

电力行业第二季度投资策略

关注业绩反转和资产注入题材的公司

谢军 电力行业 研究员
电话: 020-87555888-663
eMail: xj@gf.com.cn

一季度高价煤去库存基本完成, 发电成本显著下降

从 2008 年 12 月开始, 国内电厂煤炭高库存逐步回落, 2008 年 12 月、2009 年 1 月和 2 月, 电厂煤炭库存分别 4332 万吨、3640 万吨和 3135 万吨, 较 11 月 5164 万吨煤炭电厂库存回落显著。三个月内电厂煤炭库存降低, 表明 2008 年 7-9 月份高价煤炭库存已基本消耗完成。我们判断上半年煤炭供应过剩明显, 同时受国际煤价影响, 国内市场煤价还有 10% 左右下跌空间。

用电需求在逐步修复

从用电需求环比增速来看, 用电需求在逐步增长, 但 1-2 月占 75% 比重的第二产业用电仍处 10% 负增长, 工业用电尚需时日恢复。根据弹性系数法和产业增速法, 我们调低 2009 年用电需求增速到 3.5%, 预计 2009 年发电小时数下降 201 小时, 降幅为 4.3%。

电价改革将使发电公司更具公用事业特性

2009 年政府工作报告明确将电价改革列入重要工作来执行。预计电价改革将理顺国内煤电矛盾、改变目前“市场煤、计划电”的格局, 使得目前亏损的发电行业向正常投资回报回归, 今后发电公司公用事业特性将表现更明显。

电力行业资产注已启动

目前电力上市公司资产只占行业三分之一, 在国资委要求央企资产整合以及目前二级市场估值比较合理背景下, 电力上市公司注入资产的动力和条件均比较成熟。另外从国资委国企改革安排进程来看, 央企电力公司资产重组是 2009 年工作重点。目前已有长江电力等五家电力上市公司宣布资产注入。我们比较看好集团资产比较优良的注入题材, 如粤电力和京能热电。

投资策略

从行业估值水平来看, 目前行业估值比较合理, 超额收益的可能性比较小。但鉴于行业盈利能力在好转, 以及资产注入的题材比较丰富, 因此, 我们将行业评级维持在“买入”评级。

我们建议在第二季度首先配置业绩反转较大的公司, 如穗恒运、华电国际和宝新能源; 其次配置下步将启动注入资产的公司, 如京能热电、粤电力和文山电力。

行业评级

买入

前次评级

持有

行业走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
行业指数	-9.01%	5.17%	-42.59%
上证综指	-7.16%	8.93%	-43.63%

目录索引

一、高价煤炭去库存、发电成本在下降	3
(一) 一季度电厂高价煤炭库存减少	3
(二) 节后复产将使煤炭供给过剩明显	4
(三) 国内市场煤价还有下跌空间	5
二、用电需求在缓慢修复	6
(一) 用电需求增长不乐观	6
(二) 发电小时数仍将下滑	8
三、电价改革将使发电企业更具公用事业特性	8
四、资产重组在悄然启动	9
五、投资策略	11
六、重点公司推荐	12
(一) 穗恒运 (000531.sz): 主业反转明显、房地产和金融投资可超预期	12
(二) 华电国际 (600027.sh): 区域利用小时数下降有限	12
(三) 宝新能源 (000690.sz): 完全受益煤价下跌, 成长空间大	13

图表索引

图1: 全国火电发电量及增速	3
图2: 直供电厂煤炭库存	3
图3: 国内原煤月度产量	4
图4: 原煤产量增速和火电发电量增速比较	4
图5: 煤炭社会库存 (万吨)	5
图6: 国内动力煤价和国际动力煤价比较	5
图7: 煤炭进出口量 (万吨)	6
图8: 产业用电需求增速	6
图9: 月度发电量情况	7
图10: 电力上市公司总资产行业占比	10
表1: 用电需求预测	7
表2: 各省市输配电价和销售电价标准表	9
表3: 2009年部分电力公司资产整合情况	10
表4: 国内主要电力公司估值	11

