



002202.CH

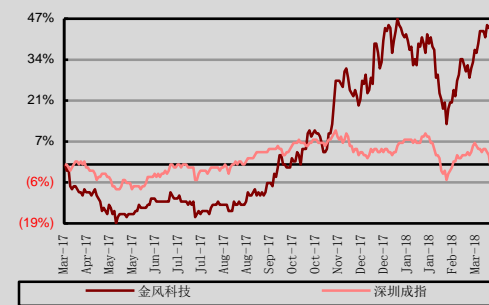
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 19.08

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	(1.5)	18.4	1.1	48.9
相对深证成指	5.1	20.5	7.0	50.3

发行股数(百万)	3,556
流通股(%)	79
流通股市值(人民币 百万)	53,515
3个月日均交易额(人民币 百万)	511
净负债比率(%) (2018E)	51
主要股东(%)	
香港中央结算(代理人)有限公司	18

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券  
以2018年3月23日收市价为标准

相关研究报告

《金风科技: 业绩逆势微增, 行业拐点确立》

2018.2.28

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

电气设备: 电源设备

沈成\*

(8621)20328319

cheng.shen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517030001

\*李可伦为本报告重要贡献者

# 金风科技

## 风电强势复苏, 龙头迎风起航

公司发布2017年年报, 全年实现盈利30.55亿元, 同比增长1.72%, 符合预期。公司同时发布配股预案, 拟每10股配售不超过2股, A股和H股配股股价相同, 募集资金不超过50亿元, 用于澳大利亚风电场项目、补充流动资金、偿还有息负债。我们看好公司未来发展, 维持买入评级。

### 支撑评级的要点

- **公司2017年年报业绩同比微增1.72%:** 公司2017年实现营业收入251.29亿元, 同比减少4.80%; 实现归属于上市公司股东的净利润30.55亿元, 同比增长1.72%, 对应每股收益为0.84元。公司年报业绩符合预期。
- **风机市场份额提升, 盈利能力保持稳定:** 公司2017年国内新增装机超过5.3GW, 市场占有率29%, 连续七年国内排名第一。公司2017年实现对外销售容量5.082MW, 同比减少13.62%; 风机毛利率为25.54%, 同比微降0.53个百分点; 预计风机净利率6%左右, 贡献约12亿元的净利润。
- **风电场业务稳步推进, 利用小时数大幅提升:** 截至2017年底, 公司累计并网的自营风电场权益装机容量3,868MW。公司机组2017年发电利用小时数为1,994小时, 同比提升113小时; 风电场开发业务2017年实现收入32.55亿元, 预计风电场开发业务贡献净利润约15亿元。
- **拟配股募资不超过50亿元:** 公司发布配股预案, 拟每10股配售不超过2股, A股和H股配股股价相同; 募集资金不超过50亿元, 扣除发行费用后的募集资金净额将用于Stockyard Hill风电场527.5MW项目、Moorabool North风电场150MW项目、补充流动资金、偿还有息负债。

### 评级面临的主要风险

- 风电行业需求不达预期; 海外市场开拓不达预期; 风机价格竞争超预期。

### 估值

- 在不考虑配股摊薄股本的情况下, 预计公司2018-2020年每股收益分别为1.12元、1.35元、1.64元, 对应市盈率分别为17.0倍、14.1倍、11.6倍; 维持公司**买入**的投资评级。

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	26,396	25,129	32,734	40,921	47,952
变动(%)	(12)	(5)	30	25	17
净利润(人民币 百万)	3,003	3,055	3,980	4,815	5,831
全面摊薄每股收益(人民币)	1.098	0.859	1.119	1.354	1.640
变动(%)	5.4	(21.8)	30.3	21.0	21.1
市场预期每股收益(人民币)			1.095	1.340	n.a
原先预测摊薄每股收益(人民币)			1.082	1.261	n.a
调整幅度(%)			3.4	7.4	n.a
全面摊薄市盈率(倍)	17.4	22.2	17.0	14.1	11.6
价格/每股现金流量(倍)	16.8	22.4	16.1	10.8	11.0
每股现金流量(人民币)	1.13	0.85	1.19	1.76	1.74
企业价值/息税折旧前利润(倍)	16.9	19.7	15.0	11.7	9.4
每股股息(人民币)	0.200	0.000	0.224	0.271	0.328
股息率(%)	1.0	n.a	1.2	1.4	1.7

