

雅砻大渡河双丰收，水电白马迎来收获期

——川投能源（600674）调研报告

要点：

- **主营业务：**公司前身是川投峨眉铁合金厂，2004 年经过资产置换转型电力行业。随后经过一系列资本运作，田湾水电站 80% 股权水电资产、新光硅业 38.9% 股权新能源资产、二滩水电 48% 股权水电资产注入上市公司，主营业务转变成为以水电开发和新能源为主的能源公司，“以能源为核心，适度多元化”的发展思路十分明确。
- **受益“两江”快速滚动发展：**公司分别持有二滩公司国电大渡河 48% 和 10% 的股权，分别负责实施雅砻江和大渡河流域的水能资源开发。二滩开发第一阶段总装机 330 万千瓦，目前已经投产；第二阶段至 2015 年实现新增容量 1140 万千瓦，总装机达 1470 万千瓦，包括锦屏一（360 万千瓦）、锦屏二（480 万千瓦）、官地（240 万千瓦）、二滩（330 万千瓦）、桐子林（60 万千瓦）。大渡河目前装机 560.28 万千瓦，未来亦发展迅速，到“十二五”末将达到 780 万千瓦。未来四年中，川投能源权益装机将从现在的 271.35 万千瓦提高至 843.96 万千瓦，年复合增速超过 30%。从远期看，当雅砻江和大渡河上游电站尤其是龙头水库陆续投产后，对下游的调节作用将逐步显现，两江整体调节分配水资源的能力将进一步加强，机组发电量（尤其是枯水期）发电量将得到提升，机组运行也将更为稳定。
- **其它业务此消彼长：**新光硅业曾经作为集团的优质资产注入上市公司，并且成为市场炒作的热点。不过时过境迁，随着多晶硅价格的一路下行，其盈利能力每况愈下。目前进口多晶硅价格已跌破公司成本线，我们认为下游需求短期难以出现大幅反转，多晶硅价格大反弹希望较小，新光硅业今年和明年盈利堪忧。而川投能源控股 50% 的交大光芒的轨道交通自动化业务未来增长则相对明晰，7.23 动车事故对高铁的电力自动化控制系统提出了更高的要求。此外，公司推出一系列数字水利产品，既成为公司的另一利润增长点，又可为川投水电提供科学的服务，增强梯级水资源合理调配与高效利用能力。预计未来几年公司可保持 30% 左右的增速。
- **盈利预测与投资建议：**考虑增发摊薄股本，我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.39 元、0.46 元和 0.68 元，对应 PE29.6X、24.8X 和 16.9X。考虑公司在四川省内水电资源的快速滚动开发带来的成长，以及大股东川投集团对上市公司不遗余力的支持，我们维持公司“推荐”的投资评级。
- **风险提示：**电站建设进度落后于预期；气候因素导致来水偏枯。

报告日期：2011 年 12 月 7 日

分析师

桂方晓 执业证书编号 S1070511070001
(86-21) 61683506

✉ guifx@cgws.com

联系人

熊杰 从业证书编号 S1070111030013
(86-10) 88366060-8838

✉ xiongji@cgws.com

李冬婷 从业证书编号 S1070111100019
(86-10) 88366060-8781

✉ ldt@cgws.com

投资评级：推荐（维持）

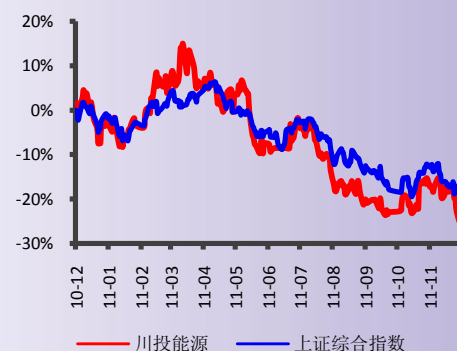
市场数据：

目前股价	11.47
总市值（亿元）	107.01
流通市值（亿元）	62.8
总股本（万股）	93292
流通股本（万股）	54744
12 个月最高/最低	18.08/11.37

