



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

首次覆盖

证券研究报告

2011年11月4日

节能环保

研究部

陈俊华

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080511030014

chenjunhua@cicc.com.cn

陈舒薇

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080511100001

shuwei.chen@cicc.com.cn

审慎推荐

国电清新 (002573.SZ)

脱硫运营领域的先锋

主要财务信息

(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	550	331	321	479	958	1,436
(+/- %)	9	(40)	(3)	49	100	50
主营业务利润	167	98	135	190	379	569
(+/- %)	(7)	(41)	38	40	100	50
营业利润	93	25	58	132	285	438
(+/- %)	(30)	(73)	130	128	116	54
净利润	80	30	65	117	252	373
(+/- %)	(34)	(62)	116	80	115	48
每股盈利 (元)	0.73	0.27	0.59	0.40	0.85	1.26
(+/- %)	77	(62)	116	(33)	115	48
市盈率 (X)	33.4	89.1	41.2	61.5	28.6	19.3
市净率 (X)	9.6	8.9	7.3	6.4	5.3	4.4
ROE (%)	28.7	10.0	17.8	10.4	18.7	22.7
股息收益率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.3	0.5	1.0

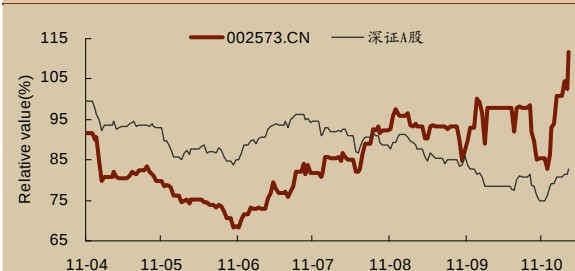
股票信息

	A-股
股票代码	002573.CH
当前股价	人民币24.37元
日成交量 (百万股)	13.49
52周最高价/最低价	人民币25.66/15.31元
总市值 (百万元)	7,214
发行股数 (百万股)	296
流通股数 (百万股)	76
主要股东 (持股比例)	北京世纪地和科技 (50.15%)

相对走势

%	Last week	1m	3m	YTD
002573.CH	+30.81	+10.77	+27.52	+8.31
深证A股指数	+8.95	+5.92	-8.57	-16.86
电力板块指数	+7.00	-1.80	-5.20	-13.10

股价表现



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

投资亮点:

看好公司在脱硫工程及运营领域的发展前景,技术优势助力公司在西部缺水地区的拓展火电脱硫项目。

脱硫特许经营经验丰富, 2012-13 年持续高增长。公司为国家首批脱硫特许经营试点公司之一,目前稳定运营大唐托克托8台共480万kw的脱硫资产。在2011年初,公司和大唐发电签订2批,累计超过700万kw脱硫运营项目合作协议。第一批拟收购特许经营项目涉及13台共486万kw脱硫运营项目,有望于年内完成。为公司2012、13年运营收入提供增长动力。

十二五政策环境有助于公司业务扩张。公司是目前唯一一个拥有特许经营脱硫运营经验的上市公司。脱硫特许经营更适合十二五环保政策要求。1) 脱硫标准由200mg/m³下降至100mg/m³,增加了脱硫达标难度,为专业化脱硫运营商提供了市场空间; 2) 专业化脱硫运营有助于提高行业集中度,加强排放监管。

技术优势+资金实力确保其长期发展。1) 公司拥有完全自主知识产权的旋汇耦合脱硫以及从德国WKV引进享有排他性使用权的活性焦干法脱硫两项技术。较传统脱硫技术,前者拥有低造价优势:比常规脱硫造价低15-20%;后者拥有节水优势,为公司争取西部缺水地区的脱硫工程提供优势。2) 2011年公司上市,超募资金8.43亿元,目前负债率为24%,充备资金为公司持续扩张提供支持。

财务预测:

预计2011-13年公司净利润复合增长率79%,净利润分别为1.17、2.52、3.73亿元,对应EPS为0.40、0.85、1.26元,同比增长80%、115%、48%。盈利主要源自于脱硫运营和脱硫工程业务。

估值与建议:

首次关注并给予“审慎推荐”评级。当前股价对应2011-2013年市盈率分别为:62x、29x、19x。若公司对于大唐脱硫运营项目收购超预期,2012年业绩仍有提升空间。

风险:

脱硫运营收购低于预期。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

目录

公司简介.....	3
公司股权结构	3
公司业务结构	3
投资亮点.....	6
公司处在一个刚刚起步的蓝海市场	6
技术构筑竞争优势	7
在手合同饱满确保 12 年脱硫 BOT 规模翻番	8
盈利预测与估值.....	9
风险.....	10

