

特高压投资带动煤电基地发展

中性 维持评级

核心观点:

- 2010 年 11 月，我们给出的电力行业月度投资组合回报为 0.24%，电力行业指数回报为-5.59%，沪深 300 指数回报为-7.19%。我们的投资组合表现高于行业指数 5.83 个百分点，电力行业指数高于沪深 300 指数 1.60 个百分点。
- 近日，国家发改委发文明确表示，各级政府要认真贯彻落实国务院有关稳定价格总水平的通知精神，把握好政府管理价格的调整时机，审慎出台。受此影响，自来水、天然气、电和成品油这些与群众生活密切相关的商品价格短期内难以上调。我们认为，受通胀压力不断加大的影响，电价上调的预期减弱，上网电价分区域调整也相应推迟。
- 本月，我们特别关注特高压投资加速对煤电基地项目发展的积极推动。随着国家电网对特高压投资加速，以及发改委对特高压线路审核节奏加快，能源基地的电力外送能力将快速释放。能源基地的电源项目大部分具有煤电联营特征，其燃料成本相对较低，同时外送项目上网电价和机组利用率相对较高，可以获得更高的投资回报。
- 从估值上看，行业重点公司的 2010 年动态市盈率在 18-25 倍，PB 估值在 2 倍左右。我们维持对行业“中性”的投资评级。
- 从投资逻辑上看，我们继续选择盈利能力较佳，估值相对较低，且具备资产整合潜力的公司，并关注拥有煤电联营项目的公司。12 月的投资组合中选择穗恒运 A、粤电力 A 和内蒙华电，分别给予 40%、30%、30%的权重。

分析师

邹序元

✉: zouxuyuan@chinastock.com.cn

☎: (8610) 6656 8668

执业证书编号: S0130208061595

张迪

✉: zhangdi_zb@chinastock.com.cn

☎: (8610) 6656 8757

执业证书编号: S0130110014639

相关研究

1. 行业动态研究：选择估值安全边际高且具备资产整合潜力的公司 10.08.02
2. 行业简评研究：重工业用电增长放缓有助抑制煤价上涨 10.07.14
3. 行业动态研究：火电 ROE 趋于改善，PB 估值安全边际高 10.07.01
4. 行业深度研究：火电盈利拐点将出现 10.06.28
5. 行业动态研究：期待火电“否极泰来” 10.06.03
6. 行业动态研究：发电量高增长，火电公司“增收不增利” 10.05.27

12 月投资组合:

股票名称	股票代码	权重 (%)	股价(元)	EPS (元)			入选投资组合理由
				2009A	2010E	2011E	
穗恒运 A	000531	40%	14.18	0.95	0.81	1.15	资源优势显著，成长性高
粤电力 A	000539	30%	6.20	0.44	0.41	0.52	发电量高增长，燃料成本压力小
内蒙华电	600863	30%	9.68	0.20	0.42	0.48	煤电联营彰显优势

资料来源：中国银河证券研究部

投资概要:

12月投资逻辑与投资思路:

本月,我们特别关注特高压投资加速对煤电基地项目发展的积极推动。随着国家电网对特高压投资加速,以及发改委对特高压线路审核节奏加快,能源基地的电力外送能力将快速释放。能源基地的电源项目大部分具有煤电联营特征,其燃料成本相对较低,同时外送项目上网电价和机组利用率相对较高,可以获得更高的投资回报。

从估值上看,行业重点公司的2010年动态市盈率在18-25倍, PB估值在2倍左右。从投资逻辑上看,我们继续选择盈利能力较佳,估值相对较低,且具备资产整合潜力的公司,并关注拥有煤电联营项目的公司。12月的投资组合中选择穗恒运A、粤电力A和内蒙华电。

估值与组合投资建议:

从估值上看,火电行业重点公司的2010年动态市盈率在18-25倍, PB估值在2倍左右, ROE在10%左右。水电行业重点公司估值与火电行业相当。穗恒运A、粤电力A、国电电力等公司具有相对估值优势。

股票权重说明:

12月的投资组合中选择穗恒运A、粤电力A和内蒙华电,分别给予40%、30%、30%的权重。

穗恒运A:公司明确“立足主业,择业发展”的发展战略。公司积极推进定向增发收购电力资产,增发后公司权益装机容量将增长96%,实现跨越式增长。公司以极低的土地投资成本进入房地产开发领域,抗风险能力强。

粤电力A:公司盈利能力强,估值安全边际高,并将受益于市场煤价格回落。同时,公司依托粤电集团,资产整合潜力大。

内蒙华电:“点对网电厂”具有煤价低、机组利用率高、电价高的优势,煤电联营彰显优势。

组合表现的催化剂:

