

公用事业

2017年03月08日

联美控股 (600167)

——立足清洁化供热 受益区域扩张及集中供暖推广

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

市场数据：2017年03月07日

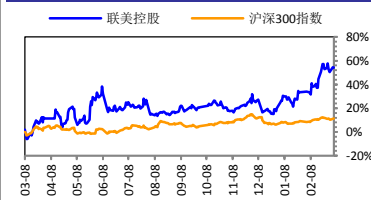
收盘价(元)	21.34
一年内最高/最低(元)	22.88/13.13
市净率	5.9
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	2388
上证指数/深证成指	3242.41/10552.14

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2016年12月31日

每股净资产(元)	3.65
资产负债率%	61.32
总股本/流通A股(百万)	680/112
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

刘晓宁 A0230511120002
liuxn@swsresearch.com
王璐 A0230516080007
wanglu@swsresearch.com

联系人

王璐
(8621)23297818×7618
wanglu@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- 公司系沈阳地区供热企业，定增收购集团优质清洁化供热资产，转型升级清洁化热电业务。公司主业为沈阳地区的集中供热业务。2016年公司完成对集团旗下沈阳新北、国惠新能源的收购，供热业务领域拓展至沈阳北部商贸金融开发区、沈水湾地区以及江苏泰州等五大区域。收购标的16~18年业绩承诺2.85、3.3、4.15亿元，其中16年业绩承诺超额完成5600万元。
- 收购标的为节能环保供热企业，助力公司业务转型升级。上市公司新收购的联美生物能源以生物质为原料进行热电联产、国惠新能源及其子公司沈水湾采用水源热泵及梯级加热技术，从污水处理后的中水中提取热量进行集中供暖服务。公司供热业务向节能、环保、清洁化供能方向转型，符合国家推广清洁化集中供暖的政策方向。
- 受益沈阳新城市中心的发展，公司业务规模有望大幅扩容。孙公司国润低碳所服务的浑南新城，已被定位为沈阳市未来的城市中心。在沈阳市行政职能迁入、新高铁站投运的带动下，当地正处于房地产开发的高峰期。公司在沈阳的供热面积占总规划面积的16.82%，纳入评估中的面积占总规划面积的49.77%。公司供热面积有三倍以上的扩容空间，支撑业绩高增长。公司供热、接网业务规模将大幅扩张。公司在江苏泰州的生物质发电项目也将受益于当地制药工业园区的发展。
- 募集配套资金升级、加码热电项目，盈利能力有望进一步提升。公司管理能力较优，热电盈利水平高于同地区的同类可比公司。目前公司在筹划定向募集配套资金不超过38.7亿元，其中31.2亿元用于热网升级改造，4.7亿元用于热源厂改造建设，2.1亿元用于能源移动互联网多元服务。我们认为公司注重提升效率和不断优化节能高效供热，有助于进一步提升盈利能力水平，且有助于项目区外复制扩张。
- 盈利预测及投资评级：考虑供暖、接网有望步入扩张期，我们预计公司2017~2019年归母净利润分别为8.82、10.84和13.17亿元，考虑募集配套资金所带来的股本摊薄，EPS分别为1.06、1.3和1.58元/股。对应PE分别为20、16和14倍。我们认为政策推动清洁化集中供暖方式的发展，公司集中供暖业务迎来发展机遇，区外可复制性强。对比同类集中供热的上市公司，公司17年PE20倍低于行业平均水平27倍。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：运营区域扩张不达预期；供暖价格下调。

财务数据及盈利预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	758	2,044	2,579	3,010	3,387
同比增长率(%)	14.55	169.81	26.15	16.71	12.52
净利润(百万元)	177	699	882	1,084	1,317
同比增长率(%)	8.48	295.76	26.19	22.90	21.49
每股收益(元/股)	0.84	1.03	1.06	1.30	1.58
毛利率(%)	42.4	46.6	48.5	48.4	51.4
ROE(%)	15.2	28.2	12.2	13.0	13.7
市盈率	26	21	20	16	14

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

投资案件

投资评级与估值

考虑供暖、接网有望步入扩张期，我们预计公司 2017~2019 年归母净利润分别为 8.82、10.84 和 13.17 亿元，考虑募集配套资金所带来的股本摊薄，EPS 分别为 1.06、1.3 和 1.58 元/股。对应 PE 分别为 20、16 和 14 倍。我们认为政策推动清洁化集中供暖方式的发展，公司集中供暖业务迎来发展机遇，区外可复制性强。对比同类集中供热的上市公司，公司 17 年 PE20 倍低于行业平均水平 27 倍。**首次覆盖，给予“买入”评级。**

关键假设点

参考沈阳城市供热面积规划，假设公司 17~19 年供暖面积年均增速约 20%。

有别于大众的认识

受益沈阳新城市中心发展以及北方环保治污需求，业务体量有望快速、大规模扩张。公司拟收购的国润低碳主要运营区域在浑南新城。浑南新城将成为沈阳市新的城市中心，随着市行政职能迁入、新高铁站投运，当地人口、房地产将迎来增长。市场一致认为公司供热、接网费、供汽业务将稳步受益，我们认为大气环境治污力度在持续加强，北方加速推进集中供暖替代散煤燃烧，将加速公司供暖面积的扩张。

公司在江苏泰州的生物质热电项目供热能力有望大幅提升。江苏泰州定位发展为我国药都，近年来地方着力促进制药工业发展。市场对当地药企用能需求增长的认识存在预期差。我们认为联美生物质发电采用生物质发电，可获得国家补贴电价，成本上优于周边的燃气热电厂，有望凭借成本优势抢占更多的用能客户，供热规模有望大幅增长。

顺应国家政策推动供热产业清洁、环保、节能化，供热业务区外可复制性强。公司旗下的热电联产、生物质发电、水源热泵梯级利用等子公司顺应了环保供热的政策要求和发展趋势。我们认为南方城市近年来清洁化集中供热的需求也在逐年提升，公司凭借高效管理、成本控制，拓展沈阳、泰州区外项目复制进度或将超出市场预期。

股价表现的催化剂

供热面积增长，区外清洁化集中供暖项目复制。

核心假设风险

运营区域房地产发展不达预期；供暖价格下调。

目录

1. 区域热力龙头增发落地 供热主业再上台阶	6
1.1 区域热力龙头增长稳健 增发落地业绩大幅增加	6
1.2 注入资产优质 持续增厚业绩	7
1.3 募集配套资金尚待完成 继续夯实供热业务	8
1.4 大股东变更 实际控制人不变	10
2. 收购标的助力公司向清洁供热转型	10
2.1 沈阳新北：供热为主的环保型热电联产企业	10
2.2 国惠新能源：节能环保供热技术优 受益浑南新城发展	12
3. 坐拥优质供热区块 清洁生产为发展趋势	15
3.1 城市供热行业蕴含巨大市场空间	15
3.2 我国大力推进热电联产和清洁供热	17
3.3 立足沈阳扩容供热面积 异地复制值得期待	19
4. 区域供热龙头 转型清洁生产领跑者	21

