

政策不给力，神马都浮云

研究员：程鹏 执业证书编号：S0570510120044

☎ 025-83290916 ✉ chengpeng_htsc@hotmail.com

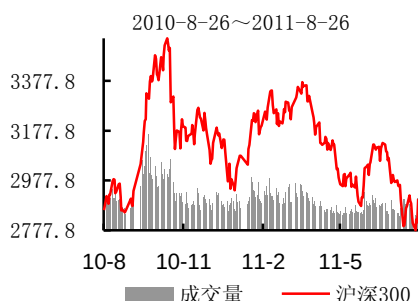
🌐 http://t.zhangle.com/home

——电力行业 8 月投资策略报告

行业评级：中性(首次评级)

电力 II

市场走势图



相关研究

投资要点：

◆ 1-7 月份，全国全社会用电量 26869 亿千瓦时，同比增长 12.2%。其中，7 月份用电量达到 4349 亿千瓦时，月度用电量首次超过 4000 亿千瓦时，同比增长 11.8%，环比增长 9.7%，处于平稳增长态势。其中，第一产业用电量 591 千瓦时，同比增长 5.1%，第二产业用电量 20253 亿千瓦时，同比增长 11.9%，第三产业用电量为 2853 亿千瓦时，同比增长 15.5%，城乡居民生活用电量 3172 亿千瓦时，同比分别增长 12.0%。

◆ 1-7 月份，华能、大唐、华电、国电、中电投五大发电集团的电力业务合计亏损 74.6 亿元，同比增亏 82.7 亿元，其中，火电业务亏损 180.9 亿元，同比增亏 113 亿元，我们预计 50% 以上火电企业 2011 年将出现亏损。

◆ 我们认为“十二五”期间，电力体制改革将快速推进，输配电价机制以及上网电价竞争市场开始形成，改革将以渐进式为主，电力行业盈利恢复正常尚需时日。目前国家政策以控制通胀、维稳为主，短期内出台相关政策的可能性较小，电力行业仍需等待。

◆ 政府上调了部分省份上网电价，但盈利改善空间有限。从重置成本的角度出发，电力行业估值被普遍低估，但行业趋势性投资机会尚未形成，给予电力行业“中性”评级。我们重点关注有资产重组预期的金山股份、内蒙华电、京能热电以及涉足新材料的天富热电。

重点公司

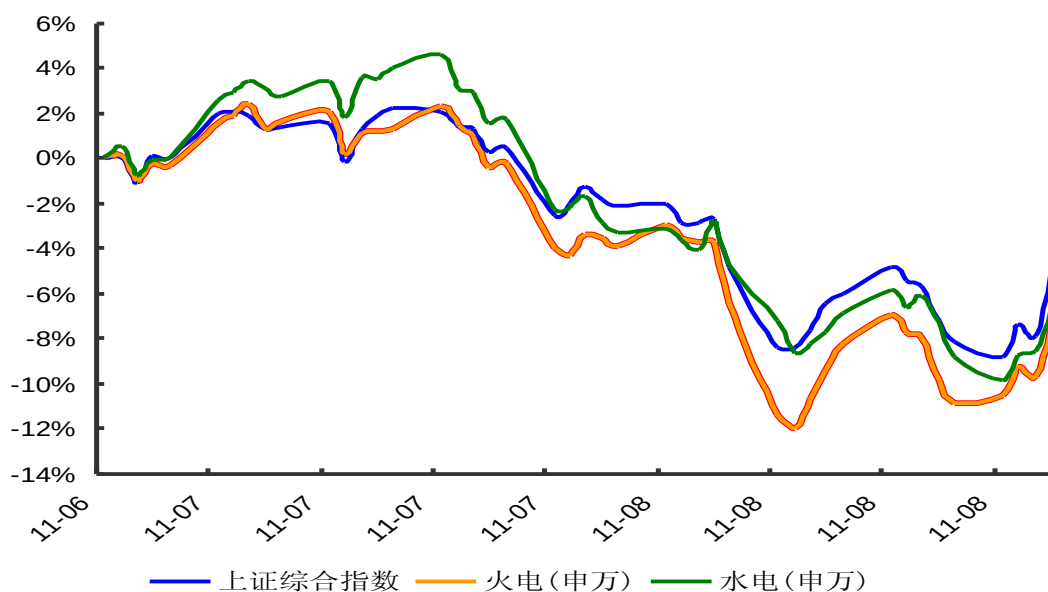
股票名称	收盘价(元)	投资评级	EPS(元)				P/E			
			10A	11E	12E	13E	10A	11E	12E	13E
京能热电	8.47	推荐	0.39	0.33	0.44	0.47	21.72	25.67	19.25	18.02
天富热电	10.44	推荐	0.22	0.28	0.58	0.65	47.45	37.29	18.00	16.06
内蒙华电	8.51	推荐	0.33	0.37	0.47	0.58	25.79	23.00	18.11	14.67
金山股份	8.69	推荐	0.018	0.30	0.5	0.71	482.78	28.97	17.38	12.24

市场表现：火电颓势依旧，水电风光不再

◆ 水电强势逆转，火电弱势不改

2011 年 6 月 27 日至 2011 年 8 月 25 日，上证综指回落了 5.18%，而同期申万火电行业指数下跌 7.62%，水电行业指数下跌 6.77%，电力行业整体落后上证综指，水电行业改变了上半年强势格局，由强转弱，而火电行业依旧颓势不改。

