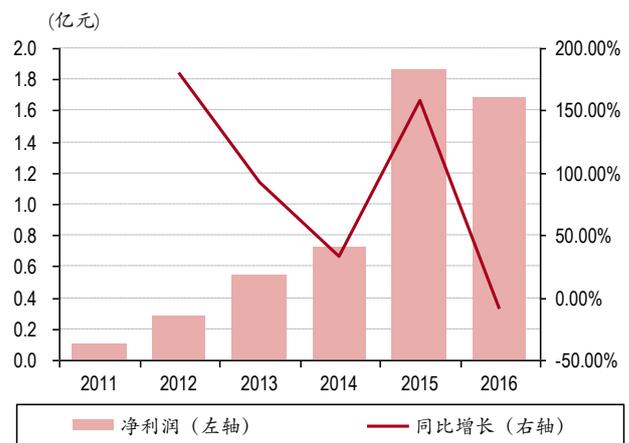
图表 16. 2011-2016 年公司售电量



资料来源：公司年报，中银证券

图表 17. 2011-2016 年公司售电收入


资料来源：公司年报，中银证券

图表 18. 2011-2016 年公司净利润


资料来源：公司年报，中银证券

传统业务为公司提供稳定的业绩支撑：公司 2016 年电力业务实现营收 12.83 亿元，同比增长 3.75%（售电 12.36 亿元，同增 4.32%；工程 0.47 亿元，同减 9.34%）；毛利率 9.00%，同比下滑 1.26 个百分点；实现售电量 24.31 亿 kWh，同比增长 7.02%。我们预计电力业务 2016 年贡献净利润与配网节能业务相仿，并将在未来数年内维持稳定，为公司提供稳定的业绩支撑。

精简参控股公司，专注核心业务

自 2012 年以来，公司不断通过吸收合并控股子公司和转让参股公司股权等方式精简对外股权投资的结构，剥离经营不善的资产和业务。其中包括吸收合并控股子公司光华科技、耀涪投资、明宇送变电以及水江发电，同时对外转让公司所持有的东海证券、华源电力、银科担保（未完成）以及新嘉南公司（未完成）的股份。

图表 19. 公司近年来对外股权投资变动情况

年份	事项
2012	完成对控股子公司重庆市光华科技有限责任公司以及重庆市耀涪投资有限责任公司的吸收合并，同时完成了两个子公司工商登记注销。
2013	对全资子公司重庆市水江发电有限公司进行吸收合并以及工商登记注销。
2013	注销全资子公司重庆市明宇送变电工程公司并设立送变电工程分公司。
2014	将所持全部重庆市新嘉南建材有限责任公司 35% 股权、重庆市涪陵区银科融资担保有限责任公司 3.333% 股权进行公开挂牌转让。
2015	将所持全部东海证券 1.4371% 的股权进行公开挂牌转让，已全部收到江苏高力应支付的东海证券股权交易价款 1.3 亿元及权益变动款 1356 万元。
2015	将原下属全资子公司重庆市水江发电有限公司相关资产公开挂牌转让，收到受让方江南化工支付的本次交易的全部价款 1795 万元。
2016	将所持全部华源公司的 30% 股权进行公开挂牌转让，同时将所拥有的华源电力全部债权与股权一并打包对外转让；已收到受让方支付的本次交易的全部价款 2596 万元。

资料来源：公司公告，中银证券

图表 20. 公司现有对外股权投资情况

产品种类	持股比例(%)	经营情况	处置状态
重庆市涪陵区银科融资担保有限责任公司	3.33	为中小企业贷款提供担保，2016 年度经营正常。	挂牌转让
重庆市新嘉南建材有限责任公司	35.00	主要经营水泥制造、销售，2015 年度实现净利润 2,123.50 万元；公司 2016 年收到其 2015 年度分红款 455 万元。	挂牌转让
重庆市蓬威石化有限责任公司	15.00	主要经营精对苯二甲酸生产，2016 年度亏损严重，但随着市场情况逐步好转，已于 2017 年初重新恢复生产	暂未转让

资料来源：公司公告，中银证券

总结公司近年来在产权清理方面的运作，我们认为，公司意在强化核心业务地位，着力提升整体竞争力，同时降低期间费用，提高公司净利润和运行效率，为未来配电网节能等新业务的进一步发展创造有利的环境。

电改风起云涌，公司有望分享红利

电改持续升温，政策体系已搭建完整

2015年3月15日，国务院发布《关于进一步深化电力体制改革的若干意见（中发〔2015〕9号文）》，正式拉开第二轮电力体制改革的大幕。目前第二轮电改已初步形成了“纲领文件—顶层设计—落地规则”三个层次的政策体系。在近期配套文件《售电公司准入与退出管理办法》、《有序放开配电网业务管理办法》下发之后，《国家发改委、国家能源局关于有序放开发用电计划的通知》也于近日正式下发。本轮电改的政策体系已经搭建完整。

图表 21. 中央电改政策整理

时间	内容
2015.3	《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》（“9号文”）
2015.3	《关于改善电力运行、调节促进清洁能源多发满发的指导意见》
2015.4	《关于完善电力应急机制做好电力需求侧管理城市综合试点工作的通知》
2015.4	《关于贯彻中发〔2015〕9号文件精神，加快推进输配电价改革的通知》
2015.5	《关于完善跨省跨区电能交易价格形成机制有关问题的通知》
2015.11	《关于推进输配电价改革的实施意见》
2015.11	《关于推进电力市场建设的实施意见》
2015.11	《关于电力交易机构组建和规范运行的实施意见》
2015.11	《关于有序放开发用电计划的实施意见》
2015.11	《关于推进售电侧改革的实施意见》
2015.11	《关于加强和规范燃煤自备电厂监督管理的指导意见》
2015.12	《电力市场运营基本规则（征求意见稿）》
2015.12	《电力市场监管办法（征求意见稿）》
2015.12	《电力中长期交易基本规则（征求意见稿）》
2016.7	《关于有序放开发用电计划工作的通知（征求意见稿）》
2016.10	《售电公司准入与退出管理办法》
2016.10	《有序放开配电网业务管理办法》
2017.4	《关于有序放开发用电计划的通知》

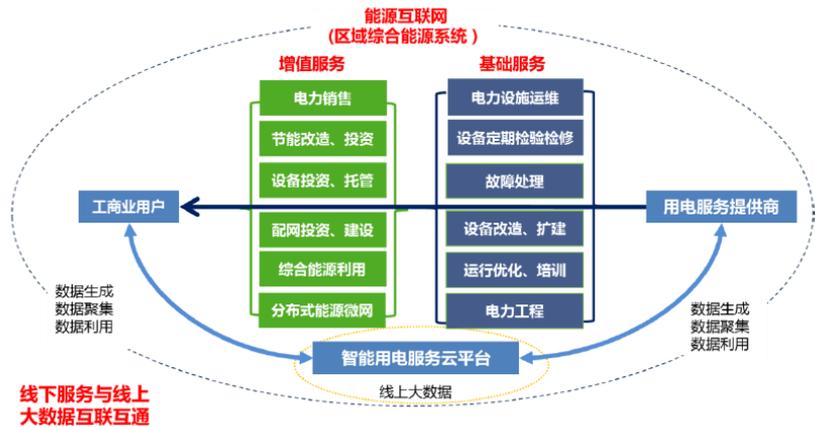
资料来源：公开资料，中银证券

公司或将成为国家电网参与市场化竞争的载体

增值能源服务是电改的未来看点：《有序放开配电网业务管理办法》提出，配电网运营者可有偿为各类用户提供增值服务。包括但不限于：1) 用户用电规划、合理用能、节约用能、安全用电、替代方式等服务；2) 用户智能用电、优化用电、需求响应等；3) 用户合同能源管理服务；4) 用户用电设备的运行维护；5) 用户多种能源优化组合方案，提供发电、供热、供冷、供气、供水等智能化综合能源服务。我们认为结合综合能源服务，配网盈利的模式如下：首先，负责区内售电业务可以直接从市场化的协议购电或集中竞价交易中获取发电侧和购电侧之间的价差利润，同时还可获得区内各电力用户的电力需求数据，是用户数据的第一入口。而后，以用电数据为基础，为用户提供能效监控、运维托管、抢修检修和节能改造等综合能源服务可以有效提高用户的用电质量，并增强客户粘性，同时从盈利能力更强的服务类业务中获得更多利润。此外，从中远期着眼，利用区内工厂厂房等设施建设分布式光伏、削峰填谷储能、微电网等，将为配电网运营带来更大的想象空间。

