

看好白音华煤电项目的持续成长前景

研究结论

金山股份是辽宁当地以热电、风电为主的地区型发电商，业绩在供暖期及风季具有明显季节性；09 年完成控股股东的变更，中国华电以 12.7 亿元的对价收购金山大股东丹东东方新能源 100% 的股权，顺利完成入主金山。

- **2 倍于公司装机规模的机组投产，成长性显著：**公司近几年积累的多个在建项目约 152 万千瓦的权益装机将在今明 2 年集中投产，享有电网优先调度的大容量热电、上下游一体化的煤电联营等优质项目使金山发电规模大踏步前进的同时，盈利水平也将得到提升。
- **白音华为稀缺优质煤电一体化项目，将为公司持续带来可观收益：**白音华煤电项目为辽宁阜新市确认为全国经济转型试点市后为补偿日益枯竭的煤炭资源，在内蒙古找到的接续城市战略转移的项目。该项目由内蒙古和辽宁两省共同牵头推进，利用内蒙古锡林郭勒盟白音华的煤炭优势，配套建设电厂，电量直送辽宁省网，是以较低的煤炭成本享受较高的落地电价的“直送电”盈利模式的优质稀缺项目。一期 500 万吨煤炭产量，配套 2 台 60 万千瓦的发电机组已经投产，明年有望贡献公司 EPS 0.25 元；二期同样规模的发电及煤炭开采项目已在积极进行前期准备，为公司持续增长提供动力。
- **华电的入主，有助于在建和储备项目的顺利推进，为公司成长确定性加码：**华电以收购价 12.7 亿元、收购 PB 2.6 倍完成控股股东的角色转变，收购价格行业内来看略高，说明华电对于丹东东方新能源持有的金山及其他项目股权价值的充分认可。公司目前为项目集中投产期，且后续前期项目众多，华电入主后，金山可借鉴大型国企成熟的项目建设及运营管理经验，加速推进项目建设；同时依靠央企的信用背景也将明显为金山带来更多融资便利。
- **对白音华利用小时的担心和对公司是否能成为华电在东北地区融资平台的担心的看法：**白音华项目的开工率不足确实压制了短期的业绩释放，但考虑未来随着全国范围的火电装机减速，利用小时开始筑底回升的态势，未来白音华煤电项目的盈利水平也将随着利用小时稳步提升而逐步增强；规模尚小的金山目前拥有的大量在建及储备项目足够支撑公司未来 5 年的规模扩张，是否拥有大股东在东北地区电厂的资产注入支持，至少在短期内不会构成公司成长的制约因素，因而对这方面的担忧为时尚早！
- **风险因素：**项目推进慢于预期

我们预计金山股份 2010-2012 年 EPS 分别为 0.16、0.58、0.76 元。公司目前正处于装机规模迅速扩张期，且以“以热定电”的热电和“直送电”模式的煤电联营为主的发电结构，很好地保证了火电盈利水平；且近期华电的入主有利于公司其他前期项目地积极推进，因此首次给予公司“买入”评级。目标价 15 元。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

陈舒薇

电力行业分析师

8621-63325888 × 6067

执业证书编号：S0860109061278

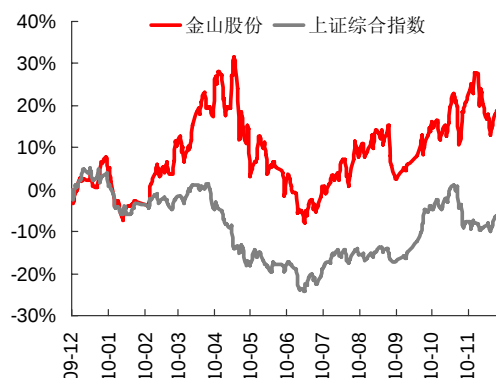
王晶

石油与化工行业首席分析师

执业证书编号：S0860200010013

投资评级	买入 增持 中性 减持 (首次)
股价 (2010 年 12 月 20 日)	9.68 元
目标价格	15.00 元
总股本/A 股 (万股)	34060/34060
A 股市值 (百万元)	3372
国家/地区	中国
行业	电力
报告日期	2010 年 12 月 21 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	-4.6	2.5	8.0
相对表现 (%)	5.1	-3.4	21.5

资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万)	1906	1603	3897	4536
同比	5.3%	-15.9%	143.2%	16.4%
净利润 (百万)	41	56	199	259
同比	258%	38%	254%	30%
毛利率	20.8%	16.9%	16.8%	18.4%
ROE	2.9%	3.8%	11.3%	12.1%
每股收益 (元)	0.12	0.16	0.58	0.76
PE (倍)	83	60	17	13
PB (倍)	2.4	2.3	1.9	1.6

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

目录

公司现有业务分析	3
业绩季节性波动明显源于以热电、风电为主的电源结构	3
白音华煤电一体化为金山插上腾飞翅膀.....	5
白音华将成公司重要利润来源	5
对开工率的担心？投产时利用小时偏低，未来将稳定上行！	7
华电正式入主，彻底提升公司运营效率.....	9
热电项目推进加速，短期实现装机翻番	9
融资效率明显大幅提升	11
大股东 2 个东北电力公司平台，担心支持力度不够？	11
盈利预测及投资建议	12

图表目录

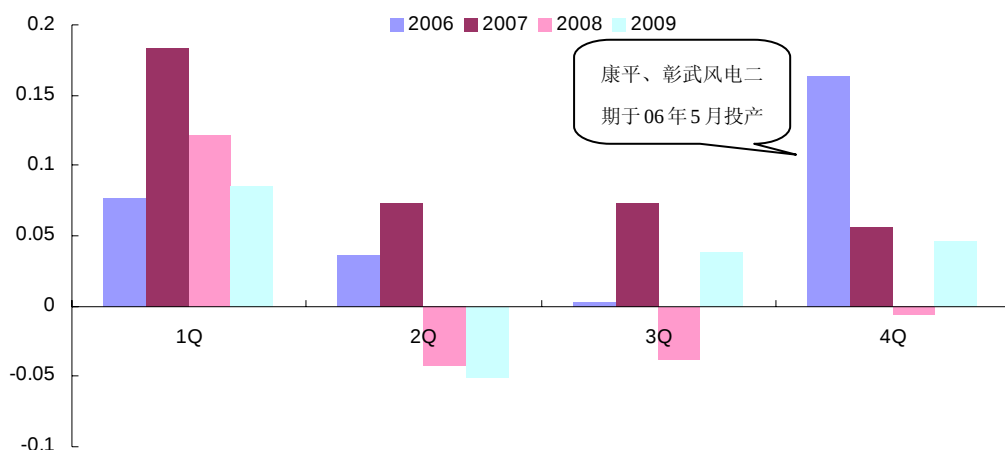
图 1 金山利润多产生于一、四季度	3
图 2 锡盟煤炭资源分布图.....	5
图 3 近 2 年辽宁省装机加速，利用小时较快回落.....	7
图 4 白音华电厂开工率比较	7
图 5 华电收购前后金山股份股东结构图	9
图 6 金山装机及投产机组时间图	10
图 7 未来 5 年金山各电厂贡献业绩情况	11
 表 1 东北三省火电行业关键数据对比.....	3
表 2 控参股公司情况	4
表 3 白音华煤电项目盈利预测	6
表 4 白音华煤电项目利用小时敏感度测算.....	8
表 5 在建及前期项目	9
表 6 金山在建 2 个热电项目投产后盈利贡献预测.....	10
表 7 公司短期融资券发行条款	11
表 8 华电集团在东北地区 2 家公司比较	12
附表 财务报表预测与比率分析	13

公司现有业务分析

业绩季节性波动明显源于以热电、风电为主的电源结构

2009 年以前，公司发电资产皆为热电和风电机组，因而利润多产生于供暖期和风电所在的一、四季度（辽宁省供暖期为 11 月 1 日至第二年 3 月 31 日）。

图 1 金山利润多产生于一、四季度



资料来源：东方证券研究所

辽宁省煤炭产量在东北三省中次于黑龙江位列第二，年产煤 6600 万吨，年需求煤炭约 1.4 亿吨，其中 35% 供电力，缺口 7700 万吨需从外省区购进，主要为内蒙古霍林河 2000-3000 万吨、黑龙江龙煤集团 3000 万吨、山西省 1700 万吨。省内主要煤炭生产商 09 年产量：铁法煤炭集团产 2410 万吨、阜新煤炭集团产 1351 万吨，沈阳煤炭集团 1541 万吨。

就利用小时、电价、煤价、地方经济增速三要素来看，辽宁省内火电机组资质位列东北三省之首。

表 1 东北三省火电行业关键数据对比

	09 年煤炭产量 (万吨)	煤价* (元/吨)	利用小时	标杆脱硫电价 (元/Kwh)	09 年 GDP 增速
辽宁	6624	450	5386	0.3938	13.10%
吉林	4497	480	5090	0.3757	13.50%
黑龙江	9901	456	4182	0.3800	11.10%

注：各省煤价为 10 年 11 月 29 日报价的热值 4000 大卡煤炭价格

资料来源：东方证券研究所

总体来看，由于热电与风电皆属于清洁能源发电，在电网电量调度方面具有优先上网的优势，因而公司发电机组利用小时数普遍较高，唯一出现亏损的南票煤电也非因主营业务运营低下，而是受到辽宁省提高煤矿维检费的影响（10 元/吨上调至 35 元/吨），未来存在账面一次性转回间接提升投资收益的可能（按照南票矿务局年产 180 万吨，09 年至今已多提 9000 万元）。

表 2 控参股公司发电指标及盈利情况

电厂名称	电厂类型	股权比例	机组(MW)	总装机 (MW)	09 年利用小时	09 年净利润 (万元)	09 年度电盈利 (元/kwh)
热电分公司	热电	100%	2*6+1*12	24	6178	N/A	N/A
桓仁金山	热电	80%	2*12	24	4577	74	0.008
阜新金山	热电	51%	4*150	600	5906	4340	0.014
康平金山	风电	51%	29*0.85	24.65	1821	266	0.061
彰武金山	风电	51%	29*0.85	24.65	1715	172	0.042
南票煤电	热电	50%	2*100	200	6163	-3149	-0.029
沈海热电	热电	26%	3*200	600	5810	22429	0.071
苏家屯一期	热电	100%	2*200	400	N/A	N/A	N/A
白音华一期	火电	31%	2*600	1200	N/A	N/A	N/A
南票煤电二期	热电	50%	2*150	300	N/A	N/A	N/A

注：热电分公司为非独立核算机构，苏家屯一期、白音华一期、南票煤电二期为 10 年下半年新投产机组

资料来源：公司公告，东方证券研究所

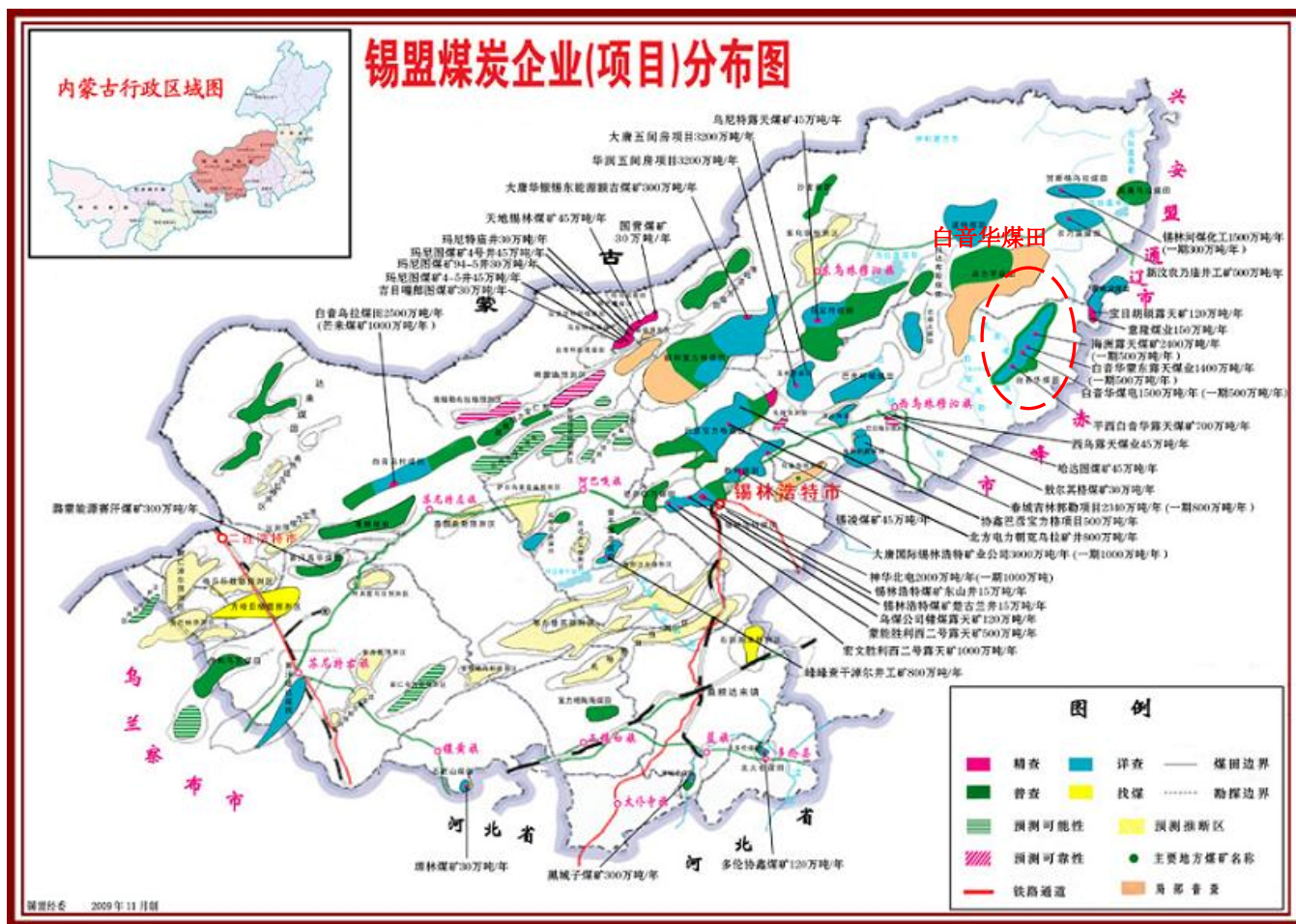
白音华煤电一体化为金山插上腾飞翅膀

白音华将成公司重要利润来源

白音华露天煤矿，地处辽阔的锡林郭勒大草原腹部。西距西乌珠穆沁旗政府所在地巴彦乌拉镇 78 公里，南、西南与赤峰市巴林左旗、阿鲁科尔沁旗、林西县接壤，东北与通辽毗邻，距最近铁路集通线林东站 150 公里。

该矿所处的白音华煤田是内蒙古自治区十大煤田之一、锡盟第二煤田。

图 2 锡盟煤炭资源分布图



资料来源：东方证券研究所

金山主导建设白音华金山电厂及参股投资配套海州煤矿，该煤矿为白音华四号露天矿，位于白音华煤田东北部。其开发基于阜新矿区资源枯竭，海州露天煤矿即将破产的前提下，为了寻找接续煤田、解决人员的战略转移而形成的项目。国家发改委批复白音华矿区总体规划时明确表示“国家支持辽宁省阜新矿业公司勘探开发建设白音华四号露天煤矿，建设坑口电站，供应辽宁电力市场”。整个露天地表面积 22.14 平方公里，最大开采深度 330 米，资源量为 10.4 亿吨，煤层平均

厚度 25.62 米，最大深度 48.9 米，煤质为褐煤，热值 3500 大卡上下。白音华金山电厂规划建设 4*60 万千瓦机组，白音华海州煤矿最终达到总体规划至 2400 万吨/年。

在目前控通胀的主基调下，电价难以上调，火电行业再次滑入大面积亏损状态，煤电一体化通过向上扩展产业链可以最大程度保证毛利水平的稳定，同时电厂发出的电通过 500kv 的白赤辽线路直送辽宁省网，并可享受辽宁当地较高的落地电价，蒙东外送辽宁电价为 0.3317 元/kwh，脱硫加价 1 分 5 后可到 0.3467 元/kwh。

白音华一期装机容量 2 台 60 万千瓦，于 2005 年 11 月 24 日获得国家发改委核准，并于 2006 年 8 月开工建设；一号机组于 2010 年 8 月 8 日投入商业运行，二号机组于 2010 年 9 月初投产。该项目建设一直低于预期，原计划 2008 年投产，但由于外部输电线路原因致使厂用电受电时间之后。

白音华一期输出线路为白赤辽线路（电厂—巴林变—青山变—北宁变—渤海变），该线路工程内蒙段（电厂—巴林变—青山变）已完工并完成厂用电受电，辽宁段（青山变—北宁变—渤海变）方案在 2010 年 9 月末全线完成。在该线路辽宁段未投运之前，白音华金山电厂 2 台 600MW、元宝山电厂 3 台 600MW 送出将共用线路青山变—燕山变—董家变—北宁变来完成。但是该线路只能允许 3 台 600MW 机组运转，因而在辽宁段输电线路 9 月底完工前，白音华金山电厂送出负荷将严重受限，最理想的状况只能满足 1 台机组运转，直接影响公司机组投产发电目的的完成。目前输出线路仅剩营口机场段，建设工期 2 个月，预计将在今年年底完成。白音华一期 2 台机组有望明年贡献金山全年业绩。

表 3 白音华煤电项目盈利预测

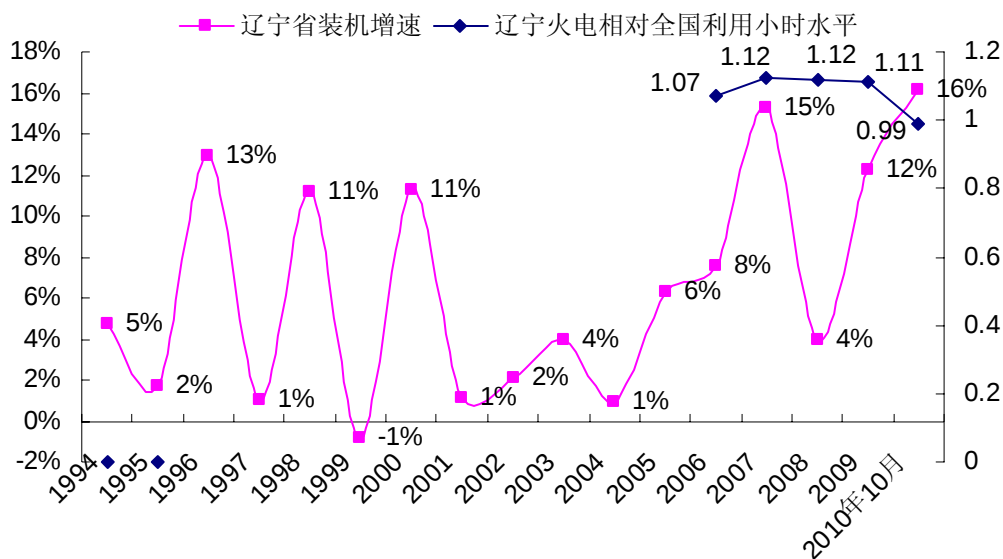
	2010	2011	2012	2013	2014	2015
电厂						
装机容量 (MW)	1200	1200	1200	2400	2400	2400
平均利用小时	1000	3500	3500	2500	3500	3500
发电量(亿 KWH)	12	42	42	60	84	84
电价(Y/KWH)	0.3467	0.3467	0.3467	0.3467	0.3467	0.3467
收入(百万)	334	1170	1170	1671	2340	2340
总成本	320	1018	1028	1532	2100	2122
燃煤成本	81	292	301	442	638	657
折旧	111	333	333	500	667	667
财务费用	80	240	240	360	480	480
其他	48	153	154	230	315	318
利润总额	14	152	142	139	240	218
净利润	11	114	106	104	180	163
煤炭						
产量 (万吨)	200	500	500	700	1000	1000
吨煤净利(元/吨)	50	50	50	50	50	50
净利润 (百万)	100	250	250	350	500	500
贡献 EPS	0.068	0.250	0.243	0.300	0.457	0.442

资料来源：东方证券研究所

对开工率的担心？投产时利用小时偏低，未来将稳定上行！

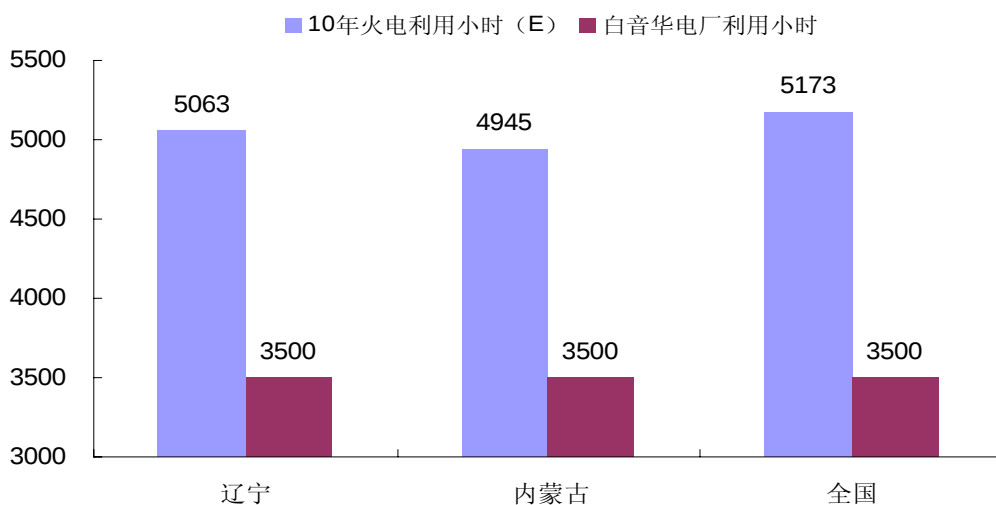
出于保护省内发电机组开工率的考虑，外送辽宁省网的白音华电厂利用小时可能会低于辽宁省火电机组的平均水平，虽然有振兴东北老工业基地的政策保障，当地电力供需紧平衡，但随着这两年发电机组的快速上马，辽宁省火电开工率相对全国水平已经出现下滑态势，利用小时数自 06 年的 6023 滑落至 09 年的 5386 小时，故我们在对白音华电厂做盈利预测时，利用小时谨慎设为 3500 小时，这低于内蒙古当地水平 29%，低于辽宁当地水平 31%。

图 3 近 2 年辽宁省装机加速，利用小时较快回落



资料来源：东方证券研究所

图 4 白音华电厂开工率比较



资料来源：东方证券研究所

即使不考虑内蒙古外送辽宁的落地电价 0.3467 元/kwh（相对于辽宁当地火电标杆电价 0.3938 元/kwh 低 12%）给白音华带来任何上网优势，仅考虑未来随着全国范围的装机减速，开工率普遍提升的情况，未来白音华煤电项目的盈利水平也将随着利用小时稳步提升而逐步增强。

表 4 白音华煤电项目利用小时敏感度测算

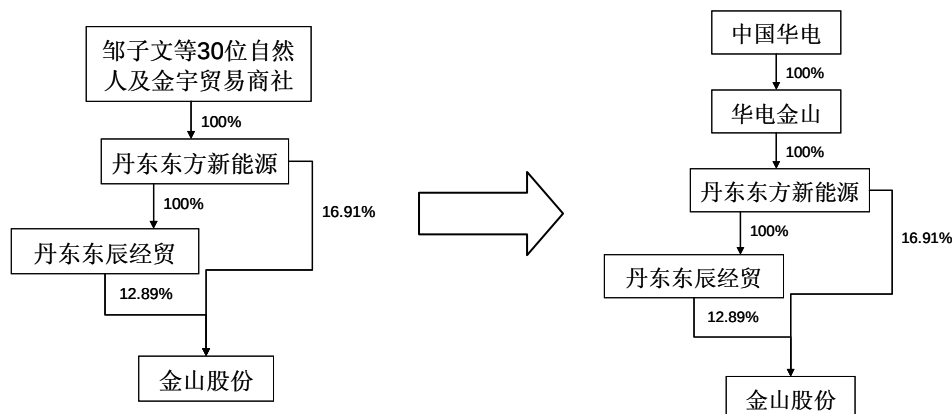
利用小时	3500	4000	4500	5000	5500
电厂贡献 EPS	0.104	0.184	0.265	0.345	0.426
煤电贡献 EPS	0.25	0.331	0.411	0.492	0.572

资料来源：东方证券研究所

华电正式入主，彻底提升公司运营效率

09年6月金山公告华电对大股东丹东东方新能源100%股权的收购意向，同年10月华电和丹东新能源股东金宇贸易商社和邹子文等36名自然人签订股权转让协议，收购价12.7亿。10年7月，国资委批复同意华电全资子公司华电金山受让丹东东方新能源股权。

图5 华电收购前后金山股份股东结构图



资料来源：东方证券研究所

按照收购价12.7亿元，净资产经资产评估溢价前，收购PB为2.6倍，对比今年国电电力、粤电力、建投能源收购控股公司资产平均收购PB2倍的收购价，显著偏高，说明华电对于丹东东方新能源持有的金山及其他项目股权价值的充分认可。

热电项目推进加速，短期实现装机翻番

公司目前为项目集中投产期，且后续前期项目众多，华电的入主后，金山可借鉴大型电企成熟的项目建设及运营管理经验，加速推进项目建设。

我们看好东北热电项目，热电联营在供热期可以通过以热定电，锁定较高的利用小时数，有望在2010年年底投产的苏家屯金山一期、以及明年年中投产的丹东金山一期，将使公司盈利实现翻番的成长。从装机容量来看，公司目前在手的在建丹东一期和储备项目白音华二期、苏家屯二期、丹东二期共221万千瓦将实现装机增140%，公司后续成长前景看好。

表5 在建及前期项目

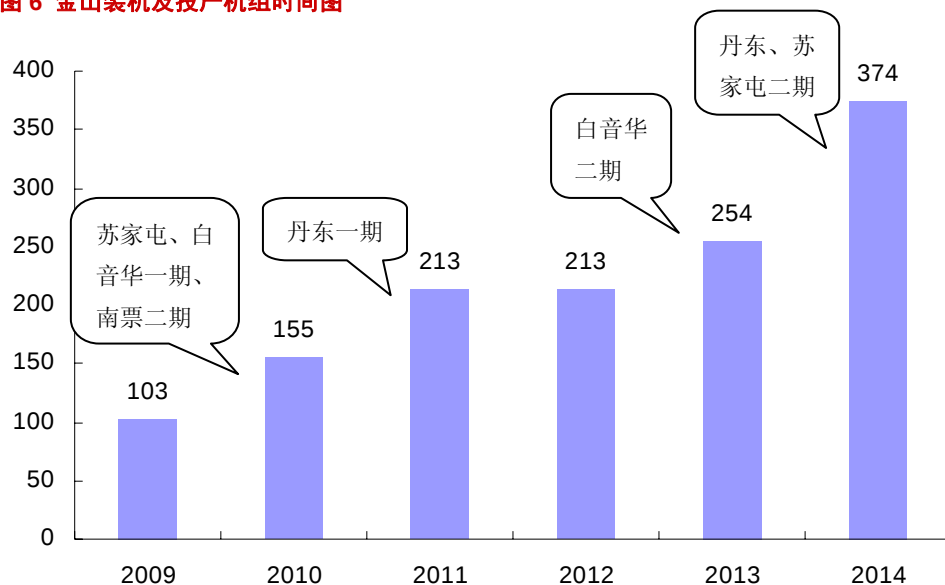
电厂名称	电厂类型	股权比例	机组(MW)	总装机(MW)	权益装机(MW)
丹东金山	热电	100%	2*300	600	600
白音华二期	火电	31%	2*660	1320	409.2
丹东金山二期	热电	100%	2*300	600	600
苏家屯金山二期	热电	100%	2*300	600	600

资料来源：东方证券研究所

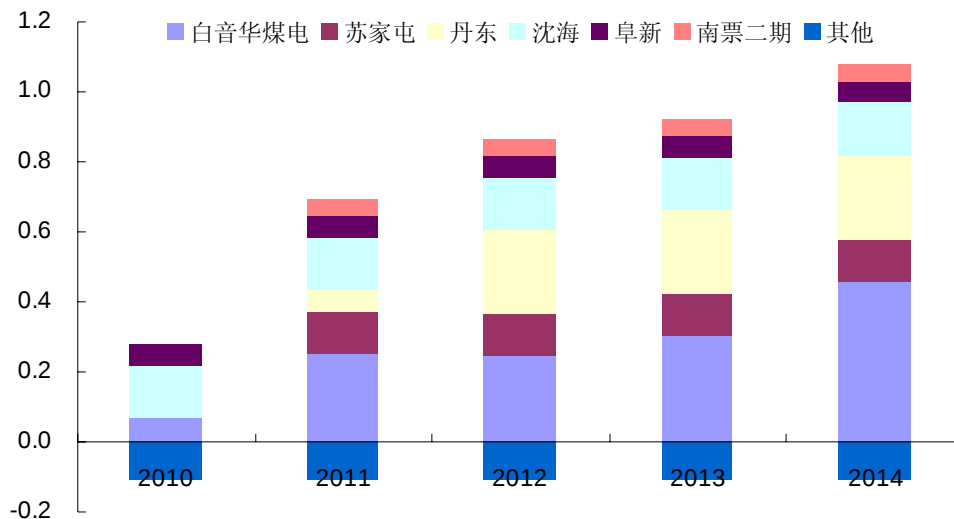
表 6 金山在建 2 个热电项目投产后盈利贡献预测

	苏家屯一期	丹东一期
装机容量 (MW)	400	600
平均利用小时	6000	5500
发电量(亿千瓦时)	24	33
电价(Y/KWH)(含税)	0.3938	0.3938
发电收入 (百万)	727	1000
供热价格 (元/吉焦)	48	48
供热 (万吉焦)	670	700
供热收入 (百万)	272	285
总收入	999	1284
总成本	945	1174
燃煤成本	519	683
折旧	165	183
财务费用	119	132
其他	142	176
利润总额	55	110
净利润	41	83
贡献 EPS	0.120	0.242

资料来源：东方证券研究所

图 6 金山装机及投产机组时间图


资料来源：东方证券研究所

图 7 未来 5 年金山各电厂贡献业绩情况


资料来源：东方证券研究所

融资效率明显大幅提升

自华电入主后，融资成本大大降低。金山从去年开始顺畅地使用短期融资券这一工具来优化融资结构，降低融资成本，提高企业竞争力，但对比华电入主前后的短融发行利率，央企的信用背景明显为金山带来更多融资便利。同时，可以按金融机构同期同类贷款利率下浮的优惠利率获得华电集团财务公司的各项贷款。

表 7 公司短期融资券发行条款

发行时间	发行总额 (万元)	发行期限 (天)	发行利率 (%)
2009 年 6 月 2 日	5000	365	4.35
2010 年 10 月 14 日	5000	365	3.78

资料来源：东方证券研究所

大股东 2 个东北电力公司平台，担心支持力度不够？

目前市场比较纠结于金山股份在华电集团未来发展中的战略定位，在华电入主金山前，大股东在东北地区已拥有另一上市公司华电能源，并在其股改时承诺要将其定位为华电集团在东北地区的电力发展主体和资本运作平台，2 个电力公司，谁为主，谁为次，似乎决定了公司未来的发展前景。

但在比较两家公司的经营规模和盈利水平，我们认为，规模尚小的金山目前拥有的大量在建及储备项目足够支撑公司未来 5 年的规模扩张，且在华电入主后，公司已经享受到央企控股带来的融资优势，是否拥有大股东在东北地区电厂的资产注入支持，至少在 5 年内不会构成公司成长的制约因素，因而对这方面的担忧为时尚早！

表 8 华电集团在东北地区 2 家公司比较

	权益装机（万千瓦）	营业收入（亿元）	资产总计（亿元）	ROE	毛利率	净利率	资产负债率
华电能源	396	33	196	-3.8%	5.0%	-5.0%	77.4%
金山股份	63	7	68	2.0%	20.3%	5.5%	79.1%

资料来源：公司 2010 年中期报告，东方证券研究所

盈利预测及投资建议

假设条件：

- ✓ 苏家屯一期、南票二期、白音华一期明年贡献全年业绩；丹东一期明年年中开始贡献业绩；
- ✓ 主要火电厂利用小时 10-12 年分别增 3%、3%、3%；
- ✓ 暂不考虑火电电价上调；
- ✓ 煤炭价格 10-12 年分别增 14%、8%、0%
- ✓ 白音华电厂利用小时 10-12 年谨慎暂定为 3500，盈利预测中暂不考虑开工率的提升（敏感性分析见上文）
- ✓ 南票煤电的维检费维持 35 元/吨，未考虑可能的下调

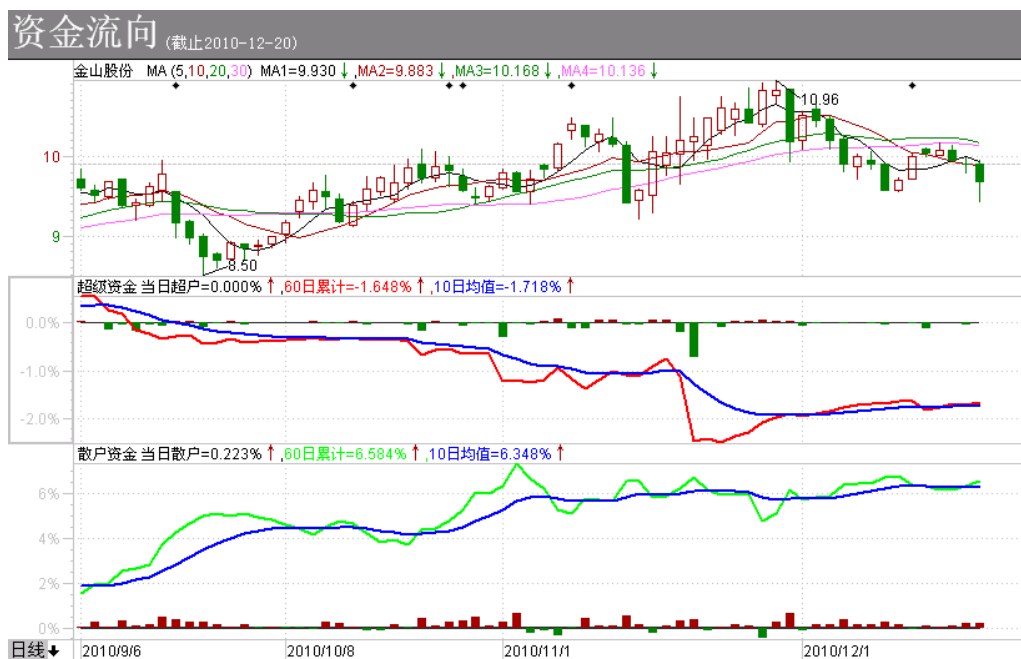
我们预计金山股份 2010-2012 年 EPS 分别为 0.16、0.58、0.76 元。对应 10-12 年市盈率分别为 60、17、13 倍。公司目前正处于大量在建机组投产期，装机规模迅速扩张，且以“以热定电”的热电和“直送电”模式的煤电联营为主的发电结构，很好地保证了火电盈利水平；且近期华电的入主有利于公司其他前期项目地积极推进，因此首次给予公司“买入”评级。

附表 财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1891	1491	3167	3632	营业收入	1906	1603	3897	4536
现金	516	330	361	371	营业成本	1510	1332	3243	3701
应收票据及账款	149	125	305	354	营业税金及附加	18	15	38	44
预付账款	1136	955	2323	2704	营业费用	2	0	1	1
非流动资产	4332	5280	6249	6496	管理费用	140	64	156	181
长期投资	776	869	1025	1183	财务费用	194	151	187	215
固定资产	2938	4094	5009	5099	资产减值损失	46	46	46	46
资产总计	6224	6771	9416	10129	投资净收益	50	94	155	159
流动负债	2156	2098	2955	3193	其他经营性损益	28	28	28	28
短期借款	1445	1500	1500	1500	营业利润	52	116	410	533
应付票据及账款	389	327	796	926	营业外收支	10	0	0	0
非流动负债	2676	3200	4700	4800	利润总额	62	116	410	533
长期借款	2676	3200	4700	4800	所得税	13	25	89	115
负债合计	4832	5298	7655	7993	净利润	48	91	321	418
少数股东权益	351	386	508	667	归属于母公司净利润	41	56	199	259
股本	341	341	341	341	主要财务比率				
公积金	359	364	381	402	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
留存收益	340	382	531	725	成长能力				
归属母公司股东权益	1040	1087	1253	1468	营业收入	5.3%	-15.9%	143.2%	16.4%
负债和股东权益	6224	6771	9416	10129	归属于母公司净利润	258.0%	38.1%	254.1%	30.1%
现金流量表					盈利能力				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	毛利率	20.8%	16.9%	16.8%	18.4%
经营活动现金流	-138	393	-250	468	净利率	0.6%	2.1%	3.5%	5.1%
少数股东损益	8	35	122	159	ROE	2.9%	3.8%	11.3%	12.1%
净利润	41	56	199	259	偿债能力				
折旧摊销	121	144	185	209	资产负债率	78%	78%	81%	79%
财务费用	194	151	187	215	流动比率	88%	71%	107%	114%
投资收益	50	94	155	159	速动比率	84%	68%	102%	109%
营运资金变动	452	-101	789	216	营运能力				
投资活动现金流	-75	-998	-998	-298	总资产周转率	31%	24%	41%	45%
资本支出	331	1000	1000	300	应收账款周转率	1280%	1280%	1280%	1280%
长期股权增加	388	94	155	159	应付账款周转率	490%	490%	490%	490%
其他	644	95	157	160	每股指标（元）				
筹资活动现金流	354	419	1279	-159	每股收益	0.12	0.16	0.58	0.76
借款融资	555	580	1500	100	每股净资产	4.09	4.32	5.17	6.27
股权融资	0	0	0	0	估值比率				
股息	7	9	33	43	P/E	83	60	17	13
财务费用	194	151	187	215	P/B	2.42	2.29	1.92	1.58
现金净增加额	141	-186	31	11	EV/EBITDA	19	20	12	10

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn