

分析师：符彩霞
 执业证书编号：A0220200010018
 Tel：010-59355924
 Email：fucx@chinans.com.cn
 地址：北京市金融大街5号新盛大厦7层(100140)

机械设备**投资评级**

本次评级：	谨慎推荐
跟踪评级：	调低
目标价格：	37.6

市场数据

市价(元)	33.28
上市的流通A股(亿股)	2.64
总股本(亿股)	3.78
52周股价最高最低(元)	21.2-40.38
上证指数/深证成指	2852.65/12714.51
2010年股息率	0.00%

52周相对市场表现**相关研究**

《许继电气业绩预告点评》，2009年11月9日；
 《电科院入主强化了直流业务》，2009年7月20日；
 《许继电气调研简报：下一步看资产注入》，2009年5月26日；

许继电气(000400.SZ)**直流、智能电网与资产注入****投资要点**

● **直流输电业务将放量。**我国已建成投运的直流输电线路达27条，预计十二五期间，国内直流建设投资在3000亿元左右，带动换流站设备需求合计在1700亿元左右，其中与公司相关的换流阀需求300亿元左右，控制保护需求50亿元左右，直流场设备需求380亿元左右。预计许继集团未来获得国内直流输电线路中控制保护订单的40%左右合20亿元、换流阀订单的30%左右合90亿元、直流场设备订单的10%左右合38亿元，合计148亿元左右，年均29.6亿元左右，将较之前明显放量。

● **智能电网带动电力自动化业务增长。**目前国内220kV和500kV变电站有2300余座，110kV及以下的变电站约2万余座，每年新增变电站约1000座左右，保守估计未来新增变电站数字化系统再加上已有变电站的数字化改造需求每年应在1500座左右，一座110kV的变电站进行数字化改造的话，公司有望获得500万元—600万元的订单，1500座变电站数字化改造的系统需求预计每年将超过75亿元，假设公司占10%左右的市场份额，则每年也有7.5亿元左右。

● **资产注入仍可期待。**我们认为集团公司资产注入只是时间的问题，以现有集团自有资产和国网已注入集团的资产估算，可增厚业绩0.5元—0.6元。

● **估值与评级。**结合相对估值法与绝对估值法，我们认为公司未来12个月的合理估值为33.56元—37.6元，给予谨慎推荐评级。风险在于资产注入不确定，国内直流输电线路建设和智能电网推进可能不如预期。

公司财务数据及预测

项目	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	3039.61	3496	4369	5462
增长率(%)	16.85	15	25	25
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	130.20	138	251	367
增长率(%)	240.77	3.55	48.93	32.82
毛利率(%)	32.40	32.4	33.11	33.37
净资产收益率(%)	5.76	9.95	13.42	15.65
EPS(元)	0.34	0.36	0.66	0.97
P/E(倍)	96.69	91.85	50.41	34.46
P/B(倍)	5.57	5.27	4.77	4.19

来源：公司年报、民族证券

正文目录

一、直流输电业务将放量	3
1、2008 年前我国已建直流输电线路 12 条.....	3
2、我国近两年投运和在建的直流输电线路.....	3
3、未来 5 年国内直流相关设备需求在 1700 亿元左右.....	4
4、公司直流输电业务具有优势地位	4
二、智能电网带动电力自动化业务增长	7
三、集团公司资产注入仍可期待	7
四、公司盈利预测	7
五、公司估值与投资评级	8
六、公司风险因素	9
附录：财务预测表	10

图表目录

表 1：我国 2008 年前建成的直流输电线路.....	3
表 2：近两年已投运及在建的直流输电线路.....	4
表 3：未来国内直流输电线路的设备需求情况 （亿元）	4
表 4：在建和已建直流输电线路主要设备供应情况.....	5
表 5：公司（包括集团）未来 5 年直流业务订单预测.....	6
表 6：公司分部业务预测	7
表 7：公司盈利预测表	8
表 8：公司自由现金流预测	9
附录：财务预测表	10