进入用电服务侧市场将使公司两主营业务之间形成共振，直接分享电改红利：我们认为，公司自成立以来，连续 17 年在涪陵区范围内对工业企业等大用户进行供电、售电，用户资源丰富，有足够的用电侧服务的技术储备。我们预计公司下一步有可能顺应电改形势，成立或参与运营市场化的配售电公司，可进一步向用户提供用电增值服务，如能效监控、运维托管、抢修检修和节能改造等，其中节能改造还能直接和公司现有的配电网节能业务形成共振，将配电网节能业务从国网下属企业扩展至电力用户侧，打造配售电一体化的综合能源服务商，具备极大的客户粘性优势，有望成为电改背景下的用户侧龙头。

图表 22. 用电服务的商业模式

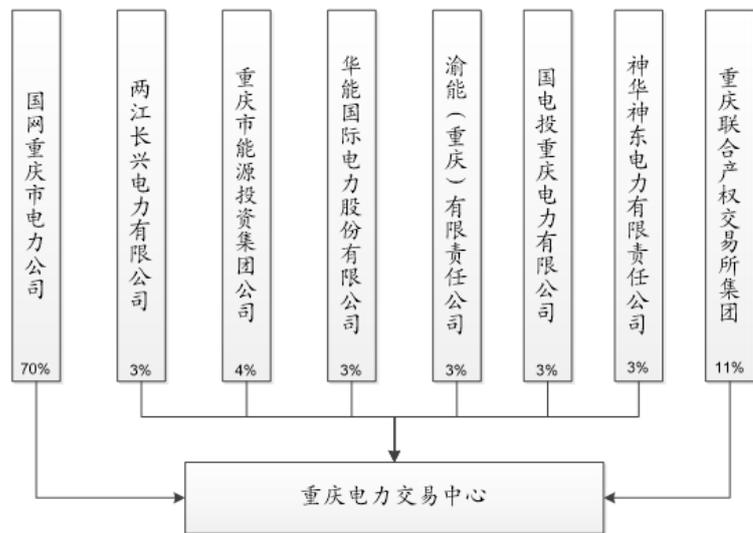


资料来源：智光电气公司公告，中银证券

公司可投资其他配电网，或成为国家电网参与市场化竞争的载体：在电改目前的形势下，国家电网公司已成为发电企业之后新的让利方，利益释放点之一即为配电网运营权的放开。公司作为资深配电网运营企业，在配网建设、维护领域有技术和成本优势。利用上市公司便于融资等优势，我们认为国网有动力将公司作为载体，积极投资其他增量配电网以对冲社会资本投资对其的不利影响，从而将公司打造为市场化的配售电一体化公司。结合用户侧的综合用电服务和节能服务，公司在配售电市场中的竞争力和市场占有率将显著提升，发展前景更为可期。

重庆售电侧放开推进力度大，公司有望受益

重庆电改政策频频落地，重庆电力交易中心成立：2016年6月29日，重庆市人民政府办公厅印发《关于降低电气价格支持工业经济发展的通知》，明确提出设置直接交易电量规模底限、降低直购电准入门槛、减免城市公用事业附加费、降低企业基本电费成本、下放新增配网投资建设主体审批权、扩大售电侧改革试点范围等推进电改、降低工业企业用电成本的措施。8月23日，国家电网公司董事长舒印彪前往重庆与市领导会面，表示国家电网公司将用市场化的手段推进改革，尽快组建电力交易中心，全力支持重庆改革。8月30日，重庆市政府公布《重庆市电力直接交易试点方案》，市经信委公布《关于组织开展2016年第三批电力直接交易试点工作的通知》。9月1日，重庆电力交易中心正式挂牌。

图表 23. 重庆电力交易中心股权结构


资料来源：公开资料，中银证券

多家主体参与，交易中心破冰意义深远：重庆电力交易中心是国网范围内第一个有多家主体参与组建的电力交易机构，打破了先前成立的省级电力交易机构均为国网独资的惯例。重庆电力交易中心依托国网重庆市电力公司现有交易机构组建，将原电网企业承担的交易业务与其他业务分离。由国网重庆电力出资70%，重庆电力市场主体代表和第三方机构共同出资30%组建。其中，重庆联合产权交易所集团股份有限公司作为第三方机构，代表政府出资11%，重庆市能投集团出资4%，华能国际电力股份有限公司、渝能（重庆）有限责任公司、国家电投集团重庆电力有限公司、神华神东电力有限责任公司、两江长兴电力有限公司分别出资3%。交易中心是不以营利为目的、人财物独立运行的法人主体，将依据市政府批准的交易和运营规则，提供规范、透明、公开、公平、公正的电力交易服务。