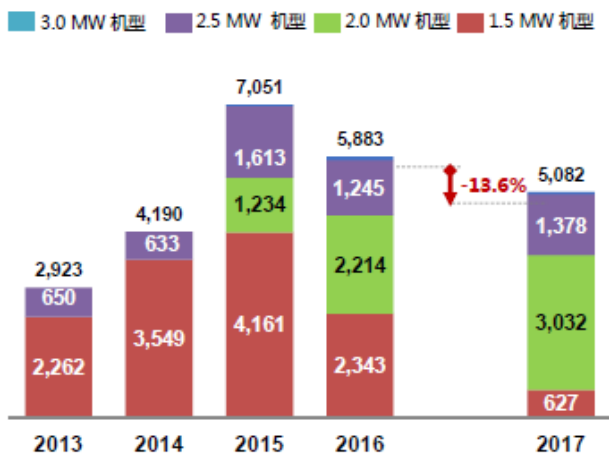
资料来源: 公司数据及中银证券预测

## 2017 年逆势增长，年报整体符合预期

**公司 2017 年年报业绩符合预期：**公司发布 2017 年年报，全年实现营业收入 251.29 亿元，同比减少 4.80%；实现归属于上市公司股东的净利润 30.55 亿元，同比增长 1.72%，对应每股收益为 0.84 元。其中，公司 2017 年第四季度单季实现营业收入 81.23 亿元，同比减少 13.87%，环比增长 13.33%；实现归属于上市公司股东的净利润 7.58 亿元，同比减少 12.03%，环比减少 34.80%，对应每股收益为 0.21 元。公司年报业绩与快报业绩一致，符合我们和市场的预期。

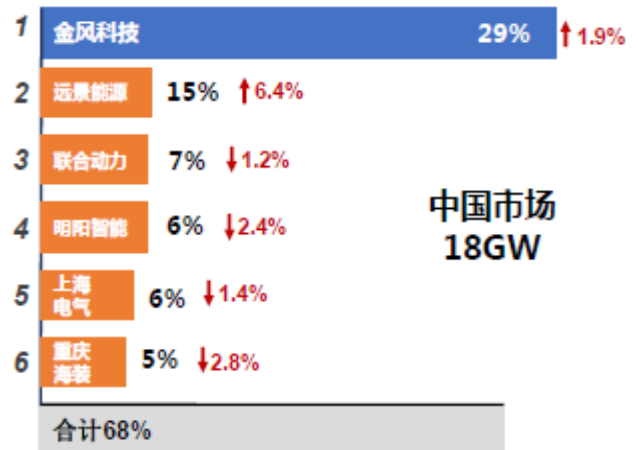
**风机市场份额提升，盈利能力保持稳定：**受亚洲和北美市场下滑影响，2017 年全球新增装机风电容量为 52.57GW，同比减少 3.8%；2017 年国内新增风电装机 18.0GW，新增并网 15.0GW，均同比减少 22% 左右。根据彭博新能源财经统计数据，公司 2017 年国内新增装机超过 5.3GW，市场占有率 29%，连续七年国内排名第一。公司 2017 年实现对外销售容量 5,082MW，同比减少 13.62%，其中 2.0MW 机组销售容量占比由 2016 年的 37.63% 增至 59.67%；风机税后均价 3,682 元/kW，同比下滑 0.95%；风机毛利率为 25.54%，同比微降 0.53 个百分点；预计风机净利率 6% 左右，贡献约 12 亿元的净利润。

图表 1. 公司风机对外销售容量 (MW)