图表目录

图 1: 公司历年业绩增长情况 (单位: 百万元)	6
图 2: 公司营业收入结构 (2016 年)	6
图 3: 公司盈利能力变化	6
图 4: 业务毛利率对比 (单位: %)	6
图 5: 标的公司承诺扣非后归母净利润 (单位: 百万元)	8
图 6: 公司股权结构图	10
图 7: 沈阳新北历年业绩增长情况 (单位: 百万元)	10
图 8: 沈阳新北营业收入结构 (2015 年 01—07 月)	10
图 9: 国惠新能源历年业绩增长情况 (单位: 百万元)	13
图 10: 国惠新能源营业收入结构 (2015 年 01—07 月)	13
图 11: 浑南新城规划	15
图 12: 城市集中供热建设投资额 (单位: 亿元)	16
图 13: 全国城市集中供热面积 (单位: 亿 m ²)	16
图 14: 我国南方城市冬季平均气温 (单位: °C)	16
图 15: 我国集中供热量 (单位: 万吉焦)	17
图 16: 我国供热煤炭消费量 (单位: 万吨)	18
图 17: 沈阳市供热面积 (单位: 亿平方米)	19
图 18: 公司供热面积、接网面积 (单位: 万平方米)	20
表 1: 2016 年定增收购集团供热资产情况	7
表 2: 募集配套资金具体方案	8
表 3: 配套募集资金用途 (单位: 百万元)	8
表 4: 募投项目热网建设情况	9
表 5: 募投项目新增设备情况	9
表 6: 沈阳新北产能、产量、销量情况	11
表 7: 国新新能源经营情况	11
表 8: 联美生物能源经营情况	12
表 9: 国惠新能源主要设备	13

表 10: 国惠新能源产能、产量、销量情况	13
表 11: 国惠新能源拥有的主要专利权	14
表 12: 沈水湾主要财务数据 (单位: 百万元)	14
表 13: 国润低碳主要财务数据 (单位: 百万元)	15
表 14: 供热行业主要政策	17
表 15: 公司在沈阳供热面积占规划面积的比例 (单位: 万 m^2)	20
表 16: 同类上市公司盈利预测对比	21
表 17: 公司分行业营业收入预测 (单位: 百万元)	21
表 18: 公司分行业营业成本预测 (单位: 百万元)	22
表 19: 公司盈利预测 (单位: 百万元, 元/股)	22

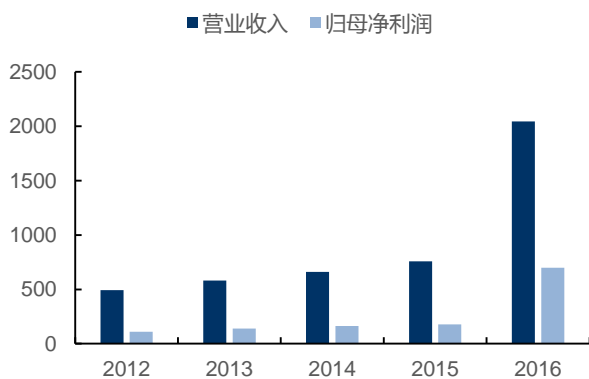
1. 区域热力龙头增发落地 供热主业再上台阶

1.1 区域热力龙头增长稳健 增发落地业绩大幅增加

增发顺利落地，供热区域大幅扩张。公司是沈阳市的大型集中供暖企业，2016年增发之前的主要经营区域在沈阳浑南区。2016年公司完成对集团旗下沈阳新北、国惠新能源的收购，供热业务域拓展至沈阳北部商贸金融开发区、沈水湾地区等五大区域。公司主要收入来源为供热和接网费，其中供热业务营收占比63%。接网费的收取主要依赖新增开发和销售的民宅及公建用房，营收占比为20%，其余为电力业务（10%），工程施工占比（7%）。

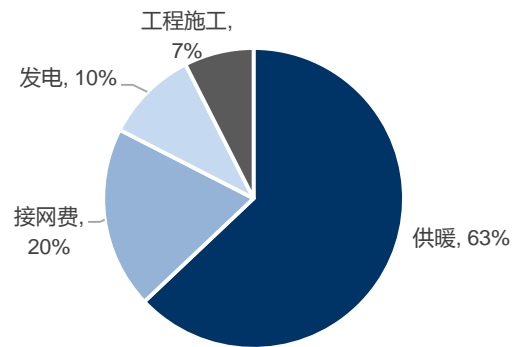
并购完成后收入规模大幅增加。2016年公司实现营业收入20.44亿元，归母净利润6.99亿元；相较而言，2015年公司原有业务部分收入规模仅有7.58亿元，归母净利润为1.76亿元。与此同时，完成并购整合后的公司盈利能力显著增加，16年公司营收和归母净利润在经过调整后的15年基数上分别增长了15.95%、52.2%。

图 1：公司历年业绩增长情况（单位：百万元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 2：公司营业收入结构（2016年）

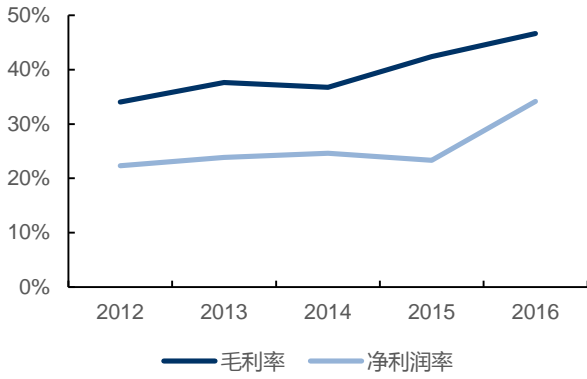


资料来源：公司公告，申万宏源研究

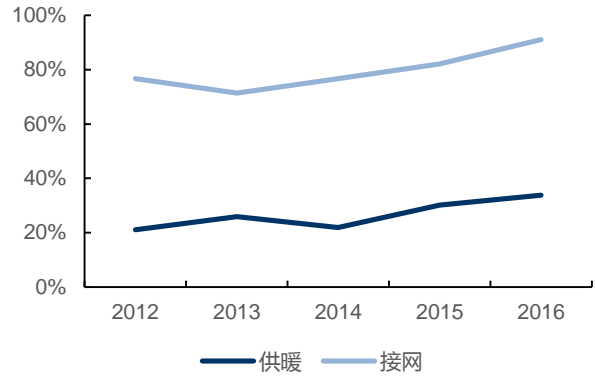
公司盈利能力逐年攀升，接网业务毛利率高。受益于环保压力带来的锅炉“拆小上大”的行业性机会，公司供暖面积持续上升，2016年毛利率、净利润率较2015年均大幅度增加，盈利能力提升显著。2016年供热业务和接网业务的毛利率分别为33.28%、91.04%。

图 3：公司盈利能力变化

图 4：业务毛利润率对比（单位：%）



资料来源：公司公告，申万宏源研究



资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.2 注入资产优质 持续增厚业绩

集团下供热业务核心资产注入公司，主业向节能环保方向转型升级。2016 年公司定增收购联众新能源、联美集团旗下拥有的供热业务相关核心经营性资产。本次定增完成后，上市公司新增全资子公司沈阳新北及其子公司国新新能源、联美生物能源（以生物质为原料的清洁能源热电联产）、国惠新能源及其子公司沈水湾（通过热动式污水源热泵对废热资源进行回收利用的集中供热等节能环保供热相关业务）、国润低碳、三六六科技。