- 1、 相关公司业绩得到市场认可。
- 2、 相关公司资产注入完成。

主要风险因素:

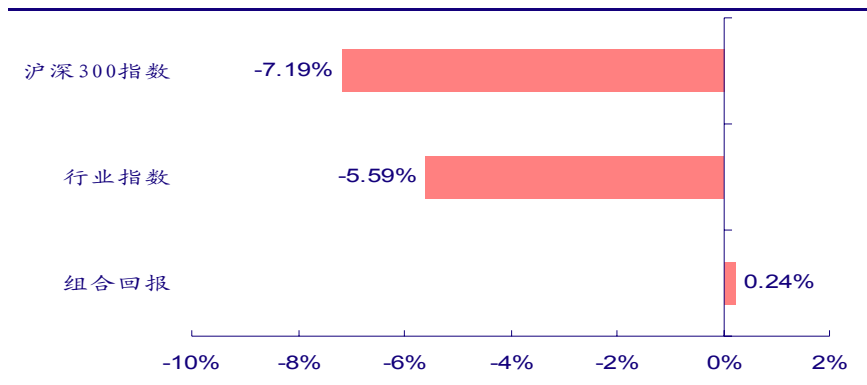
煤价继续上涨。

一、上月投资组合回顾与讨论

2010 年 11 月，我们给出的电力行业月度投资组合回报为 0.24%，电力行业指数回报为 -5.59%，沪深 300 指数回报为 -7.19%。我们的投资组合表现高于行业指数 5.83 个百分点，电力行业指数高于沪深 300 指数 1.60 个百分点。

11 月，我们给予穗恒运 A、粤电力 A 和黔源电力三家公司分别 40%、30%和 30%的权重。穗恒运 A、黔源电力的股价表现领先于行业指数。

图 1：2010 年 11 月投资组合表现



资料来源：中国银河证券研究部

二、本月投资逻辑与行业基本面分析

(一) 本月投资逻辑

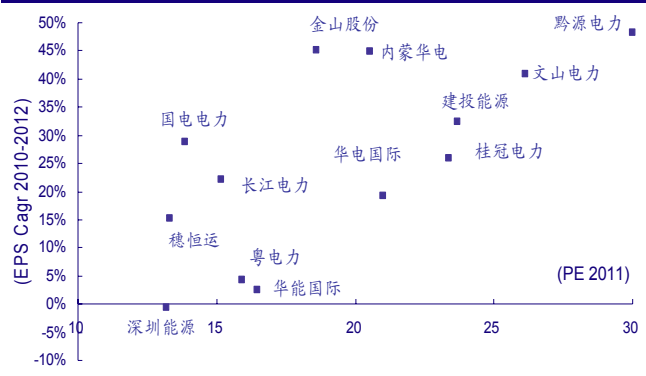
本月我们维持对行业“中性”的投资评级。

近日，国家发改委发文明确表示，各级政府要认真贯彻落实国务院有关稳定价格总水平的通知精神，把握好政府管理价格的调整时机、节奏和力度，并充分考虑社会承受能力，统筹协调，审慎出台。受此影响，自来水、天然气、电和成品油这些与群众生活密切相关的商品价格短期内难以上调。此前，各地方政府关于上调水电油气价格的计划也将被搁浅。我们认为，受通胀压力不断加大的影响，电价上调的预期再次减弱，预计春节以前电价上调的可能性已经基本不存在。此前预期内的 2011 年第二季度上网电价分区域调整也可能会相应推迟。火电整体投资机会仍然受到抑制。

本月，我们特别关注特高压投资加速对煤电基地项目发展的积极推动。随着国家电网对特高压投资加速，以及发改委对特高压线路审核节奏加快，能源基地的电力外送能力将快速释放。能源基地的电源项目大部分具有煤电联营特征，其燃料成本相对较低，同时外送项目上网电价和机组利用率相对较高，可以获得更高的投资回报。

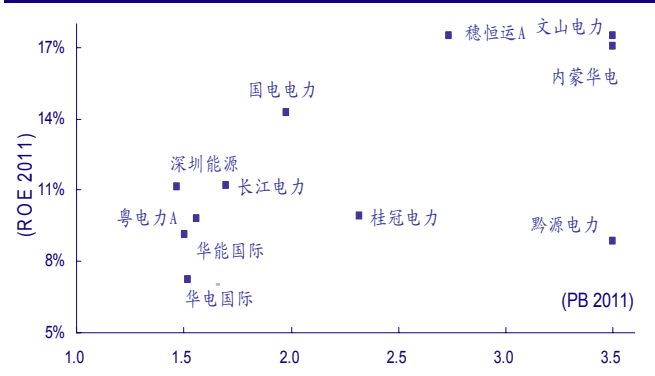
从估值上看，行业重点公司的 2010 年动态市盈率在 18-25 倍，PB 估值在 2 倍左右。从投资逻辑上看，我们继续选择盈利能力较好，估值相对较低，且具备资产整合潜力的公司，并关注具备煤电联营项目的公司。12 月的投资组合中选择穗恒运 A、粤电力 A 和内蒙华电。