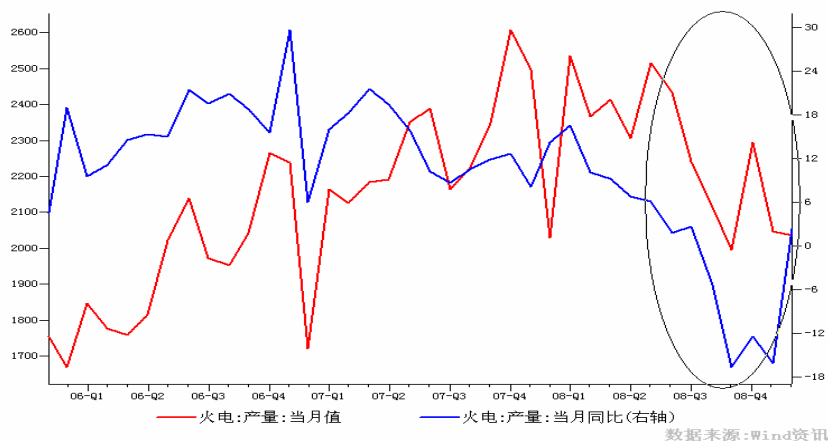
一、高价煤炭去库存、发电成本在下降

(一) 一季度电厂高价煤炭库存减少

从2008年第四季度开始, 全国火电发电量进入负增长。2008年10-12月, 全国火电发电量增速分别为-5.3%、-16.6%和-12.4%。

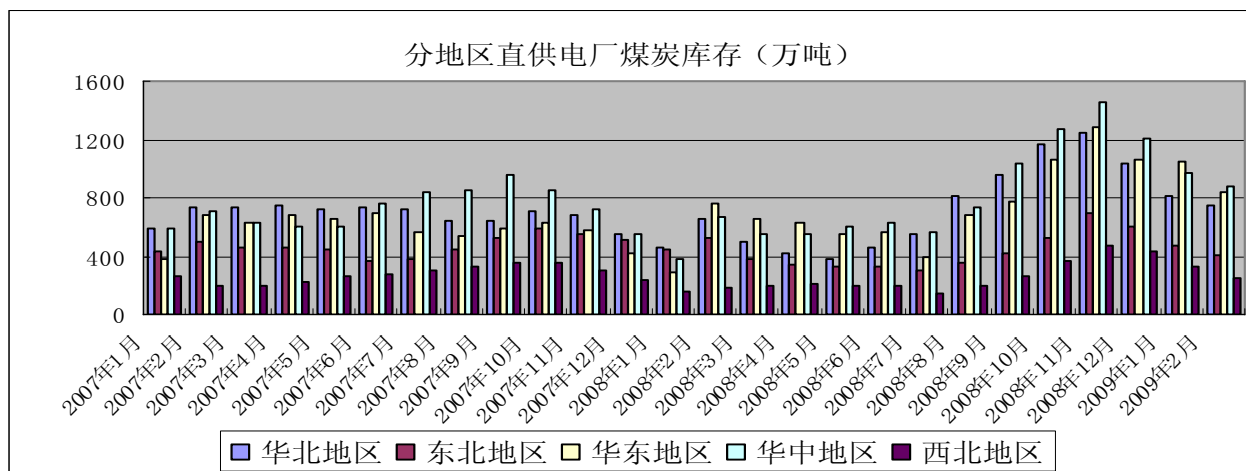
随着火电发电量的急剧下滑, 电厂煤炭库存2008年第四季度迅速增加。2008年同期, 全国直供电厂煤炭库存分别为4403万吨、5164万吨和4332万吨, 增速分别为40.81%、82.6%和90.84%, 第四季度电厂煤炭库存成为近三年最高峰。同时, 2008年第三季度全国市场煤价正处最高位, 因此, 2008年第四季度电厂煤炭库存中有较大部分高价煤。

图1: 全国火电发电量及增速 (亿千瓦时, %)



数据来源: Wind资讯、广发证券研发中心

图2: 直供电厂煤炭库存



数据来源: Wind资讯、广发证券研发中心

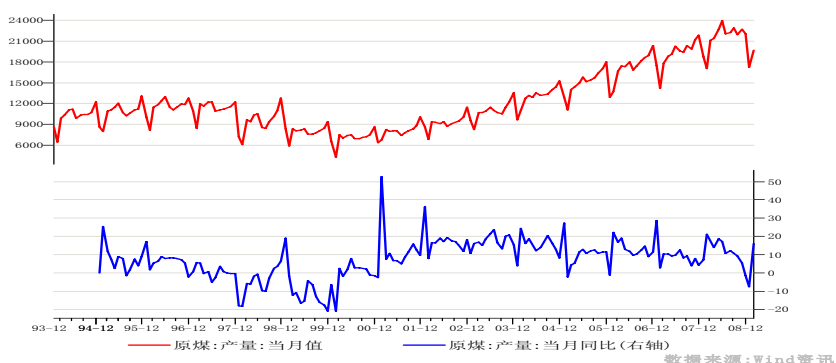
从2008年12月开始，由于春节煤炭供应减少以及火电发电量下滑持稳，电厂煤炭高库存在逐渐消化。到2009年1月和2月，电厂煤炭库存下降到3640万吨和3135万吨。此时，市场煤价已回落到2008年初价位。