图表

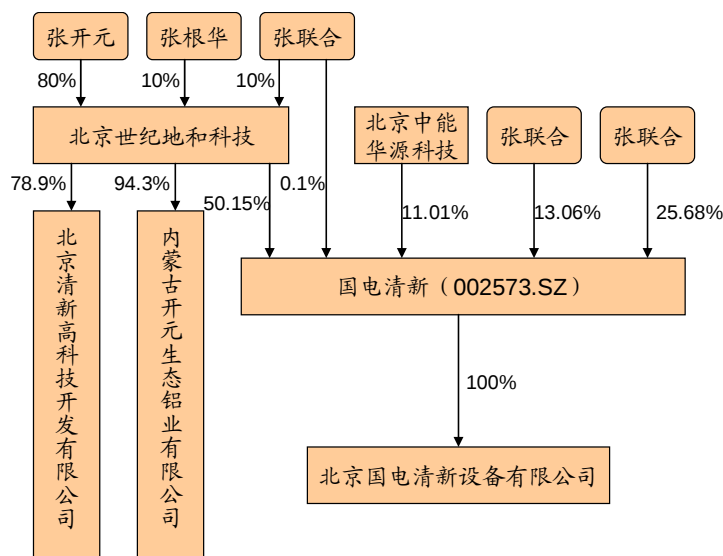
图表 1: 国电清新股权结构	3
图表 2: 公司营业收入及营业利润	3
图表 3: 公司营业收入结构	4
图表 4: 公司营业利润结构	4
图表 5: 脱硫运营毛利率明显高于脱硫建造	4
图表 6: 国电清新营业收入位列国内主要脱硫上市公司第 4	5
图表 7: 国电清新净利润位列国内主要脱硫上市公司第 4	5
图表 8: 国电清新销售毛利率提升, 位于行业前列	5
图表 9: 2007 年脱硫加价出台后脱硫装机占比快速上升	6
图表 10: 11 年上半年除西藏、北京外, 各省氮氧化物排放量皆不降反升	7
图表 11: 十二五期间脱硫脱硝运营费用将达 1300 亿元	7
图表 12: 国电清新脱硫运营市场份额占比第一	8
图表 13: 国电清新脱硫工程及运营业务情况	8
图表 14: 国电清新收入结构、EBIT 利润率	9
图表 15: 国电清新净利润及资产负债率	9
图表 16: 国电清新历史和预测的财务指标	11
图表 17: 环保行业可比公司估值表	12

公司简介

公司股权结构

国电清新成立于 2007 年 4 月，并于 2011 年 4 月在深交所上市。世纪地和和张开元分别为其控股股东和实际控制人。公司专业从事燃煤电厂烟气脱硫装置的建设和运营。2003 年，公司凭借其自主研发的“旋汇耦合脱硫装置”进入脱硫市场，2008 年，公司获得了大唐托克托电厂的特许经营项目，并由此进入脱硫特许经营领域。

图表 1：国电清新股权结构

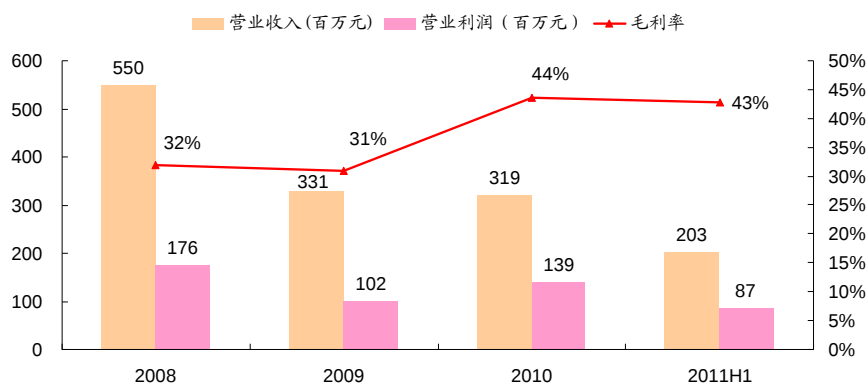


资料来源：公司公告，中金公司研究部

公司业务结构

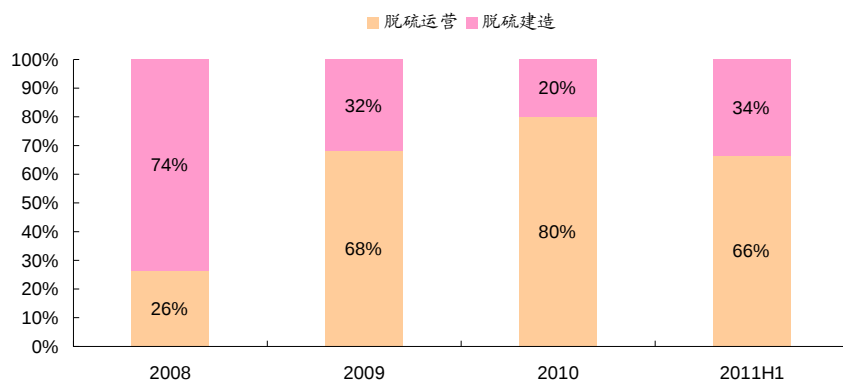
业务转型明显：从脱硫建造进入脱硫运营。2009 年以前，公司的收入主要来自脱硫工程。自 2009 年，脱硫运营业务后来居上，收入占比过半甚至一度达到八成，相应毛利占比达 91%，并因此带来公司毛利率和整体业绩的提升。虽然目前公司主要集中在脱硫业务，但公司在脱硝领域技术储备充分，目前正进行脱硫脱硝一体化示范项目。