图 2: 重点公司 PE-EPS Cagr 估值矩阵



资料来源: 中国银河证券研究部

图 3: 重点公司 PB-ROE 估值矩阵



资料来源: 中国银河证券研究部

(二) 行业基本面分析

1、发电量

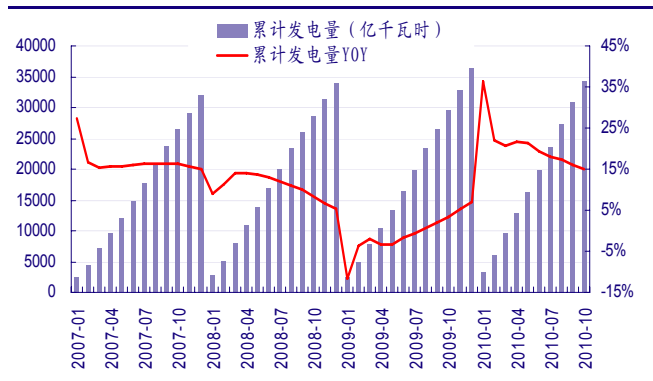
1-10 月份, 全国累计发电量 34216 亿千瓦时, 同比增长 14.9%。10 月份当月发电量 3329 亿千瓦时, 同比增长 5.9%, 较 9 月份增速有所下降。第三季度来水情况明显好转, 水电发电量增长。1-10 月水电累计发电量 5629 亿千瓦时, 同比增长 16.2%。

表 1: 1-10 月电力行业子行业累计发电量及同比变化

子行业	累计发电量 (亿千瓦时)	同比变化 (%)
水电	5629	16.2
火电	27377	14.4
风电	370	77.0
核电	597	2.4

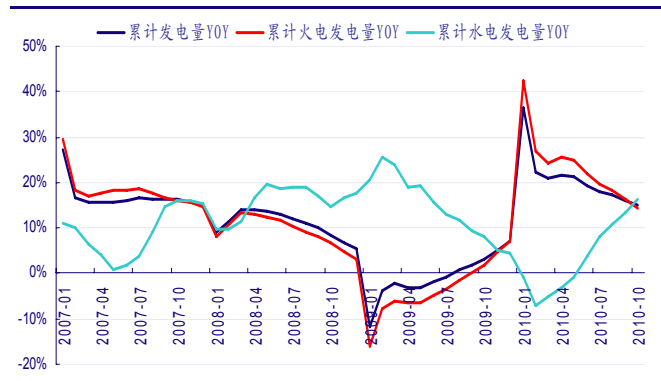
资料来源: 中电联, 中国银河证券研究部

图 4: 全国累计发电量及增速



资料来源: 中电联, 中国银河证券研究部

图 5: 子行业累计发电量增速比较

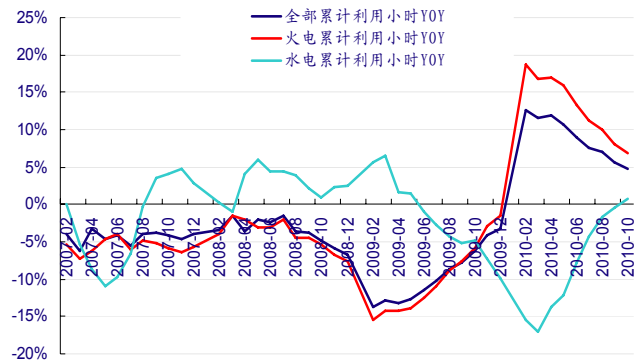


资料来源: 中电联, 中国银河证券研究部

2、利用率

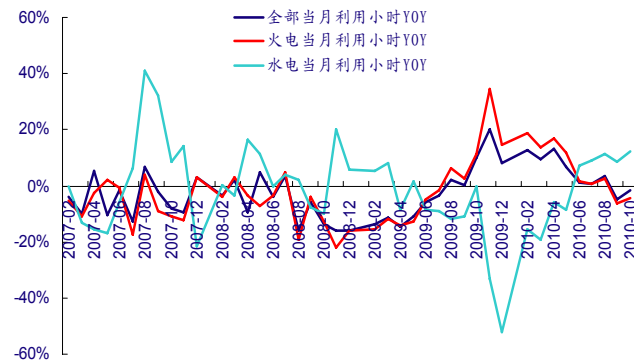
1-10月，全国全部机组平均利用小时数为3916小时，较去年同期增加181小时，增幅为4.9%。水电行业平均利用小时数为2985小时，比去年同期减少24小时。火电行业平均利用小时数为4192小时，比去年同期增加269小时。