（二）节后复产将使煤炭供给过剩明显

2009年1月和2月，国内原煤产量分别为1.72亿吨和1.97亿吨，同比分别增长-7.6%和15.98%。春节后煤矿复产显著增大煤炭供给。

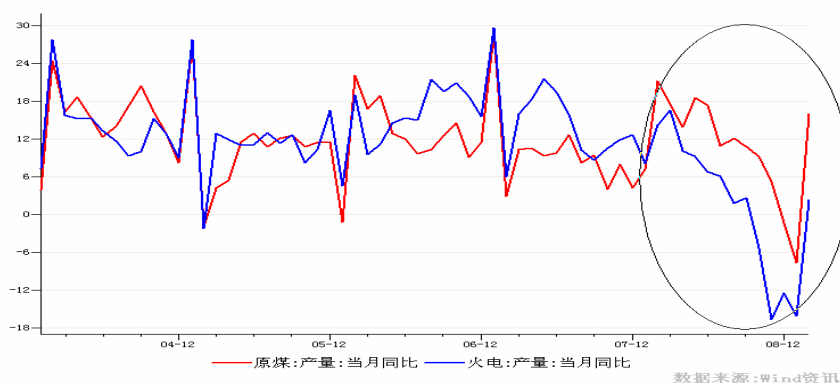
我国原煤消耗有一半用于火力发电，因此，火力发电量增长情况能大致判断煤炭的需求情况。从2008年2月至2009年2月两者的月度增速比较，在过去13个月内，原煤产量月度增速均高出火电发电量增速，平均高出10个百分点增速，因此，可以简单判断当煤炭供给的增速大于煤炭需求的增速长达一年，煤炭供给过剩将表现明显。

图3：国内原煤月度产量



数据来源：Wind资讯、广发证券研发中心

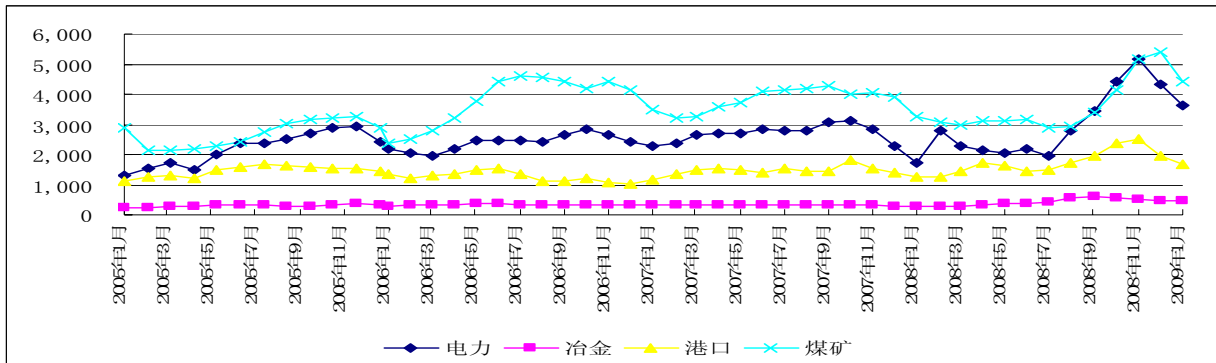
图4：原煤产量增速和火电发电量增速比较



数据来源：Wind资讯、广发证券研发中心

煤炭供过于求会表现在全社会煤炭库存增加。2009年1月，全社会库存1.71亿吨，同比增加3533万吨。其中，电力库存3640万吨，冶金465.7万吨、港口1697万吨、煤矿4411万吨，同比分别增加1916万吨、189万吨、441万吨和1144万吨。尽管相比2008年第四季度，2009年一季度有去库存化因素，但随着节后复产的增加，我们判断煤炭全社库存还将为维持在较高的水平。

图5: 煤炭社会库存 (万吨)



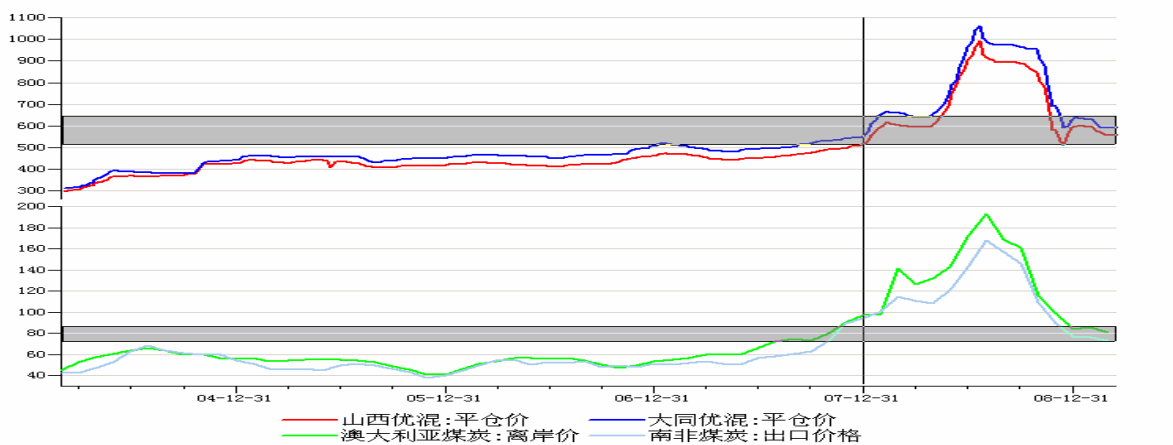
数据来源: Wind资讯、广发证券研发中心

(三) 国内市场煤价还有下跌空间

上面我们分析国内煤炭的供需关系,我们认为上半年煤炭供应过剩是比较确定的,根据市场原则,我们认为煤价在供给过剩的情况仍有下跌空间。

另外,目前国际煤炭价格仍比国内煤价有竞争力,致使沿海煤炭用户必将加大国际煤炭进口,在一定程度上逼迫国内煤炭降价。

图6: 国内动力煤价和国际动力煤价比较



数据来源: Wind资讯

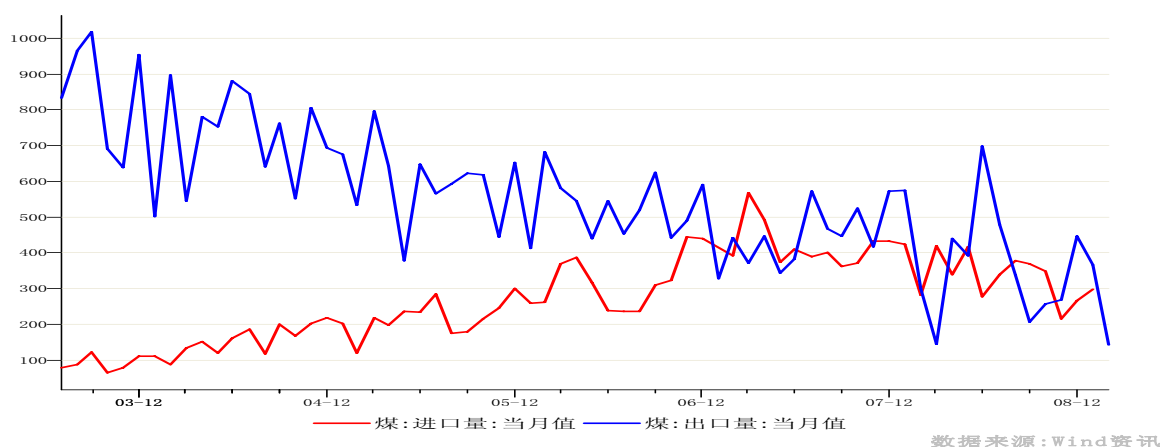
数据来源: Wind资讯、广发证券研发中心

以澳大利亚动力煤现货价为例,3月5日,澳大利亚动力煤现货价63.75美元/吨,已经回落到2007年下半年的价位,较2008年最高价190.95美元下跌127.2美元/吨,跌幅66.61%;较年初77.05美元/吨澳大利亚动力煤下降14.5美元/吨,跌幅18.53%。而国内动力煤价格相对较坚挺。以山西优混3月16日557.5元/吨价格为例,目前国内动力煤价只回落到2008年年初的价位,较2008年最高价下跌437.5元/吨,跌幅43.97%;较年初下跌42.5元/吨,下跌7.08%。

国内外煤炭价格的倒挂,必将加大国际煤炭的进口量。2009年1月,国际煤炭进口299万吨,出口366万吨,煤炭进口呈上升态势,进口呈下降趋势。进口煤炭增多一方面会对国内煤价形成压力,另外一方面将直接降

低发电企业成本。

图7: 煤炭进出口量(万吨)



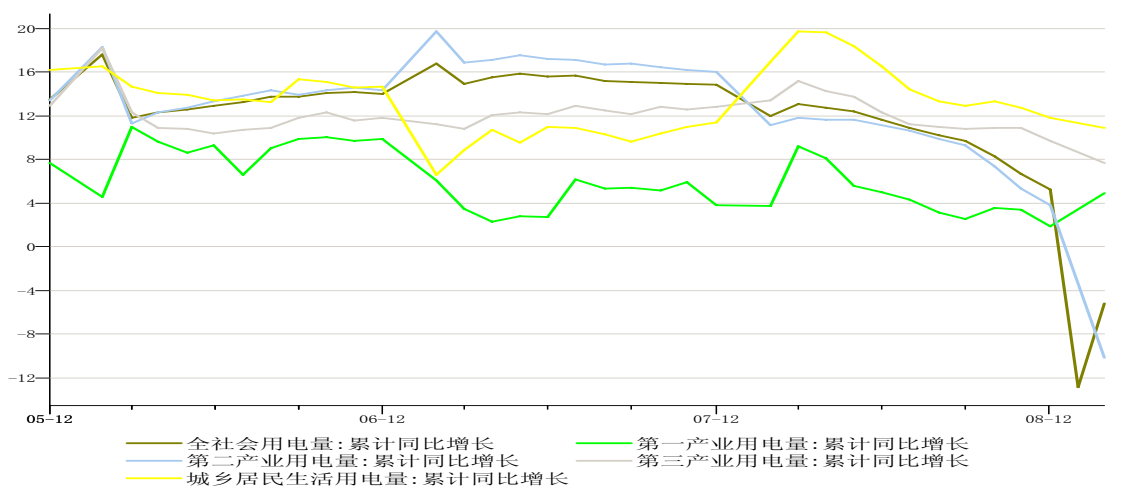
数据来源: Wind资讯、广发证券研发中心

二、用电需求在缓慢修复

(一) 用电需求增长不乐观

2008年11月、12月我国全社会用电量分别为2573亿千瓦时和2737亿千瓦时,增速分别为-8.14%、-6.47%,2009年1-2月,全国全社会用电量4972.18亿千瓦时,同比下降5.22%。从单月用电增速来看,全国用电需求下降态势在逐步收窄,但由于占用电需求75%的第二产业用电仍在继续恶化,因此,全社会用电需求尚需要时间缓慢修复。根据GDP弹性系数法和产业用电增速法,我们调低2009年用电需求增速至3.5%。

图8: 产业用电需求增速



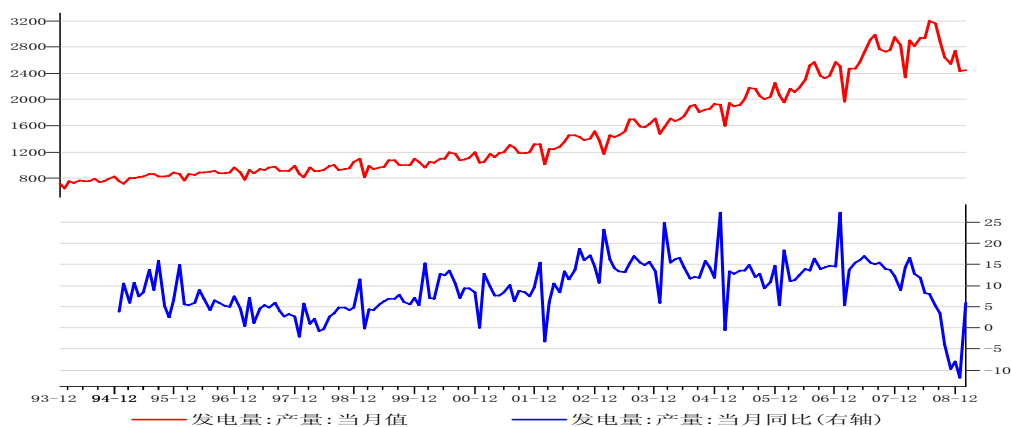
数据来源: Wind资讯、广发证券研发中心

表 1: 用电需求预测

		2009 年 E	2010 年 E
方法 1: GDP 弹性法			
GDP 增速	乐观	8.30	8.60
	中性	7.50	8.10
	悲观	7.00	7.30
电力消费弹性系数		0.50	0.70
方法 2: 产业增速法			
第一产业用电增速		3.50%	3.00%
第三产业用电增速		8.00%	10.00%
城乡居民生活用电量合计用电增速		12.00%	12.00%
第二产业用电增速	乐观	3.00%	5.00%
	中性	1.50%	3.00%
	悲观	0.00%	1.50%
方法 1 结果	乐观	4.15%	6.02%
	中性	3.75%	5.67%
	悲观	3.50%	5.11%
方法 2 结果	乐观	4.60%	6.36%
	中性	3.47%	4.89%
	悲观	2.34%	3.81%

数据来源: 广发证券研发中心

图9: 月度发电量情况



数据来源: Wind资讯

数据来源: Wind资讯、广发证券研发中心

2009年1-2月, 第一产业用电量112.41亿千瓦时, 同比增长4.88%; 第二产业用电量3493.14亿千瓦时, 同比下降10.19%; 第三产业用电量627.52亿千瓦时, 同比增长7.66%; 城乡居民生活用电量739.10亿千瓦时, 同比增长10.91%。

用电需求的下降仍主要来自工业用电需求减少。1-2月全国工业用电量3436.66亿千瓦时, 同比下降10.37%; 轻、重工业用电同比下降10.57%和10.37%。

1-2月, 全国规模以上电厂发电量4882.94亿千瓦时, 同比下降3.7%,

比2008年12月环比增加；其中，水电610.52亿千瓦时，同比增长25.5%；火电4082.61亿千瓦时，同比下降7.8%；核电98亿千瓦时，同比增长13.5%。

（二）发电小时数仍将下滑

1-2月份，全国新增发电装机598.98万千瓦，其中，水电64.2万千瓦，火电518.35万千瓦，风电16.43万千瓦。全国发电设备累计平均利用小时数646小时，同比下降103小时。其中，水电平均利用小时380小时，同比增长23小时；火电702小时，下降129小时。

预计2009年实际新增发电装机容量6300万千瓦，2009年发电小时数为4476小时，其中火电4589小时，分别下降201小时和322小时，降幅分别为4.3%和6.56%。

三、电价改革将使发电企业更具公用事业特性

在2009年人大会上，温家宝总理在政府工作报告中指出：“2009年将推进资源性产品价格改革。继续深化电价改革，逐步完善上网电价、输配电价和销售电价形成机制，适时理顺煤电价格关系”。据此，电价改革已列入2009年政府工作重点。

在目前电力供应过剩、CPI负增长的情况下启动电价改革已具备内外条件。电价改革将如何进行，对发电行业有哪些影响是目前市场最关心的话题。

早在2003年国务院就下发了《国务院办公厅关于印发电价改革方案的通知（国办发[2003]62号）》，并在2005年国家发改委印发《电价改革实施办法的通知（发改价格[2005]514号）》。2006年和2007年，国家发改委分别发布2006年和2007年各省级电网《销售电价和输配电价标准》。

电价改革的长期目标：在进一步改革电力体制的基础上，将电价划分为上网电价、输电价格、配电价格和终端销售电价；发电、售电价格由市场竞争形成；输电、配电价格由政府制定。同时，建立规范、透明的电价管理制度。

电价改革的近期目标：在厂网分开的基础上，建立与发电环节适度竞争相适应的上网电价机制；初步建立有利于促进电网健康发展的输配电价格机制；实现销售电价与上网电价联动；优化销售电价结构；具备条件的地区，在合理制定输配电价的基础上，试行较高电压等级或较大用电量的用户直接向发电企业购电。

在漫长的电价改革进程中，目前改革的重点和难点是电网改革。按国家已连续两年公布输配电价标准来看，2009年电网改革将启动。

表 2：各省市输配电价和销售电价标准表（单位：元/千千瓦时）

	输配电价（不含线损）		销售电价	
	2006 年	2007 年	2006 年	2007 年
北京	156.18	162.68	525.32	625.03

天津	156.18	136.32	525.32	543.24
河北南网	95.28	98.65	440.92	459.25
山西	123.47	126.13	408.63	421.52
内蒙古西部	97.68	83.04	352.61	342.06
山东	90.59	95.22	478.48	492.6
上海	196.76	195.14	649.6	663.12
江苏	160.75	169.9	590.13	594.86
浙江	111.52	109.52	569.28	573.26
安徽	126.54	129.5	503.37	511.92
福建	113.65	103.39	490.13	490.32
湖北	154.25	165.09	516.75	532
河南	82.7	80.76	429.24	431.51
湖南	149.6	155.55	496.41	510.55
江西	126.29	131.11	506.82	516.42
重庆	173.8	181.72	507.04	526.35
四川	147.08	167.56	465.76	487.43
陕西	123.8	131.98	420.74	434.72
甘肃	129.22	131.48	356.65	371.93
宁夏	108.75	128.17	291.43	381.57
青海	130.83	105.41	358.72	306.16
新疆	193.58	187.52	417.13	450.98
辽宁	151.05	153.65	508.55	522.31
吉林	136.24	161	485.62	527.05
黑龙江	160.78	162.28	482.22	516.91
广东	180.93	181.02	681.9	689.68
广西	111.57	118.92	449.7	457.04
云南	140.36	140.21	392.33	392.13
贵州	95.01	108.78	377.29	386.82
海南	215.44	206.82	615.23	614.69
西藏		169.68		508.53

数据来源：中电联、广发证券研发中心

按目前的改革目标设计，上网电价和销售电价联动，均由市场竞争形成，那上网电价和销售电价将充分反映发电成本和供需关系。发电企业将不再出现2008年政策性亏损，发电行业的盈利将趋于稳定，公用事业的特性将更明显。

四、资产重组在悄然启动

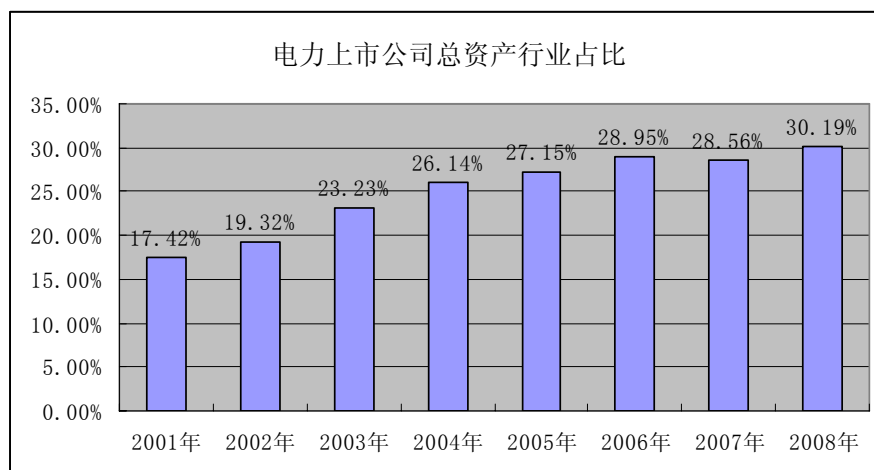
2006年国务院公布的《国务院办公厅转发国资委关于推进国有资本调整和国有企业重组指导意见的通知》（国办发〔2006〕97号）指出：积极支持资产或主营业务资产优良的企业实现整体上市，鼓励已经上市的国有控股公司通过增资扩股、收购资产等方式，把主营业务资产全部注入