许继电气未来的看点主要在三个方面：一是直流输电业务，二是智能电网，三是资产注入。

一、直流输电业务将放量

公司直流输电业务包括上市公司的控制保护、直流场业务和集团的换流阀业务。

1、2008 年前我国已建直流输电线路 12 条

早在上个世纪 50 年代初，我国就已关注直流输电，当时政府派人去学习苏联的高压汞弧阀设计制造。1978 年上海投运一条 31kV、150A、送电电缆长 9km 的直流输电试验线，累计运行 2 300h。1987 年全部采用国内技术的舟山直流输电工程投入运行，从此直流输电在我国得到了应用和发展，到 2008 年，我国已有 12 项直流输电工程投入运行，详见表 1

表 1：我国 2008 年前建成的直流输电线路

线路名称	极	投运日期	额定电压(kV)	额定输送容量 (万千瓦)	线路长度(km)
宁波—舟山		1987. 12	±100	5	54
嵊泗线		2003	±50	6	63. 24
葛州坝—上海南桥	极 I	1989. 9	±500	60(30)①	1046
	极 II	1990. 8	±500	60(30) ①	1046
三峡—江苏常州(龙政)	极 I	2003. 6	±500	150	860
	极 II	2003. 6	±500	150	860
三峡—广东(江城)	极 I	2004. 6	±500	150	975
	极 II	2004. 6	±500	150	975
三峡—上海(宜华)	极 I	2006. 12	±500	150	1050
	极 II	2006. 12	±500	150	1050
广西天生桥—广州	极 I	2000. 12	±500	90	963
	极 II	2001. 6	±500	90	963
高坡—肇庆(贵广 I 回)	极 I	2004. 10	±500	150	891
	极 II	2004. 7	±500	150	891
贵广 II 回(兴安)	极 I	2007. 6	±500	150	1194
	极 II	2007. 12	±500	150	1194
灵宝背靠背		2005. 7	±120	36	0
高岭背靠背		2008. 12	±500	75	0
黑河背靠背		2008	±500	75	0
合计				1816②	14129. 24

资料来源：民族证券研发中心。

注①：葛洲坝送南桥双极额定输送容量 120 万千瓦，单极额定输送容量 60 万千瓦；南桥送葛洲坝双极额定输送容量 60 万千瓦，单极额定输送容量 30 万千瓦。

注②：统计中未包括 3 项背靠背工程的换流容量。

2、我国近两年投运和在建的直流输电线路

为实现西南水电以及大型火电基地电力送出，目前国网和南网公司近两年已经建成和正在建设的直流输电工程有 9 项，这 9 项在建工程的额定输电容量为 3310 万千瓦，是已建成的

12 项工程的近 2 倍。这 9 项工程的总投资额为 897.06 亿元。详见表 2。

表 2：近两年已投运及在建的直流输电线路

线路名称	投运情况	额定电压 (kV)	额定输送 容量 (万千 瓦)	线路长度 (km)	投资额 (亿 元)
灵宝背靠背扩建	已投运	±500	75	0	14.74
云南昆明—广东增城	在建	±800	500	1438	137
向家坝—上海	在建	±800	640	1907	180
锦屏—苏南	在建	±800	720	2100	200
德阳—宝鸡	已投运	±500	300	547	57
呼伦贝尔—辽宁	已投运	±500	300	908	60
宁东—山东	已投运	±660	400	1335	104
葛沪直流综合改造 (三沪 II 回工程)	已投运	±500	300	976	80.32
青海—西藏	在建	±500	75	1038	64
合计			3235①	10249	897.06

资料来源：民族证券研发中心。①统计中未包括灵宝背靠背扩建工程。

3、未来 5 年国内直流相关设备需求在 1700 亿元左右

我们收集到了向家坝—上海线和云南—广东 2 条 ±800kV 的直流输电线路较为详细的设备需求明细，详见表 3。根据国网公司最新的十二五规划，十二五期间特高压建设投资计划为 5000 亿元，其中交流 2700 亿元，直流 2300 亿元，再加上南网的投资，预计整个十二五期间，国内特高压直流建设投资在 3000 亿元左右。参照云广和向上两条线的设备需求情况，预计换流站设备需求合计在 1700 亿元左右，其中与公司相关的换流阀需求 300 亿元左右，控制保护需求 50 亿元左右，直流场设备需求 380 亿元左右，详见表 3。