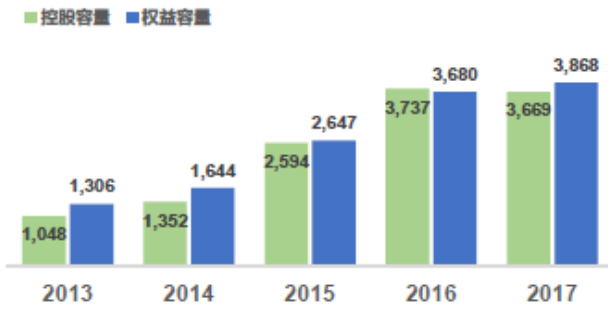
资料来源：公司公告，公司资料，中银证券

图表 2. 2017 年中国市场风机市场份额

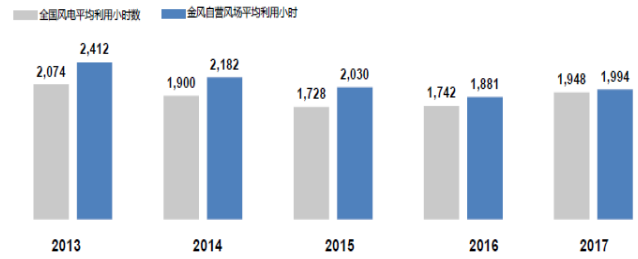


资料来源：彭博新能源财经，公司资料，中银证券

**风电场业务稳步推进，利用小时数大幅提升：**2017 年公司国内新增并网装机容量 515.94MW，新增并网的权益装机容量为 345MW，主要位于华东及南方地区；同时有 384MW 的风电项目因股权比例变动，不再纳入合并报表范围；截至 2017 年底，公司累计并网的自营风电场权益装机容量 3,868MW，权益在建容量 1,496MW。2017 年国内新增权益核准容量 1,814MW，截至 2017 年底国内已核准未开工的权益容量为 2,780MW；其中，公司积极推进分散式风电项目开发，获得 140MW 分散式项目核准。公司机组 2017 年发电利用小时数为 1,994 小时，同比提升 113 小时；得益于电力改革以及弃风限电的改善，2017 年度公司实现电力交易 17.56 亿 kWh（含 5.5 亿 kWh 跨区交易），交易总额 11.08 亿元（含补贴收入 8.73 亿元）。风电场开发业务 2017 年实现收入 32.55 亿元，同比增长 34.66%；风电场投资收益 6.50 亿元（公司分别转让了国内旗下合计 384MW 项目的部分股权，以及海外 Gullen Range 风电项目的 25% 股权，所实现的税前投资收益为 4.2 亿元；此外，据分部信息显示，风电场开发业务实现对合营和联营企业的投资收益 1.75 亿元），同比增长 11.61 倍；预计风电场开发业务贡献净利润约 15 亿元。

**图表 3. 公司年度并网装机容量 (MW)**


资料来源：公司公告，公司资料，中银证券

**图表 4. 全国及公司自营风电利用小时数**


资料来源：国家能源局，公司公告，公司资料，中银证券

**风电服务收入大增，建造规模大幅提升：**2017 年公司实现风电服务收入 20.61 亿元，同比大增 65%。其中，工程收入实现跨越式增长，实现风电建造收入 13.64 亿元，同比增长 151%；当年项目开工总量 530MW，同比增长 73%，2017 年内新签工程订单容量 753MW。此外，技术服务收入 6.92 亿元，风电后服务业务的运维容量达到 3.86GW。

**推进“两海”战略落地，双双取得丰硕成果：**2017 年国内海上风电全面启动，据风能协会数据显示，2017 年国内海上新增装机容量 1.16GW，累计 2.80GW；同时海上风电招标量大幅增长，2017 年国内海上风电项目招标 3.4GW，同比增长 81%，占全国招标量的 12.5%。公司海上项目新增中标量 650MW，占比全国总定标量 19.58%，海上市场新增装机量 207.8MW，累计装机量 373.8MW。同时，公司海外市场新增开发及储备项目容量创历史新高，达到 1.2GW，包括澳大利亚 720MW（其中 Stockyard Hill 527.5MW 项目为澳大利亚最大风电项目），美国 160MW 及阿根廷 350MW。国际风电项目已完工风电场装机容量 421MW，权益容量 124.1MW，在建风电项目容量 690MW，权益容量 690MW，公司国际业务实现销售收入 20.88 亿元，未来将成为公司业绩增长的重要驱动力。

**风电服务融资租赁、水务及投资业务锦上添花：**公司积极在新能源、新材料、节能环保、绿色科技等领域开展有益实践与创新探索。截至 2017 年底，公司运营的水厂合计 28 家，设计水处理规模近 170 万吨/日；水务业务实现销售收入 1.64 亿元，同比增长 70.02%，实现净利润 8,133 万元，同比增长 245.55%。天信国际租赁（融资租赁业务）实现收入 1.97 亿元，实现净利润 8,293 万元。此外，2017 年其他板块股权投资业务和水务业务因股权处置实现的投资收益为 1.34 亿元。

**预收账款持续增长，经营活动现金流靓丽：**公司 2017 年期间费用率为 20.55%，同比提升 2.74 个百分点；其中销售费用率下降 0.12 个百分点至 7.58%（尽管计提了诉讼赔偿 0.67 亿美金，但产品质量保证准备仍由 2016 年的 13.48 亿元降至 2017 年的 9.59 亿元），管理费用率提升 2.61 个百分点至 9.84%（其中研究与开发支出由 2016 年的 7.51 亿元增至 2017 年的 10.01 亿元），财务费用率提升 0.25 个百分点至 3.13%。公司 2017 年末资产负债率为 67.75%，资产负债表整体保持健康，配股后有望降低负债水平。公司 2017 年末 46.58 亿元的预收账款，较 2016 年末的 32.25 亿元、2017 年三季度末的 36.01 亿元持续大幅增长，既预示着风电行业需求持续回暖，也彰显出公司日益提升的议价能力与行业地位。公司 2017 年经营活动现金流为净流入 30.23 亿元，同比 2016 年净流入 31.03 亿元的水平略有下降，仍表现出较高的收益质量。

**图表 5. 公司历年产品质量保证准备**

	2013	2014	2015	2016	2017
产品质量保证准备金当年增加 (亿元)	5.18	9.50	21.10	15.57	15.85
产品质量保证准备金当年转回 (亿元)	0.47	1.00	1.31	2.08	6.25
<b>产品质量保证准备 (销售费用科目) (亿元)</b>	<b>4.71</b>	<b>8.49</b>	<b>19.79</b>	<b>13.48</b>	<b>9.59</b>
风机销售收入 (亿元)	106.53	153.77	266.04	218.68	187.09
产品质量保证准备金当年增加比例	4.86%	6.18%	7.93%	7.12%	8.47%
产品质量保证准备金当年转回比例	0.44%	0.65%	0.49%	0.95%	3.34%
产品质量保证准备比例	4.42%	5.52%	7.44%	6.17%	5.13%

资料来源: 公司公告, 中银证券

### 拟配股募资不超过 50 亿元, 加码海外风电场业务

公司发布配股预案, 拟每 10 股配售不超过 2 股, A 股和 H 股配股股价相同; 募集资金不超过 50 亿元, 扣除发行费用后的募集资金净额将用于 Stockyard Hill 风电场 527.5MW 项目、Moorabool North 风电场 150MW 项目、补充流动资金、偿还有息负债。

**图表 6. 配股募集资金的使用计划**

序号	项目名称	项目计划总投资额 (亿元)	拟使用募集资金金额 (亿元)
1	Stockyard Hill 风电场 527.5MW 项目	51.83	16.50
2	Moorabool North 风电场 150MW 项目	18.03	3.50
3	补充流动资金	-	15.00
4	偿还有息负债	-	15.00
<b>合计</b>			<b>50.00</b>

资料来源: 公司公告, 中银证券

Stockyard Hill 风电场选址位于澳大利亚墨尔本西北 140km, 巴拉腊特以西约 35km, 维多利亚州中部高地 Beaufort 和 Skipton 镇之间; 将使用 149 台金风 3S 平台风力发电机, 预计额定容量为 527.5MW; 项目建成后, 将成为南半球容量最大的风电场, 并且每年预计发电量 (基于 P50) 约 1,935GWh。根据预定的计划, 从项目完成立项到项目完成全部商业运营, 项目工期共计为 27 个月, 目标是在 2019 年底通电运营。根据可研报告预测, 在项目建设完成并全部达产后, 预计年新增收入 (折算人民币) 8.50 亿元、净利润 2.46 亿元, 税后项目内部收益率 7.33%, 税后股东内部收益率 9.92%, 税后投资回收期 (含建设期) 为 14 年。

Moorabool North 风电场位于澳大利亚南部维多利亚州 (Victoria) 巴朗 (Ballan) 以南 5km, 距离墨尔本 (Melbourne) 约 67km, 距巴拉腊特 (Ballarat) 27km, 距吉隆 (Geelong) 47km; 将使用 50 台金风 3.0 机组, 预计额定容量为 150MW; 每年预计发电量 (基于 P50) 约 487GWh。根据预定的计划, 从项目完成立项到项目完成全部商业运营, 项目工期共计为 20 个月, 目标是在 2019 年第四季度实现通电运营。根据公司编制的可研报告预测, 在项目建设完成并全部达产后, 预计年新增收入 (折算人民币) 2.28 亿元、净利润 0.60 亿元, 税后项目内部收益率 6.61%, 税后股东内部收益率 9.52%, 税后投资回收期 (含建设期) 为 7.3 年。

## 风电行业迎来反转，公司未来成长无忧

**配额制再次征求意见，风电行业反转开始兑现：**《可再生能源电力配额及考核办法》征求意见，风电再迎发展契机。由于2019年“抢开工”节点的临近、区域转移过渡期的结束、“红六省”的部分解禁、限电改善与风机降价带来的风电场收益率提升，大量指标、核准、招标数据有望在未来三年内大规模转化为装机并网数据；结合分散式风电的兴起与海上风电的爆发，我们预计国内有望迎来2018-2020年连续三年持续高增长，2020年实现发电侧平价之后，补贴约束彻底摆脱，需求空间进一步释放；当前处于新一轮成长大周期的底部。

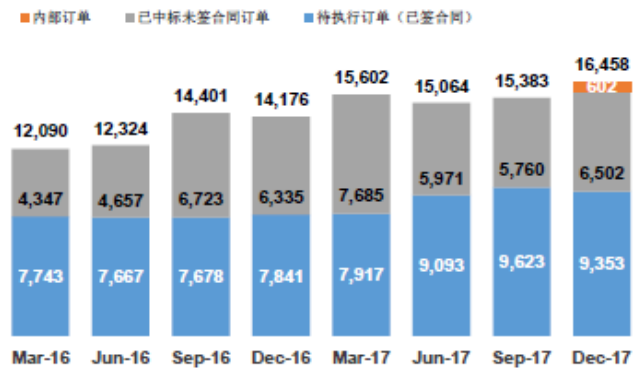
**风电招标规模维持高位，公司在手订单再创新高：**2017年国内风电设备公开招标容量达27.2GW（其中海上风电3.4GW），2018年1-2月约4.5GW，仍维持高位。截至2017年底，公司风机外部订单总量为9,353.45MW，中标未签订单6,502.4MW，在手外部订单共计15,855.85MW（包括海外订单704.5MW）；此外，公司另有内部订单为602.2MW。公司在手订单刷新历史纪录，对于公司未来发展给予有力支撑。

图表 7. 国内风机公开招标容量 (GW)



资料来源：公司公告，公司资料，中银证券

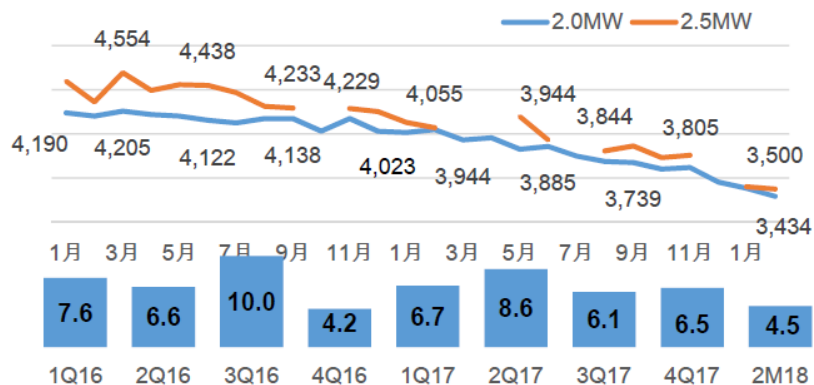
图表 8. 全国风机在手订单 (MW)



资料来源：公司公告，公司资料，中银证券

2017年以来，国内风机招投标价格持续下滑，对2018年风机销售均价存在一定的影响，但公司将通过持续降本增效以应对降价压力，整体影响可控。

图表 9. 国内季度公开招标量 (GW) 及投标均价 (元/kW)



