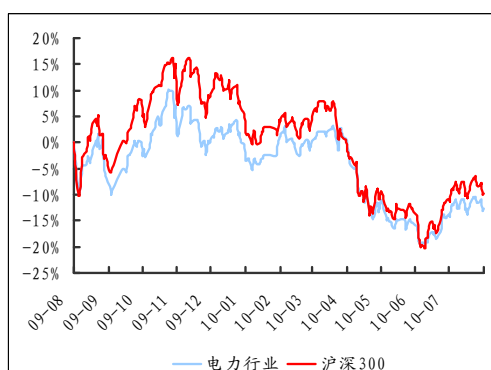


行业毛利率有所下降，精选个股是关键

评级：中性（维持）

2010年8月27日

——电力行业 2010年8月份月报



市场数据

行业分类：电力行业

沪深 300 指数：2858.57

电力行业指数：2115.04

研究员：蔡文彬

电话：(0351) 4131415

E mail: caiwb@dtsbc.com.cn

地址：山西·太原·青年路8号

邮编：030001

网址：www.dtsbc.com.cn

相关研究：

《主题投资机会显现，关注新能源发电--电力行业2010年7月份月报》（2010/07/23）

《行业二次探底，关注具有成本优势的成长性个股--电力行业2010年下半年投资策略》（2010/06/25）

投资要点：

- **高温刺激用电需求，七月用电增幅回落减缓** 七月份全国全社会用电量达到 3,896 亿千瓦时，同比增长 13.94%，比六月份增速微幅下降了 0.2 个百分点，下降幅度低于此前市场预期。我们认为，高温因素是七月份日均用电量环比、同比大增的主要原因，居民生活和第三产业日均用电大幅度增长便可印证这一点。
- **煤价如期下降，成本压力有所弱化** 近期秦港动力煤价格出现小幅回落，符合我们上个月的判断。秦港煤炭库存和直供电厂库存较七月份继续上升，沿海煤炭运价指数也继续回落，反应煤炭市场景气度不高。结合近期国际煤价走势和未来用电需求放缓的判断，我们预计短期煤价将继续下降，火电企业成本压力将有所弱化。
- **中报陆续公布，毛利率同比下降** 从已公布的电力行业上市公司半年报情况看，火电行业延续了一季度“增收不增利”的态势，大部分企业利润出现了同比下滑。火电企业的营业成本上涨幅度高于营业成本上涨幅度，是火力发电业务毛利率下滑的主要原因。由于基数效应、节能降耗、水电出力增加等原因，火电企业下半年将不再有营业收入快速增长的优势，下半年毛利率同比下降的压力可能更大。
- **水电盈利好转，火电受益于煤价回落** 因为西南地区旱灾，一季度部分水电企业出现了亏损。但是进入传统汛期以来，南方降水丰富，上游来水充裕导致水电出力大增。由于今年汛期来水好于去年，预计水电全年业绩将同比增加。火电方面，虽然近期煤价小幅下降，但对火电企业利好程度有限。预计未来火电企业将承担利用小时增速下滑的压力，在“煤电联动”迟迟不能启动的情况下，下半年业绩仍有下滑的风险。
- **投资建议** 我们维持电力行业“中性”的投资评级。在不具备行业性投资机会的情况下，精选个股是获取超额收益的关键。建议继续关注成本优势企业，以及与新能源相关的电力企业。在投资组合上，建议重点关注：长江电力、国电电力、内蒙华电、凯迪电力以及乐山电力。

目 录

一、高温刺激用电需求，七月用电增速回落减缓.....	3
（一）七月用电增速为 13.94%，环比下降 0.2 个百分点.....	3
（二）日均用电环比增长明显，高温因素是主因.....	3
（三）重工业用电量小幅反弹，但下降趋势难改.....	4
二、煤价如期下降，成本压力有所弱化.....	5
（一）“旺季不旺”，市场煤价如期回落.....	5
（二）国际煤价大幅回落，对国内市场形成有效补充.....	6
（三）短期煤价将维持下降趋势.....	7
三、中报陆续公布，毛利率同比下降.....	8
（一）中报陆续公布，增收不增利.....	8
（二）煤炭成本上涨，火电毛利率下滑.....	9
（三）下半年还需经受利用小时下滑考验.....	9
四、水电盈利好转，火电仍承压.....	10
（一）水电：利用小时回升，盈利好转.....	10
（二）火电：煤炭成本压力减轻，利用小时承压.....	11
五、维持“中性”投资评级，精选个股是关键.....	11