表 3：未来国内直流输电线路的设备需求情况 （亿元）

设备名称	相关设备需求占总投资比 (%)			十二五需求 预测
	向上线	云广线	平均	
换流阀	9.17	11.31	10.24	307.2
换流变	16.67	17.91	17.29	518.7
控制保护系统	1.50	2.04	1.77	53.1
平波电抗器	0.44	0.58	0.51	15.3
直流场设备	11.11	14.6	12.86	385.8
直流设备合计	38.89	46.72	42.81	1284.3
滤波电抗器	1.22	1.61	1.42	42.6
其他交流设备	15.44	9.34	12.39	371.7
换流站用交流设备合计	16.67	10.95	13.81	414.3
换流站设备需求合计	55.56	57.66	56.61	1698.3
铁塔需求合计	16.88	24.81	20.85	625.5

资料来源：民族证券研发中心。

4、公司直流输电业务具有优势地位

我们收集了已经建成或是已经进行设备招标的这些直流输电线路主要设备如控制保护系统、换流阀、换流变以及直流场设备的供应情况，详见表 4。

表 4：在建和已建直流输电线路主要设备供应情况

项目名称	国产化率	控制保护	换流阀	换流变	直流场设备
舟山线	100%	许继参与研制			
葛州坝—南桥	西门子、BBC 总包	南瑞继保	西电生产 72 只晶闸管。		
天生桥—广州（天广）	西门子总包	南瑞继保	西电与西门子合作生产组件 12 台		
岷泗线	100%	许继全部	西电全部换流阀		
三峡—常州（龙政）	30%。	瑞典 ABB	换流阀由 ABB 中标，西电与 ABB 合作生产组件 120 台	西变与 ABB 合作 2 台换流变。沈变与西门子合作 2 台换流变。西门子 14 台换流变	
灵宝背靠背	100%	许继：0.35 亿 南瑞：0.35 亿	西电全部晶闸管和换流阀	西变、沈变	
三峡—广东（江城）	50%。	南瑞继保引进 ABB 技术	西电与 ABB 一起生产 50% 晶闸管，组件 700 个。四重阀全部由西整组装	西变与 ABB 合作 8 台换流变	
高坡—肇庆（贵广一回）	西门子总包	许继引进西门子技术	西电与西门子一起生产 30% 的晶闸管，组件 132 个	沈变 8 台换流变	
三峡—上海（宜华）	70%以上。	许继全套二次控保。南瑞继保全套继电保护	西电所 70% 晶闸管。西整全部 12 个四重阀组装，50%制造	西变 14 台换流变。	
贵广二回（兴安）	70%	许继：2.6 亿	许继：4.2 亿。西电 4.2 亿。中方提供 75% 的晶闸管	沈变 20 台，天威 2 台，西门子 12 台。中方提供 57%。	
黑河背靠背		南瑞继保	许继：0.7 亿		
高岭背靠背	100%	许继全部：0.74 亿	许继全部：1.8 亿	西电 13 台，全部	
德阳—宝鸡	75%	南瑞继保 2 套	西电 2 套	重庆 ABB 公司 14 台，西电 14 台	西电集团全部
灵宝扩建		四方继保、ABB	许继：1.0 亿。电科院、西电	沈变、西变各一半。	
云南昆明—	64%	许继 2 套，2.8	西电：楚雄站	西电：6.3 亿，16	西门子

广东增城	亿	7.7 亿。许继：穗东站 7.7 亿	台。特变：5.23 亿，11 台，天威：3.9 亿，9 台。西门子 20 台	75%。
向家坝-上海	70%	许继：1.37 亿 南瑞：1.37 亿	许继：奉贤站 8.27 亿。西电集团	特变：8.3 亿，18 台。天威保变：4.44 亿 9 台。西电 9 台，ABB 和 75%。西门子各 10 台。
葛沪直流综合改造（三沪 II 回工程）		许继：1 亿	中国电科院 2 套	天威保变 28 台 9.81 亿元。
宁东-山东		许继全部：1 亿	中国电科院 2 套	特变沈变 10 台 6.04 亿元。
呼伦贝尔-辽宁	75%	南瑞继保 2 套	西电 2 套	特变沈变 28 台 许继集团 2.09 亿。

资料来源：民族证券研发中心。表中设备供应商统计不太全面。

由表 4 知，在控制保护方面，许继集团获得了全部 20 条线路中的嵊泗线、宜华线、贵广二回、高岭背靠背、云广线、葛沪直流综合改造、宁东—山东、灵宝背靠背 50%、向上线 50% 的控制保护订单，相当于 8 条线路的控制保护订单，占 40% 左右；获得了黑河背靠背、高岭背靠背、灵宝护建 50%、云广线 50%、贵广二回 50%、向上线 50% 的换流阀订单，相当于 4 条线路的订单，占 20% 左右，考虑到换流阀国产化时间较短，未来许继集团市场占有率应能达到 30% 左右；许继集团还获得了呼伦贝尔—辽宁线 2.09 亿元的直流场设备订单，随着直流场设备国产化的突破，预计许继集团未来有望获得 10% 的市场份额。

根据上述分析，假设许继集团未来获得国内直流输电线路中控制保护订单的 40% 左右、换流阀订单的 30% 左右、直流场设备订单的 10% 左右，则按照国网公司的十二五规划，公司（包括许继集团）未来 5 年有望获得控制保护订单 20 亿元左右、换流阀订单 90 亿元左右、直流场设备订单 38 亿元左右，合计 148 亿元左右，年均 29.6 亿元左右。详见表 5。

表 5：公司（包括集团）未来 5 年直流业务订单预测

设备名称	十二五期间国内需求（亿元）	公司市占率（%）	十二五期间公司订单（亿元）	公司未来年均订单（亿元）
控制保护	50	40	20	4
换流阀	300	30	90	18
直流场设备	380	10	38	7.6
合计	730		148	29.6

资料来源：民族证券研发中心。

根据公司历年年报，上市公司在 2006 年—2009 年的 4 年间，直流控制保护的收入只有 5.82 亿元，预计 2010 年收入在 1 亿元左右，也即过去 5 年上市公司直流控制保护业务的收入只有 7 亿元不到的样子，而根据我们的测算，未来 5 年公司直流控制保护订单将是过去 5 年收入的 3 倍左右，再加上集团未来将要注入的换流阀业务以及近期获得突破的直流场设备，公司直流业务将明显放大。

二、智能电网带动电力自动化业务增长

2009 年—2010 年被国网公司定为国内智能电网业务的试点阶段，国网公司在这两年里积极推进智能电表、各种电压等级的变电站数字化改造试点工作。目前国内 220kV 和 500kV 变电站有 2300 余座，110kV 及以下的变电站约 2 万余座，每年新增变电站约 1000 座左右，保守估计未来新增变电站数字化系统再加上已有变电站的数字化改造需求每年应在 1500 座左右，一座 110kV 的变电站进行数字化改造的话，公司有望获得 500 万元—600 万元的订单，1500 座变电站数字化改造的系统需求预计每年将超过 75 亿元，假设公司占 10%左右的市场份额，则每年也有 7.5 亿元左右。再加上配网自动化业务，以及集团的智能电表、光电互感器、电动汽车充电站等相关业务，智能电网将为公司创造一片新的增长空间。

三、集团公司资产注入仍可期待

公司此前曾推出定向增发收购集团资产的预案，后由于各种原因撤回。根据公司 2009 年公布的方案，当时拟购的许继集团资产账面净值为 5.93 亿元，收购后上市公司盈利将增加 6304.6 万元。这两年拟收购业务也在发展，再加上国网公司向许继集团注入了一些资产，我们推测未来公司资产注入可能将考虑所有这些因素。按照之前方案将许继集团原有业务注入上市公司，预计未来将增厚公司业绩 0.25 元—0.3 元之间，若再将国网公司注入许继集团的资产注入，将再增厚公司业绩 0.25 元—0.3 元之间。

四、公司盈利预测

根据上述分析，公司本部各部分业务收入预测如表 6 所示。增长将主要来自直流业务、电网及发电系统中的变电站自动化业务和配网业务。

表 6：公司分部业务预测

单位：百万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
分部收入					
电网及发电系统	913.42	954.22	1021.02	1225.22	1470.26
配网产品	495.15	895.63	1209.10	1571.83	2043.38
变压器	286.04	319.35	271.45	244.30	244.30
用电系统	183.4	234.04	397.87	557.02	724.12
EMS 加工服务	171.43	182.1	163.89	163.89	163.89
直流输电系统	165.42	159.53	111.67	223.34	335.01
电气化铁路	59.54	90.59	104.18	114.60	126.06
分部收入增长					
电网及发电系统	-13.44%	4.47%	7%	20%	20%
配网产品	129.60%	80.88%	35%	30%	30%
变压器	-13.90%	11.65%	-15%	-10%	0%
用电系统	17.32%	27.61%	70%	40%	30%
EMS 加工服务	-2.76%	6.22%	-10%	0%	0%
直流输电系统	138.63%	-3.56%	-30%	100%	50%
电气化铁路	14.83%	52.15%	15%	10%	10%

分部毛利率 (%)					
电网及发电系统	37.92	33.38	34	34	34
配网产品	38.56	37.05	39	39	39
变压器	20.13	32.11	33	33	33
用电系统	34.32	33.26	34	34	34
EMS 加工服务	13.99	12	13	13	13
直流输电系统	39.4	33.76	34	34	34
电气化铁路	44.39	45.89	46	46	46

资料来源：民族证券。

据此初步预计公司 2010 年-2012 年收入分别为 34.96 亿元左右、43.69 亿元左右和 54.62 亿元左右，分别增长 15%、25%和 25%，净利分别为 1.38 亿元、2.51 亿元和 3.67 亿元，分别增长 3.55%、48.93%和 32.82%左右，每股收益分别为 0.36 元和 0.66 元和 0.97 元左右，详见表 7。

表 7：公司盈利预测表

单位：百万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	2,601	3,040	3,496	4,369	5,462
主营业务成本	1,812	2,055	2,363	2,923	3,639
主营业务税金及附加	13	24	24	31	38
营业费用	211	293	402	502	628
管理费用	249	314	385	481	601
财务费用	151	103	95	82	83
资产减值损失	65	36	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	6	5	5	6	8
营业利润	107	220	232	358	480
营业外收支	39	54	52	66	82
税前利润	146	274	284	423	562
所得税费用	43	43	45	68	90
净利润	103	231	239	356	472
少数股东损益	65	100	101	105	105
母公司所有者净利润	38	130	138	251	367
EPS (元)	0.10	0.34	0.36	0.66	0.97

资料来源：民族证券。

五、公司估值与投资评级

相对估值法。考虑到公司未来的成长性，可给予 30 倍 PE，以此计算，公司未来一年的合理价值为 19.6 元左右。绝对估值法。无风险收益率取 10 年期国债收益率为 4.0%左右，市场风险溢价 8.5%，边际税率 15%，付息债务占比 40.0%， β 值取公司过去 2 年对沪深 300 指数的值为 0.8，则公司的加权资金成本为 10.53%。采取二阶段增长模型，2015 年—2019 年年增长率假设为 12%，永续增长率为 3%。得出公司的每股价值为 18.56 元，详见表 8。综合相对估值法和绝对估值法，公司本部未来一年的合理估值为 18.56 元—19.6 元左右。我们认为公司资

产注入将是迟早的事，集团资产（包括国网公司已注入部分）如果注入的话将增厚公司业绩 0.50 元—0.6 元左右，按 30 倍 PE 估算，注入部分资产折到每股值 15 元—18 元左右。综合上述两部分，我们认为公司未来 1 年的合理估值区间为 33.56 元—37.6 元之间，给予谨慎推荐评级。

表 8：公司自由现金流预测

单位：%	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
NOPLAT	270	364	467	567	690
资产减值损失	0	0	0	0	0
折旧摊销	74	81	87	96	105
资本支出	(166)	(160)	(197)	(205)	(210)
营运资本支出	10	(89)	(5)	(162)	(7)
公司自由现金流	188	197	353	296	578

资料来源：民族证券

六、公司风险因素

公司风险因素主要在以下方面：一是资产注入的时间和内容存在较大的不确定性，而公司股价中已包含资产注入预期；二是国内直流业务的推进不始预期，事实上过去两年国网公司并未完成之前的直流输电建设规划；三是国内智能电网的推进慢于预期。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	3,633	3,829	4,631	5,698
现金	594	498	710	1,096
应收账款	1,770	1,915	2,394	2,693
预付账款	134	153	192	239
其他应收款	117	134	168	209
存货	1,018	1,129	1,168	1,460
其他	0	0	0	0
非流动资产	972	1,069	1,156	1,276
长期投资	17	21	26	32
固定资产	20	20	20	20
无形资产	921	1,014	1,092	1,202
其他	14	14	17	22
资产总计	4,605	4,898	5,787	6,973
流动负债	2,017	2,001	2,509	3,195
短期借款	894	550	550	550
应付账款	696	941	1,323	1,849
其他	427	510	636	796
非流动负债	54	124	148	177
长期借款	50	85	100	117
其他	4	38	48	60
负债合计	2,070	2,124	2,658	3,372
少数股东权益	273	374	479	585
股本				
资本公积金				
留存收益				
归属母公司股东权益	2,261	2,399	2,650	3,016
负债和股东权益	4,605	4,898	5,787	6,973

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	-61	413	420	626
净利润	130	138	251	367
折旧摊销	72	74	81	87
财务费用	103	95	82	83
投资损失	-5	-5	-6	-8
营运资金变动	-493	10	-89	-5
其它	132	101	101	101
投资活动现金流	-110	-165	-158	-195
资本支出	-94	-166	-160	-197
长期投资	0	0	0	0
其他	-17	1	1	2
筹资活动现金流	-178	-344	-49	-45
短期借款	-29	-344	0	0
长期借款	10	35	15	16
普通股增加	38	0	0	0
资本公积增加				
其他	-196	-95	-82	-83
现金净增加额	-349	-96	212	386

资料来源：公司报表、民族证券

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3,040	3,496	4,369	5,462
营业成本	2,055	2,363	2,923	3,639
营业税金及附加	24	24	31	38
营业费用	293	402	502	628
管理费用	314	385	481	601
财务费用	103	95	82	83
资产减值损失	36	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	5	5	6	8
营业利润	220	232	358	480
营业外收支	54	52	66	82
利润总额	274	284	423	562
所得税	43	45	68	90
净利润	231	239	356	472
少数股东损益	100	101	105	105
归属母公司净利润	130	138	251	367
EBITDA	425	395	514	643
EPS（元）	0.34	0.36	0.66	0.97

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	16.85%	15.00%	25.00%	25.00%
营业利润	106.30%	5.44%	54.35%	34.26%
归属母公司净利润	124.14%	3.55%	48.93%	32.82%
获利能力				
毛利率	32.40%	32.40%	33.11%	33.37%
净利率	7.58%	6.83%	8.14%	8.65%
ROE	5.76%	9.95%	13.42%	15.65%
ROIC	6.65%	6.90%	9.25%	10.86%
偿债能力				
资产负债率	44.96%	43.37%	45.93%	48.36%
净负债比率				
流动比率	1.80	1.91	1.85	1.78
速动比率	1.30	1.35	1.38	1.33
营运能力				
总资产周转率	1.52	1.40	1.32	1.28
应收帐款周转率	0.58	0.55	0.55	0.49
应付帐款周转率	0.23	0.27	0.30	0.34
每股指标(元)				
每股收益	0.34	0.36	0.66	0.97
每股经营现金	-0.16	1.09	1.11	1.65
每股净资产	5.98	6.34	7.00	7.97
估值比率				
P/E	96.69	91.85	50.41	34.46
P/B	5.57	5.27	4.77	4.19
EV/EBITDA	29.72	31.97	24.57	19.66

分析师简介

1993 年华中理工大学机械本科，1999 年中国人民大学产业经济学硕士。2001 年进入证券行业，先后在长城证券金融研究所和民族证券研发中心从事机械行业及相关上市公司研究。

研究员负责公司举例：天威保变、许继电气、平高电气、东方电气、中国南车、时代新材、昆明机床和柳工等。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我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供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓 名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010—59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010—59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010—59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010—59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010—59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn