

火电



陆凤鸣 刘建刚

电力行业研究员

021-3856 5913

lufm@xyzq.com.cn

通宝能源 (600780)

“壳资源”，发展还需看集团

中性 (首次)

市场数据

报告日期	2009-3-25
收盘价(元)	4.76
52周最高/最低(元)	9.35/3.08
总股本(百万股)	872.94
流通股本(百万股)	649.65
总市值(百万元)	4155.20
流通市值(百万元)	3092.32
每股净资产(元)	1.82

主要财务指标

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	2009 中报
营业收入(百万元)	1928	1862	1763	1697	856
同比增长(%)	-7.4%	-3.4%	-5.3%	-3.8%	-3.5%
净利润(百万元)	13	50	89	127	23
同比增长(%)	-94.6%	282.6%	78.6%	42.9%	-131.7%
毛利率(%)	9.3%	12.7%	14.7%	16.8%	12.7%
净利率(%)	0.7%	2.7%	5.0%	7.5%	2.7%
每股收益(元)	0.01	0.06	0.10	0.15	0.03
每股经营现金流(元)	0.41	0.62	0.49	0.52	0.29

股价走势



相关报告

投资要点

- 通宝能源目前仅拥有 1 家坑口电厂，资产、及股东股权结构清晰，是一个理想的“壳资源”。
- 根据大股东山西国际电力集团以往资产整合的惯例，只有在电力项目培育成熟时才会考虑给上市公司经营。在 2010 年之前，只有耀光电厂（2 × 20 万千瓦）存在注入的可能性，集团未来规划建设的 1000 多万千瓦火电项目将成为公司长期扩张的潜在动力。
- 根据大股东的发展战略，在做强电力业务的同时还将做大金融产业。目前其参控股山西金融租赁公司、山西证券、光大银行、山西信托等。短期内金融资产注入的条件比电力资产更为成熟。
- 根据山西当地的电力及煤炭供需形势，我们预计通宝能源 09-11 年 EPS 分别为 0.06、0.1、0.15 元，动态 PE 为 84 倍、47 倍和 33 倍，远高于市场及同类公司水平，现阶段股价的投资价值不大。但考虑到公司的资产注入预期仍存在，首次给予公司中性评级。

目 录

一、公司主要看点:	- 3 -
1、资产结构清晰,是理想的“壳”资源	- 3 -
2、集团定位明确,增持志在长远发展	- 3 -
二、现有资产盈利前景分析	- 4 -
1、地区调度上有一定优先	- 4 -
2、区域内电力仍将持续供过于求	- 4 -
3、2009 年不同经济情景下盈利分析	- 5 -
三、公司未来发展路径猜想	- 6 -
1、凭自身建设,发展电力主业?	- 6 -
2、提升盈利,集团煤电联营试验田?	- 6 -
3、外延扩张,大股东资产如何期待?	- 7 -
四、盈利预测与估值	- 8 -
1、主要假设	- 8 -
2、盈利预测	- 8 -
3、估值比较	- 9 -
4、投资评级: 中性	- 9 -
5、风险提示	- 9 -
附录: 通宝能源上市以来重大事件时间表	- 9 -
图 1、通宝能源及其大股东持股结构情况	- 3 -
图 2、阳光电厂-五矿煤炭通道(规划)	- 6 -
图 3、山西国际电力集团业务模块	- 7 -
表 1、集团下属现有控股电厂列表	- 4 -
表 2、集团 2008 年以来历次增持通宝能源情况	- 4 -
表 3、阳光电厂历年机组运营数据(2005-2008)	- 4 -
表 4、山西地区用电增速(2007-2011)	- 5 -
表 5、山西地区机组利用小时(2007-2011)(单位: 亿千瓦时, 万千瓦)	- 5 -
表 6、通宝能源在 09 年不同经济情况每股 EPS 预测	- 6 -
表 7、通宝能源盈利预测结果(2008-2011)	- 8 -
附表	- 10 -