表 1：2016 年定增收购集团供热资产情况

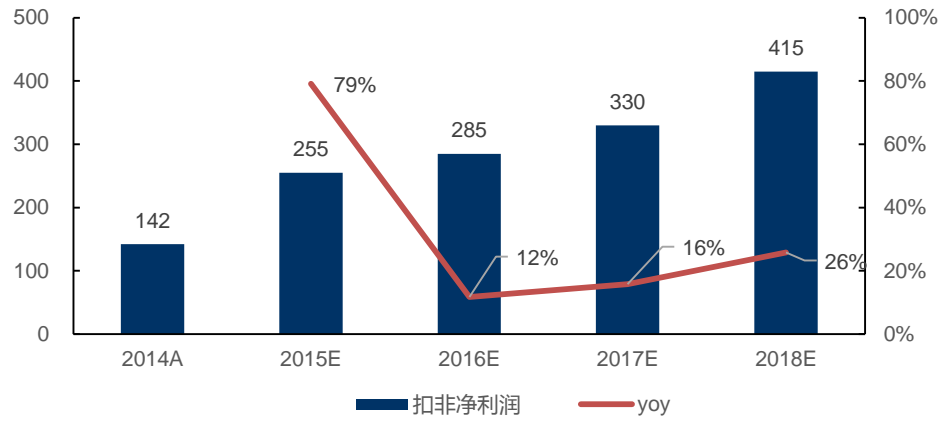
收购标的	子公司	持股比例	经营范围
沈阳新北	国新新能源	100%	规划建设成为采用新型主、次、微区域组合热源方式供热的环保节能型集中供热企业
	联美生物能源	100%	以生物质为原料的清洁能源热电联产
	沈水湾	100%	通过热动式污水源热泵对废热资源进行回收利用的集中供热
国惠新能源	国润低碳	80%	采用新型主、次、微区域组合热源方式规划建设的大型环保节能型集中供热企业
	三六六科技	100%	提供移动互联网应用、信息化管理、互联网远程控制、节能及管控一体化技术研发及服务

资料来源：公司公告，申万宏源研究

交易方提供业绩承诺及补偿机制，3 年归母净利润 CAGR17.6%。联众新能源和联美集团承诺：标的公司（沈阳新北和国惠新能源）净利润中扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润合计 2016 年、2017 年、2018 年分别不低于 2.85 亿元、3.30 亿元和 4.15 亿元，3 年 CAGR 为 17.6%。若标的公司 2016-2018 三个会计年度实际扣非净利润数未达到承诺数，将应补偿股份以一元的总价格进行回购并注销。

标的资产 2016 年度实现扣非净利润数 3.41 亿元，大幅高于承诺数 2.85 亿元，体现的较强的盈利能力，增厚了公司业绩。

图 5: 标的公司承诺扣非后归母净利润 (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

1.3 募集配套资金尚待完成 继续夯实供热业务

公司拟配套募集资金 38.7 亿元, 加码投资供热项目夯实业务基础。为提高本次重组绩效, 增强重组完成后公司的盈利能力和可持续发展能力, 公司拟向不超过 10 名符合条件的特定对象非公开发行股份募集配套资金, 总金额不超过 38.7 亿元。截至目前, 募集配套资金尚未完成。

表 2: 募集配套资金具体方案

发行对象	金额 (百万元)	锁定期
10 名特定投资者	3870.00	自发行结束之日起 12 个月不得转让

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

募集资金在扣除相关交易费用后, 将全部用于电厂热网改造、热源厂建设、清洁能源工程等投资, 包含“文官屯热电厂热网工程项目”、“浑南新城南部热源热电联产区域能源升级改造热网工程项目”等共计 7 个募投项目。项目投资总额为 69.47 亿元, 其中募集自己投资额预计 38.70 亿元。

表 3: 配套募集资金用途 (单位: 百万元)

募投项目	实施主体	投资总额	募集资金投资额	达产后预计年利润	内部收益率
文官屯热电厂热网工程项目	国新新能源	741.96	200	87.77	13.79%
浑南新城南部热源热电联产区域能源升级改造热网工程项目	国润低碳	2091.66	450	169.48	9.18%
热网改造升级及环保设备改造工程	浑南热力	2471.28	2470	预计接网费总收入 11 亿元, 采暖预计总收入 5.5 亿元, 每年节约成本 1.4 亿元	
浑南热力 3 号热源厂建设项目	浑南热力	248.75	150	预计接网年收入 4 千万, 采暖年收入 2.08 亿元	
清洁能源工程项目	浑南热力	329.98	320	13.74	5.11%
生物质发电项目	联美生物能源	332	70	146.16	8.80%

能源移动互联多元服务项目	三六六科技	731.5	210	-	39.78%
合计	-	6947.13	3870	-	-

资料来源：公司公告，申万宏源研究

募投项目将极大提升公司供暖业务规模，有利于发展清洁供热。在这 7 个募投项目中，本期新建和改造热网面积共计 8400 万 m^2 ，新建热力站共计 540 座。“浑南热力 3 号热源厂建设项目”本期将续建 3 台 85MW 热水锅炉和 1 台 90t 蒸汽锅炉；“生物质发电项目”本期的建设规模为 3 台 75t/h 循环固定床秸秆锅炉和 2 台 C12 抽凝式汽轮发电机组。此外，公司还计划对浑南 1#、2#、3#热电厂等进行改造升级。随着这些工程的投产，公司的供热能力和产能效率将进一步提升，同时公司注重清洁能源供热项目的建设，顺应了节能降耗、增产减排和改善环境的政策要求，有利于公司的转型。

表 4：募投项目热网建设情况

募投项目	供热面积 (万 m^2)	热力站 (座)	建设工期 (年)
文官屯热电厂热网工程项目	1612	144	4
浑南新城南部热源热电联产区域能源升级改造热网工程项目	4660	396	5
热网改造升级及环保设备改造工程项目	2128	-	3
合计	8400	540	-

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 5：募投项目新增设备情况

募投项目	新增设备	数量 (台)
浑南热力 3 号热源厂建设项目	85MW 热水锅炉	3
	90t 蒸汽锅炉	1
生物质发电项目	75t/h 循环固定床秸秆锅炉	3
	C12 抽凝式汽轮发电机组	2

资料来源：公司公告，申万宏源研究

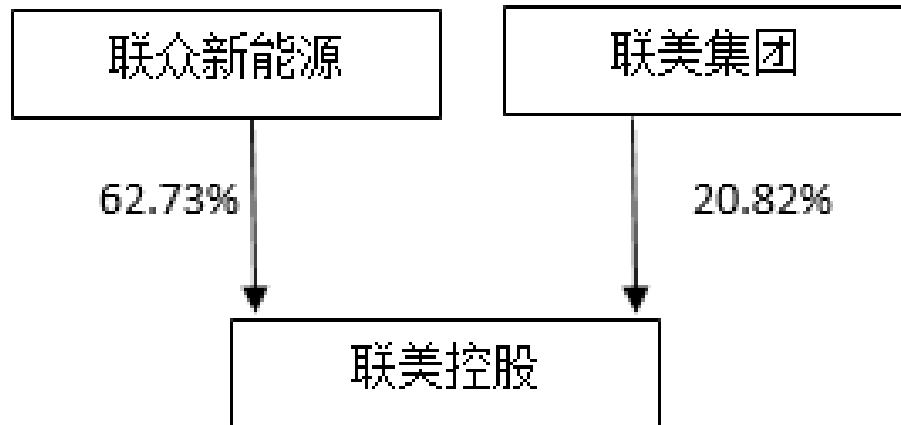
打造“大数据+云平台”模式，实现节能增效，并提供客户增值服务。“能源移动互联多元服务项目”主要是建设基于互联网及大数据应用，搭建智能热网服务平台。该平台集热源、热网直至用热终端的监测、分析、调控等多种功能为一体，具有海量数据存储、开放系统架构、全网络化结构等特点。采用“大数据+云平台”的模式，可保证供热系统安全稳定运行的前提下，实现最佳节能效果。此外，拟配套开发终端用户手机 APP 软件等产品，可实现终端用户实时查询、在线操控等日常管理功能，提高终端节能效果及用户满意度。

1.4 大股东变更 实际控制人不变

重大资产重组后联众新能源成为公司第一大股东，实际控制人不变。在本次交易前，公司股本总数为 2.11 亿股，其中联美集团持有 9910 万股，持股比例为 46.97%，为公司控股股东。经过本次发行股份购买资产后，公司股本总数增至 6.80 亿股，联众新能源持有公司股份 4.27 亿股，占比 62.73%，成为公司的控股股东。联美集团持有公司股份 1.42 亿股，持股比例为 20.82%。联众新能源与联美集团构成一致行动关系，交易完成后合计持有公司 83.55% 股权。