图表目录

图表 1 全社会用电量及同比增速	3
图表 2 第一产业用电量及同比增速	3
图表 3 第二产业用电量及同比增速	4
图表 4 第三产业用电量及同比增速	4
图表 5 城乡居民生活用电量及同比增速	4
图表 6 工业用电量及同比增速	5
图表 7 重工业用电量及同比增速	5
图表 8 轻工业用电量及同比增速	5
图表 9 秦港动力煤价格走势（元/吨）	6
图表 10 直供电厂煤炭库存变化（万吨）	6
图表 11 秦皇岛港煤炭库存变化（万吨）	6
图表 12 澳大利亚BJ动力煤价格走势（美元/吨）	7
图表 13 秦港与纽港煤价（FOB）价差走势（美元/吨）	7
图表 14 煤炭进出口量及同比增速变化	7
图表 15 沿海煤炭运价指数走势	7
图表 16 八月份部分电力上市公司中报情况	8
图表 17 全国全部机组平均利用小时数	10
图表 18 全国火电机组平均利用小时数	10
图表 19 全国水电机组平均利用小时数	10
图表 20 三峡入库流量及同比增速	10
图表 21 行业重点上市公司估值及评级	12

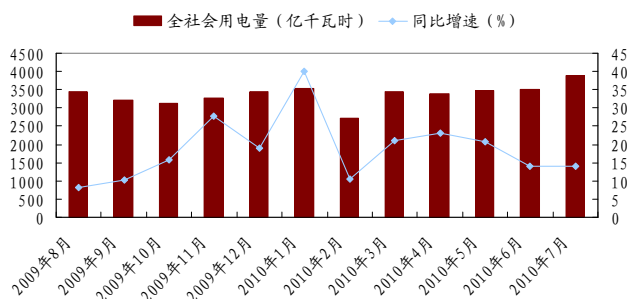
一、高温刺激用电需求，七月用电增速回落减缓

（一）七月用电增速为 13.94%，环比下降 0.2 个百分点

由于宏观经济的恢复，全社会用电量保持了较快的速度增长。1-7 月份全国全社会用电量达到 23,989 亿千瓦时，同比增长 20.25%，但比 1-6 月用电增速下降约一个百分点。其中，七月份全国全社会用电量达到 3,896 亿千瓦时，同比增长 13.94%，比六月份增速微幅下降了 0.2 个百分点，下降幅度低于此前市场的预期。七月全社会用电量环比大幅增长了 10.68%。

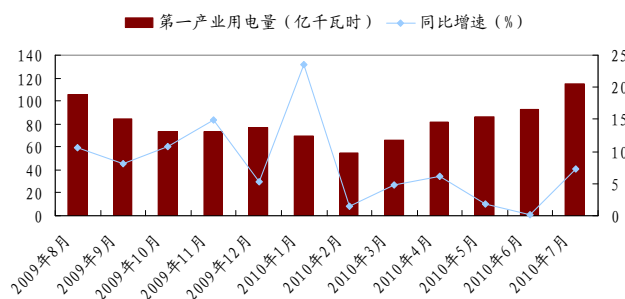
从七月份分产业用电数据看，第一产业用电量为 115 亿千瓦时，同比增长 7.27%；第二产业用电量为 2,939 亿千瓦时，同比增长 15.44%；第三产业用电量为 406 亿千瓦时，同比增长 11.32%；城乡居民生活用电量为 437 亿千瓦时，同比增长 8.64%。数据表明，除了第一产业外，其它各产业和居民生活用电量的增速较六月份均小幅下降，其中第二产业用电增速较六月份仅下降了 0.36 个百分点。

图表 1 全社会用电量及同比增速



资料来源：中电联、大同证券研究部

图表 2 第一产业用电量及同比增速



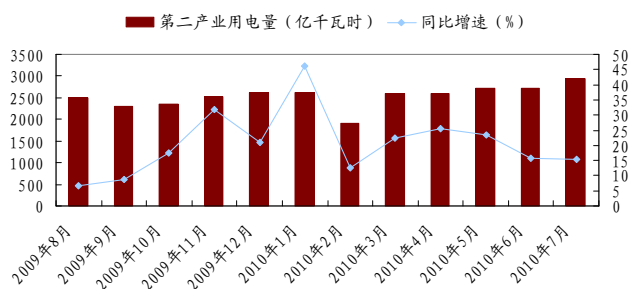
资料来源：中电联、大同证券研究部

（二）日均用电环比增长明显，高温因素是主因

七月份全国全社会日均用电量为 125.68 亿千瓦时，与六月份日均用电量 117.33 亿千瓦时相比显著增加。第一、第二、第三产业和居民生活的日均用电量分别为 115 亿千瓦时、2,939 亿千瓦时、406 亿千瓦时以及 437 亿千瓦时，较上月环比增长了 19.67%、4.87%、11.94%、16.18%，较去年同期分别增长了 7.27%、15.44%、11.32%、8.64%。

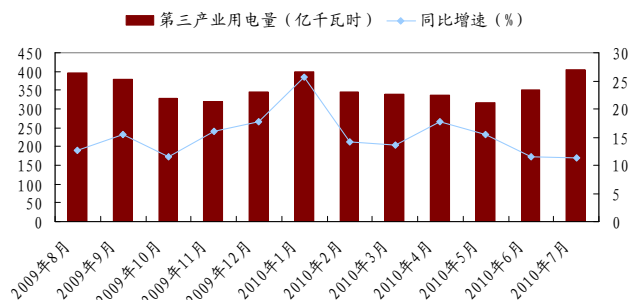
我们认为，高温因素是七月份日均用电量环比、同比大增的主要原因，今年六月由于南方大范围降雨，气温相对较低，而七月全国平均气温高于去年同期，导致降温用电需求显著增加。居民生活和第三产业日均用电环比大幅度增长便印证了这一点。

图表 3 第二产业用电量及同比增速



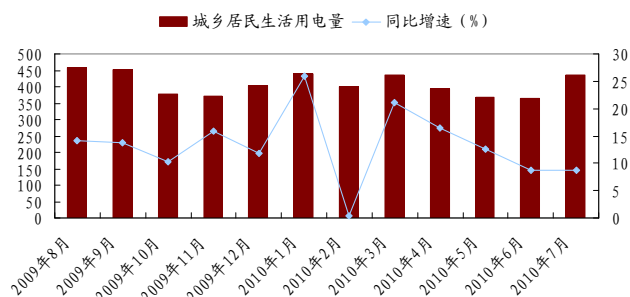
资料来源：中电联、大同证券研究部

图表 4 第三产业用电量及同比增速



资料来源：中电联、大同证券研究部

图表 5 城乡居民生活用电量及同比增速



资料来源：中电联、大同证券研究部

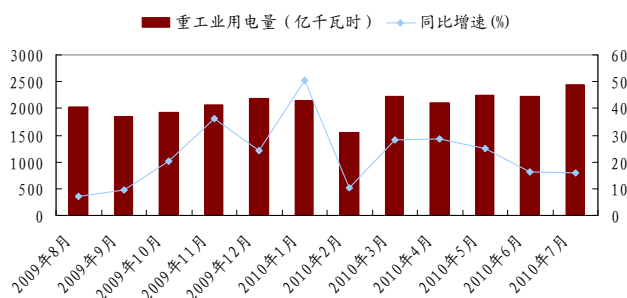
(三) 重工业用电量小幅反弹，但下降趋势难改

在第二产业用电量方面，七月份工业用电总量为 2,899 亿千瓦时，同比增长 15.34%，较六月份增速略有下降，环比较六月份增长 8.50%。其中，七年轻工业用电量 461 亿千瓦时，同比上涨了 12.08%，环比增长了 2.44%；重工业用电量 2,438 亿千瓦时，同比增长 15.98%，与六月份增速基本持平，环比增长了 9.67%。

从日均用电数据来看，七年轻工业日均用电量为 14.87 亿千瓦时，环比下降了 0.86%；重工业日均用电量为 78.65 亿千瓦时，环比较六月份增长了 6.13%。

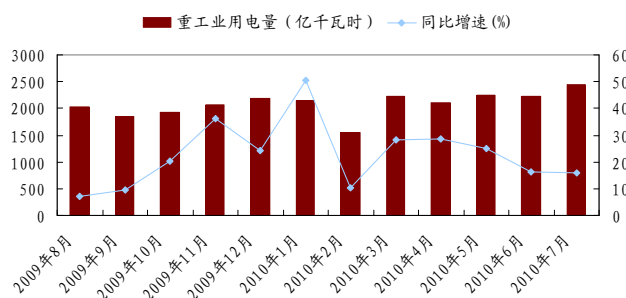
可见，相比较于六月份，七月重工业用电量出现了小幅度的反弹；但是轻工业用电量环比出现回落。我们认为，虽然七月全社会用电增速与六月基本持平，但是这并不意味着未来用电增速下滑的势头将得到逆转。因为上半年单位 GDP 能耗上升了 0.09%，显示目前节能降耗形势依旧非常严峻，下半年节能减排任务非常繁重。目前节能降耗相关政策也没有丝毫放松的迹象，所有高耗能行业已经开始执行新的差别电价。8 月 8 日，工信部公告了 18 个行业淘汰落后产能名单，这些企业的落后产能必须在今年九月底前关闭。此外，随着气温降低，降温用电需求也将减少。因此，我们预计，未来几个月用电增速将回归下降通道。

图表 6 工业用电量及同比增速



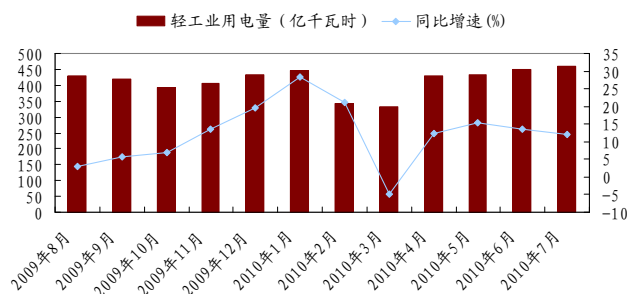
资料来源：中电联、大同证券研究部

图表 7 重工业用电量及同比增速



资料来源：中电联、大同证券研究部

图表 8 轻工业用电量及同比增速



资料来源：中电联、大同证券研究部

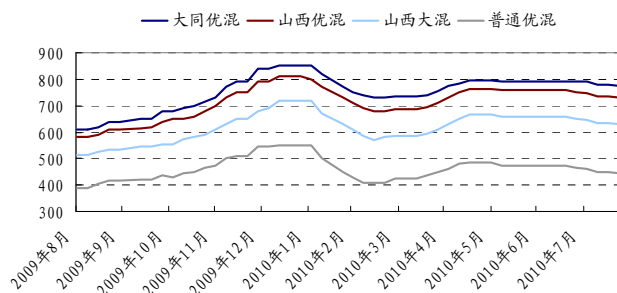
二、煤价如期下降，成本压力有所弱化

（一）“旺季不旺”，市场煤价如期回落

三季度是煤炭行业的传统消费旺季，但是今年三季度煤炭市场呈现“旺季不旺”的现象。我们曾在电力行业七月份报中指出，“从五月开始电厂为应付即将到来的夏季用电高峰，大规模储备电煤，但是由于水电出力大幅增加等原因，火力发电量小于电厂预期，这使得近期电煤供应显得比较宽松。从直供电厂煤炭库存来看，火电出力不佳导致了煤炭库存量直线上升。我们预计三季度国内煤炭价格将稳中有降。”

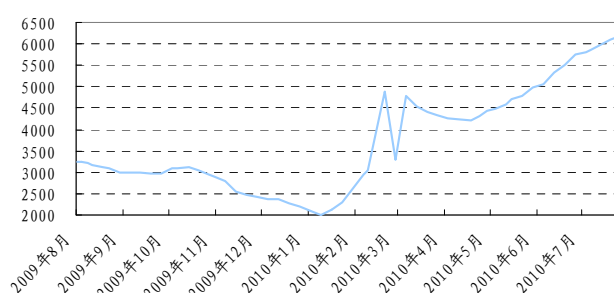
近期秦港动力煤价格呈现小幅回落的走势，符合我们上个月的判断。我们认为，煤炭价格回落反映了目前市场较宽松的供求关系。由于水电汛期出力大幅度增加，并好于去年，火电出力相对减少降低了电煤的需求。从库存情况看，秦港煤炭库存和直供电厂库存较七月份继续上升，目前秦港煤炭库存已经超过 700 万吨，接近 800 万吨的警戒线；直供电厂库存达到了 6189.20 万吨，创出了历史新高。

图表 9 秦港动力煤价格走势（元/吨）



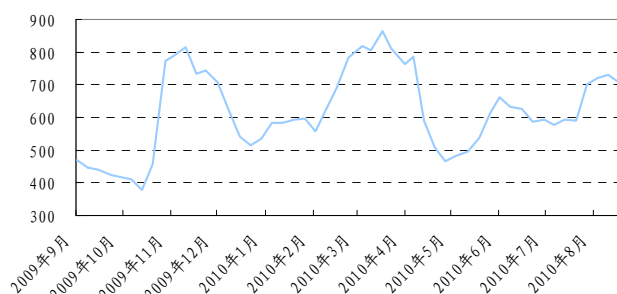
资料来源：CCTD、大同证券研究部

图表 10 直供电厂煤炭库存变化（万吨）



资料来源：CCTD、大同证券研究部

图表 11 秦皇岛港煤炭库存变化（万吨）



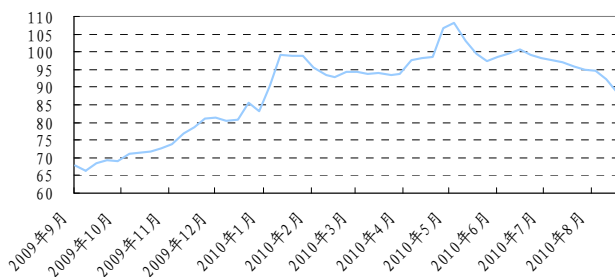
资料来源：CCTD、大同证券研究部

（二）国际煤价大幅回落，对国内市场形成有效补充

受亚洲市场需求下降预期、国际油价大幅回落等因素影响，近一个月国际煤价继续回落。截至 8 月 19 日，澳大利亚 BJ 动力煤价格已经跌至 88.70 美元/吨，相比较于五月份 108.70 美元/吨的高位，目前国际煤价已经下跌接近 20%。而秦皇岛港动力煤价格近期稳定在高位，这就导致了秦港与纽港煤价（FOB）价差再次回到 20 美元/吨以上。国家海关总署公布的数据显示，受价差缩窄影响，七月份我国煤炭进口量进一步回升至 1,309 亿吨。

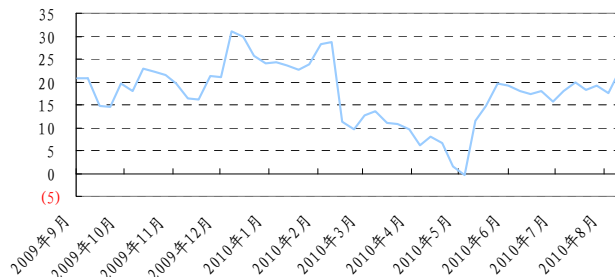
在国际煤价大幅回落后，国际煤炭相比国产煤的价格优势进一步凸显，进口煤对国内市场的补充效应也将显现无疑。在秦港与纽港煤价价差维持，国内煤炭需求保持稳定的情况下，预计下半年煤炭进口量将维持在高位。我们依然认为，在未来较长时间内，受国家保护国内煤炭资源，煤炭产业集中度不断提高等因素影响，我国煤炭“净进口”将将成为一种常态。而国际煤炭将对国内煤炭形成有效补充，有利于国内煤炭市场价格稳定，因而对国内电力企业形成长期利好。

图表 12 澳大利亚 BJ 动力煤价格走势 (美元/吨)



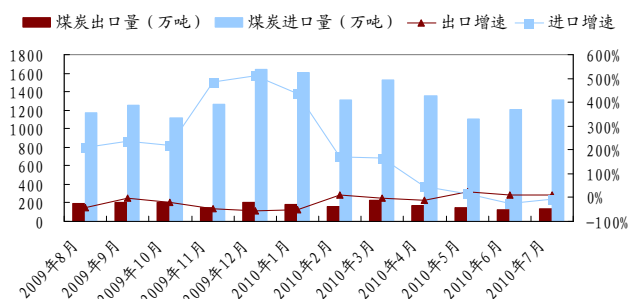
资料来源: CCTD、大同证券研究部

图表 13 秦港与纽港煤价 (FOB) 价差走势 (美元/吨)



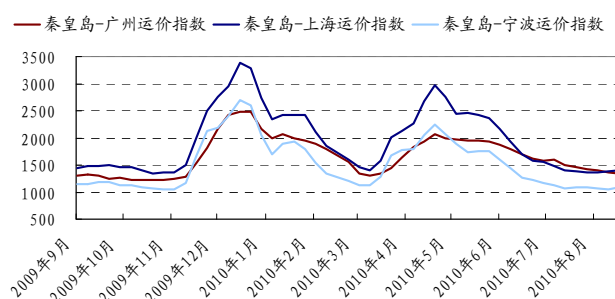
资料来源: CCTD、大同证券研究部

图表 14 煤炭进出口量及同比增速变化



资料来源: CCTD、大同证券研究部

图表 15 沿海煤炭运价指数走势



资料来源: CCTD、大同证券研究部

(三) 短期煤价将维持下降趋势

目前, 秦皇岛港大同优混、山西优混、山西大混及普通优混的价格分别为 790 元/吨、760 元/吨、660 元/吨、475 元/吨, 较六月份同期分别下降了 15 元/吨、30 元/吨、30 元/吨、30 元/吨。而反应煤炭市场景气度的沿海煤炭运价指数延续了上个月下降的趋势, 与去年三月份的景气低点基本持平。

我们维持短期煤价将继续下降的判断, 理由如下: 1、在国内外煤价价差维持的情况下, 进口煤将继续形成对国内市场的有效补充, 预计未来市场煤炭供应相对充裕。而且国际煤价的回落也将拉动国内煤价的适当回落。2、在严峻的节能形势下, 用电需求增速将放缓, 同时下半年水力发电量继续恢复, 这都将减少燃煤机组出力, 从而减少电煤需求。因此, 我们预计未来煤炭市场供求关系将较为宽松, 煤价短期将维持下降趋势。但是我们认为目前来看煤价大幅下降的可能性不大, 这主要是考虑到目前煤炭行业集中度较高, 煤炭供给弹性较大。

三、中报陆续公布，毛利率同比下降

（一）中报陆续公布，增收不增利

进入八月份，电力行业主要上市公司陆续公布了 2010 年度半年报。从已公布的电力行业上市公司半年报情况看，火电行业延续了一季度“增收不增利”的态势。上半年宏观经济恢复使得用电需求同比大增，同时一季度旱灾致使水电出力减少，因而火电机组利用小时数同比出现大幅好转。在发电量同比上升的情况下，火电企业营业收入同比实现大幅度增长。但是由于煤炭成本也出现了显著增长，因此，绝大部分企业利润出现了同比下滑。

图表 16 八月份主要电力上市公司中报情况

上市公司	公告日期	上半年业绩情况
国投电力	8月5日	归属于母公司的净利润约1.01亿元，上半年实现每股收益0.055元，而去年同期出现较大额度亏损。公司上半年电力业务毛利率下降了2.94个百分点，为18.35%。
文山电力	8月12日	归属于母公司的净利润约5844.18万元，同比增长3.52%。上半年实现每股收益0.12元，与去年同期基本持平。公司上半年毛利率下降了5.12个百分点，为26.33%。
华能国际	8月11日	营业收入同比增长37.25%，归属于母公司的净利润同比增长2.71%。上半年实现每股收益0.17元。由于煤炭价格上涨，公司上半年毛利率下降了2.58个百分点，为11.15%。
桂冠电力	8月17日	考虑今年注入的岩滩电站，净利润1.86亿元，同比下降19.78%；每股收益0.08元，较去年同期下降26.97%。受旱灾影响，公司上半年毛利率为13.61%，下降了13.36个百分点。
深圳能源	8月18日	营业收入增长44.50%，归属于母公司的净利润下降15.86%。上半年实现每股收益0.40元，同比下降14.89%。公司上半年发电业务毛利率下降了4.09个百分点，为18.96%。
粤电力A	8月20日	营业收入增长18.60%，归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润增长11.63%。上半年实现每股收益0.16元。公司上半年发电业务毛利率下降了2.98个百分点，为14.12%。
大唐发电	8月20日	营业收入增长39.66%，归属于上市公司股东的净利润增长28.88%。上半年实现每股收益0.0689元。公司上半年发电业务毛利率下降了2.83个百分点，为17.25%。
长源电力	8月26日	营业收入增长43.07%，归属于上市公司股东的净利润下降179.22%。上半年实现每股收益-0.27元。受煤炭成本上涨影响，公司上半年发电

业务毛利率下降了4.93个百分点，为4.30%。

营业收入增长18.26%，归属于上市公司股东的净利润下降101.00%。

漳泽电力 8月27日 上半年实现每股收益-0.11元。受煤炭成本上涨影响，公司上半年主营业务毛利率下降了3.69个百分点，为-3.63%。

资料来源：上市公司公告

（二）煤炭成本上涨，火电毛利率下滑

从主要电力上市公司半年报来看，发电业务毛利率同比均出现了一定程度的下滑，下降幅度在 2%-5%。毛利率下滑主要是由于，1、由于今年上半年宏观经济恢复使得用电需求同比大增，而去年同期受金融危机影响用电基数较低，因此，上半年用电量出现了 20%以上的增长。同时一季度旱灾使得水电出力减少，火电机组出力大幅度增加。于是，火电上半年利用小时数同比大幅好转，火电企业营业收入同比均实现大幅度增长。2、今年上半年合同煤价和市场煤价均出现了较大幅度上涨，其中合同煤价格上涨幅度在 30-50 元/吨，而市场煤同比上涨的幅度更大。因此，火电企业的营业成本上涨幅度高于营业成本上涨幅度，导致了火力发电业务毛利率的下滑。

（三）下半年还需经受利用小时下滑考验

虽然上半年火力发电业务毛利率下滑，但是由于营业收入增长幅度较大，单位发电量的固定成本下降明显，因此火电上市公司营业利润同比下降幅度较为有限。考虑到去年下半年火电利用小时回升较快，营业收入的基数也较高，因而今年下半年火电企业利用小时的比较优势将消失。

同时，火电企业在下半年将承受用电增速下滑和水电出力增加挤压火电利用小时的“双重压力”。首先，我国目前节能形势十分严峻，上半年单位 GDP 能耗“不降反升”，上升了 0.09%，下半年的节能任务更加繁重。目前所有高耗能行业已经开始执行新的差别电价，淘汰落后产能的进度也在加快，预计节能政策未来没有放松的可能。因此，在节能降耗政策的影响下，下半年全国全社会用电增速将大幅度放缓。其次，今年南方汛期来水好于往年，而去年从三季度开始，旱情开始显现，因此今年水电出力较去年同期将大幅度增加。我们预计，水电出力增加，新机组投产量依旧较大等因素，将挤压火电机组下半年的利用小时数。

可见，由于基数效应、节能降耗、水电出力增加等原因，火电企业下半年营业收入快速增长的优势将丧失，下半年毛利率同比下降的压力可能更大。

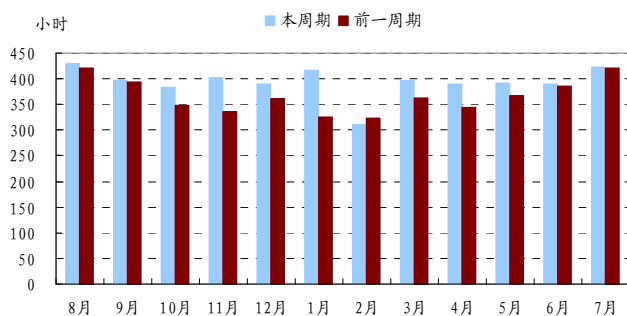
四、水电盈利好转，火电仍承压

（一）水电：利用小时回升，盈利好转

进入传统汛期以来，南方降水丰富，以三峡水库为例，六、七月的入库流量同比分别增长了 27.30% 和 45.40%。上游来水充裕导致水电出力同比、环比均出现显著增加，水电机组利用小时也大幅增长。七月份全国水电机组的平均利用小时数为 431 小时，较去年同期增加了 44 小时，增幅为 9.11%。七月水力发电量为 827 亿千瓦时，较去年同期上涨了 26.60%，主要是由于水电机组利用率上升和水电机组容量增加。

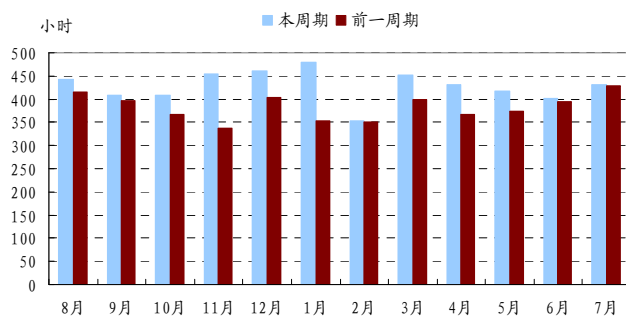
水力发电的主要成本是资产折旧和财务费用，成本几乎不随发电量变化，因此，水电企业业绩对发电量，也就是利用小时具有高敏感性。一季度因为西南地区旱灾，部分水电企业出现亏损。由于降水的季节性，二、三季度才是水力发电的主要时期，也就是贡献利润的主要时期。因此，一季度的旱灾并不会影响水电企业的今年全年的业绩，由于今年汛期来水好于去年，预计水电全年业绩将同比增加。

图表 17 全国全部机组平均利用小时数



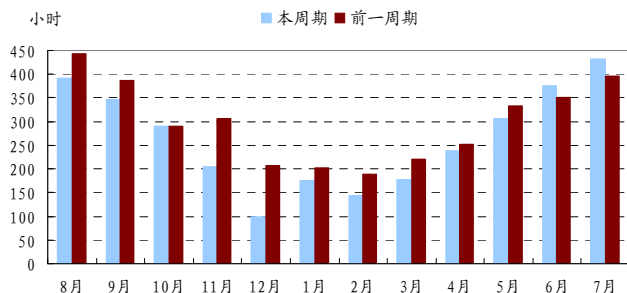
资料来源：中电联、大同证券研究部

图表 18 全国火电机组平均利用小时数



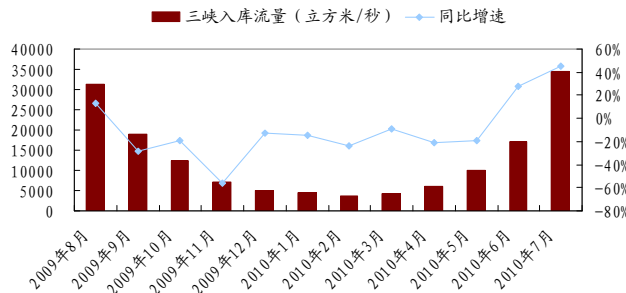
资料来源：中电联、大同证券研究部

图表 19 全国水电机组平均利用小时数



资料来源：中电联、大同证券研究部

图表 20 三峡入库流量及同比增速



资料来源：三峡集团、大同证券研究部

（二）火电：煤炭成本压力减轻，利用小时承压

我们从影响火电企业业绩的三个要素来分析：

1、**煤价**。由于电煤库存处于高位，煤炭市场呈现“旺季不旺”的现象，秦港动力煤价格近期有所回落，符合我们此前的预期。因此，虽然近期煤价回落减轻了部分电厂的成本压力，但是幅度非常有限。由于煤炭价格仍处于 2009 年以来的高位，大幅下降的可能性也较小，预计煤价将继续形成对电企业绩的压制。

2、**利用小时**。在第一季度，由于旱灾使得水电利用小时大幅低于往年水平，但火电出力增加弥补水电损失，使得火电利用小时同比大幅增加。因此，“水火两重天”的现象得以出现。但随着汛期来临，水电的地位得到逆转。南方降水好于往年，使得水电出力大幅增加，挤压了火电出力空间。七月份火电机组利用小时数为 401 小时，与去年同期基本持平。

从今年汛期的来水情况看，南方水电机组上游来水普遍好于预期，预计今年汛期水电出力将明显好于去年；而用电需求在节能降耗等政策影响下难有大幅度提升，水电出力增加将挤压火电的利用小时数，预计未来将出现同比下降的情况。

3、**电价**。七月份 CPI 回升至 3% 以上，加上近期粮油价格出现持续上涨，预期未来两个月通胀形势仍不容乐观。同时，从上半年电力行业盈利情况看，虽然火电企业亏损面较大，但整体盈利较为乐观。加上煤价未来继续上涨预期较弱，“煤电联动”的紧迫性有所弱化。因此，在当前通胀压力较为严峻的形势下，三季度电价调整的可能性不大。

因此，短期来看，煤炭市场价格下降将对火电行业形成利好，但由于煤价下降幅度有限，且仍处于高位，因而利好程度有限。预计未来几个月火电企业将承担利用小时增速下滑的压力，在“煤电联动”迟迟不能启动的情况下，下半年业绩仍有下滑的风险。

五、维持“中性”投资评级，精选个股是关键

综上所述，由于下半年煤炭成本压力仍然较大，而“煤电联动”的时机将继续延后，火电未来盈利能力同比将继续下滑；而水电由于收益于汛期来水好于往年，今年全年的业绩有望高于预期。我们维持电力行业“中性”的投资评级。在不具备行业性投资机会的情况下，精选个股是获取超额收益的关键。建议继续关注成本优势企业，以及与新能源相关的电力企业。结合目前估值水平，我们给出如下投资组合：

- 1、具有资产注入预期和煤电联营优势的公司：国电电力、内蒙华电

2、新能源相关电力企业：长江电力、凯迪电力、乐山电力

图表 21 行业重点上市公司估值及评级

公司简称	股价 (元)	EPS (元/股)			PE (倍)			评级
		2009	2010(E)	2011(E)	2009	2010(E)	2011(E)	
漳泽电力	4.39	0.007	-0.119	-0.093	627.14	—	—	中性
穗恒运 A	13.40	0.947	0.733	1.098	14.15	18.28	12.20	谨慎推荐
国电电力	3.32	0.147	0.178	0.225	22.66	18.65	14.76	谨慎推荐
内蒙华电	8.71	0.204	0.461	0.584	42.70	18.89	14.91	谨慎推荐
通宝能源	6.28	0.008	0.050	0.060	785.00	125.60	104.67	中性
长江电力	7.96	0.285	0.416	0.436	27.93	19.12	18.27	谨慎推荐
黔源电力	20.45	0.240	0.408	0.735	85.21	50.12	27.82	谨慎推荐
凯迪电力	16.28	0.324	0.403	0.441	50.25	40.40	36.92	谨慎推荐
华能国际	6.11	0.421	0.351	0.385	14.51	17.41	15.87	谨慎推荐
乐山电力	11.19	0.174	0.347	0.606	64.31	32.25	18.47	谨慎推荐

资料来源：大同证券研究部

大同证券投资评级的类别、级别定义：

类别	级别	定义
股票评级	强烈推荐	预计未来6~12个月内，股价表现优于市场基准指数20%以上
	谨慎推荐	预计未来6~12个月内，股价表现优于市场基准指数10%~20%
	中性	预计未来6~12个月内，股价波动相对市场基准指数-10%~+10%
	回避	预计未来6~12个月内，股价表现弱于市场基准指数10%以上
	“+”表示市场表现好于基准，“-”表示市场表现落后基准	

类别	级别	定义
行业评级	看好	预计未来6~12个月内，行业指数表现强于市场基准指数
	中性	预计未来6~12个月内，行业指数表现跟随市场基准指数
	看淡	预计未来6~12个月内，行业指数表现弱于市场基准指数

注1：公司所处行业以交易所公告信息为准

注2：行业指数以交易所发布的行业指数为主

注3：基准指数为沪深300指数

免责声明：

- 1、此报告所载资料的来源及观点皆为公开信息，但大同证券不能保证其准确性和完整性，因此大同证券不对因使用此报告的所载资料而引致的损失负任何责任。
- 2、此报告仅做参考，并不能依靠此报告以取代独立判断。
- 3、本报告仅反映研究员的不同设想、见解及分析方法，并不代表大同证券经纪有限责任公司。
- 4、大同证券可发出其他与本报告所载内容不一致及有不同结论的报告。

版权声明：

本报告版权为大同证券经纪有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用需注明出处为大同证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。