

电力行业 2010 年策略

关注资产注入和个股投资机会

谢军 研究员
 电话: 020-8755888-663
 eMail: xj@gf.com.cn

张媛媛 研究助理
 电话: 020-8755888-422
 eMail: zyy7@gf.com.cn

电力板块市场人气渐散

从电力行业 2003 年呈现“五朵金花”之后，电力板块市场关注度日渐下滑。2003 年电力板块市值占总市值 9.73%，而目前板块市值只占 2.74%，行业市值排名从第五下降到三十位；从板块年度换手率比较，电力板块交易活跃度也呈下降态势。因此，在行业属性没有发生根本性改变之前，电力板块短期内难呈现整体性投资机会。

2010 年需求增大，供给收缩，设备利用率有望提升

在下游需求带动下，我国钢铁、电解铝、水泥、化工四大高耗能行业产能有望在 2010 年全面释放，电力弹性系数将恢复到 1 以上，在 2010 年 GDP 预计增长 8.5% 前期下，用电需求有望同比增长 9.4%。发电设备 2010 年预计新增 4000 万千瓦，其中火电 2000 万千瓦，增速分别为 4.7% 和 3%。发电设备小时数止跌回升，预计 2010 年全国发电小时数上升 240 小时，其中，火电上升 220 小时。

煤价在通胀预期和节能减排政策背景下上涨概率增大

我们判断 2010 年煤炭供需总体平衡，在油价上涨带动下，煤价上涨概率加大；另外，在国家节能减排政策和 2020 年单位 GDP 下降 40% 以上政府承诺下，煤炭政策性成本会加大，必将推动煤价上涨。我们预计 2010 年煤炭合同价格上涨 5%-10%。

投资策略

从板块市场关注度和目前估值水平，我们认为 2010 年电力板块仍难有较大整体性投资机会。我们更看好 2010 年 PE 在 20 倍以下的个股投资机会。

投资思路遵循经营转变型、业绩反转型和资产注入题材型。建议上半年关注桂东电力、粤电力；下半年关注穗恒运、桂冠电力、上海电力、华能电力。

重点公司推荐

桂东电力(600310.sh)、穗恒运(000531.sz)、桂冠电力(600236.sh)、华能国际(600011.sh)

风险提示：煤价大幅上涨风险；经济增速低预期风险。

行业评级

持有

前次评级

无评级

行业走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
行业指数	8.65%	9.48%	50.55%
上证综指	5.81%	10.87%	73.36%

目录索引

一、电力板块市场人气短期难聚.....	4
(一) 2009 年电力板块市场表现令人失望	4
(二) 电力板块市场人气度逐年下降	4
二、用电需求短期回稳但中长期面临增速下降.....	5
(一) 高耗能行业全面复苏有力支持 2010 年用电需求增长	6
(二) 结构调整将影响中长期用电需求增速	7
三、新增发电能力高峰已过.....	8
四、煤价在通胀预期下上涨.....	9
(一) 2010 年煤炭总体供需平衡	9
(二) 2010 年动力煤合同价格预计上涨 5%-10%	10
五、结构性调整电价治标不治本.....	11
六、2010 年电力行业投资建议与投资主题	12
(一) 当前板块估值合理	12
(二) 投资主题	12
1、经营转变型	13
2、业绩反转型	13
3、资产注入型	13
七、重点公司推荐	13
(一) 桂东电力 (600310.SH): 关注国海证券上市带来投资机会 ...	13
(二) 穗恒运 (000531.SZ): 房地产收益是公司未来三年增长亮点 .	14
(三) 桂冠电力 (600236.SH): 2010 年火电扭亏, 业绩反转显著 ...	14
(四) 华能国际 (600011.SH): 行业发电龙头, 期待集团资产注入 ..	15
(五) 长江电力 (600900.SH): 水电龙头、增厚显著	15
八、风险提示	15

图表索引

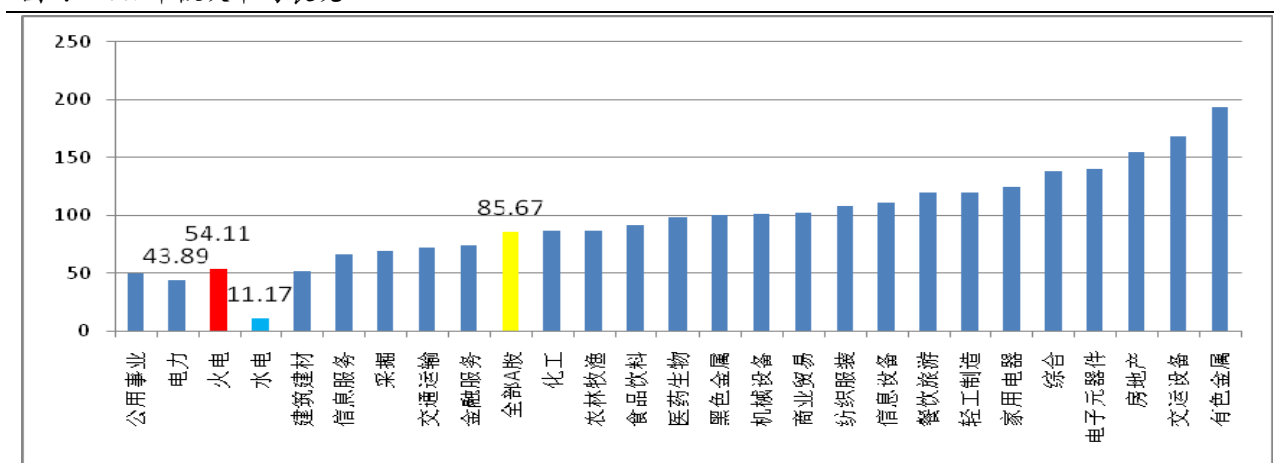
图1: 2009年板块市场表现.....	4
图2: 2003-2009年电力板块市值占比.....	4
图3: 2003-2009年电力板块年度换手率与全部A股换手率之比.....	5
图4: 2008-2009年电力需求月度数据.....	5
图5: 粗钢和生铁当月产量和增速.....	6
图6: 主要化工产品当月产量和增速.....	6
图7: 电解铝当月产量和增速.....	7
图8: 水泥当月产量和增速.....	8
图9: 1980-2008年用电弹性系数.....	8
图10: 1995-2010年发电设备装机容量.....	9
图11: 2007-2009年煤炭社会库存.....	9
图12: 2007-2009年电力、冶金、港口和煤矿煤炭库存(万吨).....	11
图13: 秦皇岛煤炭市场价格变动(单位: 元/吨).....	11
图14: 秦皇岛煤炭库存变动(单位: 万吨).....	11
图15: 2003-2009年国内动力煤价格走势与提电价对照图.....	11
表1: 部分高耗能行业2009年1-9月单月用电同比增速(%).....	6
表2: 我国煤炭产能预测(亿吨).....	9
表3: 2009—2011年我国煤炭供需预测(亿吨).....	9
表4: 国内主要电力公司估值.....	12

一、电力板块市场人气短期难聚

（一）2009 年电力板块市场表现令人失望

从年初截至2009年11月26日，电力板块加权平均上涨43.89%，其中，火电板块累计上涨54.11%，水电板块累计上涨11.17%，而全部A股累计上涨85.67%。电力板块成为2009年市场表现最差的板块。

图1：2009年板块市场表现



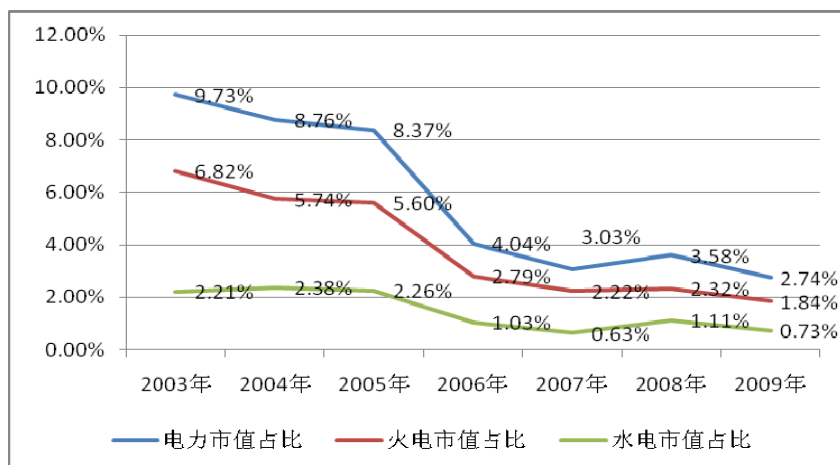
数据来源：Wind资讯、广发证券发展研究中心

（二）电力板块市场人气度逐年下降

从几个市场指标来看，电力板块市场人气度日渐下滑。

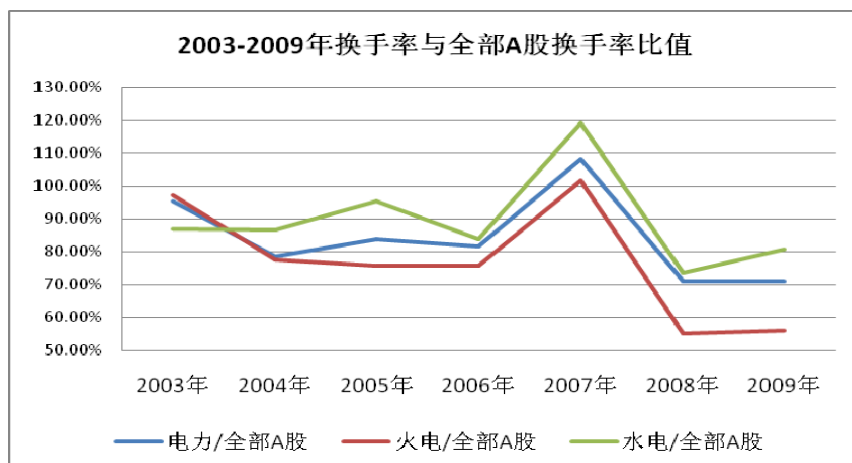
首先，从电力板块2003-2009年市值占比比较，电力板块的市场份额逐年下降。2003年电力板块市值占全部市值的9.73%，到2009年市值占比下滑到2.74%。市值行业排名从2003年第五位下滑到目前的第三十位。

图2：2003-2009年电力板块市值占比



数据来源：Wind资讯、广发证券发展研究中心

图3：2003-2009年电力板块年度换手率与全部A股换手率之比



数据来源：Wind资讯、广发证券发展研究中心

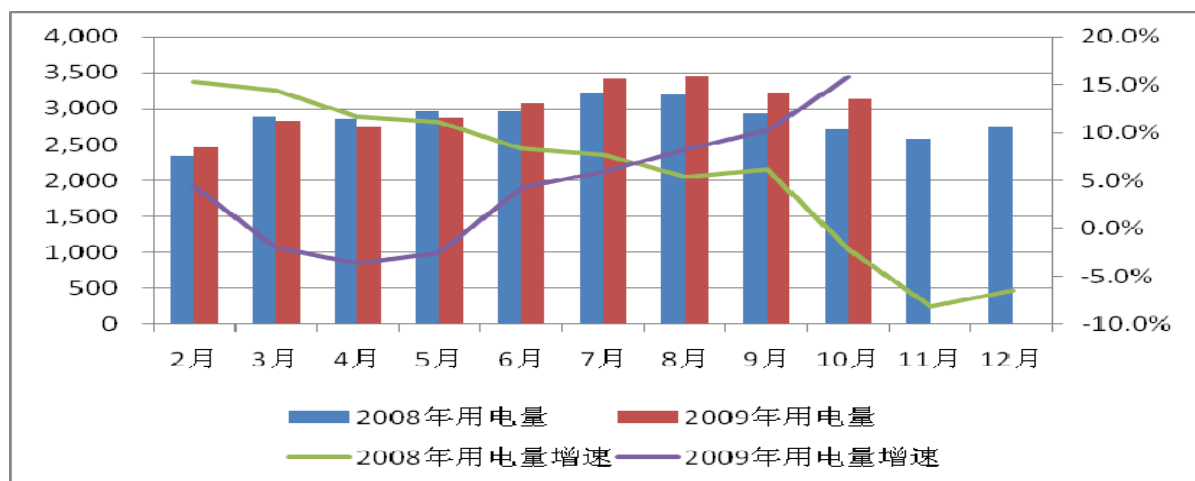
另外，从电力板块的换手率比较，电力板块二级市场交易活跃度呈整体下降。

因此，我们从历史角度判断，在电力板块属性不发生根本性改变之前，电力板块整体性市场表现仍难出现。

二、用电需求短期回稳但中长期面临增速下降

全国全社会用电需求在2008年第四季度跟随宏观经济呈“自由落体式”下滑之后，2009年上半年逐步上升态势。从单月用电增速比较，4月份全国用电增速为4.3%，结束上半年用电需求负增长，而到9月和10月，用电需求增速已恢复到10.24%和15.87%。预计2009年全年用电增速在5%左右。

图4：2008-2009年电力需求月度数据



数据来源：Wind资讯、广发证券发展研究中心

(一) 高耗能行业全面复苏有力支持 2010 年用电需求增长

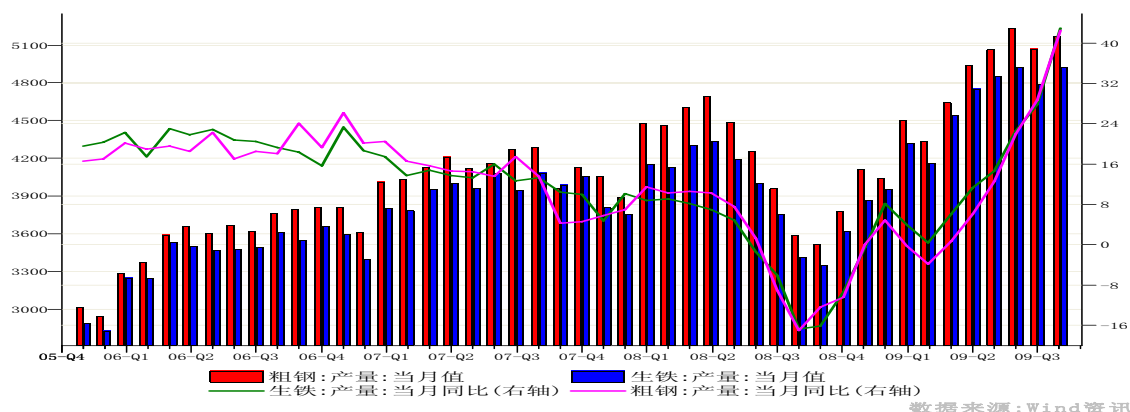
从四大高耗能行业的月度产量比较,从2009年下半年开始,国内粗钢产量创历史新高,7-10月单月产量维持在5000万吨以上;原铝产量在9-10月也创历史新高,产量分别为121和126万吨。水泥产量从4月份开始,产量维持在15000万吨以上;化工产品维持稳定产量。

表 1: 部分高耗能行业 2009 年 1-9 月单月用电同比增速 (%)

	用电占比	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月
黑色金属冶炼及压延加工业	11.43	-12.53	-13.46	-6.77	2.01	2.75	11.69	16.42
有色金属冶炼及压延加工业	7.20	-16.60	-20.08	-6.67	-5.74	-1.44	-0.28	7.01
化学原料及化学制品制造业	7.82	-10.33	-0.45	-19.33	-14.68	0.17	1.26	4.48
电力、热力的生产和供应业	9.91	-1.60	-19.50	7.68	11.46	3.83	8.22	3.61
非金属矿物制品业	5.95	2.15	3.63	0.83	6.22	8.63	1.85	14.54

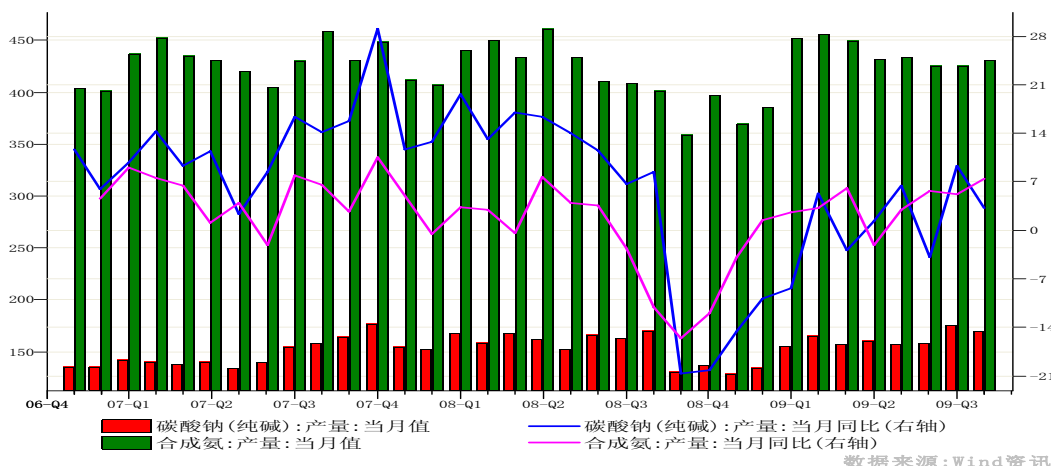
数据来源: 中电联、广发证券发展研究中心

图 5: 粗钢和生铁当月产量和增速



数据来源: Wind资讯、广发证券发展研究中心

图 6: 主要化工产品当月产量和增速



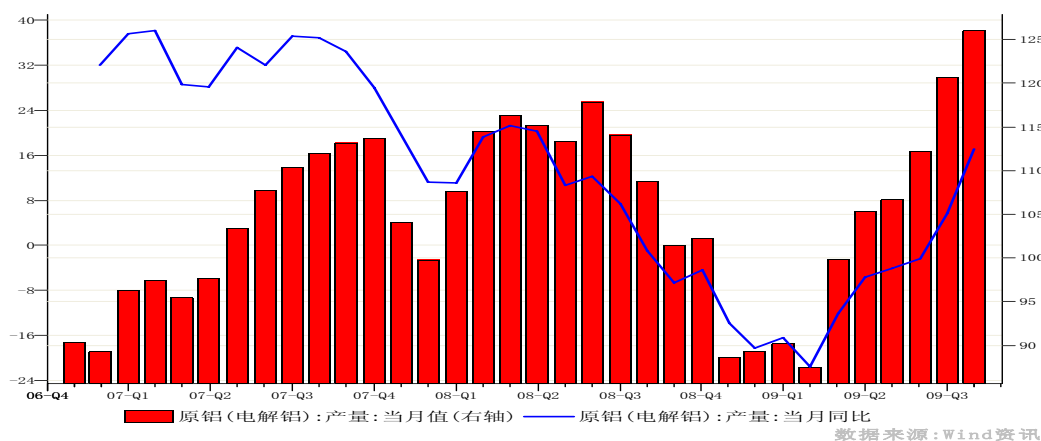
数据来源: Wind资讯、广发证券发展研究中心

高耗能行业的全面复苏,有力支撑用电需求增长。9月份,黑色、有色金属加工、化工和建材制品行业耗电同比增速分别为16.42%、7.01%、

4.48%和14.54%。

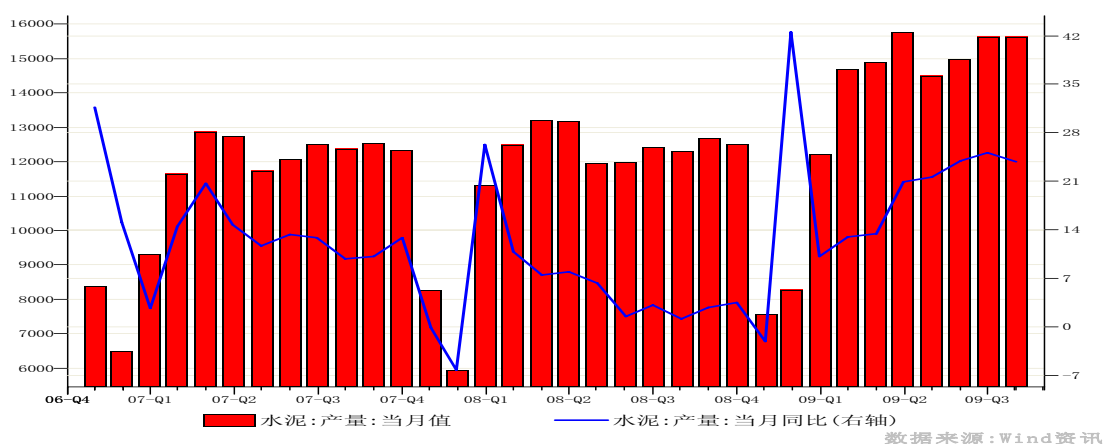
随着下游需求增大和资产价格有望上涨的预期下，高耗能产品产量有望全面释放，从而有力支持我们2010年用电需求9.4%的增速预测。

图7：电解铝当月产量和增速



数据来源：Wind资讯、广发证券发展研究中心

图8：水泥当月产量和增速



数据来源：Wind资讯、广发证券发展研究中心

（二）结构调整将影响中长期用电需求增速

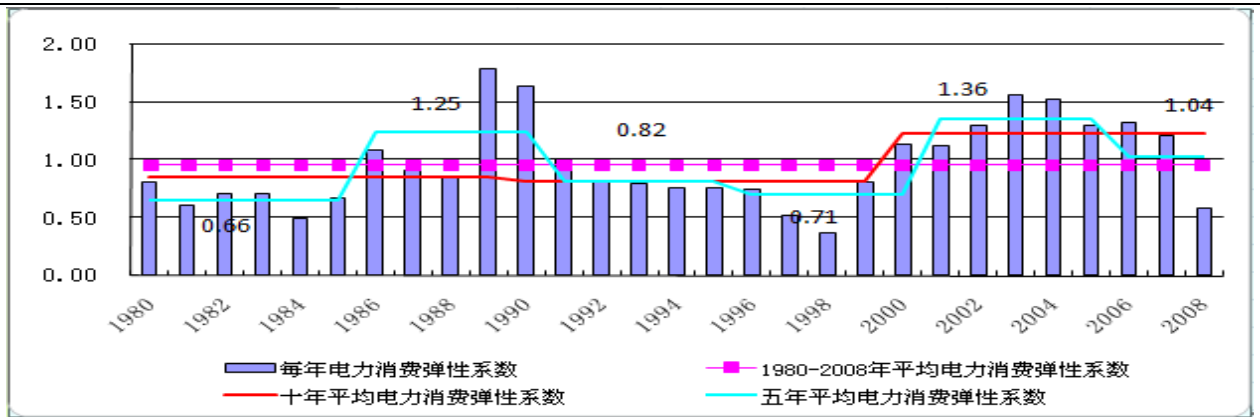
经济结构的调整是近期中共高层工作重点，以及2020年单位GDP能耗下降40%以上的政府承诺，使得我国未来10年用电弹性系数将下降到1以下。

回顾我国改革开放以来用电增速与GDP增速关系，过去三十年，我国平均电力消费弹性系数为0.96，2000年后，我国大力发展高耗能重工业，电力弹性系数过去9年为1.23。以五年计划为界限，我国十五期间电力消费弹性系数最高到1.36。

经济结构的调整必将改变我国粗放式经济增长模式，因此，在节能减排背景下，企业将更注重能效。因此，我们认为我国电力消费弹性系数未

来呈下降趋势，用电需求增速也将减小。

图9：1980-2008年用电弹性系数



数据来源：Wind资讯、广发证券发展研究中心

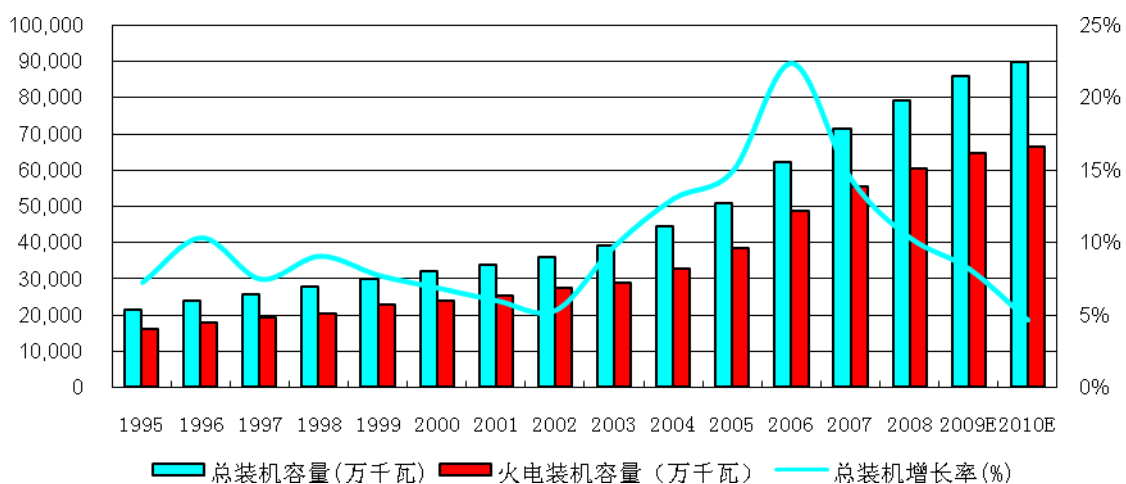
三、新增发电能力高峰已过

2009年1-10月，全国新增发电设备5857万千瓦，其中，水电1275万千瓦、火电4129万千瓦、风电446万千瓦。

从增量来看，我国发电设备装机投产高峰在2006-2008年，分别新增发电装机容量11359、10567和7924万千瓦，增速分别为22.34%、14.4%和10.34%。

在2008年电力行业投资策略报告中，我们曾对行业的发展方向进行探讨，并指出火电装机增长高峰期已过，未来3-5年火电投产迎来平缓期。预计2009-2010年，我国新增发电装机容量6500万千瓦和4000万千瓦，增速分别为8.2%和4.7%；其中火电4800万千瓦和2000万千瓦（扣除关停小火电），增速为8%和3%。

图10：1995-2010年发电设备装机容量



数据来源：Wind资讯、广发证券发展研究中心

结合用电量和发电装机预测，我们认为2010年全国发电小数将止跌

回升。2009年全国发电设备平均发电小时数预计下降200小时，其中，火电下降210小时；2010年全国发电设备平均发电小时数上升240小时，其中，火电上升220小时，分别增长5.5%和4.7%。

四、煤价在通胀预期下上涨

（一）2010年煤炭总体供需平衡

根据我们煤炭行业研究员测算，未来三年我国煤炭总体供需平衡，无明显过剩压力（具体请参看煤炭行业2010年策略）。2010年预计煤炭需求30亿吨，2011年32亿吨，可发挥产能煤炭供给分别在30和32亿吨左右。

表 2: 全国煤矿产能预测

	2008 年	2009 年	2010 年	2012 年
年度实有产能	30.31	33.13	35.00	35.60
年度认可产能	27.10	29.80	30.80	33.10
合计(亿吨)	3.15	2.5 ~ 2.95	2.16 ~ 2.42	1.90 ~ 2.10
无效生产能力				
运输瓶颈所致(亿吨)	1.80	0.9 ~ 0.95	0.86 ~ 0.92	0.80 ~ 0.90
其它原因所致(亿吨)	1.35	1.6 ~ 2.00	1.30 ~ 1.50	1.10 ~ 1.20
有效生产能力	24.80	26.90 ~ 27.30	28.40 ~ 28.60	31.00 ~ 31.20
违规产量	3.10	1.30 ~ 1.80	1.00 ~ 1.70	0.80 ~ 1.30
可发挥生产能力	27.90	28.20 ~ 29.10	29.40 ~ 30.30	31.90 ~ 32.50

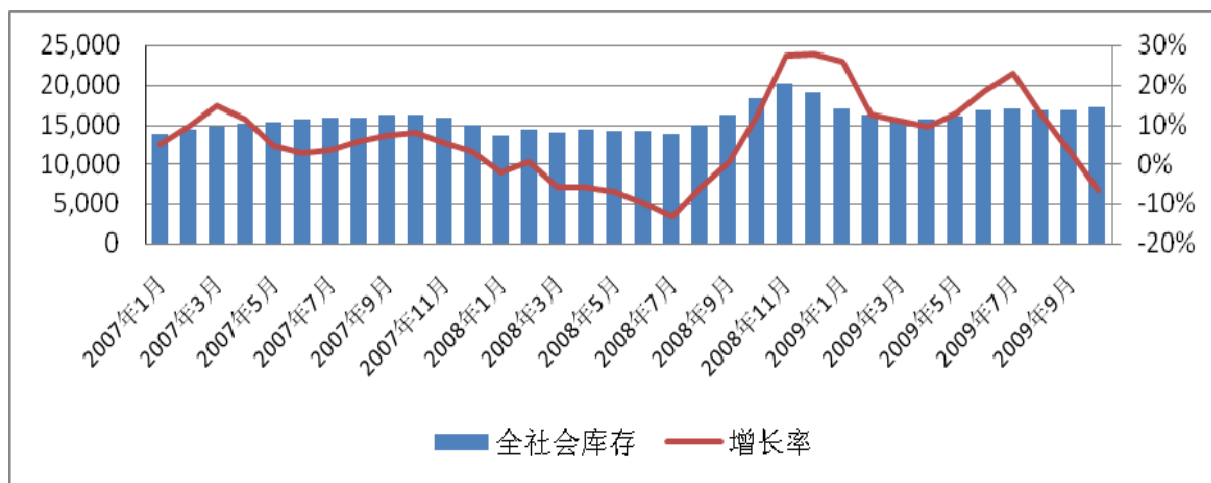
数据来源：煤炭工业协会，广发证券发展研究中心

表 3: 2009—2011年我国煤炭供需预测（亿吨）

	2007年	2008年	2009E	2010E	2011E
国内煤炭需求	25.86	27.40	29.20	30.49	32.20
国内可发挥产能	25.23	27.16	28.2 ~ 29.1	29.4 ~ 30.3	31.9 ~ 32.5

数据来源：煤炭工业协会、广发证券发展研究中心

图 11: 2007-2009年煤炭社会库存



数据来源：Wind资讯、广发证券发展研究中心

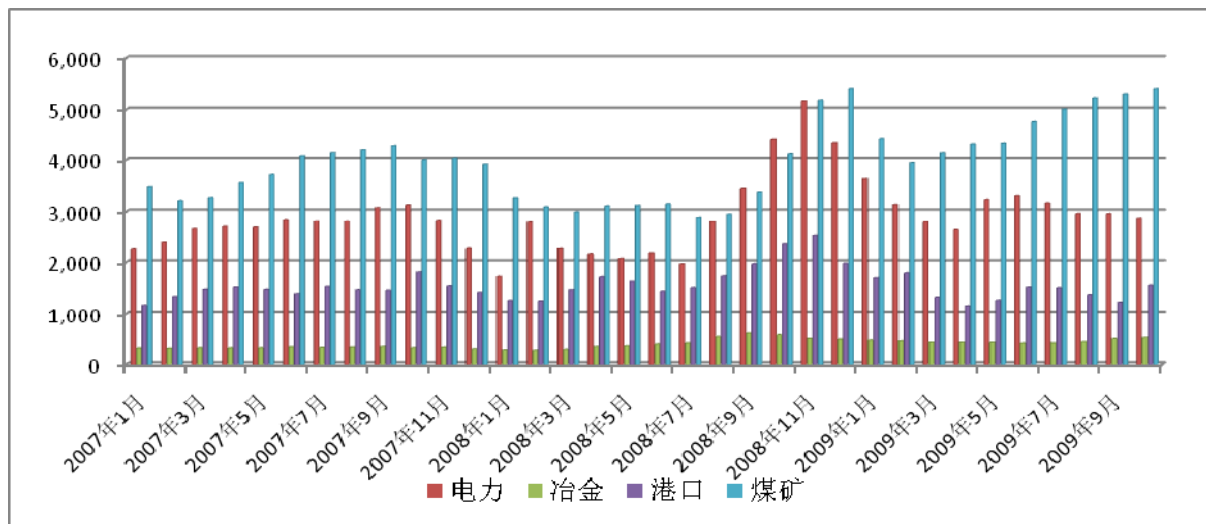
(二) 2010 年动力煤合同价格预计上涨 5%-10%

从近期煤炭库存来看，全社会库存保持1.7亿吨左右。其中，煤矿的煤炭库存存在逐月上升。在煤炭需求上升的情况下，煤矿煤炭库存上升一定程度表明煤炭供应商看好2010年煤炭价格。

我们认为2010年煤价上涨的原因主要来自：

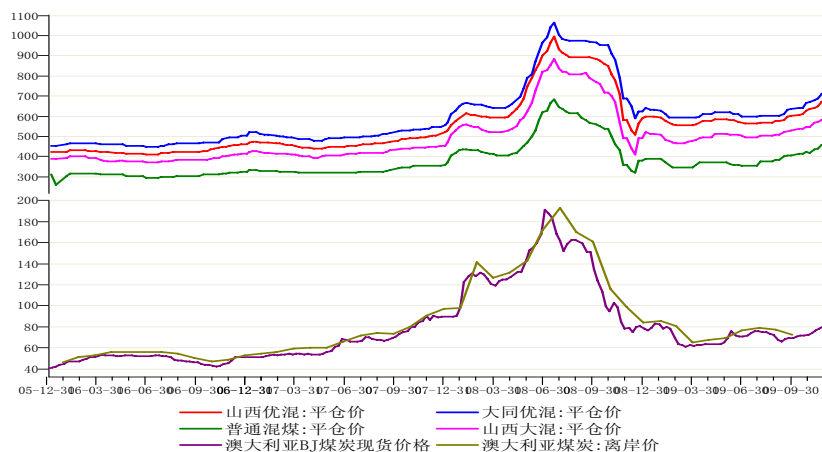
- 1、 通胀预期下，大众商品价格有望普涨。例如，国际原油价格从年初40美元/桶涨到目前近80美元/桶。我们认为国际油价2010年稳中有升，价格区间在75-95美元/桶，油价的上涨必然带来国际煤价的上涨，在一项程度上也必将影响国内煤价。
- 2、 节能减排背景下，国内资源价格政策成本会提高，从而推动煤炭销售价格上涨。
- 3、 小煤窑国有化整合后，煤炭集中度增加，大型煤炭集团在煤价谈判中溢价能力增强。

图12：2007-2009年电力、冶金、港口和煤矿煤炭库存（万吨）



数据来源：Wind资讯、广发证券发展研究中心

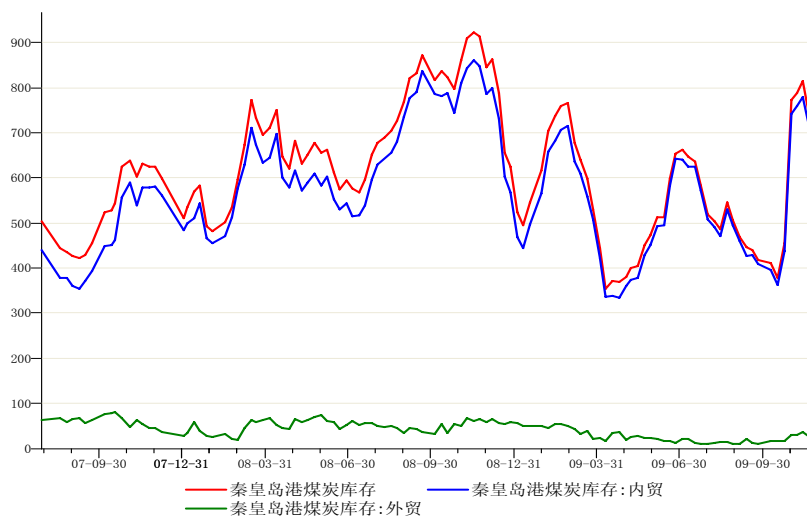
图13：秦皇岛煤炭市场价格变动（单位：元/吨）



数据来源：Wind资讯

数据来源：Wind资讯、广发证券发展研究中心

图14: 秦皇岛煤炭库存变动 (单位: 万吨)



数据来源: Wind资讯

数据来源: Wind资讯、广发证券发展研究中心

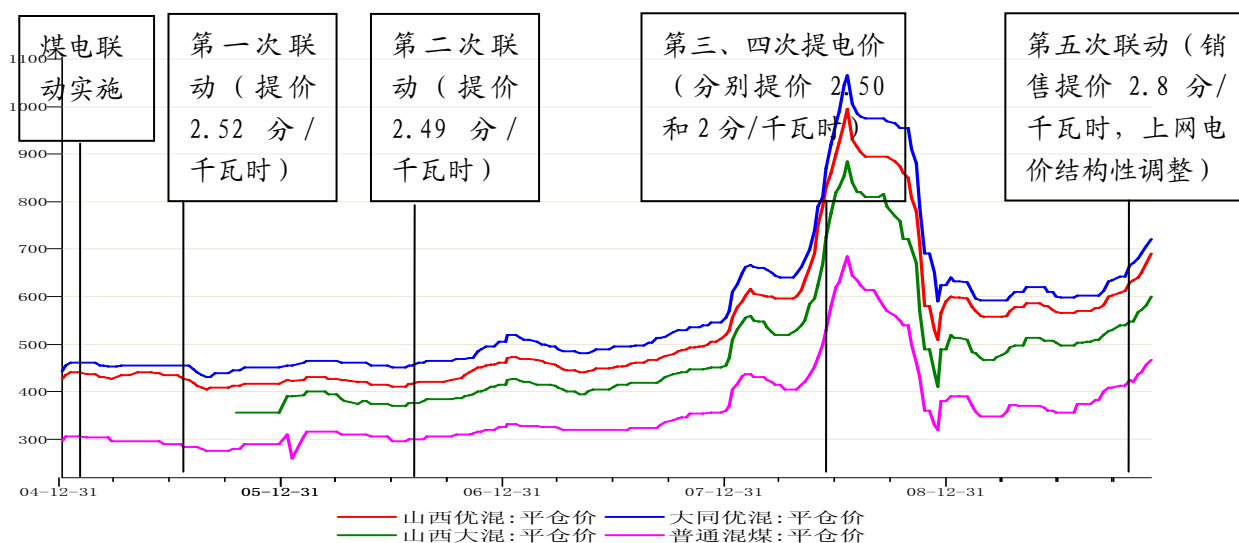
五、结构性调整电价治标不治本

2009年11月20日国家发改委宣布调整全国电价, 这是2004年国家实行煤炭联动政策后第五次调整电价。

对于发电企业, 这次电价调整是结构性的调整。我们认为这次电价调整对理顺电价机制是治标不治本。

电价改革是电力体制改革的重点和难点。目前电价机制是扭曲的, 国家电价调整都将滞后于发电成本上涨, 使得发电企业无法正常传导成本信号。因此, 在电价没有实现市场化定价前, 发电行业无法改变政府管制属性。

图15: 2003-2009年国内动力煤价格走势与提电价对照图



数据来源: Wind资讯

数据来源：Wind资讯、广发证券发展研究中心

六、2010 年电力行业投资建议与投资主题

（一）当前板块估值合理

统计欧美和香港成熟市场主要电力上市公司过去五年的PE和PB显示，过去5年世界电力公司PE在15-17倍，PB在2-2.4倍。鉴于中国电力公司高峰发展期已过，未来用电需求维持5%-10%增速。因此，20倍PE基本反映了中国发电公司估值水平。

表 4：国内主要电力公司估值

	股价	08 EPS	09 EPS	10 EPS	08PE	09PE	10PE	PB	评级
桂东电力	25.52	0.54	0.44	1.95	47.26	58.00	13.09	5.72	买入
穗恒运 A	18.47	-0.20	1.00	1.15	-92.35	18.51	16.11	5.46	买入
桂冠电力	8.09	0.02	0.21	0.55	386.60	38.07	14.83	2.94	买入
粤电力 A	8.20	0.01	0.50	0.44	752.46	16.34	18.77	2.35	买入
华能国际	8.16	-0.31	0.51	0.48	-26.58	16.01	17.00	2.47	买入
长江电力	13.42	0.50	0.48	0.73	26.84	27.96	18.38	1.83	买入
上海电力	6.10	-0.11	0.17	0.31	-55.68	35.49	19.81	2.29	买入
文山电力	8.85	0.37	0.35	0.46	23.92	25.60	19.35	4.68	持有
宝新能源	9.86	0.33	0.54	0.46	29.56	18.21	21.38	3.95	持有
申能股份	11.94	0.21	0.69	0.72	58.22	17.21	16.60	2.35	持有
深圳能源	13.82	0.47	0.99	0.80	29.40	13.98	17.29	2.39	持有
华电国际	5.58	-0.42	0.20	0.22	-13.13	28.48	25.67	2.81	持有
国投电力	10.22	0.12	0.22	0.51	86.83	46.58	19.94	2.71	持有
国电电力	7.27	0.03	0.26	0.29	221.42	27.82	25.34	2.58	持有
广州控股	7.96	0.19	0.36	0.35	40.90	21.92	22.87	1.90	持有
大唐发电	9.37	0.07	0.28	0.35	133.74	32.89	27.00	4.30	持有
行业平均					103.09	27.69	19.59	3.17	

数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心（注：2009年12月1日数据）

（二）投资主题

从板块市场关注度和目前估值水平，我们认为2010年电力板块仍难有较大整体性投资机会。我们更看好2010年PE在20倍以下的个股投资机会。

投资思路遵循经营转变型、业绩反转型和资产注入题材型。建议上半年关注桂东电力、粤电力；下半年关注穗恒运、桂冠电力、上海电力、华能电力。

1、经营转变型

我们将穗恒运、桂东电力归纳为经营转变型。其中，桂东电力主要投资亮点在国海证券有望在2010年上半年上市；而穗恒运未来三年的投资亮点主要在房地产业务收益。

2、业绩反转型

我们认为2010年桂冠电力、上海电力业绩将出现较显著反转。其中，桂冠电力2010年有望减除火电亏损，公司水电正常净利润在8亿元以上（包括岩滩水电）；上海电力2010年世博会之前必须将小火电关停，取而代之的是大功率机组，公司发电毛利率将显著提升。

3、资产注入型

资产注入是电力行业永远的话题，2009年有桂冠电力、粤电力、金山股份、华电国际、国电电力、大唐发电、国投电力、川投能源、内蒙华电等实行资产注入。

随着电力行业盈利的持续好转，电力行业资产注入的动力进一步加强。预计2010年有粤电力、华能国际、广州控股、内蒙华电等完成资产注入。

七、重点公司推荐

（一）桂东电力（600310.sh）：关注国海证券上市带来投资机会

- ★ 公司是历史清白、业绩稳定的地方发供电一体化电力公司。
- ★ 公司目前拥有水电装机30万千瓦，年销售电量20亿千瓦时的110千伏和35千伏电网资产，2010年公司预增发买入集团一电网资产。
- ★ 2009年11月20日，国家发改委上调销售电价，广西区域上调2.4分/千瓦时（含税），公司服务区域有望同步上调，预计2010年上调电价增加收入2400万元，EPS增厚0.1元/千瓦时。
- ★ 2009年是公司各项业务最差的年份，预计2010年广西来水恢复正常，高压铝箔价格上涨10%，原有主业实现净利润1.3亿元，EPS0.66元。
- ★ 公司服务区域上程电力是广西核电配套项目抽水蓄能选址点，公司有望参与该项目建设，未来3-5年公司水电发电装机有望增长1倍。
- ★ 公司参股15%的国海证券有望在年底或2010年上半年过会，如国海证券上市成功，必将提高公司投资价值。2009年国海证券有望完成净利润9亿元，按25倍PE估值，公司拥有国海证券市值近25亿元，

折合股价16元。

- ★ 预计公司2009、2010年净利润分别为0.69亿元和3.83亿元，摊薄后每股收益为0.44元和1.95元，动态PE58倍和13倍，摊薄后目标价30元，给予“买入”评级。

（二）穗恒运（000531.sz）：房地产收益是公司未来三年增长亮点

- ★ 恒运D电厂永久出线预计年底完成，历时将解决D厂18万千瓦装机出力。
- ★ 收购恒运C和D厂部分股权预计2010年上半年完成，公司权益装机容量增加近1倍。
- ★ 公司电力主业稳定，2009年公司上网电量58亿千瓦时、2010年62亿千瓦时，假设标煤单价725元/吨，2010年电价下调0.8分/千瓦时，2009-2010年，公司电力实现净利润1.93亿元和3.13亿元，每股收益0.72元和0.92元。
- ★ 2009年5月，证监会批准公司受让广州证券20%股权，广州证券95%以上收入来自经纪业务，目前广州证券有营业部12家，预计广州证券2009年实现净利润3.2亿元。下半年广州证券将增资扩股到20亿元，年底广州证券净资产接近27亿元。2010年，广州证券按17%净资产收益率计算，2010年广州证券将实现净利润4.4亿元，为公司贡献EPS0.26元。
- ★ 公司未来三年最大受益来自房地产业务，公司该房地产项目预计2010年预售，2011-2012年结算。如按11000元/平方米销售，2011年和2012年将为公司增厚业绩0.61和0.65元。
- ★ 广州“知识城”项目预计2010年出台，该开发区占地120平方公里，目标建成一流的易居式开发区，历时公司房地产项目开发将保持连续性。
- ★ 预计公司2009-2011年每股收益为1.0元、1.2元和1.8元，动态PE18倍和16倍和10倍，公司具有较明显的估值优势，目标价24元，维持“买入”评级。

（三）桂冠电力（600236.sh）：2010年火电扭亏，业绩反转显著

- ★ 合山火电过去两年均成为公司业绩减少包袱，2008年亏损4亿元，2009年上半年亏损2亿元，下半年发电量上升，火电有望实现净利润5千万元，预计2010年火电全年实现净利润7千万元。
- ★ 龙滩水电站建成后，公司广西水电将增加发电量近10亿千瓦时，每年实现净利润4-5亿元。
- ★ 岩滩公司70%股权注入上市公司年内完成，岩滩每年发电量在65亿千瓦小时左右，净利润可维持在4-5亿元。
- ★ 预计公司2009、2010年每股收益为0.21元和0.55元，动态PE38倍和15倍，公司具有较明显的估值优势，目标价12元，维持“买入”评级。

（四）华能国际（600011.sh）：行业发电龙头，期待集团资产注入

- ★ 公司一直奉行自建和收购机组的发展政策，2010年公司承诺发电装机容量超过6000万千瓦，煤炭供应能力5000万吨。而目前公司发电装机只有4300万千瓦，2010年预计投产200万千瓦，因此，从集团需收购1500万千瓦装机容量。
- ★ 而集团2008年有8000万千瓦装机容量，根据国家鼓励上市公司做大作强原则，公司收购集团优质资产的可能性比较大。
- ★ 公司主要优势是进口机组多、单机容量大、煤耗低（平均供电煤耗334克/千瓦时）。
- ★ 公司大部分机组分布在东部沿海发达地区，其中华东地区占64%，机组分布优势有利于公司保持较高的利用率。
- ★ 不考虑2010年集团资产注入，预计2009、2010年公司每股收益为0.51元和0.48元，动态PE分别为16和17倍，有较高安全边际，给与“买入”评级。

（五）长江电力（600900.sh）：水电龙头、增厚显著

- ★ 公司2010年发电量将呈井喷式增长，从09年4季度开始，三峡电站所有发电量将全部计入长江电力，公司再无分电之虞，预计今年发电量将达到554亿千瓦时，明年有望达到934亿千瓦时，相较08年443亿千瓦时发电量增加接近一倍，成为当之无愧的世界第一大水电上市公司。
- ★ 公司作为可再生清洁能源企业龙头，将长期受益于低碳经济发展战略，未来金沙江流域滚动开发亦令公司装机容量实现翻番。
- ★ 看好电价改革与电力体制改革在十二五期间取得重要突破，水电价格有望进一步得到提升，公司盈利能力将进一步增强。
- ★ 水电企业充沛的现金流以及公司稳健的投资风格将为公司非主业绩带来新的看点。
- ★ 考虑此次葛洲坝电站提价因素，测算得到2009-2011年长江电力的EPS分别为0.48元、0.73元与0.74元，对应当前股价的市盈率分别为27.8、18.3和18倍，目标价为18元，建议“买入”。

八、风险提示

- 1、煤价大幅上涨风险。
- 2、经济增速低预期风险，从而使得发电利用小时数不升反降。
- 3、资产重组搁置风险。

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、蒸汽、热水的生产和供应业(010401)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。