图表 1 上证综指与火电、水电行业指数市场表现对比 单位：%



资料来源：WIND、华泰证券

水电行业在 2011 年上半年保持 2010 年以来的强势的原因在于其资产重组预期。而在目前低迷的市场环境下，资产重组预期得不到实现，强势格局难以为继，由此逆转，而火电行业弱势不改的原因在于小幅电价上调无力扭转火电企业亏损局面，体制顽疾成为制约火电电力行业股价提升的关键因素。

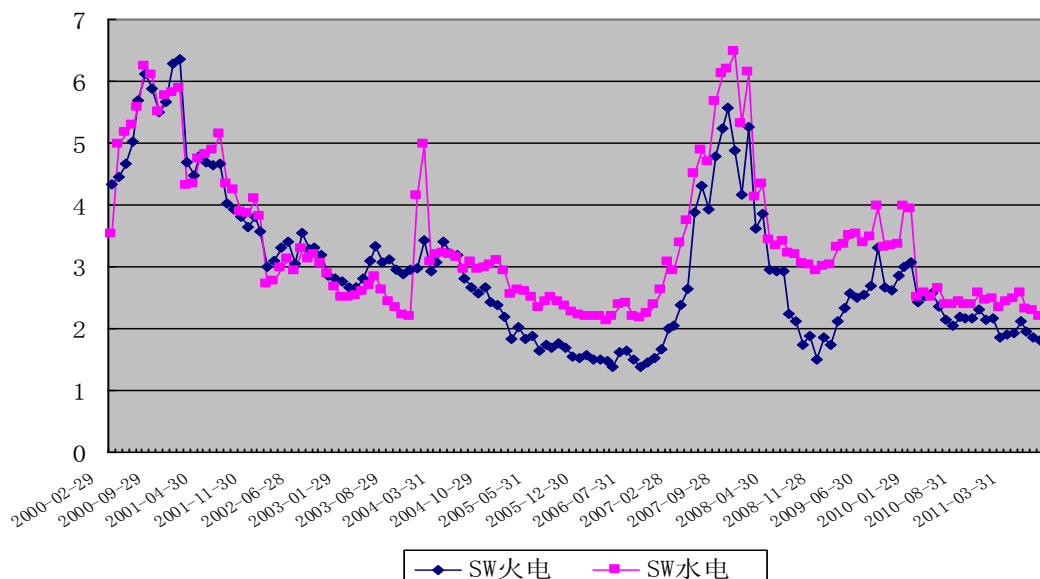
◆ 火电亏损加大，估值受累低迷

部分省份上网电价调整形成的利好已经被煤价的持续高位上涨和财务费用的不断增加所消化，火电企业亏损继续扩大。中国电力企业联合会数据显示，1-7 月份，华能、大唐、华电、国电、中电投五大发电集团的电力业务合计亏损 74.6 亿元，同比增亏 82.7 亿元，其中，火电业务亏损 180.9 亿元，同比增亏 113 亿元，我们预计 50% 以上火电企业 2011 年将出现亏损。

由于火电企业亏损，PE 水平已难以反映企业真实估值水平，我们观察申万火电

行业 2000 年至 2011 年 8 月整体法计算的月度 PB 的变化情况，目前 PB 水平在 1.7 倍左右，处于历史较低位置，大大低于 2.95 倍的平均水平。虽然我们认为《电力十二五规划》应对电力体制改革将有所安排，火电行业整体盈利能力应处于回升的起点，但短期内股价无催化剂，难以有超越市场的表现。

图表 2 2000 年 1 月至今 SW 火电、SW 水电月度平均 PB 水平（整体法）



资料来源：WIND、华泰证券

我们用重置成本法对电力公司重新估值，重置价格的确定主要参考近期的各类电源项目工程造价，其中，火电项目参考价格为 4000 元/千瓦，风电项目价格为 9000 元/千瓦，水电项目价格为 10000 元/千瓦，光伏项目为 25000 元/千瓦，生物质能项目价格为 9000 元/千瓦。

表格 1 主要发电上市公司装机情况 单位：万千瓦

公司	控股装机	火电	水电	风电	光伏	生物质
华能国际	5440	5426		14		
大唐发电	3630	3201	386	43		
华电国际	2742	2621	53	62	1	2.5
国电电力	2879	2104	639	136	1	
申能股份	582	507	75			
粤电力	669	606	53	95		
深圳能源	584	584				
上海电力	684	684				
长江电力	2108		2108			
桂冠电力	416	341	66	9		
皖能电力	186	186				
国投电力	1311	756	529	25	1	
黔源电力	247	247				

资料来源：华泰证券

我们根据如下公式计算电力板块上市公司的重置价值:

$$\text{电力业务重置价值} = \text{已投产电厂重建成本} + \text{在建工程} + \text{长期股权投资} + \text{流动资产} - \text{少数股东权益} - \text{负债}$$

表格 2 主要发电上市公司重置价值 单位: 亿元

公司	投运资产价值	在建工程	长期股权投资	流动资产	少数股东权益	负债	重置价值	总市值 (8.26)	折价率
华能国际	2183	254	121	345	80	1879	944	642	32%
大唐发电	1705.1	510	94	179	76	1724	688.1	667	3%
华电国际	1161.95	137	94	149	57	1152	332.95	207	38%
国电电力	1605.5	268	120	134	118	1136	873.5	388	56%
申能股份	277.8	20	75	75	59	100	288.8	218	25%
粤电力	380.9	103	57	73	29	232	352.9	136	61%
深圳能源	233.6	24	27	78	26	131	205.6	182	11%
上海电力	273.6	5	60	45	30	235	118.6	111	6%
长江电力	2108	1	76	66		913	1338	1064	20%
桂冠电力	210.5	28	10	24	14	145	113.5	115	-1%
皖能电力	74.4	33	9	12	15	79	34.4	53	-54%
国投电力	856.4	484	15	110	73	904	488.4	131	73%
黔源电力	247	6	1	13	13	129	125	37	70%

资料来源: 华泰证券

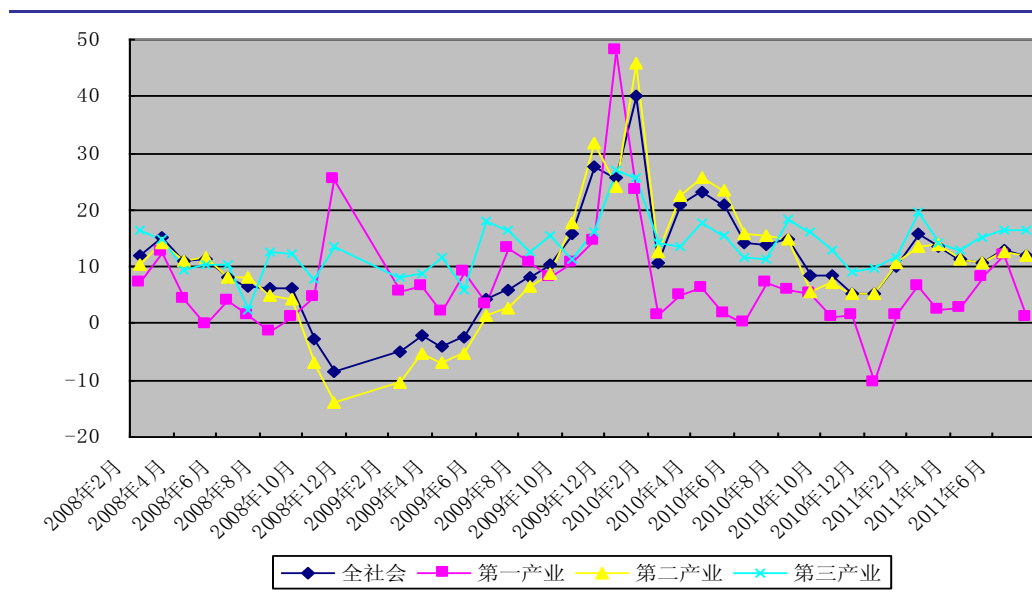
根据我们的计算, 当前主要上市公司重置价值普遍高于当前市值。其中折价最大的是国投电力, 折价率为 73%, 黔源电力、国电电力、粤电力折价率超过 50%, 仅皖能电力、桂冠电力折价率为负。

运行状况: 需求旺盛, 供应能力增长低于需求增长

◆ 电力消费平稳增长, 工业用电继续增加

1-7 月份, 全国全社会用电量 26869 亿千瓦时, 同比增长 12.2%。其中, 7 月份用电量达到 4349 亿千瓦时, 月度用电量首次超过 4000 亿千瓦时, 同比增长 11.8%, 环比增长 9.7%, 处于平稳增长态势。1-7 月份, 第一产业用电量 591 千瓦时, 同比增长 5.1%, 第二产业用电量 20253 亿千瓦时, 同比增长 11.9%, 第三产业用电量为 2853 亿千瓦时, 同比增长 15.5%, 城乡居民生活用电量 3172 亿千瓦时, 同比分别增长 12.0%;

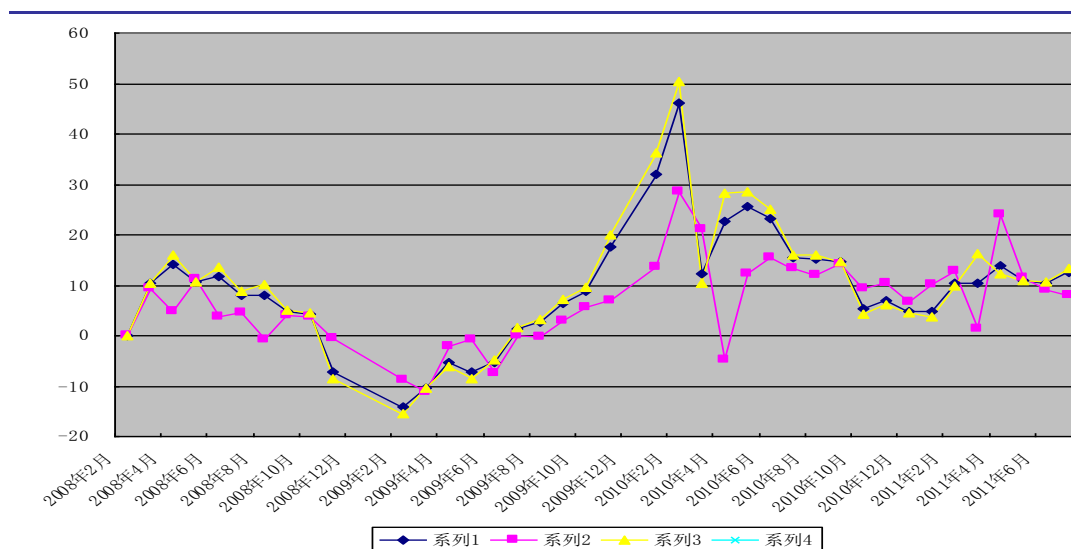
图表 3 各产业用电量月度增速 单位: %



资料来源: WIND

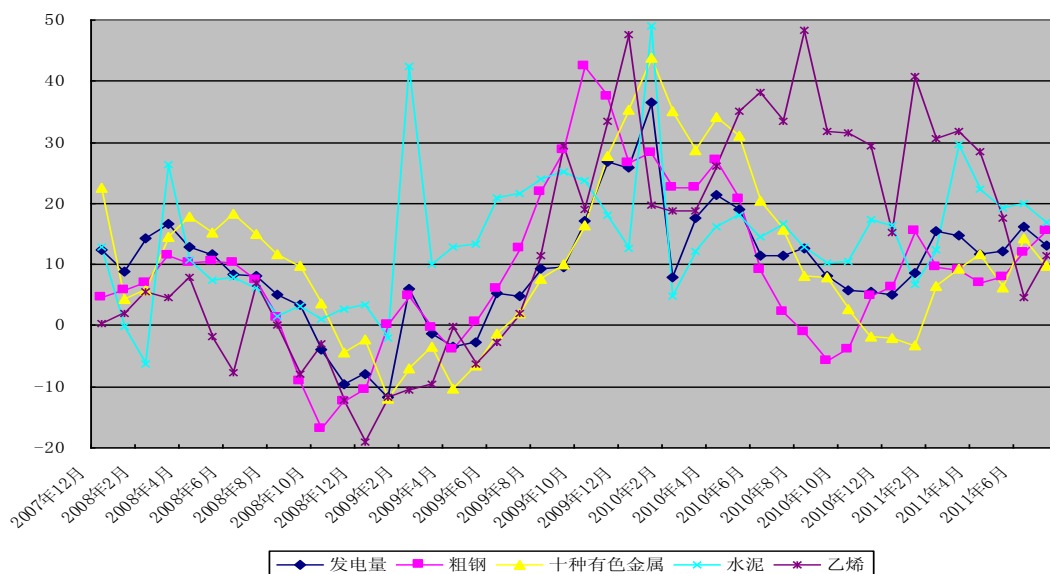
1-7 月份, 全国工业用电量 19932 亿千瓦时, 同比增长 11.8%。其中, 轻、重工业用电量同比分别增长 10.0%和 12.1%。其中, 化工、建材、黑色金属冶炼、有色金属冶炼四大重点行业用电量合计 8825 亿千瓦时, 同比增长 11.4%。7 月份, 化工、建材、黑色金属冶炼、有色金属冶炼四大重点行业用电量合计 1342 亿千瓦时, 同比增长 12.9%; 其中, 化工行业用电量同比增长 15.4%, 建材行业用电量同比增长 16.2%, 黑色金属冶炼行业同比增长 13.0%, 有色金属冶炼行业用电量同比增长 8.0%。

图表 4 工业用电同比增速 单位: %



资料来源: WIND

图表 5 主要耗电产品产量单月增速 单位: %



资料来源: WIND

7月,化工、建材、黑色金属冶炼、有色金属冶炼四大重点行业的典型产品粗钢、十种有色金属、乙烯、水泥月度增速均在较高水平,除粗钢产量环比有所下降外,其余产品目前尚看不出有调整迹象。我们预计短期内经济结构难以改变,电力需求增速将维持10%以上。

◆ 供应能力增长低于需求增长,火电利用小时提升

1-7月份,全国基建新增发电装机容量4123万千瓦,比上年增长89万千瓦。其中,火电2774万千瓦,比上年同期少投产111万千瓦;水电、并网风电分别新增769万千瓦和563万千瓦,并网太阳能光伏发电新增16.8万千瓦。以2010年机组利用小时测算,新增装机的实际发电能力降低0.3%。

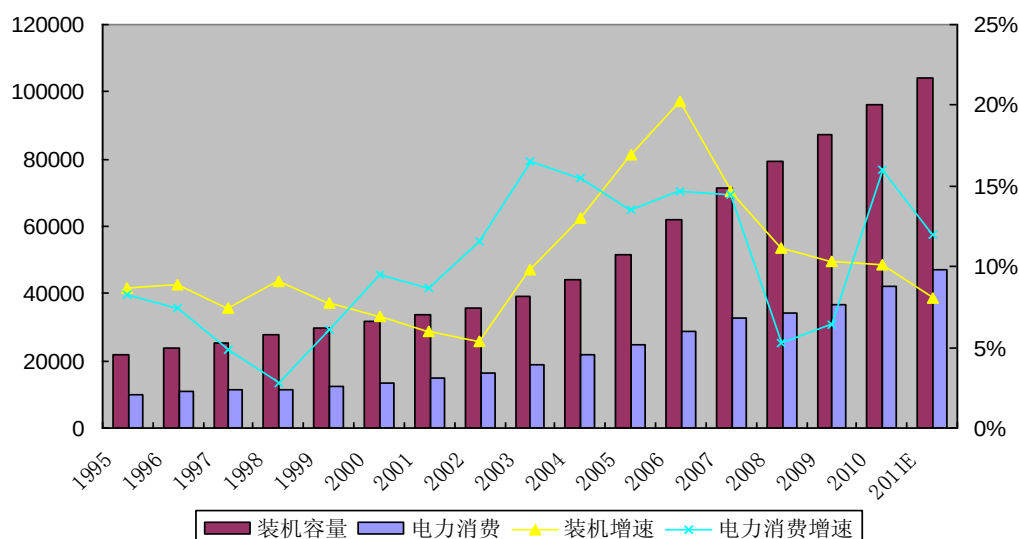
截至7月底,全国6000千瓦及以上发电设备容量96746万千瓦,同比净增9123万千瓦,增速为10.4%;其中火电容量同比增长8.6%,均低于1-7月份全社会用电量增速1.8和3.6个百分点,电力供应能力增长已低于用电需求增长。

1-7月份,全国机组累计平均利用小时2778小时,高于2009、2010年,略低于2008年。其中,火电平均利用小时达到3085小时,是2007年以来的同期最高水平。7月份单月火电机组利用小时为“十一五”以来的最高水平,电力供需形势偏紧。

与此同时,由于二季度以后,全国来水形势总体偏枯,5月份同比下降2.9%、6月份增长1.4%后,7月汛期同比下降11.2%。全国水电设备平均利用小时1774小

时，比上年减少 83 小时，是 2006 年以来的最低水平，已经连续四个月水电设备利用小时处于 2006 年以来最低水平。其中，福建、江西、广东、浙江、湖南、青海水电机组 1-7 月份利用小时同比下降超过 500 小时。

图表 6 95-11 年发电装机容量及增速 单位：万千瓦、亿千瓦时



资料来源：中电联、华泰证券

全年预计新增转装机容量将在 8000 万千瓦左右，投产规模呈现降低趋势，预计 2011 年装机增速将连续两年低于电力消费增速，利用率继续回升。预计 2011 年全国发电设备机组利用率提升 4%，平均利用小时将回升到 4850 小时左右，连续 2 年机组利用水平下回升。

表格 3 2002-2009 年发电机组利用小时 单位：小时

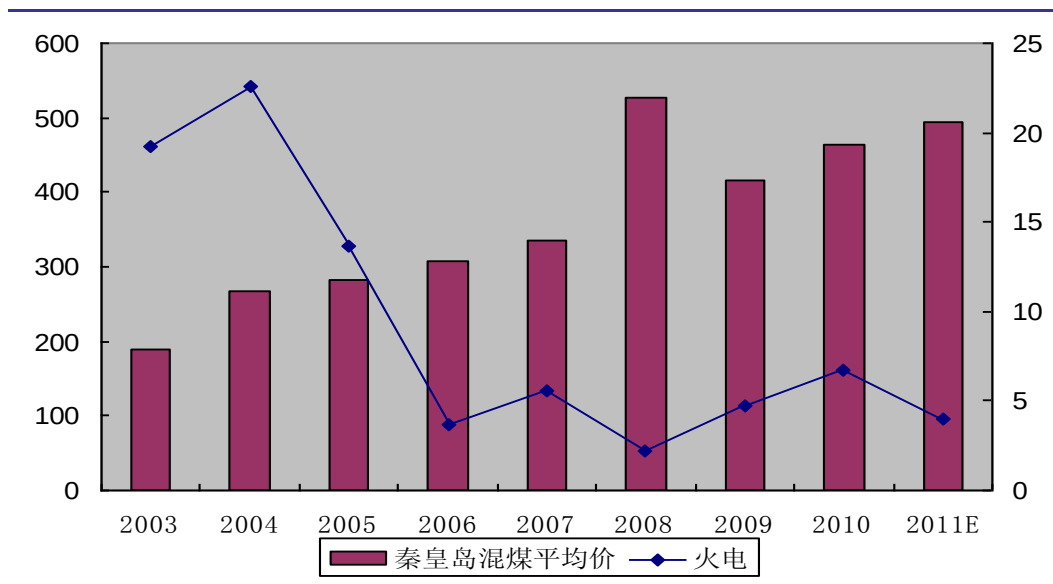
年份	平均		水电		火电	
	全年	比上年增长	全年	比上年增长	全年	比上年增长
2002	4860	272	3289	160	5272	372
2003	5245	385	3239	-50	5767	495
2004	5455	210	3462	223	5991	224
2005	5425	-30	3664	202	5865	-126
2006	5198	-227	3393	-271	5612	-253
2007	5011	-187	3532	139	5316	-296
2008	4677	-337	3621	102	4911	-427
2009	4546	-131	3328	-293	4865	-46
2010	4660	114	3426	98	5031	166
2011	4850	90	3300	-126	5231	200

资料来源：中电联、华泰证券

◆ 煤价高涨制约火电盈利提升，成长不足困扰水电

现行电力体制迫使电力企业在非市场化环境下运营，成为政府实现经济目标的工具，盈利要求让位于社会责任，行政化趋势明显。

图表 7 2003-2011 年火电企业销售利润率与煤价对比 单位：元/吨、%

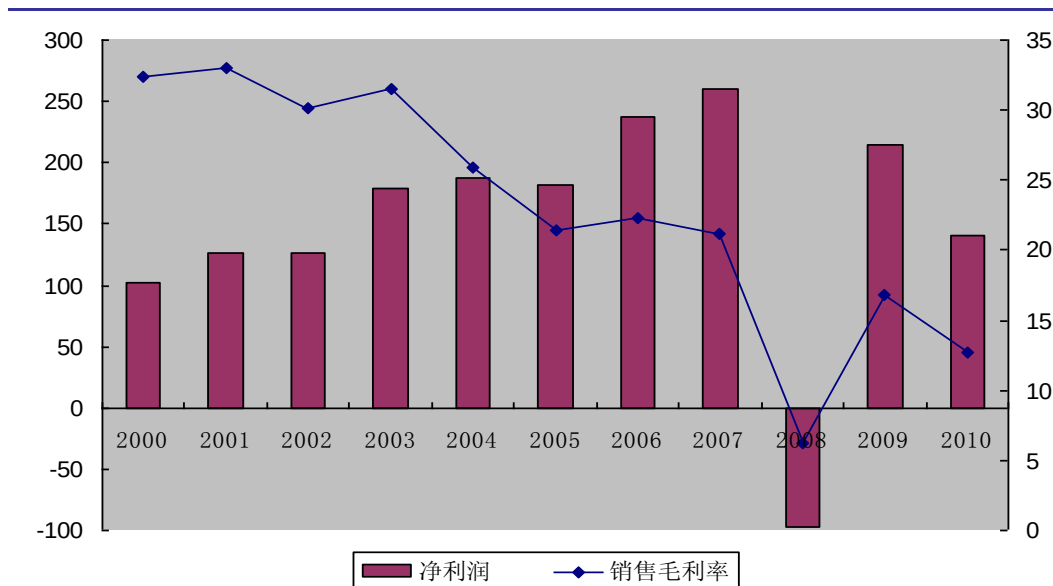


资料来源：WIND、华泰证券

秦皇岛普通混煤价格 2003 年平均价格在 190 元/吨左右，2010 年涨到 497.5 元/吨左右，涨幅超过 140%，而上网电价上调有限，导致电力企业盈利能力下跌，连续 5 年在地位徘徊，2010 年火电企业由于非电业务增长贡献利润，销售利润率趋势与煤价走势背离，提升到 6.7% 左右，我们预计 2011 年销售利润率受煤价上涨影响，有所回落，预计在 4% 左右。

虽然火电类上市公司盈利能力高于行业平均水平，但毛利率与秦皇岛普通混煤价格相关性亦非常明显，2011 年我们认为火电类上市公司毛利率水平在 10% 左右，考虑 10% 左右的期间费用率，所剩无几。因此，在目前煤价水平下，若上网电价得不到向上调整，火电企业经营困境难以改变。

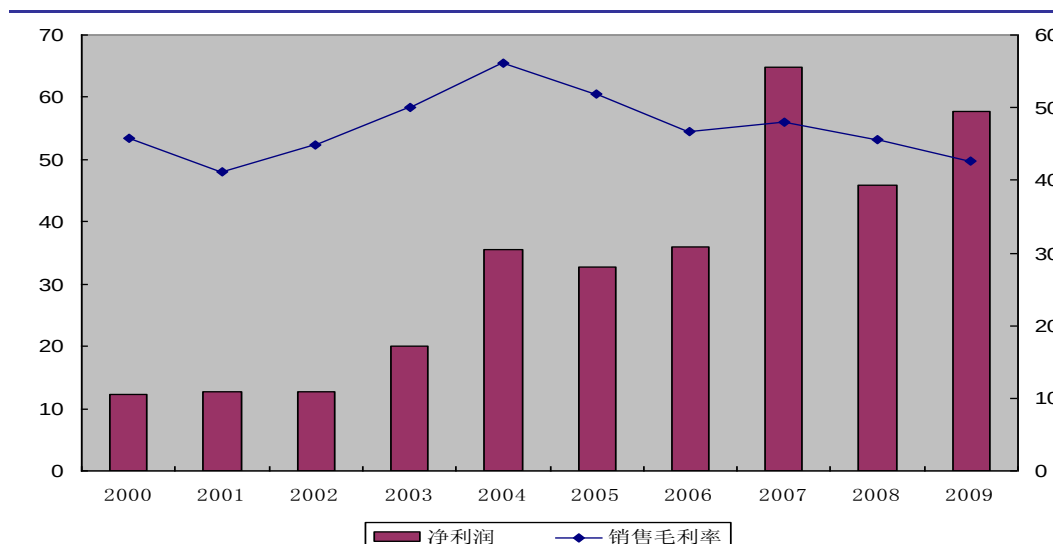
图表 8 2000-2010 年火电上市公司毛利率与净利润 单位：亿元、%



资料来源：WIND、华泰证券

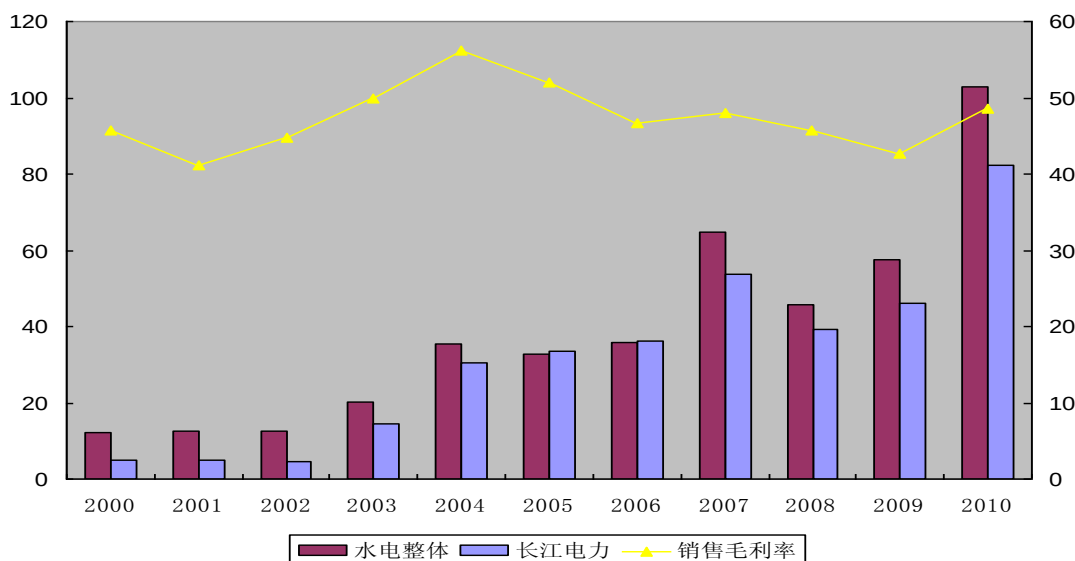
而我们反观水电类上市公司，毛利率较高，基本保持稳定，净利润的增长主要来源长江电力，2010 年长江电力净利润占水电类上市公司净利润的 80%，2000-2010 年行业净利润增量主要来至于长江电力一家公司，三峡电站整体上市后，长江电力短期内成长性不足，从而导致水电行业成长乏力。

图表 9 2000-2009 年水电上市公司毛利率与净利润 单位：亿元、%



资料来源：WIND、华泰证券

图表 10 2000-2009 年水电上市公司整体利润、长江电力净利润与整体毛利率 单位：亿元、%



资料来源：WIND、华泰证券

◆ 煤价上涨抵消电价上调，短期内政策难有作为，

发改委自 6 月 1 日起，对山西、青海、甘肃、江西、海南、陕西、山东、湖南、重庆、安徽、河南、湖北、四川、河北、贵州 15 个省市电价进行调整，调整内容为：

- (1) 15 个省市的工商业、农业用电价格平均上调 1.67 分/千瓦时；
- (2) 上网电价每千瓦时平均上调 2 分左右。

我们认为本次电价的上调幅度并不高，且大部分被 2011 年煤价上涨所抵消，火电行业 2011 年的盈利能力难以恢复到正常水平，但在通胀压力如此之大的背景下上调电价，说明政府已经认识到解决电力行业存在的体制问题已迫在眉睫，电力行业目前的盈利能力不能够完成自身的循环发展，更谈不上保证未来有充足的电力供应。

5 月 28 日，国务院同意发展改革委《关于 2011 年深化经济体制改革重点工作的意见》，要求各省、自治区、直辖市人民政府，国务院各部委、各直属机构积极适应国内外形势新变化，进一步加大改革攻坚力度，加快破除制约科学发展的体制机制障碍，促进经济发展方式转变。同时，就 2011 年深化经济体制改革重点工作提出以下意见：推进资源性产品价格改革：加快输配电价改革，推进竞争性电力市场建设和大用户直接交易试点，完善水电、核电、可再生能源发电价格形成机制，调整销售电价分类结构，择机实施居民用电阶梯电价。推进电力体制改革。深入推

进电网企业主辅、主多分离，稳步开展电力输配分开试点，探索输配分开的有效实现形式。从实际出发，因地制宜，稳步推进农村电力体制改革，制定实施改革指导意见。

我们认为“十二五”期间，电力体制改革将快速推进，输配电价机制以及上网电价竞争市场开始形成，改革将以渐进式为主，电力行业盈利恢复正常尚需时日。目前国家政策以控制通胀、维稳为主，短期内出台相关政策的可能性较小，电力行业仍需等待。

行业评级与投资策略

◆ 行业投资评级：中性

目前高企的煤价使得火电行业经营困难，虽然政府控制煤价意愿强烈，但整体而言火电企业的盈利水平缺乏制度性的保障，即使政府上调了部分省份上网电价，但盈利改善空间有限。

从重置成本的角度出发，电力行业估值被普遍低估，但行业趋势性投资机会尚未形成，给予电力行业“中性”评级。我们重点关注有资产重组预期的金山股份、内蒙华电、京能热电以及涉足新材料的天富热电。

◆ 重点公司评述

京能热电(600578)：外阜项目突破发展局限，参股煤矿成利润支撑

外阜项目投产，突破发展局限：2010年，公司控股建设的内蒙古京科发电有限责任公司1×330M空冷供热机组，内蒙古京泰发电有限责任公司2×300MW煤研发发电机组相继投产，山西京玉发电公司2×300MW煤研发发电机组也将于2011年底投产，外阜电力项目的相继投产突破了公司作为地方热电企业的地域限制，从而解决了公司成长性不足的这一发展瓶颈问题。

酸刺沟煤矿成新的利润支撑：公司目前持有酸刺沟煤矿24%权益，2010年2月正式投产运营。煤矿配有铁路专用线，北起准(格尔)东(胜)铁路周家湾车站，南至终点酸刺沟煤矿，正线全长26.85公里，近期输送能力可达1200万吨/年，远期输送能力达2000万吨/年。2010年，酸刺沟煤矿全年共生产原煤1043万吨，销售煤炭817.82万吨，实现营业收入17.5亿元，实现净利润6.08亿元，煤矿吨煤净利润约为74元/吨。2011年，预计酸刺沟全年可生产原煤1200万吨，销售煤炭1056万吨，按照上年吨煤净利润粗略计算，酸刺沟煤矿全年可实现净利润约8亿元以上，

为公司贡献投资收益 1.92 亿元以上，折每股收益 0.24 元，酸刺沟煤矿已成为公司重要新的利润支撑。

集团优质火电资产注入值得期待：公司控股股东京能集团资本战略已确立，既以京能科技为清洁能源平台，以京能热电为火电平台。我们认为在集团公司的支持下，公司将采取“自建+收购”的模式，实现规模扩张，而由于火电项目审批难度较大，公司未来发展将更加倚重集团资产的逐步注入。

公司评级：由于成本问题依然困扰着电力企业，但我们认为即将出台的《电力十二五规划》将给电力企业带来一线曙光，行业的景气度处于回升的起点，具备成长潜力的公司将具备较好的投资价值。我们预测公司 2011-2013 年营业收入分别为 31.97 亿、39.89 亿、40.81 亿，每股收益分别为 0.33 元、0.44 元、0.47 元，考虑到公司的成长性以及资产注入预期，我们认为可以给予公司 25-30X 的 PE 较为合理，股价合理价格区间应为 8.3-10 元，给予“推荐”的投资评级，3 个月目标价为 9.15 元。

天富热电(600509)：低煤价维持高毛利，碳化硅值得期待

成本稳定，保持高毛利：公司是新疆石河子地区最大的热电联产企业，厂网一体，地区垄断优势明显，2010 年共实现营业收入 18.80 亿元，较上年同期增长 13.99%，全年实现利润总额 1.99 亿元，较上年同期增长 68.93%，归属于上市公司股东的净利润 1.45 亿元，较上年同期增长了 76.82%。由于燃煤成本低，公司电力业务保持着较高的毛利水平，2010 年达到 40.76%。

产能规模 2 年内倍增：全年共完成发电量 32.05 亿千瓦时、供电量 28.71 亿千瓦时、售电量 27.38 亿千瓦时、供热量 1516.86 万吉焦、供气量 2727 万立方，分别较上年增长了 18.61%、18.02%、19.08%、11.65%、16.90%，各项生产经营指标均创造了近年来的最高水平。公司 60 万千瓦热电联产项目获得国家发改委核准，预计 2012 年投产，届时公司产能规模翻倍。在原料采购方面，集团供应公司煤价仅 164 元/吨，集团塔西、南山煤矿技改扩产后，规模达到 200 万吨，能够满足公司扩产后的燃料需求。

碳化硅项目前景无限：2010 年公司加强了晶片销售力度，市场开拓取得一定成效，全年共实现晶片销售收入 576.10 万元，较上年增长了 272.87%。碳化硅项目为公司与中科院物理所合作研发生产，碳化硅是新材料的重要代表，广泛应用于航天军工、新能源汽车、智能电网、LED、节能电器等方面，该技术国内唯一，打破了美国 GREE 公司的技术垄断，销售价格可比 GREE 低 20-30%，该项目 2 寸、3 寸晶片良品率可达到 80%、50%，4 寸晶片也将获得突破，产能规模可达到 3 万片，预计

2012 年贡献 EPS0.1 元。

资金压力凸显，融资进行时：公司计划新建 2×330MW 热电联产项目需投资 26 亿元，公司另有其他电网、热网工程，2011 年的资金需求十分庞大。公司拟定向增发 2 亿股，增发价不低于 10.5 元。，目前增发工作进展顺利。

投资评级：我们预计 11-12 年实现每股收益分别为 0.28 元、0.58 元，目前厂网一体的电力公司 PE 在 23-60 倍之间，考虑到公司的较高的成长性以及碳化硅业务良好发展前景，我们认为公司合理股价应在 13-15 元，3 个月目标价为 14 元，提升空间较大，给予“推荐”评级。

金山股份（600396）：业绩爆发在即，估值优势明显

2010-2011 年公司项目集中投产，规模快速扩张。金山股份是高成长企业的典范，公司总装机容量 2010 年底将达到 277 万千瓦，目前在建丹东一期和储备项目白音华二期、苏家屯二期、丹东二期共 240 万千瓦，丰富的项目储备，推动公司步入高增长期。

2009 年 10 月，华电集团成为公司的控股股东，华电集团入主后，一方面可以解决公司发展的制度瓶颈，成为集团在东北地区资产整合的平台，集团资产注入的可能性较大，另一方面大股东的央企背景可以为公司融资提供便利，解决阻碍公司发展的资金短缺问题。

我们看好公司未来发展的重要原因在于白音华煤电一体项目将大幅提升公司盈利能力。白音华煤电项目由内蒙古和辽宁两省共同牵头推进，利用内蒙古锡林郭勒盟白音华的煤炭优势，配套建设电厂，电量直送辽宁省网，是以较低的煤炭成本享受较高的落地电价的“直送电”盈利模式的优质稀缺项目。一期 500 万吨煤炭产量，配套的 2 台 60 万千瓦的发电机组已经投产，二期同样规模的发电及煤炭开采项目已在积极进行前期准备，为公司持续增长提供动力。

公司白音华发电、苏金山、南票二期均已开始投产发电，能够保证 2011 年业绩的高增长。我们预计公司 2011-2013 年实现 EPS 分别为 0.30、0.5 和 0.71 元。我们按照 2012 年 20 倍 PE 给公司估值，目标价 10 元，目前公司估值偏低，给予公司“推荐”评级。

内蒙华电（600863）：大股东煤炭资产值得憧憬

2011 年 2 月，公司公布了非公开发行预案，发行价格不低于 9.21 元每股融资收购增资后内蒙华电收购除自身外的其他股东所持有魏家峁公司全部股权以及北

方电力下属的鄂尔多斯发电厂和投资内蒙古上都电厂三期（ $2 \times 660\text{MW}$ ）扩建工程。

魏家峁煤电一体化项目，总体规划建设规模为 $8 \times 600\text{MW}$ 燃煤发电机组和年产 1200 万吨煤炭露天煤矿。一期工程建设年产 600 万吨煤炭露天煤矿和 $2 \times 600\text{MW}$ 燃煤发电机组。魏家峁露天煤矿资源储量 10.43 亿吨，可采储量 7.83 亿吨，煤种为低变质长焰煤，属低硫、中高灰、中高挥发分、高熔点的优质动力煤。魏家峁煤电一体化项目具有煤电产业链一体化优势，并且投产后电量通过已有特高压（晋东南-南阳-荆门外送）的线路外送。

预计 2011-2013 年每股收益 0.37 元、0.47 元、0.58 元，目标价 10 元，给予公司“推荐”评级。

华泰证券行业投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的 6 个月内的行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

- 投资建议的评级标准

增持: 超越大盘;

中性: 基本与大盘持平;

减持: 明显弱于大盘。

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

- 投资建议的评级标准

买入: 相对强于市场表现20% 以上;

推荐: 相对强于市场表现5% ~ 20%;

观望: 市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动;

卖出: 相对弱于市场表现5% 以下。

免责声明:

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。