截至目前，配套资金募集工作尚未完成，后续公司拟向不超过 10 名符合条件的特定对象非公开发行股份募集资金 38.7 亿元，全部发行工作完成后，公司实际控制人地位保持不变。

图 6：公司股权结构图



资料来源：公司公告，申万宏源研究

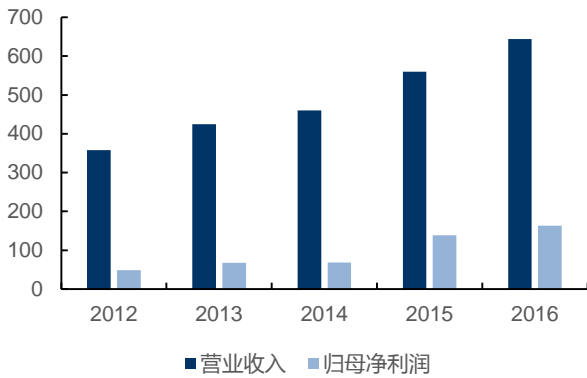
2. 收购标的助力公司向清洁供热转型

2.1 沈阳新北：供热为主的环保型热电联产企业

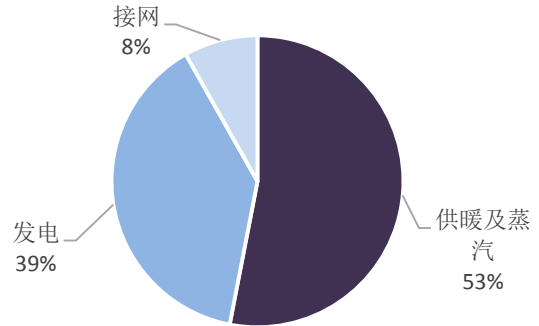
沈阳新北业务以热电联产为主，着力发展生物质发电业务。沈阳新北是以供热为主的环保型热电联产企业，主要收入来源为供暖及蒸汽、发电业务。其中供暖及蒸汽业务的收入占比 53%，发电业务的收入占比 39%。2016 年沈阳新北实现营业收入、归母净利润分别为 6.44、1.63 亿元，同比增长 14.88%、17.42%。

图 7：沈阳新北历年业绩增长情况（单位：百万元）

图 8：沈阳新北营业收入结构（2015 年 01—07 月）



资料来源：公司公告，申万宏源研究



资料来源：公司公告，申万宏源研究

供热、供汽及发电产能、销量逐年攀升。沈阳新北的供暖业务规模稳定，平均供热面积从 2012 年的 668.60 万 m² 增至 2015 年的 759.32 万 m²，供热业产能为 377.84 万吉焦，产销量近年来维持在 270 万吉焦的水平。供汽产能由 2012 年的 51.68 万吉焦提升到 2014 年的 63.25 万吉焦。2014 年供汽产量为 25.34 万吉焦，销量 18.66 万吉焦。发电业务的产销量也呈现出稳步增长的趋势，2014 年的产电量和售电量分别达到了 3.90 亿、3.72 亿 kWh，产能从 3.68 亿 kWh 提升至 4.46 亿 kWh。

表 6：沈阳新北产能、产量、销量情况

产品	项目	2012	2013	2014	2015.01-10
供暖	产能 (万 GJ)	377.84	377.84	377.84	289.84
	产量 (万 GJ)	270.67	273.54	270.93	158.09
	销量 (万 GJ)	270.67	273.54	270.93	158.09
	平均供热面积 (万 m ²)	668.60	714.63	758.10	759.32
供汽	产能 (万 GJ)	51.68	51.68	63.25	65.00
	产量 (万 GJ)	16.98	20.40	25.34	28.64
	销量 (万 GJ)	12.85	14.63	18.66	22.05
发电	产能 (万 kWh)	36777.20	44582.00	44582.00	34257.40
	产量 (万 kWh)	26240.04	35405.16	39005.48	29109.44
	销量 (万 kWh)	25557.00	33756.97	37166.73	27542.50

资料来源：公司公告，申万宏源研究

全资子公司国新新能源正处于建设期，规划建设成为采用新型主、次、微区域组合热源方式建设的热电联产及供热服务公司。国新新能源主要为区域内的居民用户和工商企业提供热力和蒸汽，以及向东北电网输送电能。供热区域包括整个沈阳商贸金融开发区、金廊中心及金廊北部区域、首府新区、三台子经济区等，区域内供热面积约为 2612.86 万 m²，已经签署合同的供暖面积达到 314.08 万 m²。新建的换热站将建设分布式清洁能源热源系统，清洁能源建设比例将超过 20%。目前，国新新能源的主要设备为 2 台 116MW 热水锅炉、2 台 75 吨/小时蒸汽锅炉。

表 7：国新新能源经营情况

项目	内容
供热区域规划面积 (万m ²)	2612.86
主要设备	2 台 116MW 热水锅炉
	2 台 75 吨/小时蒸汽锅炉

资料来源：公司公告，申万宏源研究

沈阳新北全资子公司联美生物能源主要从事清洁能源供热，受益泰州医药高新区热力需求增长。联美生物能源位于江苏泰州，是一家以生物质为原料的清洁能源热电联产企业，目前热电联产所需主要燃料为秸秆、稻壳等农林业加工剩余物，其电力产品的主要客户为电网公司，热力蒸汽产品的主要客户为泰州医药高新区驻区生产企业。联美生物能源年发电能力 2.16 亿 kWh，年生产销售蒸汽能力 118 万吨。联美生物能源的主要设备为 2 台 75 吨/小时高温高压联合炉排蒸汽锅炉，2 台 15MW 汽轮发电机（抽凝）。

泰州国家医药高新技术产业开发区，总体规划面积 30 平方公里，由科研开发区、生产制造区、会展交易区、康健医疗区、综合配套区五大功能区组成，正在打造成为中国产业规模最大、产业链最完善的医药产业基地。目前泰州医药高新区已经引进多家知名医药生产企业，近年来新签约项目稳步增长，联美生物能源未来将充分受益于当地旺盛的新增用热需求。

表 8：联美生物能源经营情况

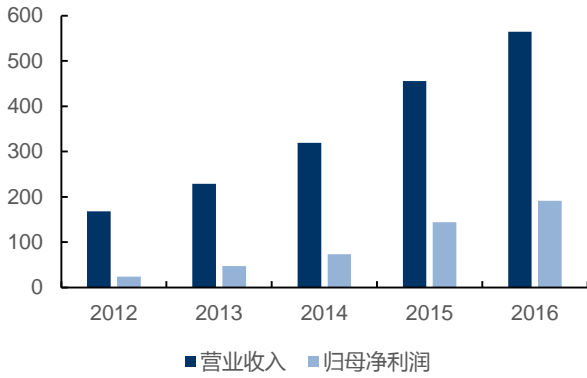
项目	内容
最终规模为年发电 (亿 kWh)	2.16
年生产销售蒸汽 (万吨)	118
主要设备	2 台 75 吨/小时高温高压联合炉排蒸汽锅炉
	2 台 15MW 汽轮发电机（抽凝）

资料来源：公司公告，申万宏源研究

2.2 国惠新能源：节能环保供热技术优 受益浑南新城发展

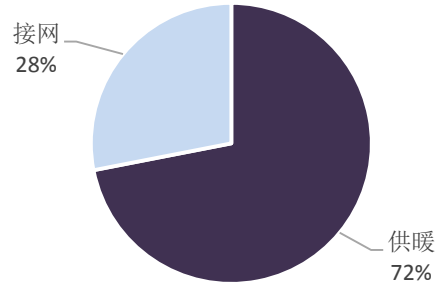
国惠新能源主要在浑南新城运营供暖和接网业务。国惠新能源业务主要为供暖，营收占比 72%；接网费的营收占比为 28%。2016 年国惠新能源分别实现营业收入、归母净利润 5.64、1.91 亿元，因供暖范围扩张分别同比增长 23.88%、32.76%。