公司盈利预测（百万）

	2011E	2012E	2013E
营业收入	1202	1244	1298
(+/-%)	9.8%	3.5%	4.4%
净利润	425	506	745
(+/-%)	24.9%	19.0%	47.2%
摊薄 EPS	0.388	0.462	0.679
PE	29.6	24.8	16.9

股价表现图



独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

目 录

1、资本运作造就水电蓝筹	4
2、水电资源丰富，滚动发展迅速	5
2.1 二滩公司——2013 年起装机集中投产	5
2.2 大渡河	7
2.3 田湾河	8
3、其它——重点看新光硅业和交大光芒	9
3.1 新光硅业盈利能力大降	9
3.2 交大光芒规模虽小成长迅速	9
4、盈利预测与投资建议	10

图目录

图 1 公司目前股东结构情况图示	4
图 2 川投能源 2011Q3 利润细分	4
图 3 雅砻江梯级开发示意图	6
图 4 大渡河梯级开发示意图	8
图 5 田湾河梯级水电开发示意图	8

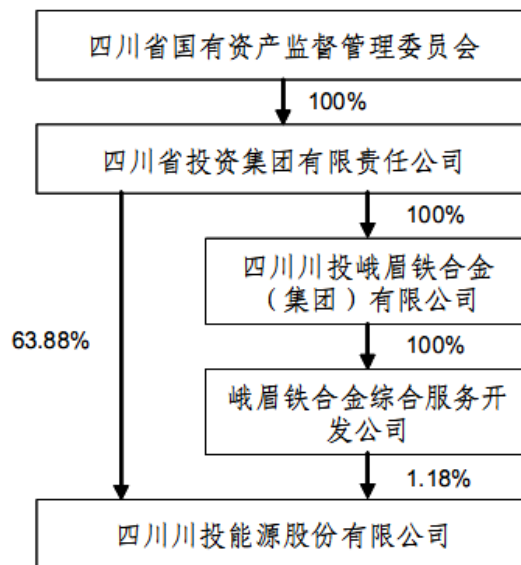
表目录

表 1 公司主要控股和参股公司	5
表 2 二滩公司各项目情况	6
表 3 二滩电站投产情况	7
表 4 新光硅业近三年经营情况	9
表 5 交大光芒近三年经营情况	10
表 6 二滩公司盈利预测	10
表 7 国电大渡河盈利预测	10
表 8 田湾河盈利预测	11

1、资本运作造就水电蓝筹

公司的前身为峨眉铁合金厂，1988 年改组成立了“峨眉铁合金（集团）股份有限公司”；2004 年公司进行了重大资产置换，以全部铁合金资产置换川投集团持有的四川嘉阳电力 95%股权，主营业务实现了由铁合金向电力行业的转移。公司控股股东为四川省投资集团有限责任公司，目前持有公司 63.88% 的权益，是四川省人民政府的主要投资主体；公司实际控制人为四川省政府国有资产监督管理委员会。