图 6：子行业累计利用小时变动情况比较



资料来源：中电联，中国银河证券研究部

图 7：子行业当月利用小时变动情况比较



资料来源：中电联，中国银河证券研究部

3、上网电价

受通胀压力不断加大的影响，电价上调的预期再次减弱，预计春节以前电价上调的可能性已经基本不存在。此前预计的2011年第二季度上网电价分区域调整也可能会相应推迟。

4、煤价

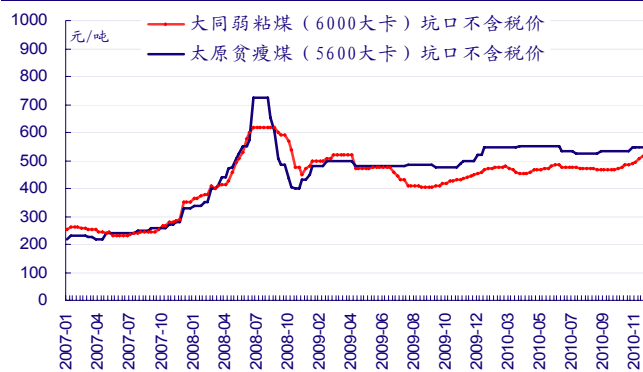
2010年动力煤价格持续高位运行，对火电企业的经营造成了很大的压力。目前煤炭供需氛围宽松，煤炭库存处于高位，预计后期煤价上涨的空间不大。

主要产地动力煤价格：11月29日，大同弱粘煤（6000大卡）坑口不含税价为515元/吨，较10月均价上涨36元/吨；较上年同期价格增长75元/吨（17%）。太原贫瘦煤（5600大卡）坑口不含税价545元/吨，较10月均价上涨10元/吨。山西主要产地动力煤价格小幅上涨。

主要中转地动力煤价格：11月29日，秦皇岛港山西优混（5500大卡）平仓中间价805元/吨，较上月均价上涨67元/吨（+9.1%）；较上年同期上涨115元/吨（+16.7%）。大同优混（6000大卡）平仓中间价855元/吨，较上月均价上涨71元/吨（+9%）；较上年同期上涨135元/吨（+18.8%）。主要中转地动力煤价格近期普遍上涨。

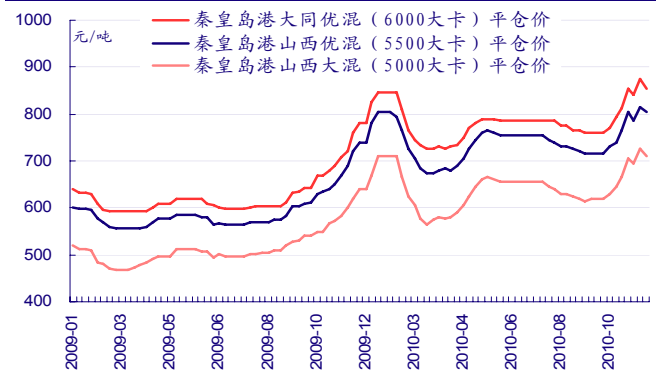
主要航线运费情况：11月29日，秦皇岛-广州煤炭运费为75元/吨，秦皇岛-上海煤炭运费为65元/吨，黄骅-上海煤炭运费为65元/吨。近期国内主要沿海航线海运费小幅回落。