资料来源：公司公告，公司资料，中银证券

### 投资建议与风险提示

**投资建议:** 在不考虑配股摊薄股本的情况下, 预计公司 2018-2020 年每股收益分别为 1.12 元、1.35 元、1.64 元, 对应市盈率分别为 17.0 倍、14.1 倍、11.6 倍; 维持公司**买入**的投资评级。

**风险提示:** 风电行业需求不达预期; 海外市场开拓不达预期; 风机价格竞争超预期。

**图表 10. 业绩摘要**

(人民币, 百万)	2016 年	2017 年	同比(%)
营业收入	26,395.83	25,129.46	(4.80)
营业成本	18,671.41	17,530.46	(6.11)
毛利润	7,724.42	7,599.00	(1.62)
营业税金及附加	164.65	160.93	(2.26)
管理费用	1,909.61	2,473.1	29.51
销售费用	2,032.79	1,905.78	(6.25)
营业利润	3,617.37	3,059.2	(15.43)
资产减值	211.87	259.16	22.32
财务费用	759.90	785.83	3.41
投资收益	621.86	1212.91	95.05
营业外收入	288.23	8.23	(97.14)
营业外支出	27.36	26.35	(3.69)
利润总额	3,551.96	3,490.56	(1.73)
所得税	446.22	341.75	(23.41)
少数股东损益	102.75	94.15	(8.37)
归属于母公司的净利润	3,002.98	3,054.66	1.72
基本每股收益(元)	1.08	0.84	(22.61)
毛利率(%)	29.26	30.24	0.98 个百分点
净利率(%)	11.77	12.53	0.76 个百分点

资料来源: 万得数据, 中银证券

**损益表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	26,396	25,129	32,734	40,921	47,952
销售成本	(18,836)	(17,691)	(24,172)	(30,284)	(34,759)
经营费用	(3,233)	(3,517)	(3,228)	(3,888)	(4,845)
<b>息税折旧前利润</b>	<b>4,327</b>	<b>3,921</b>	<b>5,333</b>	<b>6,749</b>	<b>8,348</b>
折旧及摊销	(922)	(1,121)	(1,483)	(1,834)	(2,168)
<b>经营利润(息税前利润)</b>	<b>3,405</b>	<b>2,800</b>	<b>3,849</b>	<b>4,915</b>	<b>6,180</b>
净利息收入/(费用)	(760)	(786)	(895)	(1,004)	(1,078)
其他收益/(损失)	906	1,476	1,595	1,605	1,615
<b>税前利润</b>	<b>3,552</b>	<b>3,491</b>	<b>4,549</b>	<b>5,515</b>	<b>6,717</b>
所得税	(446)	(342)	(446)	(552)	(705)
少数股东权益	103	94	123	149	180
<b>净利润</b>	<b>3,003</b>	<b>3,055</b>	<b>3,980</b>	<b>4,815</b>	<b>5,831</b>
<b>核心净利润</b>	<b>3,241</b>	<b>3,241</b>	<b>4,225</b>	<b>5,111</b>	<b>6,190</b>
每股收益(人民币)	1.098	0.859	1.119	1.354	1.640
核心每股收益(人民币)	1.185	0.911	1.188	1.437	1.740
每股股息(人民币)	0.200	0.000	0.224	0.271	0.328
收入增长(%)	(12)	(5)	30	25	17
息税前利润增长(%)	6	(18)	37	28	26
息税折旧前利润增长(%)	15	(9)	36	27	24
每股收益增长(%)	5	(22)	30	21	21
核心每股收益增长(%)	11	(23)	30	21	21

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	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	3,552	3,491	4,549	5,515	6,717
折旧与摊销	922	1,121	1,483	1,834	2,168
净利息费用	760	786	895	1,004	1,078
运营资本变动	(931)	(567)	793	481	(701)
税金	(343)	(248)	(446)	(552)	(705)
其他经营现金流	(856)	(1,559)	(3,058)	(2,015)	(2,382)
<b>经营活动产生的现金流</b>	<b>3,103</b>	<b>3,023</b>	<b>4,216</b>	<b>6,268</b>	<b>6,175</b>
购买固定资产净值	332	1,489	4,806	4,601	4,396
投资减少/增加	203	107	1,300	1,300	1,300
其他投资现金流	(7,546)	(8,693)	(9,618)	(9,207)	(8,797)
<b>投资活动产生的现金流</b>	<b>(7,011)</b>	<b>(7,098)</b>	<b>(3,511)</b>	<b>(3,306)</b>	<b>(3,101)</b>
净增权益	(547)	0	(796)	(963)	(1,166)
净增债务	4,420	6,563	2,614	2,189	1,659
支付股息	547	0	796	963	1,166
其他融资现金流	827	(3,181)	(3,357)	(1,967)	(2,245)
<b>融资活动产生的现金流</b>	<b>5,247</b>	<b>3,382</b>	<b>(743)</b>	<b>222</b>	<b>(586)</b>
现金变动	1,338	(693)	(38)	3,184	2,488
期初现金	6,306	8,274	7,740	7,701	10,885
公司自由现金流	(3,909)	(4,074)	705	2,962	3,074
权益自由现金流	1,271	3,274	4,214	6,155	5,811

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	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	8,274	7,740	7,701	10,885	13,373
应收帐款	17,543	18,015	28,302	29,599	38,251
库存	3,192	4,083	5,862	6,598	7,700
其他流动资产	589	701	1,062	1,147	1,388
<b>流动资产总计</b>	<b>29,598</b>	<b>30,538</b>	<b>42,927</b>	<b>48,229</b>	<b>60,712</b>
固定资产	19,479	22,838	26,242	29,090	31,399
无形资产	1,068	2,557	2,476	2,395	2,314
其他长期资产	9,021	12,537	12,537	12,537	12,537
<b>长期资产总计</b>	<b>29,567</b>	<b>37,932</b>	<b>41,255</b>	<b>44,021</b>	<b>46,249</b>
<b>总资产</b>	<b>64,437</b>	<b>72,788</b>	<b>88,484</b>	<b>96,537</b>	<b>111,232</b>
应付帐款	14,473	15,257	25,381	25,532	32,894
短期债务	1,804	2,055	2,100	2,300	2,500
其他流动负债	8,387	12,289	13,604	15,317	16,147
<b>流动负债总计</b>	<b>24,663</b>	<b>29,600</b>	<b>41,086</b>	<b>43,149</b>	<b>51,541</b>
长期借款	15,419	15,886	18,454	20,444	21,902
其他长期负债	3,656	3,827	3,827	3,827	3,827
股本	2,736	3,556	3,556	3,556	3,556
储备	15,859	17,464	20,649	24,501	29,165
<b>股东权益</b>	<b>18,594</b>	<b>21,021</b>	<b>24,205</b>	<b>28,057</b>	<b>32,722</b>
少数股东权益	723	788	911	1,060	1,241
<b>总负债及权益</b>	<b>64,437</b>	<b>72,788</b>	<b>88,484</b>	<b>96,537</b>	<b>111,232</b>
每股帐面价值(人民币)	6.80	5.91	6.81	7.89	9.20
每股有形资产(人民币)	6.41	5.19	6.11	7.22	8.55
每股净负债/(现金)(人民币)	1.97	2.64	3.39	3.11	2.87

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	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	16.4	15.6	16.3	16.5	17.4
息税前利润率(%)	12.9	11.1	11.8	12.0	12.9
税前利润率(%)	13.5	13.9	13.9	13.5	14.0
净利率(%)	11.4	12.2	12.2	11.8	12.2
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.2	1.0	1.0	1.1	1.2
利息覆盖率(倍)	4.5	3.6	4.3	4.9	5.7
净权益负债率(%)	46.3	46.8	51.2	40.7	32.5
速动比率(倍)	1.1	0.9	0.9	1.0	1.0
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	17.4	22.2	17.0	14.1	11.6
核心业务市盈率(倍)	16.1	20.9	16.1	13.3	11.0
qw 市净率(倍)	2.8	3.2	2.8	2.4	2.1
价格/现金流(倍)	16.8	22.4	16.1	10.8	11.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	16.9	19.7	15.0	11.7	9.4
<b>周转率</b>					
存货周转天数	60.4	75.1	75.1	75.1	75.1
应收帐款周转天数	224.6	258.2	258.2	258.2	258.2
应付帐款周转天数	198.8	215.9	226.6	227.1	222.4
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	18.2	0.0	20.0	20.0	20.0
净资产收益率(%)	16.9	15.4	17.6	18.4	19.2
资产收益率(%)	5.1	3.7	4.3	4.8	5.3
已运用资本收益率(%)	2.3	2.0	2.3	2.5	2.6

资料来源: 公司数据及中银证券预测

## 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。

中银国际证券股份有限公司同时声明，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，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来6个月内超越基准指数20%以上；
- 增持：预计该公司在未来6个月内超越基准指数10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数跌幅在10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来6个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深300指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普500指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限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股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限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。

中银国际证券股份有限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。中银国际证券股份有限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。中银国际证券股份有限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，中银国际证券股份有限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股份有限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。中银国际证券股份有限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股份有限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。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

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