

在压力中探寻核电的增长潜力

事件:

2010 年 12 月 18 日, 公司与中广核工程有限公司等 5 家公司签订 5 笔供货合同, 合同金额共计 8.2355 亿元。

研究结论:

- **核电业务是公司持续高增长的核心动力。**公司已经成为国内核电大型设备的寡头, 在核反应压力容器, 稳压器、主泵泵壳铸锻件、蒸发器大型锻件等产品的垄断地位未来三年都高枕无忧。从万吨水压机到如今的核反应堆压力容器, 公司的竞争力来源于国家战略发展带来的刚性需求。我们预计 2010 年公司的核电相关业务收入有望超过 13 亿元, 未来 3 年年均增速将达到 50% 以上, 核电业务已经成为公司持续高增长的核心动力。
- **核电是我国未来十年超常规发展的战略性新兴产业。**我们认为核电发展已经突破市场担心的所有瓶颈, 从核原料铀的战略储备到海外收购, 国家已经清晰了可持续发展的道路。另一个角度, 我们从发改委对拟建核电站的审批速度和规模不难得出相同的结论, 核电将是中国未来十年超常规发展的战略性新兴产业”。换句话说, 2008 年颁布的《核电中长期发展规划》早已不能作为市场容量的预测根据。
- **高增长的起步在 2011 年。**2010 年, 公司面临着冶金成套设备需求的大幅度下滑, 以及核电设备交付低于预期等压力。但伴随着钢铁企业开工率的恢复和行业整合的进一步深化, 钢铁等冶金设备的需求将逐渐回暖。1-8 月公司新签冶金成套产品订单合同达 35 亿元, 为去年全年同类产品订货合同的 211.74%。因此, 我们判断 2011 年以后, 公司的冶金设备业务将呈现稳定增长的态势。与此同时, 公司的核电装备将步入交货高峰期, 进而拉动公司持续高增长。
- **风险因素:** 核电产品交付验收的不确定性, 以及钢材等原材料价格波动影响的不确定性是公司面临的主要风险因素。
- **催化剂:** “十二五”规划, 及其相关扶植高端装备制造业政策的推出, 是公司股价的重大催化剂
- **估值与投资评级:** 核电设备的步入交货高峰期是公司持续高增长的主要驱动因素, 我们预计未来三年公司净利润的复合增长率为 40.36%。但鉴于钢铁等冶金装备业务的下滑影响, 我们调低公司的盈利预测与目标价, 给予公司 0.6 倍 PEG 和 24.21 倍 PE 的估值水平, 对应 2011 年预测 EPS 的合理股价为 7.58 元, 目前股价低估, 维持公司买入评级。

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。并阅读本报告最后一页的免责声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

周凤武

机械行业首席分析师

8621-63325888×6100

zhoufw@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860200010048

胡耀文

机械行业研究助理

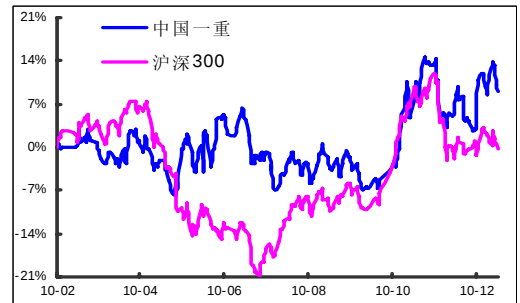
8621-63325888-6103

huyaowen@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860110060048

投资评级	买入	增持	中性	减持	(维持)
股价(2010 年 12 月 24 日)	6.02 元				
目标价格、	7.58 元				
总股本/流通 A 股(万股)	653800/200000				
A 股市值(亿元)	393.59				
国家/地区	中国				
行业	机械制造业				
报告日期	2010 年 12 月 27 日				

行业表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	0.50	16.89	9.06
相对表现 (%)	0.84	7.38	20.62

