



买入

25% ↑
目标价格:人民币 8.00

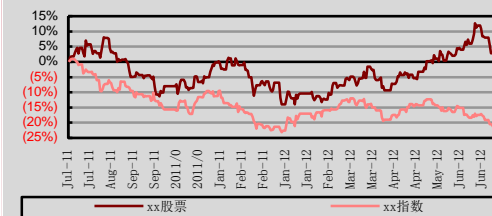
600438.CH

价格:人民币 6.38

目标价格基础:21 倍 17 年市盈率

板块评级:未有评级

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(1.2)	(1.2)	3.1	4.2
相对上证指数	(1.2)	2.9	3.5	(2.2)

发行股数(百万)	3,882
流通股(%)	50
流通股市值(人民币 百万)	12,338
3 个月日均交易额(人民币 百万)	77
净负债比率(%) (2017E)	23
主要股东(%)	
通威集团有限公司	52

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以 2017 年 4 月 25 日收市价为标准

通威股份

渔业光伏双龙头, 开启成长新篇章

通威股份是水产饲料全球龙头, 2016 年历经两次资本运作之后, 集团光伏资产实现整体上市; 多晶硅(永祥股份)与电池片(合肥太阳能)产能、技术、成本等行业领先, “渔光一体”(通威太阳能)专业化协同优势与项目资源优势突出; 我们首次覆盖给予公司买入的投资评级, 目标价 8.00 元。

支撑评级的要点

- **光伏资产注入, 打造渔业+光伏双龙头:** 公司是水产饲料全球龙头, 国内市场占有率达 12%-15%; 2016 年历经两次资本运作, 通威集团光伏资产注入上市公司, 打造上市公司渔业+光伏“双龙头”。
- **多晶硅行业寡头化, 永祥股份强势崛起:** 国内外多晶硅行业寡头格局渐成, 国内启动对韩国反倾销复审调查, 进口替代有望提速。公司全资子公司永祥股份现有产能 2 万吨, 拟与隆基股份合资扩产 5 万吨; 生产成本低于 6 万元/吨, 总成本低于 7 万元/吨, 已经跻身全球一流之列。
- **扩张、增效、降本, 打造电池片龙头企业:** 公司全资子公司合肥太阳能拥有电池片产能 3.4GW, 2017-2019 年底预计分别将扩至 5.4GW、8GW、10GW; 电池转换效率行业领先, 深得客户认可; 由于精细化管理的“基因”, 非硅成本 2016 年已降至 0.3 元/W, 显著低于行业平均水平。
- **渔光一体龙头, 发展空间巨大:** 国内具备 1500GW “渔光一体”潜在装机规模, 市场空间广阔。公司拥有“渔”“光”协同的专业化优势, 且渠道下沉带来水面资源, 龙头地位突出, 已并网项目逐渐验证商业模式。

评级面临的主要风险

- 光伏制造产能过剩风险; 弃光限电、补贴拖欠、土地性质恶化风险; 渔业板块盈利不达预期。

估值

- 预计公司 2017-2019 年每股收益分别为 0.38 元、0.48 元、0.56 元, 对应市盈率分别为 17 倍、13 倍、11 倍; 首次覆盖给予公司买入的投资评级, 目标价 8.00 元, 对应于 2017 年 21 倍市盈率。

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)	14,079	20,884	23,854	28,198	32,502
变动(%)	(9)	48	14	18	15
净利润(人民币 百万)	352	1,022	1,485	1,889	2,249
全面摊薄每股收益(人民币)	0.405	0.264	0.383	0.477	0.561
变动(%)	0.6	(34.9)	44.9	24.7	17.7
市场预期每股收益(人民币)			0.403	0.516	0.609
全面摊薄市盈率(倍)	15.7	24.2	16.7	13.4	11.4
价格/每股现金流量(倍)	5.1	10.2	12.1	6.2	6.4
每股现金流量(人民币)	1.25	0.63	0.53	1.03	0.99
企业价值/息税折旧前利润(倍)	33.9	11.6	10.7	8.3	7.0
每股股息(人民币)	0.155	0.000	0.115	0.143	0.168
股息率(%)	2.4	n.a.	1.8	2.2	2.6

资料来源: 公司数据及中银证券预测

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

农林牧渔: 饲料

沈成

(8621)20328319

cheng.shen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517030001

目录

光伏资产注入，打造渔业+光伏双龙头	5
水产饲料全球龙头，传统业务实力雄厚	5
历经两次资本运作，集团光伏资产整体上市	5
股权结构清晰，实际控制人资源丰富	6
传统业务经营稳健，光伏业绩增厚显著	7
新增光伏装机稳定，中国制造遥遥领先.....	9
多晶硅行业寡头化，永祥股份强势崛起.....	11
多晶硅寡头格局渐成，“双反”加速进口替代	11
兼具成本与技术优势，永祥股份跻身龙头行列.....	12
扩张、增效、降本，打造电池片龙头企业	15
产能加速扩张，打造电池片龙头	15
把握高效化趋势，深得客户认可	15
成本行业领先，盈利能力优异.....	16
渔光一体龙头，发展空间巨大.....	18
渔光是国内光伏应用的重要形式.....	18
协同效应奠定专业化优势，渠道下沉带来客户资源.....	19
盈利预测与估值	22
盈利预测	22
相对估值.....	22
投资建议.....	22
风险提示.....	23
研究报告中所提及的有关上市公司.....	25

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 公司的主营业务（红色框内）	6
图表 2. 通威股份股权结构.....	7
图表 3. 通威股份主营收入构成.....	7
图表 4. 通威股份归属上市公司股东净利润	7
图表 5. 通威股份饲料业务概况	8
图表 6. 通威股份盈利水平与期间费用率.....	8
图表 7. 全球与中国新增光伏装机量	9
图表 8. 光伏主产业链各环节国内产能的全球占比	10
图表 9. 多晶硅产地区域分布.....	11
图表 10. 国内多晶硅 2016 年有效产能分布.....	12
图表 11. 永祥股份循环经济产业链.....	12
图表 12. 永祥股份多晶硅产能.....	13
图表 13. 永祥股份各项目指标与行业标准对比.....	13
图表 14. 永祥股份业绩承诺与实现情况	14
图表 15. 通威股份电池片产能.....	15
图表 16. 通威股份电池片转换效率.....	16
图表 17. 通威股份电池片所获客户荣誉.....	16
图表 18. 电池片非硅成本对比.....	16
图表 19. 部分电池片企业 2016 年各季度净利率.....	17
图表 20. 合肥太阳能业绩承诺与实现情况.....	17
图表 21. 国家关于光伏农业的政策.....	18
图表 22. 通威股份“渔光一体”的商业模式	19
图表 23. 通威股份的水面资源.....	20
图表 24. 通威股份光伏电站储备项目	20
图表 25. 通威股份已并网光伏电站项目	21
图表 26. 光伏可比上市公司估值比较	22
图表 27. 渔业可比上市公司估值比较	22
损益表(人民币 百万).....	24
资产负债表(人民币 百万).....	24
现金流量表(人民币 百万).....	24

主要比率 (%).....	24
---------------	----

光伏资产注入，打造渔业+光伏双龙头

水产饲料全球龙头，传统业务实力雄厚

通威股份传统业务以饲料工业为主，同时涉足水产研究、水产养殖、动物保健、食品加工等相关领域，系农业产业化国家重点龙头企业。其中，水产饲料一直是公司的核心产品，国内市场占有率达 12%-15%，是公司农业板块的主要利润来源；目前，公司拥有 70 余家涉及饲料业务的分子公司，采取就地生产，建立周边销售覆盖的经营模式，同时为养殖户提供有效的技术、金融等配套服务。公司的生产、销售网络已布局全国大部分地区及越南、孟加拉、印度尼西亚等东南亚国家。通威股份正瞄准“改善人类生活品质，成就世界水产品牌”的宏大愿景，坚定不移地发展饲料及水产主业，并积极延伸上下游产业链条，全力打造世界级安全食品供应商。

通威股份拥有雄厚的科研开发和自主创新实力，拥有世界一流的科研队伍和研发体系。公司成立以来，先后投入数亿元建立了十三大研发基地，同时，常年与美国奥本大学、芬兰赫尔辛基大学、日本等饲料和养殖技术发达国家战略合作，与国外多家饲料企业、专业机构建立了常年的技术与战略合作关系，长期致力于动物营养、环境保护、工厂化养鱼、食品安全以及养殖业可持续发展的科学研究，开发出了国际一流的饲料产品，并引种和培育出了多种名、特、优、新水产新品种。