图 8: 山西主要动力煤产地价格变动情况



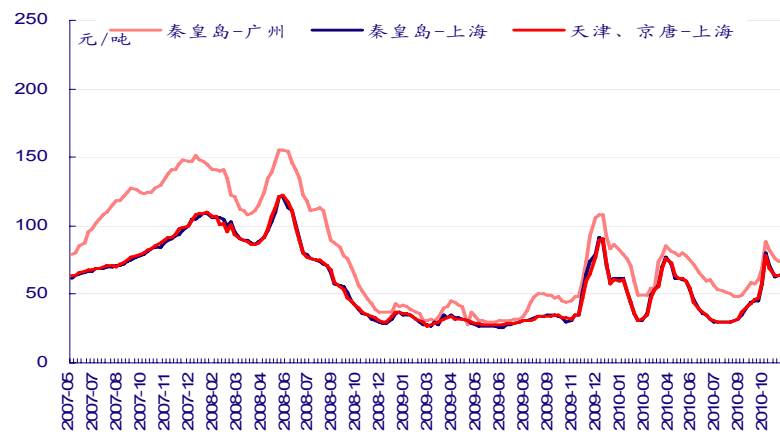
资料来源: 煤炭资源网, 中国银河证券研究部

图 9: 秦皇岛动力煤价格变动情况



资料来源: 煤炭资源网, 中国银河证券研究部

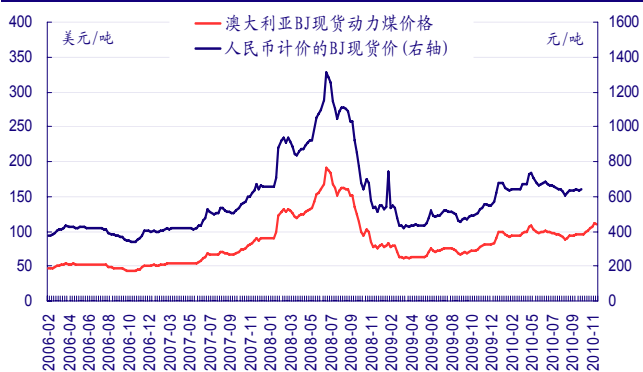
图 10: 主要航线运费变动情况



资料来源: 煤炭资源网, 中国银河证券研究部

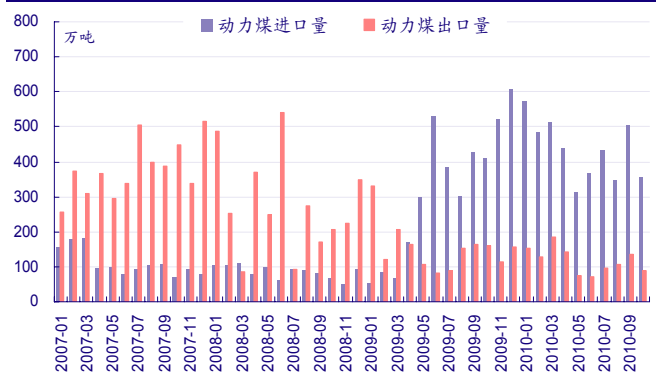
2010 年 11 月 25 日, 澳大利亚 BJ 现货价 109.25 美元/吨, 较 10 月底增长 7.5%。10 月份动力煤进口量为 356 万吨, 出口量为 88 万吨, 净进口量较 9 月下降了 27.7%。

图 11: 澳大利亚 BJ 动力煤现货价格变动情况



资料来源: 煤炭资源网, 中国银河证券研究部

图 12: 动力煤进出口情况



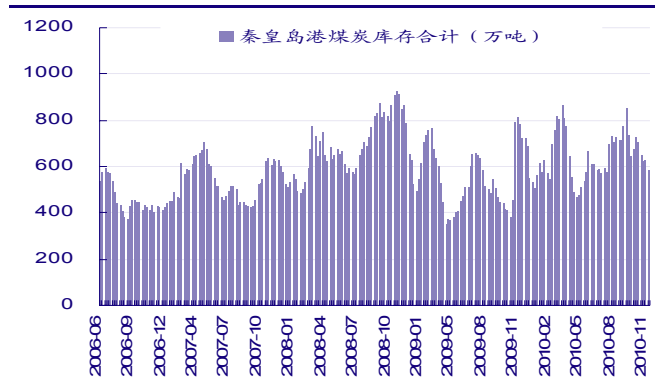
资料来源: 煤炭资源网, 中国银河证券研究部

秦皇岛港煤炭库存: 11 月 29 日, 秦皇岛煤炭库存合计 585 万吨, 较上月同期大幅下降 17%, 低于去年同期库存 18.8%。

重点电厂煤炭库存: 10月24日, 全国重点电厂煤炭库存6277万吨, 库存可用天数17天, 较9月同期上升了6.7%。分地区直供电厂库存可用天数: 华北17天、东北16天, 华东15天, 华中电网29天、西北28天, 南方35天。

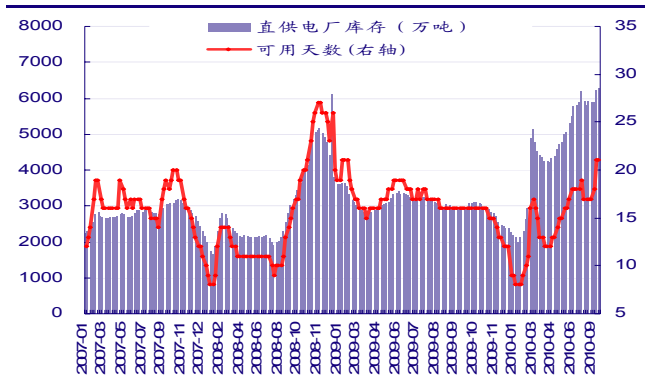
煤炭高库存可以抑制市场煤价上涨。即使在用电量短期环比上涨的情况下, 煤炭库存可以起到缓冲作用。

图 13: 秦皇岛港煤炭库存情况



资料来源: 煤炭资源网, 中国银河证券研究部

图 14: 直供电厂库存及可用天数



资料来源: 煤炭资源网, 中国银河证券研究部

（三）行业上市公司三季报分析

2010年前三季度, 火电行业上市公司总体实现营业收入2941亿元, 净利润134.3亿元。火电行业总体毛利率12.65%, 财务费用率6.36%。水电行业上市公司总体实现营业收入298.9亿元, 净利润90.7亿元。行业总体毛利率50.9%, 财务费用率15.2%。29家火电行业公司中, 有9家前三季度报亏损。水电行业14家公司, 无一亏损。

表 2: 子行业上市公司前三季度总体指标

子行业	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	毛利率 (%)	财务费用率 (%)
水电	298.9	90.7	50.9	15.2
火电	2941	134.3	12.65	6.36

资料来源: 中国银河证券研究部

1、各区域火电盈利差异明显

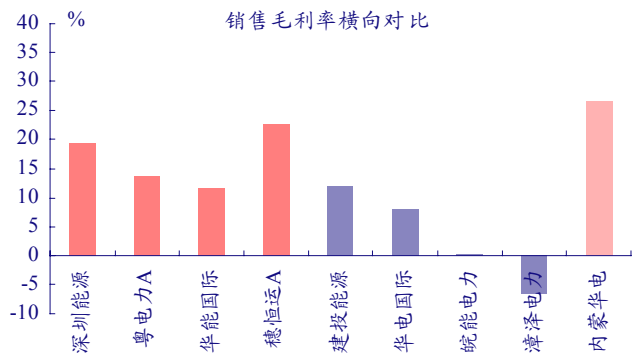
通过对不同地区上市公司前三季度各项指标进行横向对比, 广东、华东、内蒙古地区上市公司盈利状况普遍好于安徽、华北地区。造成火电行业盈利分化的主要原因是煤价和电价的区域性差异。我们选择了下列公司进行横向对比:

2010年前三季度, 山东、安徽、河北、山西等省煤价上涨幅度大而电价却相对较低, 装机容量主要分布在这些地区的上市公司上半年压力较大。相比之下, 在机组利用率高且电价相对高的广东和华东地区, 上市公司盈利情况普遍较好。而且这些公司的合同煤比例高, 在煤价持续高位运行的情况下对公司尤为有利。

另外, 内蒙古当地的“点对网电厂”具有煤价低、机组利用率高、电价高的优势。此类公

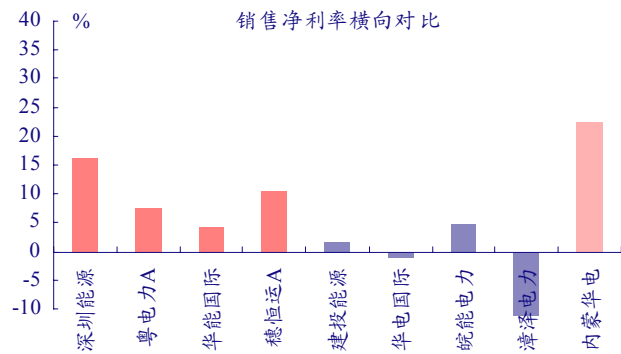
司的盈利情况明显优于其他省区。

图 15: 销售毛利率横向对比 (前三季度)



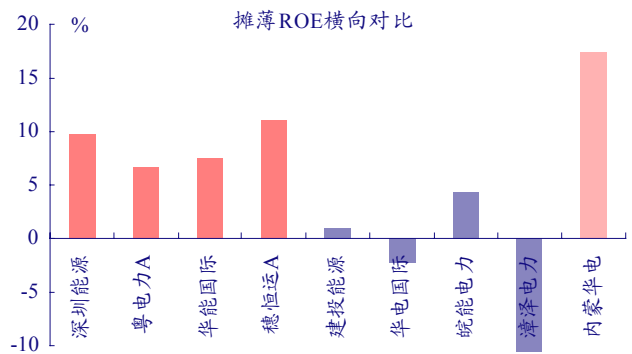
资料来源: 中国银河证券研究部, 公司三季报

图 16: 销售净利率横向对比 (前三季度)



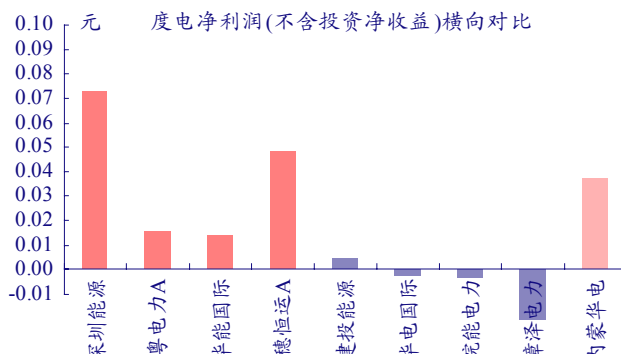
资料来源: 中国银河证券研究部, 公司三季报

图 17: 摊薄净资产收益率横向对比 (前三季度)



资料来源: 中国银河证券研究部, 公司三季报

图 18: 度电净利润横向对比 (上半年)



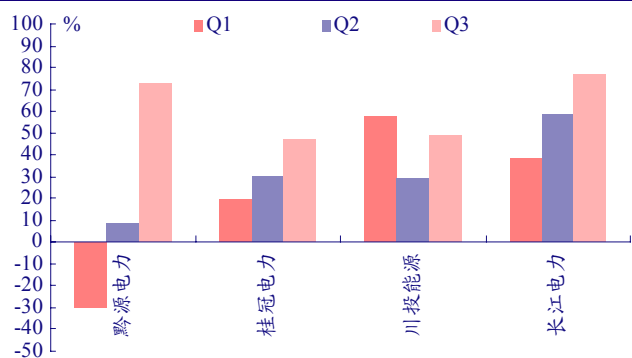
资料来源: 中国银河证券研究部, 公司中报

2、水电利用率提高促盈利能力提升

2010 年上半年由于受到干旱天气和枯水期的双重影响, 水电行业机组利用率同比大幅下降, 1-2 季度行业上市公司盈利情况普遍受到影响。进入丰水期后, 来水情况明显好转, 水电行业机组利用率大幅上升。10 月份当月水电机组平均利用时间为 325 小时, 较上年同期增加 35 小时, 增幅为 12%。

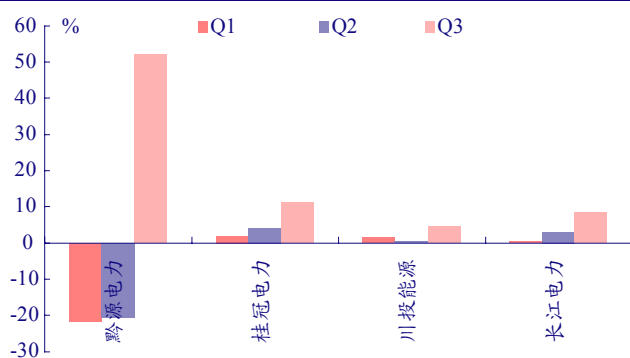
受益于三季度来水情况好转, 水电行业上市公司三季度盈利情况较前两个季度明显好转。

图 19: 销售毛利率环比提高 (2010Q1-3)



资料来源: 中国银河证券研究部, 公司三季报

图 20: 摊薄净资产收益率环比提高 (2010Q1-3)



三、组合投资与股票权重说明

12 月的投资组合中, 我们选择穗恒运 A、粤电力 A 和内蒙华电, 分别给予 40%、30%、30%的权重

穗恒运 A: 公司明确“立足主业, 择业发展”的发展战略。公司积极推进定向增发收购电力资产, 增发后公司权益装机容量将增长 96%, 实现跨越式增长。公司以极低的土地投资成本进入房地产开发领域, 抗风险能力强。

粤电力 A: 公司盈利能力强, 估值安全边际高, 并将受益于市场煤价格回落。同时, 公司依托粤电集团, 资产整合潜力大。

内蒙华电: “点对网电厂”具有煤价低、机组利用率高、电价高的优势, 煤电联营彰显优势。

表 3: 2010 年 12 月投资组合

股票名称	股票代码	权重 (%)	股价(元)	EPS (元)			入选投资组合理由
				2009A	2010E	2011E	
穗恒运 A	000531	40%	14.18	0.95	0.81	1.15	资源优势显著, 成长性高
粤电力 A	000539	30%	6.20	0.44	0.41	0.52	发电量高增长, 燃料成本压力小
内蒙华电	600863	30%	9.68	0.20	0.42	0.48	煤电联营彰显优势

资料来源: 中国银河证券研究部

穗恒运A：定向增发推动规模增长，择业发展带来丰厚收益

关键财务指标及预测

投资评级：推荐

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	2811	2890	2863	3560	4490
EBITDA(百万元)	377	874	757	963	1242
归属净利(百万元)	-53	253	278	396	582
摊薄 EPS(元)	-0.16	0.74	0.81	1.15	1.70
PE(X)	-26.16	18.43	16.22	11.41	7.76
EV/EBITDA(X)	13.04	10.21	11.80	9.48	6.94
PB(X)	2.59	6.32	3.67	2.95	2.30
ROIC	2.23%	8.90%	7.01%	8.80%	11.79%
总资产周转率	0.57	0.50	0.46	0.55	0.66

资料来源：公司数据 中国银河证券研究部

驱动因素、关键假设与主要预测：

(1) 2010-2011 年公司全资及控股火电机组利用率同比变化幅度为 6%和 0%。(2) 2010-2011 年公司可控火电机组综合标煤价格同比变化幅度为 15%和 0%。(3) 资产注入在 2010 年年内完成。(4) 2010-2011 年广州证券贡献投资收益分别为 2400 万元和 2915 万元。

我们与市场不同的观点：

市场担心公司成长性不足。我们认为，从新的战略布局分析，公司的电力业务进入成熟期（定向增发完成后公司规模跨越式增长），可以提供稳定的现金流，并成为金融地产业务持续发展的基础和保障。而金融地产业务的顺经济周期特征则可弥补电力业务的成长性欠缺。因此，公司业务的稳健与成长具有互补性。

公司估值与投资建议：

2010-2012 年公司综合的每股收益预计为 0.81 元、1.15 元和 1.70 元。维持对公司“推荐”的投资评级。

股票价格表现的催化剂：

2010 年第三季度资产注入完成。

主要风险因素：

(1) 资产注入预案无法完成。(2) 煤价涨幅超预期。

公司财务报表预测 (百万元)

表 4: 公司财务预测及相对估值分析

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E	利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	363	621	286	356	554	营业收入	2811	2890	2863	3560	4490
应收票据	0	0	0	0	0	营业成本	2565	2047	2159	2645	3286
应收账款	489	247	235	293	369	营业税金及附加	22	24	23	28	36
预付款项	19	16	16	16	16	销售费用	2	4	3	4	4
其他应收款	234	1	1	1	1	管理费用	110	134	140	140	140
存货	98	652	296	109	135	财务费用	192	167	196	201	199
其他流动资产	1	1	1	1	1	资产减值损失	0	0	0	0	0
长期股权投资	2	762	1262	1262	1262	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	3784	3669	3458	3248	3037	投资收益	0	26	28	34	34
在建工程	50	99	499	1299	1299	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	0	营业利润	-79	539	371	577	859
无形资产	67	70	66	63	59	营业外收支净额	4	56	5	5	5
长期待摊费用	95	98	93	88	83	税前利润	-76	595	375	581	863
资产总计	5266	6269	6248	6770	6851	减: 所得税	-7	143	87	137	207
短期借款	1098	1205	724	378	0	净利润	-68	452	289	444	656
应付票据	90	0	0	0	0	归属于母公司的净利润	-53	253	278	396	582
应付账款	364	255	142	174	216	少数股东损益	-15	200	10	49	74
预收款项	0	0	0	0	0	基本每股收益	-0.20	0.95	0.81	1.15	1.70
应付职工薪酬	10	29	29	29	29	稀释每股收益	-0.20	0.95	0.81	1.15	1.70
应交税费	69	87	87	87	87	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
其他应付款	78	25	25	25	25	成长性					
其他流动负债	29	22	25	-45	-138	营收增长率	29.40%	2.79%	-0.92%	24.36%	26.12%
长期借款	1642	2096	2376	2936	2936	EBIT 增长率	-74.76%	503%	-21%	38.13%	37.61%
预计负债	40	0	0	0	0	净利润增长率	-656.22%	-572%	10%	42.15%	47.08%
负债合计	3700	4121	3805	3981	3552	盈利性					
股东权益合计	1566	2149	2444	2789	3299	销售毛利率	8.77%	29.15%	24.60%	25.72%	26.81%
现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E	销售净利率	-2.43%	15.66%	10.08%	12.48%	14.61%
净利润	-68	452	289	444	656	归属 ROE	-7.70%	26.67%	22.59%	25.88%	29.61%
折旧与摊销	265	194	219	219	219	ROIC	2.23%	8.90%	7.01%	8.80%	11.79%
经营活动现金流	140	535	927	922	886	估值倍数					
投资活动现金流	-455	-812	-872	-766	34	PE	-26.16	18.43	16.22	11.41	7.76
融资活动现金流	255	532	-390	-87	-723	P/B	2.59	6.32	3.67	2.95	2.30
现金净变动	-60	255	-335	70	197	P/S	0.50	1.61	1.58	1.27	1.01
期初现金余额	423	363	621	286	356	股息收益率	0.00%	0.00%	1.54%	2.19%	3.22%
期末现金余额	363	618	286	356	554	EV/EBITDA	13.04	10.21	11.80	9.48	6.94

资料来源: 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908