一、公司主要看点：

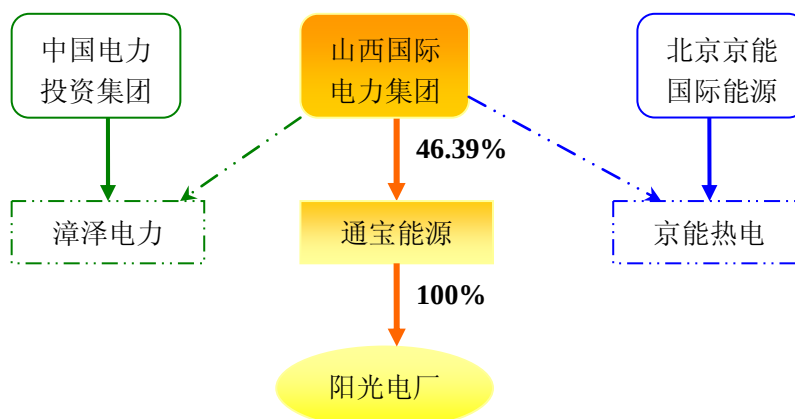
1、资产结构清晰，是理想的“壳”资源

经过几次重组（详见附录），通宝能源目前下属资产就只有山西阳光发电厂。该电厂位于山西阳泉市平定县境内，为 4×30 万千瓦的大型火电电厂。1993 年 12 月开工建设，1999 年 11 月 4 台机组全部投产，项目总投资 54.96 亿元。

1999 年，阳光电厂进行公司制改造，由山西省地方电力公司和山西省电力公司分别持有 90% 和 10% 的股权。2002 年，通宝能源向大股东山西省地方电力公司定向增发收购其所持有的阳光电厂 90% 的股权，并在 2007 年收购剩余 10% 股权。至此，阳光电厂为通宝能源全资所有。

截至 2008 年 8 月底，第一大股东山西国际电力集团（原为山西省地方电力公司）持有公司 46.39% 的股权，其余股东持股比例都不超过 5%，公司股权结构清晰。

图 1、通宝能源及其大股东持股结构情况



数据来源：公司公告、兴业证券研发中心

注：山西国际电力除控股通宝能源外，还参股漳泽电力和京能热电。

2、集团定位明确，增持志在长远发展

山西国际电力集团（以下简称为“山西电力”）作为山西省政府下属唯一的电力产业集团，在 2006 年曾规划到“十一五”末建成 1840 万千瓦装机。2007 年 12 月，该集团分拆下属部分电厂资产与韩国电力、德意志银行等境外投资者，合资组建山西格盟国际能源集团（目前该集团与山西国际电力集团同属山西国资委控股企业，已无股权关系），意图实现该集团“A+H”上市。

虽然经历资产重组之后，山西电力在业务规划上做出了新的调整，但是对通宝能源的定位仍是集团资产上市融资的重要平台。目前山西电力下属控股的电厂都由上市公司通宝能源进行托管，年托管费用 480 万元。

表 1、集团下属现有控股电厂列表

电厂名称	装机类型（单位：万千瓦）	投产时间
天桥水电厂	2 × 2.8+2 × 3.6	1977
阳光发电厂	4 × 30	1999-11
福光风电（右玉、平鲁）	27 × 0.125+33 × 0.125	2008-8, 2009
耀光煤电厂	2 × 20	2009-9
蒲县发电厂	2 × 0.3+2 × 0.6	1970
大同热电厂	2 × 5	1999
合计	192.1	

资料来源：山西国际电力集团网站、兴业证券研发中心（灰色表示该电厂已经关停）

近期，山西电力屡次在二级市场增持通宝能源流通股，意在实现持股超过 50%，从而确保在今后的各类资产整合中仍对公司拥有绝对的控股权。但是，究竟会进行哪方面的资产整合、何时进行资产整合等问题，仍存在较大的不确定性。

表 2、集团 2008 年以来历次增持通宝能源情况

增持公告时间	增持股份数 （万股）	增持平均成本 （元/股）	增持方式	新增持股 权比例	增持后总计 持有股份
2008-9-3	87.17	3.53	二级市场买入	0.100%	46.49%
2008-10-23	998.81	3.56	二级市场买入	1.140%	47.63%
2008-11-26	653.69	3.34	二级市场买入	0.753%	48.38%
2009-2-3	4364.70		30 天要约收购	5.000%	
合计	6104.37	--	--	6.993%	--

资料来源：公司公告、兴业证券研发中心（增持成本根据其增持期间内平均股价推算得出）

注：2 月 3 日公告的 30 天要约收购方案需证监会通过后，才能确定开始时间，目前未完成。

二、现有资产盈利前景分析

1、地区调度上有一定优先

阳光电厂作为山西省境内少数总装机容量在百万千瓦以上的电厂，在区域内电力调度时享有一定的优先。而从 2008 年最新的年报数据来看，公司通过保证电煤供应的方式，更是取得了利用小时超出地区平均水平 800 小时的优异数据。

表 3、阳光电厂历年机组运营数据（2005-2008）

年份	阳光电厂发电量 （亿千瓦时）	机组利用小时		利用小时差异
		阳光电厂	山西地区火电机组平均	
2005	82	6833	6443	390
2006	81	6789	6392	397
2007	78	6482	6122	360
2008	73	6116	5310	806

资料来源：兴业证券研发中心

2、区域内电力仍将持续供过于求

山西是我国的重要工业省份，其煤炭、冶金、电力、机械、化工、纺织、食品等 7 大支柱产业的产值占到全省总产值的 90%以上。省内从北向南分布有大同、宁武、西山、霍西、沁水、河东 6 大煤田，年煤炭外运量约占全国省际调出量的 70%。

因此，作为重工业、能源大省，山西省与全国经济的经济景气高度相关，而且呈现出更大的周期性波动——即在经济景气度高的时候，其地区经济增速要比全国平均水平高出 1-2%，反之亦然。

表 4、山西地区用电增速（2007-2011）

	2007A	2008Q3	2009E (悲观)	2009E (中性)	2009E (乐观)	2010E	2011E
全国 GDP 增速 (%)	13.00	9.90	7.7	8.1	8.5	9.0	9.0
山西 GDP 增速 (%)	14.40	11.60	5.4	7.3	9.4	9.0	9.0
山西、全国 GDP 增速比	1.11	1.17	0.7	0.9	1.1	1.0	1.0
山西用电增速 (%)	18.99	5.19	2.7	6.6	12.2	9.0	9.0
山西电力需求弹性系数	1.32	0.45	0.5	0.9	1.3	1.0	1.0

资料来源：国家统计局、兴业证券研发中心

从区域电厂建设规划的角度来看，2009 年国内 13 个煤电基地（分别为神东、晋北、晋中、晋东、陕北、黄陇-华亭、鲁西、两淮、河南、云贵、蒙东、东北、宁东）建设将全面提速。其中，山西煤电基地将率先启动，预计到“十二五”中期（2011-2015 年）将逐步形成向山东、湖南各 1000 万千瓦的外输装机容量。综合电力供需来看，未来 3 年山西省火电机组利用小时还将持续下降的状态。

表 5、山西地区机组利用小时（2007-2011）（单位：亿千瓦时，万千瓦）

	2007A	2008A	2009E (悲观)	2009E (中性)	2009E (乐观)	2010E	2011E
山西省省内用电量	1349	1310	1345	1396	1469	1522	1659
外输电量	411	452	464	482	507	525	572
山西全省发电量	1760	1762	1809	1878	1976	2047	2231
水电发电量	27	25	25	26	27	26	26
火电发电量	1733	1737	1784	1852	1949	2021	2205
火电装机容量	2998	3517	4100	4100	4100	4700	5300
火电机组利用小时	6126	5310	4686	4862	5118	4592	4410
利用小时同比变化	-241	-816	-624	-448	-192	-270	-183

资料来源：中电信息网、兴业证券研发中心

3、2009 年不同经济情景下盈利分析

据我们调研得到的情况，阳光电厂采用的是阳泉地区所产的无烟煤末煤。由于春节、两会召开及屯兰煤矿事件，山西省内小煤矿查处严格，造成当前坑口煤炭供求关系仍较为紧张。因此，目前其价格不仅不降，而且阳泉煤矿要求的 09 年合同煤价格还要比 08 年上涨 50 元/吨（这部分合同煤约占公司总采购量的 60%-70%）。

考虑到阳光电厂与该煤矿在 2008 年的合同兑现率较好，我们认为在 2009 年即使市场煤价有所波动，但至少 60% 的合同煤价格上涨政策仍将得到贯彻。

因此，对应 2009 年经济悲观、经济中性、经济乐观的三种情况，我们假设公司机组利用小时分别下降 700 小时、500 小时和 200 小时，同时，其标煤单价分别上涨 30 元/吨、50 元/吨和 60 元/吨，则通宝能源的每股 EPS 变化将如下所示。

表 6、通宝能源在 09 年不同经济情况每股 EPS 预测

		综合标煤价		
		上涨 30 元/吨	上涨 50 元/吨	上涨 60 元/吨
机组利用小时	下降 700 小时	0.084	0.052	0.036
	下降 500 小时	0.090	0.057	0.040
	下降 200 小时	0.099	0.064	0.047

资料来源：兴业证券研发中心

可以看到，阳光电厂作为独立的坑口电厂，其对当地煤矿并不具有很高的议价能力。因此，在 09 年沿海市场煤价回落的大背景下，煤矿要求的合同煤价仍是上涨的。这也直接导致在 2009 年经济中性假设下，公司即使有电价上调效应全年体现，煤炭增值税率从 13% 提高到 17% 的双重利好，最多也就是处于盈亏平衡的状态。

三、公司未来发展路径猜想

1、凭自身建设，发展电力主业？

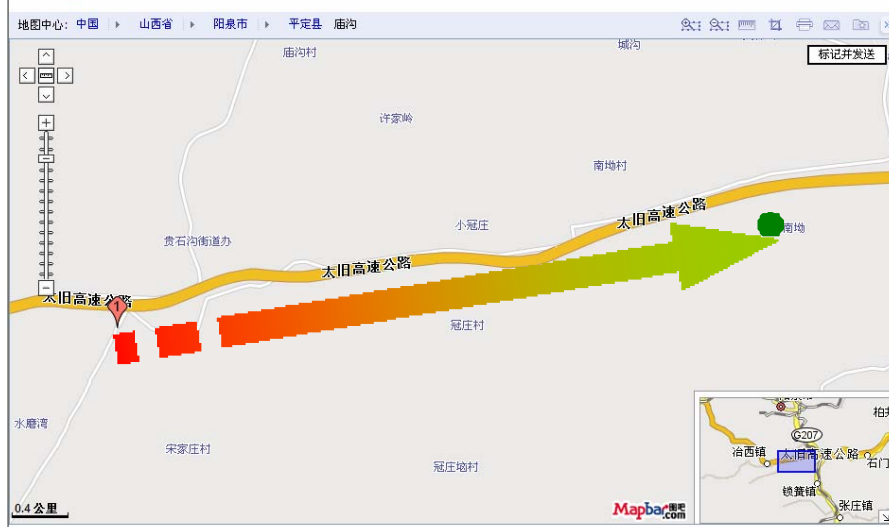
通宝能源目前没有任何新的在建项目，而根据集团对其定位，公司电力资产的规模增长并不会采用自建的方式，而是先由母公司建成运营之后再考虑注入上市公司，因此通宝能源未来电力资产规模的扩张取决于集团电力项目的建设进度。

2、提升盈利，集团煤电联营试验田？

2007 年底，山西电力与阳煤集团签署合作框架协议，并就从阳煤五矿直接建设地下输煤通道（全长 4.4 公里，投资 1.7 亿元）达成初步合作意向。如果项目照常实施，则阳光电厂将成为集团实施煤电一体化战略的第一家受益电厂。

但就我们目前了解到的情况，上述合作由于 2008 年煤炭价格飙升，煤矿对于入股电厂的热情降温，造成阳煤集团在股权作价上与山西电力难以达成一致。受制于此，阳光电厂的地下煤炭输送管道工程也就此搁置。

图 2、阳光电厂-五矿煤炭通道（规划）



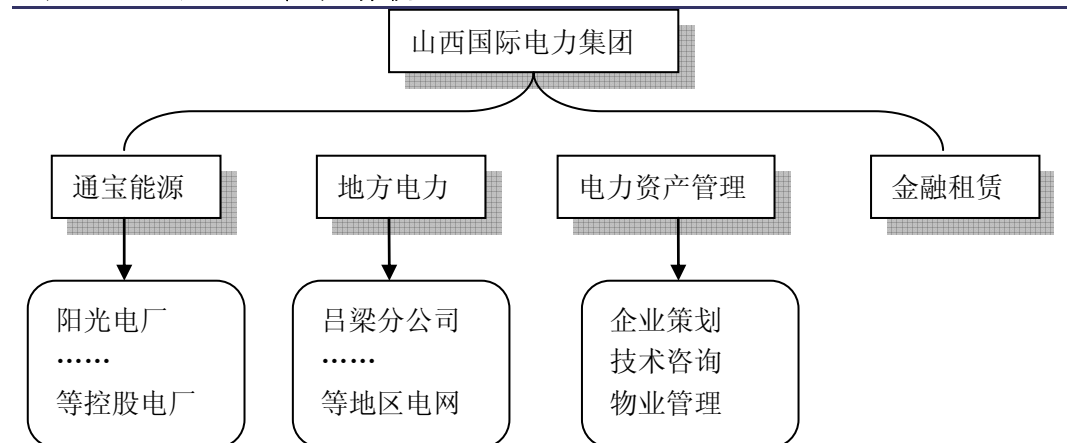
数据来源：兴业证券研发中心（左侧红点为阳煤五矿所在地，右侧绿点为阳光电厂所在地）

3、外延扩张，大股东资产如何期待？

通宝能源现有资产发展前景一般，同时股权结构清晰，无疑是一个比较理想的“壳资源”。未来受益大股东新项目投资建设的融资需求，资产整合预期始终存在。那么，究竟会有什么样的资产值得期待呢？从大股东最新的一些动态中是否可以看出一些端倪呢？

山西电力目前下属四个业务：发电、配电、电力资产管理和金融租赁。到 2008 年底，集团控股机组全年完成发电量 83.21 亿千瓦时，配电企业全年完成售电量 38.72 亿千瓦时，实现主营业务收入 39.6 亿元，利润 4.6 亿元，净资产收益率 5%。

图 3、山西国际电力集团业务模块



数据来源：山西国际电力网站、兴业证券研发中心

(a) 发电资产，短期内注入可能性不大

正如上文表 2 所示，集团目前控股的发电资产中只有在建的耀光电厂（2×20 万千瓦）会在 2009 年投产，而规划的 1000 多万千瓦新建电源项目（兴县、石楼、大热二期、阳光二期、交城电站、孝义电站等）则多在前期申报过程中。

根据集团资产注入惯例，只有当其备选资产进入运营期，且盈利能力确定比现有上市资产好的情况，才会考虑上市融资。照此看来，最快到 2009 年底，耀光电厂才有可能成为集团可注入的备选资产，其他规划建设项目未来可能的注入则需要更长的等待时间。

(b) 电网资产，上市融资难度较大

虽然在 2003 年以国家电力公司解散为标志，各地发电企业与电网企业也逐步分开，但山西国际电力集团比较特殊，目前仍同时拥有配电和发电两项业务。根据规划，到 2010 年，山西 50 万伏电网将形成从北到南三通道、6 个不完全双环网、和 1 个完全双环网。

从政策角度来看，厂网分家是大趋势，而在电网公司内部输电和配电业务也会逐步独立。但考虑到未来国家电网和南方电网将陆续上市，那么，山西国际电力下属的电网业务想要整体上市的可行性就不是很大。而如果要单独将配电部分业务上市，则需要其输电和配电业务在财务上分别独立核算，其执行难度也不小。

(c) 金融资产，短期的可选上市目标

山西国际电力集团目前下属的金融产业包括：全资拥有山西金融租赁公司、参股山西证券股份有限公司（15.34%）、中国光大银行股份有限公司（1.28%）、山西信托投资有限公司（1%）等，其中，山西证券 2008 年分别实现营业收入、净利润达 7.7 亿元和 2.8 亿元。

从集团的发展战略来看，是希望形成电力产业优势明显、金融产业具有一定规模的综合性集团。因此，电力肯定是其长期发展的主要方向，对于通宝能源来说也是一个持续的成长推动力。但是从短期来看，集团现有的金融资产在可操纵性上比在建的电力项目更有优势。

四、盈利预测与估值

1、主要假设

由于公司业绩与煤价相关度较高，且受到宏观经济影响机组利用小时会出现波动，因此我们对公司盈利预测的主要假设基于以下 2 个方面：

(a) 机组利用小时：

参考山西省当地火电机组利用小时在未来三年的变化，预计公司 09-11 年三年机组利用小时分别为 5600 小时、5300 小时、5100 小时。

(b) 标煤单价：

由于公司地处山西阳泉地区，参考当前及未来国内煤炭供需的环境，预计公司 09-11 年三年标煤单价分别为 638 元/吨、618 元/吨和 598 元/吨。

2、盈利预测

根据上述假设，同时考虑到公司没有在建项目，因此没有大的资本开支，经营性现金流将逐步归还银行贷款以减少财务费用。我们预计公司 09-11 年 EPS 分别为 0.06、0.10、0.15 元。

表 7、通宝能源盈利预测结果（2008-2011）

项目	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入（万元）	1928	1862	1763	1697
增长率	-7.4%	-3.4%	-5.3%	-3.8%
营业利润（万元）	15	65	118	168
增长率	-92.6%	337.7%	79.5%	43.2%
净利润（万元）	13	50	89	127
增长率	-94.6%	282.6%	78.6%	42.9%
最新摊薄每股收益（元）	0.01	0.06	0.10	0.15
每股净资产（元）	1.88	1.94	2.04	2.19
动态市盈率（倍）	320.37	83.73	46.87	32.79
市净率（倍）	2.53	2.45	2.33	2.18

数据来源：兴业证券研发中心

3、估值比较

鉴于当前火电企业在上网调度中优先级最低，易受宏观经济波动影响；同时，其在上网电价上受行政管制，而动力煤成本则需要按市场价格采购，因此其盈利具有较大的波动性，更适合用相对估值的方法。

从通宝能源目前的动态估值水平来看，PE 远高于当前市场平均水平（全部 A 股 PE27 倍、电力企业平均 PE22 倍），PB 则与市场平均基本一致（全部 A 股 PB2.7 倍、电力企业平均 PB2.36 倍）。因此就基本面而言，其投资价值并不十分明显。

4、投资评级：中性

综上所述，我们对目前仅拥有一家阳光电厂的通宝能源未来的发展前景持谨慎的观点，因为无论是发电资产的装机规模增加、或是其他方面的扩张，公司更多的看点在于“壳资源”赋予其的外在资产注入预期。但是，这种预期何时实现存在较大的不确定性，因此我们首次给予通宝能源中性评级。

5、风险提示

（a）业绩风险：通宝能源的业绩受机组利用小时及煤价波动影响明显，如果当地电力供需形势与煤炭供需形势发生变化，我们对公司的盈利预测也需要做相应的调整。

（b）其他风险：集团未来的资产整合及注入等存在较大的不确定性。

附录：通宝能源上市以来重大事件时间表

1996 年 11 月上市，上市初主营业务是煤炭开采、加工及运销，拥有煤炭储量 1.8361 亿吨，实际控制人是国家开发投资公司。

1997-1998 年，经过两次股权转让，公司第一、二大股东改为山西省电力公司、山西省信托。

1998-1999 年，陆续收购陕西电力下属柳林电厂和河坡发电厂。

2001 年，正式转让离石煤矿资产，主营业务变为燃煤发电。

2002 年，公司向增发后收购母公司下属的山西阳光电厂 90% 股权。

2007 年，收购山西阳光电厂剩余 10% 股权。

2007 年 5 月，公司出售了柳林电厂和河坡电厂，目前发电资产仅有阳光发电厂。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	535	803	1094	1446
货币资金	138	494	803	1167
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	218	205	194	187
其他应收款	3	5	4	4
存货	114	81	75	71
非流动资产	2388	2071	1729	1397
可供出售金融资产	3	3	3	3
长期股权投资	7	7	7	7
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	2341	2015	1686	1355
在建工程	13	6	3	2
油气资产	0	0	0	0
无形资产	7	7	7	6
资产总计	2923	2874	2823	2843
流动负债	1177	1186	1147	1143
短期借款	850	800	800	800
应付票据	0	0	0	0
应付账款	182	163	150	141
其他	145	223	197	201
非流动负债	100	-6	-108	-210
长期借款	71	-29	-129	-229
其他	29	23	21	19
负债合计	1278	1180	1039	932
股本	873	873	873	873
资本公积	65	65	65	65
未分配利润	506	551	631	745
少数股东权益	0	1	1	1
股东权益合计	1645	1695	1784	1910
负债及权益合计	2923	2874	2823	2843

现金流量表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	13	50	89	127
折旧和摊销	358	332	333	333
资产减值准备	-1	0	-0	-0
无形资产摊销	0	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	69	36	15	-6
投资损失	-11	-0	-0	-0
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	143	-147	20	-8
经营活动产生现金流量	303	544	423	458
投资活动产生现金流量	343	-0	0	0
融资活动产生现金流量	-455	-188	-115	-94
现金净变动	192	356	309	364
现金的期初余额	180	138	494	803
现金的期末余额	372	494	803	1167

利润表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1928	1862	1763	1697
营业成本	1748	1626	1504	1412
营业税金及附加	17	17	16	15
销售费用	1	15	14	14
管理费用	98	102	97	93
财务费用	69	36	15	-6
资产减值损失	-10	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	11	0	0	0
营业利润	15	65	118	168
营业外收入	6	2	2	2
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	20	66	118	169
所得税	7	17	30	42
净利润	13	50	89	127
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	13	50	89	127
EPS (元)	0.01	0.06	0.10	0.15

主要财务比率

	2008	2009E	2010E	2011E
成长性(%)				
营业收入增长率	-7.4%	-3.4%	-5.3%	-3.8%
营业利润增长率	-92.6%	337.7%	79.5%	43.2%
净利润增长率	-94.6%	282.6%	78.6%	42.9%
盈利能力(%)				
毛利率	9.3%	12.7%	14.7%	16.8%
净利率	0.7%	2.7%	5.0%	7.5%
ROE	0.8%	2.9%	5.0%	6.6%
偿债能力(%)				
资产负债率	43.7%	41.0%	36.8%	32.8%
流动比率	0.45	0.68	0.95	1.27
速动比率	0.36	0.61	0.89	1.20
营运能力(次)				
资产周转率	0.62	0.00	0.00	0.00
应收帐款周转率	8.07	8.79	8.84	8.92
每股资料 (元)				
每股收益	0.01	0.06	0.10	0.15
每股经营现金	0.41	0.62	0.49	0.52
每股净资产	1.88	1.94	2.04	2.19
估值比率 (倍)				
PE	320.37	83.73	46.87	32.79
PB	2.53	2.45	2.33	2.18

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% 部 ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售部

机构销售负责人

郭 锐 电话: 021-38565929 Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍 电话: 021-38565916 Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉 电话: 021-38565911 Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜 电话: 021-38565936 Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华 电话: 021-38565933 Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜 电话: 021-38565936 Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元曦 电话: 021-38565941 Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱 电话: 021-38565915 Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。