公司以科技为支撑，通过深化营销模式转型，拥有辐射全国及东南亚地区的复合型营销团队，配备覆盖养殖全过程的技术、管理、金融担保等服务体系，为养殖户提供及时、有效、全方位的配套服务。公司独创的“365”水产养殖模式、“6615”养猪模式，结合“渔光一体”、智能养殖系统的推广，能有效促进养殖效率、效益的提升，强化公司与客户之间的结合度，提高市场综合竞争力。

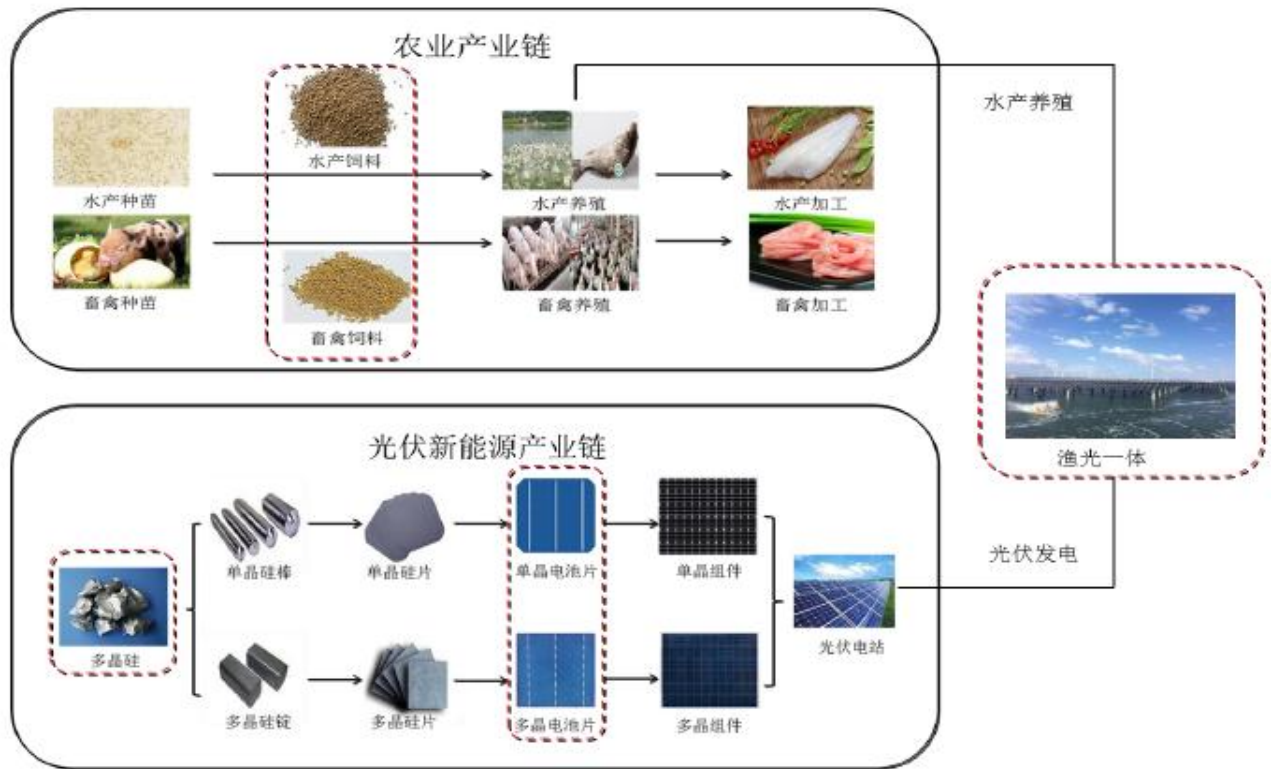
历经两次资本运作，集团光伏资产整体上市

2016 年 2 月，公司以 8.84 元/股发行约 2.38 亿股收购通威集团所持有的通威新能源 100% 股权（对价 4822 万元）以及通威集团、巨星集团等 17 名非自然人股东和唐光跃等 29 名自然人股东所持有的永祥股份 99.9999% 的股权（对价 20.11 亿元）；并于 2016 年 6 月以 5.71 元/股的价格向 8 家机构募集配套资金约 20 亿元，用于投资 90MW “渔光一体”项目、105MW “农户屋顶项目”及补充流动资金。通威新能源为通威集团下属的电站投资运营平台，永祥股份则是国内领先的多晶硅料生产企业；换言之，通过此次资本运作，集团多晶硅、光伏电站资产注入上市公司。

2016 年 10 月，公司以 5.40 元/股发行约 9.23 亿股收购通威集团所持有的合肥太阳能 100% 股权（对价 49.84 亿元）；并于 2016 年 12 月以 5.71 元/股的价格向 5 家机构募集配套资金 30 亿元，用于建设合肥二期 2.3GW 高效晶硅电池片项目及补充流动资金。合肥太阳能前身为赛维 LDK 太阳能高科技（合肥）有限公司，主营多晶硅电池片的研发、生产和销售，曾是全球最大的单一光伏电池工厂；后被通威集团收购并继续从事电池片业务。通过此次资本运作，集团电池片资产注入上市公司。

历经两次资本运作，通威集团实现了光伏资产的整体上市；通威股份也因此构建了多晶硅-电池片-光伏电站这一相对完整的光伏产业链（目前拥有 350MW 组件产能、500MW 多晶硅锭与硅片在建产能，因产能较小，未加赘述），并由此形成了第二主业，打造渔业+光伏“双龙头”。

图表 1. 公司的主营业务（红色框内）



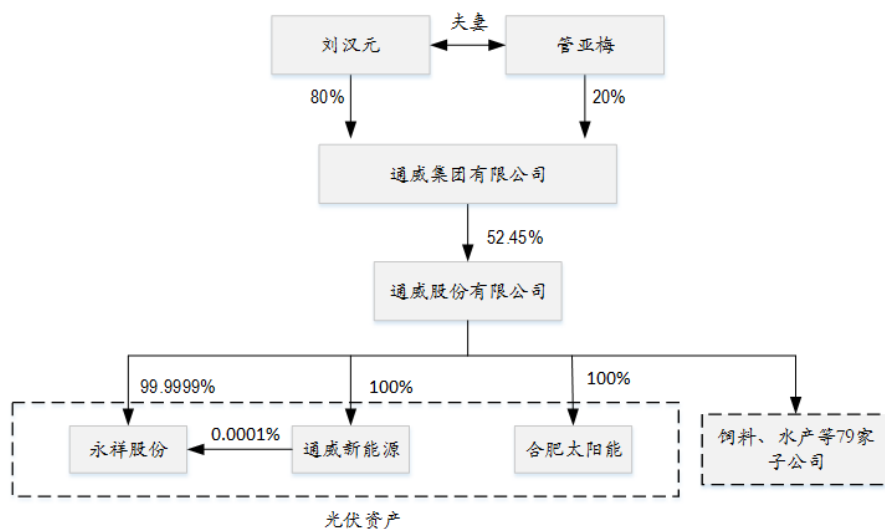
资料来源：公司公告，中银证券

股权结构清晰，实际控制人资源丰富

目前，公司的第一大股东为通威集团有限公司，持有公司 52.45%的股权。刘汉元先生通过持有通威集团有限公司 80%的股权，成为公司的实际控制人；刘汉元先生是十一届全国政协常委、民建中央常委、中国饲料工业协会常务副会长、中国渔业协会副会长、中国工商联新能源商会常务副会长、中国林牧渔业经济学会副会长，在饲料与光伏领域均拥有丰富的资源。

通威股份下设子公司及控股公司共计 82 家，其中永祥股份、合肥太阳能、通威新能源分别为光伏板块的多晶硅、电池片、光伏电站平台；通过其余 79 家公司布局饲料、渔业养殖等传统主营业务。

图表 2.通威股份股权结构

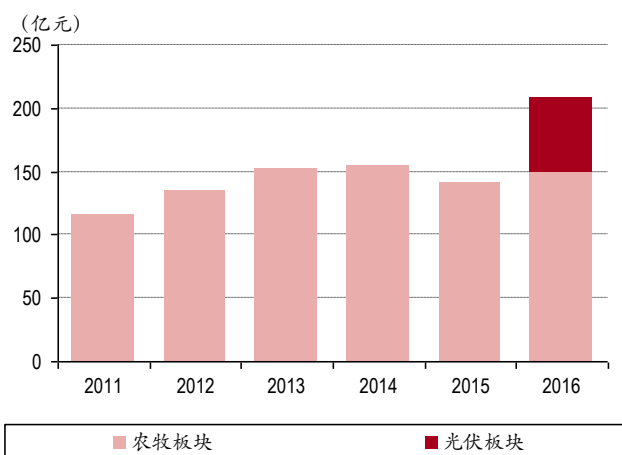


资料来源：公司公告，中银证券

传统业务经营稳健，光伏业绩增厚显著

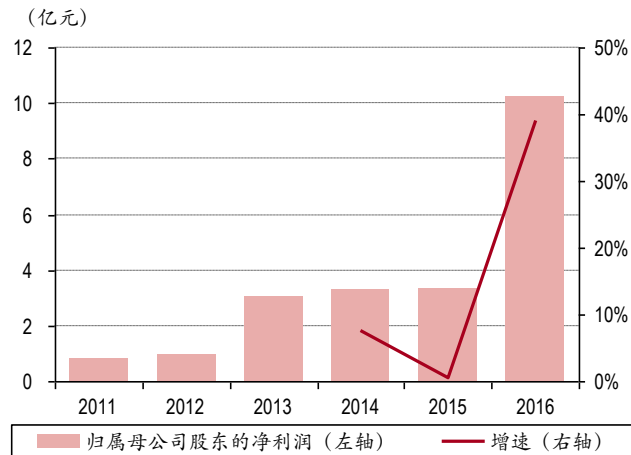
2011-2014 年，公司传统业务稳中有升，2015 年有所下滑。2016 年，公司坚持“聚势聚焦、执行到位、高效经营”的经营方针，优化饲料产品结构，继续以水产饲料为核心产品和优势所在，进一步推广“365”水产科学养殖模式；2016 年实现饲料销量 401.36 万吨，同比增长 5.66%，拉动公司传统业务重返增长轨道。

图表 3.通威股份主营收入构成



资料来源：公司公告，中银证券

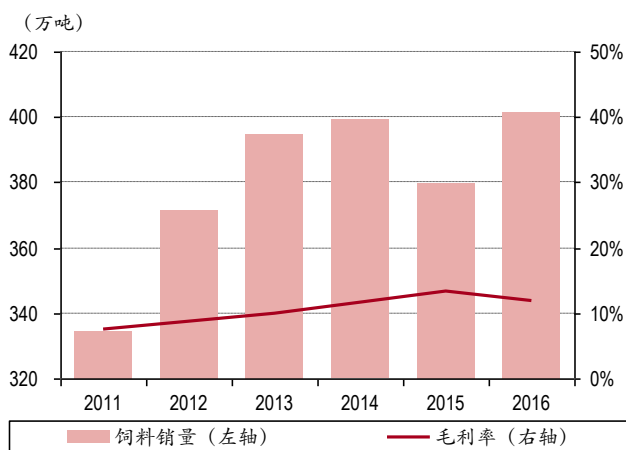
图表 4.通威股份归属上市公司股东净利润



资料来源：公司公告，中银证券

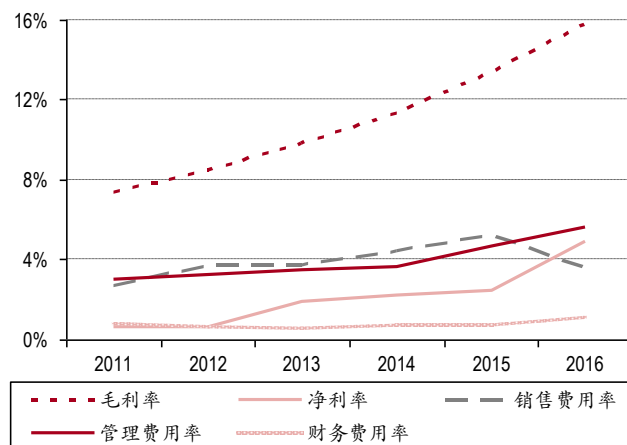
集团注入的永祥股份、合肥太阳能、通威新能源于 2016 年实现并表，光伏板块（含化工业务）对于上市公司收入与利润增厚显著。光伏板块 2016 年整体实现营收 59.18 亿元，毛利率达 25.4%，对公司整体盈利水平拉动明显。

图表 5. 通威股份饲料业务概况



资料来源：公司公告，中银证券

图表 6. 通威股份盈利水平与期间费用率



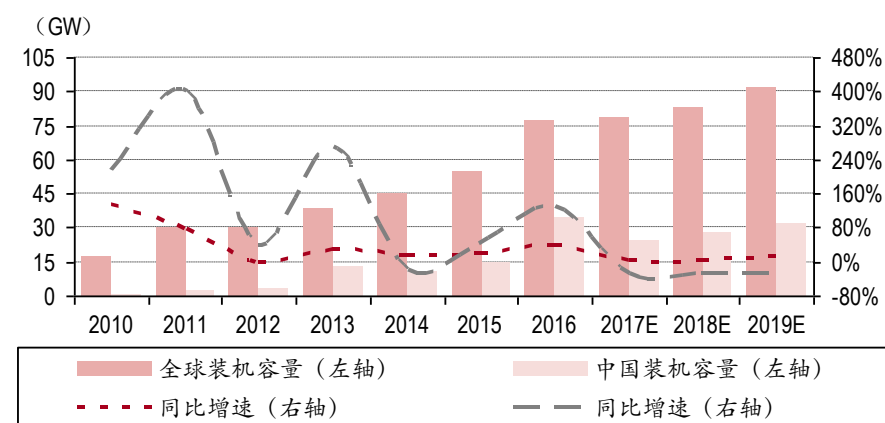
资料来源：公司公告，中银证券

新增光伏装机稳定，中国制造遥遥领先

根据 IHS 的统计数据，2016 年全球新增光伏装机容量约 77GW，同比增长约 34%；预计 2017 年光伏装机大国的装机容量同比将会出现小幅回落，而印度等新兴地区将维持高速增长。根据 IHS 的预测，2017 年全球新增光伏装机容量将达 79GW，同比增长约 3%，2018-2019 年亦有望维持稳定增长。

根据国家能源局的统计数据，2016 年由于“630”抢装潮，国内新增光伏装机容量 34.54GW，创历史新高，同比增长约 130%。2017 年底，国内光伏上网电价面临再一次下调，但由于政策边际效用递减，预计抢装弱于 2016 年，装机容量或将出现一定的回落。根据中国光伏协会发布的《中国光伏行业发展路线图（2016 年版）》，预计国内 2017 年新增光伏装机容量约 20-30GW，2018-2019 年有望保持增长势头。

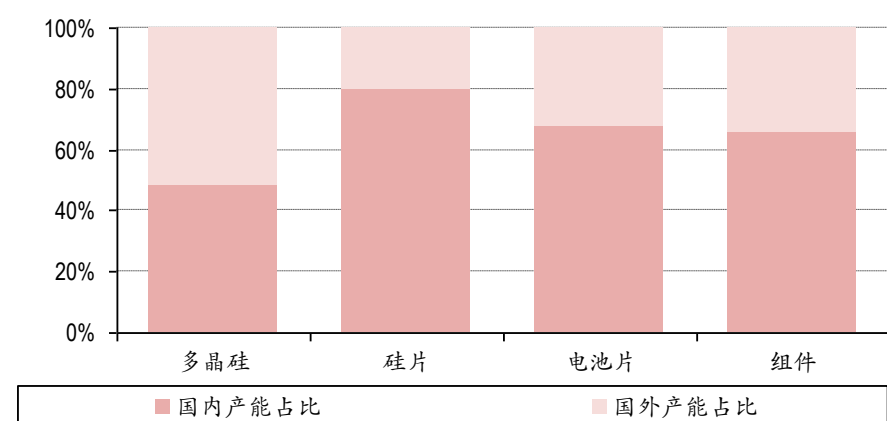
图表 7.全球与中国新增光伏装机量



资料来源：EPIA, IHS, 中银证券

目前全球前十大多晶硅企业中，中国占据 4 席，国内多晶硅产能占全球总产能的 45%-50%；全球主要硅片的生产企业，前 10 位均为国内厂商，国内硅片产能约占全球产能的 70%-80%；全球主要电池片企业中，7 家为大陆企业、2 家为台资企业、1 家为美资企业，国内电池片产能约占全球 60%-70%；全球主要光伏组件企业中，8 家为大陆企业、2 家为美资企业，国内组件产能目前约占全球产能 65%-70% 左右。因此，光伏主产业链中的“中国制造”已在全球范围内遥遥领先。

图表 8.光伏主产业链各环节国内产能的全球占比



资料来源：彭博，万得，中银证券

多晶硅行业寡头化，永祥股份强势崛起

多晶硅寡头格局渐成，“双反”加速进口替代

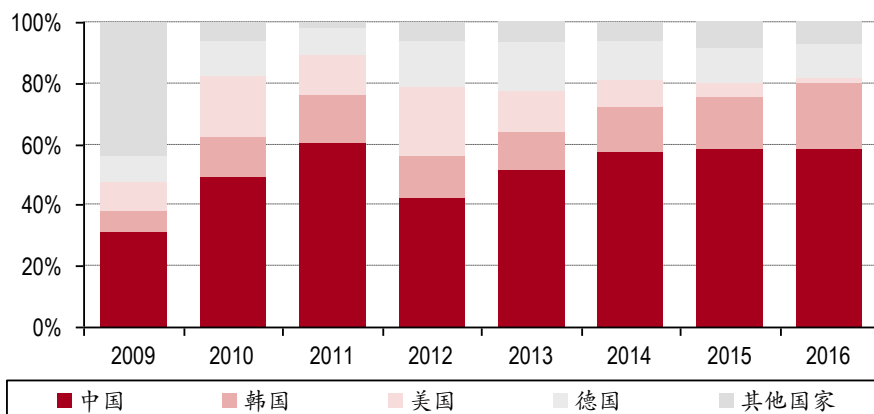
多晶硅是整个晶体硅光伏产业链中技术壁垒最高、投资额最大、建设期最长的一个环节。与电池组件制造环节相比，多晶硅制造的规模效应更为突出，对于工艺的要求也更高，因此全球太阳能多晶硅供应格局逐渐寡头化，这些国际巨头包括德国的 Wacker、美国的 REC、Hemlock 与 SunEdison（已宣布破产，部分资产被保利协鑫能源收购）、韩国的 OCI、日本的 Tokuyama。

2012 年 7 月，中国商务部宣布对美韩进口的多晶硅进行“双反”立案，分别于 2013 年 7 月和 2013 年 9 月公布反倾销初裁和反补贴初裁结果，并于 2014 年 1 月公布反倾销与反补贴终裁结果，美国多晶硅企业的“双反”税率超过 50%，原则上将失去中国市场；韩国巨头 OCI 税率仅为象征性的 2.4%，其他公司税率大多不超过 12.3%。中国对欧盟的多晶硅“双反”一案，双方已于 2014 年 3 月达成最低价格承诺。

2014 年 8 月，商务部、海关总署发布 2014 年第 58 号公告《关于暂停太阳能级多晶硅加工贸易进口业》，决定自 2014 年 9 月 1 日起暂停太阳能级多晶硅加工贸易进口业务申请的受理，美国对中国“来料加工”的漏洞亦被封堵。

2016 年 11 月，商务部发布《关于对原产于韩国的进口太阳能级多晶硅所适用反倾销措施进行期中复审调查的公告》，我们预计税率有望大幅提升，中国市场或将对韩国企业关闭。在此背景下，韩国多晶硅料厂预先在国内设立贸易公司提前通关，赶在裁定前将产量和库存大量出口到中国市场，突击倾销。

图表 9. 多晶硅产地区域分布

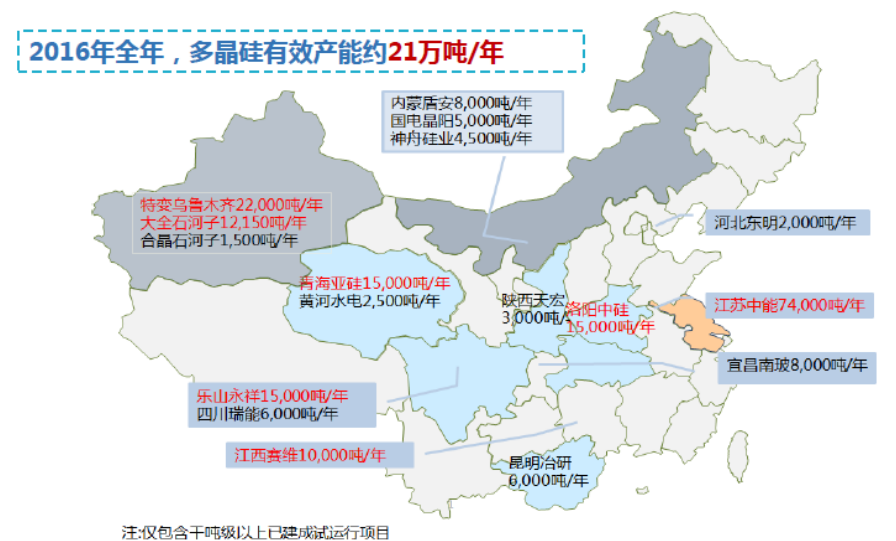


资料来源：中国海关，中国光伏行业协会，中银证券

如果韩国税率大幅提升落地，那么进口替代将进一步提速，美韩之外，仅有德国这一主要进口区域，国内多晶硅厂商迎来新的发展契机。

2011 年底，工信部发布《多晶硅行业准入条件》，并公布了 20 家准入企业，其余中小企业基本退出行业。2012 年，多晶硅价格持续下滑，海外巨头加速向国内倾销，国内多晶硅企业大部分被迫停产或技改。经过几年的洗牌，国内也逐渐形成了以保利协鑫（江苏中能）、特变电工、永祥股份、大全新能源为代表的寡头格局。根据中国有色金属工业协会硅业分会的统计，2016 年国内多晶硅有效产能约 21 万吨，其中这四家企业占比过半。

图表 10. 国内多晶硅 2016 年有效产能分布



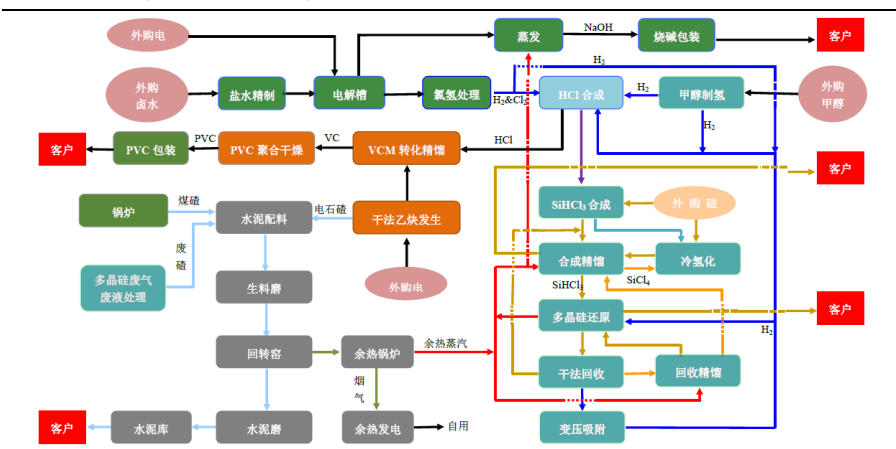
资料来源：中国有色金属工业协会硅业分会，中银证券

兼具成本与技术优势，永祥股份跻身龙头行列

永祥股份主要经营多晶硅、聚氯乙烯（PVC）、烧碱（NaOH）、水泥等业务，以多晶硅为发展重点、以氯碱为基础，涉及新能源和传统氯碱化工两大产业，两大产业已经实现了从烧碱、PVC、多晶硅到水泥的循环经济产业链模式。该经营模式的特点是将物料循环与清洁生产相结合，使废物最大限度转化为资源，提高资源综合利用率，同时降低生产能耗和生产成本。

永祥股份位于乐山市五通桥区，该地区具有丰富的水、电、煤、硅粉和盐卤资源，同时该地区交通便捷，良好的区位条件是永祥股份发展多晶硅的先天优势。经过多年发展，永祥股份目前已形成完整的“化工—新能源”循环经济产业链，节能降耗的同时充分进行废物利用，产业协同优势明显，是国内唯一一家化工与多晶硅联营的企业。

图表 11. 永祥股份循环经济产业链

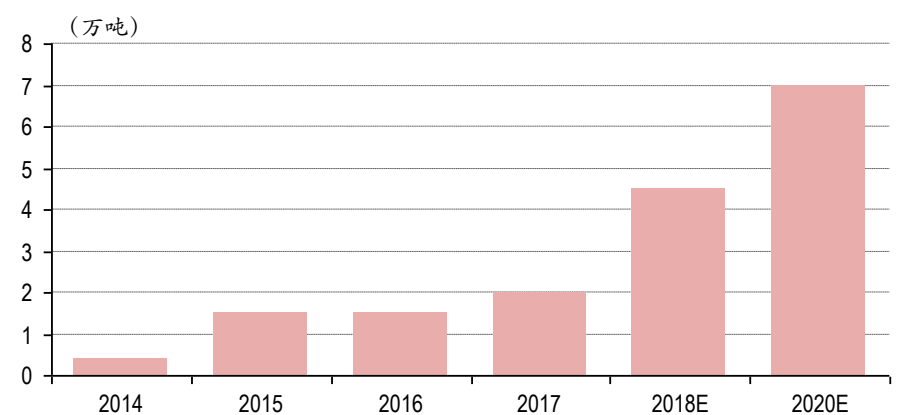


资料来源：公司公告，中银证券

经过多年的发展，永祥股份已经成长为国内多晶硅产业的领军企业，通过优化生产技术环节，永祥股份在未大幅增加投资的情况下，使得多晶硅年产能由 4,000 吨大幅增加至 2015 年的 1.5 万吨，并进一步增加至目前的 2 万吨，产能跃居国内三甲之列。

2017 年 3 月，公司发布公告，永祥股份拟与隆基股份在乐山市五通桥区合资（永祥股份持股 85%，隆基股份持股 15%）建设年产 5 万吨高纯多晶硅及配套新能源项目，总投资预计为 80 亿元，将分两期实施（每期 2.5 万吨，预期投资 40 亿元）。一期项目计划于 2017 年 6 月 30 日前开工建设，预计 2018 年建成投产；二期项目将根据市场需求情况推进。单晶龙头隆基股份的参与，彰显永祥股份的行业地位与发展前景。

图表 12. 永祥股份多晶硅产能



资料来源：公司公告，中银证券

2015 年初，永祥股份完成四氯化硅冷氢化等综合节能降耗技术改造，从而极大的节约了多晶硅单位产品的综合能耗，尤其是电能消耗降至 80kWh/kg 以下，在行业内处于领先水平。同时，永祥股份还拥有 PVC12 万吨/年、烧碱 10 万吨/年、电石渣水泥 100 万吨/年的产能，与多晶硅形成了完整的循环经济产业链，为国内独家。

永祥股份五次技术升级无投资损失和沉没成本，目前 2 万吨产能累计投资约 32 亿元，单位投资额约 160 元/kg；拟投资 80 亿元新建产能 5 万吨，单位投资额亦为 160 元/kg；这一数字较行业平均水平减少 30% 以上，因此每年的折旧较行业平均水平更低，对于降低成本发挥了重要作用。成本控制是多晶硅行业的核心竞争力，目前永祥股份的现金成本已降至 4.5 万元/吨以下，生产成本低于 6 万元/吨，总成本低于 7 万元/吨，已经跻身国内甚至全球一流之列。

图表 13. 永祥股份各项目指标与行业标准对比

项目名称	行业标准	永祥股份
产量规模 (吨)	≥3,000	20,000
现有产品等级	太阳能一级	超太阳能一级
新建和改扩建后还原电耗 (kWh/kg)	<55	≤50
新建和改扩建后综合电耗 (kWh/kg)	<100	<67
水循环利用率	≥95%	≥98%

资料来源：公司资料，公开资料，中银证券

新疆、内蒙古等地区电价较低，具有明显的用电成本优势；但是缺少吸引和留住人才的人文环境，也缺少良好的产业配套，对以科技和管理为主要驱动力的多晶硅项目向此类地区转移有一定制约作用。永祥股份地处四川乐山，毗邻西部重镇成都，相对于新疆、内蒙古而言，科技管理的比较优势很大程度上对冲了电费成本的劣势。

另外，四川省内电力总体供大于求的形势亟待改变，“弃水”现象严重，后续直购电等电力市场化交易有望持续推进，四川省内电费将大概率下降。2012-2016年，四川省内“弃水”电量分别为76、26、97、102、142亿kWh，近三年持续增长。在建设外送通道增强水电外送能力的同时，四川省大力推进省内用户直购电交易，根据2017年四川省直购电实施方案，为支持供给侧改革，促进部分行业去产能，决定对省内电子信息、电解铝、多晶硅、钢铁、氯碱行业的骨干优势企业加大支持力度，2017年四川直购电总量将扩大至500亿kWh，并全部通过2016年5月成立的四川电力交易中心开展市场化交易，推动企业用电成本的降低。3月1日，2017年四川直购电首单交易完成，交易电量17.2亿kWh，电价0.2元/kWh，相比于上网电价降低0.1元/kWh左右，大幅度降低了企业的用电成本。因此，永祥股份的电费成本未来有进一步下降的空间。

永祥股份的原股东通威集团和巨星集团就永祥股份的扣非后净利润做出了最低承诺：2015年不低于0.9亿元；2015-2016年累计不低于3.1亿元；2015-2017年累计不低于6.3亿元。2015年、2016年，永祥股份实际实现扣非后净利润0.94亿元、2.61亿元，均超额完成了业绩承诺。

图表 14. 永祥股份业绩承诺与实现情况

(亿元)	2015	2016	2015-2016	2017	2015-2017
实际业绩	0.94	2.61	3.55	-	-
承诺业绩	0.9	-	3.1	-	6.3

资料来源：公司公告，中银证券

扩张、增效、降本，打造电池片龙头企业

产能加速扩张，打造电池片龙头

2016年9月，公司以向通威集团发行股份的方式完成了合肥太阳能100%股权的收购，合肥太阳能2.3GW的电池片产能注入上市公司。合肥太阳能前身合肥赛维成立于2010年8月，总投资达25亿元，期初设计产能为1.6GW；通威集团2013年收购合肥赛维并于2015年实施了技改升级，5个车间32条产线电池片产能共计达到2.3GW，目前产能约2.4GW。在推进对合肥太阳能并购同时，公司也积极推进成都双流光伏电池基地的建设工作，一期1GW产能项目已在2016年7月提前实现投产。目前公司实际拥有合肥与双流两处光伏电池生产基地，当前产能合计达3.4GW，处于国内光伏企业一线阵营。

2016年12月，公司完成募集配套资金30亿元用于投资合肥二期项目，项目设计高效晶硅电池片产能约2.3GW，预计将于2018年投产；同时根据公司2017年1月与双流区政府达成的协议，公司将在双流地区新建年产4GW高效晶硅电池生产项目，项目将分二期、三期，分别投资2GW，预计项目总投资额达到50亿元；双流二期2GW项目已于2017年2月份开始动工，预计将于2017年内投产。

图表 15. 通威股份电池片产能

项目	产能 (GW)	投产时间	备注
合肥一期	2.4	2015	2015年通过技改实现2.3GW产能，目前2.4GW，预计后续可进一步技改挖掘产能
双流一期	1	2016	
双流二期	2	2017E	
合肥二期	2.3	2018E	预计后续可进一步技改挖掘产能
双流三期	2	2019E	
合计	9.7		预计技改挖掘后可达10GW产能

资料来源：公司公告，中银证券

根据公司的规划，2017年底电池片产能预计将由目前的3.4GW扩至5.4GW，2018年底预计可扩至8GW，2019年底预计将达10GW，公司有条件、有节奏地实施10GW电池片规模的远景战略规划。

把握高效化趋势，深得客户认可

国内通过推动“领跑者计划”甚至“超级领跑者计划”的指标投放，驱动光伏电池技术向高效化发展；高效化也是光伏实现平价上网的必要因素。公司电池片技术骨干成员均来自天合、阿特斯、晶科、晶澳、韩华、茂迪、昱晶等行业领先企业；公司高度重视研发，每年研发投入占收入比例超过3%，研发成效显著；目前电池转换效率均已达到或超过行业水平，部分技术远超行业水平。

图表 16. 通威股份电池片转换效率

电池类型	工艺技术	行业电池效率现状	通威电池效率达标情况
常规多晶	4BB 常规工艺	18.40%	达到行业水平
	无网结技术		超过行业水平
	新型浆料		超过行业水平
	5BB 电池工艺		远超行业水平
常规单晶	4BB 常规工艺	19.80%	超过行业水平
	无网结技术		超过行业水平
	新型浆料		远超行业水平
	5BB 电池工艺		远超行业水平
PERC 多晶	MERYER	19.20%	达到行业水平
PERC 单晶	MERYER	20.80%	超过行业水平
黑硅	常规黑硅		领先业界导入量产

资料来源：公司公告，中银证券

稳定的规模供应、优异的产品质量、不断提升的转换效率，促进公司电池片赢得了下游组件客户企业的高度认可，公司也因此多次获得大客户的优质供应商称号。

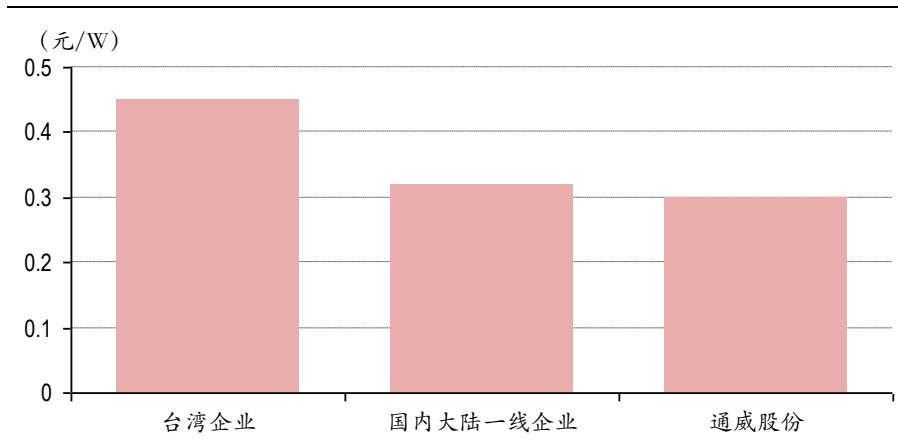
图表 17. 通威股份电池片所获客户荣誉

客户	年份	所获荣誉
晶科能源	2016 年	“电池类质量优秀供应商”
天合光能	2016 年	“优秀供应商奖”、国内第一家免驻厂 OEM
协鑫集成	2015 年	“最佳品质服务供应商”、“杰出供应商奖”
阿特斯	2015 年	“抗 PID 永久性 TCO 认证电池供应商”、“优秀供应商”

资料来源：公司公告，公司官网资料，中银证券

成本行业领先，盈利能力优异

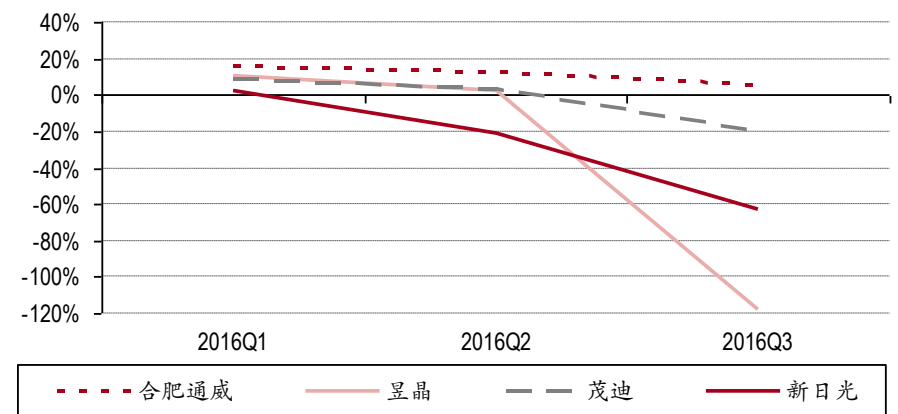
公司传统主营饲料业务毛利率较低，对于管理精细化要求较高，因此公司一直拥有精细化管理的“基因”。公司自进入光伏产业以来，积极发挥这方面的优势，不断优化生产工艺流程、降低生产成本、提高经济效益。2015 年末，公司非硅成本约 0.34 元/W，2016 年末进一步下降至 0.3 元/W，显著低于行业平均水平。

图表 18. 电池片非硅成本对比


资料来源：公司公告，中银证券

公司电池片的成本优势直接体现在盈利水平中，2016 年上半年行业景气时，公司电池片毛利率超过 20%，净利率超过 10%；2016 年下半年景气下滑，电池片价格大幅下跌至大部分企业亏损时，公司仍能维持 5%左右的净利率水平。我们认为，在未来的产能扩张中，公司的成本优势将有力保障产能的消化。

图表 19.部分电池片企业 2016 年各季度净利率



资料来源：公司公告，中银证券

通威集团对于电池片业务（合肥太阳能）的业绩承诺为：2016-2019 年扣非后净利润不低于 3.95 亿元、6.08 亿元、7.69 亿元、8.20 亿元。2016 年，合肥太阳能实际实现扣非后净利润 4.45 亿元，超额完成了业绩承诺。

图表 20. 合肥太阳能业绩承诺与实现情况

(亿元)	2016	2017	2018	2019
实际业绩	4.45	-	-	-
承诺业绩	3.95	6.08	7.69	8.20

资料来源：公司公告，中银证券

渔光一体龙头，发展空间巨大

渔光是国内光伏应用的重要形式

我国是一个农业大国，具有丰富的农业资源。但是长期以来，我国农业一直存在着发展模式单一、资源利用率低等问题，这在一定程度上阻碍了我国农业现代化的发展。在此背景下，“农业+分布式光伏”的发展模式已经成为我国光伏行业发展的主要方向之一。农业大棚、滩涂、鱼塘、湖泊是“地面分布式”的主要形式，光伏扶贫与农村紧密相连，这些恰恰是农业+光伏的极佳落脚点。

据统计，我国养殖水面高达 1.2 亿亩，其中淡水养殖面积达 0.9 亿亩，且主要集中于珠三角、长三角、环渤海、两湖等经济相对发达的区域，该区域亦为我国电力负荷中心和电力需求中心，目前市场已建设并网的“渔光互补”项目和公司的“渔光一体”光伏电站项目也主要选址于该区域，电力需求旺盛，基本不存在“弃光限电”现象。

按目前行业平均水平，1MW“渔光一体”电站需要占用养殖水面约 30 亩。我国养殖水面 1.2 亿亩，其中精养池塘面积达 4,500 万亩，理论上可支撑国内 1,500GW“渔光一体”潜在装机规模，市场空间广阔。

图表 21. 国家关于光伏农业的政策

发布机构	时间	政策	政策内容
国家能源局	2015 年 3 月	《关于转发光伏扶贫试点实施方案编制大纲的函》	鼓励探索通过光伏大棚等农业设施的使用权获得收益
国家能源局、国务院	2014 年 10 月	《关于印发实施光伏扶贫工程工作方案的通知》	每个贫困县选择 2-3 个具备建设条件的光伏设施农业、光伏农业大棚或利用荒山荒坡的光伏电站场址，作为光伏农业扶贫的重点项目
国家能源局	2014 年 9 月	《关于进一步落实分布式光伏发电有关政策的通知》	通知中提到，因地制宜利用废弃土地、荒山荒坡、农业大棚、滩涂、鱼塘、湖泊等建设就地消纳的分布式光伏电站
国土资源部、农业部	2014 年 9 月	《关于进一步支持设施农业健康发展的通知》	通知将设施农用地具体划分为生产设施用地、附属设施用地以及配套设施用地，并做了进一步明确规定

资料来源：政府网站，中银证券

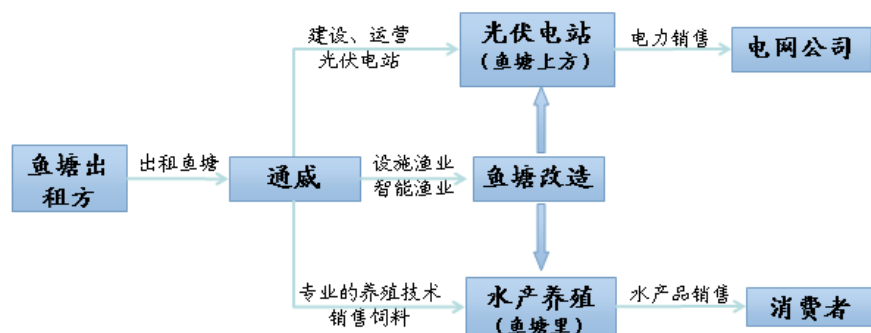
公司的“渔光一体”项目是指在光照强度适合的区域，利用国内充足的池塘等水产养殖水面资源，在其上建设光伏电站；同步改造鱼塘，引入现代化的渔业设施、智能化的管理方式，变革传统的养殖模式，促进养殖效率、效益提升，形成立体的“渔光共生”商业模式。

“渔光一体”项目投资建设的主要部分为“光”（光伏电站），其投资占项目总投资的比例达 96% 以上，“渔光一体”在我国的东部、南部、中部等很多水面资源丰富的地区已经有很多成熟的商业尝试，具备独立存在的商业机会和价值；但是目前大多数的水面光伏电站因为多种原因忽略或者影响了水下的养殖效率和效益。

公司的“渔光一体”利用了公司兼有光伏、水产产业丰富经验的综合优势，在建设水上光伏电站的同时，将光伏电站和水产养殖有机结合，形成立体的“渔光共生”经济。既解决了中东部地区光伏电站建设用地问题又适应了传统水产养殖变革的需要，使得养殖资源更节约、养殖效益更明显、养殖安全更可控。

公司的“渔光一体”项目由公司向县、镇、村政府或农户租赁鱼塘，然后由公司运用设施渔业、智能渔业标准对其进行改造，并根据公司的试验数据和经验，在鱼塘上面按适当比例架设光伏电站，同时在鱼塘里进行水产养殖，将水产养殖和光伏电站统一管理、统一运营。光伏电站所发电力按照当地光伏标杆电价上网销售给电网公司，水产养殖品直接向市场销售。

图表 22.通威股份“渔光一体”的商业模式



资料来源：公司公告，中银证券

协同效应奠定专业化优势，渠道下沉带来客户资源

公司经过多年的行业耕耘，已经成长为全球最大的水产饲料生产商和我国主要的畜禽饲料生产企业。为寻求长期可持续性发展，公司一直积极探索新的商业模式，同时对“设施渔业”、“智能渔业”等能有效提高养殖效率的新型养殖模式进行研究，并取得显著成效，但如何进一步强化公司与农户之间的结合度，增强客户粘性，打造公司独特的核心竞争力，成为公司战略发展的核心问题。在此背景下，公司加大对“渔光一体”等项目的研究，并取得了重大进展，完成了相应的技术和养殖模式的总结，为后续项目的开展奠定了坚实的基础。

2013 年开始，公司在南京、射阳等地模拟“渔光一体”环境进行养殖试验研究，研究结果符合预期，节约养殖成本和电能 30% 以上，提高劳动生产率 50% 以上，提高饲料转化率 15% 以上，养殖效益获得较大幅度提升，相应结果获得“中科院水生所”和农业部相应专家的现场验收认可，为公司大规模开展“渔光一体”项目储备了丰富的养殖经验和技术支持。同时，公司在该领域的研究成果获得保利协鑫等业内较早开发“渔光互补”类光伏电站企业的认可。

公司通过开展“渔光一体”项目，充分发挥公司“农户资源”和“光伏行业资源”的协同效应。通过在鱼塘上方建设并运营光伏电站，协同光伏产业链上游和中游业务的发展；通过在光伏电站下方进行水产养殖，与光伏电站进行统一运营和统一管理，降低后期管理费用，同时带动公司原有饲料业务增长，实现公司业务的可可持续性发展。

多年来公司深耕水产养殖行业，目前已与广大养殖户形成了长期稳定的合作关系，因而借助这一积淀优势可获取更多更易于建设光伏电站的水面资源。公司水产养殖客户数量涉及 23 个省市，涉及养殖户约 10 万户，水面约 300 万亩；公司客户体系内涉及水面资源潜在的装机规模约 100GW 左右。若按每个直接客户带动 3 个间接客户计算，潜在太阳能装机规模达 300GW。上述估算仅指公司现有的客户群体，随着公司市场开发力度加强，各级政府对渔光一体认识提高，用户认可度提高，公司养殖户群体有望不断的增加，其潜在规模还存在进一步扩大的空间。

图表 23.通威股份的水面资源

区域	经销商 (个)				养殖户 (个)				涉及水面 (万亩)
	水产	畜料	禽料	小计	水产	畜料	禽料	小计	
海南片区	43	156	67	266	472	4,369	902	5,743	2.12
重庆片区	214	417	100	731	2,173	27,167	337	29,677	6.24
湘赣片区	505	111	67	683	8,827	528	449	9,804	25.3
虾特科片区	491	/	2	493	7,700	/	6	7,706	12.79
四川片区	523	972	787	2,282	6,242	16,907	1,560	24,709	10.52
鲁豫片区	362	140	18	520	3,904	2,665	248	6,817	12.18
江浙片区	508	209	67	784	21,983	2,194	451	24,628	40.44
江淮片区	574	139	12	725	7,243	2,031	51	9,325	20.53
湖北片区	682	195	100	977	10,695	2,435	587	13,717	39.41
广西片区	181	142	129	452	3,088	2,306	711	6,105	9.22
广东片区	923	331	263	1,517	11,263	2,861	1,085	15,209	32.16
北方片区	269	357	111	737	4,631	5,216	2,065	11,912	52.98
巴大片区	308	134	16	458	3,882	1,886	153	5,921	35.31
邛崃片区	/	109	14	123	/	2,485	158	2,643	/
福建片区	122	59	55	236	782	381	173	1,336	2.7
合计	5,706	3,471	1,808	10,984	92,885	73,431	8,936	175,252	301.9

资料来源：公司公告，中银证券

公司以自主、委托开发及兼并收购等形式，积极发展“渔光一体”及农光互补光伏电站。截至 2016 年底，公司通过审核的光伏发电项目达 800MW，在建项目约 400MW，项目储备规模超过 3GW，主要分布在江苏、安徽、内蒙古、辽宁、河南、山东、江西、四川等地。2017 年，公司计划力争实现 1GW 的开发规模，并网规模达到 600MW。

图表 24.通威股份光伏电站储备项目

项目地点	签订时间	潜在装机规模 (MW)	
		渔光一体	屋顶分布式
湖北省天门市	2015 年 4 月	350	
安徽省合肥市长丰县	2015 年 5 月	300	不限规模
海南省儋州	2015 年 5 月	300	不限规模
河北省唐山市丰南区	2015 年 6 月	300	不限规模
江苏省如东县	2015 年 6 月	300-450	75
江苏省南京市南昌县	2015 年 6 月	300	70
天津市宝坻区	2015 年 7 月	500	不限规模
四川省西昌市	2015 年 8 月	20	
合计		2,740-2,890	

资料来源：公司公告，中银证券

截至 2016 年底，已成功并网发电的包括江苏如东 11.18MW “渔光一体”光伏电站、江西南昌 22.58MW “渔光一体”光伏电站、内蒙古巴彦淖尔 10.95MW 农光互补地面电站、辽宁朝阳 20MW 地面电站、吉林白城 20MW 地面电站及安徽长丰 10MW “渔光一体”光伏电站等。其中，江苏如东 10MW “渔光一体”项目已成为具有示范作用的“渔业+光伏”复合增效案例，达到了“水上持续产出清洁能源，水下产出优质水产品”的协同效果。同时，相应的鱼塘养殖已进入喂养阶段，并全面采用通威“365”养殖技术，将进一步提升项目整体的盈利能力。

图表 25. 通威股份已并网光伏电站项目

光伏电站项目	项目所在地	装机容量 (MW)	上网模式	上网电价 (元/kWh)
如东一期“渔光一体”电站	江苏如东县	11.18	全额上网	1.025
黄马“渔光一体”电站	江西南昌黄马乡	22.58	全额上网	1.35
睿斌一期“农光互补”电站	内蒙古巴彦淖尔市杭锦后期	10.95	全额上网	0.9
朝阳地面电站	辽宁朝阳市	20	全额上网	0.88
通榆地面电站	吉林白城	20	全额上网	0.88
长丰“渔光一体”电站	安徽合肥长丰县	10	指标排队获取中	-
天门屋顶电站	湖北天门	1	自发自用，余量上网	
洪湖屋顶电站	湖北洪湖	1	自发自用，余量上网	
黄冈屋顶电站	湖北黄冈	1.5	全额上网	1
淮安屋顶电站	江苏淮安	0.63	自发自用，余量上网	
攀枝花屋顶电站	四川攀枝花	0.57	自发自用，余量上网	

资料来源：公司公告，中银证券

盈利预测与估值

盈利预测

我们预计公司 2017-2019 年可实现营业收入 238.54 亿元、281.98 亿元、325.02 亿元，归属于上市公司股东的净利润分别为 14.85 亿元、18.51 亿元、21.79 亿元，增速分别为 44.9%、24.7%、17.7%，每股收益分别为 0.38 元、0.48 元、0.56 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 17 倍、13 倍、11 倍。我们选取光伏板块的隆基股份、特变电工、协鑫集成、东方日升、太阳能以及渔业板块的海大集团、天邦股份、大北农、唐人神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低于行业平均水平。

图表 26. 光伏可比上市公司估值比较

证券简称	证券代码	最新股价(元)	总市值(亿元)	流通市值(亿元)	每股收益(元)			市盈率(倍)		
					2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E
隆基股份	601012.CH	16.86	336.51	296.13	0.62	0.99	1.26	27.19	17.03	13.38
特变电工	600089.CH	11.04	357.46	353.24	0.68	0.78	0.93	16.24	14.15	11.87
协鑫集成	002506.CH	4.24	213.97	107.00	(0.01)	0.17	0.23		24.94	18.43
东方日升	300118.CH	14.11	127.64	66.09	1.02	0.82	0.89	13.83	17.21	15.85
太阳能	000591.CH	13.14	179.61	62.34	0.53	0.46	0.62	24.79	28.57	21.19
行业平均值								20.51	20.38	16.14
通威股份	600438.CH	6.38	247.70	123.38	0.32	0.38	0.48	19.94	16.79	13.29

资料来源：万得，中银证券

图表 27. 渔业可比上市公司估值比较

证券简称	证券代码	最新股价(元)	总市值(亿元)	流通市值(亿元)	每股收益(元)			市盈率(倍)		
					2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
海大集团	002311.CH	16.70	264.16	255.27	0.62	0.79	0.97	26.94	21.14	17.22
天邦股份	002124.CH	9.29	71.82	32.33	0.59(A)	0.61	0.62	15.75(A)	15.23	14.98
大北农	002385.CH	6.49	266.13	155.51	0.22(A)	0.28	0.34	29.50(A)	23.18	19.09
唐人神	002567.CH	15.81	84.52	66.40	0.4	0.65	0.83	39.53	24.32	19.05
行业平均值								27.93	20.97	17.58
通威股份	600438.CH	6.38	247.70	123.38	0.32(A)	0.38	0.48	19.94(A)	16.79	13.29

资料来源：万得，中银证券

投资建议

公司传统渔业发展稳健，光伏制造成本领先，“渔光一体”优势明显，我们首次覆盖给予公司买入的投资评级，目标价 8.00 元，对应于 2017 年 21 倍市盈率。

风险提示

光伏制造产能过剩风险：公司主要盈利来源于多晶硅、电池片制造业务，如果行业扩产激进，可能再度导致产能过剩。

弃光限电、补贴拖欠、土地性质恶化风险：国内光伏电站当前主要面临弃光限电、补贴拖欠、土地性质三大问题，如果进一步恶化，将影响国内装机需求与企业盈利。

渔业板块盈利不达预期：公司传统渔业板块存在盈利不达预期的风险。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	14,079	20,884	23,854	28,198	32,502
销售成本	(12,199)	(17,651)	(20,010)	(23,607)	(27,059)
经营费用	(1,141)	(1,150)	(1,240)	(1,011)	(924)
息税折旧前利润	739	2,083	2,605	3,580	4,519
折旧及摊销	(265)	(807)	(799)	(1,228)	(1,656)
经营利润(息税前利润)	475	1,276	1,806	2,352	2,863
净利息收入/(费用)	(95)	(230)	(243)	(375)	(514)
其他收益/(损失)	44	175	185	210	225
税前利润	423	1,221	1,747	2,187	2,574
所得税	(81)	(198)	(262)	(317)	(360)
少数股东权益	10	(1)	0	19	35
净利润	352	1,022	1,485	1,889	2,249
核心净利润	360	1,040	1,502	1,906	2,267
每股收益(人民币)	0.405	0.264	0.383	0.477	0.561
核心每股收益(人民币)	0.440	0.268	0.387	0.491	0.584
每股股息(人民币)	0.155	0.000	0.115	0.143	0.168
收入增长(%)	(9)	48	14	18	15
息税前利润增长(%)	2	169	42	30	22
息税折旧前利润增长(%)	4	182	25	37	26
每股收益增长(%)	1	(35)	45	25	18
核心每股收益增长(%)	2	(39)	44	27	19

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	1,062	3,653	2,385	2,820	3,250
应收帐款	455	1,531	737	1,944	1,146
库存	842	1,380	1,138	1,833	1,573
其他流动资产	63	202	98	256	150
流动资产总计	2,420	6,766	4,359	6,852	6,119
固定资产	2,467	10,362	14,625	18,459	21,866
无形资产	682	1,199	1,157	1,114	1,072
其他长期资产	237	958	958	958	958
长期资产总计	3,386	12,519	16,740	20,532	23,896
总资产	6,090	21,399	23,147	29,367	31,932
应付帐款	406	2,313	769	2,867	1,301
短期债务	1,119	2,668	4,165	5,772	7,685
其他流动负债	1,171	2,940	2,860	3,382	3,295
流动负债总计	2,696	7,921	7,794	12,021	12,281
长期借款	714	385	1,207	1,884	2,630
其他长期负债	98	1,291	1,291	1,291	1,291
股本	817	3,882	3,882	3,882	3,882
储备	1,726	7,810	8,850	10,146	11,671
股东权益	2,543	11,692	12,732	14,028	15,553
少数股东权益	82	123	123	142	178
总负债及权益	6,090	21,399	23,147	29,367	31,932
每股帐面价值(人民币)	3.11	3.01	3.28	3.61	4.01
每股有形资产(人民币)	2.28	2.70	2.98	3.33	3.73
每股净负债/(现金)(人民币)	0.33	(0.15)	0.77	1.25	1.82

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	423	1,221	1,747	2,187	2,574
折旧与摊销	265	807	799	1,228	1,656
净利息费用	95	230	243	375	514
运营资本变动	1	659	(726)	1,255	(749)
税金	(71)	(199)	(262)	(317)	(360)
其他经营现金流	305	(286)	237	(718)	225
经营活动产生的现金流	1,018	2,432	2,039	4,009	3,859
购买固定资产净值	261	517	5,020	5,020	5,020
投资减少/增加	(27)	(567)	70	90	100
其他投资现金流	(1,046)	(4,343)	(10,040)	(10,040)	(10,040)
投资活动产生的现金流	(812)	(4,393)	(4,950)	(4,930)	(4,920)
净增权益	(127)	0	(446)	(555)	(654)
净增债务	(328)	2,911	2,318	2,285	2,658
支付股息	127	0	446	555	654
其他融资现金流	(243)	1,282	(675)	(930)	(1,167)
融资活动产生的现金流	(571)	4,193	1,644	1,355	1,491
现金变动	(365)	2,231	(1,268)	434	430
期初现金	1,433	1,062	3,653	2,385	2,820
公司自由现金流	206	(1,961)	(2,911)	(921)	(1,061)
权益自由现金流	(27)	1,179	(350)	1,739	2,111

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(%)	5.3	10.0	10.9	12.7	13.9
息税前利润率(%)	3.4	6.1	7.6	8.3	8.8
税前利润率(%)	3.0	5.8	7.3	7.8	7.9
净利率(%)	2.5	4.9	6.2	6.7	6.9
流动性					
流动比率(倍)	0.9	0.9	0.6	0.6	0.5
利息覆盖率(倍)	5.0	5.5	7.4	6.3	5.6
净权益负债率(%)	29.4	净现金	23.2	34.1	44.9
速动比率(倍)	0.6	0.7	0.4	0.4	0.4
估值					
市盈率(倍)	15.7	24.2	16.7	13.4	11.4
核心业务市盈率(倍)	14.5	23.8	16.5	13.0	10.9
目标价对应核心业务市盈率(倍)	18.2	29.9	20.7	16.3	13.7
市净率(倍)	2.1	2.1	1.9	1.8	1.6
价格/现金流(倍)	5.1	10.2	12.1	6.2	6.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	33.9	11.6	10.7	8.3	7.0
周转率					
存货周转天数	29.0	23.0	23.0	23.0	23.0
应收帐款周转天数	12.1	17.4	17.4	17.4	17.4
应付帐款周转天数	12.5	23.8	23.6	23.5	23.4
回报率					
股息支付率(%)	36.0	0.0	30.0	29.4	29.1
净资产收益率(%)	14.3	14.4	12.2	14.1	15.2
资产收益率(%)	6.3	7.8	6.9	7.7	8.0
已运用资本收益率(%)	1.8	2.7	2.2	2.3	2.3

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

隆基股份(601012.CH/人民币 16.86, 买入)

特变电工(600089.CH/人民币 11.04, 买入)

协鑫集成(002506.CH/人民币 4.24, 未有评级)

东方日升(300118.CH/人民币 14.11, 未有评级)

太阳能(000591.CH/人民币 13.14, 未有评级)

海大集团(002311.CH/人民币 16.7, 未有评级)

天邦股份(002124.CH/人民币 9.29, 买入)

大北农(002385.CH/人民币 6.49, 未有评级)

唐人神(002567.CH/人民币 15.81, 未有评级)

以2017年4月25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