图 9：国惠新能源历年业绩增长情况（单位：百万元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 10：国惠新能源营业收入结构（2015 年 01—07 月）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

国惠新能源采用热动式水源热泵及梯级加热技术，属于节能环保供热。国惠新能源的主要设备有 4 台锅炉、1 个水源热泵机组、2 台汽轮机等，且成新率较高。

表 9：国惠新能源主要设备

设备编号	设备名称	账面净值 (百万元)	成新率
QXL70-1.6-120/50-M	锅炉	11.59	63.14%
XD-75/3.82-M7	锅炉	11.82	65.63%
64MW	热水锅炉	8.00	70.83%
XD-75/3.82-M19	75T 蒸汽往复锅炉	14.42	85.49%
GSHP4400K	开式污水源热泵机组	7.81	64.42%
LSLGF 10000 及 00668	冷水(热泵)机组及双出轴背压式汽轮机	5.82	70.92%
KWR3200-75	压缩式热泵及汽轮机	19.48	88.40%
SHW99-1.6/130/70-H	锅炉本体系统	10.03	89.23%
SHW99-1.6/130/70-H	锅炉本体系统	10.03	89.22%
SHW150/1.6-300-H(A)	锅炉本体系统	12.88	94.88%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

产、销量增长迅速，业绩有望再提升。国惠新能源位于于洪新城，于洪新城总体规划供热面积为 2000 万 m²，较当前的 1000 万 m² 供热面积有翻倍增长空间。近年来，国惠新能源供暖业务的产能、产量和销量都不断增长，2014 年产能达到了 834.99 万 GJ，供暖板块的产量和销量分别为 285.11 万 GJ、270.73 万 GJ，产能还有极大的利用空间。2015 年前 10 个月的产量和销量分别为 214.88 万 GJ、195.29 万 GJ，同比分别增长 29.71%、30.63%。

表 10：国惠新能源产能、产量、销量情况

产品	项目	2012	2013	2014	2015.01-10
供暖	产能 (万 GJ)	534.36	688.33	834.99	546.34
	产量 (万 GJ)	178.64	219.80	285.11	214.88
	销量 (万 GJ)	169.42	207.25	270.73	195.29
	平均供热面积 (万 m ²)	462.51	558.70	754.81	961.96

资料来源：公司公告，申万宏源研究

拥有多项自主知识产权，多项技术国内领先。2012 年国惠新能源被沈阳市供热办、沈阳市供热行业协会评为 AAA 级供热企业，同年被国家科技部批准为高新技术企业，是沈阳市大型供热企业之一。国惠新能源采用比例替代能源的方式进行热源生产，应用再生水源热泵和蒸汽余热联合供热的方式替代燃煤 30% 以上，能源消耗及环境污染降至了同行业最低，是全国首创的供热技术；主要核心技术循环固定床分相燃烧方法、热动离心式水源热泵机组以及多管水面自激波气体净化都处于国内领先水平。

表 11：国惠新能源拥有的主要专利权

专利名称	专利类别	到期日
湿煤粒环保型循环流化床混合燃烧技术	发明	2024.08.18
集中供热双控制系统	发明	2026.08.24
循环固定床分相燃烧方法	发明	2026.09.05
利用太阳能和热泵替代部分传统热源的集中供热方法及系统	发明	2030.02.11
燃煤烟气不锈钢丝网布循环水汽膜滤袋式精细除尘设备	发明	2034.01.02
换热器内壁自动清洁系统	发明	2033.07.09
利用同层等量原地抽回井组汲取地下热能的方法	发明	2031.11.14
锅炉烟尘热管净化装置	实用新型	2016.07.17
热动离心式水源热泵机组	实用新型	2016.11.16
真空热管体相变换热器	实用新型	2019.01.07
分布式水源热泵与集中供热联供系统	实用新型	2019.07.10
双碱法群塔式多功能烟气净化机组	实用新型	2019.12.09
溶解法烟气净化系统	实用新型	2020.03.11
大容积区域可调风量全密封均压风室组	实用新型	2020.10.30
燃煤烟气不锈钢丝网布循环水汽膜滤袋式精细除尘设备	实用新型	2034.01.02
可移动反冲洗的网布水汽膜滤脱硝及微尘净化设备	实用新型	2024.04.20
一种集中供热分户温度控制与热能计量装置	实用新型	2024.05.15

资料来源：公司公告，申万宏源研究

国惠新能源拥有三家下属子公司：沈水湾、圆润低碳和三三六科技，持股比例分别为 100%、80% 和 100%。

沈水湾是采用热动式污水源热泵对废热资源进行回收利用的集中供热企业，主要为沈水湾地区热用户提供供热服务。未来沈水湾将充分发挥地理环境优势，兴建以再生水源热泵供热技术为主导的新型环保热源厂。沈水湾 2014 年全年净利润为 778 万元，2015 年前 7 个月已实现净利润 1395 万元。

表 12：沈水湾主要财务数据（单位：百万元）

	2014	2015.01-07
资产	180.15	134.32
净资产	79.52	53.87
净利润	7.78	13.95

资料来源：公司公告，申万宏源研究

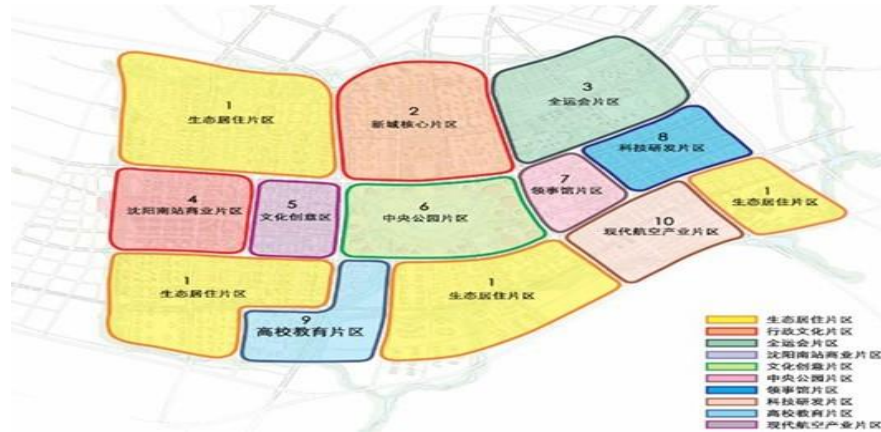
国润低碳是一家采用新型主、次、微区域组合热源方式的专业集中供热运营商，受益浑南新城城市化发展。沈阳浑南新城定位为沈阳的行政、科技、文化中心。随着沈阳新南站的投运（2015年8月），以及沈阳市委、市政府迁入（2015年11月），大规模带动浑南新城人口、房地产的增长。国润低碳目前的供热面积为450-500万m²，未来规划4660万m²。根据沈阳市热力工程设计研究院的调研结果，预计2019年该地区的供热面积将发展到2100万平方米，年均增加300~400万m²，接网费及供热收入规模将大幅提高。国润低碳目前的主要设备为2台99MW热水锅炉，1台150吨/小时蒸汽锅炉。国润低碳2014年全年净利润为1273万元，2015年前7个月实现净利润2566万元。

表 13：国润低碳主要财务数据（单位：百万元）

	2014	2015.01-07
资产	683.26	666.07
净资产	10.22	35.88
净利润	12.73	25.66

资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 11：浑南新城规划



资料来源：沈阳市浑南区政府官网，申万宏源研究

三六六科技主营业务为移动互联网应用、信息化管理、互联网远程控制、节能技术研发。目前已基于其独立操作平台及智能监控技术为客户提供社区服务、供热缴费、换热站多维监控系统委托运维等服务。将承接配套募投项目中的能源移动互联多元服务项目。

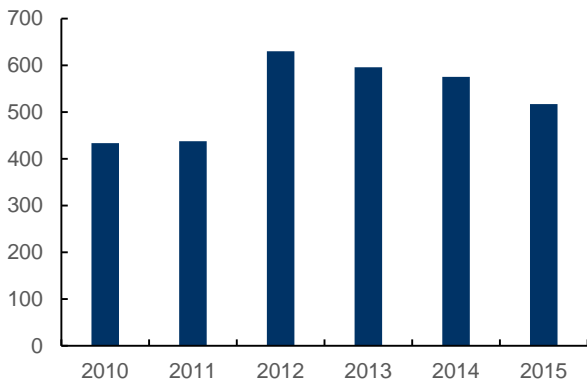
3. 坐拥优质供热区块 清洁生产为发展趋势

3.1 城市供热行业蕴含巨大市场空间

我国城市集中供热投资额和供热面积不断增长。建设和发展城市集中供热是我国国民经济和社会实现节能降耗、减少环境污染、走可持续发展道路的有效途径。供暖收费属于

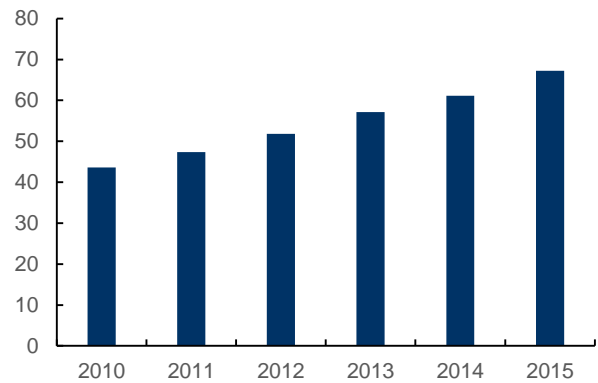
政府定价，供暖业务区域，目前政府采用行政许可的方式进行授权经营。供暖面积的稳定增长将成为提高供暖业务收入的第一驱动因素。近年来，我国城市集中供热面积持续增长，截止 2015 年，全国城市集中供热面积已达 67.22 亿 m^2 ，同比增长 9.97%。

图 12: 城市集中供热建设投资额 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 申万宏源研究

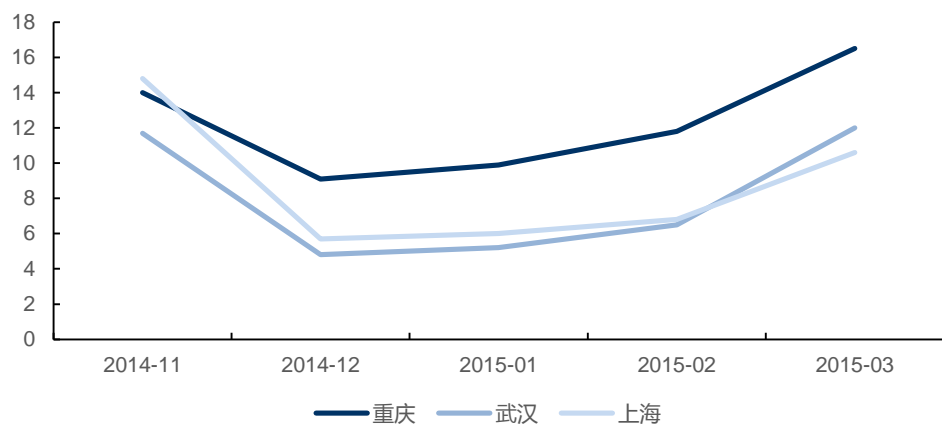
图 13: 全国城市集中供热面积 (单位: 亿 m^2)



资料来源: Wind, 申万宏源研究

长江中下游流域冬季湿冷，供暖诉求强烈，有望成为新增供暖市场扩容。我国长江中下游流域地区每年 12 月至次年 3 月处于冬季。我国上海、重庆、湖北、湖南、江西、四川等南方地区冬季室温远低于北方城市集中供热时的室内温度 ($16^{\circ}C-18^{\circ}C$)。由于人们对于生活质量的要求提高，南方供暖需求仍呈不断上升阶段，潜力十分巨大。

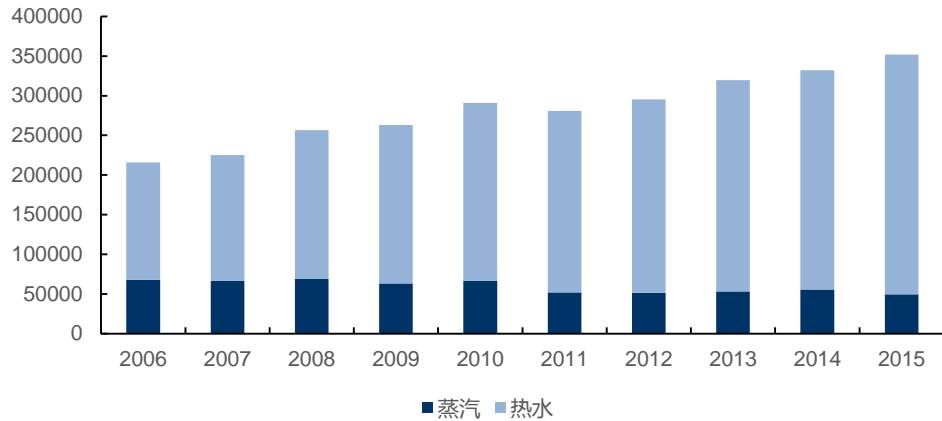
图 14: 我国南方城市冬季平均气温 (单位: $^{\circ}C$)



资料来源: Wind, 申万宏源研究

全国集中供热总量稳步提升。全国集中供热面积的增长同时带动集中供热总量的增长。全国集中供热总量从 2006 年的 215,805 万 GJ 增至 2013 年的 319,704 万 GJ，年复合增长率 5.78%，其中热水的供应量增长迅速，由 2006 年的 148,011 万 GJ 增至 2015 年的 302,110 万 GJ，年复合增长率为 7.4%。

图 15: 我国集中供热量 (单位: 万吉焦)



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

3.2 我国大力推进热电联产和清洁供热

多项政策出台, 清洁供热成未来发展趋势。国务院、发改委等部门出台了诸多文件, 支持发展热电联产、生物质能供热。随着我国对环境保护的不断重视, 清洁供热将获得更大的发展空间。

近日, 沈阳市发改委制定并公布了《沈阳市清洁和可再生能源发展计划》, 指出要进一步提高燃气分布式供热、电采暖、地(水)源热泵等清洁能源供热比例。2016 年民用供暖领域“煤改电”试点面积不低于 30 万 m², 公建领域“煤改电”试点面积不低于 70 万 m²。2017 年在总结试点经验的基础上, 再新增“煤改电”供热面积 500 万 m²。

