

煤价高企削弱电力业绩，未来有望迎来反转机遇

报告摘要：

事件：

公用事业行业 2017 年中报已经全部披露。我们对相关上市公司上半年业绩情况进行了梳理，并将它们划分为火电、水电、地方电网和燃气四个板块，并选取典型公司对板块的行业情况进行多角度分析。

核心观点：

上半年电力公用板块受煤价影响，量增利减。上半年电力及公用事业板块营收增速为 13.32%，在全部 28 个行业中排名第 19，归母净利润同比增速为-34.02%，排名倒数第一。我国经济上半年企稳回暖，叠加重工业开工率回升，各主要发电企业发电量同比均有所增长，带动行业营收保持正向增长。但由于 2017 年上半年全国平均电煤价格较 2016 年同比增长 59.57%，高位运行的煤价极大地削弱了以火电为主的电力行业的盈利能力，同时火电板块占电力公用板块比重较大，直接导致电力公用板块业绩下滑较为显著。

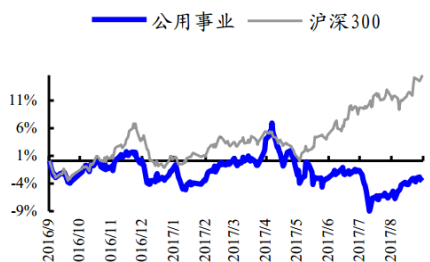
火电业绩短期内仍受煤价压制，细分板块有所分化。火电板块受煤价拖累，毛利率与业绩下滑显著。由于短期内动力煤价格大幅下跌的可能性较小，火电企业的业绩在一定时期内仍将收到压制。水电板块受上半年来水偏枯影响，加之去年同期基数较高，业绩整体有所下滑。相较而言，大型水电机组由于具有一定的调节能力，表现更为稳健。燃气板块归母净利润有小幅下滑，主要是管输价格调整及上游气源季节性调价对部分中游管输企业造成了较大冲击。各家城市燃气公司则业绩表现相对较为突出。

下半年电力主要依靠电改、国改和煤电联动，燃气板块迎来机遇期。对于电力行业而言，下半年投资的三条主线分别是**电改、国改和煤电联动**。**电力体制改革**作为电力行业的根本大事，有望从源头打破“市场煤计划电”的桎梏有利于龙头企业的发展。**国有企业改革**对于电力行业的影响主要在于行业集中度有望进一步提高，不同产业板块的整合也有利于电力企业平抑盈利波动。**煤电联动政策**在当前煤价水平下按相关公式估算有很大的概率于 2018 年起实施，电价上调将有效缓解火电企业因煤价上涨带来的成本压力。对于燃气板块而言，当前环保压力下天然气作为主体能源的地位正在不断巩固。今年下半年随着北方地区进入供暖期，加之“煤改气”政策的影响，相关区域的燃气公司有望迎来更快的业绩增长。

建议关注：浙能电力（区域电力龙头，浙江供需向好）、华能国际（火电龙头，业绩存在改善预期）、桂冠电力（三季度来水转好）、百川能源（京津冀煤改气标的）

风险提示：电价上调不及预期风险，电力供需形势恶化风险。

历史收益率曲线



涨跌幅（%）	1M	3M	12M
绝对收益	2.60%	-0.43%	-3.39%
相对收益	-0.16%	-8.81%	-18.03%

重点公司

投资评级

浙能电力	增持
华能国际	增持
三峡水利	买入
桂冠电力	买入
百川能源	买入
长江电力	买入

相关报告

《东北证券公用事业周报：神华国华重组落地，调价政策促进天然气消费增长》

2017-09-04

《天然气白皮书发布，去产能对火电盈利改善相对有限》

2017-08-28

《高温叠加工业回暖助力用电增长，火电去产能渐入佳境》

2017-08-21

证券分析师：龚斯闻

执业证书编号：S0550513050002

(021) 20361173 gongsw@nesc.cn

联系人：高兴

执业证书编号：S0550117070019

(021) 20363219 gaoping@nesc.cn

目 录

1. 行业整体表现回顾	4
1.1. 上半年公用事业营收有所增长，业绩下滑显著	4
1.2. 上半年公用事业板块涨幅居中靠前	5
2. 火电行业：上半年业绩大幅下滑，未来有望环比改善	6
2.1. 受煤价拖累业绩下滑显著	6
2.2. 板块个股涨跌分化趋势明显	7
3. 水电行业：流域降水不均，大水电表现稳健	8
4. 地方电网行业：电改东风渐起	10
5. 燃气行业：煤改气推动营收爆发式增长	12
6. 主要覆盖公司业绩汇总及下半年展望	13

图表目录

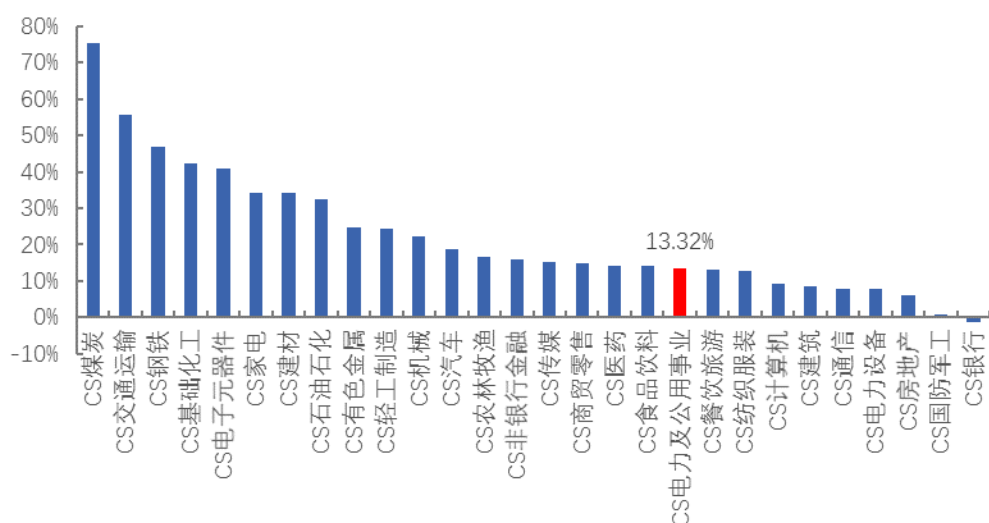
图 1: 2017 上半年各行业营收同比增速	4
图 2: 2017 上半年各行业归母净利润同比增速	4
图 3: CS 电力及公用事业与沪深 300 营收、业绩增速对比	5
图 4: 2017 上半年各行业涨跌幅	5
图 5: 重点火电公司各项指标对比	7
图 6: 近三年火电行业毛利率与秦皇岛煤炭平仓价 (5500 大卡) 对比	7
图 7: 2017 上半年火电行业个股涨跌幅	8
图 8: CS 火电板块净利同比增长	8
图 9: 火电行业分季度净利润变化	8
图 10: 重点水电公司各项指标对比	9
图 11: 2017 上半年水电行业个股涨跌幅	10
图 12: CS 水电板块净利同比增长	10
图 13: 水电行业分季度净利润变化	10
图 14: 重点地方电网公司各项指标对比	11
图 15: 2017 上半年地方电网行业个股涨跌幅	11
图 16: 重点燃气公司各项指标对比	12
图 17: 2017 上半年燃气电行业个股涨跌幅	13
图 18: CS 燃气板块净利同比增长	13
图 19: 燃气行业分季度净利润变化	13
表 1: 火电行业重点公司上半年数据一览	6
表 2: 水电行业重点公司上半年数据一览	9
表 3: 地方电网行业重点公司上半年数据一览	10
表 4: 燃气行业重点公司上半年数据一览	12
表 5: 主要覆盖公司中报业绩汇总及未来展望	14
表 6: 主要覆盖公司盈利预测与评级	14

1. 行业整体表现回顾

1.1. 上半年公用事业营收有所增长，业绩下滑显著

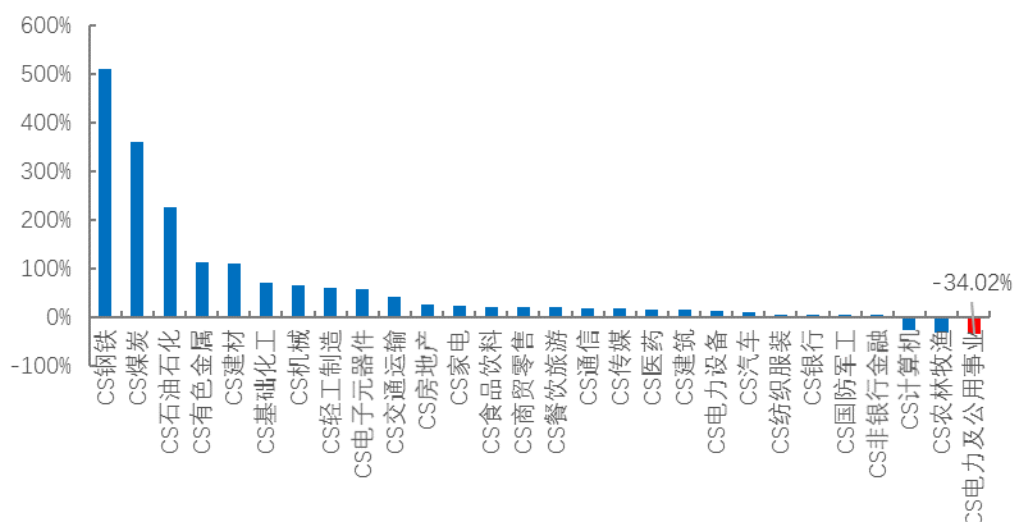
依据中信行业划分情况，上半年 CS 电力及公用事业营收增速为 13.32%，在全部 28 个行业中排名第 19，归母净利润同比增速为-34.02%，排名倒数第一。上半年受经济企稳回暖，重工业开工率回升等因素影响，各主要发电企业发电量同比均有所增长，带动行业营收保持正向增长。但由于 2017 年上半年全国平均电煤价格指数为 510.88 元/吨，较 2016 年同期 320.16 元/吨同比增长 59.57%，高位运行的煤价极大地削弱了以火电为主的电力行业的盈利能力，导致全行业业绩下滑较为显著。

图 1：2017 上半年各行业营收同比增速



数据来源：东北证券，Wind

图 2：2017 上半年各行业归母净利润同比增速

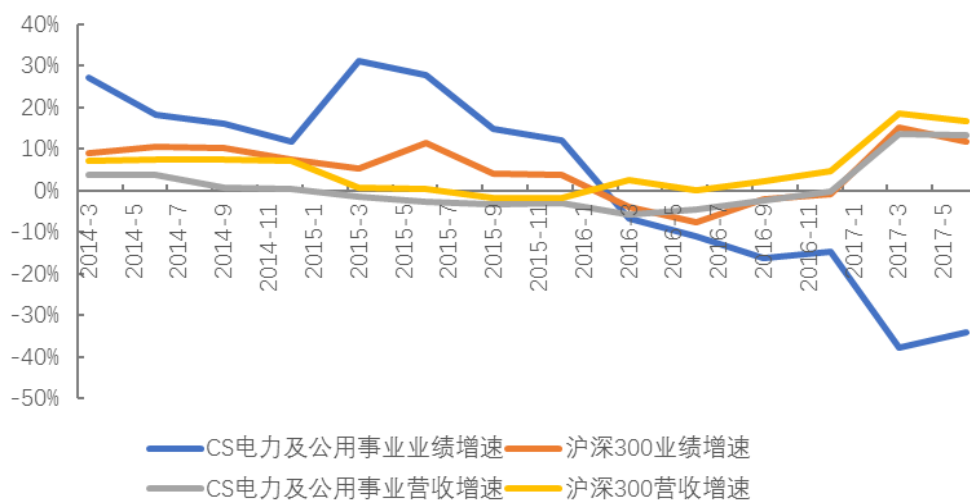


数据来源：东北证券，Wind

将 CS 电力及公用事业与沪深 300 指数的营收和归母净利润增速作对比，可以很明显的看出从 2014 年起，受益于煤价的持续下跌，电力公用板块的业绩增速始终快于沪深 300 的数据。同期由于我国电力供需格局逐步转变为供过于求，电力板块的营收增速始终较为疲软，长期低于沪深 300 指数。这一阶段电力公用板块的营收增

长与业绩增长出现一定的背离，呈现“量缩利增”的情况。而进入 2016 年后，电力板块业绩先是由于电价下调及同期基数较高的原因出现了下滑，在 2016 年下半年起又受到煤炭价格暴涨的冲击，整个板块业绩出现了急速下降。而营收情况则得益于经济企稳带来的用电量增长，基本与沪深 300 指数的营收变动保持在同一水平线上。

图 3: CS 电力及公用事业与沪深 300 营收、业绩增速对比

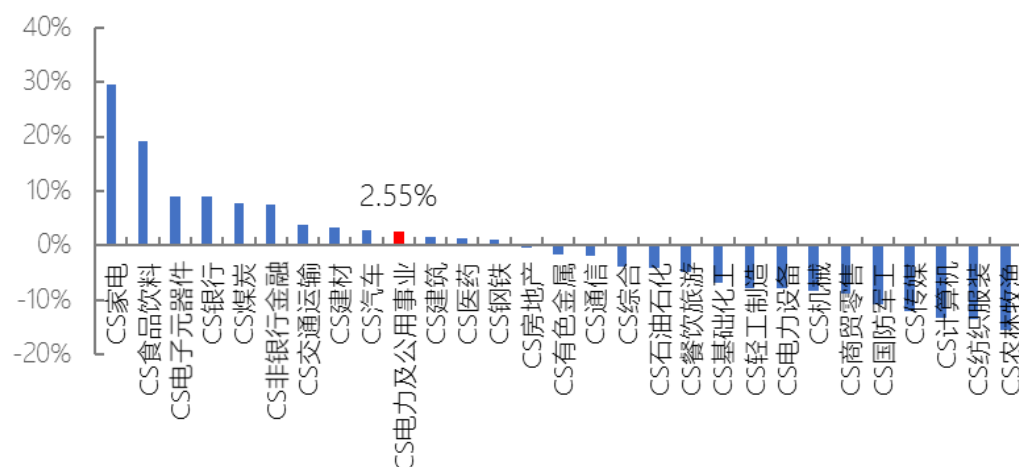


数据来源：东北证券，Wind

1.2. 上半年公用事业板块涨幅居中靠前

从板块表现来看，上半年电力及公用事业板块涨幅为 2.55%，在全部行业中排名第 10 位，处于中间靠前。这一排名远高于电力及公用事业板块业绩增长排名。我们判断一方面是电力板块上半年存在电改及混改等主题性行情，另外也是市场风格切换所致。

图 4: 2017 上半年各行业涨跌幅



数据来源：东北证券，Wind

2. 火电行业：上半年业绩大幅下滑，未来有望环比改善

2.1. 受煤价拖累业绩下滑显著

我们从电力及公用板块选取若干家典型的全国性和区域性火电企业进行研究。从各项营业指标来看，所选 11 家公司上网电量/发电量均实现正向增长。其中华能国际上半年实现发电量 1866.85 亿度，同比增长 27.8%，在所选公司中排名第一。由于各公司发电机组所在区域不同，电力市场竞争情况有所区别，导致相应的电价水平变化也有差异。浙能电力上半年实现营收 226.29，同比增长 26.82%，增速快于上网电量增长。这表明浙能电力上半年市场电折让幅度有所减少，面临的电力市场竞争格局有一定的改善。与其相似的公司还包括华电国际、建投能源、深圳能源、上海电力和漳泽电力。

从毛利率角度分析，所选公司中毛利率最高的为深圳能源，达 24.27%，同比下降 8.11 个百分点；而毛利率最低的为漳泽电力，为-1.05%，同比下降-12.89 个百分点。相关公司毛利率均有不同程度的下滑，这也与图 6 反应的情况相吻合。我们将近三年火电行业分季度毛利率与秦皇岛动力煤走势进行对比，可以很明显的看到当动力煤价格上行时，火电板块毛利率出现较大幅度下滑。

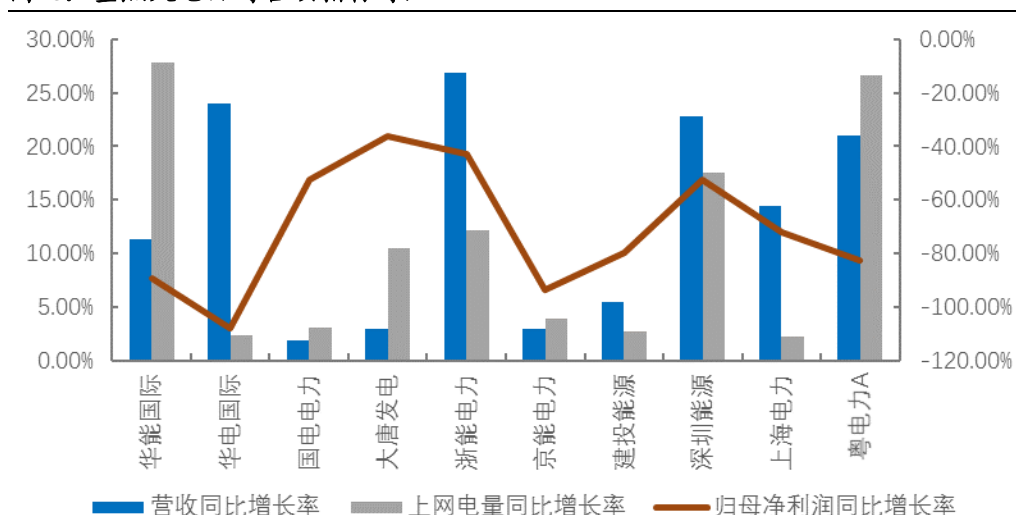
从归母净利润角度来看，相关火电企业经营状况不容乐观。华电国际和漳泽电力出现亏损，而业绩绝对值最高的浙能电力实现归母净利润 23.83 亿元，同比下滑高达 42.77%。

表 1：火电行业重点公司上半年数据一览

公司名称	上网电量 (亿度)	上网电量同 比增长%	营收(亿 元)	营收同比 增长%	毛利率%	同比变化 (百分点)	归母净利润 (亿元)	同比增长%
华能国际	1866.85	27.80%	714.34	11.36%	11.49%	-17.02	6.45	-89.53%
华电国际	828.32	2.29%	366.48	23.99%	8.81%	-18.58	-2.12	-108.04%
国电电力	883.51	3.04%	287.44	1.83%	18.80%	-13.83	17.73	-52.69%
大唐发电	905.765	10.52%	300.48	2.91%	15.62%	-12.96	10.81	-36.19%
浙能电力	523.09	12.19%	226.29	26.82%	11.73%	-18.10	23.83	-42.77%
京能电力	214.02	3.84%	50.48	2.93%	3.00%	-22.15	0.63	-93.46%
建投能源	140.16	2.65%	47.90	5.46%	17.59%	-26.90	2.34	-79.72%
深圳能源	122.47	17.51%	61.74	22.75%	24.27%	-8.11	4.03	-52.67%
上海电力	169.56	2.17%	86.35	14.40%	15.69%	-12.12	1.65	-72.29%
粤电力 A	322.46	26.6%	123.85	21.01%	10.16%	-13.94	1.29	-82.56%
漳泽电力	140.18	6.71%	42.83	14.63%	-1.05%	-12.89	-6.01	-324.21%

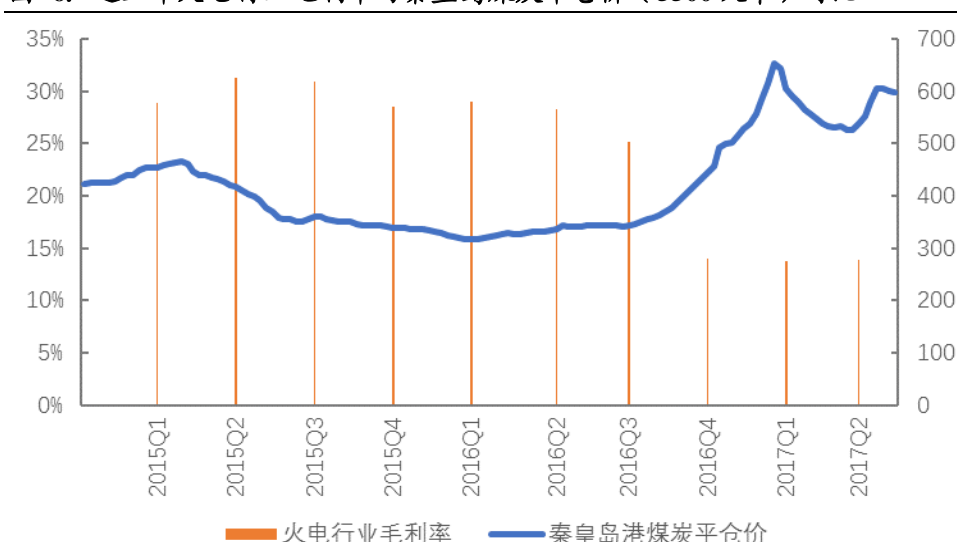
数据来源：东北证券，Wind（注：加粗电量数据为发电量数据）

图 5：重点火电公司各项指标对比



数据来源：东北证券，Wind

图 6：近三年火电行业毛利率与秦皇岛煤炭平仓价（5500 大卡）对比



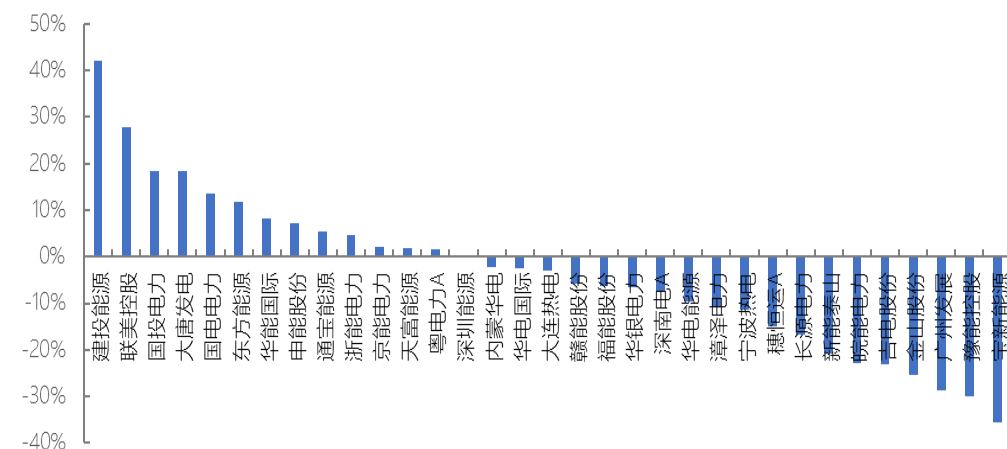
数据来源：东北证券，Wind

2.2. 板块个股涨跌分化趋势明显

由于上半年“业绩为王”的市场风格，火电板块受限于高煤价对业绩的冲击并没有太多超额表现。CS 火电板块中只有湖北能源，天富能源，联美控股，宁波热电等四家公司实现了归母净利润的正增长。其中天富能源和联美控股是因为供暖供热业务增长，宁波热电是因为蒸汽收入增加加之去年同期基数较低，湖北能源是因为发电业务中水电业务、新能源业务利润同比实现了较大增长，并有效冲抵了火电业务利润的下降。

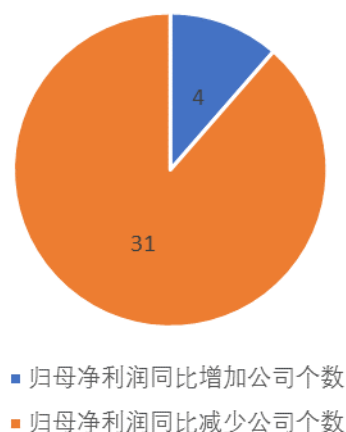
从个股涨跌幅角度来看，上半年火电板块涨势较好的股票有的是依靠电改、国改、雄安新区等主题性投资机会（建投能源、大唐电力、国电电力、东方能源），有的是依靠业绩增长（联美控股）或其他业务带动（国投电力）。整体上来看，市值较大、装机结构优越的大型火电公司表现相对较好，这也符合上半年白马股优先的市场偏好。

图 7: 2017 上半年火电行业个股涨跌幅



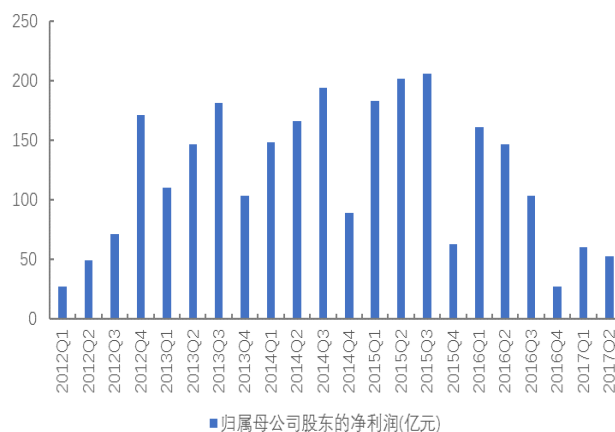
数据来源: 东北证券, Wind

图 8: CS 火电板块净利同比增长



数据来源: 东北证券, Wind

图 9: 火电行业分季度净利润变化



数据来源: 东北证券, Wind

3. 水电行业: 流域降水不均, 大水电表现稳健

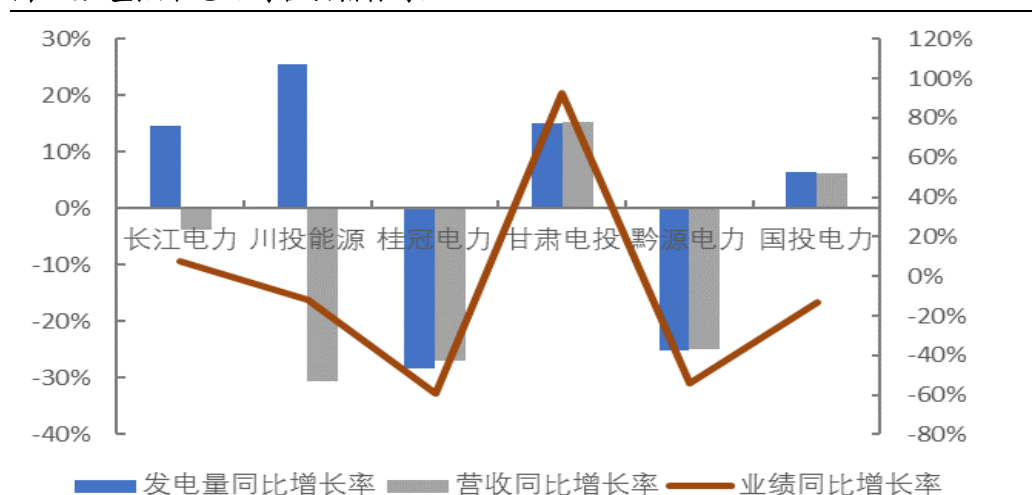
今年上半年,受来水偏枯影响,全国水电实现发电量 4613 亿千瓦时,同比降低 4.2%。受流域降水不均影响,各水电公司上半年发电量均有所波动。长江电力上半年发电量同比增长 14.6%,但如考虑向家坝和溪洛渡并表的影响,其发电量事实上同比下滑 4.26%。国投电力控股的雅砻江水电上半年发电量下滑 1.06%,而以龙滩水电为主体的桂冠电力发电量下滑幅度较大,达 28.39%。整体而言,大型水电站由于库容较大,通常具有较好的调节能力,受来水波动影响较小。

表 2: 水电行业重点公司上半年数据一览

公司名称	发电量(亿度)	发电量同比增长%	营收(亿元)	营收同比增长%	毛利率%	同比变化(百分点)	归母净利润(亿元)	同比增长%
长江电力	816.11	14.60%	192.90	-3.88%	55.20%	-1.97	81.05	7.34%
川投能源	11.59	25.47%	3.52	-30.55%	45.77%	6.57	12.30	-11.98%
桂冠电力	149.04	-28.39%	36.33	-26.89%	47.19%	-15.52	7.42	-59.31%
甘肃电投	27.93	15.13%	7.48	15.27%	34.40%	13.95	-0.12	92.85%
黔源电力	29.45	-25.10%	7.99	-24.98%	51.59%	-3.54	0.47	-54.01%
国投电力	545.12	6.55%	139.63	6.28%	40.34%	-10.3	12.90	-13.21%

数据来源：东北证券，Wind（注：考虑国投电力目前发电以水电为主，在此纳入观察）

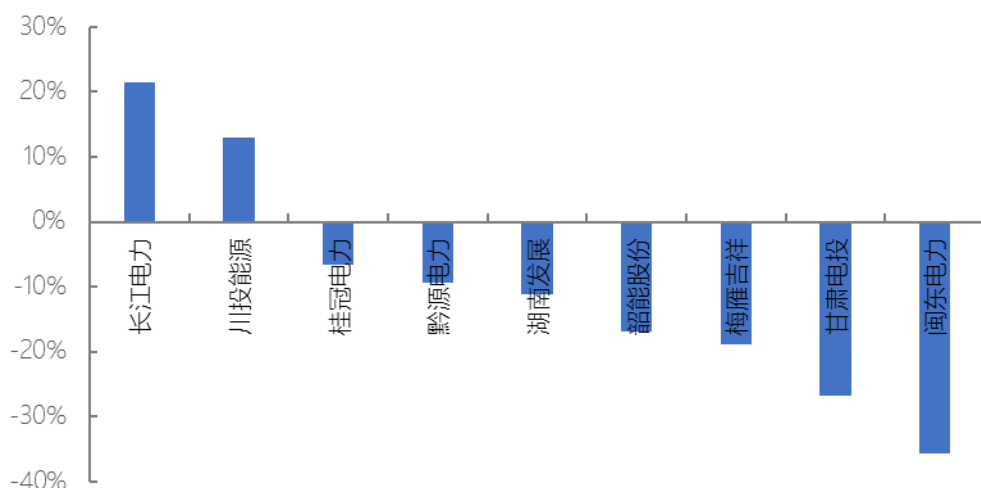
图 10: 重点水电公司各项指标对比



数据来源：东北证券，Wind

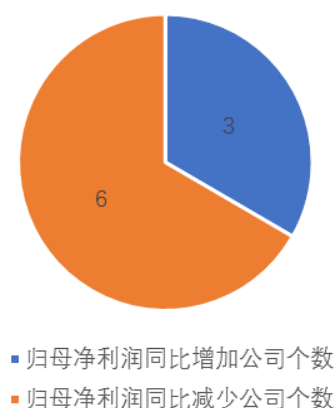
从股票涨跌表现来看，水电板块排名靠前的个股均为权益水电装机容量较大的公司。其中电力板块市值最大、分红比例高、现金流稳定的长江电力涨幅排名第一。除长江电力外，CS 水电板块中还有甘肃电投（亏损减少）和梅雁吉祥（转让股票获得非经常性收益）归母净利润增速为正。从季节角度来看，水电板块在三季度汛期通常会获得较高业绩。考虑到相关气象水文资料显示目前汛来水较为充沛，下半年水电板块业绩有一定超预期的可能性。

图 11: 2017 上半年水电行业个股涨跌幅



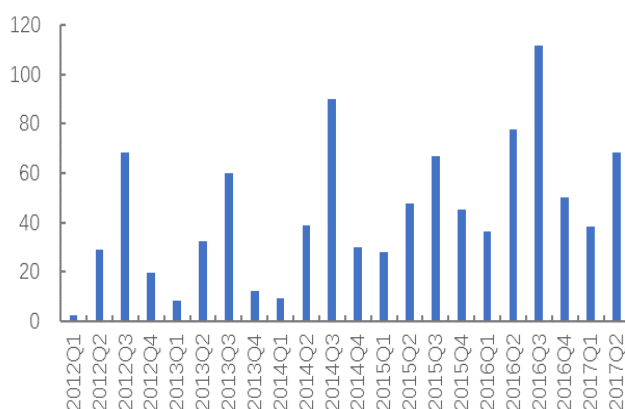
数据来源: 东北证券, Wind

图 12: CS 水电板块净利同比增长



数据来源: 东北证券, Wind

图 13: 水电行业分季度净利润变化



数据来源: 东北证券, Wind

4. 地方电网行业: 电改东风渐起

地方电网企业主要是位于我国西南地区的拥有区域配电网的公司。这类企业一般通常拥有发电资产(小水电为主), 自发电通过配电网输送给客户。当自发电量不能满足需求时, 其通过向大电网或区域内发电企业购电, 再把电量销售给客户。今年上半年, 受益于用电回暖, 相关企业售电量均有所增长。由于外购电成本较高, 其占售电量的比重直接影响公司毛利率和业绩。

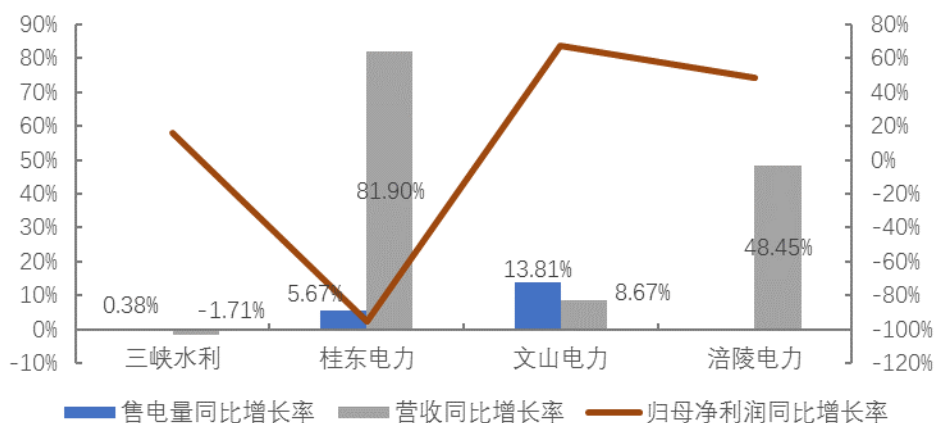
表 3: 地方电网行业重点公司上半年数据一览

公司名称	售电量(亿度)	售电量同比增长%	营收(亿元)	营收同比增长%	毛利率%	同比变化(百分点)	归母净利润(亿元)	同比增长%
三峡水利	7.51	0.38%	4.73	-1.71%	35.86	-3.04	1.37	16.07%
桂东电力	18.16	5.67%	40.86	81.90%	7.70%	-9.43	0.06	-95.11%
文山电力	24.19	13.81%	10.53	8.67%	34.04%	7.57	1.99	67.46%
涪陵电力	-	-	9.81	48.45%	18.33%	6.83	1.10	48.48%

数据来源: 东北证券, Wind

三峡水利自发电量略有下降导致外购电成本增加，业绩增长主要源于上半年收到农网补贴专项资金。桂东电力受来水较枯影响，自发电同比下滑 29.44%，对公司业绩造成较大影响。涪陵电力业绩增长主要得益于节能业务的扩张。文山电力归母净利润变化较大的主要原因是售电收入增加叠加综合购电价下降，此外还有公司财务费用降低，大修费用、材料费、运维费等非购电成本多集中于下半年发生等原因。

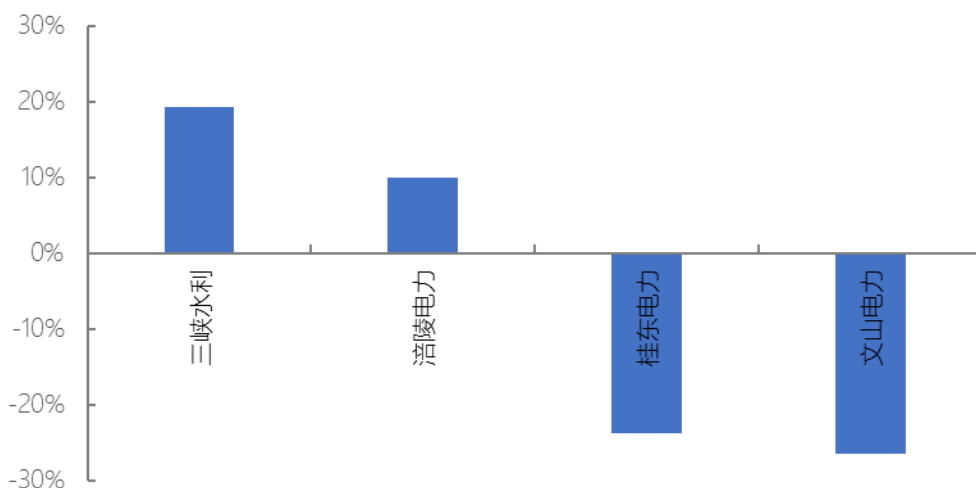
图 14：重点地方电网公司各项指标对比



数据来源：东北证券，Wind

从个股表现来看，上半年拥有“三峡电网”概念的三峡水利和国网节能平台定位的涪陵电力表现良好，其余地方电网公司受市场风格切换影响股价有所下跌。地方电网公司体量普遍较小，加之增量电网投资限制较多，其营收受区域内用电需求变动影响较大。当前形势下电力体制改革逐步深入，地方电网公司在售电市场竞争中拥有一定优势，需关注主题性投资机会对其的影响。

图 15：2017 上半年地方电网行业个股涨跌幅



数据来源：东北证券，Wind

5. 燃气行业：煤改气推动营收爆发式增长

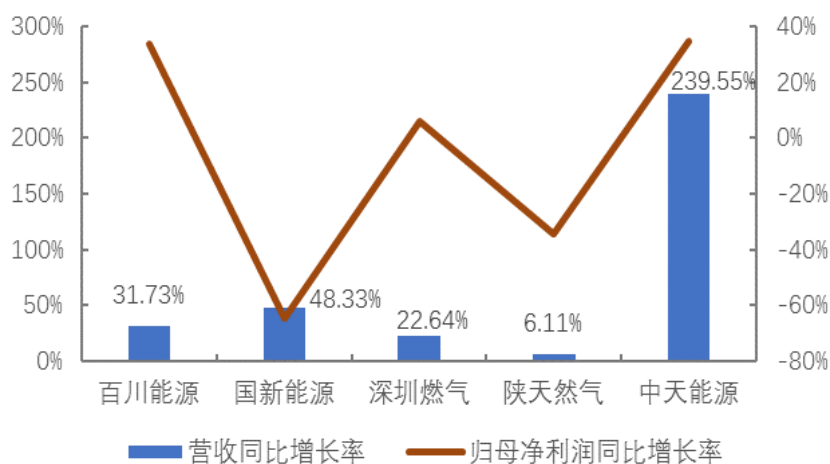
受“煤改气”政策推动加之国家对天然气发展的大力支持，2017 年上半年我国天然气消费量达 1146 亿立方米，同比增长 15.2%，实现爆发式增长。受此影响，各天然气公司上半年营收均有所增长。归母净利润同比下滑的陕天然气和国新能源均是以省内管输业务为主的管网企业，业绩下降主要是受管输价格调整及上游气源季节性调价影响。百川能源作为京津冀煤改气的受益标的，其上半年实现归母净利润 1.82 亿元，同比增长 33.57%。

表 4：燃气行业重点公司上半年数据一览

公司名称	营收(亿元)	营收同比增长%	毛利率%	同比变化(百分点)	归母净利润(亿元)	同比增长%
百川能源	8.48	31.73%	40.77%	2.63	1.82	33.57%
国新能源	49.51	48.33%	15.98	-9.63	1.00	-64.91%
深圳燃气	51.31	22.64%	23.07%	-4.31	5.72	5.85%
陕天然气	40.71	6.11%	10.98%	-4.69	2.52	-34.44%
中天能源	34.28	239.55%	21.17%	-3.57	2.73	34.45%

数据来源：东北证券，Wind

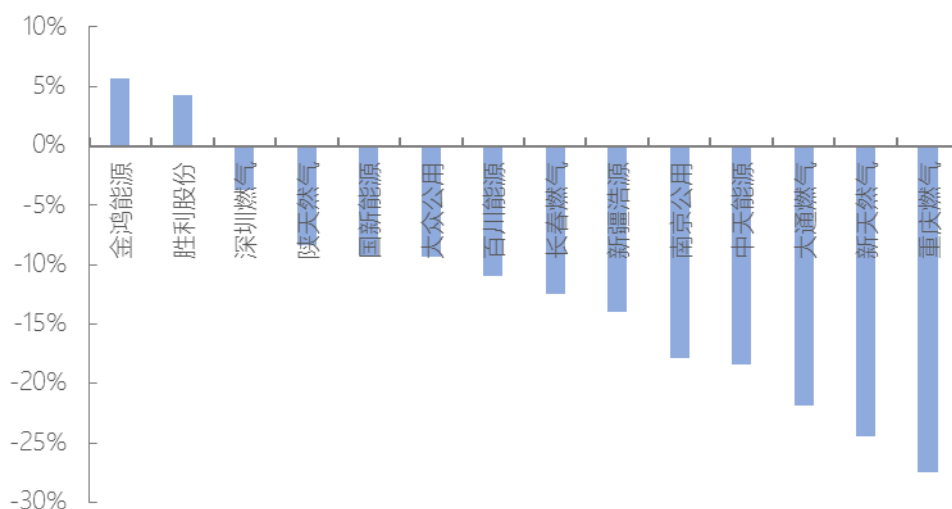
图 16：重点燃气公司各项指标对比



数据来源：东北证券，Wind

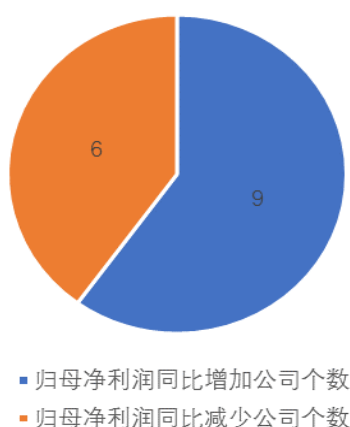
从业绩表现来看，上半年燃气板块有 9 家公司实现业绩同比增长，包括胜利股份、大通燃气、金鸿能源、长春燃气、百川能源、中天能源、深圳燃气、新天然气和皖天然气。当前 A 股上市的燃气公司主要以中游省内管网公司和下游城市燃气公司为主，而业绩增长的公司大部分都是城燃公司。从个股涨跌幅来看，燃气板块整体走势较弱，大幅跑输沪深 300 指数。

图 17: 2017 上半年燃气电行业个股涨跌幅



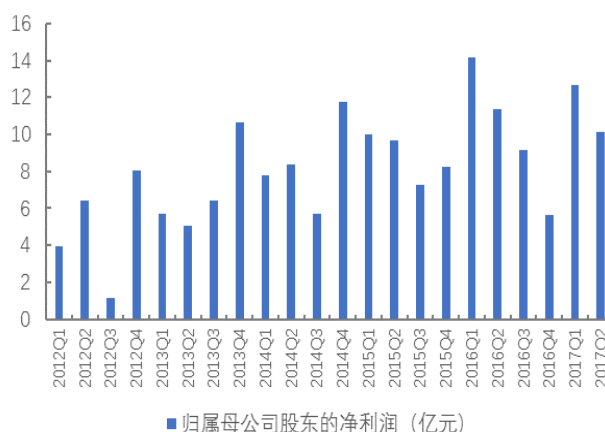
数据来源: 东北证券, Wind

图 18: CS 燃气板块净利同比增长



数据来源: 东北证券, Wind

图 19: 燃气行业分季度净利润变化



数据来源: 东北证券, Wind

6. 主要覆盖公司业绩汇总及下半年展望

本次中报季我们对公用事业的 14 家公司进行了点评覆盖, 其中火电板块 8 家, 水电板块 3 家, 地方电网板块 2 家, 燃气板块 1 家。覆盖的范围不仅囊括了市场关注热点, 也覆盖了行业及区域性的龙头企业。由于火电板块受累于煤价高企, 其估值较历史平均水平已有显著提高。在当前形势下, 动力煤价格有可能缓慢震荡下行, 但大跌的可能性相对较小。故而我们判断对于电力行业而言, 下半年投资的三条主线分别是**电改**、**国改**和**煤电联动**。**电力体制改革**作为电力行业的根本大事, 有望从源头打破“市场煤计划电”的桎梏, 用市场的手段调节当前电力供需失衡的困境, 汰弱留强, 有利于龙头企业的发展。**国有企业改革**对于电力行业的影响主要在于行业集中度有望进一步提高, 不同产业板块的整合也有利于电力企业平抑盈利波动。**煤电联动政策**在当前煤价水平下按相关公式估算有很大的概率于 2018 年起实施。目前政策的风险点在于提高电价将对下游生产企业的用电成本产生较大冲击, 电价

是否能足额上调还存在不确定性。

对于燃气板块而言，当前环保压力下天然气作为主体能源的地位正在不断巩固。随着国家政策对于天然气产业的扶持和天然气改革的深入推进，未来十三五期间我国天然气消费量将维持两位数的增长，带动燃气公司业绩稳中有进。今年下半年随着北方地区进入供暖期，加之“煤改气”政策的影响，相关区域的燃气公司有望迎来更快的业绩增长。

表 5: 主要覆盖公司中报业绩汇总及简要点评

公司名称	所属板块	营收增速	净利润增速	简要点评
华能国际	火电	11.36%	-89.53%	煤价维持高位拖累业绩，行业逐步回暖助力反弹
国电电力	火电	3.04%	-52.69%	煤价上涨增加营业成本，资产重组值得期待
浙能电力	火电	26.82%	-42.77%	积极布局核电资产，证金增持彰显稳健未来
京能电力	火电	2.93%	-93.46%	煤价高位运行拖累业绩，量价齐升未来优势可期
建投能源	火电	5.46%	-79.72%	量增不敌成本侵蚀，电价上调促业绩环升
深圳能源	火电	22.75%	-52.67%	多因共振致业绩下滑，多点布局促盈利增长
上海电力	火电	14.40%	-72.29%	电价上调装机增加双利好 海内外布局有望共发力
粤电力 A	火电	21.01%	-82.56%	火电主业承压，未来发展值得期待
国投电力	水电	6.28%	-13.21%	雅砻江靓丽依旧，火电业务有望环比改善
长江电力	水电	-3.88%	7.34%	来水偏枯致发电量下降，高分红凸显水电龙头本色
桂冠电力	水电	-26.89%	-59.31%	来水偏枯拖累业绩，多重利好助力公司业绩改善
三峡水利	电网	-1.71%	16.07%	主营业务良好，电改提升增长空间
文山电力	电网	8.67%	67.46%	工业回暖助力售电增长，降水增多利好成本下降
百川能源	燃气	31.73%	33.57%	煤改气持续推进，公司迎来爆发式增长

数据来源：东北证券，Wind

表 6: 主要覆盖公司盈利预测与评级

公司名称	评级	股价（点 评日）	每股收益			市盈率		
			17E	18E	19E	17E	18E	19E
华能国际	增持	7.34	0.24	0.40	0.53	31.24	18.42	13.80
国电电力	买入	3.49	0.15	0.21	0.23	23.04	16.55	15.31
浙能电力	增持	5.39	0.34	0.44	0.49	15.62	12.28	11.11
京能电力	增持	4.35	0.10	0.18	0.29	43.42	23.57	15.12
建投能源	增持	12.35	0.40	0.69	0.91	30.90	18.00	13.54
深圳能源	增持	6.53	0.25	0.35	0.43	26.38	18.51	15.02
上海电力	增持	11.43	0.43	0.62	0.81	26.39	18.48	14.16
粤电力 A	增持	5.39	0.10	0.18	0.27	54.99	29.77	19.70
国投电力	买入	7.59	0.61	0.73	0.77	12.39	10.34	9.82
长江电力	买入	15.15	0.90	0.92	0.90	16.84	16.52	16.82
桂冠电力	买入	5.61	0.42	0.46	0.49	13.35	12.08	11.44
三峡水利	买入	9.98	0.29	0.30	0.31	34.59	32.71	31.82
文山电力	买入	12.10	0.57	0.60	0.61	21.26	20.00	19.81
百川能源	买入	15.63	0.82	0.92	1.04	18.70	16.75	14.78

数据来源：东北证券，Wind

分析师简介:

龚斯闻: 电子信息工程学士, 金融学硕士, 2年实业软硬件研发经验, 4年券商行业研究经验, 电力设备新能源小组组长。

高兴: 华中科技大学工学学士, 清华大学热能工程系硕士, 三年电力设备行业工作经验。2017年加入东北证券, 现任公用事业行业研究员。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 15% 以上。
	增持	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 5% 至 15% 之间。
	中性	未来 6 个月内, 股价涨幅介于市场基准-5% 至 5% 之间。
	减持	在未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 5% 至 15% 之间。
	卖出	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 15% 以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

中国 吉林省长春市

生态大街6666号
邮编: 130119
电话: 4006000686
传真: (0431)85680032
网址: <http://www.nesc.cn>

中国 北京市西城区

锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编: 100033
电话: (010)63210800
传真: (010)63210867

中国 上海市浦东新区

杨高南路729号
邮编: 200127
电话: (021)20361009
传真: (021)20361258

中国 深圳南山区

大冲商务中心1栋2号楼24D
邮编: 518000

机构销售

华北地区

销售总监 李航
电话: (010) 63210890
手机: 185-1501-8255
邮箱: lihang@nesc.cn

华东地区

销售总监 袁颖
电话: (021) 20361100
手机: 136-2169-3507
邮箱: yuanying@nesc.cn

华南地区

销售总监 邱晓星
电话: (0755) 33975865
手机: 186-6457-9712
邮箱: qiuxx@nesc.cn