图表 2：公司营业收入及营业利润



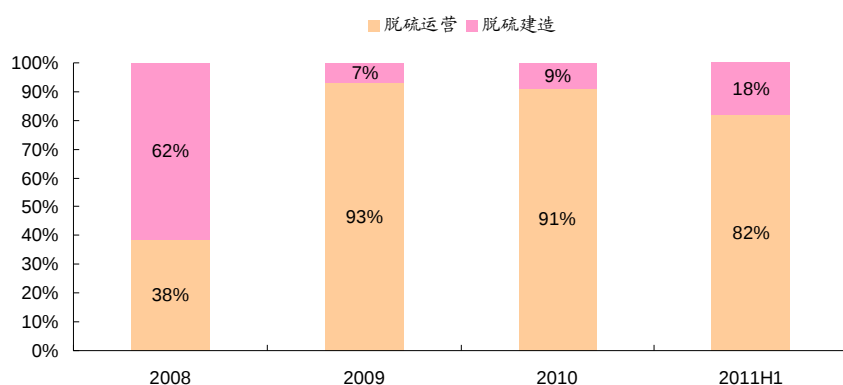
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 3：公司营业收入结构



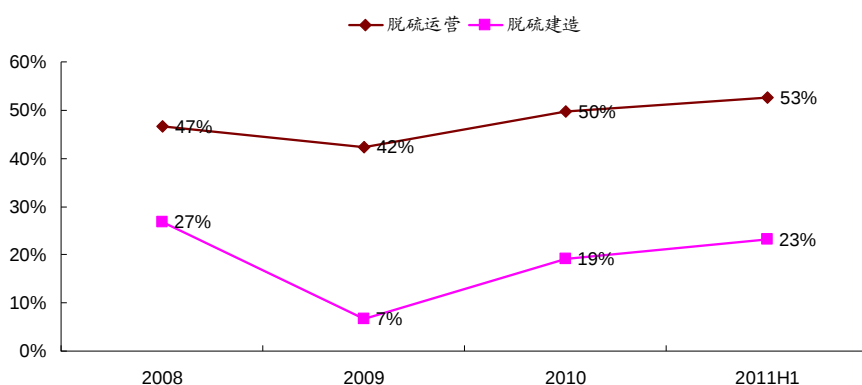
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 4：公司营业利润结构



资料来源：公司数据，中金公司研究部

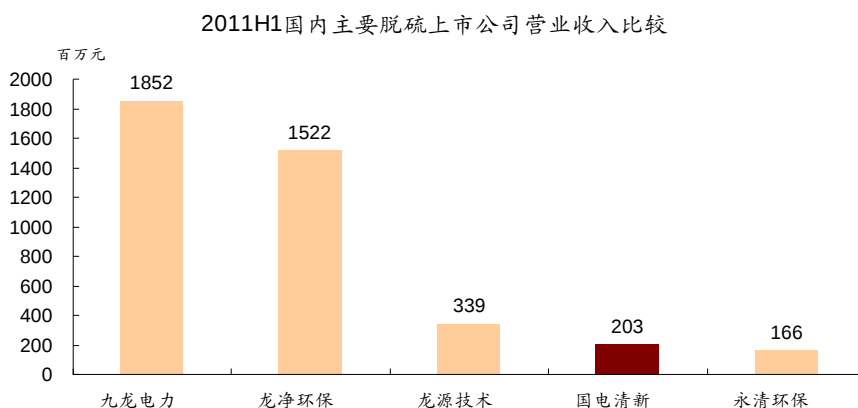
图表 5：脱硫运营毛利率明显高于脱硫建造



资料来源：公司数据，中金公司研究部

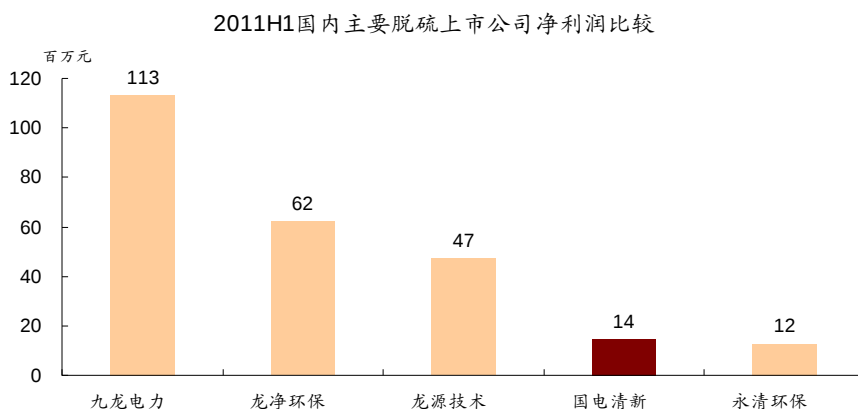
公司盈利能力位居行业前列。虽然公司营业收入和利润均位于国内主要脱硫上市公司第 4，规模较小，但公司总资产回报率位于行业中上游，销售毛利率在行业内名列前茅，显示出公司良好的盈利能力。