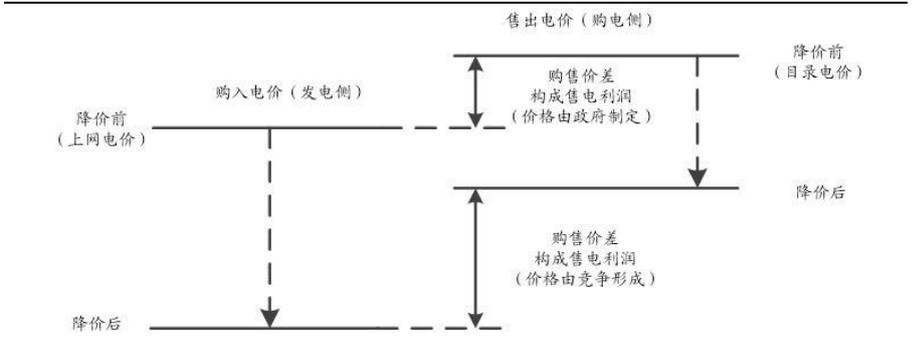
确认交易规模底限，重庆大用户直购电总量将剧增6倍：通知要求，重庆市火电大用户直接交易电量规模确保80亿kWh。根据统计数据，2015年重庆市全社会用电量875.37亿kWh，工业用电量585.45亿kWh，全年大用户直接交易电量13.16亿kWh。这意味着重庆市今后会将全市总用电量的十分之一、工业用电量的七分之一拿出来进行大用户直购电交易，市场交易量将至少为2015年的6倍以上。

配合交易规模底限的设置，直购电准入门槛大幅降低，将有力推动交易规模扩大：根据之前的规定，准许参加电量直接交易的电力用户年用电量应在3,000万kWh以上。而此次印发的文件中大幅降低此项门槛，将最低年用电量放宽到500万kWh，同时允许年用电量300万kWh以上的企业打包（即数家企业作为一个整体）进入直购电市场，本质上将300万kWh的年用电量设为了市场准入底线。大幅降低的准入门槛势必推动更多的工业企业参与到大用户直购电市场，市场交易将更为活跃。

随着重庆售电侧继续放开，发电方继续降价是大概率事件：要填满80亿kWh的交易量底限，发电企业必须将更多电能投入直购电市场，在这样的条件下，随着市场供给量的进一步增大，作为市场买方的电力大用户将拥有更强的议价能力，发电企业将大概率继续下调售电电价。

市场化售电公司是供需两端价格变化的受益者：考虑直购电交易规模扩大导致的发电企业降价以及政府让利带来的用户用电价格降幅的减少，代理部分大用户进行直购电交易的售电公司，是新政策的最终获益者之一。因此，公司若成立市场化售电公司，参与重庆大用户直购电市场，将提高公司传统售电业务的盈利水平。

图表 24. 市场化售电公司的基本盈利模式



资料来源：中银证券

盈利预测与估值

盈利预测

传统售电业务将维持平稳：考虑到我国电力需求增速放缓，传统商业模式受到一定的冲击，但电改推进可能带来售电业务盈利的改善，我们保守预计公司售电业务的营收和毛利率在未来三年内将基本维持平稳。

配电网节能业务并表带来营收利润双提升：公司最新年报显示配电网节能业务的并表同时提高了公司的营收和毛利率，同时考虑公司在手订单充足，交易对手方国家电网经营状况及行业地位稳定，因此公司节能项目回款有保证。我们看好配电网节能业务对公司未来业绩带来的持续提升。

图表 25. 分业务营业收入预测

分业务	营业收入 (亿元)			毛利率(%)		
	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
电能销售	1,260.2	1,285.4	1,311.1	9.00	9.00	9.00
电力工程安装	37.7	30.1	24.1	45.00	45.00	45.00
配电网节能	909.9	1,270.7	1,514.1	23.62	24.73	27.26
总计	2,207.8	2,586.2	2,849.3	15.64	17.15	19.01

资料来源：中银证券

我们预计公司 2017-2019 年可实现营业收入 22.08 亿元、25.86 亿元和 28.49 亿元，归属于上市公司股东的净利润分别为 2.29 亿元、2.85 亿元和 3.47 亿元，增速分别为 36%、24% 和 22%，每股收益分别为 1.43 元、1.78 元和 2.17 元。

相对估值

根据最新收盘价，公司 2017-2019 年对应市盈率分别为 35 倍、28 倍和 23 倍。考虑配电网节能业务将成为公司的主要盈利来源，且在电改大潮下可能进入用电侧服务市场。我们选取具有用电服务侧业务的公司智光电气、新联电子、炬华科技、北京科锐和中恒电气作为可比公司进行估值比较（未覆盖公司数据取万得一致预期），结果显示，公司的相对估值水平同样低于用电服务行业可比公司的平均水平。

图表 26. 可比公司估值对比

上市公司	公司代码	股价 (人民币)	每股收益(元)			市盈率(倍)			市值(亿元)
			16E	17E	18E	16E	17E	18E	
智光电气	002169.CH	19.43	0.44	0.63	0.82	44.41	30.95	23.63	76.53
新联电子	002546.CH	7.57	0.13	0.15	0.17	60.46	51.11	45.82	63.14
炬华科技	300360.CH	18.39	0.79	0.93	1.08	23.41	19.79	17.01	66.70
北京科锐	002350.CH	19.53	0.29	0.41	0.54	66.91	47.70	36.08	44.46
中恒电气	002364.CH	18.60	0.41	0.59	0.84	45.64	31.34	22.08	104.82
平均值						48.17	36.18	28.93	
涪陵电力	600452.CH	50.00	1.05(A)	1.43	1.78	47.62(A)	34.97	28.09	80.00

资料来源：万得资讯、中银证券

投资建议

公司目前是国网体系内唯一的服务型上市公司，且配网节能业务有同业竞争承诺，我们看好配电网节能业务对公司未来业绩带来的持续提升，同时看好公司受益于电改推进，有望成为电改龙头企业。鉴于公司业务和地位具有稀缺性和垄断性，首次覆盖给予公司**买入**的投资评级，目标价 65.00 元，对应于 2017 年 45 倍市盈率。

风险提示

配网节能项目推进低于预期：公司未来盈利主要依靠配网节能项目的拉动，若新签订单及项目建设、回款进度不及预期，则会对公司未来盈利增长造成较大冲击。

同业竞争解决进度不达预期：公司配网节能业务的扩张速度在一定程度上取决于国网公司解决各省公司下属节能企业与公司同业竞争的进度，若同业竞争解决进度不达预期，则会对公司未来配网节能订单数量产生冲击。

区域用电需求增速下降程度超预期：随着我国经济发展进入新常态，电力需求增速放缓，若涪陵区内用电需求增速超预期下降甚至出现下滑，将对公司传统配售电业务的盈利情况产生负面影响。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	1,250	1,665	2,220	2,601	2,865
销售成本	(1,127)	(1,452)	(1,882)	(2,165)	(2,332)
经营费用	17	240	321	819	1,382
息税折旧前利润	140	454	660	1,254	1,915
折旧及摊销	(75)	(287)	(388)	(933)	(1,507)
经营利润(息税前利润)	65	166	272	322	409
净利息收入/(费用)	5	(1)	(39)	(34)	(42)
其他收益/(损失)	129	12	9	14	0
税前利润	198	178	242	301	367
所得税	(12)	(10)	(13)	(17)	(20)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	186	168	229	285	347
核心净利润	186	168	229	285	347
每股收益(人民币)	1.163	1.050	1.431	1.778	2.166
核心每股收益(人民币)	1.165	1.049	1.431	1.780	2.166
每股股息(人民币)	0.350	0.000	0.356	0.442	0.538
收入增长(%)	(1)	33	33	17	10
息税前利润增长(%)	49	158	63	18	27
息税折旧前利润增长(%)	60	225	45	90	53
每股收益增长(%)	159	(10)	36	24	22
核心每股收益增长(%)	138	(10)	36	24	22

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	198	178	242	301	367
折旧与摊销	75	287	388	933	1,507
净利息费用	(5)	1	39	34	42
运营资本变动	25	(83)	(1,114)	563	(256)
税金	(12)	(10)	(13)	(17)	(20)
其他经营现金流	(112)	(29)	(30)	(1)	(6)
经营活动产生的现金流	170	344	(488)	1,814	1,634
购买固定资产净值	(3)	(2)	2,497	3,497	3,497
投资减少/增加	124	7	10	10	0
其他投资现金流	91	(1,015)	(4,995)	(6,994)	(6,995)
投资活动产生的现金流	211	(1,011)	(2,487)	(3,487)	(3,497)
净增权益	(56)	0	(57)	(71)	(86)
净增债务	0	720	2,677	1,757	2,005
支付股息	56	0	57	71	86
其他融资现金流	(32)	(65)	(96)	(65)	(128)
融资活动产生的现金流	(32)	655	2,582	1,692	1,877
现金变动	349	(12)	(394)	19	13
期初现金	168	517	505	111	130
公司自由现金流	381	(666)	(2,976)	(1,673)	(1,863)
权益自由现金流	376	54	(259)	118	184

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	517	505	111	130	143
应收帐款	10	13	295	138	419
库存	1	1	10	2	11
其他流动资产	0	0	104	16	113
流动资产总计	544	527	536	302	699
固定资产	532	3,056	5,171	7,740	9,736
无形资产	86	84	79	74	69
其他长期资产	59	65	76	74	74
长期资产总计	676	3,205	5,326	7,888	9,879
总资产	1,230	3,742	5,864	8,193	10,581
应付帐款	126	1,481	626	846	929
短期债务	0	0	1,387	2,298	3,365
其他流动负债	408	684	811	908	949
流动负债总计	535	2,165	2,824	4,052	5,242
长期借款	0	685	1,976	2,822	3,760
其他长期负债	1	1	1	1	1
股本	160	160	160	160	160
储备	534	731	903	1,157	1,418
股东权益	694	891	1,063	1,317	1,578
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	1,230	3,742	5,864	8,193	10,581
每股帐面价值(人民币)	4.34	5.57	6.65	8.23	9.86
每股有形资产(人民币)	3.80	5.05	6.15	7.77	9.43
每股净负债/(现金)(人民币)	(3.23)	1.13	20.32	31.19	43.64

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	11.2	27.3	29.7	48.2	66.8
息税前利润率(%)	5.2	10.0	12.3	12.4	14.3
税前利润率(%)	15.8	10.7	10.9	11.6	12.8
净利率(%)	14.9	10.1	10.3	10.9	12.1
流动性					
流动比率(倍)	1.0	0.2	0.2	0.1	0.1
利息覆盖率(倍)	n.a.	193.0	7.0	9.4	9.6
净权益负债率(%)	净现金	20.2	305.7	378.8	442.5
速动比率(倍)	1.0	0.2	0.2	0.1	0.1
估值					
市盈率(倍)	43.0	47.6	34.9	28.1	23.1
核心业务市盈率(倍)	42.9	47.7	34.9	28.1	23.1
目标价对应核心业务市盈率(倍)	55.8	62.0	45.4	36.5	30.0
市净率(倍)	11.5	9.0	7.5	6.1	5.1
价格/现金流(倍)	47.1	23.2	(16.4)	4.4	4.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	53.6	18.0	17.1	10.4	7.8
周转率					
存货周转天数	0.4	0.2	1.0	1.0	1.0
应收帐款周转天数	2.8	2.5	25.3	30.4	35.5
应付帐款周转天数	28.6	176.1	173.1	103.3	113.1
回报率					
股息支付率(%)	30.1	0.0	24.9	24.9	24.9
净资产收益率(%)	30.5	21.2	23.4	23.9	23.9
资产收益率(%)	5.9	6.3	5.4	4.3	4.1
已运用资本收益率(%)	7.6	3.7	1.9	1.3	1.1

资料来源: 公司数据及中银证券预测

研究报告中所提及的有关上市公司

涪陵电力(600452.CH/人民币 50.00, 买入)

智光电气(002169.CH/人民币 19.43, 未有评级)

新联电子(002546.CH/人民币 7.57, 未有评级)

炬华科技(300360.CH/人民币 18.39, 买入)

北京科锐(002350.CH/人民币 19.53, 未有评级)

中恒电气(002364.CH/人民币 18.6, 未有评级)

以 2017 年 4 月 7 日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371