表 14: 供热行业主要政策

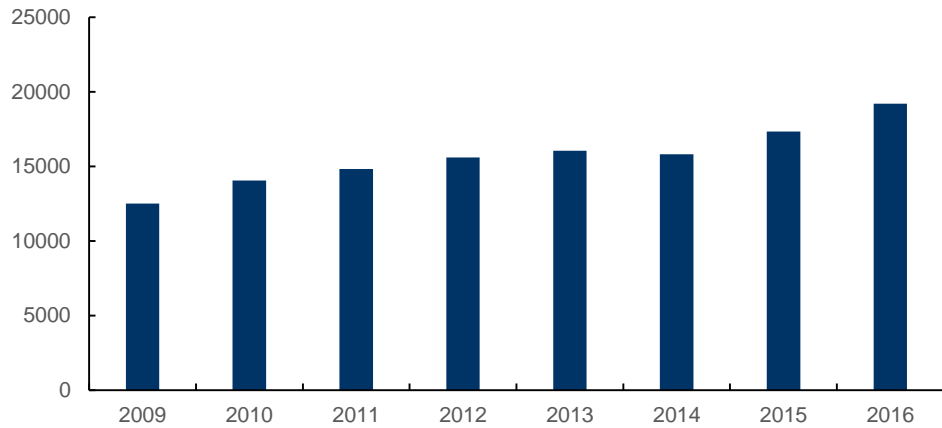
文件名称	发布时间	发布单位	内容
《国务院关于近期支持东北振兴若干重大政策举措的意见》	2014	国务院	大力推进东北地区城市供热、供水等管网设施改造。在东北地区加快审批建设一批热电联产集中供热项目。支持工业燃煤锅炉节能减排改造、余热余压利用示范工程。
《国务院办公厅关于印发能源发展战略行动计划(2014-2020 年)的通知》	2014	国务院	大力发展分布式能源, 科学发展热电联产, 鼓励有条件的地区发展热电冷联供, 发展风能、太阳能、生物质能、地热能供暖。
《大气污染防治行动计划》	2013	国务院	加快推进集中供热、“煤改气”、“煤改电”工程建设。在供热供气管网不能覆盖的地区, 改用电、新能源或洁净煤, 推广应用高效节能环保型锅炉。
《节能减排“十二五”规划》	2012	国务院	东北、华北、西北地区大城市居民采暖除有条件采用可再生能源外基本实行集中供热, 中小城市因地制宜发展背压式热电或集中供热改造, 提高热电联产在集中供热中的比重。
《国务院关于加强节能工作的决定》	2006	国务院	完善供热价格形成机制, 有关部门要抓紧研究制定建筑供热采暖按热量收费的政策, 培育有利于节能的供热市场。
《2015 年循环经济推进计划》	2015	国家发改委	在粮食主产区有序推进生物质热电联产, 鼓励对常规生物质发电实行热电联产改造, 到 2015 年底热电联产机组容量超过 100 万千瓦。

《辽宁省人民政府关于印发辽宁省大气污染防治行动计划实施方案的通知》	2015	辽宁省人民政府	以钢铁企业为重点，全面推进工业余热供热，2015 年新增余热供热面积 600 万 m ² ，到 2017 年，新增余热供热面积 1,700 万 m ² 以上。
《沈阳市城市供热规划(2013-2020 年)》	2014	沈阳市人民政府办公厅	以热电联产、集中供热为主，优先利用现有热电厂供热能力，扩建、改建现有热电厂、规划新建热电厂发展热电联产；优先利用工业余热，提高供热设施的利用率 进一步提高燃气分布式供热、电采暖、地(水)源热泵等清洁能源供热比例。
《沈阳市清洁和可再生能源发展计划》	2016	沈阳市发改委	2016 年民用供暖领域“煤改电”试点面积不低于 30 万 m ² ，公建领域“煤改电”试点面积不低于 70 万 m ² 。2017 年在总结试点经验的基础上，再新增“煤改电”供热面积 500 万 m ² 。

资料来源：公司公告，申万宏源研究

热电联产是未来城市集中供热的主要方式。我国集中供热能耗平均在 20 至 25 公斤标煤/m²，而欧洲为 10 至 15 公斤标煤/m²。我国北方地区冬季供热采暖每年消耗煤炭超过 1.5 亿吨标煤，占北方地区建筑能耗 50% 以上，大大高于同等气候条件下发达国家水平。在西方集中供热热源以热电联产为主，而我国以区域锅炉房为主，这就造成了我国煤炭资源的严重浪费。

图 16：我国供热煤炭消费量（单位：万吨）



资料来源：Wind，申万宏源研究

热电联产集中供热的能源利用效率在 80% 左右，供热煤耗约为 40 公斤标煤/GJ，而区域锅炉集中供热的能源利用效率仅在 60% 左右，供热煤耗约为 55 公斤标煤/GJ。可以看出，热电联产与区域锅炉房相比，优势明显，目前热电联产在我国集中供热的比重仍然较低。伴随着国家节能减排措施的不断推出，小锅炉将会逐渐被淘汰，而热电联产这一高效节能的供热方式应用比重将会得到进一步提高。

热电联产行业具有区域自然垄断性。一般情况下热电联产企业在所在城市或区域都有较为明确的供热范围，担负供热范围内的集中供热，且在一定供热半径内不允许修建新的热源点，因此，热力企业都有明确的供应范围，所以在供应范围内受到竞争的可能性较小。目前电联产行业竞争主要体现在资金实力较强、运作水平好的企业进行异地资本扩张和输

出运作技术及运作管理，对原供热范围以外的区域进行扩张或对其他热电联产企业进行兼并、收购，从而拓展自身的供热区域。

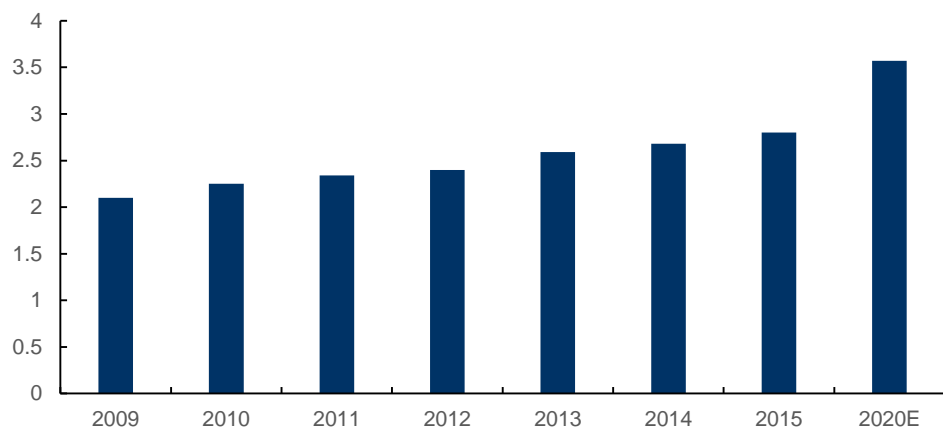
新能源、清洁能源供热方式将得到进一步推广。伴随传统煤炭资源的日益枯竭，开采成本不断增加，另外，由于我国对于环境保护重视程度日益加强，国家在提高煤炭高效利用、环保技术开发的同时，也在加大对新型能源的开发利用，未来伴随技术的不断提高和生产成本的下降，更加节能、环保的供热方式将会得到推广，其中水源热泵、生物质能源供热方式是目前技术比较成熟，具备大面积推广条件的两种新供热方式。

3.3 立足沈阳扩容供热面积 异地复制值得期待

联美控股及各并购公司的主要供暖区域均位于辽宁省沈阳市。沈阳市政府近年来一直在加大城市供热投资，截止 2014 年底，沈阳市供热面积达到 2.68 亿 m^2 。根据沈阳市政府远期供热规划，到 2020 年，沈阳市中心城区供热面积将达到 3.57 亿 m^2 ，采暖热负荷为 16,581MW，蒸汽负荷为 3870t/h。

因为东北地区的气候因素，标的公司的业务属于刚性需求，随着服务区域经济的发展，供暖业务规模将保持稳定增长。

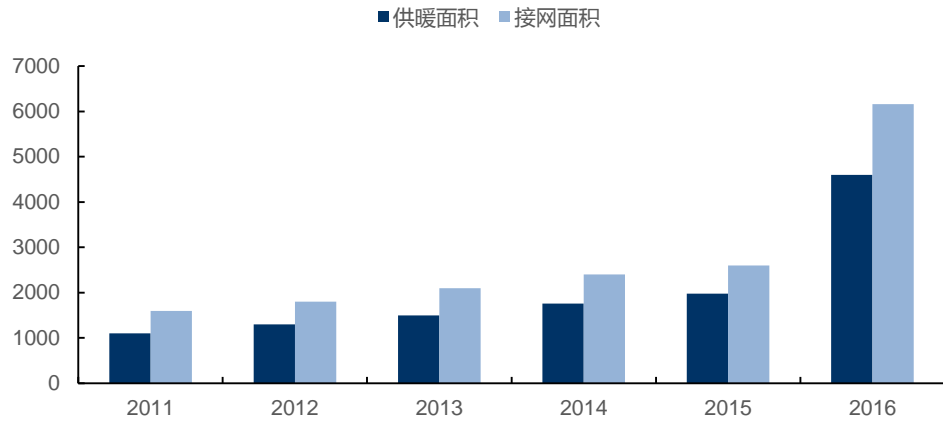
图 17：沈阳市供热面积（单位：亿平方米）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司供热业务规模稳步增长，增发收购完成后供热规模再上台阶。公司近年来供热面积稳步增长，从 2011 年 1100 万平方米增加到 2015 年底的 1980 万平方米；2016 年公司完成对沈阳新北和国惠新能源的收购，公司供热业务规模大幅度扩张。

图 18：公司供热面积、接网面积（单位：万平方米）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

沈阳市着力推进热电联产供热、清洁供热，标的公司迎来重大机遇。根据沈阳市的集中供热规划，到 2020 年，清洁能源、可再生能源的供热面积将达到 5,300 万 m²，沈阳市中心区热电联产、热源厂与清洁能源的供热面积比例将调整为 60.50%、24.60%、14.90%。公司此次增发收购的标的公司均顺应了环保供热的政策要求和发展趋势，有助于帮助公司进行清洁生产转型升级，提升公司业务未来的成长性和发展潜力。截至 2015 年 7 月 31 日公司在沈阳的供热面积占总规划面积的 16.82%，纳入评估中的面积占总规划面积的 49.77%。公司供热面积有三倍以上的提升空间。

表 15：公司在沈阳供热面积占规划面积的比例（单位：万 m²）

公司	评估基准日（2015/7/31）			2020 年预测	
	最终规划面积	供热面积	占规划面积比例	纳入评估供热面积	占规划面积比例
沈阳新北	960	759.32	79.10%	960	100%
国新新能源	2612	-	0%	1137.4	43.55%
国惠新能源	1735	404.62	23.32%	1000	57.64%
沈水湾	265	159.76	60.29%	265	100%
国润低碳	4660	397.58	8.53%	1730	37.12%
合计	10232	1721.28	16.82%	5092.8	49.77%

资料来源：申万宏源研究

此次收购重组促进公司供热业务全方位整合。本次交易完成后，公司将根据各个热源的供热能力、管网布局、供热用户分布等因素对生产方式、供热管网、热用户进行优化组合；进一步加强信息化建设工作，充分利用三六六智能平台，将移动互联网技术与上述传统产业相互融合，在节能技术应用、企业管理与控制、自动化与信息化融合、社区服务、移动互联网应用与拓展等方面进行拓展，把客户信息、停用热申请、运行调度、用热量统计与收费、换热站监控等工作流程同意纳入网络化信息管理系统，提高供热效率和业务管理水平，提升供热服务水平。

并购突破供热地域限制，异地扩张值得期待。本次并购的沈阳新北旗下星美生物能源主要为江苏泰州医药高新产业园区提供供热服务，并购完成后公司供热业务成功突破地域限制。泰州医药高新产业园区当前发展良好，热力需求旺盛，泰州项目规模仍然有望继续扩张。我们认为，公司具备完善的供热项目管理经验，清洁能源供热技术储备丰富，在环保压力日益严峻的今天，工业园区发展集中供热已经成为趋势，公司具备获取异地优质订单的实力，下一步的异地扩张值得期待。

4. 区域供热龙头 转型清洁生产领跑者

区域供热接网增速带动公司业绩增长，受益政策性推动清洁化集中供热。本次收购的国惠新能源下的全资子公司国润低碳所服务的浑南新城，已被定位为沈阳市未来的城市中心。在沈阳市行政职能迁入、新高铁站投运的带动下，未来几年当地将是当地房地产开发的高峰期。而环保力促减少散煤燃烧，为清洁化集中供暖带来发展机遇，公司供热、接网业务将显著受益。我们预计公司供热面积年均增速约 20%，高毛利的接网费带动业绩整体大幅增长。预计公司 2017~2019 年归母净利润分别为 8.82、10.84 和 13.17 亿元，考虑现价募集配套资金所带来的摊薄，EPS 分别为 1.06、1.3 和 1.58 元/股。对应 PE 分别为 20、16 和 14 倍。

考虑公司供暖、接网业务步入扩张期，政策推动北方地区清洁化集中供暖发展，公司清洁集中供暖业务区外可复制性强。对比同类集中供热的上市公司，公司 17 年 PE20 倍低于行业平均水平 27 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 16：同类上市公司盈利预测对比

代码	简称	2017/3/7		EPS			PE		
		最新股价	2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E	
002479.SZ	富春环保	12.83	0.24	0.31	0.52	53	41	25	
300335.SZ	迪森股份	17.7	0.14	0.36	0.51	126	49	35	
002616.SZ	长青集团	24.99	0.31	0.43	0.76	81	58	33	
000958.SZ	东方能源	14.46	0.81	0.71	0.87	18	20	17	
	行业平均	-	-	-	-	70	42	27	
600167.SH	联美控股	21.34	0.84	1.03	1.3	26	21	20	

资料来源：Wind，申万宏源研究

表 17：公司分行业营业收入预测（单位：百万元）

分行业	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
供热及蒸汽	467	555	1273	1605	1925	2020
发电	-	-	202	210	212	212
接网费	166	180	396	588	680	943
工程	0	0	152	167	183	202
其他	29	23	21	0	0	0
合计	661	758	2044	2579	3010	3387

资料来源: Wind, 申万宏源研究

表 18: 公司分行业营业成本预测 (单位: 百万元)

分行业	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
供热及蒸汽	364	388	825	1070	1280	1343
发电			154	164	166	166
接网费	39	32	46	51	60	84
工程			40	44	48	53
其它	15	16	27	0	0	0
合计	418	436	1091	1330	1554	1646

资料来源: Wind, 申万宏源研究

表 19: 公司盈利预测 (单位: 百万元, 元/股)

	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	661	1763	2044	2579	3010	3387
二、营业总成本	458	1148	1236	1483	1711	1824
其中: 营业成本	418	948	1091	1330	1554	1646
营业税金及附加	13	34	19	23	27	30
销售费用	2	3	3	3	3	3
管理费用	41	118	107	129	150	169
财务费用	-17	40	9	-2	-24	-25
资产减值损失	0	5	6	0	0	0
加: 公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	81	30	80	100
三、营业利润	204	615	890	1127	1379	1663
加: 营业外收入	21	21	36	40	50	70
减: 营业外支出	8	30	2	2	10	10
四、利润总额	217	607	924	1165	1419	1723
减: 所得税	54	136	208	261	308	373
五、净利润	163	471	716	904	1111	1349
少数股东损益	0	11	17	22	27	32
归属于母公司所有者的净利润	163	459	699	882	1084	1317
六、基本每股收益	0.77	0.84	1.03	1.06	1.30	1.58
全面摊薄每股收益	0.24	0.68	1.03	1.06	1.30	1.58

资料来源: Wind, 申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。