图表 6：国电清新营业收入位列国内主要脱硫上市公司第 4



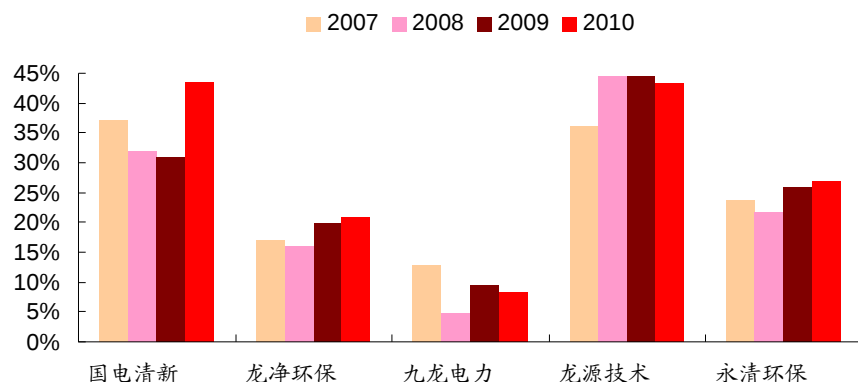
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 7：国电清新净利润位列国内主要脱硫上市公司第 4



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 8：国电清新销售毛利率提升，位于行业前列



资料来源：公司数据，中金公司研究部

投资亮点

公司处在一个刚刚起步的蓝海市场

我们认为，国电清新主业脱硫 BOT 运营，是十二五大气治理企业盈利模式的主要发展方向，市场刚刚起步，且有配套电价政策保障，发展空间巨大。

1) 我们认为十二五脱硫脱硝企业将逐步由工程承包，转为 BOT 运营的持续性盈利模式，主要源于：

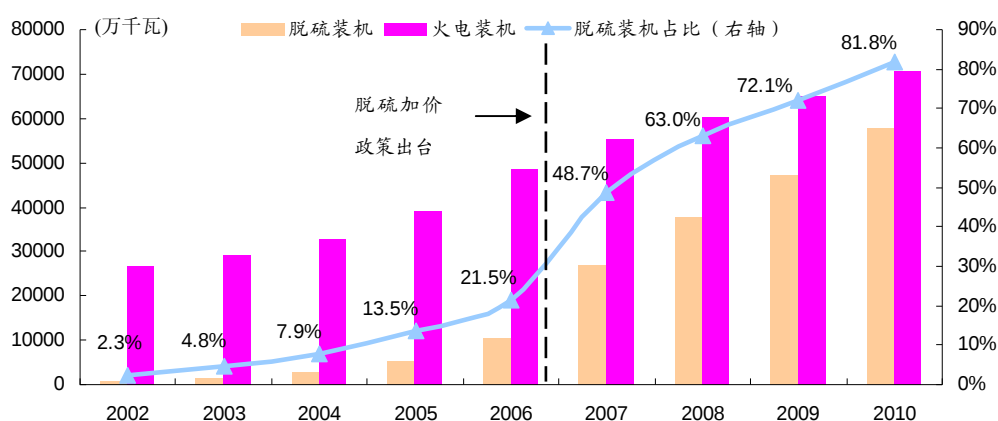
- 减排提标：新建机组脱硫标准由 200mg/m³ 下降至 100mg/m³，新增脱硝标准 100mg/m³，日趋严格的减排要求提高了脱硫脱硝难度，为专业运营商开创了市场空间。
- 便于监管：十一五由于火电厂分散度高，烟气超标排放的惩罚力度较轻，且实施不到位，出现脱硫设施投运率低、技术创新进展缓慢等问题。我们认为十二五将采用 BOT 模式外包给脱硫脱硝运营企业，通过提高该行业的集中度达到增强排放监管的目的。

2) 脱硫脱硝电价保障相应市场投入。政府通过电费政策，保证脱硫脱硝运营的盈利水平，进而保证相应市场的资金投入。以脱硫市场为例，十一五，我国明确 1.5 分/kwh 的脱硫加价，推动脱硫设备黄金发展期，5 年新增脱硫装机 5.25 亿千瓦，累计投资额达到 788 亿元，在此基础上，07 年推出脱硫特许经营试点。十二五，我们对脱硝电价出台保持乐观。预计脱硝加价明年上半年明确的概率大，这将加速脱硝运营的成长步伐。