资料来源: WIND

中国一重财务分析预测				
(百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	9152.53	9541.49	11729.55	14603.63
税前利润	1329.29	1518.92	2351.09	3157.43
归属母公司净利润	1189.22	1339.68	2045.45	2715.39
EBITDA	2069.30	2266.16	2959.20	3692.30
每股收益(元)	0.26	0.20	0.31	0.42
净资产收益率	23.65%	7.62%	10.57%	12.55%
每股经营现金(元)	(0.39)	0.37	0.28	0.22
市盈率(X)	21.75	29.38	19.24	14.49
EV/EBITDA	16.42	15.18	11.22	8.81

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所

一、 公司核电设备 2014 年将成为核心业务

核电作为一种安全、清洁、经济的能源已被世界许多国家利用，核电与水电、火电一起构成世界能源的三大支柱，在世界能源结构中有着重要的地位。根据经济合作与发展组织核能署发布的《世界核能展望》，2007 年核电在经济合作与发展组织国家提供了 21.6% 的发电量。目前我国核电发电量在总发电量中的占比很低，按照 2009 年底我国核电总装机容量为 1000 万千瓦左右计算，在总发电量中的占比只有 2% 左右，未来的十年我国将大力发展核电能源。

核电产业链图

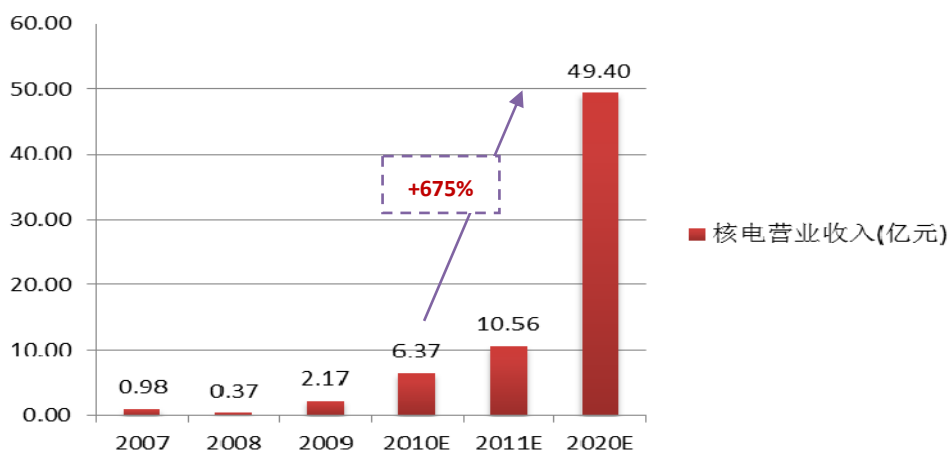


资料来源：东方证券研究所

公司为国内主要的核电设备制造商之一，主要产品为核反应压力容器，稳压器、主泵泵壳铸锻件、蒸发器大型锻件等。在核电产业链中公司为中游核电设备制造商，主要生产大型铸锻件以及核岛设备一回路的单机设备，还不具备生产资质的堆内构件预计明年将获得审核通过，公司将在短期内实现核岛一回路主设备集成供应的目标。

根据公司报告，公司核能设备的近期发展规划：一是要强化核电铸锻件优势，形成年产 10 套核岛铸锻件的产能；二是从核岛单机设备制造商向提供核岛一回路成套设备供应商转变；三是要从年产 3.5 套拓展为年产 5 套核能成套设备；四是要从国内市场逐步走向国际市场，在国际核电市场占有一席之地。

一重核电设备营业收入



资料来源：Wind 资讯、东方证券研究所

公司核电设备的大型铸锻件行业进入门槛非常高，同类的国内企业有二重重装和上海重工，国内市场份额大同时竞争压力较小，而且国内大型核电站项目都倾向于和国内企业签订合同，因此公司的核电设备中大型铸锻件议价能力较高。公司引进海外高层次人才，增强研发能力和创新实力，大力投资大型核电锻件国产化技术改造项目，直至 2010 年六月末累计投资 2.62 亿元，公司将进一步加强自身的核心竞争力。核岛设备国内供应商有东方电气、上海电气、哈动力和一重四家大型国有企业，一重尚不具备核岛一回路成套供应，市场份额较小，预计明年审核通过后，公司核岛成套设备的市场占有率将大幅上升，而且核岛大型铸锻件的自行生产，公司将在未来十年中国清洁能源核电行业的飞速发展中分得很大一块蛋糕。

二、 核电将成为又一个“优先战略性新兴产业”

市场忧虑：铀矿我国共探明大小铀矿床(田)200 多个，主要分布在江西、广东、湖南、广西，以及新疆、辽宁、云南、河北、内蒙古、浙江、甘肃等地区，预计我国潜在铀矿资源总量将超过 200 万吨，只是目前地质勘察能力以及研究程度低下，只能探测到 500 米深的铀矿床，可能无法满足我国长期铀矿资源保障性需求。

战略资源可以不披露，关键在于发改委是否批准建设。今年 12 月，我国地质工作者在内蒙古鄂尔多斯盆地发现大型铀矿，储量达到 3 万吨，可供应 3 个百万千瓦级的核电站同时使用 60 年，而且经过进一步的勘探，预计会发展成为规模更大的超大型有矿床。除了在鄂尔多斯盆地，内蒙古二连盆地中部地区目前也已经探明产于白垩纪河湖相地层中的超大型有矿床，可以说，我们国家是属于世界上铀资源较为丰富的国家之一，有专家表示这次找到的铀矿完全可以满足为十多年我国核电发展的需要。

中国部分铀矿床表（截至 2009 年）

铀矿床名称	地区	矿床类型	状态	储量（吨）
白杨河铀矿床	新疆	火山岩型	已开采	500—1000
巴什布拉克铀矿床	新疆	砂岩型	已勘探	2500—5000
北安铀矿床	黑龙江	砂岩型	潜在	2500—5000
产子坪铀矿床	湖南	其他	已勘探	2500—5000
陈家庄铀矿床	陕西	侵入型	已勘探	500—1000
达拉地铀矿床	新疆	煤岩型	已开采	500—1000
贵溪铀矿床	江西	火山岩型	已开采	500—1000
沽源铀矿床	河北	火山岩型	已勘探	2500—5000
红石泉铀矿床	甘肃	侵入型	已勘探	500—1000
金银寨铀矿床	湖南	群脉状	已开采	5000—10000
库捷尔太铀矿床	新疆	砂岩型	运营中	10000—25000
连山关铀矿床	辽宁	群脉状	运营中	2500—5000
蒙其古尔铀矿床	新疆	煤岩型	已开采	500—1000
努和廷铀矿床	新疆	砂岩型	已勘探	10000—25000
青龙铀矿床	河北	砂岩型	潜在	5000—10000
十红滩铀矿床	新疆	砂岩型	运营中	2500—5000
腾冲铀矿床	云南	砂岩型	运营中	2500—5000
相山铀矿床	江西	火山岩型	运营中	10000—25000
下庄铀矿床	湖南	群脉状	已开采	5000—10000
东胜铀矿床	内蒙古	砂岩型	已开采	5000—10000

资料来源：国际原子能机构（IAEA）报告、东方证券研究所

我国对铀资源具有很强的前瞻性，预示着核电对我国的意义不仅是十年的规划而是长期能源结构必要组成。保障对未来十年的核电清洁能源的发展至关重要，中核集团通过国内生产、海外开发和国际贸易三渠道并举的方式保障我国天然铀资源的供应，包括加大国内各大铀矿区的勘探和开采力度（与内蒙古当地政府签订铀资源勘查开发及核技术应用战略合作框架协议），同时收购外国铀矿权益（收购加拿大采矿商 Khan Resources 在蒙古的 Dornod 铀矿权益）。预计在未来十年间，国际铀价将由于各国兴建核电站出现较长时间的上涨，但是对于核电的发展并无大碍，铀原料仅占到核电站成本的 5% 左右，而且三渠道使得铀原料的供应得到保障，可以认为铀原料对国内新建核电站的风险系数很小，基本消除了核电站因铀原料价高或是供应不足带来的收益风险，这样的核电能源产业环境有利于公司在核电设备行业的快速发展。

三、核电业务预测的依据

根据《核电中长期发展规划》，到 2020 年，核电运行装机容量争取达到 4000 万千瓦，并有 1800 万千瓦在建项目结转到 2020 年以后续建。核电占全部电力装机容量的比重从现在的不到 2% 提高到 4%，核电年发电量达到 2600~2800 亿千瓦时。预计到 2016 年，我国核电运行装机容量就能够达到 4000 万千瓦。

中国建设中核电站机组表

核电机组名称	容量（万千瓦）	开工时间	预计投运时间	投资额（亿元）
红沿河一期#1-#4	4 × 108	2007.8 / 2008.3 2009.3 / 2010.8	2012-2014	486
宁德一期#1-#4	4 × 108	2008.2 / 2008.11 2009.7 / 2010.3	2012-2015	490
福清一期#1#2	2 × 108	2008.11	2013-2014	800(268)
阳江一期#1-#4	4 × 108	2008.12 / 2009.6 2009.9 / 2010.7	2013-2015	960(742)
方家山#1#2	2 × 110	2008.12 / 2009.7	2013-2014	(269)
三门一期#1#2	2 × 125	2009.6	2013-2014	(250)
台山一期#1#2	2 × 175	2008.12 / 2010.1	2014-2015	(237)
海阳#1#2	2 × 125	2009.9 / 2010.6	2014-2015	(400)
昌江一期#1#2	2 × 65	2010.4	2015-2016	160
防城港一期#1#2	2 × 108	2010.7	2015	690(250)
总计	2928			

注：投资额括号内为本期投资额，括号外为核电站总投资额

资料来源：中国核电信息网、东方证券研究所

《京都协议书》及近期哥本哈根气候会议提出的低碳经济及碳减排计划已经促使中国大力发展清洁能源，预计根据拟定中的《新能源振兴规划草案》，更新后的 2020 年核电规划装机容量将达到 86GW（=8600 万千瓦），接近 90GW。该规划的装机目标将造就未来 10 年 1 万亿之巨的核电蛋糕，其中，核电设备投资约占其中的 50%，达到 5000 亿左右。

截至目前，我国共有 13 台在运行核电机组（不包括中国实验快堆工程），4 台已建成处于收尾调试阶段的核电机组，26 台在建核电机组，24 座左右筹备中的核电站。其中，公司已完成和正在完成的核电站项目包括：巴基斯坦恰希玛一、二期、中国首台实验快堆、秦山二期扩建、方家山、宁德、阳江、红沿河、福清、三门等核一级主设备，涵盖了 30 万、60 万、100 万、120 万千瓦等不同系列的核电机组，堆型包括快中子增殖堆和压水堆。

公司作为国内最大的核电大型铸锻件供应商，以及核电设备供应商之一，将随着今后大量新的核电站项目的开工，公司将迎来一次爆炸式的发展，预计公司明年能够实现年产 10 套核岛铸锻件和 5 套核岛一回路成套设备的产能规划。

中国部分筹建中核电站表

核电站名称	容量 (万千瓦)	投资额 (亿元)	备注
桃花江核电站	4 × 125	670	AP1000 核电机组，4 台机组同期建设
大畈（咸宁）核电站	4 × 125	650	非能动型压水堆，4 台 AP1000 机组
彭泽核电站	4 × 125	600	规划建设 4 台；加上后期建设 2 台 150 万千瓦
陆丰核电站	6 × 108	780	规划建设 6 台 CPR1000 核电机组
徐大堡核电站	6 × 108	250	规划建设 6 台，一期 2 台
涪陵核电站	4 × 125	700	规划建设 4 台 AP1000 核电机组，一期 2 台
海丰核电站	8 × 100		规划建设 8 台
三坝核电站	4 × 100	500(250)	规划建设 4 台，一期 2 台
龙游核电站	4 × 100	600	规划建设 4 台，一期 2 台
东港核电站	4 × 100	430	规划建设 4 台
芜湖核电站	4 × 100	460(230)	规划建设 4 台，一期 2 台
南阳核电站	6 × 100	400(260)	规划建设 6 台，一期 2 台
小墨山核电站	6 × 125	600	规划建设 6 台 AP1000 核电机组，分三期建设
靖宇核电站	4 × 125		规划建设 4 台 AP1001 核电机组
吉阳核电站	4 × 100	400(233)	规划建设 4 台，一期 2 台
漳州核电站	6 × 125	544	规划建设 6 台 AP1000 核电机组，一期 4 台
三明核电站	4 × 100	(270)	规划建设 4 台二代加改进型核电机组，一期 2 台
揭阳核电站	6 × 100		规划建设 6 台 AP1000 核电机组
韶关核电站	4 × 125	972.84	规划建设 4 台
佳木斯核电站	4 × 108	500	规划建设 4 台 CPR1000 核电机组，一期 2 台
苍南核电站	6 × 100		规划建设 6 台 CPR1000+核电机组，一期 2 台
松滋核电站	100	800	规划建设 4 到 6 台
烟家山核电站	4 × 125	700	规划建设 4 台，一期 2 台
肇庆核电站	6 × 125	500	规划建设 6 台 AP1000 核电机组

注：投资额括号内为本期投资额，括号外为核电站总投资额

资料来源：中国核电信息网、东方证券研究所

附件：

作者：马越

来源：中国证券报·中证网 2010—12—19

中国一重（601106）承制的我国首台完全自主化的红沿河核电站1号机组核反应堆压力容器，各项技术指标全部满足要求，12月18日完工发往辽宁红沿河。此举标志着我国百万千瓦级核岛主设备已完全实现国产化，达到了国际先进水平，具备了为我国核电建设标准化、批量化、规模化发展提供成套装备的能力。

核反应堆压力容器是压水堆核电站中的关键设备。在研制过程中，中国一重先后攻克重重技术难关，自主创新多项技术成果，并进行大量管理创新，使公司在核电设备生产研发管理等方面的能力得到了全面提升。

据介绍，目前，中国一重核压力容器和核岛锻件产品订货合同分别占国内市场的80%以上和90%以上。近日，公司还将签订咸宁AP1000核电汽轮机整锻低压转子和高中压电机转子供货合同，合同额约1.6亿元。

附表：财务报表预测与比率分析

损益表（人民币百万元）						现金流量表（人民币百万元）					
	2009	2010E	2011E	2012E	2013E		2009	2010E	2011E	2012E	2013E
营业总收入	9152.5	9541.4	11729.	14603.	18934.	税后利润	1189.2	1339.6	2045.4	2715.3	3704.3
营业成本	6334.8	6400.6	7734.3	9538.6	12258.	经常性现金支	1180.6	1026.2	933.03	858.89	792.45
主营业务税金	74.58	65.53	81.73	104.14	133.17	非经常性现金	(99.65)	30.30	35.26	33.28	30.88
销售费用	132.38	130.57	161.83	202.56	261.58	营运资金变动	(4027.)	(0.92)	(1151.)	(2149.)	(2867.)
管理费用	950.36	1097.2	1290.2	1533.3	1893.4	少数股东损益	(4.76)	(3.04)	0.00	0.00	0.00
财务费用	456.22	332.81	116.05	66.72	17.94	经营活动现金	(1762.)	2392.3	1861.8	1458.1	1660.1
营业利润	1204.1	1514.6	2345.3	3158.2	4369.6	资本开支	907.55	200.00	200.00	200.00	100.00
非经常性损益	125.12	4.22	5.77	(0.78)	(11.53)	其他投资	151.50	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	1329.2	1518.9	2351.0	3157.4	4358.0	投资活动现金	(767.6)	(198.8)	(198.6)	(198.4)	(98.09)
所得税	144.83	182.27	305.64	442.04	653.71	贷款增加	2379.6	(1700.)	0.00	0.00	0.00
净利润	1184.4	1336.6	2045.4	2715.3	3704.3	支付股利利息	(456.8)	(165.8)	(40.57)	(175.7)	(149.4)
少数股东损益	(4.76)	(3.04)	0.00	0.00	0.00	其他融资	1999.7	(157.6)	(426.1)	(394.4)	(457.7)
归属母公司净	1189.2	1339.6	2045.4	2715.3	3704.3	筹资活动现金	2464.2	5226.0	(1497.)	(1552.)	(1565.)
EPS（元/股）	0.26	0.20	0.31	0.42	0.57	现金净流量	(65.44)	7419.4	165.49	(292.9)	(3.22)
						现金期初余额	2299.9	2280.4	9699.8	9865.3	9572.3
资产负债表（人民币百万元）						现金期末余额	2234.5	9699.8	9865.3	9572.3	9569.1
	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	比率分析					
货币资金	2280.4	9699.8	9865.3	9572.3	9569.1		2009	2010E	2011E	2012E	2013E
应收账款票据	6456.3	6611.5	7872.5	9990.7	12899.	增长能力					
存货	5123.9	5120.4	6190.3	7646.7	9818.7	营收增长率	-10.33	4.25%	22.93	24.50	29.66
交易性金融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-2.88	9.51%	30.58	24.77	30.77
流动资产合计	15192.	22776.	25563.	29219.	34871.	EBIT 增长率	-9.73	11.27	33.23	31.02	36.05
长期投资	15.79	15.79	15.79	15.79	15.79	净利润增长率	18.52	12.85	53.03	32.75	36.42
固定资产	3926.2	4573.0	4359.2	4098.9	3858.3	盈利能力					
在建工程	1176.7	317.67	231.77	223.18	122.32	毛利率(%)	30.79	32.92	34.06	34.68	35.26
可供出售金融	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	净利率(%)	12.94	14.01	17.44	18.59	19.56
非流动资产合	7694.5	7397.3	7047.3	6738.4	6359.2	EBITDA 利润率	22.61	23.75	25.23	25.28	25.50
资产总计	22886.	30173.	32610.	35958.	41231.	ROA(%)	5.18%	4.43%	6.27%	7.55%	8.98%
循环借款	8633.2	4680.6	3649.6	2667.1	1709.1	ROE(%)	23.65	7.62%	10.57	12.55	15.01
应付账款	3151.3	3200.3	3830.8	4742.8	6093.2	ROIC(%)	11.37	14.02	15.86	17.80	14.66
预收账款	2193.1	2289.9	2975.8	3604.0	4695.0	偿债能力					
其他应交款	188.00	210.63	290.82	437.78	623.75	资产负债率	78.12	41.85	40.65	39.81	40.14
流动负债合计	14554.	11002.	11631.	12690.	14927.	流动比率(倍)	1.04	2.07	2.20	2.30	2.34
非流动负债合	3323.4	1623.4	1623.4	1623.4	1623.4	速动比率(倍)	0.60	1.48	1.53	1.54	1.51
负债合计	17878.	12626.	13254.	14314.	16551.	价值评估					
股本	4538.0	6538.0	6538.0	6538.0	6538.0	P/B(倍)	6.16	2.32	2.10	1.87	1.63
资本公积	(790.4)	8679.6	9088.7	9631.7	10372.	P/E(倍)	21.75	29.38	19.24	14.49	10.62
未分配利润	676.95	1681.7	2978.7	4588.2	6697.8	EV/收入(倍)	3.71	3.61	2.83	2.23	1.67
股东权益	5008.5	17547.	19355.	21644.	24679.	EV/EBITDA(倍)	16.42	15.18	11.22	8.81	6.54
负债和股东权	22886.	30173.	32610.	35958.	41231.	EV/EBIT(倍)	20.47	18.62	13.49	10.08	7.19

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

分析师免责声明

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 6 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。

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