

风电究竟能挣多少钱

评级: **增持-A**
 上次评级: 中性-A
目标价格: **20.00 元**
 期限: 6 个月 上次预测: 12.00 元
 现价: 16.71 元

报告日期: **2009-04-02**

报告关键点:

- 风电电机的利润隐藏在常规电机中, 因此尽管传统业务的收入增长不多, 但净利润增长非常快
- 风机生产目标提高到300台
- 09-11年EPS分别为0.73元、1.23元、1.76元, 上调公司评级至“增持-A”, 目标价位20元

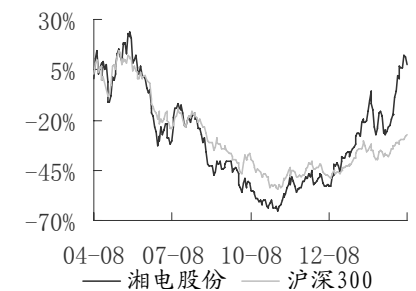
报告摘要:

- 风电电机的盈利隐藏在常规电机中:** 由于风电电机的盈利放在湘电股份公司, 08年年报中湘电风能公司的盈利并不能反映风电业务的盈利水平。这也是08年原材料价格大涨, 但公司电机业务毛利率却不降反升的原因。假设风电电机和其它交流电机一样为20%的毛利率, 回溯后风电业务毛利率为8.29%, 与东汽07年的水平相当, 我们认为这才是风电业务真实的毛利率水平。我们对风电业务进行整机和电机分解来预测公司的盈利情况, 这是与市场观点的不同之处。
- 进口零部件退税可能冲抵了部分期间费用:** 08年风能公司的期间费用率只有6.68%, 我们推测进口零部件退税的资金冲抵了风能公司一部份理应属于期间费用的支出。09年风电主轴轴承的进口退税仍可能会冲抵一份期间费用。
- 风机生产目标提高:** 2010年后风电的竞争会非常激烈, 尽早形成批量生产, 及早形成大批量生产, 取得更多运行业绩, 09年对公司来说是关键的一年。公司将09年风机生产目标由200台提高到300台。预测公司09-11年风机销售台数分别为250台、500台、700台。
- 盈利预测:** 预测风能公司09-11年EPS为0.123元、0.145元、0.322元; 电机业务收入增长压力比较大; 长沙水泵厂改制搬迁工作稳步推进, 麓谷基地主体厂房已全部完成, 预计水泵业务09年持平, 10年可以到达接近8亿元的收入, 由于原材料价格大跌, 毛利率将回升; 由于风电电机的盈利留在股份公司, 尽管传统业务的收入增长不多, 但母公司净利润增长非常快, 含风电电机的传统业务09-11年EPS分别为0.61元、1.09元、1.44元。
- 公司评级:** 公司传统业务加上风能公司风电整机业务, 我们预测的09-11年EPS分别为0.73元、1.23元、1.76元, 上调公司评级至“增持-A”, 目标价位20元。

市场数据

总市值(百万元)	3,926.85
流通市值(百万元)	2,697.50
总股本(百万股)	235.00
流通股本(百万股)	161.43
12个月最高/最低	5.30/20.00 元
十大流通股股东(%)	30.80%
股东户数	35,371

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	22.62	86.30	34.82
绝对收益	41.64	128.04	7.44

研究员

黄守宏 行业分析师
 010-66581627 huangsh@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	2,655.4	3,341.5	5,422.3	7,822.8	10,006.3
Growth(%)	19.0%	25.8%	62.3%	44.3%	27.9%
净利润	77.6	67.7	203.8	329.1	494.9
Growth(%)	-12.4%	-19.3%	192.5%	68.5%	42.9%
毛利率(%)	19.8%	15.7%	17.2%	17.8%	18.2%
净利润率(%)	2.7%	1.8%	3.2%	3.7%	4.1%
每股收益(元)	0.31	0.25	0.73	1.23	1.76
每股净资产(元)	5.03	6.06	6.72	7.79	9.40
市盈率	53.9	66.8	22.8	13.5	9.5
市净率	3.3	2.8	2.5	2.1	1.8
净资产收益率(%)	6.6%	4.8%	12.9%	18.0%	22.4%
ROIC(%)	8.0%	6.2%	13.9%	18.0%	22.5%
EV/EBITDA	28.6	50.9	13.6	9.0	6.0
股息收益率	0.0%	0.0%	0.9%	1.5%	2.1%

前期研究成果

湘电股份: 原材料成本压力大, 风电盈利看明年
 2008-08-01

湘电股份的风电业务究竟能挣多少钱？通过我们前期对公司的调研和近期的了解，我们试图解开其中的谜团。

1. 08 年年报的解析

公司 2008 年年报已经发布，公司净利润来源主要为长沙水泵厂搬迁的土地收益 1.2 亿元，扣除土地收益后的 EPS 只有 1 分钱。其中风电公司净利润为-2048 万元。我们对公司的利润表进行分解如表 1。

表 1 湘电股份 08 年年报分解 单位：万元

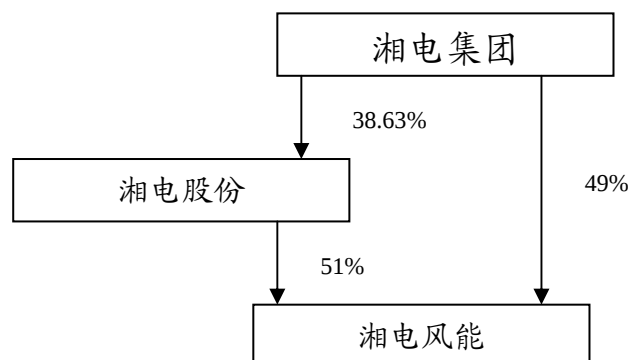
	合并	传统业务	风能公司
营业收入	334154	271176	62977
营业成本	281612	220981	60630
毛利润	52542	50195	2347
营业税	957	768	189
销售费用	22278		
管理费用	22592		
财务费用	6404		
三项费用率	15.34%	17.36%	6.68%
期间费用	51274	47068	4206
损益与减值	-2208	-2208	0
营业利润	-1897	151	-2048
营业外收入	11553	11553	0
利润总额	9655	11703	-2048
所得税	2882	2882	0
净利润	6774	8822	-2048
少数股东损益	893	1896	-1003
母公司净利润	5881	6925	-1044
股本	23500	23500	23500
EPS	0.250	0.295	-0.044

数据来源：公司年报，安信证券研究中心

1.1. 公司在风电业务挣的钱就是风能公司的盈利吗？

风能公司成立之时为合资公司，外资退出后，外资部分转让给了公司的大股东湘电集团，公司在风能公司的股权为 51%。

图 1 湘电股份股权结构图



风能公司和大部分的风电公司一样主要完成零部件的集成，直驱式风机的重要零部件 2MW 风电电机在股份公司生产，公司对风电电机部分拥有 100% 的股权，年报中风能公司的净利润并没有体现风电电机的盈利。风电电机的盈利隐藏在常规电机中，这也是 08 年原材料价格大涨，但公司电机业务毛利率却不降反升的原因。

与湘电股份的电机生产模式类似，金风科技的兆瓦级风机电机是外加工部件后自己装配，东方电气的兆瓦级风机电机是部分自己生产。与湘电的差别在于金风和东汽的风机成本中是计算的电机生产成本，因此反映出来的风电毛利率要高。假设风电电机和其它交流电机一样为 20% 的毛利率，回溯后风电业务毛利率为 8.29%，与东汽 07 年的水平相当，我们认为这才是风电业务真实的毛利率水平。

表 2 湘电股份 08 年风机业务毛利率回溯 单位：万元

	2008
风能公司收入	62,977
风能公司成本	60630
风能公司毛利率	3.73%
其中采购股份公司风电电机	14359
股份公司风电电机成本	11487
风电电机毛利率	20%
风电系统回溯成本	57759
风电系统回溯毛利率	8.29%