上市公司。

电力行业快速发展高峰在2006-2008年，新增发电装机容量分别为11359万千瓦、10567万千瓦和7924万千瓦。随着电力需求及发电装机投产减少，发电公司将从内部“新建机组”为主转变到“收购资产”为主的发展阶段。其中，有大能源集团支持的上市公司将更有利于资产注入的完成。

电力板块上市公司一直是小上市公司、大集团公司的格局。从2001年-2008年电力上市公司总资产行业占比来看，电力上市公司行业占比在逐渐上升，但比重仍较小。2008年三季度上市公司总资产合计9096亿元，发电行业8月份总资产30131亿元，上市公司总资产只占行业30.19%比重，而2001年这一占比只有17.42%。因此，电力上市公司资产注入的题材在未来一段时期仍将非常丰富。

图10：电力上市公司总资产行业占比



数据来源：Wind资讯、广发证券研发中心（注：2007年行业引用11月数据，2008年行业数据引用8月数据，上市公司引用三季度数据）

目前已有长江电力、国投电力、川投能源、豫能控股和内蒙华电公告集团资产重组。另外桂冠电力、国电电力和赣能股份均有承诺注入集团发电资产。

从集团资产结构来看，我们比较看好粤电力、京能热电资产注入。

表 3：2009 年部分电力公司资产整合情况

上市公司	大股东	大股东股权比例 (%)	集团装机容量 (万千瓦)	上市公司装机容量 (万千瓦)	备注
长江电力	中国长江三峡工程开发总公司	62.07	1,120.00	831.50	已公告
国投电力	国家开发投资公司	44.26	1,491.00	477.00	已公告
川投能源	四川省投资集团有限责任公司	47.24	452.62	85.88	已公告
豫能控股	河南投资集团有限公司	78.14	1,202.00	183.50	已公告
内蒙华电	北方联合电力有限责任公司	71.08	1,509.38	581.00	已公告
桂冠电力	中国大唐集团公司	45.53	8,242.03	260.30	集团承诺
国电电力	中国国电集团公司	53.42	7,023.00	1,230.90	集团承诺
赣能股份	江西省投资集团公司	58.43	296.00	150.00	集团承诺
粤电力 A	广东省粤电集团有限公司	46.33	2,105.32	674.00	预测

京能热电	北京京能国际能源股份有限公司	39.88	682.50	88.00	预测
建投能源	河北省建设投资公司	55.01	613.00	232.20	预测
文山电力	云南电网公司	29.57			预测
华银电力	中国大唐集团公司	33.34	8,242.03	277.60	预测
皖能电力	安徽省能源集团有限公司	54.54	512.50	124.00	预测
长源电力	中国国电集团公司	37.39	7,023.00	373.30	预测
乐山电力	四川省电力公司	15.05			预测

数据来源：广发证券发展研究中心

五、投资策略

从我们重点跟踪的公司2009年和2010年盈利预测，2009年和2010年行业动态PE分别为21倍和18倍，静态PB2.75倍。目前行业估值比较合理，超额收益的可能性比较小。但鉴于行业盈利能力在好转，以及资产注入的题材比较丰富，因此，我们将行业评级维持在“买入”评级。

我们建议在第二季度首先配置业绩反转较大的公司，如穗恒运、华电国际和宝新能源；其次配置下步将启动注入资产的公司，如京能热电、粤电力和文山电力。

表 4：国内主要电力公司估值

	股价	07EPS	08 EPS	09 EPS	10 EPS	07PE	08PE	09PE	10PE	PB	评级
穗恒运 A	7.98	0.04	-0.23	0.53	0.60	199.50	-35.39	14.97	13.37	3.02	买入
华电国际	5.21	0.20	-0.27	0.37	0.41	25.54	-19.16	14.17	12.82	2.59	买入
宝新能源	8.72	0.45	0.32	0.55	0.57	19.53	26.41	15.86	15.40	4.10	买入
深圳能源	11.60	0.79	0.41	0.76	0.90	14.68	24.34	15.19	12.83	2.30	买入
国投电力	10.41	0.63	0.12	0.56	0.76	16.47	68.22	18.55	13.65	2.67	买入
桂冠电力	7.95	0.24	0.02	0.39	0.38	33.26	362.90	20.46	21.00	2.98	买入
粤电力 A	6.76	0.25	0.01	0.34	0.41	27.04	-321.31	19.91	16.63	2.15	买入
国电电力	6.51	0.67	0.01	0.27	0.30	9.67	541.79	24.32	21.88	2.48	买入
皖能电力	7.11	0.08	0.02	0.28	0.33	88.88	355.50	25.39	21.55	1.70	买入
金山股份	7.94	0.33	-0.29	0.27	0.58	24.06	-27.03	29.08	13.73	2.75	持有
文山电力	8.97	0.47	0.37	0.40	0.45	19.09	27.95	22.54	20.03	4.35	持有
华能国际	8.43	0.50	-0.25	0.34	0.45	16.86	-33.35	24.93	18.61	2.64	持有
广州控股	6.10	0.53	0.17	0.28	0.28	11.52	35.68	22.07	22.06	1.54	持有
大唐发电	7.26	0.29	0.04	0.27	0.33	25.03	198.27	26.88	22.15	3.24	持有
						37.94	85.92	21.15	17.88	2.75	

