

输变电设备

熊琳

0755-82026734

xionglin@cjis.cn

天威保变

600550

推荐

在业绩支撑的基础上再看新能源的催化因素

事件：我们于近日调研了天威保变并参观公司工厂。

投资要点：

- **传统变压器：收入依然增长明确。**公司目前的产能可以达到 1 亿 kVA。产品结构方面，公司变压器 500kV 及以上占比 50% 以上，仍有提升空间。公司大约 60% 的变压器属于电站变压器，核电变压器方面优势明显。而受益于电网的投资，未来公司可能在输变电变压器领域的增长会比较明显。产品结构的优化有利于公司收入的增长及毛利率的提升。08 年原材料价格下滑带来行业毛利率明显上升，公司认为由于原材料价格变化引起的毛利率提升，在 09 年应该略有回归。
- **硅材料业务及天威英利：硅材料价格下滑、金融危机导致的需求减少虽开始缓解但仍处于低谷，09 年两项业务对公司的业绩贡献大幅下降。**前几年光伏的大规模投资收益贡献（占利润 60% 以上）在 09 年基本不会出现。新建乐山、新津两个项目按计划将于 11 月试生产，预计 2010 年开始逐步业绩贡献。价格方面，行业市场数据显示多晶硅的价格已经跌至 80 美元以下。由于短期供需市场的博弈关系，多晶硅可能会在 60 美元以上企稳。我们跟英利有单独沟通，公司对于 09 年全年发货量调至 450-500MW，全年毛利率认为可以达到 25%，09 年业绩压力仍较大。
- **天威薄膜：未来公司光伏产业的又一看点。**进展顺利，预计 6 月份可进行试产。从目前的项目进展来看，09 年薄膜预计产出 8MW，我们判断对于公司业绩没有贡献。不过我们看好公司薄膜业务的发展，强大的技术研发团队和兵装雄厚的资金支持构成了公司薄膜业务成功的关键条件。成本方面，我们判断完全规模化以后，公司薄膜的成本可以在 1.2 美元/Wp 的水平。
- **天威风电：股东支持力度较大。**预计风电二期将在 09 年下半年投产，达产后产能为 500 台，09 年的产出可能达到 150 台。我们认为，国内厂商在兆瓦级机组的起步都不算太早，目前产品依然存在着很多问题。天威在兆瓦级机组的技术引进及研发方面起步并不晚，而股东一直给予公司在资金、项目上极大的支持。我国风电行业厂商还会经历一段激烈的整合过程，天威依然存在跻身行业前列的可能。
- **投资建议：**我们看好新能源行业，高速成长期明确；我们认为在新能源行业内业绩相对明确的上市公司为天威保变，虽然 09 年业绩贡献相对较小，但长期的明确性是存在的。从估值角度而言，我们倾向于在业绩支撑下寻找安全边际，在存在安全边际的条件下寻找主题投资的催化剂。目前公司的估值水平依然处于可接受范围。我们认为在新能源产业规划的催化剂因素下，公司股价依然有提升空间。按公司输变电业务及光伏业务分别估值，目标价 40 元，维持“推荐”评级。

6-12 个月目标价： 40.00 元

当前股价： 34.43 元

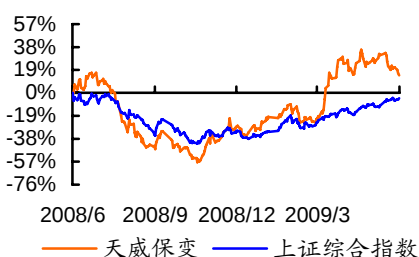
评级调整： 维持

基本资料

上证综合指数	2810.12
总股本(百万)	1168
流通股本(百万)	572
流通市值(亿)	197
EPS (TTM)	0.76
每股净资产(元)	3.77
资产负债率	63.8%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
天威保变	-8.19	47.27	61.05
上证综合指数	6.23	26.68	42.15



相关报告

主要财务指标

单位：百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	4369	6401	10094	14310
同比(%)	38%	47%	58%	42%
归属母公司净利润(百万元)	961	1010	1475	2052
同比(%)	110%	5%	43%	39%
毛利率(%)	22.5%	24.3%	25.2%	26.2%
ROE(%)	24.9%	21.8%	23.8%	24.8%
每股收益(元)	0.81	0.85	1.21	1.68
P/E	42.64	40.59	28.42	20.44
P/B	10.62	8.85	6.75	5.07
EV/EBITDA	31	25	18	12

资料来源：中投证券研究所

我们对于天威保变的观点:

➤ 长期看好新能源行业的发展,投资应该在关注业绩的基础上寻找最明确的政策受益者

我们认为,新能源行业的长期发展趋势明确。从全球低碳经济的倡导、国内不断推出的新能源扶持政策,新能源产业的加速发展从方向上已经相当明确。而作为新兴产业,成长期的高速增长值得期待。

其中,光伏市场的增长有赖于需求的提升。在 08 年金融危机的影响下,全球光伏市场需求萎缩,行业观点是 09 年依然是光伏行业的低谷,处于一个逐步复苏的过程。而在这个过程中,我们从主要光伏厂商的公告已经可以看出,09 年相对压力较大,不过二季度的总体需求已经较一季度有回升之势,复苏迹象明显。

风电行业,虽然近几年国内风电项目的进展如火如荼,我们依然不担心未来行业的增长。从媒体报道的国家相关部门不断提出的 7 个百万千瓦级风电基地的建设设计,我们可以看到行业增长依然有很大的空间。

短期来看,由于政策的推动细则依然没有明确,国内光伏市场需求提升有限,而海外市场的增长依然处于恢复期,因此 09 年对于光伏厂商而言,依然是压力较大的一年。但是我们相信,长期来看,行业需求必将提升,行业增长趋势明确。

对于资本市场,新能源主题投资在前期已经有所表现,行业对于新能源的热情也在股价上作了明显的体现。那么是否还有投资机会则是我们现阶段面对的问题?我们认为,即将出台的新能源产业振兴规划将会给行业带来新的热点,而随之配套的一系列的政策细则的颁布也会给新能源行业带来越来越明确的确定性。

对于新能源行业,高增长与高风险并存。毕竟大部分公司的业绩尚不明确,而市场更多的押宝于其产出的可能性。因此,我们认为对于新能源行业的投资,也应该在关注业绩的基础上寻找最明确的政策受益者。

➤ 股东的大力支持是公司新能源产业成功的保证。

目前新能源行业的投资,我们更倾向于选择天威保变。公司完全具备新能源产业成功的条件。兵装集团对于集团新能源产业全力支持,我们从集团在新能源产业上的布局可以看出,在资金上、产业规划上都有做大新能源产业的决心。

光伏方面:集团全力拓展晶硅光伏电池和薄膜光伏电池两大领域,在目前行业对于光伏产业的技术路线尚不明确的现状下,集团全方位拓展的路线可以将风险降低在最小层面。而公司在每个领域都投入了大量的资金,引进最好的设备及最优秀的人员,从这个角度而言,公司绝对具备成功的条件。

风电方面:可以说公司在风电领域进入较晚,但研发的起步并不晚。我们看好的依然是股东对于公司的支持,给予其营造足够的条件来发展风电产业。

我们认为，风电设备的制造厂商的竞争优势公司都已经具备，包括研发实力、制造能力、股东项目的支持，而从风电整机行业的竞争我们可以看出，行业依然给了新进入者机会，湘电股份的成长就是一明证，08 年大家还在质疑其量产的可能性，09 年公司就在特许权招标中证明了自己的实力。因此我们认为，天威风电也会成长的相当快，也许我们今天看到的只是天威风电的起步，但是我们相信很快可能就会在特许权招标中看到天威的身影。

09 年对于公司的新能源业务而言，硅材料及晶硅电池组件依然是压力较大，薄膜光伏电池和风电仍处于产业初期，基本不会给公司贡献业绩。但是我们认为，短期的业绩压力不应该影响公司长期的价值，新能源行业是应该长期看好的，而公司在新能源领域绝对是最有可能成功的厂商。

➤ 投资思路跳出新能源的光环，变压器产业的发展增长明确

近两年在新能源的光环笼罩下，市场对于公司的变压器业务关注度一般。实际上公司在变压器领域的增长是相当明确的。我们可以看出，公司变压器产能的扩张、中标市场份额的提升、毛利率的显著提升，都显示出公司作为国内三大变压器龙头的地位。我们认为，在现有的基础上公司变压器业务依然有很大的提升空间，特高压线路的投资是公司高端变压业务增长的保障。

➤ 投资建议：

09 年公司的增长主要来自于变压器业务，前几年光伏的大规模投资收益贡献（占利润 60%以上）在 09 年基本不会出现。我们认为公司新能源业务会随着经济形势的复苏而逐步好转，未来几年依然会给公司带来巨大的收益贡献。

投资建议方面，首先我们看好新能源行业，认为行业处于高速成长期；其次我们认为在新能源行业内业绩相对明确的上市公司为天威保变，虽然 09 年业绩贡献相对较小，但长期的明确性是存在的。从估值角度而言，我们倾向于在业绩支撑下寻找安全边际，在存在安全边际的条件下寻找主题投资的催化剂。目前公司的估值水平为 09 年 40 倍，相对于大盘平均估值 25 倍 PE，电力设备行业 30 倍 PE 水平，依然处于可接受范围。我们认为在新能源产业规划的催化剂因素下，公司股价依然有提升空间。按公司输变电业务及光伏业务分别估值，目标价 40 元，维持“推荐”评级。

表 1：天威保变 EPS 构成

EPS 贡献（元）	2009E	2010E	2011E
变压器	0.49	0.78	1.02
新光硅业	0.05	0.03	0.04
天威硅业及乐电天威		0.05	0.20
天威英利	0.27	0.23	0.14
天威薄膜	0.00	0.05	0.13
天威风电	0.03	0.07	0.16
合计	0.85	1.21	1.68

数据来源：中投证券研究所

公司近况及盈利预测

我们对于公司业务的分析是基于业绩预测的基础来做，分产品考虑业务增长情况。

➤ 变压器

产能: 08 年全年实现生产产量达 8200 万 kVA, 实现变压器营业收入 37.46 亿元。公司目前的产能可以达到 1 亿 kVA, 其中保定本部达到 5000 万 kVA, 秦皇岛、合肥各 2500 万 kVA。在产能基础上, 公司今年变压器可以达到 20% 以上的容量增长。

产品结构: 从电压等级来看, 目前公司变压器 500kV 及以上占比 50% 以上, 仍有提升空间。另外 2009-2010 年待交货的特高压变压器订单较多, 特高压线路的投资将给公司产品带来新的需求。从变压器类型看, 公司大约 60% 的变压器属于电站变压器, 核电变压器方面优势明显。而受益于电网的投资, 未来公司可能在输变电变压器领域的增长会比较明显。产品结构的优化有利于公司收入的增长及毛利率的提升。

原材料及毛利率: 公司主要采用高牌号硅钢片, 大部分日本等国外进口, 价格较稳定; 线圈材料不是直接用铜, 而是用电磁线, 价格与铜价敏感度不是很高, 且波动滞后于铜价波动, 幅度很小。08 年原材料价格下滑带来行业毛利率明显上升, 公司认为由于原材料价格变化引起的毛利率提升, 在 09 年应该略有回归。

➤ 多晶硅

多晶硅价格快速下滑给行业带来的担忧加大。08 年新光硅业给天威保变的利润贡献接近 30%, 而 09 年的业绩贡献将明显减少。

项目进度方面, 新建乐山、新津两个项目按计划将于 11 月试生产, 我们按照新光硅业的投产进度判断, 两个项目 2010 年开始逐步业绩贡献。

产品成本方面, 我们认为从项目设计及设备采购来看, 新建的两个项目的设计成本应该低于新光硅业的成本。而几个项目的电价我们认为有望降低。

需求方面, 按照行业预测, 09 年新上的多晶硅项目较多, 供大于求的局面明显。我们认为, 从目前国内多晶硅的项目建设情况来看, 已产出的厂商的达产情况一般, 即实际项目产能并不能实现。近一年来多晶硅价格的大幅下跌并不是因为多晶硅新上项目带来的供大于求, 而是因为金融危机带来的组件需求减少而导致的多晶硅需求减少。我们认为, 随着下游组件市场的回暖, 多晶硅的需求仍会提升。

价格方面, 行业市场数据显示多晶硅的价格已经跌至 80 美元以下。对于未来多晶硅价格的走势, 我们认为仍有下跌空间, 但如果大批多晶硅厂商的成本不能达到售价水平的话, 生产可能会停止。因此由于短期供需市场的博弈关系, 多晶硅可能会在 60 美元以上企稳。

我们对新光硅业进行盈利预测, 目前新光硅业的多晶硅订单全部是以现货

价销售，多晶硅价格的变化对于新光硅业的销售收入变化影响较大。

表 2: 新光硅业盈利预测

新光硅业	2008A	2009E	2010E	2011E
设计产能（吨）	1,260	1,260	1,260	1,260
达产率%	55%	85%	100%	100%
实际产量（吨）	693	1,071	1,260	1,260
多晶硅价格（美元/公斤）		90.00	60.00	60.00
多晶硅价格（人民币元/公斤）		630.00	420.00	420.00
销售收入（百万）	1,601.15	674.73	529.20	529.20
每公斤电耗（度）	280	250	200	180
电价（元/度）	0.55	0.35	0.20	0.20
每公斤电力成本（元/公斤）	154.00	87.50	40.00	36.00
每公斤三氯氢硅耗量（公斤）	14.00	13.00	12.00	11.00
三氯氢硅价格（元/公斤）	10.00	9.00	8.00	8.00
每公斤三氯氢硅成本（元/公斤）	140.00	117.00	96.00	88.00
折旧（万元）	10,000	10,000	10,000	10,000
每公斤折旧（元/公斤）	144.30	93.37	79.37	79.37
每公斤其它成本（元/公斤）	50.00	40.00	35.00	30.00
每公斤总成本（元/公斤）	488.30	337.87	250.37	233.37
每公斤总成本（美元/公斤）	69.76	48.27	35.77	33.34
销售成本（百万）	338.39	361.86	315.46	294.04
	78.87%	46.37%	40.39%	44.44%
销售利润（百万）	1,262.76	312.87	213.74	235.16
财务费用（百万）	70.00	50.00	50.00	50.00
销售费用及管理费用（百万）	238.58	60.05	47.10	47.10
利润总额（百万）	954.18	202.82	116.64	138.06
所得税率%	15.44%	15.00%	15.00%	15.00%
净利润（百万）	806.89	172.39	99.14	117.35
天威持股比例%	35.66%	35.66%	35.66%	35.66%
贡献投资收益（百万）	287.74	61.48	35.35	41.85
贡献 EPS（元）	0.25	0.05	0.03	0.04

数据来源：中投证券研究所

表 3: 新津与乐山多晶硅项目盈利预测

	天威硅业（新津项目）			乐电天威（乐山项目）		
	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
设计产能（吨）	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000
达产率%	5%	50%	80%	5%	50%	80%
实际产量（吨）	150	1,500	2,400	150	1,500	2,400
多晶硅价格（美元/公斤）	90.00	60.00	60.00	90.00	60.00	60.00
多晶硅价格（人民币元/公斤）	630.00	420.00	420.00	630.00	420.00	420.00
销售收入（百万）	94.50	630.00	1,008.00	94.50	630.00	1,008.00

每公斤电耗（度）	250	200	200	250	200	200
电价（元/度）	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20
每公斤电力成本（元/公斤）	50.00	40.00	40.00	50.00	40.00	40.00
每公斤三氯氢硅耗量（公斤）	13.00	12.00	11.00	13.00	12.00	11.00
三氯氢硅价格（元/公斤）	9.00	8.00	8.00	9.00	8.00	8.00
每公斤三氯氢硅成本（元/公斤）	117.00	96.00	88.00	117.00	96.00	88.00
折旧（万元）	21,400	21,400	21,400	17,408	17,408	17,408
每公斤折旧（元/公斤）	1,426.67	142.67	89.17	1,160.53	116.05	72.53
每公斤其它成本（元/公斤）	40.00	35.00	30.00	50.00	50.00	50.00
每公斤总成本（元/公斤）	1,633.67	313.67	247.17	1,377.53	302.05	250.53
每公斤总成本（美元/公斤）	233.38	44.81	35.31	196.79	43.15	35.79
销售成本（百万）	245.05	470.50	593.20	206.63	453.08	601.28
销售利润（百万）	-150.55	159.50	414.80	-112.13	176.92	406.72
财务费用（百万）	70.00	50.00	50.00	70.00	50.00	50.00
销售费用及管理费用（百万）	8.41	56.07	89.72	8.41	56.07	89.72
利润总额（百万）	-228.96	53.43	275.08	-190.54	70.85	267.00
所得税率%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
净利润（百万）	-228.96	45.41	233.82	-161.96	60.22	226.95

数据来源：中投证券研究所

➤ 天威英利

我们跟英利有单独沟通，公司对于 09 年全年发货量调至 450-500MW，全年毛利率认为可以达到 25%。

表 4：天威英利预测

收入预测	2008A	2009E	2010E	2011E
电池组件出货量（兆瓦）	280	500	500	500
单价（美元/瓦）		2.02	1.52	1.36
销售收入（百万）	7,599.28	7,070.00	5,302.50	4,772.25
销售成本（百万）	5,765.38	5,338.97	3,843.00	3,718.75
销售及管理费用（百万）	476.31	301.74	226.30	203.67
财务费用（百万）	202.74	200.00	200.00	200.00
营业利润	1,154.85	1,229.29	1,033.20	649.83
营业外收支及所得税	-1.62	-1.72	-1.45	-0.91
净利润（百万）	1,156.47	1,231.02	1,034.65	650.74
天威持股比例	25.99%	25.99%	25.99%	25.99%
贡献投资收益（百万元）	301.25	319.94	268.90	169.13
贡献 EPS（元）	0.26	0.27	0.23	0.14

数据来源：中投证券研究所

➤ 天威薄膜

薄膜公司进展顺利，预计 6 月份可进行试产。从目前的项目进展来看，09

年公司薄膜预计产出 8MW，我们判断对于公司业绩没有贡献。不过我们看好公司薄膜业务的发展，强大的技术研发团队和兵装雄厚的资金支持构成了公司薄膜业务成功的关键条件。

成本方面，我们参考国际上已有产出的薄膜厂商的成本构成，成本构成比例基本为原材料成本占 50%左右，折旧占 20%多。材料成本中，60%左右是气体，包括硅烷、三氟化氮等，其中硅烷占气体成本的 20%，三氟化氮占气体成本的 20-30%。我们判断完全规模化以后，公司薄膜的成本可以在 1.2 美元/Wp 的水平。此外公司购买的欧瑞康设备是交钥匙项目，最初的原材料是超白玻璃而非 TCO 玻璃，玻璃可以国内采购。

➤ 天威风电

预计风电二期将在 09 年下半年投产，达产后产能为 500 台（一期 200 台，二期计划 300 台），09 年的产出可能达到 150 台。兵装集团对于公司的风电事业给予极大的支持，公司前期已公告获得内蒙古卓资风电场 33 台 1.5MW 风力发电机组的合同，我们预计后续还会有持续订单。

市场对于天威的风电存在一定的担心，认为目前风电整机厂商竞争激烈，相对而言天威在风电领域的进入时间比较晚，未来如何在激烈的市场中谋得一席之地存在风险。我们认为，目前虽然国内整机厂商很多，但国内厂商在兆瓦级机组的起步都不算太早，目前产品依然存在着很多问题。天威在兆瓦级机组的技术引进及研发方面起步并不晚，而股东一直给予公司在资金、项目上极大的支持。我国风电行业厂商还会经历一段较为激烈的整合过程，那么天威依然存在跻身行业前列的可能。

➤ 集团双流光伏项目

集团在四川双流设立的天威新能源控股有限公司于 08 年 8 月份投产，产能设计为组件 500MW。我们认为双流的新能源公司完全可以吸收公司多晶硅的产能，这样即使多晶硅价格如何波动，产业链一体化的优势也能使公司面临的风险最小化。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	7932	9858	15332	21567	营业收入	4369	6401	10094	14310
现金	3032	2847	4362	6184	营业成本	3387	4848	7554	10559
应收账款	1073	1611	2521	3583	营业税金及附加	14	21	33	47
其它应收款	76	348	423	659	营业费用	86	162	276	397
预付账款	1848	2397	3864	5341	管理费用	223	299	493	704
存货	1867	2590	4079	5682	财务费用	235	402	507	681
其他	36	65	84	119	资产减值损失	26	0	0	0
非流动资产	4252	4826	5890	6769	公允价值变动收益	-3	0	0	0
长期投资	2470	2146	2254	2218	投资净收益	598	381	334	322
固定资产	953	2058	3052	3938	营业利润	993	1051	1564	2245
无形资产	305	381	470	555	营业外收入	123	24	24	24
其他	524	240	114	57	营业外支出	95	3	3	3
资产总计	12184	14684	21222	28335	利润总额	1021	1072	1586	2266
流动负债	4807	6342	11205	16266	所得税	60	63	111	214
短期借款	2660	3069	6338	9354	净利润	961	1010	1475	2052
应付账款	287	513	746	1067	少数股东损益	18	19	60	85
其他	1861	2760	4121	5845	归属母公司净利润	943	991	1415	1967
非流动负债	2971	3160	3360	3360	EBITDA	1325	1606	2337	3302
长期借款	2960	3160	3360	3360	EPS (元)	0.81	0.85	1.21	1.68
其他	11	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	7778	9502	14565	19626	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	621	640	699	785	成长能力				
股本	1168	1168	1168	1168	营业收入	38.4%	46.5%	57.7%	41.8%
资本公积	1126	1126	1126	1126	营业利润	102.9	5.8%	48.9%	43.5%
留存收益	1491	2248	3663	5630	归属于母公司净利润	109.7	5.0%	42.8%	39.0%
归属母公司股东权益	3785	4543	5957	7925	获利能力				
负债和股东权益	12184	14684	21222	28335	毛利率	22.5%	24.3%	25.2%	26.2%
现金流量表					净利率	21.6%	15.5%	14.0%	13.7%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROE	24.9%	21.8%	23.8%	24.8%
经营活动现金流	275	175	-434	418	ROIC	27.5%	22.7%	21.3%	22.5%
净利润	961	1010	1475	2052	偿债能力				
折旧摊销	97	153	265	376	资产负债率	63.8%	64.7%	68.6%	69.3%
财务费用	235	402	507	681	净负债比率				
投资损失	-598	-381	-334	-322	流动比率	1.65	1.55	1.37	1.33
营运资金变动	-450	-1066	-2450	-2475	速动比率	1.26	1.15	1.00	0.98
其它	30	57	103	106	营运能力				
投资活动现金流	275	-345	-1009	-933	总资产周转率	0.44	0.48	0.56	0.58
资本支出	1720	1022	1133	1194	应收账款周转率	4	4	4	4
长期投资	-443	-364	108	-36	应付账款周转率	10.26	12.13	12.01	11.65
其他	1552	312	232	225	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	3148	-3084	1025	325	每股收益(最新摊薄)	0.81	0.85	1.21	1.68
短期借款	871	410	3269	3016	每股经营现金流(最新摊薄)	0.24	0.15	-0.37	0.36
长期借款	2610	200	200	0	每股净资产(最新摊薄)	3.24	3.89	5.10	6.78
普通股增加	438	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	-80	0	0	0	P/E	42.64	40.59	28.42	20.44
其他	-691	-3694	-2444	-2691	P/B	10.62	8.85	6.75	5.07
现金净增加额	1668	-3254	-418	-190	EV/EBITDA	31	25	18	12

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

熊琳, 中投证券研究所电力设备行业分析师, 上海财经大学财务管理硕士。

主要研究覆盖公司: 荣信股份、思源电气、国电南瑞、平高电气、许继电气、置信电气、国电南自、东方电气、特变电工、金风科技等。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434