数据来源：安信证券研究中心

表 3 同行业公司兆瓦级风级毛利率

公司	项目	07 年	08Q2	08 年
金风科技	销售台数	56	28	约 350
	毛利率	16.34%	14.78%	18.88%
东方电气	生产台数	208	263	
	毛利率	8.17%	14.69%	
湘电股份	销售台数			56
	毛利率			3.74%

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

1.2. 风能公司的期间费用为什么这么低？

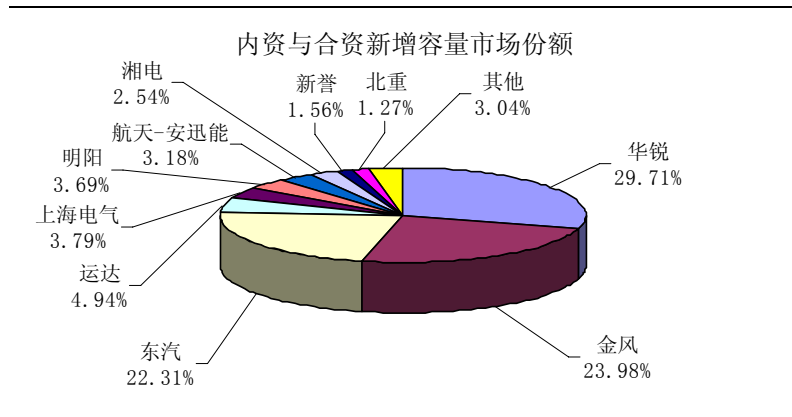
我们推算出风能公司的 08 年期间费用为 4206 万元，期间费用率为 6.68%。相比其它风电公司和股份的期间费用率，风能公司的期间费用率如此低，我们认为并不是真正的反映了期间费用水平。风能公司 07 年净利润-2637 万元，销售的 2 台风机是全部进口零部件然后组装的，收入和成本相当，也就是说 07 年风能公司的净利润也就是期间费用，08 年公司销售风机 56 台，风能公司厂房投入使用，期间费用只增加了 1500 多万，太不合情理。

我们想到了 08 年财政部《关于调整大功率风力发电机组及其关键零部件、原材料进口税收政策的通知》，根据该政策，年销售 50 台兆瓦级风机是可以享受关键零部件、原材料进口税和增值税退税的，所退税款作为国家投资处理，转为国家资本金，主要用于企业新产品的研制生产以及自主创新能力建设，公司是符合的政策，我们相信公司已经申请了退税，退税金额大约在 4000 万元，是否已经转为国家资本金我们暂且不论，我们推测退税的资金冲抵了风能公司一部份理应属于期间费用的支出，这是风能公司期间费用率特别低的原因。从政策来看，09 年风电主轴轴承仍可申请退税。

2. 风电行业分析

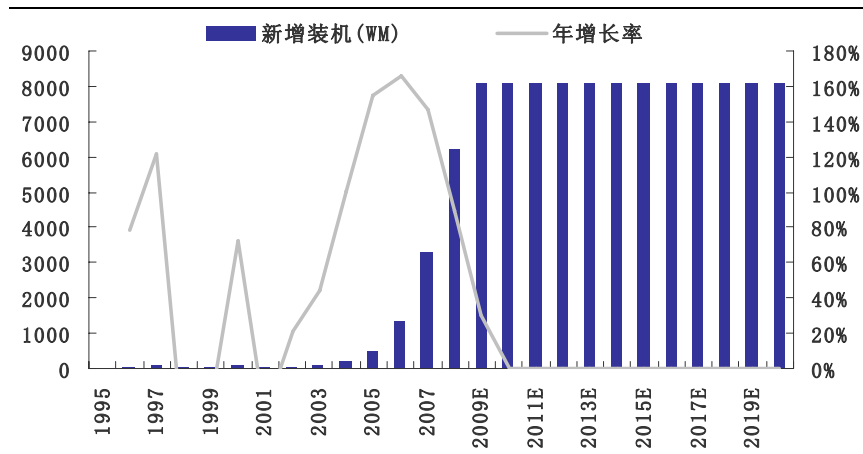
风电协会的数据显示, 2008 年中国除台湾外新增风电机组 5130 台, 装机容量 624.6 万 kW, 增长 89%, 累计装机容量 1215.3 万 kW。公司 08 年在新增内资和合资制造商的市场份额为 2.54%, 占 08 年新增总装机比例为 1.92%。

图 2 08 年内资和合资新增风电机组容量市场份额



数据来源: 风电协会, 安信证券研究中心整理

图 3 新增装机容量增长



数据来源: 安信证券研究中心

按照乐观的预测, 我国到 2020 年风电装机容量达到 1 亿千瓦, 09 年增长 30%, 则 2009 年-2020 年每年装机 8100 万千瓦即可以达到, 2010 年开始没有增长。08 年我国风电整机生产商达到 70 家, 09 年金风、华锐、东汽 3 家公司的产量就可以达到 4000WM, 那么意味着其它 67 家公司来分配剩下的 4100WM, 行业竞争形势不容乐观。及早形成大批量生产, 取得更多运行业绩, 09 年对公司来说是关键的一年!

3. 风电盈利预测

公司与美国 Timken 成立合资公司, 主要生产风电轴承, 公司有 20% 股权, 预计 2010 年投产; 公司还与海军工程大学合作开发风电变频; 电机、轴承与变频等关键零部件的自产将为公司保证产能与质量控制提供基础。由于风电主轴轴承的限制, 公司 08 年完成 56 台。09 年公司已经储备了 300 台的风电主轴轴承, 为尽早形成规模效应, 公司将风机的生产台数目标从 08 年底的 200 台上调到 300 台。

2008 年 11 月 24 日公司与内蒙古乌兰察布市政府签订了合作协议, 公司拟在乌市工业园创办风电总装基地, 项目投资 2.5 亿元, 年产 2MW 风机 300 台。同时乌市确保先

期向湘电风能配置 100 万千瓦以上的峰电场资源、同等条件下优先采购湘电风能产品等条件。

我们预计公司 09-11 年销售风机分别为 250 台、500 台、700 台，参考金风科技、东汽的毛利率，预测风电业务毛利率为 15%，17%，18%，风电电机毛利率 20%，推测风能公司毛利率分别为 10%，12%，13%。

表 4 湘电股份风电业务毛利率预测

单位：万元

	2008	2009E	2010E	2011E
风能公司收入	62,977	256410	461538	646154
风能公司成本	60630	230769	406154	562154
风能公司毛利率	3.73%	10.00%	12.00%	13.00%
其中采购母公司风电电机	14359	64103	115385	161538
母公司风电电机成本	11487	51282	92308	129231
风电电机毛利率	20%	20%	20%	20%
风电系统回溯成本	57759	217949	383077	529846
风电系统回溯毛利率	8.29%	15.00%	17%	18%

数据来源：安信证券研究中心

对湘电风能盈利预测如表 5，在 09 年的期间费用中，我们仍考虑风电主轴轴承进口退税和增值税退税可以冲抵一部分期间费用。09 年的企业所得税考虑以前年度亏损弥补。

表 5 湘电风能公司利润预测

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	2,290.60	62977	256410	461538	646154
营业成本		60630	230769	406154	562154
毛利润		2347	25641	55385	84000
营业税		189	769	1385	1938
三项费用率		6.68%	7.43%	10.00%	10.00%
期间费用		4206	19041	46154	64615
营业利润		-2048	5831	7846	17446
利润总额	-2637	-2048	5831	7846	17446
所得税	0	0	172	1177	2617
净利润	-2637	-2048	5659	6669	14829
少数股东损益	-1292	-1004	2773	3268	7266
母公司净利润	-1345	-1044	2,886	3,401	7,563
股本	23,500	23,500	23,500	23,500	23,500
EPS	-0.057	-0.044	0.123	0.145	0.322

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

4. 传统业务盈利预测

公司传统业务主要为电机（交流电机、直流电机）、水泵及配套产品和城轨车辆。公司传统电机市场为发电厂，直流电机有一部分军品，去年开始公司积极拓展冶金等领域的业务取得进展，公司在为湘电风能风机配套的同时，也给东汽和明阳的双馈风机提供部分发电机，总体来说电机业务收入增长压力比较大。长沙水泵厂改制搬迁工作稳步进行，麓谷基地主体厂房已全部完成，我们预计水泵业务 09 年持平，10 年可以到达接近 8 亿元的收入，由于原材料价格大跌，毛利率将回升。

我们将直流电机业务和交流电机业务合并为电机业务来进行预测，公司 2MW 风电电机

的生产利润在电机业务中,但收入不放入电机业务中,传统电机的毛利率考虑 22.5%,根据表 4,预测电机收入和毛利率如表 6,传统业务预测如表 7、表 8。

表 6 电机业务毛利率预测

单位: 万元

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
电机收入	167,900.64	152,296.80	159,911.64	167,907.22	176,302.58
表观成本	129,635.72	114,957.90	111,111.01	107,051.17	104,326.81
表观毛利润	38,264.92	37,338.90	48,800.63	60,856.05	71,975.77
表观毛利率	22.79%	24.52%	30.52%	36.24%	40.83%
传统电机毛利润		34,467.10	35,980.12	37,779.12	39,668.08
传统电机毛利率		22.63%	22.50%	22.50%	22.50%

数据来源: 安信证券研究中心

表 7 传统业务(含风电电机)预测表

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
交流电机(万元)	135515	121138	127195	133554	140232
增长率	45.40%	-10.61%	5.00%	5.00%	5.00%
成本	107025	96190			
毛利率	21.02%	20.59%			
直流电机(万元)	32386	31159	32717	34353	36071
增长率	2.80%	-3.79%	5.00%	5.00%	5.00%
成本	22610	18768			
毛利率	30.18%	39.77%			
电机业务合计(万元)	167901	152297	159912	167907	176303
增长率	34.64%	-9.29%	5.00%	5.00%	5.00%
成本	129636	114958	111111	107051	104327
毛利率	22.79%	24.52%	30.52%	36.24%	40.83%
水泵及配套产品(万元)	34854	65696	65696	78835	86719
增长率	-31.59%	88.49%	0.00%	20.00%	10.00%
成本	27588	56675	52557	63068	69375
毛利率	20.85%	13.85%	20.00%	20.00%	20.00%
备品备件及其他(万元)	24942	34140	37554	46942	58678
增长率	25.98%	36.88%	10.00%	25.00%	25.00%
成本	18,966	32,037	33,798	42,248	52,810
毛利率	23.96%	6.16%	10.00%	10.00%	10.00%
城轨车辆(万元)	7738	7765	8000	8000	8000
增长率	385.48%	0.35%	3.03%	0.00%	0.00%
成本	7482	7280	7520	7520	7520
毛利率	3.31%	6.25%	6.00%	6.00%	6.00%
其他业务收入(万元)	8486	11279	14662	19061	24779
增长率	66.51%	32.91%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利润	357	1246	1466	1906	2478
毛利率	4.21%	11.05%	10.00%	10.00%	10.00%
传统业务收入(万元)	265538	271176	285824	320745	354478
增长率	18.98%	2.12%	5.40%	12.22%	15.00%
成本	212921	220981	218182	237042	256333
毛利率	19.82%	18.51%	23.67%	26.10%	27.69%

数据来源: 安信证券研究中心

表 8 传统业务(含风电电机)利润预测表

单位: 万元

	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	271176	285824	320745	354478
营业成本	220981	218182	237042	256333
毛利润	50195	67641	83703	98145
营业税	768	857	962	1063
三项费用率	17.36%	17.30%	16.00%	15.50%
期间费用	47068	49447	51319	54944
损益与减值	-2208	-990	-1387	-2104
营业利润	151	16346	30035	40034
营业外收入支	11553	1000	1000	1000
利润总额	11703	17346	31035	41034
所得税率	24.63%	15.16%	15.46%	15.52%
所得税	2882	2629	4797	6369
净利润	8822	14717	26238	34665
少数股东损益	1896	400	657	821
母公司净利润	6925	14317	25581	33844
股本	23,500	23,500	23,500	23,500
EPS	0.295	0.609	1.089	1.440

数据来源：安信证券研究中心

小结：由于风电电机的盈利留在股份公司，尽管传统业务的收入增长不多，但归属于母公司净利润增长非常快。09-11 年 EPS 分别为 0.61 元、1.09 元、1.44 元。

5. 公司评级

公司传统业务加上风能公司风电整机业务，我们预测的 09-11 年 EPS 分别为 0.73 元、1.23 元、1.76 元。上调公司评级至“增持-A”，目标价位 20 元。

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2009-4-2

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	2,655.4	3,341.5	5,422.3	7,822.8	10,006.3	成长性					
减: 营业成本	2,129.2	2,816.1	4,489.5	6,432.0	8,184.9	营业收入增长率	19.0%	25.8%	62.3%	44.3%	27.9%
营业税费	7.7	9.6	16.3	23.5	30.0	营业利润增长率	-15.2%	-123.6%	-1269.0%	70.8%	51.7%
销售费用	176.3	222.8	325.3	469.4	600.4	净利润增长率	-12.4%	-19.3%	192.5%	68.5%	42.9%
管理费用	199.3	225.9	278.2	388.0	445.1	EBITDA 增长率	-3.5%	-42.5%	294.8%	56.2%	42.1%
财务费用	38.8	64.0	81.3	117.3	150.1	EBIT 增长率	-5.3%	-62.1%	572.6%	63.7%	46.1%
资产减值损失	9.3	23.1	9.9	13.9	21.0	NOPLAT 增长率	-5.0%	9.9%	144.3%	55.6%	45.2%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	41.4%	9.1%	20.2%	16.5%	2.3%
投资和汇兑收益	-14.6	1.0	-	-	-	净资产增长率	2.5%	20.5%	10.9%	15.9%	20.7%
营业利润	80.3	-19.0	221.8	378.8	574.8	利润率					
加: 营业外净收支	40.8	115.5	10.0	10.0	10.0	毛利率	19.8%	15.7%	17.2%	17.8%	18.2%
利润总额	121.1	96.6	231.8	388.8	584.8	营业利润率	3.0%	-0.6%	4.1%	4.8%	5.7%
减: 所得税	43.4	28.8	28.0	59.7	89.9	净利率	2.7%	1.8%	3.2%	3.7%	4.1%
净利润	77.6	67.7	203.8	329.1	494.9	EBITDA/营业收入	6.1%	2.8%	6.7%	7.3%	8.1%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	4.5%	1.3%	5.6%	6.3%	7.2%
货币资金	468.9	837.2	1,475.3	2,326.6	3,544.3	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	63	73	66	52	44
应收帐款	889.1	1,181.1	1,907.3	2,806.6	3,615.8	流动营业资本周转天数	58	57	45	44	39
应收票据	11.7	59.9	96.6	139.3	178.2	流动资产周转天数	291	312	314	345	387
预付帐款	63.0	295.1	667.7	1,201.6	1,880.9	应收帐款周转天数	100	106	97	100	105
存货	848.4	1,141.2	1,789.7	2,564.0	3,262.7	存货周转天数	104	111	101	103	108
其他流动资产	1.4	1.2	1.2	1.2	1.2	总资产周转天数	449	466	418	422	451
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	210	204	145	118	101
持有至到期投资	0.1	0.1	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	225.0	92.4	100.0	100.0	100.0	ROE	6.6%	4.8%	12.9%	18.0%	22.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	2.2%	1.3%	2.7%	3.1%	3.5%
固定资产	464.6	898.2	1,087.3	1,183.0	1,259.1	ROIC	8.0%	6.2%	13.9%	18.0%	22.5%
在建工程	387.3	333.5	216.7	190.0	174.0	费用率					
无形资产	214.9	135.4	173.0	208.1	240.9	销售费用率	6.6%	6.7%	6.0%	6.0%	6.0%
其他非流动资产	36.2	56.4	55.1	55.5	55.8	管理费用率	7.5%	6.8%	5.1%	5.0%	4.4%
资产总额	3,610.5	5,031.8	7,569.9	10,775.9	14,313.0	财务费用率	1.5%	1.9%	1.5%	1.5%	1.5%
短期债务	799.0	1,048.5	1,807.4	2,607.6	3,335.4	三费/营业收入	15.6%	15.3%	12.6%	12.5%	11.9%
应付帐款	739.7	949.3	1,476.0	2,114.6	2,690.9	偿债能力					
应付票据	418.9	603.4	959.4	1,374.5	1,749.1	资产负债率	67.3%	71.7%	79.1%	83.0%	84.6%
其他流动负债	354.3	928.2	1,656.6	2,782.0	4,239.3	负债权益比	205.6%	253.4%	379.2%	488.7%	547.7%
长期借款	70.0	20.0	20.0	20.0	20.0	流动比率	0.99	1.00	1.01	1.02	1.04
其他非流动负债	47.3	58.4	70.7	46.7	68.6	速动比率	0.61	0.66	0.69	0.72	0.76
负债总额	2,429.2	3,607.8	5,990.2	8,945.5	12,103.3	利息保障倍数	3.07	0.70	3.73	4.23	4.83
少数股东权益	54.4	232.2	258.8	292.2	360.9	分红指标					
股本	235.0	235.0	235.0	235.0	235.0	DPS(元)	-	-	0.15	0.25	0.35
留存收益	891.9	956.8	1,085.9	1,303.2	1,613.8	分红比率	0.0%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	1,181.3	1,424.0	1,579.7	1,830.4	2,209.7	股息收益率	0.0%	0.0%	0.9%	1.5%	2.1%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	77.6	67.7	203.8	329.1	494.9	EPS(元)	0.31	0.25	0.73	1.23	1.76
加: 折旧和摊销	47.8	59.6	62.6	75.1	86.8	BVPS(元)	5.03	6.06	6.72	7.79	9.40
资产减值准备	9.3	23.1	9.9	13.9	21.0	PE(X)	53.9	66.8	22.8	13.5	9.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.3	2.8	2.5	2.1	1.8
财务费用	29.2	36.7	60.3	81.3	117.3	P/FCF	-	28.4	8.0	5.6	3.6
投资收益	14.6	-1.0	-	-	-	P/S	1.5	1.2	0.7	0.5	0.4
少数股东损益	4.7	8.9	31.7	39.3	80.9	EV/EBITDA	28.6	50.9	13.6	9.0	6.0
营运资金的变动	-359.0	-4.6	-117.4	-107.6	183.8	CAGR(%)	61.8%	94.0%	115.9%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	-186.1	84.5	272.0	467.0	1,017.5	PEG	0.9	0.7	0.2	-0.1	-0.1
投资活动产生现金流量	-199.2	-7.8	-188.5	-181.0	-181.0	ROIC/WACC	1.0	0.8	1.7	2.2	2.8
融资活动产生现金流量	191.3	93.1	599.9	624.9	494.9	REP	2.6	3.1	1.2	0.8	0.6

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

黄守宏，电力设备行业分析师，华中理工大学工学学士，北京大学工商管理硕士。高级工程师，16年电力行业工作经验。2007.7加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义、责任的和法律依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数15%以上；
- 增持 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%至15%；
- 中性 — 未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%至15%；
- 卖出 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动；
- B — 较高风险，未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动；

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn		
梁涛	上海联系人	李国瑞	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68763872	ligr@essence.com.cn
张勤	上海联系人	南方	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	021-68765206	nanfang@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	马正南	北京联系人
010-66581676	zhourong@essence.com.cn	010-66581668	mazn@essence.com.cn
李昕	北京联系人	潘琳	深圳联系人
010-66581689	lixin@essence.com.cn	0755-82558268	panlin@essence.com.cn
张茜萍	深圳联系人	王昊文	深圳联系人
0755-82558089	zhangqp@essence.com.cn	0755-82558069	wanghw@essence.com.cn
王远洋	深圳联系人		
0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道2008号中国凤凰大厦1栋7层
 邮编：518026

上海

上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层
 邮编：200122

北京