- 2011 年上半年，我国氮氧化物排放量不降反增，加大十二五减排压力，我们认为这将加速政府对于脱硝加价政策的出台步伐。
- 目前电网处于盈利高位，具备承受成本上升的能力。即使考虑每年新增 2 亿 kw 脱硝设备，0.01 元/kwh 脱硝加价的标准，增加电网购电成本约 40 亿元，以 2010 年数据测算，占电网当年购电成本 0.22%，税前利润总额的 7%。

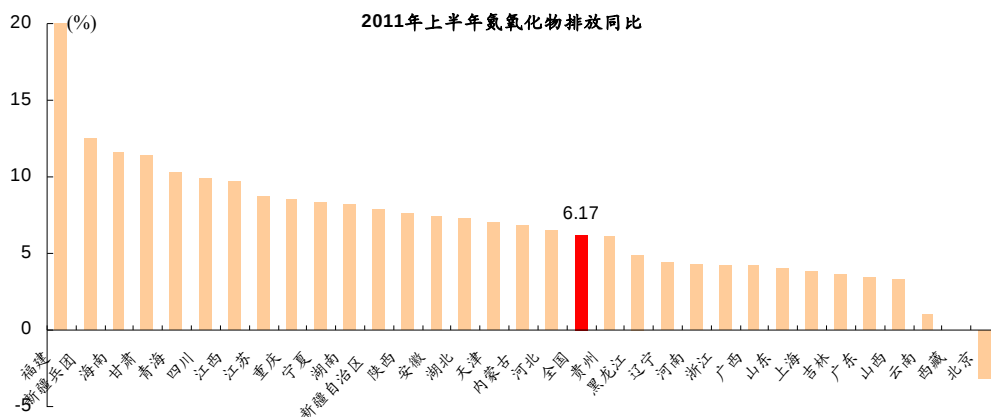
3) 脱硫、脱硝运营市场可达 1300 亿元。按照现行平均 1.5 分/千瓦时的脱硫电价、预计 1 分/千瓦时的脱硝电价，火电厂平均 5000 小时的利用小时，以及国家对火电装机的十二五规划，假设火电装机中 50%开展脱硫 BOT 运营、04 年以来投产的火电装机中 50%开展脱硝 BOT 运营，则十二五期间脱硫脱硝运营市场将达 1300 亿元。

图表 9: 2007 年脱硫加价出台后脱硫装机占比快速上升



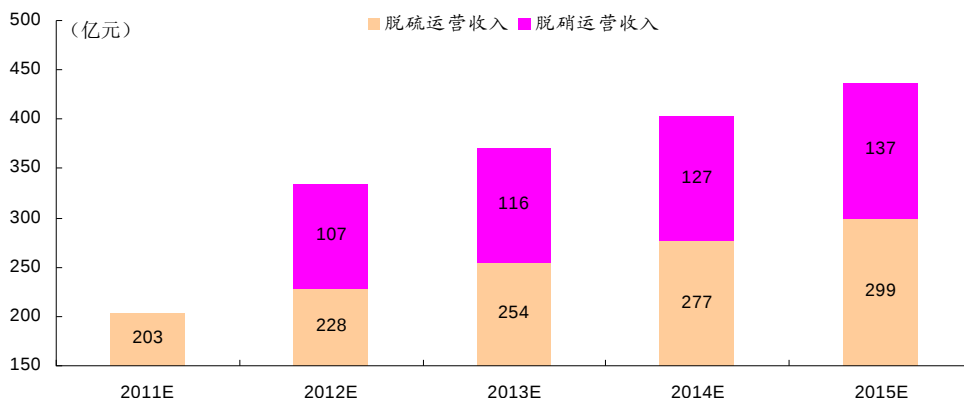
资料来源：中电联、中金公司研究部

图表 10:11 年上半年除西藏、北京外，各省氮氧化物排放量皆不降反升



资料来源：环保部，中金公司研究部

图表 11: 十二五期间脱硫脱硝运营费用将达 1300 亿元



资料来源：中电联，中金公司研究部

技术构筑竞争优势

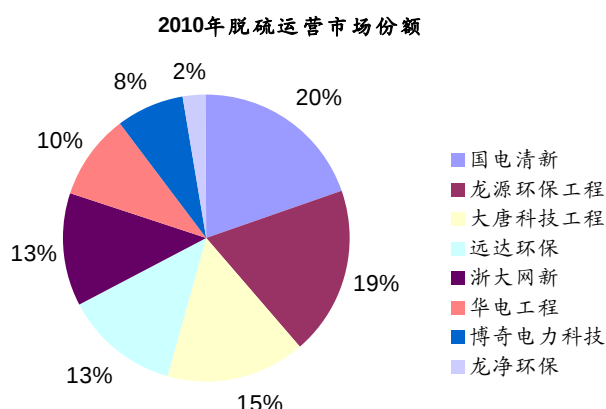
湿法脱硫有成本优势。与其他竞争对手不同，公司采用的旋汇耦合湿法脱硫技术具有完全自主知识产权，相对于使用国外技术的公司而言，节省了技术使用费和专家服务费，因此公司湿法工程及运营毛利率相对较高，具有成本优势。以最近中标的店塔电厂 BOT 项目为例，单位造价仅 94 元/千瓦，普通湿法脱硫造价在 100-200 元/千瓦之间。

活性焦干法占据富煤缺水市场。该技术原理是利用活性焦内的孔结构吸附二氧化硫、氮氧化物分子，并同时清除汞等重金属、二恶英等有害物质。技术优势在于节水和集成净化：

- 1) 节水：两台 60 万千瓦机组采用湿法脱硫，一年需耗水百万吨；干法技术则基本不需水。这一优势充分适用于富煤缺水的煤电基地，随着这些地区的煤电项目建设启动，活性焦干法也将相应得以推广。乐观预计公司 2009 年中标的神华胜利电厂项目将于 12 年开始贡献业绩。
- 2) 集成净化：脱硫、脱硝、脱汞一体化。

技术领先成就公司市场地位。根据中电联初步统计，截止 2010 年底，公司参与特许经营试点的运营机组装机容量 480 万千瓦，占全国批准实施特许经营试点机组的 19.60%，位居全行业之首。

图表 12：国电清新脱硫运营市场份额占比第一



资料来源：中电联，中金公司研究部

在手合同饱满确保 12 年脱硫 BOT 规模翻番

公司目前已投运的脱硫 BOT 资产为大唐托克托#1-8 机组共 480 万千瓦；去年公司中标《大唐国际烟气脱硫特许经营一标段》，共 23 台机组 796 万千瓦，今年年初，公司已和大唐签订 5 个电厂共 486 万千瓦的脱硫运营合同，预计年底前完成资产交割手续，12 年可贡献全年盈利。暂不考虑后续 10 台机组 310 万千瓦，按照已锁定的合同，明年公司脱硫 BOT 业务装机规模即可扩张一倍以上。

图表 13：国电清新脱硫工程及运营业务情况

脱硫工程	电厂	装机容量(MW)	装机情况	合同金额(万元)	合同签订时间
2008	唐山新区热电项目	200	1x200	4520	2008
	通辽电厂项目	400	2x200	6426	2008
	抚顺电厂项目	400	2x200	7272	2008
	新余电厂项目	440	2x220	7838	2008
	华能新华电厂项目	330	1x330	4927	2008
	小计	1770		30983	
2009	临汾热电项目	600	2x300	6146	2009.04
2010	太原二热改造项目	200	1x200	2760	2010.03
	东营热电项目	600	2x300	3430	2010.03
	华润电力项目	2000	2x1000	11088	2010.09
	小计	2800		17278	
2011	神华胜利电厂干法项目	1320	2x660	80000	尚未签订总承包合同
	长春热电发展有限公司 3、4 号机组脱硫系统改造工	400	2*200	6665	2011.07
脱硫运营	电厂	装机容量(MW)	装机情况	收购价(万元)	合同签订时间
2010	托克托电厂	3600	6x600	73500	2010.09
	托克托第二电厂	1200	2x600		2010.09
	小计	4800			
2011	大唐烟气脱硫特许经营	4860	13 台机组		2010 年 12 月中标
	其中：				
	--内蒙古大唐国际呼和浩特发电	600	2x300		2011.01
	--河北大唐国际唐山热电	600	2x300		2011.01
	--河北大唐国际迁安热电	220	1x220		2011.01
	--浙江大唐乌沙山发电	2400	4x600		2011.01
	--山西大唐国际云冈发电	1040	2x220+2x300		2011.01
	神华神东电力公司店塔电厂改建 2x660MW 工程烟	1320	2x660	12460	2011.08
	重庆石柱发电厂新建工程 2x350MW 超临界机组脱	700	2x350	25000	2011.08
	小计	11680			

资料来源：公司公告，中金公司研究部

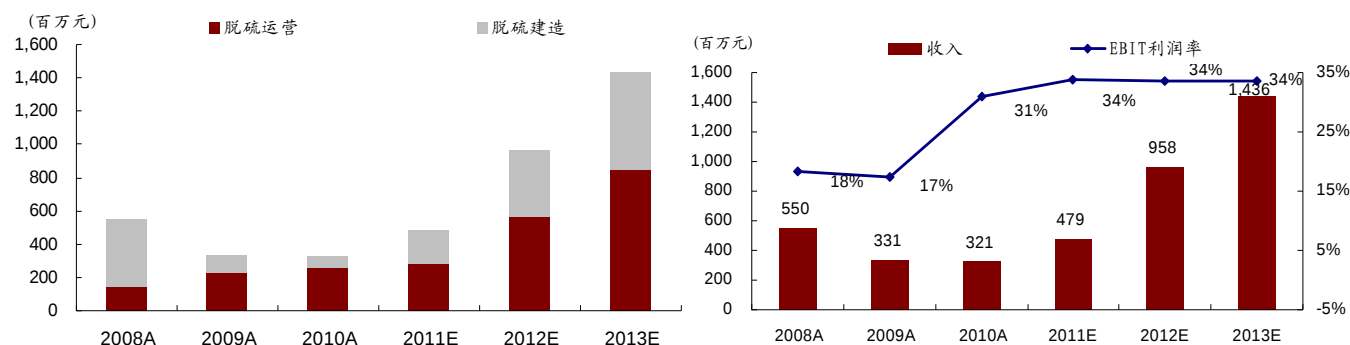
盈利预测与估值

我们预计 2011-2013 年公司收入为 4.79、9.58、14.36 亿元，净利润 1.17、2.52、3.73 亿元，对应每股收益 0.40、0.85、1.26 元。利润增长主要来自于脱硫运营和脱硫制造业务的规模扩张。当前股价对应 2011-2013 年市盈率分别为 62x、29x、19x。考虑到公司凭借在脱硫 BOT 领域的先发优势，积累丰富工程经验，未来订单争取能力较强。首次给予“审慎推荐”评级。

主要预测如下：

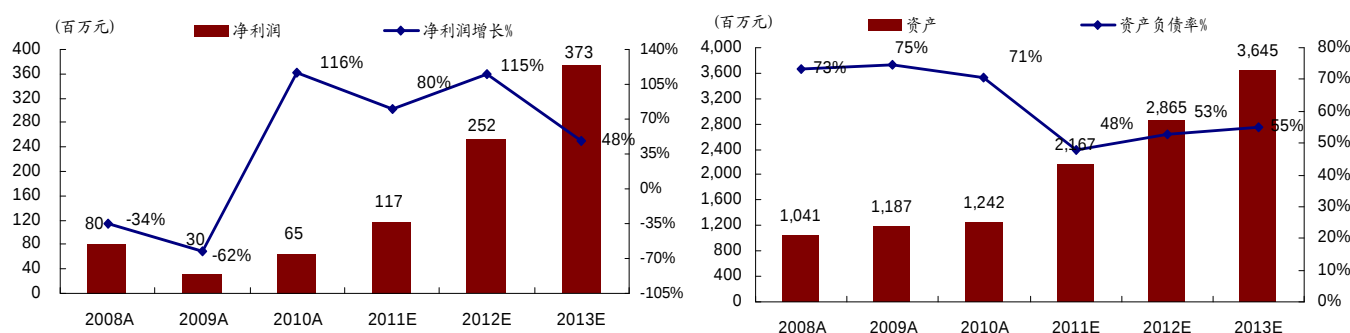
- ▶ 2011-2013 年营业收入增幅分别为：49%、100%、50%，主要来自脱硫运营和脱硫制造业务的规模扩张。仅考虑公司目前在手脱硫运营合同的签订情况，也可保证明年脱硫 BOT 业务 100% 的增长；同时，有成本优势的湿法脱硫、节水性能优异的干法脱硫等技术将使得公司在脱硫工程市场中拿订单能力突出，保守预计脱硫工程未来 2 年年均增速 140% 以上。
- ▶ 2011-2013 年毛利率为 41%。2010 年公司营业利润 91% 来自脱硫运营，随着二氧化硫排放标准趋严，脱硫工程市场开始回暖，公司从今年开始脱硫工程业务占比同步回升，考虑到脱硫工程 25% 的毛利水平，相较脱硫运营 50% 的毛利水平为低，2011 年以后公司综合毛利水平因为产品结构变化稍有回落。

图表 14：国电清新收入结构、EBIT 利润率



资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 15：国电清新净利润及资产负债率



资料来源：公司数据、中金公司研究部

风险

脱硫运营收购低于预期。2010 年公司中标《大唐国际烟气脱硫特许经营一标段》，共 23 台机组共 796 万千瓦，今年年初，公司已和大唐签订 5 个电厂共 486 万千瓦的脱硫运营合同；剩余 10 台机组共 310 万千瓦的脱硫资产收购仍存不确定性，我们出于谨慎考虑未将其纳入盈利预测中。

图表 16：国电清新历史和预测的财务指标

(单位：百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
损益表						
主营业务收入	550	331	321	479	958	1,436
主营业务成本	374	229	181	283	567	850
主营业务利润	167	98	135	190	379	569
减：营业费用	14	9	5	5	10	14
减：管理费用	53	36	32	24	48	72
财务费用	8	33	41	29	37	45
营业利润	93	25	58	132	285	438
利润总额	92	27	59	133	286	439
所得税	12	(3)	(6)	16	34	66
少数股东损益	-	-	-	-	-	-
净利润	80	30	65	117	252	373
资产负债表						
货币资金	63	137	184	1,020	1,548	2,211
应收帐款	178	89	86	128	256	385
存货	42	32	31	47	94	140
其他流动资产	33	23	23	34	68	102
流动资产合计	316	282	324	1,229	1,966	2,838
长期投资	-	-	-	-	-	-
固定资产及在建工程	723	897	910	929	891	799
资产合计	1,041	1,187	1,242	2,167	2,865	3,645
短期借款	-	-	-	-	-	-
应付帐款	715	209	202	302	604	906
预收帐款	6	8	8	12	23	35
应交税金	19	7	6	10	19	29
流动负债合计	756	333	323	482	963	1,445
长期借款	-	551	551	551	551	551
负债合计	762	886	876	1,035	1,516	1,998
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
股本	110	110	110	296	296	296
储备和未分配利润	169	191	256	836	1,053	1,350
股东权益合计	279	301	366	1,132	1,349	1,646
负债及股东权益合计	1,041	1,187	1,242	2,167	2,865	3,645
现金流量表						
经营活动产生的现金流量	35	134	179	269	506	639
投资活动产生的现金流量	(110)	(666)	(88)	(100)	(50)	0
筹资活动产生的现金流量	0	612	(44)	667	72	24
主要财务比率						
增长						
收入	9%	-40%	-3%	49%	100%	50%
息税前利润	-24%	-43%	71%	63%	100%	50%
税前利润	-32%	71%	119%	126%	115%	53%
净利润	-34%	62%	116%	80%	115%	48%
利润率						
毛利率	30%	30%	42%	40%	40%	40%
息税折旧摊销前利润率	25%	36%	55%	50%	43%	40%
息税前利润率	18%	17%	31%	34%	34%	34%
税前利润率	17%	8%	18%	28%	30%	31%
净利润率	15%	9%	20%	24%	26%	26%
流动性比率						
速动比率	0.36	0.75	0.91	2.45	1.94	1.87
流动比率	0.42	0.85	1.00	2.55	2.04	1.96
杜邦分析						
净利润率	15%	9%	20%	24%	26%	26%
资产周转率	0.5	0.3	0.3	0.2	0.3	0.4
资产/股东权益	3.7	3.9	3.4	1.9	2.1	2.2
净资产回报率	29%	10%	18%	10%	19%	23%

资料来源：公司数据。中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 17: 环保行业可比公司估值表

		2011-11-3		总股本 流通股本 总市值			EPS				P/E(x)				P/B(x)			
		股价	投资建议	(百万股)	(百万股)	(十亿)	2010A	2011E	2012E	2013E	2010A	2011E	2012E	2013E	2010A	2011E	2012E	2013E
涉及领域	上市公司																	
废气治理	龙源技术	58	推荐	158	40	9	1.19	1.14	1.51	1.74	49	51	38	33	6.1	5.5	5.0	4.4
	国电清新	24.37	审慎推荐	296	76	7	0.59	0.40	0.85	1.26	41	62	29	19	7.3	6.4	5.3	4.4
	永清环保	50.5	审慎推荐	67	17	3	0.83	1.03	1.91	2.33	61	49	26	22	20.7	4.0	3.5	3.1
	九龙电力	14.54	中性	512	232	7	0.08	0.06	0.38	0.71	185	257	39	20	5.2	2.9	2.7	2.5
	燃控科技	28.18	中性	108	28	3	0.57	0.78	1.05	1.10	49	36	27	26	2.8	2.2	2.1	2.0
废水治理	碧水源	44.44	推荐	323	119	14	1.20	0.97	1.61	2.50	37	46	28	18	2.2	4.5	4.0	3.4
	首创股份	5.58	审慎推荐	2,200	2,200	12	0.22	0.27	0.31	0.34	25	21	18	16	2.4	2.2	2.1	2.0
	重庆水务	7.22	审慎推荐	4,800	500	35	0.27	0.29	0.34	0.39	27	25	21	19	3.2	3.0	2.9	2.8
	中电环保	26.54	审慎推荐	100	25	3	0.60	0.69	0.92	1.09	44	39	29	24	10.1	3.3	3.0	2.7
	维尔利	49.78	审慎推荐	53	13	3	1.14	1.11	1.64	2.11	44	45	30	24	16.7	2.8	2.6	2.4
余热利用	易世达	21.92	审慎推荐	118	30	3	1.12	0.50	0.73	0.99	20	44	30	22	1.3	2.4	2.3	2.1
环境监测	先河环保	20.72	中性	156	39	3	0.39	0.38	0.47	0.60	53	55	44	35	3.0	3.7	3.5	3.2
平均值											53	61	30	23	6.7	3.6	3.3	2.9
中间值											44	45	29	22	4.2	3.2	3.0	2.8

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未打算提供给零售客户使用。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及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业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road,
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED