



金元证券股份有限公司
GOLDSTATE SECURITIES CO., LTD.

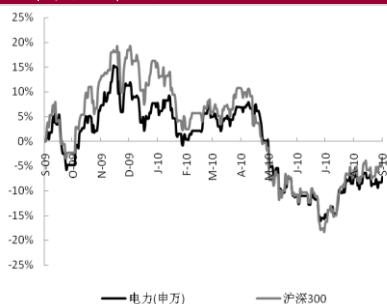
公用事业 - 电力生产与供应
Utilities - Electric Utilities

2010 年 09 月 07 日

发行概况

发行股数 5,400 万股
发行后总股本 21,400 万股
发行日期 2010 年 9 月 8 日
发行价 25.80 元
主承销商 太平洋证券股份有限公司
大股东 浙江富春江通信集团有限公司
公司网址 www.zhefuet.com

一年期收益率比较



陈光明 黎国栋(协助)
+86 755 83025696
ligd@jyzq.cn

执业证书编号:
陈光明: S1170200010013

富春环保 (002479) 投资价值报告

——污泥焚烧环保利用的先行者

盈利预测	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入(百万元)	743.90	703.30	844.22	934.33	1052.62
增长率(%)	-	-5.46	20.04	10.67	12.66
归属母公司股东净利润(百万元)	3.36	2.55	4.22	4.67	5.26
增长率(%)	-	-24.00	65.48	10.67	12.66
每股收益-摊薄(元)	0.32	0.43	0.57	0.63	0.94

投资要点:

- 公司是杭州地区最大的环保公用型垃圾发电及热电联产企业，目前主要通过垃圾焚烧发电和燃煤发电实现热电联产，负责向富阳市富春江江南造纸工业区内企业的集中供热，总装机容量 88 兆瓦，供热能力平均达到 415 蒸吨/小时，设计日处理垃圾 800 吨。
- 煤炭为主燃料决定了公司经营业绩受煤价变动影响较大，毛利率水平提升空间可能有限。公司热电联产主要是以煤炭作为燃料，煤炭消耗成本约占运营成本的 80~85%，也导致公司毛利率仅有 16% 左右。公司垃圾处理费标准较低，对业绩影响不大。地方供热价格政策允许根据煤价双向调整价格，缓解了经营压力，但也基本锁定了公司的毛利率水平，提升空间有限。
- 地处全国最大的白板纸基地使公司具备独特的区位优势。富阳市白板纸产量占全国总产量的 50% 以上，蒸汽是造纸企业生产中必不可少的，到 2015 年供热需求将增加 1200t/h，目前公司供热能力只有 415t/h。热电联产有区域自然垄断性的特点，一个热力区域只规划一个主要热源点，公司集中供热业务未来发展潜力大。
- 募投项目污泥焚烧业务将成公司未来主要增长点。污泥焚烧项目实质仍是热电联产项目，以供热为主，处理污泥为辅。富阳市每天垃圾产量 900 吨，污泥产量 6420 吨，800 吨的垃圾发电厂已满足要求，募投项目只能处理污泥 2035 吨，后续仍有较大的成长空间。预计募投项目最快于 2011 年上半年投产一条生产线，2012 年上半年全面投产。
- 投资建议: 预计公司 2010-2012 年 EPS 为 0.57 元、0.63 元、0.94 元，按发行价 25.80 元计算，2010 年动态市盈率为 45 倍，与目前电力行业平均动态市盈率 24 倍相比明显偏高。考虑到近期中小板及新股市场定价较高，我们建议谨慎申购。
- 风险: 煤价波动风险、造纸行业景气风险、环保风险

杭州地区最大的环保公用型垃圾发电及热电联产企业

1、公司概况

公司位于浙江省富阳市，是一家专业从事垃圾焚烧发电和燃煤发电厂运营的公司。公司主营业务是发电和供热，目前主要通过垃圾焚烧发电和燃煤发电实现热电联产，负责向富阳市富春江江南造纸工业区内企业的集中供热。公司的主要产品是供热蒸汽和电力。

公司热电联产项目于 2006 年建成投产，目前总装机容量 88 兆瓦，供热能力平均达到 415t/h（蒸吨/小时），设计日处理垃圾 800 吨，是杭州地区最大的环保公用型垃圾发电及热电联产企业。其中 2#发电机组为垃圾焚烧资源综合利用机组，由 2 台 75 t/h（蒸吨/小时）循环流化床垃圾焚烧炉和 1 台 24.5 兆瓦抽凝式发电机组配置而成，其余 5 炉 4 机为热电联产机组。

图表 1 公司垃圾焚烧和热电联产项目主要产能情况

序号	主要设备	供热能力 (蒸吨/小时)	发电能力 (兆瓦)	垃圾处理能力 (日/吨)	备注
1	燃煤循环流化床锅炉	5 × 130			
2	循环流化床垃圾焚烧炉	2 × 75		2 × 400	
3	抽凝发电机组		2 × 24.5		2#机为资源综合利用机组
4	背压发电机组		2 × 12		热电联产机组
5	背压发电机组		1 × 15		热电联产备用机组
合计		415	88	800	

资料来源：公司招股说明书 金元证券研究所

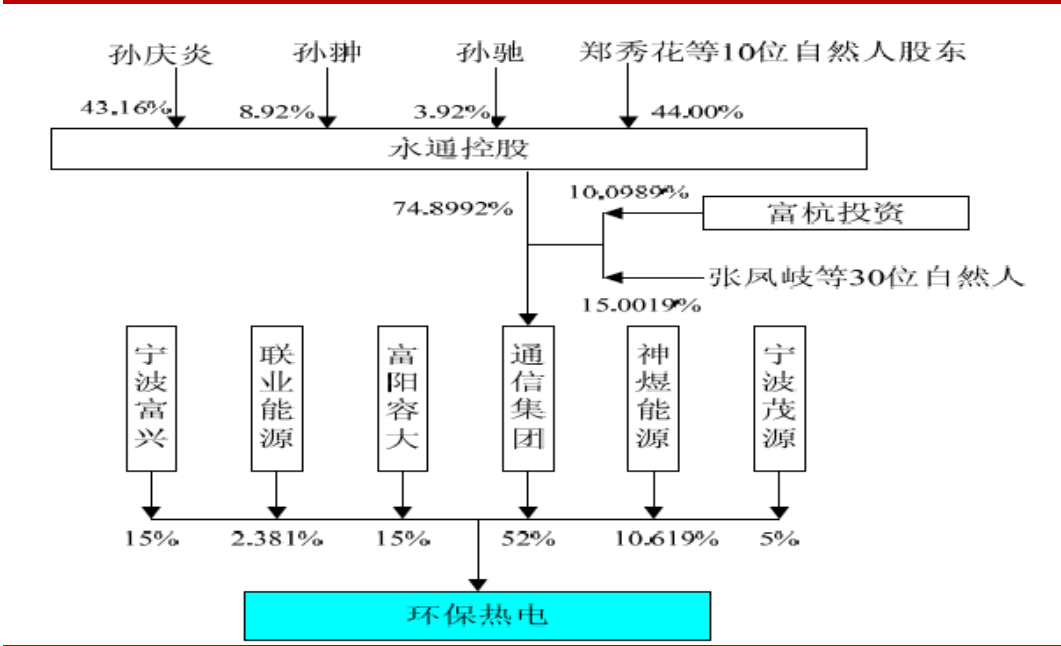
公司电力产品与杭州市电力局签订并网协议全部并入华东电网供应终端电力用户，蒸汽产品则用于园区内造纸企业生产过程中的加热、烘干使用，供热范围为富阳市富春江江南造纸工业区灵桥工业区、春江工业区和太源工业园区，目前客户中有 152 家造纸企业，33 家其他类型企业。2009 年供热总量达 322 万吨，上网发电量 5.91 亿千瓦时，居杭州市公用热电企业供热量第一位。

2、股权结构

公司系浙江富春江通信集团有限公司（下称“通信集团”）等六家法人单位作为发起人，由浙江富春江环保热电有限公司整体变更设立的股份有限公司。其中，通信集团持有公司 8,320 万股，占发行前总股本的 52%，为公司控股股东。

永通控股持有通信集团 74.90%的股份，孙庆炎、孙翀、孙驰分别持有永通控股 43.16%、8.92%和 3.92%的股份，孙庆炎与孙翀、孙驰为父子关系，孙庆炎父子三人合计拥有永通控股 55.9967 %的股权。孙庆炎通过控股永通控股从而间接控制公司，能够实际控制公司行为，是公司的实际控制人。孙庆炎先生自 2003 年以来一直担任公司董事长，为公司法定代表人。

图表 2 IPO 前股权结构图



资料来源：公司招股说明书 金元证券研究所

图表 3 IPO 前后持股比例变化

股东名称	本次发行前股本结构		本次发行后股本结构	
	数量（万股）	比例	数量（万股）	比例
一、有限售条件流通股	16,000.00	100.00%	16,000.00	74.77%
1、通信集团	8,320.00	52.00%	8,320.00	38.88%
2、宁波富兴	2,400.00	15.00%	1,933.98	9.04%
3、容大控股	2,400.00	15.00%	2,400.00	11.22%
4、神煜能源	1,699.00	10.62%	1,699.00	7.94%
5、宁波茂源	800.00	5.00%	800.00	3.74%
6、联业能源	381.00	2.38%	307.02	1.43%
7、全国社保基金理事会	-	-	540.00	2.52%
二、本次发行流通股	-	-	5,400.00	25.23%
合 计	16,000.00	100.00%	21,400.00	100.00%

资料来源：公司招股说明书 金元证券研究所

3、煤炭为主燃料决定了公司经营业绩受煤价变动影响较大，毛利率水平提升空间可能有限。

公司从事热电联产业务，主要产品是电和蒸汽。热电企业“以热定电”的生产模式决定了公司的产品结构是以供热为主，发电为辅。在产能确定情况下，优先满足蒸汽需求，再按照效益最大化原则进行电力产品生产。

图表 4 公司历年供热情况 单位：蒸吨、元/蒸吨、万元

项 目	2010 年1-6 月		2009 年度		2008 年度		2007 年度
	数量	同比增长率	数量	同比增长率	数量	同比增长率	数量
销量	1,895,305	29.51%	3,226,041	-6.16%	3,437,894	14.33%	3,006,905
价格	156.07	20.13%	129.94	-13.01%	149.38	49.29%	100.06
收入	29,580.78	55.58%	41,919.80	-18.37%	51,355.03	70.69%	30,087.39

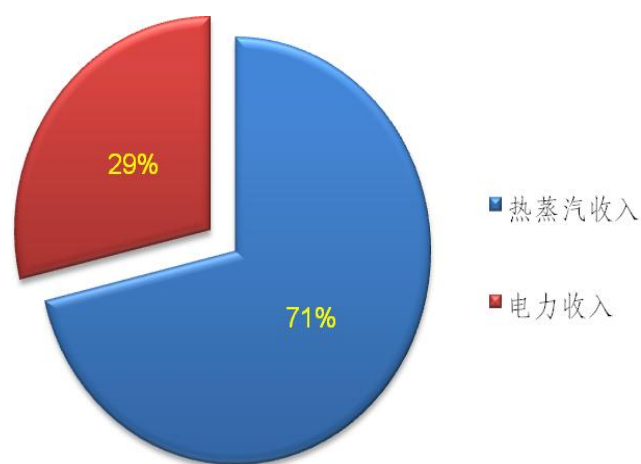
资料来源：公司招股说明书 金元证券研究所

图表 5 公司历年电力销售情况 单位：万千瓦时、元/千瓦时、万元

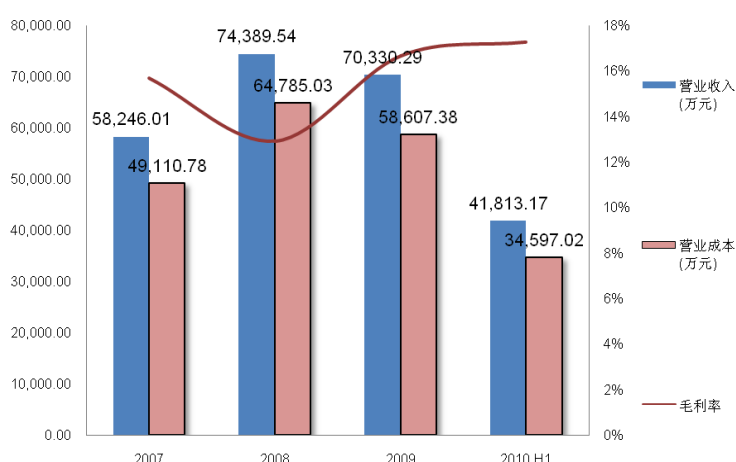
项 目	2010 年1-6 月		2009 年度		2008 年度		2007 年度
	数量	同比增长率	数量	同比增长率	数量	同比增长率	数量
销量	25,562.00	-17.52%	59,114.88	21.90%	48,494.42	-16.70%	58,216.24
价格	0.47	-2.80%	0.47	2.17%	0.46	-2.13%	0.47
收入	11,926.75	-19.02%	27,863.20	25.76%	22,156.30	-19.71%	27,595.79

资料来源：公司招股说明书 金元证券研究所

图表 6 产品收入结构图：



图表 7 收入成本、毛利率图：

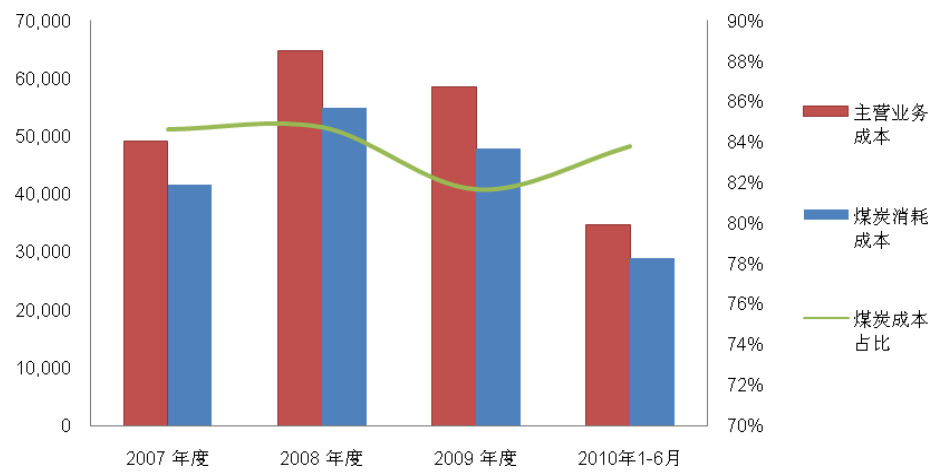


资料来源：公司招股说明书 金元证券研究所

不同于常规的垃圾发电厂，公司热电联产主要是以煤炭作为燃料，煤炭消耗成本约占运营成本的 80~85%，因此煤炭采购价格的大幅变动将直接导致热电联产企业的运营成本出现大幅变动。另一方面，由于电价和供热价格受到政府的管制，不能及时随煤炭原料价格变动进行调整。尤其

是在煤炭价格大幅上涨的时候，很难通过提高产品销售价格来转移煤炭价格变动所带来的成本上升压力，对公司的经营业绩易造成较大的不利影响。

图表 8 历年煤炭消耗成本情况及占主营业务成本的比例 单位：万元



资料来源：公司招股说明书 金元证券研究所

一般常规垃圾发电厂都收取较高的垃圾处理费，以支付垃圾发电厂投资费用及经营费用，收费标准通常在 60~100 元/吨。公司收到的垃圾集中焚烧补助即是根据垃圾发电焚烧处理的垃圾数量所收取的费用，处理费标准原定为 55 元/吨，目前已经提高到 65 元/吨。但是公司大量的垃圾处理是低价的甚至是免费的，因此公司实际收取的垃圾焚烧处理补助标准偏低，只有 38~40 元/吨。

图表 9 历年垃圾处理量及收费情况 单位：吨、元、元/吨

项目	焚烧处理垃圾数量				收取的垃圾焚烧处理补助合计（元）	实际垃圾处理补助标准（元/吨）
	其中：按55 元/吨焚烧处理的垃圾数量（吨）	按其他价格焚烧处理的垃圾数量（吨）	免费焚烧处理的垃圾数量（吨）	焚烧处理的垃圾数量合计（吨）		
2007年	99,423	110,632	29,158	239,213	5,749,851	24.04
2008年	105,597	75,007	25,991	206,595	7,920,114	38.34
2009年	139,281	53,384	47,365	240,030	9,597,444	39.98
2010年1-6 月	78,089	18,714	16,055	112,858	4,346,069	38.51

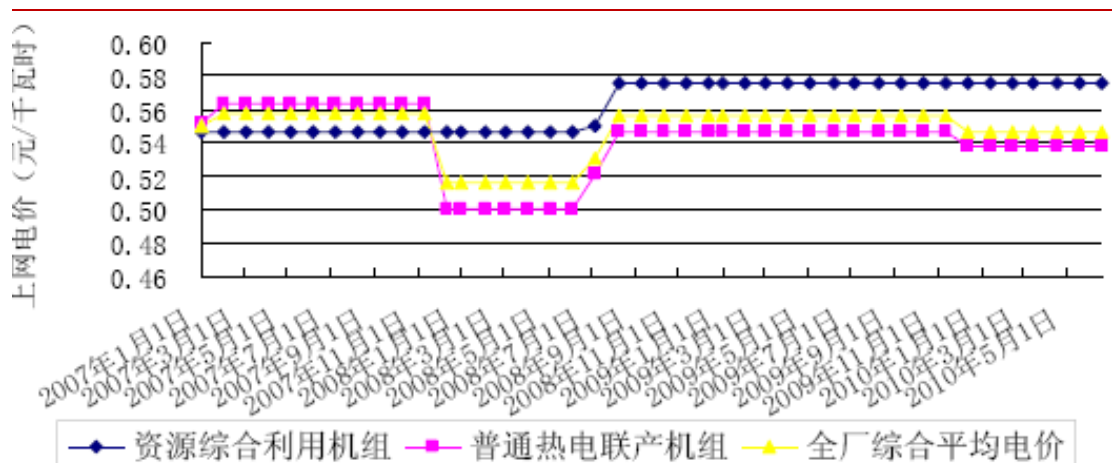
资料来源：公司招股说明书 金元证券研究所

国家对电力及集中供热蒸汽产品实行政府定价制度。各级政府价格主管部门负责价格的制定及调整工作。公司上网电价由杭州市物价部门根据国家发改委的政策和地区实际情况制定；公司资源综合利用机组上网电价

与普通热电联产机组上网电价相比享有一定程度的优惠。蒸汽价格则由富阳市发改局核定,并根据煤热联动原则由富阳市的价格管理部门定期或不定期的进行调整。

为缓解公司在煤价变动时的经营压力,《富阳市供热价格管理办法》制定了供热价格调价原则。实行煤热联动政策,煤价每增减 10 元/吨,热价相应增减 2.1 元/蒸吨,原则上富阳市发展和改革局每季度核定并公布一次供热价格。由于煤炭价格和蒸汽价格保持联动,公司的蒸汽销售价格满足联动条件的情况下可随煤炭采购价格上涨而提高,一定程度上抵消了煤价上涨对公司经营造成的不利影响,使公司保持相对稳定的经营业绩。但是调价政策是双向调整的,当煤价下降时,蒸汽销售价格也跟随下降,公司的毛利率水平基本被锁定,没有提升空间。

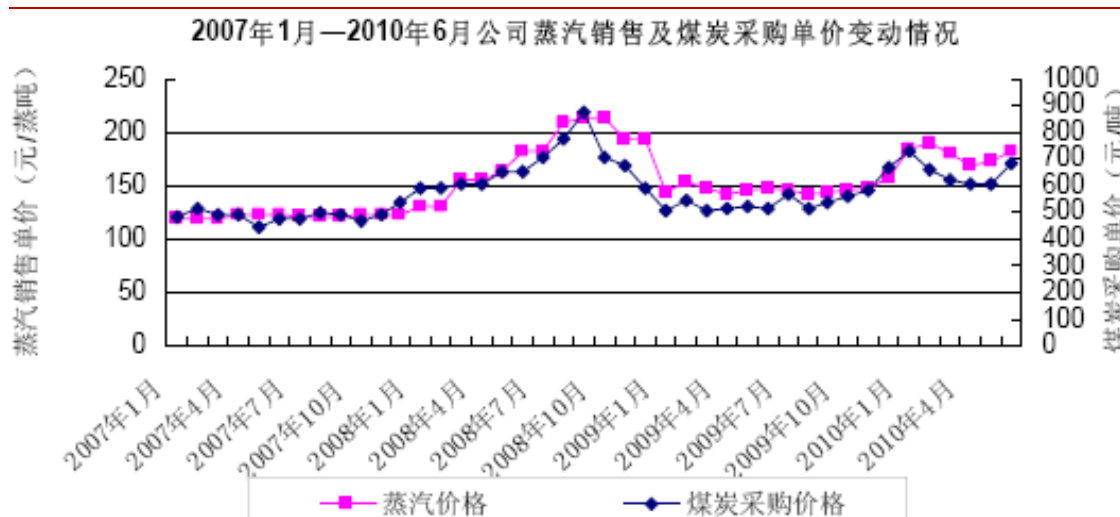
图表 10 2007 年 1 月~2010 年 6 月上网电价变动情况 单位: 元/千瓦时



资料来源: 公司招股说明书 金元证券研究所

注: 公司全厂综合上网平均电价是根据公司热电联产机组和资源综合利用机组装机容量加权平均计算而来,为含税价格。

图表 11 2007 年 1 月~2010 年 6 月蒸汽销售及煤炭采购单价变动情况
单位: 元/蒸吨、元/吨



资料来源：公司招股说明书 金元证券研究所

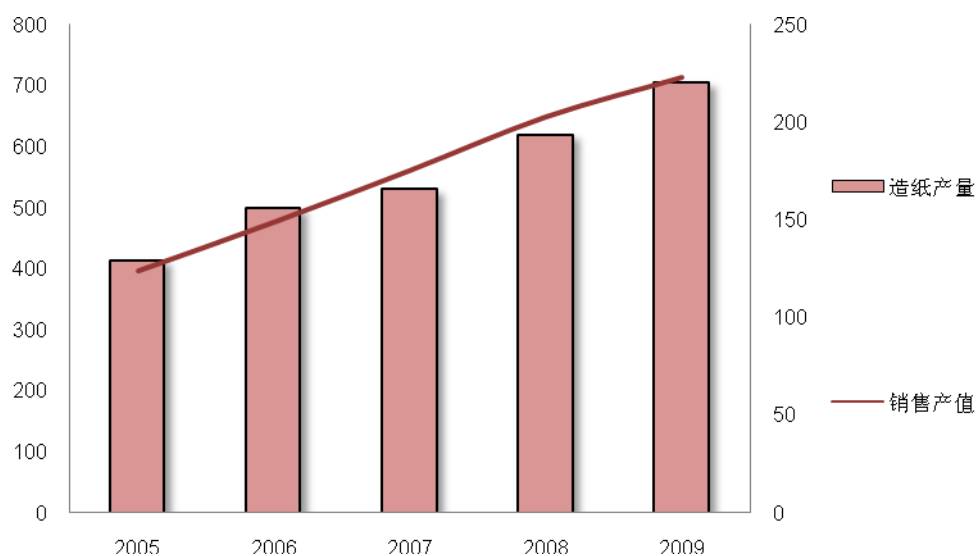
注：表中蒸汽价格取自富阳市发改局公布的供热价格调整文件中的第一档供热单价，为含税单价。煤炭采购单位取自公司每月实际平均采购单价，为不含税价格。

地处全国最大的白板纸基地使公司具备独特的区位优势

1、富阳市造纸产业集群提供了稳定的热用户和发展空间。

公司所在地浙江省富阳市，被誉为“中国白板纸基地”，白板纸年产量占全国白板纸总产量 50%以上。2009 年位列全国县域经济百强第 29 位，造纸业是富阳市第一支柱产业，主要生产涂布白板纸、牛皮箱板纸、瓦楞纸等纸品，其中白纸板产量占富阳造纸产量近 90%，在浙江乃至全国都具有举足轻重的地位。富阳造纸企业主要集中于富春江江南片三大造纸工业区，分别为春江工业区、大源工业区和灵桥工业区，总面积 32 平方公里。

图表 12 富阳造纸产业 2005 年~2009 年产销情况 单位：万吨、亿元



资料来源：公司招股说明书 金元证券研究所

蒸汽作为造纸企业的重要生产要素，主要用于纸浆的蒸煮和纸品的烘干。公司地处江南造纸工业区内，主要承担江南造纸工业区——春江东区、灵桥、大源工业区内企业和今后工业区新增企业的集中供热任务。目前供热企业共有 185 家，其中 152 家为当地造纸企业，33 家为其他类型企业，公司 90%以上的蒸汽是销售给供热范围内的造纸企业。随着富阳江南造纸园区内自备小锅炉的拆除及集中供热的实施推广，园区内的造纸企业主要依靠公司提供蒸汽进行生产作业。由于集中供热具有压力稳定、节能环保的优点，因此公司的设立提高了富阳江南片区内造纸企业的竞争力。

根据浙江省发展规划研究院编制的《富阳市造纸产业发展规划（2010-2020 年）》（征求意见稿、2010 年 5 月），到 2015 年，富阳市造纸产业年产量将达到 1,200 万吨，由此带来的蒸汽供应需求将在 2009 年的基础上增加 1,200 蒸吨/小时以上。根据富阳市规划，新增的造纸产能中的绝大部分将位于富阳江南造纸工业区的灵桥、大源工业区，属于公司所在的供热范围。

公司目前平均供热能力只有 415 蒸吨/小时，远不能满足区域内造纸企业的热负荷不断增长的需求，公司集中供热未来发展潜力很大。

2、垃圾发电业务相对稳定

富阳市约有 64 万人，生活垃圾产量较少，垃圾主要来自江南造纸工业园造纸企业的纸渣，每天约有 800~900 吨。公司已建成的垃圾发电厂设计日处理垃圾处理能力为 800 吨，加上募投项目可处理 275 吨的纸渣，已满足垃圾处理要求，短期内不需要新建垃圾发电厂，富阳市当地的垃圾发电业务将持续稳定经营。

垃圾焚烧发电工艺经过近半个世纪的发展，技术已较为成熟。目前国内已建成的垃圾焚烧发电厂主要采用炉排炉焚烧技术和循环流化床焚烧技术，热解气化焚烧法因焚烧效果差未在国内得到推广。其中，炉排炉焚烧技术以其不需要添加辅助燃料、焚烧效果好及不需预处理垃圾等优点在国内得到普遍使用，是目前主流的垃圾焚烧技术。循环流化床焚烧技术由于需要添加辅助燃煤，而且垃圾预处理过程中会造成环境恶臭，目前在新建垃圾焚烧项目中已很少使用。

很多采用循环流化床技术的垃圾发电厂主要是通过大量焚烧高热值的煤炭而不是低热值的垃圾来发电，从而获取国家的高额电价补贴和增值税退税。但是由于近几年煤价大幅上涨，这类垃圾发电厂都因为煤炭采购成本大幅上升而陷入发亏损。因此，目前循环流化床技术已经不是主流垃圾焚烧技术，较少在垃圾发电项目中采用。

公司目前的经营重心仍是富阳市地区，暂时没有对外拓展业务的意向。同时，由于公司垃圾发电厂采用的是循环流化床技术，此项技术目前在国内暂时不被市场认同，公司多年来在垃圾发电业务上积累的技术及经验暂时难以对外复制，因此垃圾发电业务仍将主要在富阳市本地开展相关业务，保持相对稳定。

2、热电联产企业具有区域自然垄断性特点

热电联产行业属于基础设施行业，政府根据规划划分集中供热区域，

确定热源点的供热范围。按照规定，一个热力区域只规划一个主要热源点，以蒸汽为供热介质的供热半径一般为八公里，供热半径三公里以内不再增设第二个热源点。因此，热电企业都有明确的供热范围。

按规划，公司承担江南造纸工业区——春江东区、灵桥、大源工业区的集中供热任务，在规划的供热区域内具有垄断地位，行业中其他供热企业不在公司供热区域内对公司不构成竞争关系。

但是，公司的供热情况也因为区域性质而依赖于供热区域内的企业，容易受到造纸行业的景气度影响。当造纸行业不景气的时候，公司经营业绩会出现较大的波动性，公司 2009 年就受到金融危机的影响而供热量同比减少了 6.16%，供热收入同比减少了 18.37%。公司发挥热电联产的优势，相应增加了发电量，上网电量同比增长 21.90%，售电收入同比增长 25.76%，保证了公司的经营业绩稳定。

募投项目污泥焚烧业务将成公司未来主要增长点

1、污泥焚烧资源综合利用工程实质是热电联产项目

公司拟向社会公开发行 5,400 万股，募集资金到位后，将全部投入到“污泥焚烧资源综合利用工程”项目。募集资金投资项目预计投资额为 39,483 万元。

由于造纸生产工艺的特殊性，其生产过程中会消耗大量的蒸汽，同时还会产生大量的废纸渣和造纸污泥（造纸废水处理产生的）。根据富阳市发展和改革局及浙江大学能源工程设计研究院于 2006 年 11 月编制的《富阳市污泥处理处置专项规划》，到 2009 年富阳市每日污泥产生量将达到 6,420 吨（含水率 80%），其中除了 800 吨（含水率 80%）由造纸企业进行回收利用外，剩余的 5,620 吨（含水率 80%）需要通过填埋等方式处理。

污泥具有热能量利用价值，其干物质的热值可达 6,000kcal/kg，可稳定燃烧并产生热值。但实际生活中污泥的含水率一般都在 80%以上，污泥中所含水分大大降低或抵消了污泥的能量利用价值，导致湿污泥的焚烧性非常不理想。因此一般来说都是先把湿污泥脱水预处理成含水率 40% 的半干污泥，再进行焚烧处理。公司利用先进循环流化床锅炉对造纸污泥进行焚烧处理，项目设计建设规模为日处理造纸湿污泥 2,035 吨（含水 80%）、造纸废渣 275 吨，新增供热能力为 215 t/h（蒸吨/小时）、发电装机容量 35 兆瓦。

污泥焚烧资源综合利用项目建成投产后,公司供热能力将达到 630 t/h (蒸吨/小时),总装机容量 108 兆瓦,生产能力大幅增加,可以看到,本项目实质还是热电联产项目,以供热为主,处理污泥和发电为辅。

公司目前平均供热能力为 415 t/h (蒸吨/小时),到 2010 年公司供热范围内的热负荷平均需求将达到 665 t/h (蒸吨/小时)(供热规划推测数字)。而根据中国联合工程公司 2008 年 6 月对本公司供热区域内的热负荷调查结果,目前本公司供热区域内拟新增热用户及有新增供热需求的热用户有 41 家,新增供热需求量平均为 290t/h (蒸吨/小时)。以公司现有机组的供热能力已经远远不能满足要求,所以需要通过实施本项目以增加公司供热能力,满足下游造纸企业发展对热负荷的增长需求。

2、募投项目最快于 2011 年上半年投产 1 条生产线, 2012 年上半年全面投产

项目拟采用分步实施的方案。由于公司目前 4 台发电机组长期满负荷运行,缺少备用机组,公司已自筹资金 2,300 万元先期建设本项目中 1 台 15 兆瓦背压式发电机组,该背压机组已于 2009 年 3 月建设完成。其余募投建设项目建设期预计为 2 年,第 1 年底完成 1 台 150 t/h (蒸吨/小时) 高温高压污泥及纸渣焚烧锅炉和 1 台 20 兆瓦背压式汽轮发电机建设,在第 2 年底完成 1 台 142 t/h (蒸吨/小时) 污泥焚烧锅炉改造工程,并全部完成项目工程建设。

按进度安排,本项目最快将于 2011 年上半年将第一条生产线投入试运行,生产规模为 1 台 150t/h 污泥及纸渣焚烧锅炉和 1 台 20 兆瓦发电机组; 2012 年上半年全面投产。

图表 13 污泥焚烧综合处理项目经济指标

序号	项目	单位	数据及指标		
			5400小时	6000小时	6600小时
1	新增发电装机容量	MW	35.0	35.0	35.0
2	湿污泥处理量(含水80%)	吨/天	2035	2035	2035
3	纸渣处理量(含水39.66%)	吨/天	275	275	275
4	新增供汽能力	吨/小时	215	215	215
5	营业收入(平均)	万元	30,240	33,601	36,961
6	总成本费用(平均)	万元	23,840	25,955	28,078
7	利润总额(平均)	万元	6,328	7,562	8,789
8	可供分配利润(税后)(平均)	万元	4,746	5,672	6,592
9	售电单价(平均)	元/MWh	470.51	470.51	470.51

10	售热单价 (平均)	元/GJ	59.95	59.95	59.95
11	全部投资净现值 (i=8%)	万元	24,333.90	31,186.60	38,063.80
12	全部投资投资回收期	年	7.60	7.08	6.67
13	全部投资内部收益率	%	15.8	17.7	19.5
14	盈亏平衡点	%	50.2%	46.9%	44.3%

资料来源: 公司招股说明书 金元证券研究所

项目全部建成投产后公司的供热能力将因此由现在的 415t/h (蒸吨/小时) 扩大至 630t/h (蒸吨/小时), 新增供热能力 215t/h (蒸吨/小时), 其中资源综合利用机组锅炉蒸发量由目前的 150t/h (蒸吨/小时) 增加到 442t/h (蒸吨/小时), 发电装机容量由目前的 88 兆瓦提高到 108 兆瓦。根据公司招股说明书, 公司平均每年新增销售收入 33,601 万元, 新增税前利润 7,562 万元。

投资建议

我们假设 2010 年~2012 年煤价不变, 募投项目 2011 年上半年投产 1 条线, 2012 年上半年全面投产, 垃圾处理补助标准提高到 65 元/吨, 暂不考虑污泥处理费。

测算公司 2010~2012 年每股收益为 0.57.元、0.63.元、0.94.元, 按发行价 25.80 元计算, 2010 年动态市盈率为 45 倍, 与目前电力行业平均动态市盈率 24 倍相比明显偏高。考虑到近期中小板及新股市场定价较高, 我们建议谨慎申购。

图表 14 利润表预测 单位: 百万元、元/股、百万股

会计年度	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业收入	743.90	703.30	844.22	934.33	1052.62
减: 营业成本	647.85	586.07	693.68	752.23	790.19
营业税金及附加	3.36	2.55	4.22	4.67	5.26
销售费用	0.38	0.39	0.59	0.65	0.74
管理费用	16.06	19.77	19.42	21.06	22.13
财务费用	33.18	21.01	17.34	18.81	19.75
资产减值损失	1.02	-0.03	0.07	0.00	0.00
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
二、营业利润	42.06	73.54	108.89	136.91	214.55
加: 营业外收支	16.10	17.41	25.51	21.39	21.91
三、利润总额	58.16	90.95	134.40	158.30	236.46
减: 所得税	-9.67	-0.84	13.49	23.74	35.47
四、净利润	67.83	91.79	120.91	134.55	200.99
归属于母公司净利润	67.83	91.79	120.91	134.55	200.99

少数股东权益	0	0	0	0	0
五、EPS	0.42	0.57	0.57	0.63	0.94
六、总股本	160	160	214	214	214

资料来源：公司招股说明书 金元证券研究所

金元证券股票投资评级标准:

买入: 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 15%以上;

增持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ +5%;

减持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ -15%; 。

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2008. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.