数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心（注：2009年3月24日数据）

六、重点公司推荐

(一) 穗恒运 (000531.sz): 主业反转明显、房地产和金融投资可超预期

- ★ 由于公司恒运D厂4号机组在2008年3月投产, 因此, 公司在2009年一季度发电量有望实现同比正增长。
- ★ 恒运D电厂永久出线工程2月份动工, 工程顺利的话将在上半年完工, 历时将解决恒运D厂窝电现象。
- ★ 公司位处广东电网负荷中心, 过去五年公司机组发电小时数6500小时以上, 预计2009年发电小时数还将在5600小时左右。
- ★ 目前公司长期借款17亿元, 2008年三季度资产负债率71.29%, 高出行业平均负债水平, 因此, 2009年降息2个百分点将为公司减少利息支出3400万元, 增厚每股收益0.11元。
- ★ 2008年底, 公司在广州市经济开发区以楼面土地成本1559元/平方米获得200亩土地, 该区域正准备和新加坡政府建设广州知识城, 因此, 未来公司该土地升值空间较大。
- ★ 公司20%参股广州证券预计在2009年实现净利润2亿元以上, 为公司带来投资收益4千万元, 增厚每股收益0.15元。
- ★ 预计公司2009、2010年每股收益为0.53元和0.60元, 动态PE15倍和13倍, 公司仍具有较明显的估值优势, 目标价10元, 维持“买入”评级。

(二) 华电国际 (600027.sh): 区域利用小时数下降有限

- ★ 过去六年公司是央企发电上市发电规模增长最大的公司, 目前可控发电装机容量2299万千瓦, 权益装机容量1846万千瓦, 可控发电装机容量是2003年的3.6倍; 2008年公司完成发电量1007亿千瓦时, 是2003年发电量的3.45倍。
- ★ 公司发电装机结构逐步优化, 大机组比重提升较快。公司目前可控装机容量中单机60万千瓦及以上的火电装机容量1078万千瓦, 占公司可控装机容量的49.6%; 单机30万千瓦的火电装机容量达746万千瓦, 占34.32%; 30万千瓦以下火电机组只有192.8万千瓦, 占8.87%; 水电、风电、燃气发电等清洁能源机组装机容量有157万千瓦, 占7.2%。在四大发电上市公司中, 公司小火电装机容量最少。
- ★ 公司有近半发电资产在山东地区, 2009年山东无新增发电机组, 因此山东区域发电小时数下降在300小时左右, 相对其他区域下跌有限。
- ★ 预计2009、2010年公司每股收益为0.37元和0.41元, 动态PE分别为14和13倍, 维持“买入”评级。

（三）宝新能源（000690.sz）：完全受益煤价下跌，成长空间大

- ★ 2009年第一季度，公司由于荷树园电厂二期在2008年下半年投产，因此，公司上半年发电量在不考虑发电小时数下降的情况下，应同比增长2倍，考虑发电小时数下降风险，2009年上半公司电量增长在1倍以上。
- ★ 公司煤炭百分百市场采购，公司将完全享受市场煤价下跌，预计公司2009年煤价在520元/吨左右，比2008年均价下跌35%。
- ★ 2009年广东省实行节能优先调度，作为综合能源利用发电公司，将享受比普通火电更多的上网电量，2009年公司发电小时数有望维持在5500小时之间。
- ★ 公司属梅州地区民营发电企业，从事煤矸石发电综合利用，差异化经营战略使公司具有独特性，同时公司因此享受0.6342元/千瓦时（含税）高电价。
- ★ 公司三期2台30万千瓦煤矸石发电机组有望在2009年获得国家建设批文，同时争取陆丰甲湖湾一期2台100万千瓦超超临界火电机组，因此公司具有良好成长性。
- ★ 预测公司2009-2010年每股收益0.55元、0.57元，动态PE16和15倍。目标价11元，维持“买入”评级。

广发证券——行业投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，行业指数优于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，行业指数相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，行业指数弱于大盘 10% 以上。

电力生产业(01040101)行情走势



相关研究报告

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。