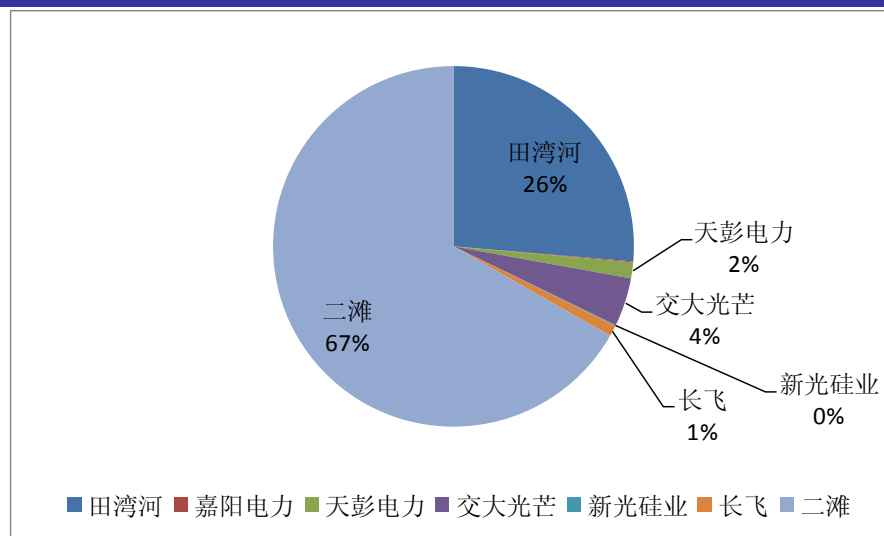
图 1 公司目前股东结构情况图示



资料来源：公司公告，长城证券研究所

公司现拥有田湾河、嘉阳电力、天彭电力、交大光芒 4 家控股公司；拥有二滩水电、新光硅业（相对控股）、长飞四川、国电大渡河 4 家参股公司，电力尤其是水电收入为公司最主要业务收入。

图 2 川投能源 2011Q3 利润细分



资料来源：公司公告，长城证券研究所



2007 年以来，通过非公开发行股票和现金收购等方式，将田湾水电站 80% 股权优质水电资产、新光硅业 38.9% 股权新能源资产、二滩水电 48% 股权优质水电资产注入上市公司，公司已发展成为以能源产业为主导、资产质量优异、收益稳定、盈利能力持续走强的优质上市公司，主营业务转变成为以水电开发和新能源为主的能源公司，公司未来的快速增长主要依托与雅砻江和大渡河流域的水电开发，同时分享光纤光缆、轨道自动化等业务带来的股东收益，“以能源为核心，适度多元化”的发展思路十分明确。

表 1 公司主要控股和参股公司

名称	所属行业	股权占比
田湾河	水电	80%
嘉阳电力	火电	95%
天彭电力	水电	95%
二滩	水电	48%
大渡河	水电	10%
新光硅业	多晶硅	38.9%
交大光芒	轨道交通自动化业务	50%
四川长飞	光纤光缆	49%

资料来源：公司公告，长城证券研究所

2、水电资源丰富，滚动发展迅速

中国是世界上水能资源最丰富的国家之一，经济可开发装机容量约为 4 亿千瓦，而四川又是中国水资源最丰富的省份，号称“千河之省”，四川境内河流众多，径流丰沛，落差巨大，水能资源极为丰富。全省水能资源理论蕴藏量为 1.43 亿千瓦；技术可开发量 1.03 亿千瓦，年发电量 5563.34 亿千瓦时；经济可开发量 7611 万千瓦，年发电量 4017 亿千瓦时，均占全国的四分之一，是我国水能资源最富集的地区。仅长江上游的金沙江、雅砻江和大渡河在四川境内的技术可开发量就达 7675 万千瓦，“三江”干流梯级水电站大部分装机容量可达数百万千瓦，最大的可达 1200 万千瓦以上，可建成我国最大的水电能源基地。

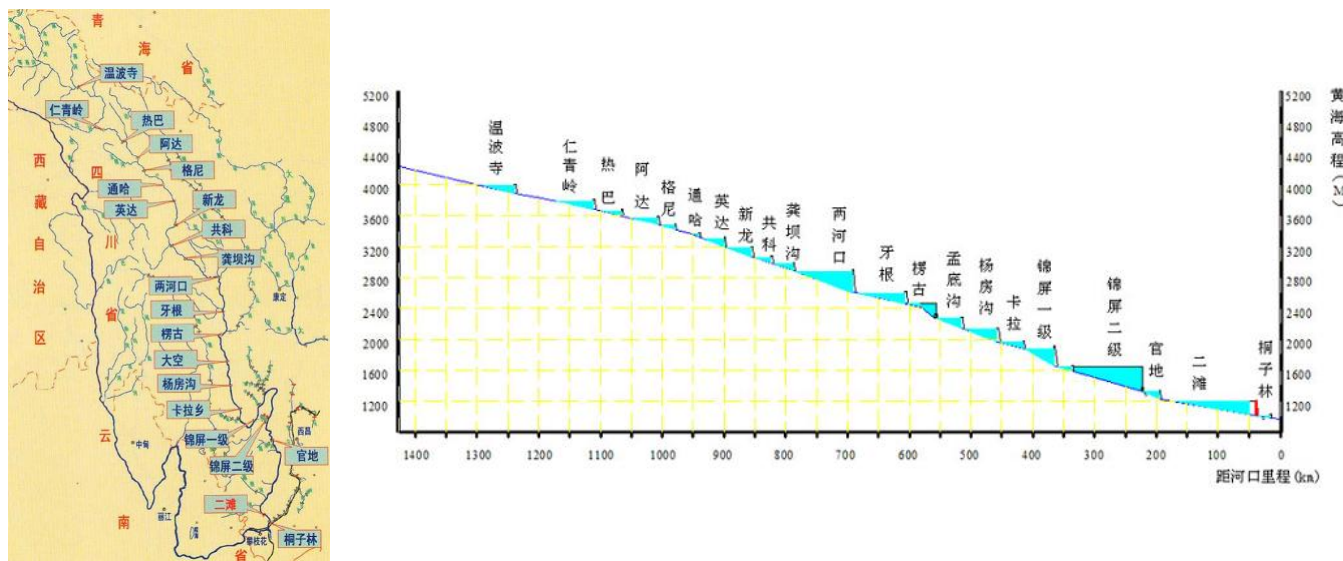
川投能源的主要资产包括 80% 股权的田湾河、48% 股权的二滩公司以及 10% 股权的国电大渡河，后两者分别负责实施雅砻江和大渡河流域的水能资源开发。

2.1 二滩公司——2013 年起装机集中投产

公司目前拥有二滩水电 48% 的股权，二滩公司目前已开发运营总装机容量 330 万千瓦，设计多年平均发电量 170 亿千瓦时，为川渝电网中最大的电源点。

其开发的雅砻江流域水能资源集中，天然落差大，流量丰沛稳定，水力资源技术可开发容量 3461.96 万千瓦，技术可开发年发电量 1516 亿千瓦时，在全国规划的十三大水电基地中，雅砻江排列第三。雅砻江干流规划分三个河段，拟定 21 级电站，分四阶段开发，预计 2025 年以前，雅砻江流域开发全面完成，届时二滩水电拥有发电能力将达到约 3000 万千瓦。

图 3 雅砻江梯级开发示意图



资料来源：公开资料整理，长城证券研究所

其中上游开发从呷衣寺到两河口，河段长 688 公里，10 级开发，总装机 325 万千瓦；中游从两河口至卡拉，河段长 385 公里，7 级开发，总装机 1126 万千瓦，两河口阶梯为雅砻江干流中下游河段龙头水库，具备多年调节能力；下游从锦屏一级至江口，河段长 412 公里，5 级开发，总装机 1470 万千瓦；

二滩公司对雅砻江流域的开发可分为四个阶段：第一阶段总装机 330 万千瓦，目前已经投产；第二阶段至 2015 年实现新增容量 1140 万千瓦，总装机达 1470 万千瓦，包括锦屏一（360 万千瓦）、锦屏二（480 万千瓦）、官地（240 万千瓦）、二滩（330 万千瓦）、桐子林（60 万千瓦）；第三阶段至 2020 年，总装机达到 2300 万千瓦；第四阶段至 2025 年全流域项目开发填平补齐，总装机达到 3000 万千瓦，雅砻江流域开发全面完成。

表 2 二滩公司各项目情况

电站名称	位置	建设规模 (万千瓦)	多年平均发电 量 (亿千瓦时)	发电小时数	全面投产年 份	目前状态	投资概算 (亿元)
二滩水电站	下游	330	170	5152		建成	285
锦屏一级水电站	下游	360	166.2	4617	2015	在建	245.79
锦屏二级水电站	下游	480	242.3	5048	2015	在建	297.68
官地水电站	下游	240	110.16	4590	2013	在建	159.93
桐子林水电站	下游	60	29.75	4958	2015	在建	62.57
两河口水电站	中游	300	115	3833	2018	筹建	271
牙根水电站	中游	150	64.6	4307	2017	拟建	
楞古水电站	中游	271.8	112.8	4150	2018	拟建	
孟底沟水电站	中游	184	80.05	4351	2021	拟建	
杨房沟水电站	中游	150	65	4333	2019	拟建	
卡拉水电站	中游	100	45	4500	2019	拟建	

资料来源：公司公告，长城证券研究所



目前第二阶段项目全部处于在建状态。

官地项目截止 2011 年 10 月已完成投资 105.38 亿元（工程总概算 159.93 亿元），预计 2012 年 3 月首台机组投产发电，到 2013 年 3 月全面投产。

桐子林项目以完成投资 14.46 亿元（工程总概算 62 亿元），预计 2015 年 3 月首台机组投产，2016 年 3 月全面投产。

锦屏一级在 2013 年 8 月首台机组投产，随后每季度增加一台机组，锦屏二级在 2012 年 8 月首台机组投产，随后每季度增加一台机组，均在 2015 年实现全面投产。

从 2013 年开始，下游电站开始进入爆发式投产期。至 2015 年总装机容量将达到 1470 万千瓦，年复合增长率达到 45%。

表 3 二滩电站投产情况

装机总量	2011	2012	2013	2014	2015
二滩	330	330	330	330	330
锦屏一			120	240	360
锦屏二		120	240	360	480
官地		120	240	240	240
桐子林				30	60
合计	330	570	930	1200	1470
川投权益装机	158	274	446	576	706

资料来源：公司公告，长城证券研究所

2.2 大渡河

大渡河全长 1062 公里，流域面积 7.74 万平方公里，天然落差 4175 米，水力资源蕴藏量占四川省的 23.6%，共规划 22 级电站，可开发容量达 2340 万千瓦，在我国 13 大水电基地中居第五位。川投能源目前拥有国电大渡河水电开发有限公司的 10% 股权，其余 90% 分别归属国电集团（21%）和国电电力（69%）。

国电大渡河公司已争取了 16 座电站总装机约 1700 万千瓦的开发权，目前已形成“四个电站在运行（龚嘴 72 万千瓦、铜街子 60 万千瓦、瀑布沟 360 万千瓦、深溪沟水电站 66 万千瓦）、两个项目在建（大岗山 260 万千瓦、吉牛水电站 24 万千瓦）、十一个项目前期工作全面铺开”的局面，开展前期工作的项目装机达到 951 万千瓦，在建装机达到 284 万千瓦，投产发电装机达到 560.28 万千瓦。

预计到 2012 年底大渡河完成装机 589 万千瓦，到“十二五”末达到 780 万千瓦。未来干流规划建设 22 座梯级发电站，总装机容量 2340 万千瓦时，总发电量 1019 亿千瓦时。

图 4 大渡河梯级开发示意图

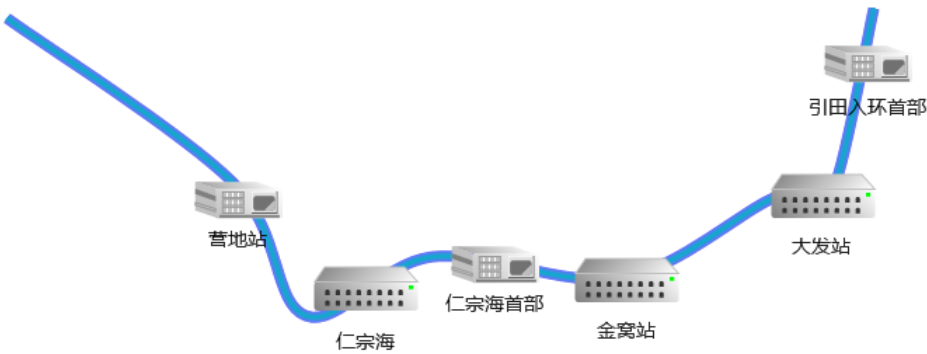


资料来源：公司公告，长城证券研究所

2.3 田湾河

发源于贡嘎山西侧的田湾河是大渡河中游右岸的一级支流，径流丰沛稳定，全流域面积 1400 平方公里，天然落差 2120 米，年利用小时高，具有调节能力，河口多年平均流量 42.3 立方米/秒，水力资源理论蕴藏量 87 万千瓦，是四川不可多得的优质水电资源。

图 5 田湾河梯级水电开发示意图



资料来源：公司公告，长城证券研究所



田湾河公司于 2002 年 8 月在石棉县注册成立，主要从事田湾河流域梯级电站的开发经营，项目位于四川省甘孜州康定县、雅安市石棉县境内，“一库三级”总装机容量 72 万千瓦，仁宗海水库具备年调节能力，仁宗海、金窝和大发三级水电站每级均为 24 万千瓦，于 2009 年 8 月全部投产发电。梯级联合运行时保证出力约 31 万千瓦，预计年发电量约 36 亿千瓦时。仁宗海电站枯水期电量可达 3.09 亿千瓦时，占设计年发电量的 26.79%，金窝电站枯期电量 3.4 亿千瓦时，大发电站枯期电量 3.305 亿千瓦时，占设计年发电量的 26.8%，丰枯差极小，较一般同类型水电站具有水量充沛，机组保证出力较大，发电时间长等优势，且可在枯期多发电，满足四川枯水期缺电的需要。

3、其它——重点看新光硅业和交大光芒

3.1 新光硅业盈利能力大降

新光硅业是国内最老牌的多晶硅厂之一，成立于 2000 年，具备多晶硅 1260 吨年生产能力。新光硅业年产 1000 吨多晶硅项目是国家发改委 2001 年批准建设的第一个高技术示范性产业化项目。2007 年 2 月投料试车取得一次性成功，成为国内首条完整改良西门子工艺闭路循环电子级多晶硅生产线。

新光硅业一度成为川投能源最主要的盈利部门，不过随着多晶硅价格的一路下行，其盈利能力也每况愈下。目前进口多晶硅价格已跌破 30 美元/kg，而公司多晶硅生产成本在 40 美元/kg 左右，价格低于成本线，因此在 11 月初启动停车技改，预计时间半年。考虑下游需求短期难以出现大幅反转，多晶硅价格大反弹希望较小，公司今年和明年出现亏损是大概率事件。

表 4 新光硅业近三年经营情况

	2009 年	2010 年	2011Q3
产量（吨）	927	1039.4	982.8
收入（万元）	60,172	46,058	41,676
净利润（万元）	8,334.06	173.88	50.00

资料来源：公司公告，长城证券研究所

长期看公司成本下降的追赶速度。国际大厂们未来有庞大扩产计划，而且成本基本在 20 美元/kg 水平附近，因此我们预计未来多晶硅行业将重新回到寡头垄断格局。要在市场继续立足，新光硅业必须加快成本下降步伐。

3.2 交大光芒规模虽小成长迅速

交大光芒主要从事电网自动化、铁路及轨道交通自动化业务，1998 年由中国工程院院士钱清泉创立，是由四川省投资集团、西南交通大学共同投资组建，技术人员主要来自西南交大的远东实验室，研发实力雄厚。

高铁信号系统中的列车自动控制系统，堪称“高铁运行的中枢神经”。7.23 动车事故，对交通自动化及电力的自动化系统都提出了更高的要求，这意味着未来对系统的质量要求更高，在公司产品性能有保障的情况下，遇到杀价的可能性减小，增厚公司的盈利。

表 5 交大光芒近三年经营情况

	2009 年	2010 年	2011Q3
收入（万元）	10,010.71	11,203.86	10,019.00
净利润（万元）	4,046.15	2,896.09	3,018.00

资料来源：公司公告，长城证券研究所

此外，公司依托自身的技术优势和行业经验，与川投主业交叉，推出一系列数字水利产品。提供对雨量、水位、流量、水质、闸门等实时信息的采集、监测、数据实时传输和预警，提高水利行业管理的综合能力和管理水平，既成为公司的另一增长点，又可为川投提供科学的服务，增强梯级水电的水资源合理调配与高效利用能力。预计未来几年公司可保持 30%左右的增速。

4、盈利预测与投资建议

1) 二滩公司方面，电价假设二滩、锦屏一级二级、官地、桐子林分别按照 0.2296、0.26、0.25、0.24 和 0.24 元/度（含税）计算，给出盈利预测如下：

表 6 二滩公司盈利预测

二滩（48%）	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
发电收入（亿）	26.7	35.9	60.6	107.2	146.3
roy%	-	35%	69%	77%	36%
折旧	9.4	16.3	26.6	34.3	42.0
财务费用	6.2	8.3	14.0	24.8	33.8
主营业务成本	18.2	29.2	48.1	68.7	87.6
净利润	5.6	7.2	12.1	21.4	29.3
投资收益	2.7	3.4	5.8	10.3	14.0

资料来源：公司公告，长城证券研究所

2) 大渡河方面，假设其上网电价为四川省标杆电价 0.288 元/度（含税），给出盈利预测如下：

表 7 国电大渡河盈利预测

大渡河	2011	2012	2013	2014	2015
装机容量	526	589	600	600	780
发电量	163.06	241.49	252	252	327.6
上网电价	0.2879	0.2879	0.2879	0.2879	0.2879
发电收入	38.1	56.5	58.9	58.9	76.6
净利润	7.6	11.3	11.8	11.8	15.3
分红比例	80%	80%	80%	80%	80%
投资收益	0.61	0.90	0.94	0.94	1.23

资料来源：公司公告，长城证券研究所

二滩按照权益法、大渡河按照成本法计算投资收益。

3) 田湾河方面，假设其上网电价为四川省标杆电价 0.288 元/度（含税），给出盈

利预测如下：

表 8 田湾河盈利预测

田湾河(80%权益)	2011	2012	2013	2014	2015
总装机规模（万千瓦）	72	72	72	72	72
发电量合计（亿度）	34	34	34	34	34
上网电量（亿度）	32	32	32	32	32
上网电价	0.288	0.288	0.288	0.288	0.288
营业收入（亿元）	7.96	7.96	7.96	7.96	7.96
主营业务税金（亿元）	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12
折旧（亿元）	1.67	1.67	1.67	1.67	1.67
财务费用（亿元）	2.11	2.11	2.11	2.11	2.11
其他（亿元）	1.32	1.32	1.32	1.32	1.32
利润总额（亿元）	2.74	2.74	2.74	2.74	2.74
所得税率	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
净利润（亿元）	2.05	2.05	2.05	2.05	2.05

资料来源：公司公告，长城证券研究所

综上所述，考虑增发摊薄股本，我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.39 元、0.46 元和 0.68 元，对应 PE29.6X、24.8X 和 16.9X。考虑公司在四川省内水电资源的快速滚动开发带来的成长，未来五年水电权益装机容量从现在的 271.4 万千瓦提升至 844 万千瓦，给予公司“推荐”的投资评级。

附表：财务报表预测及比例分析

利润表（百万元）	2010A	2011E	2012E	2013E	主要财务指标	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1095	1202	1244	1298	成长性				
营业成本	587	661	684	714	营业收入增长	21.4%	9.8%	3.5%	4.4%
销售费用	11	12	13	13	营业成本增长	16.4%	12.6%	3.5%	4.4%
管理费用	71	78	81	85	营业利润增长	89.2%	22.9%	18.3%	44.0%
财务费用	234	268	291	294	利润总额增长	80.8%	25.1%	17.8%	42.9%
投资净收益	396	331	429	671	净利润增长	98.3%	24.9%	19.0%	47.2%
营业利润	403	495	586	844	盈利能力				
营业外收支	5	15	15	15	毛利率	46.4%	45.0%	45.0%	45.0%
利润总额	408	510	601	859	销售净利率	31.1%	35.4%	40.7%	57.4%
所得税	18	23	27	38	ROE	5.9%	5.0%	5.6%	7.5%
少数股东损益	49	62	68	76	ROIC	8.3%	9.0%	9.5%	10.1%
净利润	340	425	506	745	营运效率				
资产负债表（百万元）					销售费用/营业收入	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
流动资产	464	4462	5327	6454	管理费用/营业收入	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%
货币资金	87	4097	4949	6060	财务费用/营业收入	21.4%	22.3%	23.4%	22.7%
应收帐款	216	192	199	208	投资收益/营业利润	98.4%	66.9%	73.3%	79.5%
应收票据	79	87	90	94	所得税/利润总额	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
存货	64	66	68	71	应收帐款周转率	6.3%	5.9%	6.4%	6.4%
非流动资产	9523	9461	9388	9305	存货周转率	12.1%	10.2%	10.2%	10.2%
固定资产	4689	4629	4557	4475	流动资产周转率	2.1%	0.5%	0.3%	0.2%
资产总计	9987	13923	14715	15759	总资产周转率	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
流动负债	1173	1231	1249	1273	偿债能力				
短期借款	710	710	710	710	资产负债率	41.9%	39.0%	38.4%	37.2%
应付款项	121	136	141	147	流动比率	0.40	3.62	4.26	5.07
非流动负债	3007	4197	4397	4597	速动比率	0.34	3.57	4.21	5.01
长期借款	3005	4195	4395	4595	每股指标（元）				
负债合计	4180	5428	5646	5870	EPS	0.36	0.39	0.46	0.68
股东权益	5807	8495	9069	9889	每股净资产	6.22	7.75	8.28	9.02
股本	933	1096	1096	1096	每股经营现金流	0.70	0.75	0.78	1.01
留存收益	4590	7053	7559	8303	每股经营现金/EPS	1.9	1.9	1.7	1.5
少数股东权益	284	346	414	490	估值				
负债和权益总计	9987	13923	14715	15759	PE	31.4	29.6	24.8	16.9
现金流量表（百万元）					PEG	1.43	1.56	0.53	-
经营活动现金流	657	819	852	1111	PB	1.8	1.5	1.4	1.3
其中营运资本减少	146	70	5	7	EV/EBITDA	5.69	7.17	7.19	7.16
投资活动现金流	-180	-200	-200	-200	EV/SALES	349.26	418.75	420.69	418.40
其中资本支出	-197	-200	-200	-200	EV/IC	0.81	1.09	1.15	1.22
融资活动现金流	-638	3391	200	200	ROIC/WACC	0.89	0.96	1.02	1.08
净现金总变化	-161	4010	852	1111	REP	0.91	1.13	1.13	1.13

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

数据来源：wind，长城证券研究所

研究员介绍:

桂方晓: 中国科学技术大学统计与金融系硕士，2011年加入长城证券，任新能源行业分析师。

熊 杰: 中科院管理学硕士，2010年加入长城证券，任新能源行业分析师。

李冬婷: 北京大学经济学学士、管理学硕士，2011年加入长城证券，任电力环保及公用事业行业分析师。

研究员承诺:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘 璇: 从业资格证书编号: S1070108071121, 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com

北京联系人

杨 洁: 从业资格证书编号: S0630110060053, 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 从业资格证书编号: S1070611100006, 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com

长城证券研究所投资评级标准:

公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%;

推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间;

中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间;

回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;

中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;

回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

免责声明

长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。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他人作出邀请。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。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。



长城证券研究所
地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层
邮编：518034
传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 10 层
邮编：100044
传真：86-10-88366686
网址：<http://www.cgws.com>